

6月,股市大幅下跌。经济数据低于预期、流动性趋紧、美国退出量化宽松的预期,在这三大负面因素叠加的影响下,A股市场毫无抵抗一路下跌。临近年中,该如何看待低速增长的中国经济?如何看待新兴行业和传统行业的估值差异?未来是否会出现风格转换?日前,证券时报记者就这些问题专访了博时基金股票投资部价值组投资总监、博时主题行业基金经理邓晓峰和上海从容投资公司董事长吕俊。

# 经济低增速不是坏事 刺激政策不会再现

证券时报记者 杜志鑫

## 下半年经济增速或7%

证券时报记者:今年上半年,经济复苏力度弱于预期,如何看待经济低速增长现状?

邓晓峰:我们在去年年底预期今年是弱复苏,但实际情况要差一些,主要原因是新一届政府下决心调整经济结构,并采取措施控制地方政府的投资冲动,使得经济增长低于市场预期。

吕俊:从“三驾马车”的角度来看,出口方面,现在美欧仍在去杠杆的阶段,而中国的人口红利从2010年就开始消失,国外需求疲软加上中国的竞争优势减弱,出口对中国经济的贡献持续下滑。

投资方面,2008年的4万亿投资,对当时体质还比较虚弱的中国经济来说是一剂猛药,虽然短时有疗效,但长期负面的效果正在显现,造就了平台债、房地产、产能过剩的三大风险。即使未来政府继续推进城镇化,但城镇化不是城市化,重点在于结构性改革,所以未来传统领域的投资对国内生产总值(GDP)的贡献会持续下降,但新兴产业会带来一定的投资机会。

消费方面,消费是中国经济未来的希望,但目前还看不到明显改善。新兴产业的消费增长空间会比较大,但消费端的反应是滞后的,需要在社会保障、经济结构改善后,消费才会有真实持续的增长。

全球的经济结构都在改善,中国经济低速增长是一个必经的过程。从高速增长突然转为低速增长,这种改变给人的感觉会更痛苦一些。但低速增长也是一件好事,这意味着政府在追求数量的增长,转变为致力于质量的改善,长期来看有利于经济的稳健发展。

低增速并不可怕,比如美国,每年的GDP增速也就几个点,但是企业很健康,因为它的经济不是依靠投资和货币堆积起来的。

证券时报记者:下半年的情况会怎样?

吕俊:预计经济下半年还会维持低增速,在低增速中寻找结构性的突破。放长眼光来看,我们不必过多的关注数字,如果只看数字,就会陷入强烈的悲观,我们要紧密跟踪改革的方向与内容,在改革中找到希望。

邓晓峰:从大概率上来说,下半年投资难有大幅度反弹,经济增速可能维持在7%左右,不过也有可能下一个台阶。

## 房地产走势需再观察

证券时报记者:出口和房地产投资会不会继续减速?这对经济是否会有更进一步的负面影响?

邓晓峰:我认为出口再变差的概率不大。目前从世界主要经济体来看,美国经济复苏比较明显,欧洲经济不会变得更差,日本经济也在复苏,不过新兴经济体反而出现了一个放缓的情况。总体来看,全球经济还是维持在一个较低的水平,但对出口的影响已经充分反映了。

当然,如果新兴市场再发生一次经济危机,中国的出口将会进一步走坏,只要不发生这个情况,中国出口问题不大。

至于房地产,从今年的数据来看,房地产市场还是处于一个终端的去化阶段(去化为在一定时间段内的房屋销售量),今年房地产整体去化不错,目前在一线城市甚至出现了明显供应跟不上需求的情况,三四线城市反而没有这么乐观,甚至出现需求不足的情况。

吕俊:出口现在已经很差了,从汇率角度看,人民币升值空间不大,随着美国复苏持续,欧洲情况稳定,需求会企稳。但受制于2010年起人口抚养比的上升,国内人口红利消失,中国出口的竞争优势也在减弱。这样一抵消,预计出口会在现有水平上企稳。当然,出口也会经历结构化的转变,低



博时基金股票投资部价值组投资总监、博时主题行业基金经理邓晓峰 资料图

端的出口产业会继续走低,中高端的出口会有改善。

房地产投资高增速的状态是不可持续的,中国经济在经历一个低增速、经济结构优化的过程,房地产的投资也需要降温。

出口对经济的负面影响已经体现,现在的风险点在于房地产,如何实现房地产软着陆与经济的稳健发展是一个很艰难的命题。中国经济过去的增长依赖人口红利、房地产、二元经济结构,现在这些都难以继,当然,我们相信政府的智慧,会通过改革打开不一样的经济发展思路。

证券时报记者:这是否意味着房地产市场对经济的影响不会更坏?

邓晓峰:我觉得明年房地产新开工的投资还得看具体情况。今年出现了一大批地王,因为很多房地产企业销售比较好,现金流量很充裕,因此,这些企业又重新投入到土地拍卖市场中。买地之后,隔半年左右会逐渐有新开工情况,所以,房地产市场新开工状况可能比较平稳,短期之内看不到特别大的波动,除非国家实行更严厉的房地产调控政策。

证券时报记者:最近传闻京沪深房产税方案已经出来了,这是否意味着房地产政策将会继续收紧?

邓晓峰:首先我们还没有看到具体的方案,从上海初步的方案来看,它对房地产市场的抑制作用是很轻微的,没有特别大的影响,所以我觉得还需要根据房产税的具体方案来观察。另外,从程序来看,推房产税肯定是一个逐步有序的过程,第一步可能是在明年6月份之前完善全国的不动产的登记,只有先要把这个基础工作做好了,才可能逐渐扩大试点,最后全面推广。

## 货币刺激政策不会再现

证券时报记者:下半年经济如果继续下滑,政府是否会出台刺激措施?

吕俊:为了实现经济结构转型,政府对经济增速下行空间有很强的容忍度,所以大规模的货币刺激政策不会出现,何况现在货币刺激政策的边际效益很小,从一季度GDP增速和社会新增融资规模的背离就可以看出。最大的工具就是财政政策,通过结构性减税为实体经济减负,是最有可能的

放松,也是当前最有效的方式。

邓晓峰:本届中央政府采取了抑制地方政府过度投资冲动的措施,可能考虑得更长远,而不是短期的刺激计划。因此,即使经济出现比较大的压力,出台大规模刺激政策的概率不大。

当然,政府可能用其他的调控工具,比如央行一直采取主动拉高银行间市场利率和同业利率的方式,相当于定向控制表外融资,表外融资主要针对的其实就是地方政府,这个过程可能会持续。同时,中央政府对于大的基建项目的投资还是保持一定的强度,比如铁路行业的一些投资。

我觉得,中央的判断可能是过去几年地方政府杠杆上的太厉害,现在会收缩这块,反观中央政府这几年其实没有太多杠杆的行为,未来有可能视经济情况在财政政策方面做一些调整。

## 政府着眼于全局性改革

证券时报记者:2012年四季度曾有一波改革预期行情,但经过2013年上半年的消化后,市场又掉头向下。不过,市场对十八届三中全会又有所预期,您如何看待未来改革方向和改革红利?

邓晓峰:我们现在还不知道政府会做什么调整,但分析一下今年中央政府的一些举措,包括整理影子银行、控制地方政府融资等,客观地说,这有利于经济平稳着陆和长远发展,不是坏事,其实是对过去一些偏差尤其是刺激经济政策的修正。

吕俊:关于改革,我们在2月份的投资月报中有一个概括性的展望:目前的中国社会,正处于一个历史的转型期。以往片面的、粗放式的社会经济治理方式,将被综合的、精细的方式取代。”

现在的改革,不像以前只局限于个别领域,而是全局性的改革,既有统筹性的宏观层面改革,也有微观的行业层面改革,虽然涉及户籍制度和农村土地流转的重头戏——城镇化规划还没出来,但总体思路就是结构转型,寻求新求变。户籍制度和农村土地流转等社会改革为经济增加活力,在传统行业中实行结构升级改造,在新兴产业中寻找新的增长点。

这样的改革等于给中国社会、经济动一次大手术,可能会带来短期的虚弱,但是非常有利于社会、经济的长期健康发展。



上海从容投资公司董事长吕俊 资料图

## 下半年仍是结构性行情

证券时报记者:近期市场调整的原因是什么?

吕俊:有下面几个因素:宏观经济数据不佳,显示宏观经济有进一步下滑风险;外围新兴市场被抛售,国外机构看空中国,给A股的市场心理带来很大冲击;流动性由松转紧,资金持续流出;首次公开发行(IPO)重启在即,资金避险;前期创业板涨幅较大,临近中报披露,回调等待业绩确认。

证券时报记者:今年上半年,新兴行业被推高到高点,您对于下半年的市场走向怎么看?

邓晓峰:下半年的市场需要观察几个因素:第一,流动性收紧何时结束,如果这个过程结束,市场可能会有表现契机;第二,季度报告中企业盈利的情况,在GDP保持6%、7%的增速的情况下,企业的盈利如果能够做到10%左右,这将会是不错的匹配结构;第三,改革的具体方案。

吕俊:2013年下半年的市场仍然是结构化的市场,上半年的结构化体现在大盘与新兴产业的结构化,下半年随着改革方向的明确,会出现全市场的结构化,传统行业中结构升级完成的个股会有好的表现,新兴产业中业绩增长确定的公司也会有再次表现的机会,而业绩被证伪的个股会继续回调。

证券时报记者:IPO重启对市场会有哪些影响?

吕俊:IPO重启现在主要的影响还是在心理层面,因为这批IPO的融资规模不大,对市场的流动性冲击是很小的。再者,从A股的结构性改善需求来看,也需要新上市公司。

现在这批拟上市的企业,都是经过几轮核查,本身的素质是经过考验的,所以会有很好的投资标的。投资者不必过于担心IPO的冲击。

邓晓峰:IPO重启很有可能导致新股被市场爆炒,现在的创业板可能会受到影响,更多的资金会追逐这些新上市的公司,这个概率很大。

## 成长性才是关键

证券时报记者:电子、传媒等新兴行业股票估值已经达到40倍左右,其中是否有“泡沫”?另一方面,银行、地产、汽车

等传统行业估值被压得很低,这种风格是否会转变?

邓晓峰:市场风格转变的进程还需要等待。目前,市场的参与者对未来很悲观,所以投资者更愿意把注意力集中到电子、传媒这些行业上,所以就形成了目前这种情况。其实这种情况在2010年已经出现过,今年只不过是再次重演。

证券时报记者:在2010年年中新兴行业达到顶峰后,后面也没有撑住,今年下半年是否会重演当年的情况?

邓晓峰:新兴行业撑不住是大概率事件,至于其他行业怎么发展,第一要看企业盈利情况,第二要看市场资金供给情况。

证券时报记者:现在市场炒作新兴行业的逻辑就是,在中国经济转型的背景下,传统行业包括钢铁、银行等看不到驱动因素,但另一方面,新兴行业除了迎合了经济转型的大背景,又有业绩支撑。对此,您怎么看?

邓晓峰:第一,目前对于传统行业、新兴行业划分的标准,很值得商榷,我认为最重要的是看这个行业在其生命周期中所处的阶段,这是更客观的评估方法。如果这个行业确实过了成长期,进入成熟期甚至逐渐进入衰退期,同时它的产能过剩又很厉害的话,确实需要回避。但是,如果这个行业本身还是处于成长期,那就另当别论。

对新兴和传统行业的划分有更合适的标准,即看中国在这些行业上的人均拥有量,或者跟世界平均水平和发达国家水平做对比,从这个角度去判断,某些被视为传统的行业也可能是新兴行业。

第二,经济和一些行业的增速放缓,对公司来说是一个快速去杠杆和保持高盈利水平阶段的开始。对于龙头企业来说,当它的收入增长低于净资产收益率(ROE)的时候,这个公司会显示出非常强的创造现金流的能力,时间会站在对这类公司非常有利的一面,而且它们本身的估值也很低,一些公司的ROE可能在15%至30%,市净率(PB)也就1-2倍,而且它的市值里面三分之一甚至一半都是净现金,这种公司会大批出现,而且很有投资价值。

吕俊:市盈率高低并不是衡量新兴行业股票的最重要指标,不能因为市盈率率高就判定有泡沫,新兴行业最重要的指标是成长性。可以简单算一笔账:站在同一起跑

线的两家公司,一家年均30%增速,只要2年的时间利润就能翻倍,另一家年均增长10%,需要7年多才能翻倍。高市盈率对于高增长的公司来说,只是一种幻觉,不能被迷惑,高成长性理应享受成长性溢价。

同理,低市盈率也是一种幻觉,如果盈利不稳定,甚至有亏损风险,那么即使市盈率降到个位数,也有可能是被高估的。比如银行、地产等,盈利空间被压缩,市场预期会有风险,估值给得很低是有道理的。

在经济增速下台阶和结构转型的背景下,传统行业暂时还看不到大的希望,不过,目前估值较低,下行空间也有限,但风格转变暂时很难出现。

## 金融业最坏预期已体现

证券时报记者:金融和地产一直受到压制,但在估值十分便宜,未来是否存在机会?

邓晓峰:对于金融行业,第一,我们观察企业、居民和政府杠杆风险,央行现在所做的事情其实是有利于化解金融行业的系统性风险,我不认为是一件坏事。现在金融行业的低估值,已经对最坏的情况有了充分的预期,未来可能是好的情况,同时,央行也采取了反向调控措施,通过多种途径逐步化解和消除风险。

第二,当经济增速降下来的时候,很利于企业降杠杆。现在主要问题是控制地方政府的杠杆,这次央行控制流动性,已经起到限制地方政府过度融资的作用。

至于房地产,我觉得这个行业的高峰快要过去了,一方面,短期内房价有压力,但是如果能够在这个阶段顶住房价上涨压力,随着时间推移,供需会逐步改善,趋于正常,我觉得这种需求的高峰也会逐渐过去。

吕俊:金融和地产估值便宜,但预期不乐观,政策风险也很高,所以,短时间内机会不大,如果未来经济企稳、结构优化的话,会有机会,但需谨慎。

证券时报记者:对煤炭、有色等资源行业怎么看?

吕俊:煤炭、有色还是处于产能严重过剩状态,短期内很难改善,也需谨慎。

邓晓峰:资源行业会面临很长时间的的压力。首先,中国经济在转型,投资驱动最强的阶段已经过去了;第二,供给确实过剩,在过去资源品的黄金十年里,形成了较大的供给,这种过剩需要很长时间去消化。

## 到冷门股中去淘金

证券时报记者:您下半年会采取什么样的投资策略?

吕俊:下半年还是着眼于新兴行业,布局成长空间确定的个股。

邓晓峰:下半年跟上半年的投资策略一样,我们基本上还是看好资产负债表健康、盈利稳定、估值水平很低的行业和公司。时间会站在这些行业和公司的一边,我们希望未来获取依靠企业本身盈利实现增长的回报。

同时,新兴行业预期太高了,可能潜在风险也会比较大。历史已经无数次证明了这一点。尤其需要注意的是,讲故事不要把自己讲得都信了,很多时候,不看好市场的预期会导致资金到小股票中去避险,虽然这一点无可厚非,但如果真要把它变成一个自己相信的故事,可能会受到比较大的伤害。

证券时报记者:具体来说,您看好哪些行业或者公司?

邓晓峰:我们看好水电、家电、汽车以及保险行业。由于今年的市场比较极端,除了所谓的新兴行业如传媒、电子、医药等有表现之外,大多数行业和公司表现都比较好,但这其中有些行业和公司其实是不错的。

当然,我们觉得有一些行业需要回避,包括上游的资源品行业和资产负债表很差的钢铁行业。

现在统计的上市公司资产负债表和有息负债的情况显示,除了钢铁和化工行业的有息负债率一直上涨之外,其他大多数行业的有息负债率是一直下降的。从这个角度来看,很多行业和上市公司的资产负债表比较健康,盈利稳健性可能也会不错。

6月,股市大幅下跌。经济数据低于预期、流动性趋紧、美国退出量化宽松的预期,在这三大负面因素叠加的影响下,A股市场毫无抵抗一路下跌。临近年中,该如何看待低速增长的中国经济?如何看待新兴行业和传统行业的估值差异?未来是否会出现风格转换?日前,证券时报记者就这些问题专访了博时基金股票投资部价值组投资总监、博时主题行业基金经理邓晓峰和上海从容投资公司董事长吕俊。

# 经济低增速不是坏事 刺激政策不会再现

证券时报记者 杜志鑫

## 下半年经济增速或7%

证券时报记者:今年上半年,经济复苏力度弱于预期,如何看待经济低速增长现状?

邓晓峰:我们在去年年底预期今年是弱复苏,但实际情况要差一些,主要原因是新一届政府下决心调整经济结构,并采取措施控制地方政府的投资冲动,使得经济增长低于市场预期。

吕俊:从“三驾马车”的角度来看,出口方面,现在美欧仍在去杠杆的阶段,而中国的人口红利从2010年就开始消失,国外需求疲软加上中国的竞争优势减弱,出口对中国经济的贡献持续下滑。

投资方面,2008年的4万亿投资,对当时体质还比较虚弱的中国经济来说是一剂猛药,虽然短时有疗效,但长期负面的效果正在显现,造就了平台债、房地产、产能过剩的三大风险。即使未来政府继续推进城镇化,但城镇化不是城市化,重点在于结构性改革,所以未来传统领域的投资对国内生产总值(GDP)的贡献会持续下降,但新兴产业会带来一定的投资机会。

消费方面,消费是中国经济未来的希望,但目前还看不到明显改善。新兴产业的消费增长空间会比较大,但消费端的反应是滞后的,需要在社会保障、经济结构等改善后,消费端才会有真实持续的增长。

全球的经济结构都在改善,中国经济低速增长是一个必经的过程。从高速增长突然转为低增速,这种改变给人的感觉会更痛苦一些。但低增速也是一件好事,这意味着政府在追求数量的增长,转变为致力于质量的改善,长期来看有利于经济的稳健发展。

低增速并不可怕,比如美国,每年的GDP增速也就几个点,但是企业很健康,因为它的经济不是依靠投资和货币堆积起来的。

证券时报记者:下半年的情况会怎样?

吕俊:预计经济下半年还会维持低增速,在低增速中寻找结构性的突破。放长眼光来看,我们不必过多的关注数字,如果只看数字,就会陷入强烈的悲观,我们要紧密跟踪改革的方向与内容,在改革中找到希望。

邓晓峰:从大概率上来说,下半年投资难有大幅度反弹,经济增速可能维持在7%左右,不过也有可能下一个台阶。

## 房地产走势需再观察

证券时报记者:出口和房地产投资会不会继续减速?这对经济是否会有更进一步的负面影响?

邓晓峰:我认为出口再变差的概率不大。目前从世界主要经济体来看,美国经济复苏比较明显,欧洲经济不会变得更差,日本经济也在复苏,不过新兴经济体反而出现了一个放缓的情况。总体来看,全球经济还是维持在一个比较低的水平,但对中国出口的负面影响已经充分反映了。

当然,如果新兴市场再发生一次经济危机,中国的出口将会进一步走坏,只要不发生这个情况,中国出口问题不大。

至于房地产,从今年的数据来看,房地产市场还是处于一个终端的去化阶段(去化为在一定时间段内的房屋销售量),今年房地产整体去化不错,目前在一线城市甚至出现了明显供应跟不上需求的情况,三四线城市反而没有这么乐观,甚至出现需求不足的情况。

吕俊:出口现在已经很差了,从汇率角度看,人民币升值空间不大,随着美国复苏持续,欧洲情况稳定,需求端会企稳。但受制于2010年起人口抚养比的上升,国内人口红利消失,中国出口的竞争优势也在减弱。这样一抵消,预计出口会在现有水平上企稳。当然,出口也会经历结构化的转变,低



博时基金股票投资部价值组投资总监、博时主题行业基金经理邓晓峰 资料图

端的出口产业会继续走低,中高端的出口会有改善。

房地产投资高增速的状态是不可持续的,中国经济在经历一个低增速、经济结构优化的过程,房地产的投资也需要降温。

出口对经济的负面影响已经体现,现在的风险点在于房地产,如何实现房地产软着陆与经济的稳健发展是一个很艰难的命题。中国经济过去的增长依赖人口红利、房地产、二元经济结构,现在这些都难以继,当然,我们相信政府的智慧,会通过改革打开不一样的经济发展思路。

证券时报记者:这是否意味着房地产对经济的影响不会更坏?

邓晓峰:我觉得明年房地产新开工的投资还得看具体情况。今年出现了一大批地王,因为很多房地产企业销售比较好,现金流量很充裕,因此,这些企业又重新投入到土地拍卖市场中。买地之后,隔半年左右会逐渐有新开工情况,所以,房地产市场新开工状况可能比较平稳,短期之内看不到特别大的波动,除非国家实行更严厉的房地产调控政策。

证券时报记者:最近传闻京沪深房产税方案已经出来了,这是否意味着房地产政策将会继续收紧?

邓晓峰:首先我们还没有看到具体的方案,从上海初步的方案来看,它对房地产市场的抑制作用是很轻微的,没有特别大的影响,所以我觉得还需要根据房产税的具体方案来观察。另外,从程序来看,推房产税肯定是一个逐步有序的过程,第一步可能是在明年6月份之前完善全国的不动产的登记,只有先要把这个基础工作做好了,才可能逐渐扩大试点,最后全面推广。

## 货币刺激政策不会再现

证券时报记者:下半年经济如果继续下滑,政府是否会出台刺激措施?

吕俊:为了实现经济结构转型,政府对经济增速下行空间有很强的容忍度,所以大规模的货币刺激政策不会出现,何况现在货币刺激政策的边际效益很小,从一季度GDP增速和社会新增融资规模的背离就可以看出。最大的工具就是财政政策,通过结构性减税为实体经济减负,是最有可能的

放松,也是当前最有效的方式。

邓晓峰:本届中央政府采取了抑制地方政府过度投资冲动的措施,可能考虑得更长远,而不是短期的刺激计划。因此,即使经济出现比较大的压力,出台大规模刺激政策的概率不大。

当然,政府可能用其他的调控工具,比如央行一直采取主动拉高银行间市场利率和同业利率的方式,相当于定向控制表外融资,表外融资主要针对的其实是地方政府,这个过程可能会持续。同时,中央政府对于大的基建项目的投资还是保持一定的强度,比如铁路行业的一些投资。

我觉得,中央的判断可能是过去几年地方政府杠杆上的太厉害,现在会收缩这块,反观中央政府这几年其实没有太多杠杆的行为,未来有可能视经济情况在财政政策方面做一些调整。

## 政府着眼于全局性改革

证券时报记者:2012年四季度曾有一波改革预期行情,但经过2013年上半年的消化后,市场又掉头向下。不过,市场对十八届三中全会又有预期,您如何看待未来改革方向和改革红利?

邓晓峰:我们现在还不知道政府会做什么调整,但分析一下今年中央政府的一些举措,包括整理影子银行、控制地方政府融资等,客观地说,这有利于经济平稳着陆和长远发展,不是坏事,其实是对过去一些偏差尤其是刺激经济政策的修正。

吕俊:关于改革,我们在2月份的投资月报中有一个概括性的展望:目前的中国社会,正处于一个历史的转型期。以往片面的、粗放式的社会经济治理方式,将被综合的、精细的方式取代。”

现在的改革,不像以前只局限于个别领域,而是全局性的改革,既有统筹性的宏观层面改革,也有微观的行业层面改革,虽然涉及户籍制度和农村土地流转的总体头——城镇化规划还没出来,但总体思路就是结构转型,寻求新变革。户籍制度和农村土地流转等社会改革为经济增加活力,在传统行业中实行结构升级改造,在新兴产业中寻找新的增长点。

这样的改革等于给中国社会、经济动一次大手术,可能会带来短期的虚弱,但是非常有利于社会、经济的长期健康发展。



上海从容投资公司董事长吕俊 资料图

## 下半年仍是结构性行情

证券时报记者:近期市场调整的原因是什么?

吕俊:有下面几个因素:宏观经济数据不佳,显示宏观经济有进一步下滑风险;外围新兴市场被抛售,国外机构看空中国,给A股的市场心理带来很大冲击;流动性由松转紧,资金持续流出;首次公开发行(IPO)重启在即,资金避险;前期创业板涨幅较大,临近中报披露,回调等待业绩确认。

证券时报记者:今年上半年,新兴行业被推高到高点,您对于下半年的市场走向怎么看?

邓晓峰:下半年的市场需要观察几个因素:第一,流动性收紧何时结束,如果这个过程结束,市场可能会有表现契机;第二,季度报告中企业盈利的情况,在GDP保持6%、7%的增速的情况下,企业的盈利如果能够做到10%左右,这将会是不错的匹配结构;第三,改革的具体方案。

吕俊:2013年下半年的市场仍然是结构化的市场,上半年的结构化体现在大盘与新兴产业的结构化,下半年随着改革方向的明确,会出现全市场的结构化,传统行业中结构升级完成的个股会有好的表现,新兴产业中业绩增长确定的公司也会有再次表现的机会,而业绩被证伪的个股会继续回调。

证券时报记者:IPO重启对市场会有哪些影响?

吕俊:IPO重启现在主要的影响还是在心理层面,因为这批IPO的融资规模不大,对市场的流动性冲击是很小的。再者,从A股的结构性改善需求来看,也需要新上市公司。

现在这批拟上市的企业,都是经过几轮核查,本身的素质是经过考验的,所以会有很好的投资标的。投资者不必过于担心IPO的冲击。

邓晓峰:IPO重启很有可能导致新股被市场爆炒,现在的创业板可能会受到影响,更多的资金会追逐这些新上市的公司,这个概率很大。

## 成长性才是关键

证券时报记者:电子、传媒等新兴行业股票估值已经达到40倍左右,其中是否有“泡沫”?另一方面,银行、地产、汽车

等传统行业估值被压得很低,这种风格是否会转变?

邓晓峰:市场风格转变的进程还需要等待。目前,市场的参与者对未来很悲观,所以投资者更愿意把注意力集中到电子、传媒这些行业上,所以就形成了目前这种情况。其实这种情况在2010年已经出现过,今年只不过是再次重演。

证券时报记者:在2010年年中新兴行业达到顶峰后,后面也没有撑住,今年下半年是否会重演当年的情况?

邓晓峰:新兴行业撑不住是大概率事件,至于其他行业怎么发展,第一要看企业盈利情况,第二要看市场资金供给情况。

证券时报记者:现在市场炒作新兴行业的逻辑就是,在中国经济转型的背景下,传统行业包括钢铁、银行等看不到驱动因素,但另一方面,新兴行业除了迎合了经济转型的大背景,又有业绩支撑。对此,您怎么看?

邓晓峰:第一,目前对于传统行业、新兴行业划分的标准,很值得商榷,我认为最重要的是看这个行业在其生命周期中所处的阶段,这是更客观的评估方法。如果这个行业确实过了成长期,进入成熟期甚至逐渐进入衰退期,同时它的产能过剩又很厉害的话,确实需要回避。但是,如果这个行业本身还是处于成长期,那就另当别论。

对新兴和传统行业的划分有更合适的标准,即看中国在这些行业上的人均拥有量,或者跟世界平均水平和发达国家水平做对比,从这个角度去判断,某些被视为传统的行业也可能是新兴行业。

第二,经济和一些行业的增速放缓,对公司来说是一个快速去杠杆和保持高盈利水平阶段的开始。对于龙头企业来说,当它的收入增长低于净资产收益率(ROE)的时候,这个公司会显示出非常强的创造现金流的能力,时间会站在对这类公司非常有利的一面,而且它们本身的估值也很低,一些公司的ROE可能在15%至30%,市净率(PB)也就1-2倍,而且它的市值里面三分之一甚至一半都是净现金,这种公司会大批出现,而且很有投资价值。

吕俊:市盈率高低并不是衡量新兴行业股票的最重要指标,不能因为市盈率率高就判定有泡沫,新兴行业最重要的指标是成长性。可以简单算一笔账:站在同一起跑

线的两家公司,一家年均30%增速,只要2年的时间利润就能翻倍,另一家年均增长10%,需要7年多才能翻倍。高市盈率对于高增长的公司来说,只是一种幻觉,不能被迷惑,高成长性理应享受成长性溢价。

同理,低市盈率也是一种幻觉,如果盈利不稳定,甚至有亏损风险,那么即使市盈率降到个位数,也有可能是被高估的。比如银行、地产等,盈利空间被压缩,市场预期会有风险,估值给得很低是有道理的。

在经济增速下台阶和结构转型的背景下,传统行业暂时还看不到大的希望,不过,目前估值较低,下行空间也有限,但风格转变暂时很难出现。

## 金融业最坏预期已体现

证券时报记者:金融和地产一直受到压制,但在估值十分便宜,未来是否存在机会?

邓晓峰:对于金融行业,第一,我们观察企业、居民和政府杠杆风险,央行现在所做的事情其实是有利于化解金融行业的系统性风险,我不认为是一件坏事。现在金融行业的低估值,已经对最坏的情况有了充分的预期,未来可能是好的情况,同时,央行也采取了反向调控措施,通过多种途径逐步化解和消除风险。

第二,当经济增速降下来的时候,很利于企业降杠杆。现在主要问题是控制地方政府的杠杆,这次央行控制流动性,已经起到限制地方政府过度融资的作用。

至于房地产,我觉得这个行业的高峰快要过去了,一方面,短期内房价有压力,但是如果能够在这个阶段顶住房价上涨压力,随着时间推移,供需会逐步改善,趋于正常,我觉得这种需求的高峰也会逐渐过去。

吕俊:金融和地产估值便宜,但预期不乐观,政策风险也很高,所以,短时间内机会不大,如果未来经济企稳、结构优化的话,会有机会,但需谨慎。

证券时报记者:对煤炭、有色等资源行业怎么看?

吕俊:煤炭、有色还是处于产能严重过剩状态,短期内很难改善,也需谨慎。

邓晓峰:资源行业会面临很长时间的的压力。首先,中国经济在转型,投资驱动最强的阶段已经过去了;第二,供给确实过剩,在过去资源品的黄金十年里,形成了较大的供给,这种过剩需要很长时间去消化。

## 到冷门股中去淘金

证券时报记者:您下半年会采取什么样的投资策略?

吕俊:下半年还是着眼于新兴行业,布局成长空间确定的个股。

邓晓峰:下半年跟上半年的投资策略一样,我们基本上还是看好资产负债表健康、盈利稳定、估值水平很低的行业和公司。时间会站在这些行业和公司的一边,我们希望未来获取依靠企业本身盈利实现增长的回报。

同时,新兴行业预期太高了,可能潜在风险也会比较大。历史已经无数次证明了这一点。尤其是需要注意的是,讲故事不要把自己讲得都信了,很多时候,不看好市场的预期会导致资金到小股票中去避险,虽然这一点无可厚非,但如果真要把它变成一个自己相信的故事,可能会受到比较大的伤害。

证券时报记者:具体来说,您看好哪些行业或者公司?

邓晓峰:我们看好水电、家电、汽车以及保险行业。由于今年的市场比较极端,除了所谓的新兴行业如传媒、电子、医药等有表现之外,大多数行业和公司表现都比较好,但这其中有些行业和公司其实是不错的。

当然,我们觉得有一些行业需要回避,包括上游的资源品行业和资产负债表很差的钢铁行业。

现在统计的上市公司资产负债表和有息负债的情况显示,除了钢铁和化工行业的有息负债率一直上涨之外,其他大多数行业的有息负债率是一直下降的。从这个角度来看,很多行业和上市公司的资产负债表比较健康,盈利稳健性可能也会不错。