

编者按：“这是最好的时代，也是最坏的时代”，狄更斯的名言，同样适合眼前的A股市场。

近一年来，以创业板为代表的中小盘股受到市场热烈追捧，估值越来越高，已是高处不胜寒；而低估值的蓝筹股一直被丢在市场遗忘的角落，让投资者心中充满迷惑。到底价值投资还有没有空间？到底从年初说到现在的风格转换能不能实现？一批分红回报率高于债券的蓝筹公司是否值得投资？证券时报特邀博时基金公司股票投资部价值组投资副总监、博时主题行业基金经理邓晓峰，就相关话题进行深入的讨论。

# 邓晓峰：现在是价值投资的好时机

证券时报记者 杜志鑫



企利润已经超过1万亿元了。说到底，这不是大问题，现在担心越多，风险其实越小。

在监管机构的有效监管下，中国的银行降低了杠杆，提高了拨备，一旦有系统性风险苗头出现的时候，监管层就开始从制度、系统层面进行化解。市场严重高估了中国银行的风险，但许多认为中国银行风险控制能力差的投资者，自己却在做非常缺乏风险控制的赌博，他们自己的风险控制能力可能远远低于银行系统。

## 中国银行业的风险低于发达国家

证券时报记者：出于对房地产和地方政府的投融资平台的担心，对处于低估值状态的银行股，您怎么看？

邓晓峰：对于中国银行业，可以从三方面看：第一，中国处在经济高速发展阶段，银行作为金融的中介，能够分享社会的高回报；第二，中国的银行业经历了制度性变化，近十年内管理水平和风险控制能力得到了明显的提高，目前商业银行初步建立了对员工的考核机制、激励机制，有了这套机制，银行能够有效控制风险，提高利润；第三，我国银行业务比较传统简单，以信贷业务为主，没有过多的结构化产品、衍生金融工具，管理技能的改善与简单的业务共同作用，带来制度性红利。

中国银行业有一个独特的背景是监管比较强势。在所有发达国家都不可能做对银行做的事情，中国可以做。在监管机构的有效监管下，中国的银行降低了杠杆，提高了拨备，一旦有系统性风险苗头出现的时候，监管层就开始从制度、系统层面进行化解。我并不认为中国银行业的风险高于全世界的平均水平。

过去我们对发达国家的银行系统存在盲目的信任和高估，次贷危机暴露了美国金融业的系统性风险和监管的缺失。减少过度的金融创新，银行业回归传统业务及接受严格监管，是本次危机给我们的教训。

说到中国的银行，一个普遍的共识及谬误是因为利率管制，中国的银行业有过高的利差。确实，我国利率没有市场化，但中国银行业的利差在全世界并不高，更低于许多利率市场化的国家，美国银行业的利差就高于中国。事实上，银行利差的本质是长期资金与短期资金收益率的差值，反映的是资金的时间价值。在一个GDP高增长的国家，资金的时间价值是正常的情况。中国的银行能够有这么高的回报，归根到底是中国处在经济处在一个高速发展期，资本回报率比较高，银行分享了中国经济快速发展的红利。

至于地方政府的投融资平台，其实并不需要担心。一方面，中国中央政府的负债比较低，而税收却在高速增长，今年1—7月份的税收超过了经济发展水平良好的2007年全年的水平，国外主要发达国家的税收是萎缩的，但中国的税收却在高速增长，无论地方政府，还是中央政府，它们的偿付能力是非常强的。

另一方面，中央政府和地方政府有两块大的资产，国有企业和土地。美国政府的权利只是税收，没有多少资产。到今年8月份为止，央企利润已经超过1万亿元了。说到底，这些都不是大问题，现在政府和学界不停的在讨论，担心越多，讨论越多，风险其实越小，我们已经未雨绸缪，提前调整政策。

可以说，市场严重高估了中国银行的风险。有意思的是，我们发现，许多认为中国银行风险控制能力差的投资者，他们自己在做非常缺乏风险控制的赌博，他们自己的风险控制能力可能远远低于银行系统。

## 各层次的内需产品都有发展空间

证券时报记者：近期内需股再度走强，这种强劲的趋势能否持续？如何看待中国内需股的投资机会？

邓晓峰：中国的内需很强劲，美国债

## 价值投资的守望者

三年前，证券时报记者和上海某基金公司人士谈起国内的基金经理，该人士力推博时主题行业基金经理邓晓峰，此后每逢季报、半年报、年报，记者都要仔细阅读邓晓峰的投资回顾、投资展望，每次读完他写的投资纪要，都感觉是在品尝一道价值投资的大餐。坚守价值、不盲目追逐热点，成了邓晓峰的标志。

邓晓峰2001年硕士毕业进入国泰君安，开始证券投资生涯，2005年加入博时基金，在博时投资风格分组中，邓晓峰归于价值组，历任社保基金经理、博时主题行业基金经理。

自邓晓峰执掌博时主题以来，该基金亦是价值投资型基金的典型代表。从换手率看，虽然A股偏股型基金换手率整体偏高，但是博时主题换手率一直较低，今年上半年，博时主题换手率仅为31.9%，而上半年同类型基金平均换手率为122%。从业绩看，天相统计显示，在2007年至2009年三年时间里，博时主题三年净值增长率达到156.72%，在股票型基金净值增长率排名中名列第一。

邓晓峰的投资理念和投资方式与美国温莎基金的约翰·聂夫颇为相似，聂夫从不讲花哨、不赶流行，无论市场上涨还是下跌，始终坚守一种风格，聂夫的选股标准包括低市盈率、平均增长率超过7%、收益有保障、成长领域中的稳健公司等。在聂夫执掌温莎基金的31年间，该基金累计投资收益率高达5546%，同期标普500指数收益率为2230%。

我们期待着邓晓峰在A股市场创造一个“聂夫传奇”！

务危机只是短暂影响了中国的发展，现在中国的房子、汽车、零售等各方面的数据都非常好，中国经济内生的稳定性很强。

随着调整收入分配的深化，劳动者收入水平上升，他们的需求会扩张，社会的总需求也会增大。再加上中国的收入水平是阶梯状的，差距比较大。因此，各层次的内需产品都有非常广阔的空间。

至于投资机会，投资者可以对比一些简单的数据，只要中国人均消费的某类东西低于世界平均水平，那就是潜力最大的，也是最有投资机会的。

汽车行业的美好时光应该还会持续很长一段时间。许多合资企业在中国的工厂与母国工厂相比，其人均生产率低了10%—20%，但工人的工资只有发达国家的1/5—1/10，其资本投入比母国更是低了30%—50%，汽车业有较高的生产率、较低的人工成本和资本投入，有增长的需求，利润当然会非常高，股东回报也相当丰厚。

## 汽车股的美好时代仍会继续

证券时报记者：从半年报看，您一直重仓汽车股，但是也有数据说现在汽车业产能过剩，您如何看待汽车行业，投资机会在哪里？

邓晓峰：汽车行业是未来仍然有很大空间、内需型的耐用消费品行业。中国汽车人均拥有量低于世界平均水平，目前中国低于世界平均水平的消费品已经差不多了，汽车是到了广泛进入家庭的时候了。

从供给层面看，目前合资企业的管理水平、运作能力都比较高。这些企业经历过2003—2005年那波从高峰到低谷的阶段，现在已变得相对谨慎，很少会做出超出市场需求的产能扩充。

中国汽车业生产率提高非常迅速。许多合资企业，在中国的工厂与母国工厂相比，其人均生产率低了10%—20%，

但工人的工资只有发达国家的1/5—1/10，其资本投入比母国更是低了30%—50%，汽车业有较高的生产率、较低的人工成本和资本投入，有增长的需求，利润当然会非常高，股东回报也相当丰厚。

随着行业壁垒不断抬高，在整个市场都在增长的情况下，大多数公司都会受益。这个行业的美好时光应该还会持续很长一段时间。只有在一个不增长的市场情况下，竞争才会特别残酷。不过，投资最关键还是要寻找有竞争力的企业，即使在这样一个好行业，在市场调整时，一些公司也会被淘汰。

证券时报记者：对于目前市场热捧的电动汽车，您怎么看？

邓晓峰：电动汽车是行业发展的方向，这个方向的明确，应该说提升了整个汽车行业的长期价值，但目前市场可能反应过度。电动汽车在真正进入产业化后，主导和领先的可能并不是现在市场上这些热门的公司，整车企业可能会占据主导地位。

整车企业是产业的核心，过去只是没有方向，现在在方向已经明确后，它们只需要在这个方向上前进即可。

目前市场正处在结构性风险之中，谁都不知道中小盘股泡沫什么时候破灭，但是这个泡沫的破灭一定会发生。一旦中小盘泡沫破灭导致蓝筹公司股价下跌，对投资人来说，将是一个价值投资的机遇。在策略上，一方面，我们坚决回避风险大的行业和公司，另一方面，由于目前市场上有很多好的投资标的，我们会坚持持有。

## 中小盘股泡沫早晚会被刺破

证券时报记者：四季度市场的投资机会在哪些领域？您打算采取何种投资策略？

邓晓峰：目前市场正处在结构性风险之中，谁都不知道中小盘股泡沫什么时候破灭，但是这个泡沫的破灭一定会发生。一旦中小盘泡沫破灭导致蓝筹公司股价下跌，对投资人来说，这将是一个价值投资的机遇。

在策略上，一方面，我们坚决回避风险大的行业和公司，另一方面，由于目前市场上有很多好的投资标的，我们会持有这些好的标的。因为持有它带来的回报率超过社会的平均回报水平，这是一个简单而清晰的判断标准。

股票市场的现状又是一个轮回，依稀又回到了2001年之前的状态。2001年股市的泡沫破灭后，市场推倒重来，痛定思痛，开始注重企业竞争优势和企业的价值创造，2003年价值投资开始在中国股市大行其道。也许，历史总会惊人相似。

## 难得的价值投资的机遇

证券时报记者：现在市场热炒“高成长”，价值投资似乎有过时的意味，在现在的市场环境下，您怎么看价值投资？

邓晓峰：现在是价值投资的好时机，无论是企业的发展、公司估值水平，市场都提供了很好的机会，这是很难得的机会。

成长本来就是价值的一部分。价值投资，只有一个标准，就是公司的总市值与其利润及增长潜力是否合理，是否匹配，以常识和逻辑去判断，投资回报的来源是公司本身的价值创造，而不是博弈。通过看公司、看估值、看回报率，然后进行判断，这样资本市场才能有效配置资源，对社会产生正的贡献。

A股市场的现状又是一个轮回，依稀又回到了2001年之前的状态。2001年股市的泡沫破灭后，市场推倒重来，痛定思痛，开始注重企业竞争优势和企业的价值创造，2003年价值投资开始在中国股市大行其道。也许，历史总会惊人相似。

## 目前没有重大系统性风险

证券时报记者：在2600—2700点之间，股市已横盘震荡了相当一段时间，现在是否正面临方向性的选择？往哪个方向的可能性更大？为什么？

邓晓峰：从经济基本面来说，中国没有出现过大的问题。今年中国经济增长非常强劲，内需旺盛。这从房地产市场也可以看出，即使国家对二套房出台了限制性措施，房地产市场的成交量在经历了短暂的调整后，仍迅速回升。归根到底，中国的人均GDP处于较低水平，向上的空间仍在，居民的消费需求并没有得到充分的满足。再加上社会负债率不高，居民的家庭资产负债表也比较健康。中国仍有非常大的发展空间，目前没有重大的系统性风险。

目前的不确定性因素在于，如果9、10月份房价上涨幅度较大，成交过于火爆，政府可能会实施更加严厉的调控政策，这将给市场带来较大的心理压力。

很多中小公司质地平平，经营多年，营业收入也就几个亿的规模，行业地位并不突出。上市后，市值动辄几十亿、上百亿元。如此高估值，难免诱惑大股东和管理层失去扎扎实实做实业的动力，转而通过多种手段去做市值，通过减持股票实现利益。中小盘公司过度扭曲的定价，不利于产业的进步和实体经济的增长，并威胁股票市场资源配置的基本功能。现在已出现了多起创业板和中小板公司的高管辞职事件，背后的原因令人深思。

## 市场结构性风险较大

证券时报记者：未来什么样的力量将对市场方向起决定性作用？已经谈论了一年的市场风格转换，是否已经开始？中小盘股的泡沫是否会降低，而低估值的蓝筹股是否已具中长期投资价值并最终获得市场认可？

邓晓峰：中小盘公司的高估值和泡沫，折射了资本市场的资源配置功能的丧失，不利于资本市场的良性发展。

很多中小公司质地平平，经营多年，营业收入也就几个亿的规模，行业地位并不突出。上市后，市值动辄几十亿、上百亿元。如此高估值，难免诱惑大股东和管理层失去扎扎实实做实业的动力，转而通过多种手段去做市值，通过减持股票实现利益。过度扭曲的定价，不利于产业的进步和实体经济的增长，并威胁股票市场资源配置的基本功能。现在已出现了多起创业板和中小板公司的高管辞职事件，背后的原因令人深思。与之形成鲜明对比的是，很多蓝筹公司一年的分红率回报率超过5%，却仍然被市场所唾弃，市场的结构分化几到极致。

这就凸显了市场的一个悖论，因为中小盘股的泡沫有破灭的风险，如果中小盘股向下调整，可能会带动大盘蓝筹公司股价再下台阶，所以大家都很谨慎。因为大家都不看好，蓝筹股没机会，所以要继续炒热中小盘股票。眼下的市场就在这样一个悖论中循环，但这个悖论迟早会被终结，基本规律还是要起作用的。

对于我们来说，这种结构性风险没有太大的影响，我们会遵从市场规律并结合基本面来进行投资。

部分蓝筹公司股价与2007年高点时相比，已跌了2/3，净利润较2007年却增加了一倍，年化分红回报率也在5%以上，好的投资时机已经到来。

## 创业板高估值的两大危害

证券时报记者：创业板解禁高潮将在下半年来临，有市场人士认为大小非会疯狂套现，会给A股市场带来系统性风险，您怎么看？

邓晓峰：这个过程多久终结我不知道，但是迟早会发生，这将是一个痛苦的