



## 危机时成长股与价值股的表现

联系人 吴晨曦  
电子邮箱 wu.chenxi@jyqh.com.cn  
电话 021-68555105

### 主要观点

价值股在过去90年的时间里长期跑赢成长股，但是在最近三十年跑输。近期的金融动荡也没有反转这一趋势。

价值投资的前提是世界处在一个较为稳定的环境，这时候企业的既有投资比虚幻的想象更为之前。而在技术更新周期越来越快的时期，企业的既有资产很可能缩水，变得一钱不值。价值投资者需要让自己做出的投资远离技术变革，而成长股投资者做出的投资需要靠近技术变革。并且低市净率或者低市盈率的股票就能够稳稳赚到超额收益。

市场主流观点往往认为，成长股在经济繁荣时表现良好，而价值股则是经济复苏之际的领头羊。上半年全球市场经历的动荡，恰好给我们以检测这个思路的良机。

## 一、全球市场总体表现

图表 1 全球股市表现

	Index	Country/Region	Levels			% Change				
			14-Feb	20-Mar	1-Jun	4/24-5/1	4/1-5/1	2/14-3/20	3/20-6/1	2/14 - 6/1
Americas	S&P 500	US	3214	2305	3044	0.48%	3.01%	-28.28%	32.06%	-5.29%
	NASDAQ 100	US	9624	6994	9556	1.47%	1.50%	-27.33%	36.63%	-0.71%
	TSX	Canada	17848	11852	15193	-0.46%	1.87%	-33.59%	28.19%	-14.88%
	IPC Mexico	Mexico	45000	34270	36123	-1.06%	0.95%	-23.84%	5.41%	-19.73%
	iBovespa	Brazil	114381	67069	87403	0.52%	6.36%	-41.36%	30.32%	-23.59%
Europe	FTSE 100	UK	7409	5191	6077	-2.29%	1.39%	-29.94%	17.07%	-17.98%
	DAX	Germany	13744	8929	11587	-1.65%	4.63%	-35.03%	29.77%	-15.69%
	CAC 40	France	6069	4131	4701	-1.48%	5.77%	-31.93%	13.80%	-22.54%
	S&P Europe 350	Europe	1731	1181	1398	-1.61%	2.81%	-31.77%	18.34%	-19.26%
Asia	Nikkei 225	Japan	23688	16553	21878	-0.18%	7.31%	-30.12%	32.17%	-7.64%
	Shanghai 50	China	2895	2628	2807	-0.11%	1.11%	-9.22%	6.81%	-3.04%
	Hang Seng	Hong Kong	27816	22805	22961	-0.74%	0.14%	-18.01%	0.68%	-17.45%
	Sensex	India	41258	29916	32424	0.69%	5.71%	-27.49%	8.38%	-21.41%
Australia & NZ	ASX 200	Australia	7133	4825	5756	-1.63%	4.71%	-32.36%	19.30%	-19.30%
	NZX 50	New Zealand	11835	9202	10882	0.24%	2.06%	-22.25%	18.26%	-8.05%
Africa	FTSE/JSE TOP 40	South Africa	52050	36302	46545	-1.89%	0.24%	-30.26%	28.22%	-10.58%
	NSE-All Share	Nigeria	27756	22198	25268	0.40%	0.25%	-20.02%	13.83%	-8.96%

资料来源：Aswath Damodaran，铜冠金源期货

自危机爆发至今，危机可以分为两个阶段。一个是剧烈的下跌时期，如图右侧 2/14-3/20 区间所展现的，全球市场都出现了 30% 左右的下跌。另一个是迅猛的上涨，如 3/20-6/1 区间所展现的，接近 30% 的反弹。反弹的节奏和速度几乎是历史上最强的。同时，我们可以注意到欧洲和拉丁美洲的下跌比危机发源地的美国还要严重。

图表 2 美国国债表现

Yields on US Treasuries					
Maturity	2/14/20	3/20/20	4/3/20	5/1/20	6/1/20
3 month	1.58%	0.05%	0.10%	0.12%	0.14%
2 year	1.42%	0.37%	0.23%	0.20%	0.14%
5 year	1.42%	0.52%	0.39%	0.36%	0.31%
10 year	1.59%	0.92%	0.62%	0.64%	0.66%
20 year	1.89%	1.35%	1.05%	1.04%	1.22%
30 year	2.04%	1.55%	1.24%	1.27%	1.46%
Yield curve slope					
2 yr - 3 month	-0.16%	0.32%	0.13%	0.08%	0.00%
10 yr - 2 yr	0.17%	0.55%	0.39%	0.44%	0.52%
30 yr - 10 yr	0.45%	0.63%	0.62%	0.63%	0.80%

资料来源: Aswath Damodaran, 铜冠金源期货

我们也注意到, 虽然股票价格几乎回到了危机前的状态, 但是国债收益率由于美联储的救市举措大幅度下降, 并且再也没有回到危机前的位置。

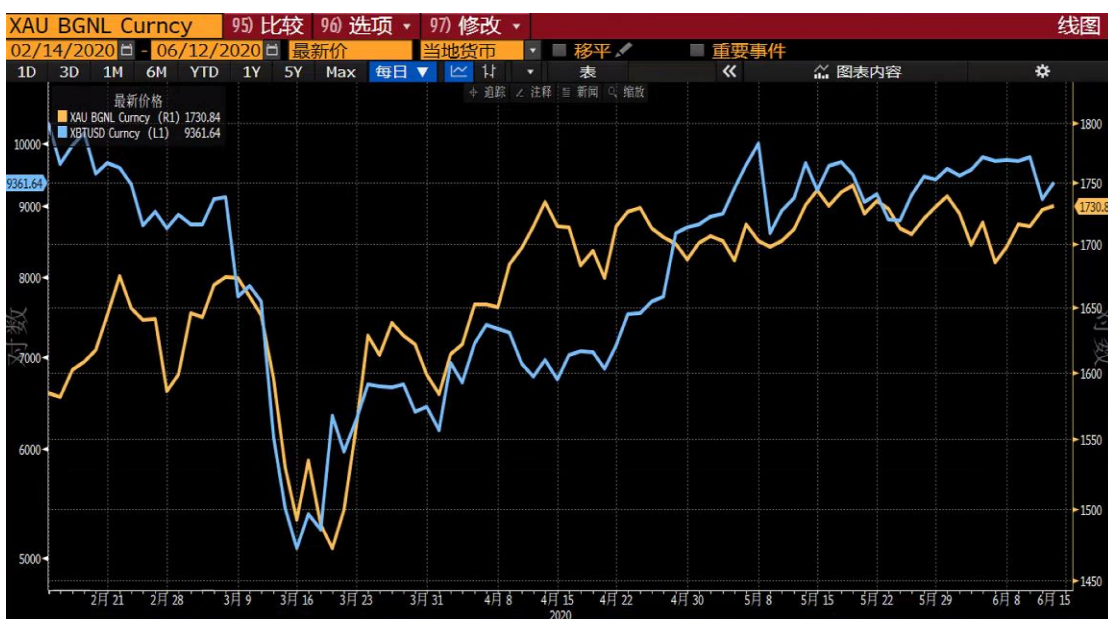
图表 2 美国企业债表现

	Yields and Spreads on Corporates								Change from 2/14 - 6/1	
	Spread over 10-yr Treasury				Yield on Treasury				Spread	Yield
S&P Bond Rating	2/14/20	4/3/20	5/1/20	6/1/20	2/14/20	4/3/20	5/1/20	6/1/20		
AAA	0.69%	1.50%	1.19%	0.89%	2.28%	2.12%	1.85%	1.55%	0.20%	-0.73%
AA	0.72%	1.77%	1.24%	0.99%	2.31%	2.39%	1.90%	1.65%	0.27%	-0.66%
A	0.80%	2.29%	1.62%	1.36%	2.39%	2.91%	2.28%	2.02%	0.56%	-0.37%
BBB	1.33%	3.97%	2.78%	2.38%	2.92%	4.59%	3.44%	3.04%	1.05%	0.12%
BB	1.93%	6.76%	5.28%	4.44%	3.52%	7.38%	5.94%	5.10%	2.51%	1.58%
B	3.40%	10.14%	7.78%	6.29%	4.99%	10.76%	8.44%	6.95%	2.89%	1.96%
CCC or lower	9.65%	18.80%	17.56%	14.75%	11.24%	19.42%	18.22%	15.41%	5.10%	4.17%

资料来源: Aswath Damodaran, 铜冠金源期货

同样却相反的, 企业债利率大幅度上升, 尤其是低评级的债券利率大幅度上升, 并且再也没有回到危机前的位置。

图表 3 黄金和比特币



资料来源：Bloomberg，铜冠金源期货

并且颇为有趣的是，人们认为的所谓避险资产——黄金和比特币，只有黄金表现出了避险效果，最终上涨近 10%，而比特币和危机初期相比依然是下跌的。

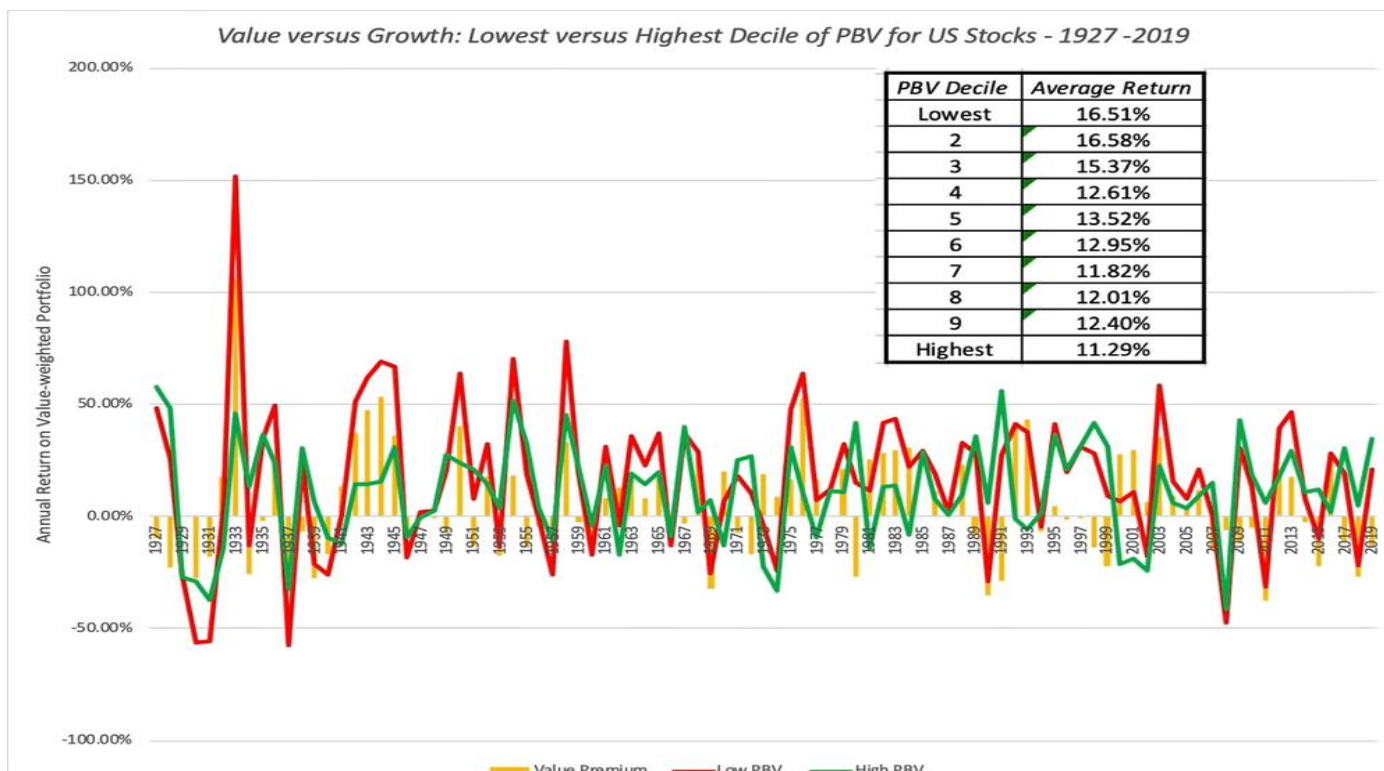
## 二、价值股与成长股的定义

当我们在谈论成长股和价值股的时候，我们究竟在谈论什么？成长股和价值股是如何定义的？市场往往用市净率和市盈率的高低来区别两者。市净率或市盈率更低的股票即价值股，因为其股票价格相对于资产净值和盈利是有保障的。反之则为成长股。需要说明的是，出于方便获取长期数据的角度考虑，我也沿用了这一主流定义，但我并不完全同意这个划分。因为这种方法似乎在暗示价值投资者才关心价值。而实际上，购买成长股的投资者，同样也关心价值。只是两者关注的要点不同。价值投资者更关注已经实现的价值，即企业已经做出的投资。而成长股投资者更关注未来的价值，即企业还没实现的投资。价值投资者的投资动机是市场无法准确的估计既有资产的价值，而成长股投资者的投资动机是市场无法准确估计未来资产的价值。前者关注成熟公司，后者关注早期的公司。

## 三、价值股与成长股的表现



图表 4 价值股与成长股



资料来源：Aswath Damodaran，铜冠金源期货

图 4 展现了价值股和成长股长达 92 年的历史。右上角的表格用了市净率的分级，把股票分为从低到高的十个等级，最上方为价值股，最下方为成长股。或者说，红线为价值股的表现，绿线为成长股的表现。可以看到，低市净率的股票表现远远高于高市净率的股票。这个差值几乎达到了每年 5 个百分点。而最低市净率的股票平均每年的收益达到了 16 个百分点!! 而巴菲特的年平均收益也不过 20 个百分点而已。当然，这也从侧面佐证了为何巴菲特的价值投资策略能够大获成功。

图表 5 价值股与成长股表格

	Lowest PBV	Highest PBV	Difference	Lowest PE	Highest PE	Difference
1930-39	6.04%	4.27%	1.77%	NA	NA	NA
1940-49	22.96%	7.43%	15.53%	NA	NA	NA
1950-59	25.06%	20.92%	4.14%	34.33%	19.16%	15.17%
1960-69	13.23%	9.57%	3.66%	15.27%	9.79%	5.48%
1970-79	17.05%	3.89%	13.16%	14.83%	2.28%	12.54%
1980-89	24.48%	12.94%	11.54%	18.38%	14.46%	3.92%
1990-99	20.17%	21.88%	-1.71%	21.61%	22.03%	-0.41%
2000-09	8.59%	-0.49%	9.08%	13.84%	0.61%	13.23%
2010-19	11.27%	16.67%	-5.39%	11.35%	17.09%	-5.75%

资料来源：Aswath Damodaran，铜冠金源期货

价值股跑赢成长股似乎盖棺定论了。但是，如果让我们仔细观看每一个十年的数据，也许我们会得到新的结论。在图 5 的表中，以十年为一期，将低市净率和低市盈率的股票分开比较，并且用最低市净率的股票减去最低市净率的股票收益，比较差值。我们会发现，在最近三十年，尤其是最近十年，价值股远远落后于成长股，达到每年 5 个百分点——十年就几乎落后了 40% 的收益。与此同时，巴菲特因为错过亚马逊、谷歌等迅速增长的企业而饱受质疑。价值投资者把矛头指向金融危机后的低利率环境，并且坚信一旦危机到来，这一切都会重新回到价值股跑赢的逻辑上。

**图表 6 当下价值股与成长股表现 (PE 分级)**

Trailing PE	Number of firms	Market Cap			Dollar Change			% Change		
		2/14/20	3/20/20	5/1/20	2/14-3/20	3/20-5/1	2/14 - 5/1	2/14-3/20	3/20-5/1	2/14 - 5/1
Bottom(Lowest)	2,531	\$ 3,282,173	\$ 2,067,866	\$ 2,469,017	\$ (1,214,307)	\$ 401,151	\$ (813,156)	-37.00%	19.40%	-24.77%
2nd decile	2,532	\$ 1,314,373	\$ 784,661	\$ 955,373	\$ (529,713)	\$ 170,713	\$ (359,000)	-40.30%	21.76%	-27.31%
3rd decile	2,531	\$ 4,201,046	\$ 2,935,427	\$ 3,335,668	\$ (1,265,619)	\$ 400,242	\$ (865,378)	-30.13%	13.63%	-20.60%
4th decile	2,532	\$ 4,398,039	\$ 2,936,459	\$ 3,474,370	\$ (1,461,579)	\$ 537,911	\$ (923,668)	-33.23%	18.32%	-21.00%
5th decile	2,531	\$ 5,799,579	\$ 3,983,157	\$ 4,700,279	\$ (1,816,421)	\$ 717,122	\$ (1,099,300)	-31.32%	18.00%	-18.95%
6th decile	2,532	\$ 8,207,321	\$ 5,856,874	\$ 6,814,739	\$ (2,350,447)	\$ 957,865	\$ (1,392,582)	-28.64%	16.35%	-16.97%
7th decile	2,531	\$ 14,744,137	\$10,859,347	\$ 12,724,324	\$ (3,884,790)	\$ 1,864,977	\$ (2,019,813)	-26.35%	17.17%	-13.70%
8th decile	2,532	\$ 15,431,521	\$10,982,010	\$ 13,282,527	\$ (4,449,511)	\$ 2,300,517	\$ (2,148,995)	-28.83%	20.95%	-13.93%
9th decile	2,531	\$ 12,257,330	\$ 9,060,024	\$ 10,828,207	\$ (3,197,306)	\$ 1,768,182	\$ (1,429,123)	-26.08%	19.52%	-11.66%
Top (Highest)	2,532	\$ 7,316,749	\$ 5,522,276	\$ 6,685,775	\$ (1,794,472)	\$ 1,163,499	\$ (630,973)	-24.53%	21.07%	-8.62%
Negative Earnings	11,110	\$ 13,411,680	\$ 9,120,410	\$ 10,283,249	\$ (4,291,270)	\$ 1,162,839	\$ (3,128,431)	-32.00%	12.75%	-23.33%
All firms	36,425	\$ 90,363,948	\$64,108,512	\$ 75,553,528	\$ (26,255,436)	\$ 11,445,016	\$ (14,810,420)	-29.06%	17.85%	-16.39%

资料来源: Aswath Damodaran, 铜冠金源期货

**图表 7 当下价值股与成长股表现 (PB 分级)**

Price to Book	Number of firms	Market Cap			Dollar Change			% Change		
		2/14/20	3/20/20	5/1/20	2/14-3/20	3/20-5/1	2/14 - 5/1	2/14-3/20	3/20-5/1	2/14 - 5/1
Bottom decile	3,407	\$ 1,682,364	\$ 1,149,051	\$ 1,307,546	\$ (533,313)	\$ 158,495	\$ (374,818)	-31.70%	13.79%	-22.28%
2nd decile	3,407	\$ 4,045,671	\$ 2,990,772	\$ 3,261,549	\$ (1,054,900)	\$ 270,778	\$ (784,122)	-26.07%	9.05%	-19.38%
3rd decile	3,407	\$ 4,357,408	\$ 2,978,840	\$ 3,359,436	\$ (1,378,568)	\$ 380,596	\$ (997,972)	-31.64%	12.78%	-22.90%
4th decile	3,407	\$ 5,744,445	\$ 3,788,830	\$ 4,355,539	\$ (1,955,615)	\$ 566,709	\$ (1,388,906)	-34.04%	14.96%	-24.18%
5th decile	3,408	\$ 6,823,598	\$ 4,496,831	\$ 5,233,008	\$ (2,326,766)	\$ 736,176	\$ (1,590,590)	-34.10%	16.37%	-23.31%
6th decile	3,407	\$ 8,501,019	\$ 5,677,835	\$ 6,580,962	\$ (2,823,184)	\$ 903,127	\$ (1,920,057)	-33.21%	15.91%	-22.59%
7th decile	3,407	\$ 8,028,692	\$ 5,478,384	\$ 6,463,199	\$ (2,550,308)	\$ 984,815	\$ (1,565,493)	-31.76%	17.98%	-19.50%
8th decile	3,407	\$ 8,957,141	\$ 6,347,483	\$ 7,466,713	\$ (2,609,658)	\$ 1,119,230	\$ (1,490,427)	-29.13%	17.63%	-16.64%
9th decile	3,407	\$ 15,720,644	\$11,607,036	\$ 13,776,885	\$ (4,113,608)	\$ 2,169,848	\$ (1,943,760)	-26.17%	18.69%	-12.36%
Top decile	3,408	\$ 24,330,804	\$18,225,394	\$ 22,044,589	\$ (6,105,409)	\$ 3,819,195	\$ (2,286,214)	-25.09%	20.96%	-9.40%
All firms	36,425	\$ 90,363,948	\$64,108,512	\$ 75,553,528	\$ (26,255,436)	\$ 11,445,016	\$ (14,810,420)	-29.06%	17.85%	-16.39%

资料来源: Aswath Damodaran, 铜冠金源期货

的确。如价值投资者所愿，危机到来了。并且，危机期间，股票市场经历了较为完整的大幅下跌和大幅上涨，这给了市场很好的检测价值股和成长股表现的良机。图 6 图 7 分别用市净率和市盈率展现了价值股和成长股的表现。越往上则市净率/市盈率越低，即价值股。然而让人惊讶的是，在危机到来的大幅下跌期间，低市净率/市盈率的股票的跌幅远超高市

净率/市盈率的股票,以市盈率区分,最低市盈率的股票的跌幅超过最高市盈率股票跌幅 12.5 个百分点!以市净率区别,则是 6.5 个百分点。如果投资者在几乎最低点分别抄底价值股,那么价值股在反弹行情中依然跑输成长股 1.5 或是 7 个百分点。价值投资并未王者归来,反而是丢盔卸甲。

#### 四、总结

价值投资的前提是世界处在一个较为稳定的环境,这时候企业的既有投资比虚幻的想象更为之前。而在技术更新周期越来越快的时期,企业的既有资产很可能缩水,变得一钱不值。价值投资者需要让自己做出的投资远离技术变革,而成长股投资者做出的投资需要靠近技术变革。并且低市净率或者低市盈率的股票就能够稳稳赚到超额收益。



洞彻风云共创未来

DEDICATED TO THE FUTURE

全国统一客服电话：400-700-0188

### 总部

上海市浦东新区源深路 273 号  
电话：021-68559999（总机）  
传真：021-68550055

### 上海营业部

上海市虹口区逸仙路 158 号 305、307 室  
电话：021-68400688

### 深圳分公司

深圳市罗湖区建设路 1072 号东方广场 2104A、2105 室  
电话：0755-82874655

### 大连营业部

辽宁省大连市河口区会展路 129 号  
期货大厦 2506B  
电话：0411-84803386

### 芜湖营业部

安徽省芜湖市镜湖区北京中路 7 号  
伟星时代金融中心 1002 室  
电话：0553-5111762

### 郑州营业部

河南省郑州市未来大道 69 号未来公寓 1201 室  
电话：0371-65613449

### 铜陵营业部

安徽省铜陵市义安大道 1287 号财富广场 A2506 室  
电话：0562-5819717



## 免责声明

本报告仅向特定客户传送，未经铜冠金源期货投资咨询部授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。本报告中的信息均来源于公开可获得资料，铜冠金源期货投资咨询部力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。

本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。