

Telephone Call Interview:

真正理解价值投资

嘉宾	张撻
时间	Host: Nov 14, 8AM Guest: Nov 13, 7PM
电话	Skype ID: zhang.1868, or tel: 001-614-292-8644
Email	zhang.1868@osu.edu

Zhijian Wu to open: 各位听众早上好，欢迎来到伍治坚证据主义栏目。

今天，我的嘉宾是美国俄亥俄州立大学费舍尔商学院 John W. Galbreath 金融学讲席教授张撻先生。张撻教授曾任美国密歇根大学罗斯商学院金融系教授和系主任，并于 2005 年至今兼任美国国家经济研究局资产定价项目教职研究员以及 Journal of Financial Economics, Journal of Financial and Quantitative Analysis 杂志的副主编。张撻教授在众多国际著名学术刊物，如 Journal of Finance, Review of Financial Studies, Journal of Financial Economics 等杂志发表多篇论文。因其杰出的研究成果，张教授先后获得 Smith-Breeden Award 一等奖，Chicago Quantitative Alliance 学术竞赛二等奖，以及 2007-2008 年度美国密歇根大学罗斯商学院 NTT 研究奖金等。张撻教授是宏观金融学会联合创始人及首任会长以及美国金融协会，西部金融协会，美国经济协会会员。

今天我们要讨论的话题是：价值投资。提到价值投资，很多人首先想到的人物就是巴菲特，以及巴菲特的老师，格雷厄姆。格雷厄姆和多德合写的《证券分析》，以及格雷厄姆写的《聪明的投资者》被广大价值投资者奉为至宝。但问题在于，究竟什么是价值投资？投资人应该如何正确的依靠价值投资智慧来提高自己的投资回报？对于这些问题，每个人都有不同的解读，甚至一些误解。在今天的节目中，我会和张教授围绕“价值投资”这个概念，好好聊一下一些大家比较感兴趣的相关问题。

张教授您好，欢迎来到我们的节目。

张撻: 伍先生您好。很高兴来到您的栏目。谢谢您的邀请。

1) 在格雷厄姆写的几本书中，作者提到两个非常重要的金融概念，即价格 (price) 和价值 (value)。我们的很多听众朋友，并非来自于金融专业背景，能否用简单易懂的门外汉语言向他们解释一下，价格和价值的区别何在？为什么这两个概念对投资者来说非常重要？

张撻: 好的。在格雷厄姆的著作中，价格指的是股票在金融市场上的价格。比如苹果计算机今天的收盘价是每股 173.97 美元。价值则指的是每股的内在价值。格雷厄姆认为由于投资者的非理性行为，市场价格和内在价值是两个完全不同的概念。当市场过于乐观时，市场价格会高于内在价

值。当市场过于悲观时，市场价格会低于内在价值。所以格雷厄姆倡导对股票和债券的内在价值进行分析。当市场价格低于内在价值时买进，当市场价格高于内在价值时卖出。

2) 在格雷厄姆倡导的证券分析模型中，他是如何定义内在价值 (intrinsic value) 的？是不是主要都基于公司的财务信息？

张撻: 是的。格雷厄姆把内在价值定义为基于公司财务信息的价值。这些财务信息包括公司的账面资产，会计盈利率，投资资产比率，债务资产比率，红利，利息覆盖率，等等。

很重要的一点是，格雷厄姆对内在价值的定义非常含糊。他没有一个很确定的公式把财务信息转换成一个内在价值的估计。在过去二三十年里，会计学界研究发表了一些会计定价模型，把财务信息转换成内在价值。比如贴现现金流模型，剩余收益模型，和超额收益增长模型。

2.1：我经常浏览一些投资金融类网站上的各种发言和帖子，我发现每个人对于价值投资的定义都不同。有些人说，价值投资就是挑便宜的公司买。当然，具体到如何定义便宜，不同人又有不同解读。有些人说，赚了就是价值投资，亏了的话那就不算。从您比较专业的角度，您是如何定义价值投资的？

张撻: 从专业上讲，价值投资就是买市场价格低于内在价值的股票（还有卖市场价格高于内在价值的股票）。赚了亏了都属于价值投资。格雷厄姆认为当市场价格低于内在价值时，市场价格会在长期涨回到内在价值。但在短期市场价格可能会继续下降，比内在价值降得更低。当市场价格高于内在价值时，市场价格会在长期跌回到内在价值。但在短期时间市场价格可能会继续上涨，比内在价值涨得更高。所以价值投资是有风险的，特别是在短期。

2.2：最近几年一个比较时髦的投资概念，是聪明贝塔。在聪明贝塔中，有一个被提到比较多的因子就是价值因子。从投资者角度来说，购买一个价值因子指数基金 (value index fund) ，算不算一种价值投资行为？

张撻: 我认为购买价值指数基金算是价值投资行为。聪明贝塔最大的优势是费用相对来说比较低。另外聪明贝塔运用量化规则，用计算机操作。能够避免很多人为操作的失误。

3) 在您看来，为什么价值投资能凑效？价值投资能够给投资者带来超额回报，背后的经济学逻辑是什么，可否为我们的听众朋友们分享一下？

张撻: 我的经济学理论和格雷厄姆的大不一样。我去年年底在清华金融评论上发表了一篇文章题为“资产定价中的因子大战。”这篇文章介绍了我的投资资本资产定价模型 (The Investment CAPM) 的基本理念。公司财务金融学中有一个基本原理叫净现值原则。净现值原则说的是，从公司经理的角度，如果项目现值大于投资成本，则投资该项目；如果项目现值小于投资成本，则不

投资。起初会有很多项目可以投资，此时应优先投资最好的项目。好的项目折现率低，盈利率高，项目现值也高。随着投资的好项目越来越多，投资成本会越来越高。投资的最后一个项目应该是净现值（项目现值减投资成本）等于零。也就是说投资成本等于项目现值：投资成本 = 盈利率/折现率。我的资本资产定价模型是把这个净现值原则当做一个资产定价原理。变换一下净现值原则得出：折现率 = 盈利率/投资成本。相对于盈利率，投资越多的公司，折现率越低，股票预期收益率也就越低。相当于投资，盈利率越高的公司，折现率越高，股票预期收益率也越高。总的来说，投资和盈利率是股票预期收益率的两个关键决定因素。

我的理论对价值投资的经济解释有两步。第一，实体投资和价值因子紧密相关。净现值原则背后的经济学理论是实体投资理论，叫 q-理论。当公司的市场价格高于其资产的重置成本时则投资。当公司的市场价格低于其资产的重置成本时则撤回投资。所以价值股比增长股实体投资少，股票预期收益率也高。第二，巴菲特的价值投资在格雷厄姆的基础上又有改进。格雷厄姆倡导买比公司流动资产还便宜的股票。巴菲特则主张买质量又高价格又好的股票，也就是高质量价值股。这和我模型主张买高盈利低投资的股票是完全一致的。

4) 您在论文中提到，[投资资本资产定价模型](#)（The Investment CAPM）为格雷厄姆写的《证券分析》提供了理论基础，并且不违反有效市场理论。这个观点非常有趣。

我们知道，在一个有效的市场中，证券的价格准确的反映了其基本面，因此投资者很难获得市场平均回报之上的超额回报。但是对于一个价值投资者来说，他存在的意义就是发现错误定价（mispricing），购买被低估的资产并从中获利。从这方面来说，价值投资理念和资本资产定价模型似乎是相互矛盾的。您怎么看这两者之间的关系和潜在矛盾？

张檀: 我认为格雷厄姆的价值投资和 Fama 的有效市场理论并不矛盾。在我的投资资本资产定价模型中，市场价格等于内在价值，但同时价值投资能够获得市场平均回报之上的超额回报。

您所说的资本资产定价模型是威廉夏普 1964 年在金融杂志上发表的。夏普的模型只是有效市场理论中的一个很特殊的模型。夏普模型在实证中的失败并不代表整个有效市场理论框架的失败。我的投资资本资产定价模型和夏普模型完全不一样。夏普模型是从个人金融投资者的角度分析问题，我的模型则是从公司经理实体投资的角度分析问题。我的模型也是有效市场理论框架中的一个特定的模型。我的模型除了市场因子外，还包括投资因子和盈利因子。这两个因子允许投资者获得市场平均回报之上的超额回报。

5) 在您的论文中，您提到了法码和弗兰奇在 2015 年发表的五因子模型论文。在该论文中，法码和弗兰奇指出，市场（beta），市值（size），价值（value），盈利率（profitability），和投资模式（investment pattern）对公司股票的回报有预测作用。

在法码和弗兰奇的五因子模型之外，您和俄亥俄州立大学的侯恪惟教授，以及辛辛那提大学的薛辰教授研究开发出一个 Q-因子模型。该模型包括了以下四个因子：市场，市值，盈利和投资。

可否为我们的听众朋友们稍微解释一下 Q 因子模型发展的历史演变，以及模型的经济学基础？

张橹: 好的。我们的 q-因子模型比 Fama-French 的五因子模型要早 3-6 年。我去年在清华金融评论 12 月刊上发表的文章对 q-因子模型的历史演变有详细的介绍。q-因子模型的经济学基础就是我的投资资本资产定价模型，运用公司金融学中的净现值原则进行资产定价分析。

6) 如果我们对比五因子模型和 Q 因子模型，就会发现两个模型的最大差别之一是：五因子模型包括价值因子，而 Q 因子模型没有价值因子。可否为我们的听众朋友们分享一下，为何在 Q 因子模型中没有价值因子？把价值因子去除，是否让 Q 因子模型变得比五因子模型更好？

张橹: 我们谈到过，在实体投资理论中，当公司市场价格高于它资产重置成本时则投资。当公司市场价值低于资产重置成本时则撤回投资。所以市场价值/重置成本和实体投资有一个一对一的紧密关系。也就是说价值股会比增长股投资少。所以价值因子和投资因子包含重覆的资产定价信息。把价值因子去除对 q-因子模型实证表现没有什么影响。而 Fama-French 的因子模型只是实证模型，没有什么经济学理论基础。所以在他们模型中同时用投资因子和价值因子有些尴尬。

6.1 您的研究显示，Q 因子模型包括了价值因子对于股票回报的解释作用。您认为，Q 因子模型中的哪个因子包括了价值因子的作用？

张橹: 实体投资因子。

7) 您的研究显示，Q 因子模型能够在美国市场为投资者带来超额回报。那么 Q 因子模型在中国的 A 股市场是否管用？有没有这方面的实证研究？

张橹: 我们有一些对 A 股市场的研究。市值因子在 A 股市场表现很好，但投资和盈利因子表现一般，统计不很显著。

8) 中国有不少投资者认为，价值投资在美国行得通，因为美国的公司治理比较规范，监管层对公司信息披露要求比较严格。而中国市场相对来说信息更加不对称，有些公司会做假账，公司年报中的信息不一定可靠，因此价值投资不一定行得通。您对这个问题是怎么看的？在我们把美国行得通的投资方法搬来中国使用时，需要注意一些什么问题？

张橹: 我同意这个观点。但随着中国市场越来越规范，价值投资会越来越有效。

9) 统计数据显示, 中国 A 股股市中, 大约 80% 的交易量来自于散户投资者。这个现象比较特殊。比如在美国, 来自于散户投资者的交易量还不到总交易量的 10%。可见我们中国有很多个人散户投资者对炒股活动非常热衷, 而他们当中的很多人也自诩为价值投资者。

在这样的一个市场中, 您对广大投资者的建议是什么? 我们是否应该努力像巴菲特学习, 争取成为一个价值投资大师? 或者是购买一个低成本的指数基金, 满足于获得市场平均回报?

张撻: 我对广大投资者的建议是 John Bogle 对个人投资者的忠告: 买低成本的市场指数基金。

而且 A 股股市不很规范。有很多政策性因素。价值投资虽能在长期会有效, 但在短期风险太大。

10) 由于时间有限, 我们今天的谈话就到此为止。在节目最后, 您还有什么建议或者想法和我们的听众朋友们分享?

张撻: 时间有限。下次再聊。再次感谢您邀请我到您的栏目。

谢谢。