



成长股和价值股的分歧

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

有的投资者注重研究今年的盈利情况以及未来的增长率；有的投资者注重评估固定资产、知识产权和竞争优势，并估算其出售价格；还有的投资者注重研究并购后的价值、资产负债表重组后的价值或上市后的价值。不管研究方法和对象如何，从事投资的人都要预测未来并评估价值。

一、价值投资与成长投资的区别

价值投资和成长投资为投资中的两大流派。两者的区别在于评估价值的方式不同。

价值投资者买入股票是因为他们相信当前价值高于当前价格（即使内在价值将来没有成长性）。价值投资主要基于对公司当前价值的分析，价值投资者相信市场往往估不准过往投资和既有资产的价值，他们应当去买那些市价相对于既有资产被低估的股票。

成长投资者买入股票是因为他们相信价值在将来会迅速增长从而实现价值大幅提升（即使当前价值低于当前价格）。成长投资押注于具有不确定性的公司的未来，成长投资者相信市场非常擅于评估既有资产的价值，而对评估成长的价值说不定会犯错。他们相信他们的技能点在于评估成长资产的价值。

真正的区别不是价值还是成长，而是今天的价值，还是明天的价值。

二、价值股与成长股的轮动

不可否认，价值股与成长股往往此消彼长，交替往复。当一切向好，市场对未来怀有远大梦想时，成长股的投资者能够超越市盈率，抛出“市梦率”的说法。虽然他们在长期很可能是正确的，但那一天到来的时间却总比他们破产的时间更晚。他们做多的力量会耗尽，他们的希望会受挫，他们的乐观情绪会减弱。骤然某件事情发生，人们从只在意利好消息切换到只在意利空消息。人们重拾恐惧情绪，再度厌恶风险，把半杯水看成空空如也，价格应声跌落。大多数投资者从意气风发变成萎靡不振，对自己的投资组合中的证券信心全无。他们从原来的乐观派变成悲观派，从多头变成空头，甚至不顾一切地抛售。

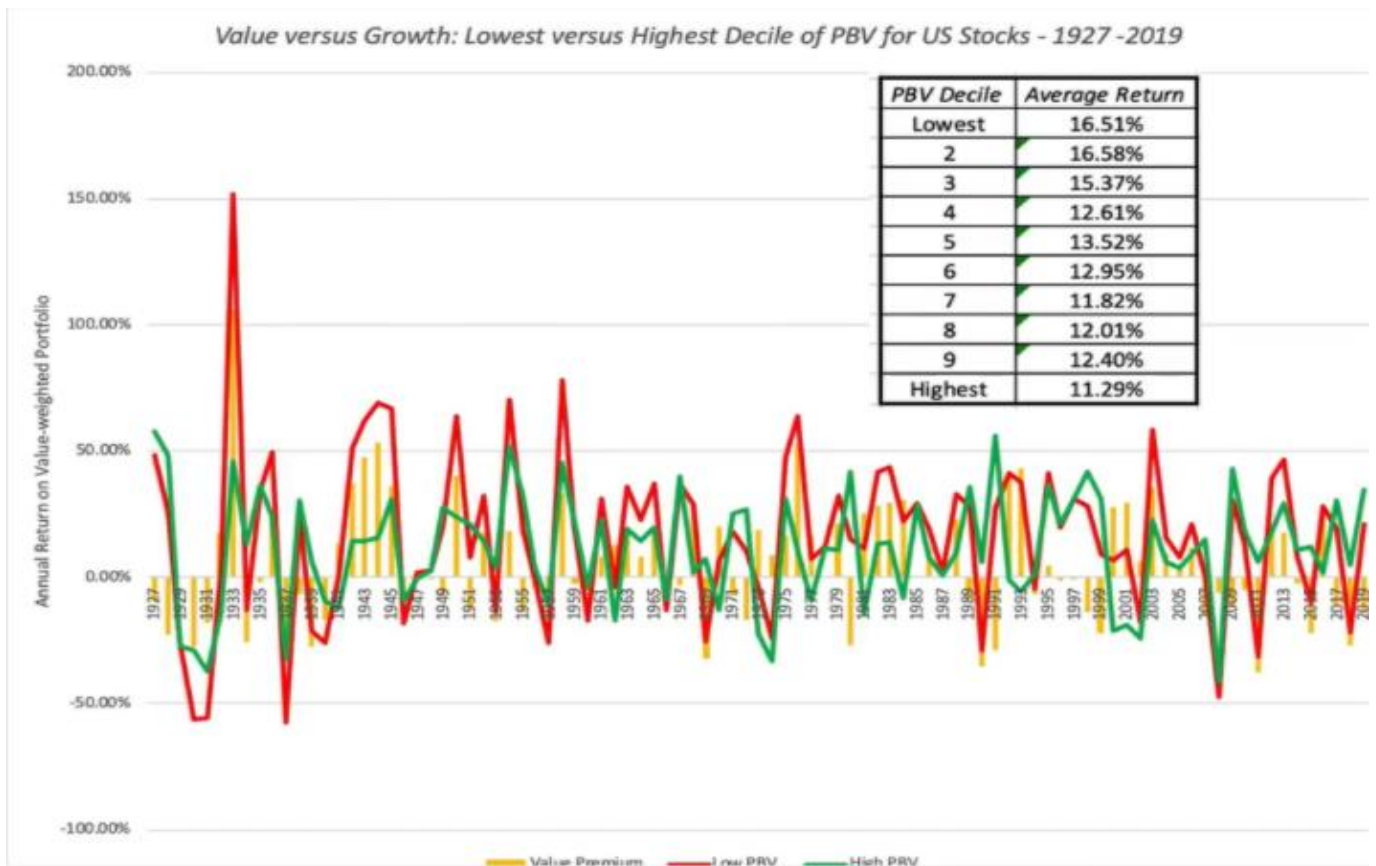
Richard Bookstaber《理解市场危机的框架》中描绘过这种模式的成因。大多数人认为证券价格波动主要源于市场对公司、经济或地缘政治事件的解读，也就是解读所谓的基本面信息。我们观察一下交易员的日常活动，很容易就能看出价格波动总是受到基本面信息以外的因素影响。Bookstaber认为“日内价格波动的主要源于流动性需求的变化。学术界的传统观点认为，市场的作用是有效地、完全地反应所有信息。我们认为，市场的作用是即时满足流动性需求。市场因满足流动性需求和供给而存在，这一理论框架可以很好地解释市场危机形成的原因，**市场出现危机最重要的原因是迫切的流动性需求无法得到满足。**”

流动性需求者迫切需要立刻得到流动性。流动性需求者持有固定期限的资产，他们可能是做投资，也可能是做对冲，他们经常迫切地需要调整仓位。当迫切地需要流动性时，时间比价格更重要。**他们需要的是立即完成交易，价格多少是次要的。**不能带来稳定现金流预期的成长股往往率先被抛售。

反过来，当市场稀缺的不再是现金的流动性，而是股票的流动性时，这种情况叫**买入恐慌**，同样是一种危机。在买入恐慌发生之时，市场争先恐后的买入成长股，生怕错过。人们只看到很多人赚钱，而不是亏钱，所以人们认为买入恐慌不算危机罢了。

三、成长股和价值股的历史比较

图表 1 价值股和成长股的比较，使用十分位市净率分类（1927年-2019年）



资料来源：Damodaran，铜冠金源期货

虽然用市净率来分类并不精准，而为了获取长期数据却不得不有所牺牲。上图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。

图表 2 价值股和成长股比较（1930-2019 年）

	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：Damodaran，铜冠金源期货

价值股跑赢成长股似乎盖棺定论。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。在上图中，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。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。

图表 3 A 股市场中的风格因子轮动

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
小盘	131%	10%	-17%	9%	17%	71%	43%	-2%	49%	-21%	61%	40%
股息	103%	5%	-21%	8%	11%	52%	23%	-7%	35%	-23%	48%	32%
质量	98%	2%	-24%	4%	9%	46%	20%	-9%	33%	-25%	44%	30%
价值	97%	2%	-24%	3%	-1%	45%	20%	-11%	22%	-26%	36%	20%
大盘	97%	-4%	-25%	1%	-5%	39%	6%	-14%	16%	-29%	32%	11%
成长	93%	-15%	-33%	1%	-7%	23%	6%	-18%	12%	-29%	28%	10%
低波	90%	-17%	-34%	1%	-8%	20%	5%	-20%	6%	-33%	26%	0%
动能	67%	-19%	-34%	0%	-10%	12%	-3%	-27%	0%	-38%	26%	-2%

资料来源：Bloomberg，Wind，交银国际

价值因子同样在 A 股市场表现落寞。至少在这两年，价值因子都远逊于成长因子。

四、未来的猜想

观察资本的供给情况，我们可以洞悉投资者的心理状态，并发现何种投资最有价值。价值股的特点在于其稳定的现金流，而成长股的特点在于预期未来高速增长的现金流。从而导致成长性公司愿意背负债务投资于能够产生未来现金流的资产。

但资本市场的特点是，信用大门时而大敞四开，时而紧紧关闭。有时候，无论是谁、无论做什么，都能募集到资金。有时候，即使是信用最好的公司，投资有价值的项目，连一小笔资金都募集不到。当融资取之不竭时，成长股能够高歌猛进，当融资戛然而止时，成长股的现金流难以偿还债务支出。

成长股和价值股轮动的拐点，或许就在于信用大门何时关闭/开启。

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。