

杨毅平：我只赚自己能赚的钱



长城品牌优选基金经理杨毅平

证券时报记者 杜志鑫 杜晓光

中国基金业起步11年，从业经验在10年左右，目前仍然坚持在一线管理基金的基金经理已经为数不多，而长城基金首席策略分析师、长城品牌基金杨毅平就是这样一位资深基金经理。

与杨毅平认识4年有余，他特立独行，在大众情绪狂热时能够保持冷静，比如在2007年10月坚持把基金股票仓位降至最低，在2008年年底判断大底已经确立，还有在2010年小盘股炒作风靡时坚守价值投资的执着。他这样引用一位业内资深人士对基金经理的评价：“一流基金经理是坚守自己的投资哲学，从道的层面理解投资，二流基金经理看财务报表，三流基金经理追逐涨跌。”

价值投资并不是一条容易走的道路，有时候也让杨毅平很头痛。但他最终还是选择了做价值投资的忠实拥趸，因为中国股票市场很复杂，短期看就像投票器，长期看是称重器。所以，应该用最简单、最有效的方式去赚钱，低估值与未来几年增长较确定这两个指标仍然是最有效的方法之一。

2010年6月，在经过缜密分析后，杨毅平做出市场接近底部的结论，并果断加仓。他当时投资的主要品种，就是低估值的蓝筹股，虽然去年下半年他也曾感到郁闷，但一封持有人来信使他更坚定了信心，这位天津持有人表示，自己非常看好杨毅平对价值投资的坚持，并罗列了国外价值投资成功的经典案例，杨毅平非常感动，他暗下决心，一定不能辜负持有人的

希望和信赖。

杨毅平表示，自己可能是换手率最低的基金经理。在2007年高点，杨毅平看空股市并一直坚守银行等蓝筹股，但2009年与2010年表现最好的是高估值的小盘股，让他承受了不小的压力。不过杨毅平表示，每个人都应该认清自己，赚自己能赚的钱，而不能随波逐流，为短期趋势而更改理念。

近两年股市的表现的确非常极端，以中证500和红利指数观察，低估值的蓝筹股已经与上证指数在2008年金融危机时2000点的水平相当，而高估值的中小板指数已经超越了2007年10月的高点水平。对此，杨毅平认为，有三方面的因素造成了这种局面，一、中国是新兴市场，股市的投机性较强；二、次贷危机后，中国经济结构面临转型，造成新兴产业被追捧，传统行业被抛弃；三、2009年下半年，货币政策开始由宽松回归正常，流动性收紧，令大市值的蓝筹股受冷遇。但物极必反，市场最终会回到理性的路上。

杨毅平认为，目前中国股市还有待成熟，博傻游戏还占据重要地位，价值投资有其生存的发展空间，但也有现实的阻碍。想在复杂的证券市场获取收益，就要尽量避免博傻行为，以最简单、最有效的方式长期投资，胜算更大。

冬天过去了，就是春天，2011年开局似乎和去年就不太一样，坚守价值投资的基金经理今年也迎来了自己的春天，今年以来，长城品牌、博时主题、南方隆元等基金净值增长率都在5%以上。



美国金刚狼投资公司投资总监约翰·伯杨森：美国经济打了“鸡血”

证券时报记者 杜志鑫 杜晓光

博时海外研究顾问、美国金刚狼投资管理有限公司董事总经理、投资总监约翰·伯杨森具有丰富的投资经验与全球投资视野，是资金的投资专家，他认为目前美国经济复苏只是因为美联储打了“鸡血”，美国私人部门并没有接过接力棒，美国的宽松货币政策仍然会持续一段时间，目前他看好大宗商品、通胀保护债券等资产。

杨毅平认为，目前中国股市还有待成熟，博傻游戏还占据重要地位，价值投资有其生存的发展空间，但也有现实的阻碍。想在复杂的证券市场获取收益，就要尽量避免博傻行为，以最简单、最有效的方式长期投资，胜算更大。

为什么大宗商品是抗通胀的好品种？大宗商品和美国通货膨胀具有一定相关性，从1973年到2010年，这种相关性是68%，但股票的相关性是-10%，通胀是货币现象，货币政策导致通胀引发了对真实资产的需求。在通胀时期，最好的三个投资对象，一是大宗商品，二是通胀保护债券，三是新兴市场国家和资源产出国。

为什么大宗商品是抗通胀的好品种？大宗商品和美国通货膨胀具有一定相关性，从1973年到2010年，这种相关性是68%，但股票的相关性是-10%，通胀是货币现象，货币政策导致通胀引发了对真实资产的需求。在通胀时期，最好的三个投资对象，一是大宗商品，二是通胀保护债券，三是新兴市场国家和资源产出国。

从长期看，这一系列的财政政策、货币政策能否奏效，还有赖于私人部门要接过政府部门的接力棒。从上次计划的实施看，政府提出了“旧车换现金”计划，以及对首次购房者的补助计划，但这两个计划最终只是暂时性的，私人部门没有被调动起来，刺激政策并未奏效。

所以，量化宽松政策只能起到类似兴奋剂的作用，随着其效力逐渐减弱，预计美国还会推出积极的刺激政策。

约翰·伯杨森：这是美国对冲基金经理最喜欢谈论也最关注的问题。要完全控制通胀，势必对投资、经济增长有比较大的减速作用。我们的一致预期是，中国政府不会用过于激进的政策控制通胀。在这种大环境下，中国股市有一定的风险，到年底，中国股市持平或者稍微高一点的可能性比较大。

具体在投资上，我们今年注重新兴市场、大宗商品一类的投资，还有通胀保护债券，对于股票我不是很乐观，对长期的固定利率债券尤其悲观。

杨毅平：我只赚自己能赚的钱，或是只赚适合自己的钱。今年的行情更适合价值投资，因为今年以来市场发生了一定变化，蓝筹股也迎来了价值回归的过程。我看好交通运输、金融、家电、能源板块，因为这些板块估值低，未来持续增长确定。

杨毅平：我只赚自己能赚的钱，或是只赚适合自己的钱。今年的行情更适合价值投资，因为今年以来市场发生了一定变化，蓝筹股也迎来了价值回归的过程。我看好交通运输、金融、家电、能源板块，因为这些板块估值低，未来持续增长确定。

杨毅平：我只赚自己能赚的钱，或是只赚适合自己的钱。今年的行情更适合价值投资，因为今年以来市场发生了一定变化，蓝筹股也迎来了价值回归的过程。我看好交通运输、金融、家电、能源板块，因为这些板块估值低，未来持续增长确定。

杨毅平：我只赚自己能赚的钱，或是只赚适合自己的钱。今年的行情更适合价值投资，因为今年以来市场发生了一定变化，蓝筹股也迎来了价值回归的过程。我看好交通运输、金融、家电、能源板块，因为这些板块估值低，未来持续增长确定。

杨毅平：我只赚自己能赚的钱，或是只赚适合自己的钱。今年的行情更适合价值投资，因为今年以来市场发生了一定变化，蓝筹股也迎来了价值回归的过程。我看好交通运输、金融、家电、能源板块，因为这些板块估值低，未来持续增长确定。

杨毅平：我只赚自己能赚的钱，或是只赚适合自己的钱。今年的行情更适合价值投资，因为今年以来市场发生了一定变化，蓝筹股也迎来了价值回归的过程。我看好交通运输、金融、家电、能源板块，因为这些板块估值低，未来持续增长确定。

美国经济复苏更像是打了“鸡血”，量化宽松政策只能起到类似兴奋剂的作用，随着其效力逐渐减弱，预计美国还会推出积极的刺激政策。

约翰·伯杨森：有人认

为，两年中国房市泡沫就要破灭，我此前也认为中国很多房地产项目是多余的，很难卖出去，但实际上它们都卖得很好。作为一个局外人，我认为房价的确比较高，但这也是由国情所决定的。未来中国建设新房的速度慢慢会降下来，但将来卖出去一点问题都没有。

约翰·伯杨森：有人认

为，两年中国房市泡沫就要破灭，我此前也认为中国很多房地产项目是多余的，很难卖出去，但实际上它们都卖得很好。作为一个局外人，我认为房价的确比较高，但这也是由国情所决定的。未来中国建设新房的速度慢慢会降下来，但将来卖出去一点问题都没有。

约翰·伯杨森：有人认

为，两年中国房市泡沫就要破灭，我此前也认为中国很多房地产项目是多余的，很难卖出去，但实际上它们都卖得很好。作为一个局外人，我认为房价的确比较高，但这也是由国情所决定的。未来中国建设新房的速度慢慢会降下来，但将来卖出去一点问题都没有。

约翰·伯杨森：有人认

为，两年中国房市泡沫就要破灭，我此前也认为中国很多房地产项目是多余的，很难卖出去，但实际上它们都卖得很好。作为一个局外人，我认为房价的确比较高，但这也是由国情所决定的。未来中国建设新房的速度慢慢会降下来，但将来卖出去一点问题都没有。

约翰·伯杨森：有人认

为，两年中国房市泡沫就要破灭，我此前也认为中国很多房地产项目是多余的，很难卖出去，但实际上它们都卖得很好。作为一个局外人，我认为房价的确比较高，但这也是由国情所决定的。未来中国建设新房的速度慢慢会降下来，但将来卖出去一点问题都没有。

约翰·伯杨森：有人认

为，两年中国房市泡沫就要破灭，我此前也认为中国很多房地产项目是多余的，很难卖出去，但实际上它们都卖得很好。作为一个局外人，我认为房价的确比较高，但这也是由国情所决定的。未来中国建设新房的速度慢慢会降下来，但将来卖出去一点问题都没有。

约翰·伯杨森：有人认

为，两年中国房市泡沫就要破灭，我此前也认为中国很多房地产项目是多余的，很难卖出去，但实际上它们都卖得很好。作为一个局外人，我认为房价的确比较高，但这也是由国情所决定的。未来中国建设新房的速度慢慢会降下来，但将来卖出去一点问题都没有。

约翰·伯杨森：有人认

为，两年中国房市泡沫就要破灭，我此前也认为中国很多房地产项目是多余的，很难卖出去，但实际上它们都卖得很好。作为一个局外人，我认为房价的确比较高，但这也是由国情所决定的。未来中国建设新房的速度慢慢会降下来，但将来卖出去一点问题都没有。

约翰·伯杨森：有人认

为，两年中国房市泡沫就要破灭，我此前也认为中国很多房地产项目是多余的，很难卖出去，但实际上它们都卖得很好。作为一个局外人，我认为房价的确比较高，但这也是由国情所决定的。未来中国建设新房的速度慢慢会降下来，但将来卖出去一点问题都没有。

约翰·伯杨森：有人认

价值投资者的春天正在到来

证券时报记者 杜志鑫 杜晓光

资金流入低估的大中盘股

杨毅平：2010年A股市场可谓冰火两重天，去年11月份代表中小盘股票的中证500指数超越2007年10月份上证指数6000点的水平，而蓝筹股的估值水平却下降到2008年金融危机时候的水平。

不过，大股票和小股票两极分化到了一定程度后，一定会向相反的方向演变。现阶段，这种时机基本成熟了。很多蓝筹股的估值水平却下降到2008年金融危机时候的水平。

另一方面，中小股票的情况正在逐渐发生变化。去年创业板上市公司数量总体比较少，物以稀为贵，高估值有一定道理。今年，创业板公司数量大增，“二五”规则也提出会修改发行制度，创业板公司将快速扩容，再加上大小非的减持压力，创业板股票的供需已经出现了变化。另外，很多创业板公司已经过了高速成长期，比较成熟，给它70、80倍的高估值，显然不合适。在香港，创业板公司的市盈率也就十几倍。

此外，应该考虑房地产限购的因素，过去，投资等同于买房。现在，即使你有钱，也并不能买房；其次，政府采取了营业税全额征收等很多措施，房地产交易成本很高，根据测算目前买卖一套房子，房价至少要涨30%以上才能保本，由于限购，购买力被扼杀了，投资房子获取暴利的机会基本不存在了。而社会财富增长仍然比较快，通胀预期强烈，投资保值增值的愿望比较强烈，目前股市中被低估的蓝筹股，为从房市出来的资金提供了较好的投资品种。

从趋势上来看，最近两个多月，A股市场表现最好的指数是代表蓝筹股的红利指数和上证50指数，表现最差的是创业板指数和中小板指数，这也说明资金在往低估值的大盘股和

中盘股流入。

银行股已具备足够的安全边际

杨毅平：我们可以从基本面和市场价格来分析银行。从基本面上看，银行是长周期的行业，是跟整个国民经济运行相关的行业。假设中国经济的高速增长能够持续到2017到2020年，长期持有银行股风险是很小的。以日本为例，在1960年投资银行股是正确的，因为经济未来有一个相当长的增长期，但是在1988年-1989年就会很郁闷，因为经济泡沫在逐渐破灭。

从市场心理方面看，在经济增长的过程中，任何一个行业或个股都有正面或负面的因素，银行也自然会面临很多负面消息，包括地方融资平台等等，但是如果经济保持高速增长，这些负面因素都能被化解掉。如2004年，很多人对银行股持悲观预期，担心国家宏观调控前出现的天量放贷，但最后却没有预期那么悲观，因为不利因素被经济高速增长消化掉了。所以，如果我们确认中国经济能够保持较高增长，投资银行股肯定会有不错的收益。

另外，与香港市场比，很多银行股都是折价20%-30%，银行股的价格已经充分并过度反映了悲观预期，具备足够的安全边际。

房地产面临四个不利因素

我没有配置房地产股，因为对房地产未来的持续成长性看不清楚，但地产股的股价还是处于比较低的区域。我们投资一个标的，最主要是看它未来的赢利变化趋势。房地产主要受到四方面因素影响：一是房价，房价很高，大跌很难，房价对房地产是中性略偏负面的影响因素；二是地价，总体趋势来说地价肯定是上涨的，毕竟土地是一种稀缺资源，这也是一个不利因素；三是周转率，房地产需要高周转从而提高资金使用率，提高利润，未来周转率肯定会下来，这对房地产业是负面影响；四是利率，利率总体

趋势应该会普遍上升的，利率上升将提高房地产企业的财务成本，同时抑制需求，所以，房地产很难有超出投资者预期的表现。不过地产股的股价已经调整得比较充分，但与银行相比，我觉得银行股的价值更大。

两个因素强化股市的投机性

杨毅平：我不太喜欢博傻，而更愿意分析股票的内在价值。从个股来说没有绝对的好坏，即使是好股票，也应该有一个合理的价格，如果它合理的价格是30元，价格即在300元，它有价值吗？因此，任何一笔投资，都应该有对它内在价值的判断，最主要看它性价比是否足够好。如果一只股票应该值40元，但是给它400元的价格，肯定是不值得买，但是如果一只股票值7元，现在价格是5元，买回来肯定是划算的。

中国是新兴市场，波动比较大，喜欢炒作重组等题材。这主要与两方面因素有关：一是投资者的构成。在A股市场，表面看有20%的机构投资者，但是散户仍然占主导地位，在这种情况下，很多机构为了赚钱，也倾向于散户化、短期化。海外市场就不一样，比如香港市场60%是机构投资者，投资行为要更为理性一些。比如A+H的股票按道理价格应该比较接近，但是差别却非常大，偏大盘的银行、钢铁、机械、水泥的A股相比H股，基本处于折价状态，折价幅度在30%左右，但是一些业绩比较差、盘子比较小的股票，A股相对H股却是溢价的，同样的股票，就是因为不同的市场，定价就不一样。二是与我们的制度设计也有很大关系，在A股市场，重组是最永恒的主题，也是获利最丰厚的地方。这与我们的发行和退市制度有关，在上市公司是稀缺资源的情况下，地方政府为了保住壳资源，不断的注入资产、重组等，一些公司在不上市的情况下，10倍市盈率都没人要，一上市，就变成80倍市盈率了。

我是一个价值投资者。股票的波动非常复杂，短期看是一个投票器，长期看是一个称重器，我希望找到一个比较简单和有效的方法，就是找到一些价值被严重低估的股票，在别人抛弃它、价

格远远低于其内在价值的时候买入，通过这种投资方式获取收益。

杨毅平：我只赚自己能赚的钱，或是只赚适合自己的钱。今年的行情更适合价值投资，因为今年以来市场发生了一定变化，蓝筹股也迎来了价值回归的过程。我看好交通运输、金融、家电、能源板块，因为这些板块估值低，未来持续增长确定。

杨毅平：我只赚自己能赚的钱，或是只赚适合自己的钱。今年的行情更适合价值投资，因为今年以来市场发生了一定变化，蓝筹股也迎来了价值回归的过程。我看好交通运输、金融、家电、能源板块，因为这些板块估值低，未来持续增长确定。

杨毅平：我只赚自己能赚的钱，或是只赚适合自己的钱。今年的行情更适合价值投资，因为今年以来市场发生了一定变化，蓝筹股也迎来了价值回归的过程。我看好交通运输、金融、家电、能源板块，因为这些板块估值低，未来持续增长确定。

杨毅平：我只赚自己能赚的钱，或是只赚适合自己的钱。今年的行情更适合价值投资，因为今年以来市场发生了一定变化，蓝筹股也迎来了价值回归的过程。我看好交通运输、金融、家电、能源板块，因为这些板块估值低，未来持续增长确定。