

嘉实基金价值组组长、嘉实服务基金基金经理陈勤：

在A股“价值困境”中突围



证券时报记者 孙晓霞

在一个投机氛围浓厚的市场里探讨价值投资及其表现，似乎更有价值。因为在市场潮涨潮落的各个阶段，许多价值投资基金都曾经历过一段坎坷之路，即便现在，也是如此。

如何应对A股市场的这种结构特点及所处阶段？A股价值投资者能否在“价值困境”中突出重围？证券时报记者采访了A股市场价值投资者的一贯倡导者、嘉实基金价值组领军人物嘉实服务基金基金经理陈勤。

趋势投资回归价值投资是大势所趋

证券时报记者：您如何看待现阶段A股价值投资者经常面临的“价值投资困境”？

陈勤：价值投资的前提是在投资标的的价值被低估时提前买进，等待合理价值回归时卖出。市场发现投资价值需要一个过程。当市场恐慌性下跌时，从估值角度来说，一些具备中长期投资价值的股票变得更加有吸引力，从而出现价值投资机会；但即便如此，由于各种原因，如市场整体缺乏流动性等，价值投资者即使拿到长期有相对超额收益的股票，这些股票价值回归时间可能需要更久。

尤其当这种情况与基金业同行一年考核期遭遇时，或基金背后的投资人有短期盈利需求时，就会发生冲突。基金净值短期不涨，在经济前景不明朗的大环境下，持有人由于缺乏足够耐心从而造成净赎回，这种冲突会使得很多价值投资者最后就被迫卖在低位，这成了价值投资经常面临的困境。

证券时报记者：对于这种矛盾，您如何在具体投资实践中解决？

陈勤：个人觉得，倡导和逐步创建一个具有成熟投资价值观和方法的市场环境十分重要。如果这种健康的投资理念被广泛接受，会是继股权分置改革后对资本市场未来良性发展具有重大意义的事。监管层可以加强投资者投资理念的教育，使A股投资者逐步成熟，同时引导专业投资机构向更成熟的理念、方法和考核机制方面发展；另外，还可加大引进成熟专业的国外投资者的力度，逐步改善A股市场投资者结构。

证券时报记者：具体到操作，您如何应对这种价值困境？

陈勤：作为基金经理，在当前市

跟成熟市场机构占主导的投资者结构相反，A股市场散户与机构投资者的比重是六比四，这种市场结构加上中国股市所处的发展阶段，使得市场上更多的是以急功近利为特点的趋势投资者，而不是真正的价值投资者或成长投资者。

当市场由于恐惧而造成一段时间的下落后，价值投资者也有可能被趋势投资者出于对市场的恐惧“被迫挟持（基民赎回基金）”或被相对短期的业绩排名（通常为一年期）所压迫，在股票估值处于低位时被动性地撤退，违背价值投资规律，身陷价值陷阱，这是新兴市场价值投资者普遍面临的困境。

场环境下，偶尔也会出现被动减持的情况，同时，有些板块估值确实处在低位，但如果大环境不支持估值修复或反转，仓位不会很大。

在A股目前阶段，作为公募基金价值投资者有几点比较重要：

一是估值，这是衡量投资机会或买入卖出的非常重要的客观参考指标，同时还需综合考虑大的宏观背景如经济周期、市场系统性风险等因素，避免估值陷阱。价值投资者首先也应是风险厌恶者，防止超预期的下行风险和判断价值向上回归的空间同样重要。

二是价值投资需要对行业和公司基本面深度发掘，只有深度发掘了才能更好地理解投资标的的价值所在，才能更好地把握投资机会，尽量减少为配置而配置的操作。

三是要保持对价值发现的兴奋度，先人一步发掘良机，尽量做到提前布局。价值投资者坚信，具有好的价值的投资标的一定会被市场逐步认同从而完成价值回归，先知先觉策略可以确保向上积极参与可能大幅增值的股票，向下则可有效地防范风险。

四是当投资标的已实现价值回归即估值已经或即将超出合理范围应当减持，去寻找具备更好风险收益比的投资标的，而不是被主观的好恶主导。最后，基金公司中长期考核机制的成熟与否也对基金经理操作影响很大。

证券时报记者：能否结合目前的

市场估值情况举例说明？

陈勤：银行和房地产在目前状态下是比较典型的让价值投资者纠结的板块。一方面它们的估值水平，无论从纵向还是横向比较确实处在低位，如果拉长时间看，经济周期反转向上或流动性环境转为宽松，它们都有估值修复的机会，现在可能就是价值买点，特别是行业里的龙头企业，增长空间仍然存在；但这两个行业都有共同点是，它们的盈利能力或者净资产收益率（ROE）水平都处于高位且下行风险在加大，而且盈利水平受短期政策因素的影响较大，不确定性比较高。谈估值一定要和行业或上市公司盈利增长的预期相结合，业绩预期是判断合理估值的关键因素。如果业绩预期不确定，市场很难对企业的估值水平是否合理做出正确判断。

证券时报记者：您认为这个时候，价值投资者介入银行板块很可能陷入“价值陷阱”？

陈勤：短期来看是这样的。尽管该板块的一些龙头企业从运营能力角度和业务结构增长角度看具备中长期的投资价值，但在目前的经济市场环境下，投资者看到息差在逐步收窄，国

家大的金融政策是今年需要银行反哺实体经济从而影响银行短期利润。一旦这个行业贷款不良率升高，市场会比较容易担心发生比较大规模的坏账，会拖累整个行业的利润增长水平，那时它现在的估值可能就显得过高了。因此，业绩预期的不确定使得市场短期内难以给这个板块高估值。与此同时，银行板块的估值同质化也使得一些优质的抗风险能力强的银行股价被低估，对于中长期价值投资者来说，仔细甄别选择买入并持有，以三到五年的时限看应该会有不错的回报。

证券时报记者：今年A股市场呈现估值分化态势，银行、地产、钢铁、化工至少从绝对估值的角度平均市净率（PB）来看，都已在1倍以下，但很多个股又创出40倍以上的新高，从价值投资的角度如何理解今年A股的估值分化？

陈勤：一定程度上，这种估值分化有其合理性和道理。许多传统周期行业在过去经济高速增长期要么享受了政策红利，要么累积了大量的产能，未来可能长期处在低估值的水平。而随着中国经济面临转型，投资者开始更加注重发掘中长期符合中国未来经济发展方向的公司的价值。总体而言，中国上市公司中业务结构符合未来转型经济方向、具备中长期良好盈利增长的潜力、具备良好的治理结构和企业家精神、注重股东回报并拥有资源资本或技术壁垒的企业不多，在经济转型阶段，这类公司的投资风险比较小，市场资金愿意集中配置于这些公司是可以理解的，这也是造成这些公司估值比较高的重要原因。

此外，一些公司的高估值也与不同市场间的差别和投资者偏好有关。A股市场投资者的结构中不具备专业投资经验的个体投资者占较高比例，相对更加偏好成长类投资标的。加之我国对外资流动是管制的，国内投资者能接触的投资标的相对有限，较少投资者具备国际眼光，很多同样优秀的甚至增长率更高的中国或外国公司在海外的估值大大低于A股估值。

证券时报记者：这种估值状况未来还会持续吗？

陈勤：A股整个估值体系正在逐步向成熟市场接轨并总体向下。实际上银行、保险、零售、石化等行业的估值已和海外估值差不多了。没接轨的主要是中小成长股，20多倍市盈率差不多是新兴资本市场中溢价最高的。国外中小股估值比大盘蓝筹要低。因为它在成长过程中孕育着很大的不确定性，这应该给折价。而对于盈利增长确定性高的龙头企业，应该有溢价。

证券时报记者：具体到A股，市场现阶段这种估值局面会在何种条件下发生转化？

陈勤：在大经济背景不确定的情况

下，资金一定往好的、确定的东西上集中配置。这种状况在两种情况下会发生逆转：第一，经济全面回暖，步入上升通道；第二，流动性更加宽松和充裕，目前低估的股票资产整体吸引力上升，大家开始愿意去找估值洼地。而前市场资金集中配置的个股或板块会出现资金流出引起估值调整。如果这两个前提不出现，强者恒强的局面，即使调整，幅度也不会太大。

证券时报记者：对于价值投资而言，这种状况是不是很尴尬？

陈勤：确实难受。因为对于价值投资者而言，要获取的是提前发现价值到价值回归合理这一阶段的收益。而从合理到阶段性估值泡沫的这部分收益理论上不是价值投资者的目标。在目前这个阶段，去寻找估值洼地有较大可能是陷阱或需要等待比较长的时间。

证券时报记者：从更长的时间来看，中国资本市场的估值体系会是怎样的趋势？

陈勤：从更长的时间周期来看，中国目前以趋势投资态势为主导的市场，回归到价值和成长投资为主的市场氛围是大势所趋。

优秀价值投资者要有国际眼光和本土阅读能力

证券时报记者：在中国做价值投资和成熟市场做价值投资有何不同？

陈勤：基本前提和方法是相同的，但在中国做价值投资更具有挑战性，因为投资者的要求和心态不同。所有价值投资的理论前提都是市场短中期无效，长期有效。一个股票市场，它的投资者对行业公司的理解和判断，对市场的事件和信息等的有效性是逐级扩散的，而不是同时达到所有投资者那里，它逐级扩散的方式造成了短期的无效性。价值投资正是从中寻找投资机会。市场的误判能力在每个国家都有着充分的体现，尤其对于新兴市场国家而言，基本不是有效市场或至多是半有效市场，投资者的水平、智力、经验参差不齐。另外，在中国做价值投资更需要考验耐性和信心和对市场环境的理解。所以，在中国可能相对价值绝对或深度价值投资应用更广泛一点。

证券时报记者：如何理解您所说的相对价值？

陈勤：相对价值这种方法更多的是要综合考虑整个市场的环境，包括宏观经济以及市场的流动性、大类资产的比较等因素，通过比较投资标的的内在价值和价格，及通过历史的、行业的市场的价值比较来选择投资标的，发现由于各种因素导致的价格和价值之间的背离，寻找具备估值吸引力的机会。只要不是深度的绝对的价值投资都是相对价值。相比较而言，它没有要求绝对或深度价值投资所

需要的较高的安全边际，因此适用的投资标的范围和中间阶段都更广泛些。

证券时报记者：能否结合选股指标谈一下，您如何将国际上通行的价值投资选股标准和中国本土现状做结合？

陈勤：具体说就是运用国际的估值方法，结合中国市场环境来应用。举个例子，在我的估值模型中，PEG（市盈率相对盈利增长比率）是我常用的一个衡量指标，就是公司的绝对估值水平结合两年的盈利增速来判断估值的合理性。国际成熟市场通行经验是以1作为是否有吸引力的一个指标。那么在中国，考虑到目前A股正处于一个只有存量资金，没有新增资金的状态，我愿意给自己更多的安全边际。按照历史平均水平给它打一个30%的折，我希望它能够小于0.7，在这种情况下我才愿意进行研究。

证券时报记者：您曾在国外资本市场从业多年，国外还有哪些价值投资经验对您在中国做投资有借鉴？

陈勤：第一要了解很多行业，看它如何从早期成长走向成熟，它的估值水平是怎样变化的，这些都对中国资本市场的价值投资有借鉴意义，因为中国整个产业结构也具有复制性，很多时候别人走过的路我们也在走，比如像有线电视行业，西方至少比中国领先差不多5年以上，你可以看到它的竞争格局如何演化。第二，西方估值体系常用的一些方法要借鉴到A股市场。

证券时报记者：能否举例说明？

陈勤：比如价值投资者信奉企业的价值是未来现金流折现所决定的，我觉得这个理念应该更加广泛地应用到A股估值体系里来。目前，A股投资者可能更多使用比较传统的估值方法，更多的是看企业的盈利增长，市盈率的倍数，市净率的倍数，其实香港已经和国际接轨得比较好，比较多的价值投资者已在更多地看企业现金流未来增长的态势。在我看来，决定企业内在价值的是未来现金流状况，在此基础上给予一定的风险溢价折现。

价值投资前提是基本面分析

证券时报记者：作为一名成熟的价值投资者，您一直强调是基本面推动价格而不是对永远上涨的市场迷信，能否结合您的具体操作谈一下？

陈勤：价值挖掘建立在在对行业和公司基本面的理解上，领先于市场其他投资者。比如在2009年三季度我们开始投资一家地方百货公司。在通过对公司进行调研后，我们发现该公司的市场占有率在当地非常高，属于百货和超市的地理位置都处在黄金商圈地段，但由于管理机制不到位，加上非良性竞争，使得企业应有的效益未能发挥，而且主要竞争对手基本是大股东下属的其他百货资产，按规定大股东需要解决同业竞争的问题，这就带来了资产整合及其效益提高的预期。当时估值水平和同业相比不高，盈利水平又处于低位，因此我在2009年二、三季度开始逐步建仓。后来大股东开始对旗下资产的整合，复牌后一些冲着资产整合事件的投资者获利卖出，而我们在这些投资者卖出的时候大量建仓。这主要是基于对公司的基本

面再次做深入调研和分析，对公司未来的盈利能力增长、治理结构改善、区域竞争态势和整合可能带来的效益提高等做了仔细的判断和计算，并结合当时的行业估值水平，比较了估值下行的风险和上行的空间后进行的。从这次建仓到股价阶段性高点收益近乎翻倍。

证券时报记者：看您的持仓组合，呈现风险程度较低的特征，大部分股票都是白马股，是否和您的个人风格有关？

陈勤：作为一个价值投资者，首先一定是一个风险厌恶者，你一定对投资风险极其敏感，所以我习惯于在白马里面寻找机会，而不是偏重去寻找黑马。在一定程度上这可能也和我个人谨慎的性格有关。对于我来说，控制下行风险和获取向上超额收益一样重要。

证券时报记者：资本市场中跑赢全周期选手较少，通常而言，价值投资适合什么样的市场操作？

陈勤：牛市中有些吃力，因为很难接受估值泡沫。震荡市或者熊市的末端到牛市的起点比较适合市场操作，熊市主题投资、概念投资会很盛行。

证券时报记者：市场习惯性的印象将价值投资等于长期持有，您并不这么看。能否谈一下您的理解？

陈勤：即使是一名严格基于基本面分析的价值投资者，买进任何股票的最终目的都是为了卖出。选好一个股票并不长期持有。

证券时报记者：通常在什么情况下，您选择卖出？

陈勤：我换仓就三种理由。第一，基本面变差。第二，估值已被市场充分发现，或者已经走向泡沫。第三，发现了更有吸引力的投资标的。

证券时报记者：正如一位投资大师所言，投资人的胃口经常从强调品质转为对较具投机性的股票产生兴趣。能免于集体狂热，除了个人判断力之外，还需要坚强的意志力执行原则，对这一点，您有何经验可以分享？

陈勤：免于集体狂热或低落均需坚强意志力。坚持以估值作为衡量买卖的重要标准并能长期这么做。价值投资中，选股是最简单的部分，坚持持有冷门股直到最后胜利却是另外一回事，倘若没有出现回升的明显迹象，极少有投资者能鼓起勇气去买一只贫病交加的股票。归根到底，还是基本面必须判断正确，才能不掉入陷阱中。

后记

在市场的各个周期里（牛、熊、震荡市），似乎总是存在着各种可以赚钱的投资策略。至今为止，我采访了诸多秉承自己投资理念的投资者，一直没有看到过能够跑赢全周期的选手，国际上成熟市场也是如此。尤其近几年来，随着新一代基金经理在资本市场掌握越来越多的资金及话语权，用来应对市场的新策略也在不断涌现。而陈勤认为，不管市场节节高升、狂跌不止还是默默无闻，投资本来就不是一件十分复杂的事，只是人们将它复杂化了。经历了漫长的等待，如果你能够始终坚持一种经久耐用的投资风格，一切都是值得的。（孙晓霞）

东方强化收益债基拟任基金经理王丹丹：

债基管理人要有识别评估信用风险的能力



证券时报记者 孙晓霞

数据显示，2012年上半年，债

“个逐渐增大的市场如果永远没有违约事件的发生，就永远是个瘸腿的市场，是个不完善的市场。”

券型基金收益率位居各类基金增长率之冠。纳入统计的304只债券基金中，取得正收益的债券基金占债券基金总量的95.7%。债券基金的行情能否持续？哪些因素将影响债券基金的健康发展？证券时报记者就相关问题采访了东方强化收益债券基金拟任基金经理王丹丹。

债券收益率或随通胀回落而下降

王丹丹告诉记者，目前8月份的数据如工业、进口、财政收入反映出整个经济仍处于下滑趋势中。但也有一些积极因素影响着市场情绪，如房地产投资

增速出现反弹、基建投资连续四个月处于回升态势、8月份信贷超预期增长。因此，债市市场对于经济增长前景积极因素增多，对通胀开始谨慎，而当前的债市调整正是对这些综合因素进行反应。

对于债券市场未来的长期走势，王丹丹表示，仍取决于通胀趋势。她认为，在当前经济面临一些结构性失衡（主要表现为房价高企、产能过剩）的背景下，以往推出的对冲性经济刺激计划难以大规模出台，原因在于资源品价格处于高位、实际经济的利率成本依然较高，以往单纯的加杠杆推进难度增大，尤其美国QE3的推出，使得大宗商品价格更加坚挺。以加大基建投资为

主导的刺激政策，面临通胀重新抬头的代价。因此，实体经济自身增速向下的动能依然较强，在这种背景下，食品价格的上涨空间也将受到抑制，通胀在未来依然具有回落的空间，债券收益率也将随通胀的回落而出现下降。

王丹丹告诉记者，2011年基本上做得好的债券基金、货币基金都是规避了6-8月份央行提高存款准备金带来的债券价格剧烈下跌的风险。2011年前三季度，货币政策持续收紧，货币市场利率不断攀升，并创出历史新高。出于对通胀的担忧，东方金账簿货币基金自2011年初就采取短久期的操作策略，资产配置以回购和存款为主，既保持了较高的静态收益，也规避了债券价格下跌的风险，因此，基金获得了持续的净申购，规模明显增长。去年四季度以后，随着通胀的回落，货币政策适度宽

松，货币市场利率从高位开始回落，我们增加了对新发短融的配置，使得基金较高的收益得以持续。

信用违约事件一直不出现并非好事

王丹丹表示，除了对市场判断的准确外，管理好债券基金的关键因素是控制好投资的下行风险，因为债券资产提供的回报是有限的。谈到控制下行风险的关键因素，她认为，运作债券类的基金，主要管理大类资产配置转换。对权益类资产的管理，需要控制其仓位；对于债券类资产的管理，需要动态调节其久期。对权益类资产的投资设定投资时限和止损原则，降低权益类资产对组合收益波动的影响。

王丹丹认为，现在各个层面都在鼓励债券市场的发展，随着债券发行数量

的增多尤其是企业债数量的增加，企业债市场存量越来越大。在一个宏观经济下行的趋势下，一定会有一些企业出现偿付困难的问题。在这个过程中，作为债券基金的管理人，一定要对投资品种的信用风险进行识别和评估的能力。

王丹丹同时表示，由于各种因素存在，2000年以后，这个市场里信用违约的事情就一直没有发生过。这使得市场里的一部分投资人相信，这个市场很难出现信用违约事件。但她认为，一个逐渐增大的市场如果永远没有违约事件的发生，就永远是瘸腿的市场，是个不完善的市场。她表示，作为一名债券基金的管理人，非常期待能尽快出台相应的管理制度和规范，告诉大家怎么认知信用风险，在发生信用风险的情况下，承销商、发行人以及投资者各方的应对机制各是什么，只有这样，信用风险的定价才能更加市场化。