

# 策略深度研究

## “颠覆性”创新和价值投资，谁主沉浮？

### 核心观点

方舟创新ETF(下文简称 ARKK)和伯克希尔哈撒韦B(下文简称 BRK-B)于2023年一季度收益率变化趋势趋同，但 ARKK 拥有更大的风险敞口：(1) ARKK 在2014年至2021年，获得了惊人的39%的年化回报率，远超同期SPX的增长率，创造了ETF界的奇迹；(2) BRK在1965年到2021年期间的年化收益率达20.1%，远高于SPX的年化收益率10.5%；(3) 由于持续的通胀和激进的加息政策，科技股“泡沫”大幅消退，ARKK截至2023年3月9日的累计收益率，比历史最高点跌去了85.1%，而BRK-B同一时段对应的跌幅为21.9%；(4) 2023年第一季度ARKK和BRK-B的收益率趋同，且ARKK保持约BRK-B两倍的波动率。

**“颠覆性创新”策略和巴菲特式价值投资理念的差异性很大：**(1) “颠覆性创新”的特点可以总结为“新大强”，即新颖的创新型技术或概念，庞大的潜在市场规模和对传统技术/产业的强替代性。(2) 巴菲特的价值投资理念可以总结为三大原则：能力圈原则、安全边际原则和集中投资原则。(3) “木头姐”投资较巴菲特更为分散。木头姐采取“风险分散”和“动态监控”的方法降低投资组合风险，而巴菲特采取“风险规避”的方法降低投资组合风险。(4) 受到“新冠疫情”和“大放水”等原因造成的高通胀现象的影响，股市资金轮动回归传统行业，价值型投资标的成为资金的避风港，巴菲特的价值型投资策略比“颠覆性创新”策略占优。

**“木头姐”认为“创新股”已经进入深度价值领域，采取激进的加仓策略。**

“木头姐”认为“颠覆性创新”策略的受挫是因为新冠疫情期间过度的财政和货币政策的结果，“创新”股已经到达价格洼地，故方舟投资(下文简称 ARK)选择大幅加仓以特斯拉为代表的“创新”股。尽管“创新股”反弹明显，但是在高通胀和利率上行的背景下，“创新股”重回巅峰仍然难度很大。

**巴菲特减持金融股，重新拥抱旧能源，精准规避美国硅谷银行“暴雷”风险。**

BRK从2019年第三季度开始，逐渐降低金融股在投资组合中的比例，从2019年二季度末的25.7%降低至2022年四季度末的23.6%，与此同时，不断加仓科技股和能源股，科技股的持仓比例从2019年二季度末的25.7%增长至2022年四季度末的41.3%。特别地，巴菲特于2022年提前大幅减持美国银行股，规避了美国硅谷银行“暴雷”引发的银行业系统性震荡风险。

**好的策略应该适应趋势，并且主动跟随趋势。**在经济发展的不同阶段，成长型策略和价值型策略有着不同的适用性。在高通胀的环境下价值投资风格明显占优，2021-2022年美国通胀爬坡期间BRK较ARK录得明显的超额回报。面对经济环境的高度不确定性，ARK和BRK采取截然相反的调仓操作，ARK选择“逢低加仓”，BRK选择“清仓出逃”。由于国际地缘冲突问题和美联储货币政策的高度不确定性，ARK的加仓行为过于激进，而BRK的资金轮转行为规避了硅谷银行“暴雷”风险，并且持有能源股极大增强了BRK对抗通胀和经济不确定性的能力，结果证明后者的投资策略更为稳健。

**风险提示：**海外地缘冲突问题尚未缓解，美联储货币政策不确定性等

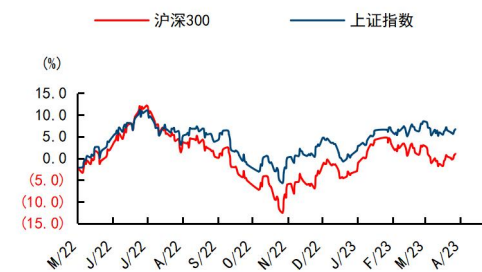
### 策略研究·策略深度

证券分析师：王开 联系人：占易  
021-60933132 021-60375433  
wangkai8@guosen.com.cn zhanyi@guosen.com.cn  
S0980521030001

#### 基础数据

中小板/月涨跌幅(%)	7772.52/0.99
创业板/月涨跌幅(%)	2399.50/-1.22
AH股价差指数	138.00
A股总/流通市值(万亿元)	78.18/68.43

#### 市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

#### 相关研究报告

- 《策略深度研究-宏观对冲基金逆势投资寻踪》——2023-03-29
- 《策略深度研究-2月A股估值微升，分化度下降意味着什么？》——2023-03-10
- 《产业链ESG系列研究(一)-制造业ESG评级情况与实践案例》——2023-03-10
- 《策略深度研究-资产配置框架变迁史》——2023-03-09
- 《策略深度研究-聚焦高质量发展：专精特新企业投资框架》——2023-02-24

# 内容目录

<b>一、ARK VS BRK: 颠覆创新与长坡厚雪</b>	<b>4</b>
(一) 押注“颠覆性”创新，“木头姐”的“封神”之路	4
(二) 价值为王，巴菲特长坡厚雪的投资神话	5
(三) 殊途同归，ARKK 和 BRK-B 的“新年会师”	5
<b>二、“木头姐”和巴菲特的投资理念对比</b>	<b>7</b>
(一) “木头姐”的“颠覆性创新”	7
(二) 巴菲特式价值投资	10
(三) “木头姐”和巴菲特投资理念的异同	12
<b>三、“木头姐”持续押注“颠覆性创新”</b>	<b>13</b>
(一) 大起大落，木头姐认为“创新”股已进入深度价值领域	13
(二) ARKK 的行业持仓结构保持相对稳定	15
(三) “颠覆性”创新策略过于激进	16
<b>四、巴菲特的价值投资策略依然稳健</b>	<b>16</b>
(一) 2022 年 BRK 亦遭受重创	16
(二) 巴菲特减持金融股，重新拥抱旧能源	17
(三) 从科技股看巴菲特式价值投资	19
<b>五、“颠覆性”创新策略和巴菲特式价值投资，谁主沉浮？</b>	<b>20</b>
(一) “时势造英雄”，适合趋势的策略才是最好的策略	20
(二) “英雄亦适时也”，好的策略会主动跟随趋势	21
<b>六、结论</b>	<b>22</b>
<b>风险提示</b>	<b>23</b>

## 图表目录

图 1: ARK 旗下管理的 ETF .....	4
图 2: BRK 股价收益率、美股账面价值收益率表现 .....	5
图 3: SPX、ARKK、BRK-B 累计回报率对比 .....	6
图 4: ARKK、BRK-B 周度夏普率对比 .....	6
图 5: ARKK、BRK-B 周波动率对比 .....	7
图 6: ARK 历年 Big Ideas 报告主题 .....	8
图 7: Big Ideas2017 对移动支付发展的介绍 .....	8
图 8: Big Ideas2018 对无摩擦支付发展的介绍 .....	8
图 9: ARK “颠覆性”创新投资运作流程 .....	10
图 10: 1994 年至 2022 年, BRK 自可口可乐获得的股息增长率及累计收益率 .....	11
图 11: “木头姐”和巴菲特投资风格对比 .....	13
图 12: 2022 年美国加息情况一览 .....	13
图 13: ARKK、特斯拉近 1 年累计涨幅 .....	14
图 14: 2022/3/31 至 2023/3/31 ARKK 加仓幅度超过 30% 的股票 .....	14
图 15: ARKK 持仓行业分布的变化 .....	15
图 16: 2022 年 BRK 投资组合价值变化 .....	16
图 17: 截止 2022 年 12 月 31 日, BRK 前十大持仓股票 .....	17
图 18: 西方石油近三月量价变化 .....	18
图 19: 雪佛龙近三月量价变化 .....	18
图 20: 美国合众银行近三月量价变化 .....	18
图 21: 富国银行近三月量价变化 .....	18
图 22: BRK 持仓行业分布的变化 .....	19
图 23: WALLSTREETZEN 对苹果公司每股收益的预测 .....	19
图 24: WALLSTREETZEN 对苹果公司收入的预测 .....	19
图 25: 近五年美国居民消费指数与 BRK-B 和 ARKK 累计收益率之差的变化 .....	20
图 26: 近五年美国有效联邦基金利率与 BRK-B 和 ARKK 累计收益率之差的变化 .....	21
图 27: 近五年美国不变价 GDP 增速与 BRK-B 和 ARKK 累计收益率之差的变化 .....	21
图 28: 2022 年 ARKK 和 BRK 主要持仓变动复盘 .....	22

## 一、ARK VS BRK:颠覆创新与长坡厚雪

### (一) 押注“颠覆性”创新，“木头姐”的“封神”之路

方舟投资（ARK）官网上最为显眼的一句话就是：“我们只投资颠覆性创新”。“木头姐”（Catherine Wood）管理的方舟创新 ETF（ARK Innovation ETF，以下简称 ARKK）在 2014 年至 2021 年间，获得了惊人的 39% 的年化回报率，远超同期标准普尔 500 指数（SPX）的增长率。那么何为“颠覆性”创新？ARK 所定义的“颠覆性”创新是指，可以帮助转变和解决世界上最为顽固的问题的科技创新。ARK 认为，良好的创新投资，侧重于可能对环境、社会和世界的进一步创新的能力产生积极影响的技术和公司，本质上即节约成本、提升单位产出。

在 ARK 掌门人“木头姐”（Catherine Wood）的视界里，“颠覆性创新”是唯一的主题，其所有投资的领域和公司都与“颠覆性创新”密切相关。科技和创新在过去十几年一直是投资界的主要风向，对标“颠覆性”创新，即在未来有望极大地提高人类生产力、降低生产成本或改变人类生活的科技创新，让 ARK 在 2020 年大放光彩。ARK 目前管理着六只主动型 ETF 和两只被动/指数型 ETF。其中，ARKK 是完全对标 ARK “颠覆性创新”主题的交易所交易基金，而其余几只基金则分别对标于不同的投资领域，覆盖了电动汽车、生物技术、人工智能、机器人及自动化、互联网、3D 打印等前沿科技领域。根据彭博的统计数据，整个 2020 年里，方舟创新 ETF（ARKK）的回报率为 160%，方舟下一代互联网 ETF（ARKW）的回报率为 150%，方舟基因组革命 ETF（ARKG）回报率为 196%，方舟自动化技术和机器人 ETF（ARKQ）回报率为 116%，方舟金融科技创新 ETF（ARKF）回报率为 100%。投资回报率之高、增长速度之快，彼时让“木头姐”一战封神，被誉为继股神巴菲特后的一代“女股神”。本文对巴菲特的伯克希尔哈撒韦（BRK）和“木头姐”的方舟投资（ARK）进行了全方位、多维度的对比和梳理。

图1: ARK 旗下管理的 ETF

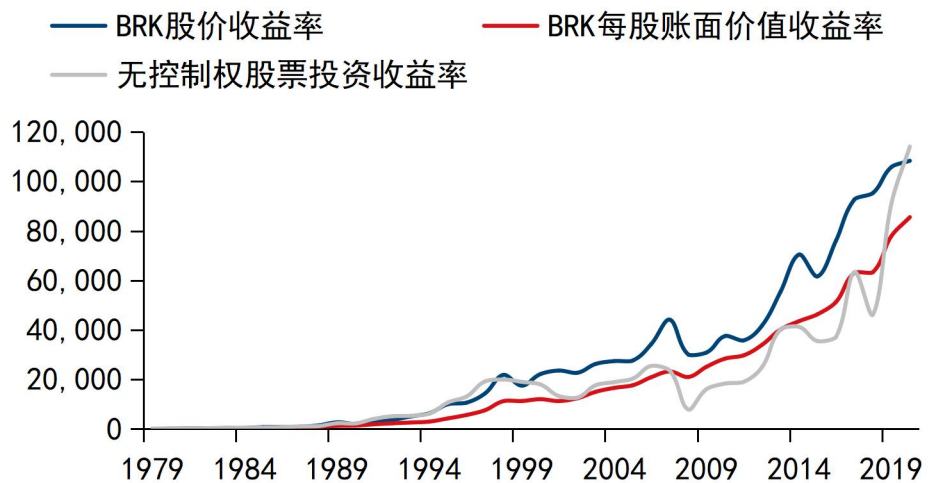
代码	名称	交易所	成立日期	类型	费率	年初至今回报	5 年年化回报	投资领域
ARKG	方舟基因组革命 ETF	芝加哥期权交易所	2014/10/31	主动型	0.75%	7.90%	3.70%	CRISPR 技术、靶向治疗、生物信息学、分子诊断、干细胞、农业生物学
ARKQ	方舟自动化技术和机器人 ETF	芝加哥期权交易所	2014/9/30	主动型	0.75%	18.47%	8.26%	自动化运输、自动化机器人、3D 打印、储能、太空探索
ARKK	方舟创新 ETF	纽约证券交易所	2014/10/31	主动型	0.75%	26.71%	0.55%	DNA 技术和基因组革命。自动化、机器人和储能。人工智能与下一代互联网，金融科技创新
ARKW	方舟下一代互联网 ETF	纽约证券交易所	2014/9/30	主动型	0.88%	31.06%	2.92%	云计算与网络安全、电子商务、大数据与人工智能、移动技术和物联网、社交平台、区块链和 P2P
ARKF	方舟金融科技创新 ETF	纽约证券交易所	2019/2/4	主动型	0.75%	25.81%	-	交易创新、区块链、风险转化、无摩擦融资平台、面向客户平台、新型中介
ARKX	方舟太空探索与创新 ETF	芝加哥期权交易所	2021/3/30	主动型	0.75%	11.91%	-	亚轨道、轨道航空航天公司，使能技术公司，航空航天受益公司
IZRL	方舟以色列创新科技 ETF	芝加哥期权交易所	2017/5/12	指数型	0.49%	1.24%	-2.12%	健康科技、通讯、技术服务、电子科技、消费服务、生产制造
PRNT	方舟 3D 打印 ETF	芝加哥期权交易所	2016/7/19	指数型	0.66%	10.79%	-0.97%	3D 打印硬件、CAD 和模拟软件、3D 打印中心、扫描和测量、3D 打印材料

资料来源：ARK 官网，国信证券经济研究所整理，数据更新时间为 2023 年 3 月中下旬。

## （二）价值为王，巴菲特长坡厚雪的投资神话

“股神”巴菲特执掌的 BRK，在 1965 年到 2021 年期间的年化收益率达 20.1%，远高于 SPX 的年化收益率 10.5%。巴菲特师从“价值投资之父”——本杰明·格雷厄姆，继承了其价值投资的理念。价值投资是一种投资范式，从公司的基本面出发，寻求股票价格低于其内在价值的公司。巴菲特认为，价值投资的理念是以合理的价格寻找优秀的公司，而不是以便宜的价格寻找普通公司。所以，在巴菲特长期的投资生涯中，他一直回避多元化的投资组合，转而青睐可信赖的、具有价值投资意义的优秀公司。这些具有价值投资意义的公司一般具有低估值、现金流状况好、具有稳定分红能力等特点。低估值确保较高的投资收益，良好的现金流状况大大降低了被投公司的经营风险，持续的分红给投资者带来实际意义上的投资回报，大大提高了股价下行的上限。在价值投资策略的加持下，BRK 不仅赚取股价上涨的资本利得，还拥有可观的股息收入，即使是熊市过程中，BRK 的投资组合仍能录得优于市场大多数产品的业绩表现。

图2: BRK 股价收益率、美股账面价值收益率表现



资料来源：彭博，国信证券经济研究所整理

## （三）殊途同归，ARKK 和 BRK-B 的“新年会师”

巴菲特的净值曲线是稳步走强的“画线派”，而“木头姐”的曲线则近似“倒V型”的大起大落，二者走势殊途同归——ARKK 和 BRK-B 于 2023 年一季度收益率变化趋势趋同，但同时 ARKK 拥有更大的风险敞口。

2022 年，为了应对居高不下的通货膨胀，以美联储为代表的世界主要央行采取了一系列激进的加息政策，导致海外股、债市场哀嚎遍野。曾经登上神坛的 ARKK 也因科技股泡沫的消退而跌落谷底。据统计数据，ARKK 截至 2023 年 3 月 9 日的累计收益率，比历史最高点跌去了 85.1%，而 BRK-B 同一时段对应的跌幅为 21.9%。从回报率来看，在 2022 年二季度前，ARKK 的投资回报率在相当长的一段时间高于 BRK-B。但，自 2021 年三季度开始，ARKK 就开启了“跌跌不休”的旅途。而 BRK-B 则在这段时期里，逐渐追平美股指数，打开稳定上涨通道。截至 2023 年 3 月 9 日，ARKK、BRK-B 和 SPX 自 2014 年 11 月 4 日始的累计收益率分别为 109.92%、123.20% 和 137.66%。虽然历经不同的收益率变化路径，但如今“木头姐”和巴菲特取得了较为接近的成绩。

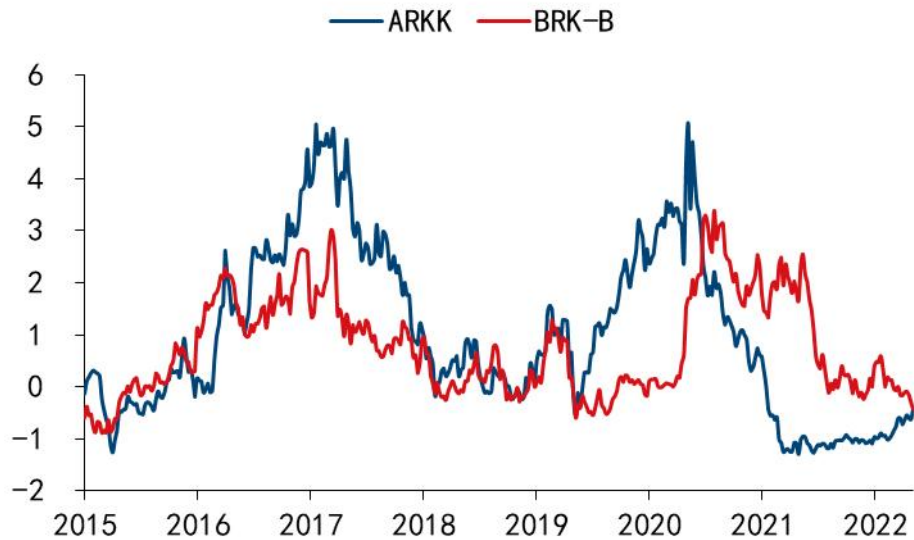
图3: SPX、ARKK、BRK-B 累计回报率对比



资料来源: 彭博, 国信证券经济研究所整理; 注: 2014年11月4日为起始日计算累计回报

从夏普率来看, ARKK 和 BRK-B 均呈现出明显的周期性。在 2021 年二季度之前, ARKK 比 BRK-B 拥有更高的夏普率, 而这段时期与 ARKK 的上涨期间相对应。此外, BRK-B 的夏普率的下跌阶段要滞后于 ARKK。当 ARKK 经历率先开启最大回撤时, BRK-B 的单位风险敞口收益仍保持较高的平台水平。

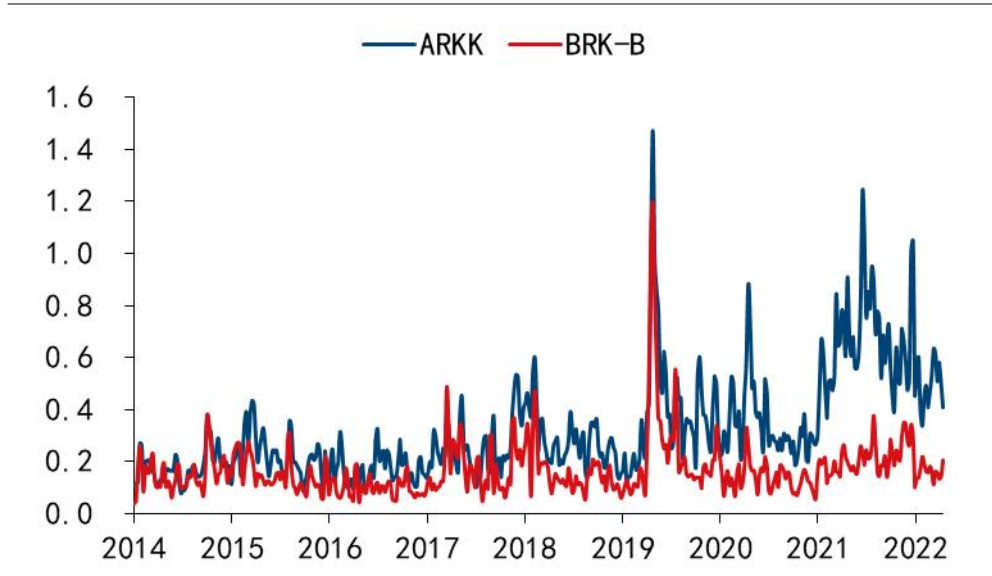
图4: ARKK、BRK-B 周度夏普率对比



资料来源: 彭博, 国信证券经济研究所整理

从波动率来看, ARKK 长期保持远超出 BRK-B 的波动率。尤其是在 2023 年第一季度 ARKK 和 BRK-B 的收益率趋同后, ARKK 保持约 BRK-B 两倍的波动率。这表明, 在相近的回报水平下, 投资 ARKK 将会面临更大的风险敞口。这也反映了“木头姐”和巴菲特投资策略的风格差异, “木头姐”选择全部押注股价波动率大的成长型股票, 而巴菲特则更偏爱非极端风险情境下“旱涝保收”的价值型股票。

图5: ARKK、BRK-B 周波动率对比



资料来源：彭博，国信证券经济研究所整理

## 二、“木头姐”和巴菲特的投资理念对比

### (一) “木头姐”的“颠覆性创新”

“木头姐”的颠覆性创新投资流程可以概括为：识别“颠覆性”创新、定义潜在投资领域、选股和估值、投资组合和风险管理。此外，ARK 还将赖特定律广泛应用于预测模型之中。

#### 1. 识别“颠覆性”创新

“颠覆性”创新是指跨行业和地区的、能够触发成本快速下降临界点的科技创新。ARK 所倡导的“颠覆性”创新投资理念则是指通过对世界前沿科技开展广泛的调研，从中发掘出其认为最有可能是“颠覆性”创新的科技领域。自 2017 年开始，ARK 每年发布一期 Big Ideas 系列报告，用以向投资者及其他对 ARK 理念感兴趣的人宣传 ARK 所关注的“颠覆性”创新领域。Big Ideas 报告里关注的领域每年都加入了当时最新兴的、最前沿的科技创新概念或应用。特别的，贯穿 Big Ideas 始终的“颠覆性”创新领域有：人工智能、3D 打印、自动化机器人、自动驾驶和电动汽车。这些“颠覆性”科技创新无一不正在或即将极大地改变人类的生活方式和生产方式，正应了 ARK “颠覆性”创新的概念。“颠覆性”科技创新的特点可以总结为“新大强”，即新颖的、创新型技术或概念，庞大的潜在市场规模和对传统技术/产业的强替代性。

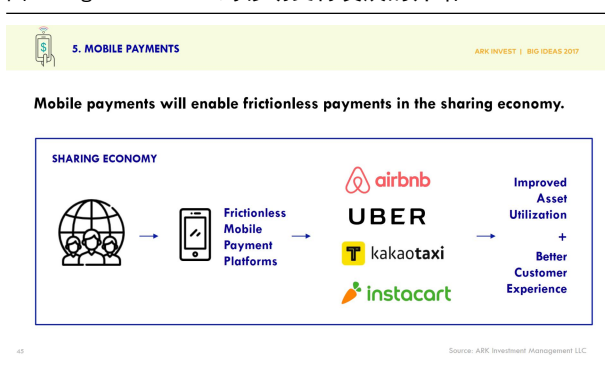
图6: ARK 历年 Big Ideas 报告主题

年份	主题
2017	深度学习、移动即服务、3D 打印、CRISPR 基因编辑、移动支付、机器人、加密资产
2018	移动即服务、加密资产、深度学习、CRISPR 基因编辑、3D 打印、无摩擦支付（移动支付）
2019	深度学习、数字钱包、电池（成本临界点）、自动驾驶出租车网络、CRISPR 人体治疗、机器人、3D 打印
2020	深度学习、流媒体、电动汽车、自动化（机器人等）、3D 打印、自动驾驶网约车、无人机、下一代基因测序、生物科技、数字钱包、比特币
2021	深度学习、数据中心再造、虚拟世界、数字钱包、比特币、电动汽车、自动化、自动驾驶网约车、无人机配送、轨道航空航天、3D 打印、Long-Read 基因测序、多重癌症筛查、第二代细胞和基因疗法
2022	人工智能、在线消费、数字钱包、公共区块链、比特币、去中心化金融、Web3.0、基因编辑、多组学分析、电动汽车、自动驾驶网约车、自动化物流、3D 打印和机器人、轨道航空航天
2023	技术融合、人工智能、在线消费、数字钱包、公共区块链、比特币、智能合约网络、精准医疗、分子癌症诊断、电动汽车、自动驾驶网约车、自动化物流、3D 打印和机器人、轨道航空航天

资料来源：ARK 官网，国信证券经济研究所整理

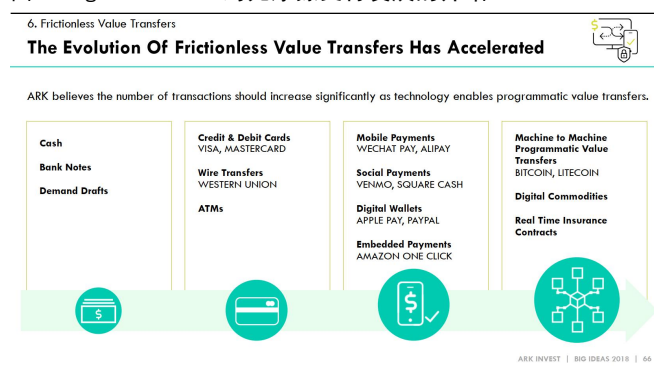
ARK 关注的“颠覆性”创新领域无一不极具新颖性和创新性，并且概念在不断变化。ARK 每年提出的“颠覆性”创新概念都是当年最为新颖和时髦的技术概念，如 Big Ideas 报告 2019 年提出的自动驾驶出租车网络、2020 年提出的下一代基因测序、2021 年提出的虚拟世界、2022 年提出的 Web3.0、2023 年提出的技术融合。这些概念在 ARK 首次于 Big Ideas 报告中出现时，无一不是当时世界上最为前沿的、讨论最为火热的技术，让人难以判断究竟是 ARK 提前发掘了这些潜力巨大的投资赛道，还是 ARK 的“颠覆性”创新策略只关注“创新热点”。此外，ARK 许多“颠覆性”创新的概念还在不断发展变化。例如移动支付，ARK 在 2017 年首次在 Big Ideas 报告里介绍了移动支付的概念，而于 2018 年 Big Ideas 报告中提出的无摩擦支付实际上是移动支付概念的进一步扩展，将移动支付、电子钱包、嵌入式支付、社交支付统称为无摩擦支付。除无摩擦支付外，自动化物流、3D 打印机器人、技术融合等概念都是对之前提出的创新概念的进一步扩展。

图7: Big Ideas2017 对移动支付发展的介绍



资料来源：ARK 官网，国信证券经济研究所整理

图8: Big Ideas2018 对无摩擦支付发展的介绍



资料来源：ARK 官网，国信证券经济研究所整理

“颠覆性”创新技术无一不具有庞大的潜在市场规模。以“木头姐”始终坚持持有并且不断加仓的特斯拉为例，“木头姐”认为，电动汽车行业未来将会迎来迅速的增长，而传统的燃油车销量将会下降并降低价格压缩利润空间。显然，ARK 对这些“颠覆性”的创新的市场前景十分看好。

“颠覆性”创新最为关键的特点是对传统技术或行业的强替代性，代表了产业的转型模式。纵观 ARK 所定义的“颠覆性”创新技术或概念，几乎所有“颠覆性创



新”的技术对标的市场增长点都在于对传统技术或传统市场的替代。比如，电动汽车对传统燃油车的替代，在线消费对传统线下消费的替代，自动驾驶网约车对传统出租车的替代，自动化物流对传统人力参与的物流的替代，智能合约网络对传统合同体系的替代。一如 ARK 对“颠覆性”创新所描述的那样，“颠覆性”创新将会根本上改变人类的生活、生产方式，将会触发成本急剧下降的临界点。创新具有“颠覆性”，会对传统技术和行业进行替代是“颠覆性”创新的题中应有之义，其庞大的潜在市场空间实质上就是对传统技术的市场空间的挤占或替代。

## 2. 定义潜在的投资领域

**ARK 采用自上而下的方法确定潜在的投资领域。**ARK 的开放研究生态系统可以收集传统的数据、社交媒体的数据以及众包的数据，从而使投资经理、研究总监、分析师和外部环境有组织地进行信息交互，更深入地理解“颠覆性”创新。此外，ARK 通过跨领域的形式组织分析师团队，通过研究融合的方法来发掘潜在的投资领域。最后，ARK 建立了需求的成本曲线和价格弹性模型来确定“颠覆性”创新的着眼点，从而量化并预测价值链的转变和“颠覆性”创新领域的市场机会。

## 3. 选股和估值

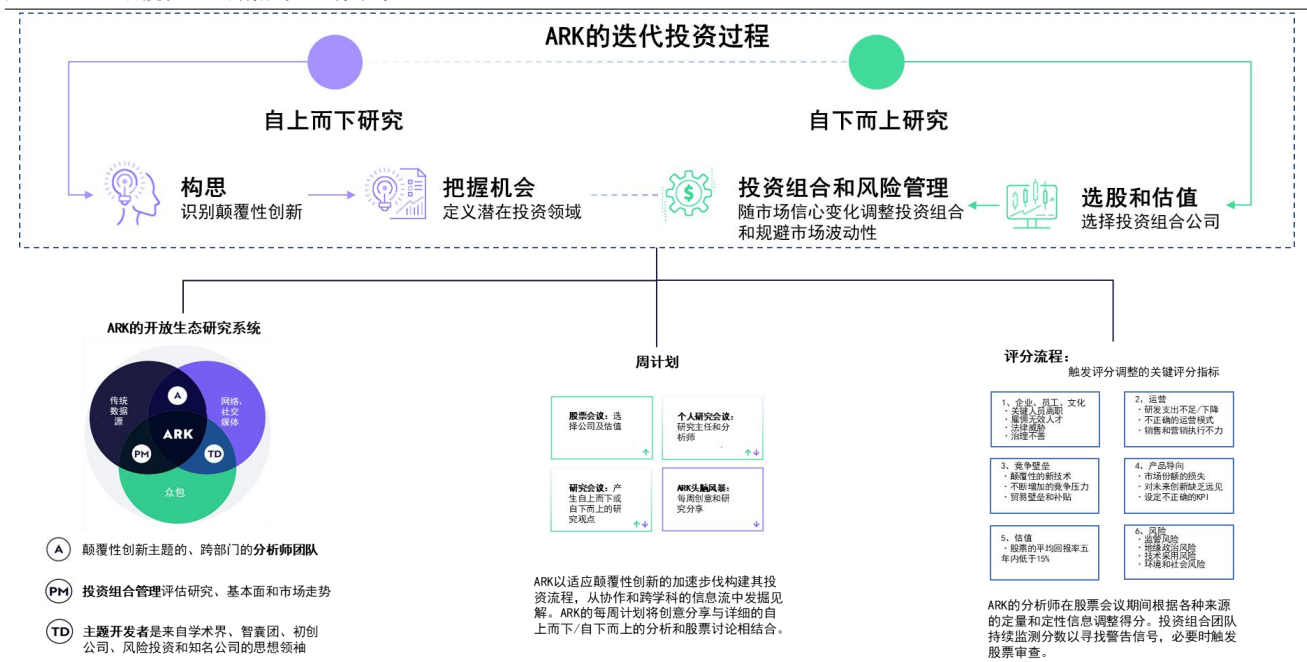
**ARK 将自上而下/自下而上的研究分析与股票讨论相结合以构建投资流程，从而适应“颠覆性”创新的快节奏。**ARK 投资团队将所创建的投资简报和估值模型作为研究的一部分，自上而下输入“颠覆性”创新主题信息，自下而上输入公司基本面及股票市场信息，使用专有的评分系统来评估股票，并监控潜在的投资主题。此外，ARK 还创建了独特的每周会议模式，即股票会议、个人研究讨论会、定期研究讨论会、头脑风暴会议，来将自上而下/自下而上的研究分析与股票讨论结合在一起。

## 4. 投资组合和风险管理

**ARK 采用专有的评分系统（ARK Portfolio Tracker）、估值模型和投资简报来监控潜在的投资主题，实现投资组合和风险管理。**ARK 的分析师在股票会议期间根据各种来源的定量和定性数据，调整股票得分。投资组合团队持续监测股票得分的变化，从而发现警示信号，必要的时候触发股票审查。触发股票得分调整的关键评分指标有：企业、员工、文化，运营，竞争壁垒，产品导向，估值和风险。

**此外，ARK 还将赖特定律广泛应用于“颠覆性创新”产品的价格和市场预测中，在结合科技进步语境下认为目前面临的问题是通缩而非通胀。**赖特定律的核心内容是说某种产品的累计产量每增加一倍，成本就会下降一个恒定的百分比。ARK 认为在截至 2015 年的前十年，基于赖特定律的价格预测比基于摩尔定律的价格预测准确 40%。以预测电动汽车和储能的市场规模为例，ARK 认为锂电池的成本并不会如大多数分析师认为的那样趋于平稳。相反，锂电池的成本将会逐渐到达开启新的成本下降通道的临界点。随着锂电池成本的下降，电动汽车的大规模量产成为可能，而电动汽车的量产又会大大增加对锂电池的需求。根据赖特定律，锂电池产量的成倍增加会导致成本以某个比率下降，从而又作用于电动汽车，带动电动汽车成本的下降，进一步加速电动汽车对传统燃油车的替代。锂电池和电动汽车成本下降的双向驱动，将会将储能产品和电动汽车推向更广阔的市场。

图9: ARK “颠覆性” 创新投资运作流程



资料来源: ARK 官网, 国信证券经济研究所整理

## （二）巴菲特色价值投资

巴菲特的价值投资理念可以总结为三大原则：**能力圈原则、安全边际原则和集中投资原则。**

### 1. 能力圈原则

成功的投资者只投资自己的能力圈范围内的股票，能力圈范围大小不重要，重要的是能够确定能力圈范围的边界。所谓的“能力圈”是指投资者所熟悉的行业、领域或公司。巴菲特说过：“投资人需要具备的条件是对所选择的企业进行正确评估的能力，尤其是‘所选择’的企业，指的是自己所熟悉并了解的公司，需要在自己的能力圈范围内能够明确评估的公司；投资者需要对自己熟悉的企业进行深入研究，从而随时把握这一领域出现的新趋势，从而做出明智的投资策略”。能力圈原则要求投资者界定自己的“能力圈边界”，然后划去其中缺乏内在价值、管理不善的不合格企业，然后在保留下来的企业中再花费时间和精力进行研究。换言之，投资者需要抵抗能力圈范围之外企业的投资机会的诱惑，不去投资自己陌生和不了解的行业。能力圈原则的意义在于可以规避能力圈范围之外的公司对于投资者而言的，风险和收益快速变化的不确定性，而投资能力圈范围内的股票有助于投资者对抗投资风险。

### 2. 安全边际原则

被投资企业需要具有足够的安全边际和“经济护城河”，确保以合理的价格购买到优秀公司的股票。安全边际是指企业的内在价值于股票价格相比被低估的幅度。巴菲特说过：“投资的第一条准则是不赔钱；第二条准则是永远不要忘记第一条”。所以，对于巴菲特而言，他青睐于安全边际较大的股票，即使市场价格在较长的时间里低于企业的内在价值，只要持有的时间足够长，市场价格必定会随着企业

业绩的增长而得到调整，从而在保证资本的安全性下获得合意的回报率。巴菲特的安全边际原则可以分为两个阶段。青年时期的巴菲特师承价值投资之父——格雷厄姆的“安全边际”理念，在评估企业的安全边际时，巴菲特以安全边际优先为原则，即选择购买那些股票价格明显被低估的“特价股票”。这种安全边际较大的股票分为两类，一类是公司股票价格明显较低且成长性较差的股票；一类是公司股票价格不低，但根据评估，价格仍被低估的股票。但很快，巴菲特发现格雷厄姆的“深度价值投资”策略并不是总能获得正向回报，比如有些“特价股票”的价格虽然低于每股净资产，但公司的质量较差，股价没有反弹的空间。巴菲特如今执掌的伯克希尔哈撒韦“金融帝国”最开始就是一家符合安全边际原则，但经营状况不好的纺织企业。买入 BRK 是巴菲特青年时期犯的最大的投资错误。巴菲特第二阶段的安全边际原则用巴菲特的话来讲是：“要以合理的价格买入优质公司，而不是以一个好的价格买一个一般的公司”。而要实现以合理的价格购买优质公司，就需要重新定义安全边际原则：投资者需要购买股票价格被低估且具有“经济护城河”的公司股票。所谓的“经济护城河”是指企业具有持久的竞争优势，例如巴菲特著名的投资案例——投资可口可乐。

**品牌价值是可口可乐的“护城河”，股息收入帮助 BRK 获得稳定收益。**根据 BRK 财务报告披露的数据，可口可乐是 BRK 持有时间最长的股票之一，自 1994 始，巴菲特就没有买卖可口可乐的股票，历史总投资成本为 13 亿美元，并且他表示将会长期持有可口可乐。目前 BRK 合计持有可口可乐 4 亿股，仅 2022 年的股息收入就达到了 7.04 亿美元，约为历史总投资成本的 54.15%。巴菲特投资可口可乐的平均每股成本为 40.28 美元，当年这个价格处于较高水平。但是，在巴菲特看来，在很长的时期内，可口可乐作为全球饮料领域的霸主地位不可撼动。首先，在产品角度，可口可乐拥有其独特的、难以模仿的可乐配方；在品牌营销角度，可口可乐拥有享誉世界的品牌声誉，竞争者难以模仿；在成本和渠道角度，可口可乐采取提供浓缩原浆产品的方式，将半成品出售给灌装公司，从而降低运输成本、增加分销便利性，在保证价格稳定的情况下，还能维持利润率的增长。可口可乐的品牌价值的不可替代性作为“经济护城河”大大提高了投资可口可乐的安全边际。所以巴菲特选择投资可口可乐，并最终股价表现证明巴菲特的决策是对的。

图10: 1994 年至 2022 年，BRK 自可口可乐获得的股息增长率及累计收益率



资料来源：彭博，国信证券经济研究所整理；风险提示：文中列举个股仅作为客观复盘陈述，并不作为推荐依据。

**巴菲特认为，“主业长期稳定的企业往往营业能力很强”。**投资收益分为资本利得和股息收入。许多投资者在投资的过程中往往不看重股息收入，而期望获得股票价格波动带来的收益。而巴菲特所投资的股票往往具有分红稳定的特点，其持有的投资组合每年能够给予 BRK 稳定的股息现金流入，使得 BRK 不论在熊市还是牛市，都能给予股东稳定的收益。在巴菲特的价值投资理念里，高安全边际确

保股价拥有可观的上涨空间，稳定的股息收入确保长期持有股票能够获取稳定的收益，从而保证了在长期持有股票的情况下，投资组合能够跑赢大盘，实现投资组合价值的指数型增长。

### 3. 集中投资原则

**寻找优秀的公司，采取集中投资的策略，获得比平均水平更高的回报。**巴菲特认为，“如果你能够清晰地了解产业经济，那么你应该从中找出五到十家股价合理，且具有长期竞争优势的企业，这时候，投资中的一般性的风险分散理论就没有任何意义了，如果采取风险分散的做法反而会恶化投资的成果，且增加投资的风险”。简言之，巴菲特认为只要投资的公司足够优质，就不必采取分散性投资的方式来降低投资组合的非系统性风险，因为投资优秀公司的同时，就已经规避掉了大部分的风险，从而以低于市场平均风险的条件获取高于市场平均水平的回报。显然，实现集中投资原则具有很大的难度。首先，需要在投资者的能力圈范围内选择所熟悉的行业；第二，选取的行业内还必须具有高安全边际的、财务状况好的、发展前景广阔的投资标的；第三，投资者需要有足够的理性和耐性，需要对企业未来的发展有合理的评估，投资决策不会受到短期股价波动的影响。

**此外，巴菲特投资标准还可以总结为“四项基本原则”。**

(1) 企业原则——关注企业的三个基本特点：投资者选择的企业是否简单易懂；投资者选择的企业过去的经营状况是否稳健；投资者选择的企业长期发展的前景是否被人们看好。

(2) 管理原则——高层管理具有的三个重要特点：企业的管理层具有理性决策能力；企业管理层一定要对股东坦白；企业管理层是否能对抗“法人机构的盲从行为”。

(3) 财务原则——公司应该遵循的四个重要财务政策：公司应该将关注点放在股东权益报酬率上，而不是每股收益；公司应该计算股东收益的价值；投资者应该寻求高利润的公司；公司每保留 1 元的盈余，都应该将之转变为 1 元的市场价值。

(4) 市场原则——两个成本指导方针：合理评估企业的内在价值；投资者是否能在股价比内在价值低的时候买入公司股票。

### (三) “木头姐”和巴菲特投资理念的异同

**在不断变化的市场趋势下，没有绝对的正确的投资策略，颠覆性”创新投资和巴菲特式价值投资各有所长，各有所短。**典型的成长型投资者专注于投资成长行业的业绩高增长的股票，预期成长型企业未来的价值能快速增长，从而等未来股价大幅上涨后卖出而获利。与成长型投资者相对应的是价值型投资者，价值型投资者认为公司的内在价值和估值存在差异，当公司的内在价值高于估值时，可以通过买入此类公司，等待价格充分反映内在价值时卖出从而获益。此外，价值型投资者虽然也期望从股价上涨时获益，但是也非常关注股票的股息收入。从成长型和价值型的分类来看，“木头姐”属于典型的成长型投资者，其典型的投资公司如特斯拉、Roku 等无一不是处于成长期的公司；而巴菲特则属于典型的价值型投资者，其持有的标的大多为成熟期的公司，如可口可乐、苹果等。但是不论成长型还是价值型策略，都需要与市场趋势相适应，并且投资价值最后都会回归到公司价值本身。例如在 2021 年之前科技股的春天，“木头姐”的颠覆性创新策略要短期优于巴菲特的价值投资策略。在科技股一路高涨的趋势下，对于一般的投资者，若不投资科技股将会获得较大的机会损失。但是，“新冠疫情”和“大放水”等原因造成通货膨胀持续不下，股市资金轮动回归传统行业，此时价值型投资标

的成为资金的避风港，巴菲特的价值型投资的优越性也就体现出来了。所以，并没有完全正确的投资策略，不同风格的投资策略适合于不同的市场趋势以及不同风险偏好的投资者。

图11：“木头姐”和巴菲特投资风格对比

投资人	“木头姐”	巴菲特
投资风格	成长型	价值型
主要投资领域	DNA 技术及“基因革命”、自动驾驶、机器人、自动化、储能、人工智能、“新一代互联网”、金融科技创新等“颠覆性”创新领域	成熟科技股、大消费、金融、能源
持仓集中度	较为分散	较为集中
风险控制策略	动态监控和风险分散	风险规避
主要盈利来源	主要为股价上涨的资本利得	股价上涨的资本利得和股息
典型投资公司	特斯拉、Roku、Roblox、Coinbase、Twist Bioscience Corp	苹果公司、美国银行、雪佛龙、可口可乐、美国运通

资料来源：ARK 官网、BRK 官网、国信证券经济研究所整理；风险提示：文中列举个股仅作为客观复盘陈述，并不作为推荐依据。

**虽然投资风格天差地别，但“木头姐”也严格遵循能力圈原则。**两位“股神”虽然投资的风格不同，但他们都严格遵循能力圈原则，只投资于自己所熟悉的行业。“木头姐”执掌的 ARK 具有完善的投研体系和优秀的投研团队，在颠覆性创新领域有着深厚的研究积累。根据 ARK 官网公布的信息，ARK 拥有 20 人的研究团队，在颠覆性创新研究方面拥有深厚的研究人才基础。深耕“颠覆性”创新领域是 ARK 的特长也是其备受争议的一点。ARK 对“颠覆性”创新的“情有独钟”究竟是否是基于准确的研究判断抑或只是主观估计，只能交给历史和时间来证明。

### 三、“木头姐”持续押注“颠覆性创新”

#### （一）大起大落，木头姐认为“创新”股已进入深度价值领域

2022 年，美联储采取了“暴力”的持续加息政策，“创新”股迎来了史上最残酷的暴跌之路。以科技股为主的纳斯达克指数 2022 年累计下挫 33%，尽管大多投资于科技股的产品采取止损策略出逃，但主打“颠覆性创新”主题的 ARK 掌门人“木头姐”（Catherine Wood）却反其道而行之，勇做“创新股逆行者”，持续加仓以特斯拉为代表的“颠覆性创新”行业的股票。

图12：2022 年美国加息情况一览

加息时间	加息
1 月	不变
3 月	加息 25 个基点
5 月	加息 50 个基点
6 月	加息 75 个基点
7 月	加息 75 个基点
9 月	加息 75 个基点
11 月	加息 75 个基点
12 月	加息 50 个基点

资料来源：FOMC 官网，国信证券经济研究所整理

2023 年开年以来，美联储加息节奏放缓，硅谷银行系列风险事件后市场再度交易下半年降息预期，强科技属性的“创新股”迎来逆势反弹。ARKK 持仓的多只股票涨势明显，截至 2023 年 3 月 15 日，ARKK 年内上涨逾 25%，年内最大涨幅 45.8%，

木头姐持续看好的特斯拉更是涨幅达到了 67%。“木头姐”在近期采访中表示：2022 年的长期资产，包括 ARK 的“创新策略”资产都是因为对通货膨胀和利率上行的担忧而缩水。但是，随着“历史上最残酷的加息”即将结束，她预计股市将会很快迎来黎明前的曙光。尽管“创新股”反弹明显，但是在高通胀和利率上行的背景下，“创新股”重回巅峰仍然难度很大。以 ARKK 重仓的特斯拉为例，尽管特斯拉 2023 年以来上涨了 67%，但过去一年内跌幅仍达到了 40.3%。

图13: ARKK、特斯拉近 1 年累计涨幅



资料来源：彭博，国信证券经济研究所整理

“木头姐”认为“创新”股已经进入深度价值领域。根据彭博的统计数据，ARKK 在 2022 年初至今，加仓幅度超过 30% 的股票有 8 只。其中，加仓幅度超过 1 倍的股票有特斯拉、Shopify 和 Ginkgo Bioworks。显然，在“创新”股价格大幅下调后，“木头姐”认为“颠覆性”创新领域都被市场严重低估。早在“颠覆性”创新组合价值迅速下跌之时，“木头姐”于 2021 年 12 月 17 日发表的《创新股不存在泡沫：我们相信它们处于深度价值领域》一文中就表示，一些客户在市场周期的底部附近卖出“创新”股，将暂时的损失变成了永久的损失；创新股已经进入深度价值领域，其估值仅为峰值水平的一小部分。“木头”姐认为，通货膨胀促使的“科技股”向“价值股”，如能源、金融服务、工业和原材料的资金轮换是对新冠病毒及其变种采取过度货币和财政政策反应的结果；过度的货币和财政政策才是导致通胀“高烧不退”的元凶，而科技创新仍然是世界经济的主流趋势，投资者应该拥抱“颠覆性”创新的行业和公司。

图14: 2022/3/31 至 2023/3/31 ARKK 加仓幅度超过 30% 的股票

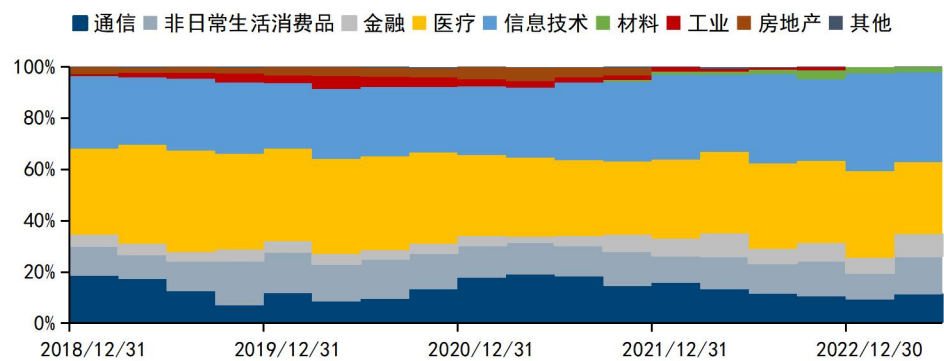
股票	行业	2022/3/31 持有股数	2023/3/13 持有股数	加仓幅度
Roblox 公司	通信服务	4111774	6166928	49.98%
Roku 股份有限公司	通信服务	6296234	8675973	37.80%
特斯拉公司	非日常生活消费品	1129150	3953371	250.12%
Coinbase 全球股份有限公司	金融	4314674	6929448	60.60%
Twist Bioscience Corp	医疗保健	2715985	3778509	39.12%
Shopify 股份有限公司	信息技术	483601	8676265	1694.10%
UiPath 股份有限公司	信息技术	15810256	25518563	61.41%
inkgo Bioworks Holdings Inc	原材料	36141027	99974870	176.62%

资料来源：彭博，国信证券经济研究所整理；风险提示：文中列举个股仅作为客观复盘陈述，并不作为推荐依据。

## （二）ARKK 的行业持仓结构保持相对稳定

ARKK 的行业持仓结构近几年保持相对稳定，持仓股票主要集中于通信、非日常生活消费品、金融、医疗和信息技术。从 2021 年四季度起，ARKK 逐渐清仓了房地产、工业等行业的股票，转而完全集中投资于“颠覆性创新”行业。这与 ARKK 于 2022 年疯狂抄底特斯拉等“创新”行业股票的行为相符。ARKK 的加仓行为完全承袭其以往的“颠覆性”创新策略风格，在其主要投资领域流媒体、电动汽车、生物技术、电子商务、机器人流程自动化等均拥有明显加仓行为的投资标的。具体来看，ARKK 大量加仓的股票为特斯拉（电动汽车）、Coinbase（数字货币）、Twist Bioscience（生物科技）和 Shopify（电子商务）。

图15: ARKK 持仓行业分布的变化



资料来源：彭博，国信证券经济研究所整理

在人工智能方面，ARK 连续三年强调 GPT 技术。根据 ARK 发布的 Big Ideas 系列报告，ARK 最早于 2021 年在报告中提及 OpenAI 的语言模型 GPT-3，并将之称为世界第一个能够理解语言的人工智能技术。在次年发布的 2022 年度 Big Ideas 报告中，ARK 预计 AI 的训练成本以两倍于摩尔定律的速度下降，认为 AI 能够极大地提高知识型工作者的工作效率和自动化水平，并以 OpenAI 的 Codex 举例，Codex 可以将语言翻译成软件代码，能够胜任 37% 的编程工作。在 2023 年度 Big Ideas 报告中，ARK 预测 AI 的训练成本将继续保持每年 70% 的速度下降，并且这一速度将会持续到 2030 年；到了 2030 年，AI 将会提高知识型工作者的工作效率四倍以上，可以使全球的劳动生产力提高约 200 万亿美元。但从具体持仓来看，ARK 并没有大量持有 GPT 概念股票，目前在人工智能方向持有的相关股票主要为特斯拉和 Uipath。截至 2023 年 3 月 27 日，ARKK 持有特斯拉和 Uipath 的比例为 10.16% 和 5.80%。

在“下一代互联网”方面，ARK 关注的领域为联网电视、数字钱包、社交商务和区块链。“下一代互联网”是 ARKK 持股比例最大的“颠覆性创新”领域，截至 2023 年 3 月 27 日主要持有的股票有 Zoom、Roku、Shopify、Coinbase、Block Inc，分别持股比例达到 8.01%、7.86% 和 5.59%、6.56%、6.09%。

在生物技术方面，ARK 专注的领域为基因技术和分子诊断。根据 Big Ideas 系列报告，ARK 在 2017 年度发表的第一期 Big Ideas 报告中就提出 CRISPR 基因编辑技术。CRISPR 技术是一种基因编辑技术，可以对生物的 DNA 序列进行修剪、切断、替换或增加，并且具有精准、廉价、易于使用等特点。在随后发布的 Big Ideas 系列报告中，ARK 逐渐提出了新的生物技术方向的“颠覆性”创新：下一代基因测序、精准疗法、分子诊断等，并将之囊括为“基因组革命”。截至 2023 年 3 月 27 日，ARKK 主要持仓的相关个股为精确科学公司和特拉多克健康公司，分别

持股比例达到 6.50%和 4.14%。精确科学是一家基于分子诊断的癌症筛查和诊断公司，而特拉多克健康则是一家提供在线医疗服务的公司。

### （三）“颠覆性”创新策略过于激进

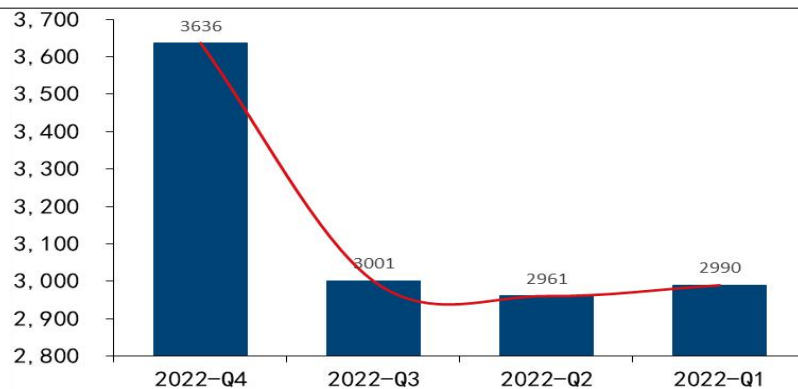
面临持续通胀和利率上行的宏观环境，ARK 仍然对“颠覆性创新”策略保持极大的信心，采取激进的加仓行为。木头姐认为，美联储激进的加息行为将会导致美国经济全面衰退和通缩的风险，美债利率的长期倒挂表明债券投资者对经济持悲观态度，美国经济面临的通缩风险将会促使美联储调换调息方向，利率将会下降。所以，ARK 认为“颠覆性创新”股已经到达深度价值领域，从而选择将全部仓位抄底创新股。但是，这种对“创新”股的全面押注仍显得过于激进。除非宏观环境一如木头姐预测的那样，美联储加息将会走到尽头，“创新股”估值因为流动性的释放迅速修复，ARK 才有机会重回高峰。但实际上，美国通胀率仍然处于高位水平，美联储在“高通胀率”和“修复股市债市”方面只能“两害相权取其轻”。尽管开年来人工智能热度带动科技股“V”型反弹，由于国际地缘政治问题的不确定性、硅谷银行黑天鹅事件对经济预期的打击、美国居高不下的通胀水平等问题影响，美联储的降息预期仍不明朗。

## 四、巴菲特的价值投资策略依然稳健

### （一）2022 年 BRK 亦遭受重创

BRK2022 年蒙受 228.19 亿美元损失，以价值投资著称的“股神”巴菲特在这场与通胀和加息的较量中也未能幸免。根据巴菲特旗下的 BRK 披露的 2022 年 Q4 和全年财报，在连续两个季度的亏损后，BRK 于四季度扭亏为盈，但全年仍然亏损达 228.19 亿美元。巴菲特在起 2023 年 2 月 26 日发布的年度致股东信中表示，他和老搭档查理·芒格坚信短期的经济和市场预测毫无用处。尽管由于以美联储为代表的央行在 2022 年采取激进的加息政策导致股市和债市大幅下挫，但巴菲特仍然保持乐观态度。截至 2022 年 12 月 31 日，BRK 持有的投资组合总价值为 2990 亿美元，较三季度末的 2961 亿美元略有增加，这是连续两个季度下降后出现的首次反弹。但与 2022 年巅峰时期的投资组合价值 3636 亿美元相比，减少了 646 亿美元，缩水幅度达 17.77%。一方面，投资组合价值的下降受到股价下行趋势的影响，另外一方面，与 BRK 的现金策略有关。巴菲特在年度致股东信中表明，BRK 将继续持有大量的现金和美国国债。

图16: 2022 年 BRK 投资组合价值变化



资料来源：彭博，国信证券经济研究所整理



## （二）巴菲特减持金融股，重新拥抱旧能源

为了抵抗通胀压力和对抗未来不确定性，巴菲特斥资数百亿美元大量增持雪佛龙和西方石油等传统能源行业股票。根据 BRK 披露的 13F 数据，截至 2022 年 12 月 31 日，BRK 持仓的股票主要集中在苹果、美国银行、雪佛龙、可口可乐和美国运通。这五大持仓股票占据投资组合比例为 75.87%，而其前十大持仓股票总权重为 88.98%。其中，苹果、美国银行、可口可乐、美国运通、卡夫亨氏、穆迪等公司在 2022 年期间没有发生重大的增减持交易。但是，BRK 于 2022 年一季度突然大幅增值动视暴雪和雪佛龙，增幅比例分别为 338.77% 和 316.21%，并建仓西方石油和惠普，购买量分别高达 136373000 股和 104476035 股。

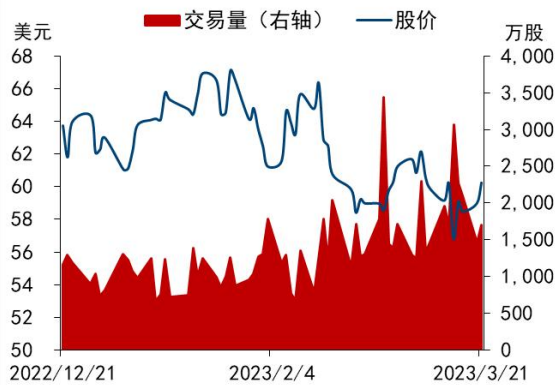
图17: 截止 2022 年 12 月 31 日，BRK 前十大持仓股票

简称	公司名称	资产组合权重	持股量	价值	平均购买价格	持有至今回报率	行业
AAPL	苹果公司	0.389	895.14M	116.31B	36.98	3.069	信息技术
BAC	美国银行	0.1119	1.01B	33.45B	25.66	0.111	金融
CVX	雪佛龙	0.0978	162.98M	29.25B	122.55	0.295	能源
KO	可口可乐	0.0851	400M	25.44B	40.28	0.485	日常生活消费品
AXP	美国运通	0.0749	151.61M	22.40B	71.11	1.217	金融
KHC	卡夫亨氏公司	0.0443	325.63M	13.26B	77.86	-0.51	日常生活消费品
OXY	西方石油公司	0.0409	200.15M	12.23B	48.15	0.228	能源
MCO	穆迪	0.023	24.67M	6.87B	57.13	3.994	金融
ATVI	动视暴雪	0.0135	52.72M	4.04B	73.37	0.065	通信
HPQ	惠普	0.0094	104.48M	2.81B	36.99	-0.261	信息技术

资料来源: dataroma, 国信证券经济研究所整理; 风险提示: 文中列举个股仅作为客观复盘陈述, 并不作为推荐依据。

根据 BRK 公布的 13F 报告，BRK 于 2021 年四季度末持有的能源行业股票权重仅为 1.36%，而仅 2022 年一季度增持的能源行业股票就占了投资组合权重的 7.9%，增持幅度达 5.8 倍。直至 2022 年四季度末，BRK 已经持有 13.9% 的能源行业股票。近年来，在碳中和以及全球兴起的 ESG 投资背景下，新能源是国际能源投资的宠儿。而巴菲特却突然大量买入石油股，其增持规模之大，增持速度之快让人叹为观止。从 2022 年 3 月份开始，巴菲特便非常坚定地买入石油行业股票，更是在采访中表示：“我们周一开始买入西方石油，能买多少就买多少”。如今，BRK 已经成为西方石油的第一大股东，西方石油也成为了 BRK 第七大重仓股。其实，巴菲特突然买进石油股并不反常。巴菲特在 BRK 股东大会上表示，其重仓石油股的原因是对石油储备量及未来不确定性的担忧。虽然公平瓶颈在 2022 年大幅缓解，但石油供应问题仍受到乌克兰危机、欧佩克产量和供需的影响。巴菲特大量增持石油股则可以让 BRK 对抗通胀及未来不确定性的影响。

图18: 西方石油近三月量价变化



资料来源：彭博，国信证券经济研究所整理；风险提示：文中列举个股仅作为客观复盘陈述，并不作为推荐依据。

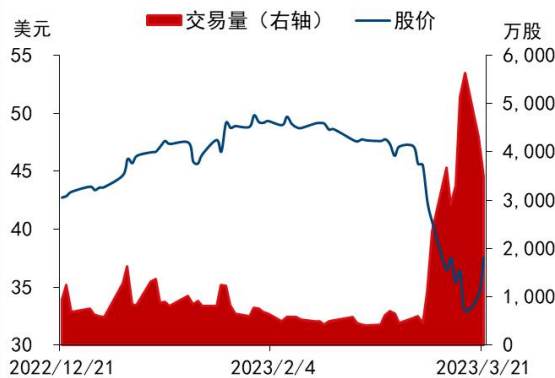
图19: 雪佛龙近三月量价变化



资料来源：彭博，国信证券经济研究所整理；风险提示：文中列举个股仅作为客观复盘陈述，并不作为推荐依据。

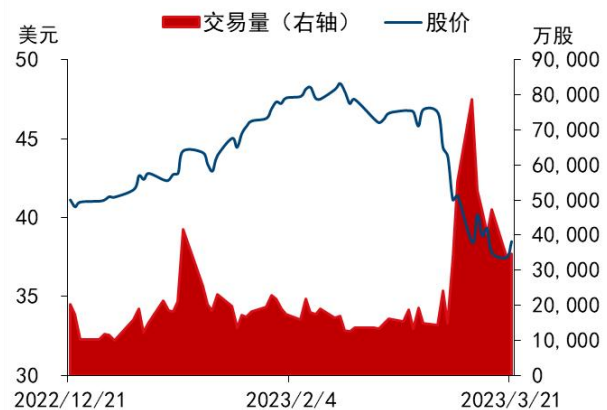
**BRK 增持能源股的资金来自于对金融股的减持。**从 BRK 持仓的行业分布变化来看，BRK 从 2019 年第三季度开始，逐渐降低金融股在投资组合中的比例，从 2019 年二季度末的 25.7% 降低至 2022 年四季度末的 23.6%。相应地，BRK 在减持金融股的同时，不断加仓科技股和能源股，科技股的持仓比例从 2019 年二季度末的 25.7% 增长至 2022 年四季度末的 41.3%，能源股持仓比例从 2020 年三季度末的 1.45% 增长至 2022 年四季度末的 13.9%。此次美国银行业的黑天鹅事件——万亿级硅谷银行破产再次印证了巴菲特的睿智判断。巴菲特早在 2019 年就开始减持金融股，截至 2022 年四季度末，BRK 减持了 91.42% 的美国合众银行和 59.7% 的纽约梅隆银行，并彻底清仓了持有 30 余年的富国银行。巴菲特的清仓式出逃，使 BRK 在此次美国银行业暴雷风波中免受冲击。

图20: 美国合众银行近三月量价变化

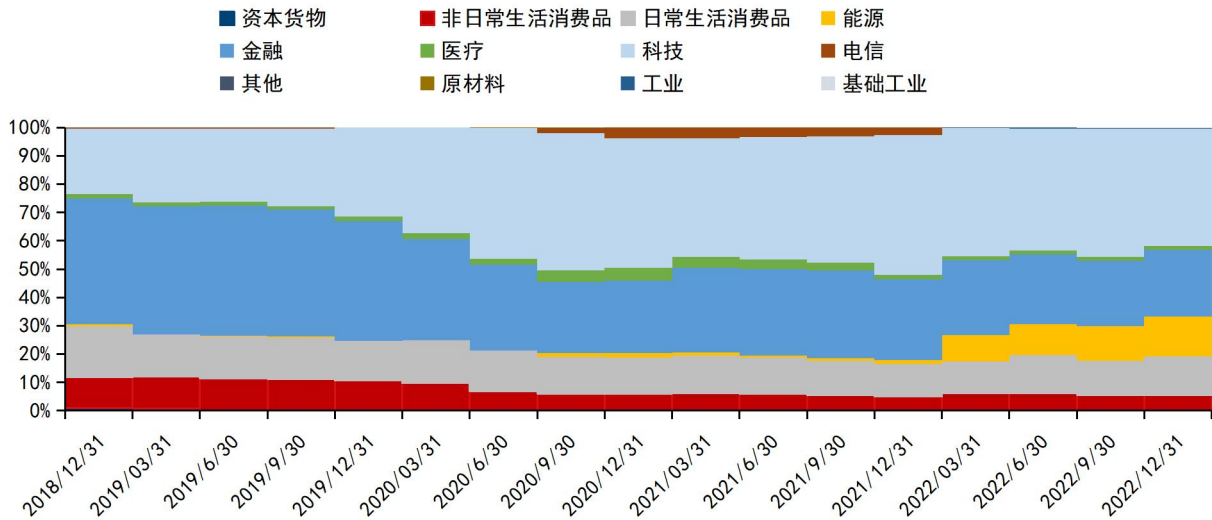


资料来源：彭博，国信证券经济研究所整理；风险提示：文中列举个股仅作为客观复盘陈述，并不作为推荐依据。

图21: 富国银行近三月量价变化



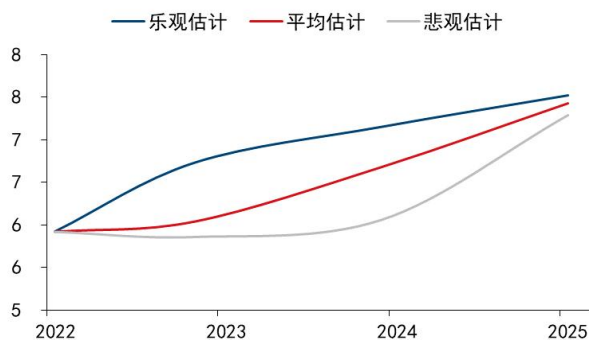
资料来源：彭博，国信证券经济研究所整理；风险提示：文中列举个股仅作为客观复盘陈述，并不作为推荐依据。

**图22: BRK 持仓行业分布的变化**


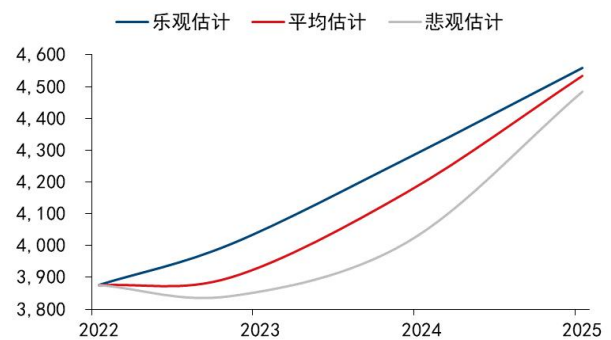
资料来源: dataroma, 国信证券经济研究所整理

### (三) 从科技股看巴菲特色价值投资

巴菲特并不回避科技股，其投资策略依然稳健，仍然保持价值投资的风格。巴菲特把他自己的投资风格形容为：85%来自本杰明·格雷厄姆——“价值投资”创始人，15%来自菲利普·费雪——著名的成长型投资者。他在选择投资价值型股票的同时，并不放弃成长型股票的投资机会。在其持有的 41.3%的科技股中，有 38.9%的成分是苹果公司。苹果是美国科技股中表现最为稳健的公司之一，根据 WALLSTREETZEN 对苹果公司财务数据的预测，未来三年内，苹果公司的每股收益平均增长率达 9%，平均收入增长率达 6%。这表明，巴菲特并不回避成长型的美国科技股，但仍然坚持价值投资策略，选择重仓收入增长稳定的、具有行业“经济护城河”的优质公司，如苹果公司股票。

**图23: WALLSTREETZEN 对苹果公司每股收益的预测**


资料来源: WALLSTREETZEN 官网, 国信证券经济研究所整理; 风险提示: 文中列举个股仅作为客观复盘陈述, 并不作为推荐依据。

**图24: WALLSTREETZEN 对苹果公司收入的预测**


资料来源: WALLSTREETZEN 官网, 国信证券经济研究所整理; 风险提示: 文中列举个股仅作为客观复盘陈述, 并不作为推荐依据。

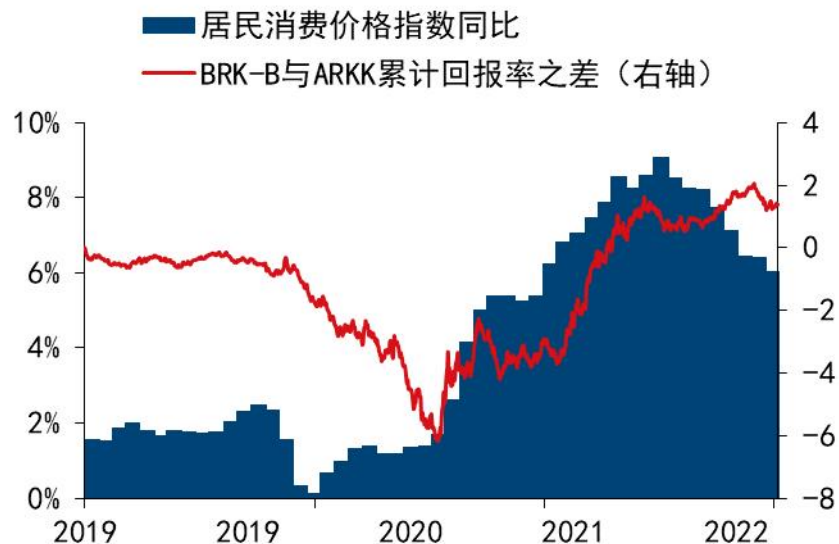
## 五、“颠覆性”创新策略和巴菲特色价值投资，谁主沉浮？

### （一）“时势造英雄”，适合趋势的策略才是最好的策略

在经济发展的不同阶段，成长型策略和价值型策略有着不同的适用性。在经济发展的上升期，市场需求旺盛，流动性充足，成长型公司的业绩往往处于高速增长状态，带动股价大幅上升。在经济发展的衰退期，消费者需求、投资急剧下降，企业利润急剧下滑，股票价格也随之下降，资金向保值型资产聚集，价值型策略的表现迅速占据上风。所以，在经济周期的不同阶段，成长型和价值型策略的优越地位相互轮换，唯有适合经济趋势的策略才是最优的策略。

**高通胀的环境下价值投资风格明显占优，2021-2022年美国通胀爬坡期间BRK较ARK录得明显的超额回报。**纵观美国近五年的CPI变化以及ARKK和BRK-B的市场表现，在CPI处于低位且下降的时期，ARKK的收益率要高于BRK-B，并且收益率之差越来越大；2021年一季度后，美国CPI快速增长，BRK-B和ARKK的收益率差异迅速逆转，直至BRK-B的收益率高于ARKK。在此期间，当有效联邦基金利率处于高位时，BRK-B的表现优于ARKK，当有效联邦基金利率处于低位时，ARKK的表现优于BRK-B。所以，高通胀可能并不是导致ARKK和BRK-B的相对表现发生逆转的直接原因。真正原因可能是美联储的加息政策导致货币供给紧缩，促使利率上涨，导致科技股“泡沫”挤出，从而导致全仓投资于科技股的ARKK收益率急剧下滑。

图25: 近五年美国居民消费指数与BRK-B和ARKK累计收益率之差的变化



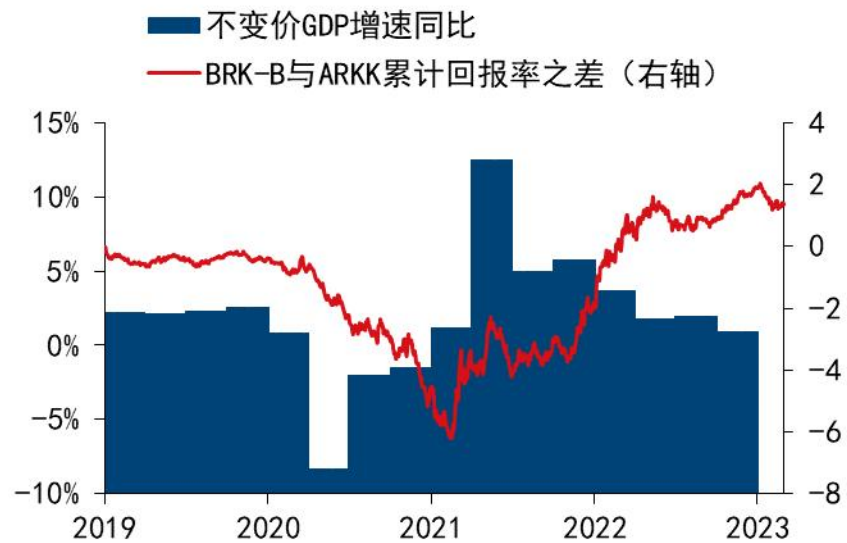
资料来源：彭博，国信证券经济研究所整理

图26: 近五年美国有效联邦基金利率与 BRK-B 和 ARKK 累计收益率之差的变化



资料来源：彭博，国信证券经济研究所整理

图27: 近五年美国不变价 GDP 增速与 BRK-B 和 ARKK 累计收益率之差的变化

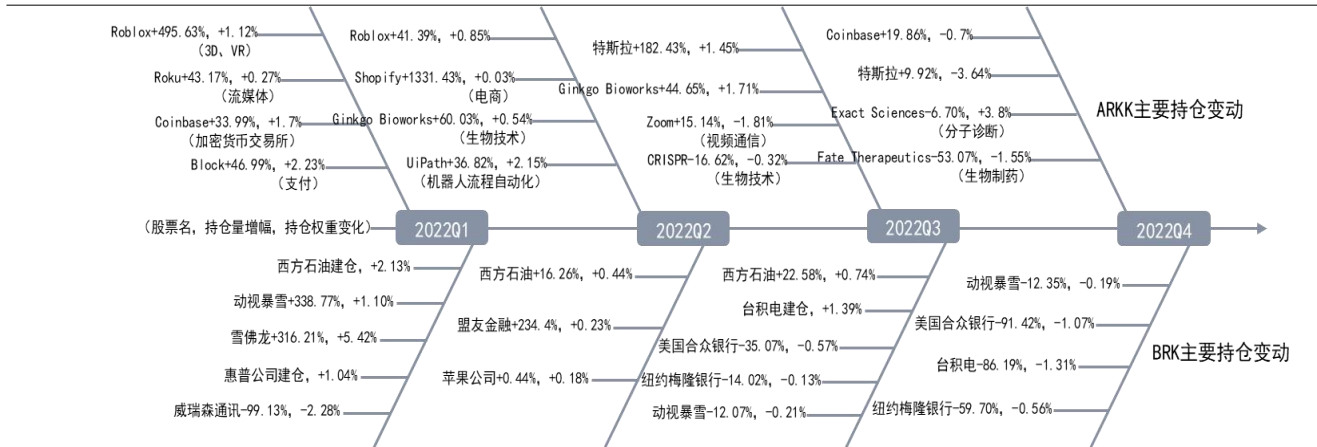


资料来源：彭博，国信证券经济研究所整理

## （二）“英雄亦适时也”，好的策略会主动跟随趋势

在 ARK 和 BRK 持仓结构的调整中我们可以看到，“木头姐”和巴菲特在应对高通胀和持续加息时虽然采取了截然不同的调仓操作。尽管“科技股”在此次加息周期中遭受重创，但是“木头姐”认为，美联储的加息是不可持续的，一旦美联储由“鹰”转“鸽”，科技股估值将会重新得到调整，市场流动性的释放将会促使科技股价格上扬，于是她选择趁“低”加仓。相对应地，巴菲特采取抛售金融股，加仓能源股的方式来应对居高不下的通胀压力和急剧变化的国际局势。不论是“颠覆性”创新策略还是巴菲特式价值型策略，都对趋势的变化迅速做出了反应。但

从目前来看，巴菲特的调仓行为对趋势的反应效果最为突出，其减持金融股转而增持能源股的操作在面临美国银行业大地震时起到了良好的避险效果。而“木头姐”对“颠覆性”创新的执着究竟是主观的臆断还是对长期趋势的准确判断？或许只有时间才能够证明。

**图28：2022年 ARKK 和 BRK 主要持仓变动复盘**


资料来源：彭博，国信证券经济研究所整理；风险提示：文中列举个股仅作为客观复盘陈述，并不作为推荐依据。

## 六、结论

从投资风格来看，巴菲特和“木头姐”的投资风格差异明显，分别属于典型的价值型投资和成长型投资。

(1) **投资标的和持有时间的差异**：从投资标的来看，巴菲特选取成熟的、优质的标的进行投资，选择集中投资策略，股票交易频率很低，持有股票的期限往往超过十年；木头姐在热门的“科技创新”领域选择投资标的，在多个行业选取成长型公司进行投资，采取分散投资的方法，并且股票交易频率较高。

(2) **热门主题和持仓集中的差异**：从持仓结构来看，ARK 的持仓较为分散，而 BRK 的持仓较为集中。ARK 的投资公司数量多，覆盖行业广，重仓股的权重一般为 4% 至 8%，主要覆盖的领域有电动汽车、人工智能、机器人流程自动化、生物科技、互联网等；BRK 的持仓较为集中，截至 2022 年四季度末，第一重仓股——苹果公司的持仓比例达到了 38.9%，主要覆盖的行业有信息技术、能源、金融、消费等。

(3) **风险和回报的定位差异**：从风险和回报来看，风险与回报高度捆绑，“颠覆性创新”策略和巴菲特式价值投资策略适用于不同的经济趋势和不同风险偏好的投资者。在美国货币政策的宽松期，市场流动性充裕，市场情绪得到充分释放，科技股估值一路高涨，ARK 的表现远远优于 BRK。但受到持续通胀和“鹰派”激进的加息政策的影响，资金轮转回归价值股，ARK 的投资回报迅速缩水，此时 BRK 的地位迅速逆转。所以，投资的策略没有对错之分，成功的投资者会在不同的经济趋势下合理配置投资组合的风险和收益。

通过分析巴菲特和“木头姐”的投资逻辑和投资组合，我们得到以下见解：

(1) **投资是一场马拉松**，投资者需要保持足够的耐心度过收益的低迷期。巴菲特的投资策略能够穿越牛熊的关键就在于长期持有具有强大基本面和盈利潜力的公司，获取长期稳定的股息收益和企业业绩增长带来的股价上涨收益。而“木头

姐”加仓“颠覆性创新”股票的逻辑亦在于坚定持有自己看好的成长股，并相信市场终将会重新拥抱“创新”股。

**(2) 坚守能力圈原则，理性界定能力圈的边界。**不论是作为典型成长型投资者的木头姐还是价值型投资者的巴菲特，都严格遵循能力圈原则，赚自己熟悉领域的钱，并且在操作上和理论知行合一。

**(3) 好的策略应该适应趋势，并且主动跟随趋势。**在不同的市场趋势下，投资者需要审慎权衡投资标的的波动性和安全性，合理配置价值型资产和成长型资产。投资的风险和收益是匹配的，在经济上行的时候，高收益高风险的成长型资产受到投资者偏爱，在经济下行的时候，低收益低风险的价值型资产成为资金的避风港。而要实现穿越牛熊，在牛市录得高额回报，在熊市对抗资产减值损失，需要在资产配置的过程中准确判断趋势、跟随趋势、顺应趋势。

## 风险提示

海外地缘冲突问题尚未缓解，美联储货币政策不确定性等。

## 免责声明

### 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

### 国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

### 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。 ，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。



## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层  
邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032