

东方红悦读

issue 23
2016 年 8 月



感恩责任梦想

东方证券资产管理有限公司
ORIENT SECURITIES ASSET MANAGEMENT COMPANY LIMITED



订阅号，坐享更多资讯



服务号，尊享账户信息



东方红资产管理 APP

敬请扫描、搜索“东方红资产管理”一键关注微信账号，下载 APP

价值投资正当时
价值投资赢得长期回报

匠心如一 只因有你

岁月如歌，时光如画。7月28日，我们迎来了六周岁生日，我们从事客户资产管理业务已经走过第18个春夏秋冬。光阴荏苒，始终不变的是我们对价值投资理念的坚持和为客户实现长期财富增值的初心目标。

相伴六年，一路风雨一路歌。无论是骄阳似火还是严寒冰霜，东方红资产管理团队一直坚守价值投资理念，追求绝对收益；不忘“受人之托，代人理财”的本源，最大程度地保证持有人的利益。

本期的封面故事关注价值投资在中国的实践。文中，东方红资产管理董事长陈光明先生认为，价值投资在中国有生存土壤且优势明显。作为中国的价值投资坚定实践者，我们多年的投资实践证明，在中国，价值投资能够实现客户财富的长期增值。这是一篇关于价值投资理论和实践的深度思考，充满了智慧探讨和辩证之道。

此外，本期专题分享了我们《长线——资金集团的成功之道》一书的感悟。作为驰骋资本市场70余年的资产管理机构，资金集团的成长和发展见证了美国金融市场的跌宕起伏和国际金融市场的风云变幻，更反映了其独特的投资理念和管理体制，对快速发展的中国基金业来说，足资借鉴。

匠心如一，只因有你。感恩每一位投资人对东方红资产管理的信任和陪伴！



责任

感恩

梦想

感恩责任梦想



东方证券资产管理有限公司
ORIENT SECURITIES ASSET MANAGEMENT COMPANY LIMITED



01	Preface 卷首语 匠心如一 只因有你	12	Cover Story 东方红 · 封面故事 价值投资正当时 做中国价值投资坚定实践者，以客户长期财富增值为目标
04	Orient Products 东方红 · 产品 东方红系列产品开放期一览 2016 年 8 月—10 月开放期	17	东方红资产管理基金经理周云： 价值投资赢得长期回报 践行价值投资，创造长期复合回报
06	Orient News 东方红 · 动态 东方红资产管理荣膺“中国最佳财富管理机构” 持续努力获肯定	20	Orient Strategy 东方红 · 策略 投资环境趋暖 寻找优质龙头企业投资机会 精选优质上市公司标的，把握结构性机会
07	东方红资产管理连续四年荣膺“年度金牛券商集合资产管理人”奖	24	曲线平坦化 持仓待破局 基本面支撑债市企稳，择优质个券挖掘投资机会
08	Orient News 东方红 · 新闻 东方红资产管理徐习佳： 用量化投资的方法获取长期收益	28	Orient View 东方红 · 观点 投资主办人看市场
10	东方红资产管理携手新城控股创 REITs 新模式助推商业地产轻资产转型		



主办
东方证券资产管理有限公司

编委会主任
陈光明

编委
任莉、饶刚、周代希、姜荷泽、杨达治、卢强

主编
吴芳澜

责任编辑
汤琳、高义、刘小月、李雪、王飞飞、吴比

地址 上海市中山南路 318 号
东方国际金融广场 2 号楼 31 层

邮编 200010

总机 021-63325888

传真 021-63326981

电子邮箱 service@dfham.com

客服热线 4009200808

公司网站 www.dfham.com

微博 东方红资产管理 weibo.com/dfham

声明
本刊为内部交流材料，仅供参考。东方证券资产管理有限公司对这些信息的准确性和完整性不做任何保证，所载观点不代表任何投资建议或承诺。部分图片、文字源自网络，作者无从考证，如涉及版权请与编辑部联系。

本材料并非宣传推介资料，也不构成任何法律文件。

本材料的版权为东方证券资产管理有限公司所有，未获得东方证券资产管理有限公司的书面授权，任何机构和个人不得对外散发本材料或进行任何形式的发布、转载、复制或修改。

34	Orient Topic 东方红 · 专题 以人为本 践行长期制胜之道 追求长期回报，考虑客户满意度
37	风物长宜放眼望 风险定价能力是资产管理机构的核心竞争力
40	Long Journey 东方红 · 万里行 见证长期 慎思笃行 坚持长期投资理念，高效愉快地工作
44	Orient Public Welfare 东方红 · 公益 寄给东方红公益基金会的一封信 “爱·早餐”助学计划受助学生写给东方红的点滴心语
46	Orient Books 东方红 · 书屋 非理性中的理性 满足不同的目标时，人无法做到完全理性
48	Orient Wisdom 东方红 · 智慧 e 站 人生境界：看远，看透，再看淡 看远看透看淡人生，方能驾驭未来
49	半分钟的犹豫 学会欣赏和悲悯，懂得善待他人



订阅号，坐享更多资讯



服务号，尊享账户信息

敬请扫描、搜索“东方红资产管理”一键关注微信账号

东方红系列产品开放期一览

产品名称	2016 年开放期（8 月—10 月）	开放期规则
基金（混合型）		
东方红新动力混合基金（000480）	每个交易日开放（暂停大额申购）	每个交易日开放
东方红产业升级混合基金（000619）	每个交易日开放（暂停大额申购）	每个交易日开放
东方红中国优势混合基金（001112）	每个交易日开放（暂停大额申购）	每个交易日开放
东方红领先精选混合基金（001202）	每个交易日开放	每个交易日开放
东方红稳健精选混合基金 A（001203）	每个交易日开放（暂停申购）	每个交易日开放
东方红稳健精选混合基金 C（001204）	每个交易日开放（暂停申购）	每个交易日开放
东方红策略精选混合基金 A（001405）	每个交易日开放（暂停申购）	每个交易日开放
东方红策略精选混合基金 C（001406）	每个交易日开放（暂停申购）	每个交易日开放
东方红京东大数据混合基金（001564）	每个交易日开放	每个交易日开放
东方红优势精选混合基金（001712）	每个交易日开放	每个交易日开放
基金（债券型）		
东方红收益增强债券 A（001862）	每个交易日开放（暂停申购）	每个交易日开放
东方红收益增强债券 C（001863）	每个交易日开放（暂停申购）	每个交易日开放
东方红纯债债券（001906）	每个交易日开放（暂停申购）	每个交易日开放
东方红信用债债券 A（001945）	每个交易日开放	每个交易日开放
东方红信用债债券 C（001946）	每个交易日开放	每个交易日开放
东方红汇阳债券 A（002701）	最迟 2016 年 8 月 26 日起每个交易日开放	封闭期结束后每个交易日开放
东方红汇阳债券 C（002702）	最迟 2016 年 8 月 26 日起每个交易日开放	封闭期结束后每个交易日开放
东方红稳添利纯债（002650）	每个交易日开放（暂停申购）	每个交易日开放
东方红汇利债券 A（002651）	最迟 2016 年 9 月 13 日起每个交易日开放	封闭期结束后每个交易日开放
东方红汇利债券 C（002652）	最迟 2016 年 9 月 13 日起每个交易日开放	封闭期结束后每个交易日开放
大集合（偏股型）		
东方红 4 号－积极成长（910004）	每个交易日开放（暂停申购）	每个交易日开放
东方红 5 号－灵活配置（910005）	每个交易日开放（暂停申购）	每个交易日开放
东方红 6 号（910006）	每个交易日开放（暂停申购）	每个交易日开放
东方红 7 号（910007）	每个交易日开放（暂停大额申购）	每个交易日开放
东方红 8 号双向策略（910009）	每个交易日开放（暂停申购）	每个交易日开放
东方红－新睿 2 号（910010）	每个交易日开放	每个交易日开放
东方红－新睿 3 号（910011）	每个交易日开放	每个交易日开放
东方红－新睿 2 号二期（910017）	每个交易日开放	每个交易日开放
东方红领先趋势（910021）	每个交易日开放（暂停申购）	每个交易日开放
东方红稳健成长（910022）	每个交易日开放（暂停申购）	每个交易日开放
东方红－新睿 5 号（910026）	每个交易日开放	每个交易日开放
东方红 9 号消费精选（910024）	每个交易日开放（暂停申购）	每个交易日开放
东方红内需增长（910028）	每个交易日开放（暂停申购）	每个交易日开放
大集合（偏债型）		
东方红稳健增值（910029）	每个交易日开放	每个交易日开放
东方红富国 1 号（910025）	2016 年 10 月 25 日 -28 日、31 日	自集合计划成立日起每满 3 个月开放一次，首个开放期为集合计划成立满 3 个月后的下一个工作日，第二个开放期为集合计划成立满 6 个月后的下一个工作日，以此类推。

东方红增利 6 号（910023）	退出开放期 2016 年 9 月 7-8 日 参与开放期 2016 年 9 月 7-9 日，12 日	本集合计划成立后每六个月开放四个工作日。开放期为本集合计划成立后每满 6 个月的对应日（非工作日顺延）及此后的三个工作日，管理人可以根据申购情况宣布提前结束或延期结束。每个开放期的前两个工作日，委托人可以申请办理参与和退出，后两个工作日委托人可以申请办理参与，但不能办理退出。
大集合（FOF 型）		
东方红基金宝（916001）	每个交易日开放	每个交易日开放
小集合（偏股型）		
东方红－先锋 1 号（918002）	2016 年 8 月 1 日；2016 年 9 月 1 日； 2016 年 10 月 10 日（暂停申购）	每个自然月的首个工作日
东方红－先锋 2 号（展期）（918003）	2016 年 8 月 1 日、2 日；2016 年 9 月 1 日、 2 日；2016 年 10 月 10 日、11 日	每个自然月的前两个工作日
东方红－先锋 3 号（展期）（918004）	2016 年 8 月 1 日；2016 年 9 月 1 日； 2016 年 10 月 10 日	每个自然月的首个工作日
东方红－先锋 4 号（918006）	2016 年 8 月 1 日；2016 年 9 月 1 日； 2016 年 10 月 10 日	每个自然月的首个工作日
东方红－先锋 5 号（918007）	2016 年 8 月 1 日；2016 年 9 月 1 日； 2016 年 10 月 10 日	每个自然月的首个工作日
东方红－先锋 6 号（918008）	2016 年 8 月 1 日；2016 年 9 月 1 日； 2016 年 10 月 10 日	每个自然月的首个工作日
东方红－先锋 6 号Ⅱ期（918010）	2016 年 8 月 1 日；2016 年 9 月 1 日； 2016 年 10 月 10 日	每个自然月的首个工作日
东方红－先锋 7 号（918011）	2016 年 8 月 1 日；2016 年 9 月 1 日； 2016 年 10 月 10 日	每个自然月的首个工作日
东方红明睿 1 号（展期）（918025）	退出开放期：2016 年 8 月 15-16 日 参与开放期：2016 年 8 月 17-19 日	每年 2、5、8、11 月这四个月的 15 日开始开放，开放期为五个工作日，其中前两个工作日为退出开放期，只能办理退出业务，不能办理参与业务；后三个工作日为参与开放期，只能办理参与业务，不能办理退出业务，15 日为非工作日的，顺延至下一个工作日。
东方红明睿 2 号（918027）	每个交易日开放	每个交易日开放
东方红明睿 3 号（918030）	每个交易日开放（暂停申购）	每个交易日开放
东方红明睿 4 号（918031）	每个交易日开放	每个交易日开放
东方红明睿 5 号（918035）	每个交易日开放	每个交易日开放
东方红新公益（918036）	每个交易日开放	每个交易日开放
小集合（偏债型）		
东方红增利 1 号（展期）B（918028）	参与开放期 2016 年 8 月 29-31 日、9 月 1-2 日（暂停申购）	增利 B 常规参与期为增利 A 常规开放期（不含）前的 5 个工作日，管理人有权根据实际情况延长或缩短增利 B 常规开放期，具体时间由管理人公告确定。
东方红增利 1 号（展期）A（918018）	退出开放期 2016 年 9 月 5 日 参与开放期 2016 年 9 月 5-9 日、12 日	增利 A 首个常规开放期为集合计划成立满 120 天后的一个工作日，第二个常规开放期为集合计划成立满 240 天后的一个工作日，以此类推。增利 A 参与开放期为常规开放期结束后的五个工作日。
东方红添利 2 号（918032）	每个交易日开放	每个交易日开放
东证资管－环球 1 号（S45075）	退出开放期 2016 年 8 月 2 日 参与开放期 2016 年 8 月 2-5 日、8-9 日	常规开放期为集合计划成立后每年的 2 月、5 月、8 月和 11 月的第二个工作日，参与开放期为常规开放期结束后，接下来的五个工作日。
东方红添利 3 号（918034）	每个交易日开放	每个交易日开放
东方红添利 4 号（918037）	每个交易日开放	每个交易日开放
东方红添利 5 号（918039）	每个交易日开放	每个交易日开放
小集合（量化型）		
东方红－量化 1 号（918012）	每个交易日开放（暂停申购）	每个交易日开放
东方红－量化 2 号（918017）	每个交易日开放	每个交易日开放
东方红－量化 3 号（918026）	每个交易日开放	每个交易日开放
东方红－量化 4 号（918029）	每个交易日开放	每个交易日开放
东方红泰和 1 号（918040）	2016 年 9 月 13 日、14 日、19 日（具体以公告为准）	本集合计划成立后前六个月为封闭期，封闭期结束后每季度最后一个月，即 3 月、6 月、9 月、12 月的 20 号前的 3 个工作日开放，委托人可在开放日参与和退出集合计划。

※ 具体开放期以公司公告为准

东方红资产管理荣膺 “中国最佳财富管理机构” 持续努力获肯定

作为行业内的权威奖项评选活动,由证券时报主办的“中国最佳财富管理机构评选”秉承“公平、公开、公正”原则,采取“专业评价指标+专家评审+网络投票”相结合的形式,得出最终获奖名单。评选对象包括2015年期间发行的理财或资管产品,提供财富管理服务的金融机构,包括商业银行、证券公司资产管理部门(子公司)、互联网金融、期货公司及第三方理财机构等。共设综合类、券商类、银行类、互联网金融、期货类和第三方理财类几大奖项。

凭借着出色的综合资产管理能力,东方红资产管理荣膺“中国最佳财富管理机构”、“中国最佳资产管理券商”荣誉称号,公司董事长陈光明先生荣获“最佳资产管理领军人物”称号。

2015年是资本市场跌宕起伏的一年。这一年,随着监管改革的持续推进,资产管理业务的深度与广度不断提升,券商资管与银行、信托、基金、保险等金融机构的合作不断深化,多元化竞争格局日渐形成。

作为业内首家获批成立的券商资管,东方红资产管理多年来始终以客户长期财富增值为目标,坚持长期价值投资,追求绝对收益,旗下产品长期业绩优异。统计显示,截至2015年12月31日,公司旗下自2005年6月24日以来所有具有公开业绩的东方红系列产品成立满三年的15只偏股集合产品2013-2015三年加权平均复权收益率161.82%,同期沪深300指数涨幅47.88%。同时,2015年,公司旗下成立一年以来上权益类产品(含FOF类集合产品)加权平均收益率为48.54%,长期业绩突出。

分析人士表示,券商集合产品追求绝对收益理念,坚持在长跑中为投资者赚取超额收益,尤其在择取个股、合理估值、控制回撤等方面具有科学的投资体系和完善的风险控制体系,较好地保护投资成果,引导投资者在长期投资逻辑中获得良好的业绩回报。

东方红资产管理连续四年荣膺 “年度金牛券商集合资产管理人”奖

一年一度的金牛券商集合管理人奖出炉。5月28日,第四届“金牛财富管理论坛”暨2015年度“金牛理财产品”颁奖典礼在全国人大会议中心隆重举行。东方证券资产管理有限公司凭借出色的综合资产管理能力荣膺“2015年度金牛券商集合资产管理人”称号,这已是该奖项自2012年设立以来连续四年摘得“年度金牛券商集合资产管理人”桂冠。

不仅如此,在刚刚揭晓的榜单中,该公司旗下东方红5号、东方红基金宝、东方红-量化2号等三只产品同时荣获“三年期金牛券商集合资产管理计划”称号,东方证券资产管理有限公司一连摘得四项金牛奖,成为2016年金牛理财产品评选中获奖最多的管理人。

该次评选由中国证券报·金牛理财主办,中国证券报与新华网指导,中国社会科学院金融法律与金融监管研究基地提供学术支持,陆家嘴金融网联合主办。资料显示,中国证券报社主办的“金牛奖”系列评选包括上市公司、公募基金、私募基金、证券分析师、投资银行等。自2012年开始,中国证券报·金牛理财建立了针对银行理财与券商集合资管产品的评奖体系,并成功举办了三届“金牛财富论坛”暨“金牛理财产品”评选活动,通过对优秀理财产品和服务的集中评选与展示,增强中国投资者的信心,推动资产管理行业健康、可持续发展,提倡长期稳定回报能力,引导投资人理性投资理念。

在券商资管行业发展历程中,东方证券资产管理有限公司虽然管理规模不大,但却一走在前列,不仅是业内首家券商系资产管理公司,也是业内第一家取得公募基金管理业务资格的非基金管理公司。公司发展思路清晰稳健且一以贯之,多年来一直坚持长期价值投资,追求绝对收益,始终以客户长期财富增值

为目标,专注于核心竞争力的培养,在权益类投资优势基础上,又在固定收益、量化、资产证券化等投资和业务领域建立起比较优势,旗下集合业务、定向业务、资产证券化业务和公募基金业务齐头并进。

分析人士指出,近年来券商资管在制度创新、监管放松的助力下,2015年行业规模进一步上升至11.89万亿元。去通道、谋转型、加强主动管理能力成为业内共识,规模提升的同时,券商资管产品结构继续优化,服务实体经济融资和公司增持、股权激励、员工持股等新产品不断涌现,部分净值型产品在跌宕起伏的资本市场中取得了出色的投资业绩。

其中,以东方证券资产管理有限公司旗下东方红系列产品为例,据Wind统计显示,东方红系列有业绩可查的15只偏股型集合计划2013-2015三年加权平均复权收益率达161.82%,同期沪深300指数涨幅47.88%,长期业绩和整体业绩都十分突出。据了解,“东方红”系列产品品牌已拥有超过10年历史,自2005年东方红1号集合资产管理计划成立以来,得益于长期优异的投资业绩而不断发展,形成了满足不同风险收益特征客户需求的完善产品线系列。

正是凭借多年的稳健发展和出色的长跑能力,东方证券资产管理有限公司连续第四年荣膺“年度金牛券商集合管理人”奖,公司旗下东方红4号、东方红5号、东方红8号、东方红新睿2号、东方红基金宝、东方红-量化2号、东方红增利1号等8只集合资产管理计划先后荣膺年度和三年期“金牛券商集合资产管理计划”称号,获奖产品类型包括混合型、量化型、FOF型和债券型,展现出突出的综合资产管理实力。

东方红资产管理徐习佳： 用量化投资的方法获取长期收益

文 / 中国基金报 记者 何婧怡

面对频繁震荡的 A 股，一向以风格稳健著称的量化对冲类产品成为投资者的不错选择。对于量化投资的发展，刚刚获得金牛奖的东方红量化 2 号投资主办人徐习佳表示，基本面量化投资能够在传统定性研究的基础上，借助数据和模型从海量数据中找到能够带来超额收益的大概率策略指导投资，为投资者在更长期的投资期限中获取收益。

资料显示，徐习佳博士现任东方证券资产管理有限公司执行董事、量化投资部总监，金融学博士，证券从业 16 年，在资产定价、组合管理、损失分布、量化分析等方面具有丰富经验。

灵活对冲 控制风险

在徐习佳眼中，量化对冲策略在追求绝对收益方面有其内生优势。

“嵌入择时和择股模型的量化对冲策略在获取绝对收益方面具有自身的优势。”徐习佳坦言，目前市场处于震荡期间，绝对收益需要更加精细化和系统化的风险管理，灵活对冲策略本身降低了系统风险发生的概率。同时，随着互联网的高速发展，大数据维度的拓展也给量化投资提供了新的命题和研究素材。

他管理的东方红量化 2 号、东方红量化 3 号、东方红东量化 4 号，在去年的市场大跌中有效地控制了市场回撤，长期业绩稳健，Wind 数据显示，截至 2016 年 5 月 27 日，东方红量化 2 号累计单位净值为 1.4889 元，近三年总回报为 47.62%，在同期产品收益靠前。

资料显示，徐习佳管理的东方红量化 2 号成立于 2012 年 12 月 31 日，截至 2015 年 12 月 31 日累计单位净值 1.4817 元。东方红量化 3 号成立于 2013 年 5 月 14 日，截至 2015 年 12 月 31 日累计单位净值 1.2890 元，均实现资产的稳健增值。其中，东方红量化 2 号凭借着优秀的产品业绩，刚刚荣获中国证券报颁发的“三年期金牛券商集合理财计划”称号。

徐习佳认为，在整个投资领域，量化投资客观性强，能够很好地克服人性弱点，更加讲究广而博。“市场上 2000 多家上市公司，投资经理想要实现全行业覆盖研究选股，难度是可见的。量化选股为投资经理拓展了可投资边界和科学的操作依据。量化择时模型则对不同市场不同资产类别的配置提供建议。”徐习佳表示。

据徐习佳介绍，目前东方红资产管理共设计了四类量化产品。第一类是当市场向好时可以进行根据择时需要实现灵活对冲的产品；第二类是限定最大风险敞口混合阿尔法收益、市场收益和套利收益的混合型产品；第三类是完全对冲市场中性类的产品；第四类则是以跟踪特定指数或概念获取超额收益的相对收益产品，适合中长线资金在市场处于相对低点或存在结构型行情时进行配置。

据了解，东方红资产管理的量化投资管理团队由经验丰富的多位资深人士组成，拥有领先的数量化投资管理力量和先进的中后台系统，具有完善的策略开发平台、数据处理平台和自动化交易平台。

定量分析的实际应用

相比于海外 30 余年的量化投资发展历史，国内在此领域的探索和研究方兴未艾。区别于定性研究对个人投资经验的依赖性，

量化投资基于市场部分有效的理论基础，通过对组合收益来源的研究，强调通过数据和模型实现更大的收益风险比，实践定性思想的量化应用。

对此，徐习佳认为，中国量化投资发展已经经过了三个发展浪潮。第一波是以追求相对收益为目标的类指数基金。这包括目前市场上主流的宽基 ETF 基金、指数基金等。

第二波是试图做主动性投资的量化基金，也获得很好发展。“2011 年，A 股市场还缺乏对冲工具，同时在管理人方面也缺乏明星效应。但从 2014 年开始，市场的整体氛围出现变化。从排名来看，2014 年在排名前十的公募基金中，有三个是量化基金，这个比例远远高于量化基金在公募基金中的占比，可以说量化产品的表现非常突出。它们最突出的特点是在牛市中获得超额收益的概率更大，而在熊市中下跌风险也相对可控。”

第三波是追求绝对收益的产品，通过衍生品、择时等手段寻找市场机会，为投资者提供了一个在熊市和牛市都能赚钱的产品。

对于量化投资未来的发展方向，徐习佳表示，量化投资产品有望成为投资者的优先投资选择。目前从市场容量判断，公募量化基金的总量不多，量化投资产品在私募领域品类更加繁多，随着投资者对市场波动和量化投资的深入认识，量化投资的高性价比优势一定会被进一步认可。同时，鉴于目前国内金融衍生品相对匮乏的现实，资产管理人可以通过对产品发行时点的选择和产品投资限制的适度放开来设计和开发满足客户需求的多策略量化投资产品。

徐习佳认为，当前 A 股市场走势较为平稳，但也要警惕风险。既要看准机会对冲部分系统性风险，也要利用缺乏对冲工具造成的市场失效，充分挖掘超额收益的潜力和空间。

东方红资产管理携手新城控股创 REITS 新模式 助推商业地产轻资产转型

文 / 证券时报 记者 梁雪

6月22日，新城控股（601155.SH）发布公告称，由其控股子公司作为原始权益人、上海东方证券资产管理有限公司（以下称“东方红资产管理”）作为计划管理人的“东证资管-青浦吾悦广场资产支持专项计划”成功发行设立。

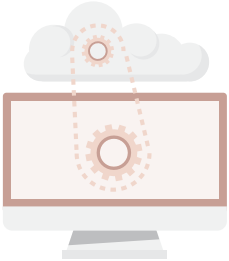
该专项计划的目标资产为位于上海市青浦区城西商圈的青浦吾悦广场，募集资金10.5亿元。这将成为国内推行资产证券化以来，我国商业地产行业首个以大型商业综合体为目标资产的不动产资产证券化项目。

东方红资产管理相关负责人表示，该专项计划采用“优先-次级”的结构设计，其中优先A类资产支持证券发行规模为5亿，优先B类资产支持证券发行规模为2.5亿，次级资产支持证券发行规模为3亿，优先A类及优先B类资产支持证券分别获得联合信用评级给予的AAA及AA评级。此计划受到市场各类投资人的广泛认可，以2倍数以上的超额认购圆满发行，并将在深圳证券交易所挂牌，体现了东方红资产管理在结构化产品上强劲的设计和营销实力。至此，东方红资产管理2016年内已发行交易所挂牌交易的资产支持专项计划规模达109.11亿元。

东方红资产管理作为业内首家券商系资产管理公司，在资产管理业务创新方面，一直处于领先地位。不动产资产证券化等类REITs业务，就是东方红资产管理基于对商业地产行业发展趋势的深入理解，以及对资产证券化业



我们希望，未来能够有更多的房地产企业意识到资产证券化的价值，也希望通过我们的努力，帮助更多的房地产企业完成新的转型升级。



务的深入认识，确定的一个重要的业务方向。

上述负责人表示，我国经济发展进入新常态，正处于高速增长到中高速增长的转型调整阶段，随着人均收入的不断增长，城镇化水平的不断提高，服务业占GDP的比重持续增加，中国经济正加速从商品生产型经济向服务型、消费型经济转变，从投资驱动向消费驱动过渡，这将对房地产行业产生深远影响。从细分市场看，我国商业地产近些年新开工面积呈现快速上涨趋势，但与商品住宅相比，占比仍然较低，与美国和日本同期相比，仍有很大的发展空间。未来，在城镇化程度较高、消费人口快速增长地区的商业物业，将更加符合经济转型的逻辑，并成为商业地产行业新的增长点。

房地产行业是典型的重资产行业，商业地产具有投资规模大、回收周期长、运营管理要求高的特点，对商业地产企业的投融资能力及运营管理水平提出了很高要求。而REITs等不动产资产证券化模式，对于商业地产企业的吸引力正在于此。商业地产企业可以将物业出售给REITs实现退出，缩短投资回报周期，提高资金使用效率，同时有助于商业地产企业专注于提高运营管理能力，实现轻资产的经营模式。

基于上述认识，借鉴海外REITs市场的经验，东方红资产管理探索出的这一业务模式更加顺应未来房地产行业的发展趋势，标志着我国不动产资产证券化业务，向真正的REITs又近了一步。上述负责人表示，这一新的业务模式，至少在以下两个方面为我国不动产资产证券化的发展做出了积极贡献。首先，不同于国内市场上现存的类REITs产品，本专项计划更看重物业估值及自身现金流对投资者的保障程度，而非依赖于外部增信措施；管理人在评估、预测现金流的过程中，聘请了国际知名评估机构，在物业市场价值评估、未来现金流预测等方面提供专业咨询，保证了物业估值及现金流测算的专业性及客观性，管理人在发行推广材料中，从市场分析、物业估值、现金流预测、物业管理运营等多方面对基础资产做了详实的分析和披露；同时，管理人也将在今后的资产管理报告中，对物业运营状况、现金流等情况做出详实披露。充分、全面的信息披露安排，在保障投资者利益的同时，也为投资者提供了参与、了解商业物业运营管理的机会，有利于为未来的REITs市场培育专业投资者。

“不动产资产证券化市场刚刚拉开序幕，还有非常大的想象空间。”上述负责人表示，“我们希望，未来能够有更多的房地产企业意识到资产证券化的价值，也希望通过我们的努力，帮助更多的房地产企业完成新的转型升级。”

价值投资正当时

文 / 中国基金报 记者 吴君

本文是 5 月 13 日中国基金报主办的机构投资峰会上的内容。演讲者是东方证券资产管理有限公司董事长陈光明先生。陈光明是数一数二的投资高手，他管理的东方红 4 号累计收益超过 300%，大幅领先于同期同类产品。陈光明投身资本市场 18 年，不仅带领东方证券资产管理业务走在前列，也是至今仍坚守在投资一线且长期业绩优秀的为数不多的投资人之一。

陈光明外表清瘦、干练，他比较纯粹的价值投资人，有着朴素的价值投资理念，选择优质公司，伴随企业发展来获利。当前 A 股市场在经历大波动后估值回落，陈光明认为，尽管这几年市场短期炒作、博弈之风盛行，但从长期来看，价值投资在中国仍有生存土壤，A 股有一批优质蓝筹股，能够带来可持续的回报。在目前市场估值回落、监管加强、长期资金入市的背景下，价值投资正当其时。

“穿越周期，见证长期，发现价值之美。”东方证券资产管理有限公司董事长陈光明在近期中国基金报主办的第三届“中国机构投资者峰会暨财富管理国际论坛”上表示。

以下为陈光明先生演讲实录，以飨读者：

价值投资在中国有生存土壤

非常感谢中国基金报的邀请，让我有机会在这里与大家分享价值投资。近期市场的变化让价值投资重新受到认可。

价值投资在中国有生存土壤。A股市场有一批优质蓝筹股，如格力电器、恒瑞医药、宇通客车、老凤祥、贵州茅台、万科A、云南白药、伊利股份等，如果从2006年初到2015年底十年间一直持有，即使不做任何波段操作，到现在可以获得10倍以上的收益。据粗略统计，2006年至2015年底A股市场股价涨幅超过10倍的个股超过400只，若剔除重组等因素，10年间净利润上涨10倍的个股超过100只，十年10倍的涨幅主要源自于业绩驱动，坚持价值投资，长期可以带来超越市场的回报。

但价值投资的方法沉寂已久。过去8年来，价值投资在国内投资界处于边缘境地，绝大多数投资者的盈利模式靠炒作和博弈，出现这种情况的主要原因在于，一是投资者结构以散户为主，缺乏研究能力；二是大股东尤其是中小上市公司的大股东有强烈做大市值的欲望；三是以游资为代表的社会闲余资金不断涌入；四是以基本面研究驱动的机构投资者，投资风格比较多元，真正秉承价值投资并付诸实践的占比并不高。

A股市场是典型的以散户为主的市场，个人投资者存在交易频繁等特点，容易形成羊群效应。2015年以及2005~2007年的牛市中，就偏股型基金新发规模、基金申购赎回净额及A股新开户数统计发现，牛市中后期投资者明显增加。个人投资者难以摆脱人性的弱点，交易行为以追涨杀跌为主，容易放大市场波动。过去几年在股票供给受限的情况下，投资者热衷于追捧

新兴产业，炒作中小盘股、绩差股，钟情于各类收购兼并题材，目前A股市场即使经过下跌，创业板、中小板整体估值仍然处于较高的位置。

国内的机构投资者中，除了保险保障类资金外，其他机构投资者风格比较多元，真正秉承价值投资并付诸实践的占比并不高。机构投资者之间以相对排名为主要竞争方式，评价体系以短期指标居多，比如基金公司对基金经理的考核一般是按年的业绩排名考核，缺乏长期的绝对收益的考量。短期化的评价指标容易导致投资人看重产品的短期业绩，难以形成长期投资理念，长期投资的资金缺乏。中国市场的波动远远大于成熟市场，如果能够预测市场走势，那么产品的业绩将会极其艳丽，并且不用承担波动。只是事实上没有人能够准确预测到市场的每一轮波动。

价值投资优势明显。首先，可以大概率获取长期回报。在不成熟的市场中，市场的有效性很低，对于价值投资者而言带来更多的投资机会，只是需要更强大的内心来应对股市的短期波动。其次，能提升资源配置效率。价值投资能够提升市场的定价效率、减少市场的波动性，从而提升资本市场资源配置效率。价值投资通过发掘优秀的公司，能够帮助优秀的上市公司发展壮大，提升整个社会的效率。第三，可复制和可持续性比较强。价值投资符合商业逻辑，投资过程很完整，价值发现的过程是符合商业逻辑，整个投资过程完成的概率更大，因为符合商业逻辑，所以可复制性和可持续性比较强。



中国市场的波动远远大于成熟市场，如果能够预测市场走势，那么产品的业绩将会极其艳丽，并且不用承担波动。



长期资金是倡导价值投资的中坚力量，为整个市场提供定价基准。



价值投资正当时

近期，国内资本市场正在发生诸多积极变化。首先，随着估值的回落，优秀公司投资价值凸显。投资股票其实是投资股票所代表的企业股权，最重要的是企业本身，优秀的企业是资本市场正和游戏的基础。经过前期市场下跌，我们看到，A股平均市盈率已经从17.96倍下降至14.75倍，整体估值逐步回落。同时，上市公司现金分红回报股东的意识和力度不断增强。过去很多年，国内资本市场的制度安排及参与各方并没有将股东回报放在更重要的位置，整体呈现出重融资轻回报的市场环境，上市公司通过资本市场融得的资金总额远大于通过分红、回购等方式回馈给投资者的收益。目前这种情况逐渐发生改变，上市公司现金分红回报股东的意识和力度不断增强，以深市公司为例，深交所公布数据显示，截至2016年4月底，深市共计1227家推出现金分红预案，分红公司占比72.68%。

其次，市场监管不断加强，主要体现在保护投资者利益和打击投机炒作行为。去年以来，证监会加大对操纵市场相关行为的查处和打击，操纵市场、编造传播误导性信息已成为打击和防控重点。关于绩差公司、壳资源炒作，近期证监会表示高度关注境内外市场的明显价差、壳资源炒作，正对这类企业通过IPO、并购重组回归A股市场可能引起的影响进行深入分析研究。

第三，国内的机构投资者队伍不断壮大。长期资金是倡导价值投资的中坚力量，为整个市场提供定价基准。长期资金来源主要包括基本公募基金、保险资金、社会保障基金、养老金、企业年金等保险保障类资金，私募基金，证券公司自营资金等。随着A股纳入MSCI、沪港深开通、养老金入市，市场中的长期资金将不断增长，投资者结构也将不断改善。

我们的探索与实践

关于我们的探索，我们公司是 2013 年取得公募业务资格的，这也是新基金法实施后，第一家拿到公募牌照的非基金管理类公司，从事公募业务的时间不长，属于基金行业的新兵。但是我们团队做投资的时间更长一些，从 1998 年开始，也算是见证了券商资管行业的起步和发展，我虽然担任总经理 11 年了，但也一直在投资一线，因此想从投资和公司发展的角度与大家分享我们的实践。

简单说，我们是中国的价值投资坚定实践者。我们以客户长期财富增值为目标。我们多年的投资实践证明，在中国，价值投资能够实现客户财富的长期增值。价值投资需要长期资金；我们寻找满意的客户；市场销售部门以投资者教育为主要工作。价值投资重要的能力是准确判断评估企业的内在价值；我们建立稳定的投资团队培养能力传承价值投资理念；注重绝对收益，投资经理的考核周期为五年。

准确判断评估企业的内在价值，是价值投资最重要的能力，也是我们一直努力的方向。价值投资的逻辑很简单，便宜买好货。市场不可能长期漠视一个企业的成功，也不可能漠视一个企业

的失败。但是对于如何准确判断评估企业的内在价值，有非常高的要求。经过多年的实践，我们已初步形成了较完善的投资方法，比如企业是否有很深的护城河；所处行业是否有基本的需求、是否有广阔的未来；企业管理层是否品德优良、能力超群；估值是否合理，严格遵守估值纪律，不买高估的标的等等，这些都是重要的衡量维度。

从公司发展角度而言，我们坚持以客户长期财富增值为目标，逆向布局，不以规模为导向。这不是说我们不注重规模，而是我们认为业绩好了，规模增长是自然而然的事情。如果只看重短期规模增长，那么终究会发现，规模的增长也是非常脆弱的。因此，我们希望规模的增长是建立在为客户创造长期复合回报前提下的。

长期价值投资的方法可以为客户创造长期复合回报，但需要长期资金的配合，因此我们希望寻找到满意的客户。如果是只看重短期业绩、对短期回报有不切实际预期的客户，可能并不适合我们。我们也建议客户要真正了解资产配置，做好适合自己的资产配置。对于优秀的资产管理人而言，就是要深刻了解客户真实的情况。我们注重投资者教育工作，因为对我们来说不是所有的钱都可以募来，需要寻找那些认可我们价值投资理念、能够进行长期投资的资金。

在公司内部管理和考核上，我们摒弃短期相对收益的考核机制，注重长期绝对收益，其中，对投资经理的考核周期为五年；对市场销售团队的考核上，客户的钱是否实现长期增值是重要考核指标，销量占比很小，特别是牛市。由于我们整个团队都在践行价值投资理念，所以在我们这里做价值投资不孤独。

以上是我的一些简要看法，谢谢大家！

简单说，我们是中国的价值投资坚定实践者。我们以客户长期财富增值为目标。我们多年的投资实践证明，在中国，价值投资能够实现客户财富的长期增值。

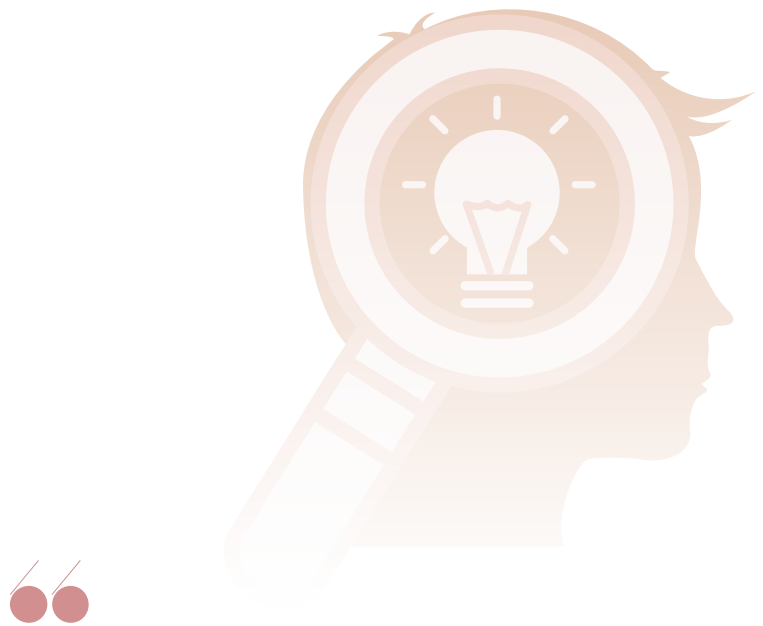
东方红资产管理基金经理周云： 价值投资赢得长期回报

文 / 上海证券报 记者 吴悦萌

近期 A 股频繁震荡调整，在此市场环境下，一直在 A 股投资上坚持着价值投资理念的东方证券资产管理有限公司基金经理周云博士，日前接受记者采访。

据了解，周云为清华大学生物学博士，证券从业 8 年，历任东方证券股份有限公司资产管理业务总部研究员，东方证券资产管理有限公司研究部高级研究员、投资主办人。目前担任东方红新动力混合、东方红京东大数据混合以及正在发行的东方红睿满沪港深混合等基金的基金经理。

COVER
STORY
封面故事



寻找真正能够经得起时间检验的优秀公司，或者在被市场抛弃的公司中寻找金子。



超额收益的来源

在周云看来，做投资首先要考虑清楚“钱是从哪里赚来的”，即明确投资收益的来源，才能够合理把握投资方向，谨慎规避投资风险，赢得长期的投资回报。采访中他简单的将超额收益的来源归纳为以下几个方面：

挑选优秀企业，并且因为看清楚了它们的未来而长期持有。周云认为，时间是优秀公司的朋友，伴随公司成长，投资者能够通过上市公司利润增长、分红或回购等多种形式实现收益。优秀企业并不等同于市场认可的白马，很多机构抱团取暖的品种事后都没有经得住时间的检验。

针对市场预期差到无法再差的公司做逆向投资。周云表示，这类公司可以考虑依靠价值回归和周期性成长来获得超额回报。资本市场的一个特点是经常会对于一个公司或行业形成“极端”的一致预期，市场好的时候“公司优点被无限放大，没有瑕疵”，市场差的时候“缺点又被无限放大”。公司基本上不算太大

的波峰和波谷在经过市场情绪的放大后，可能会在股价上形成很大的周期起伏。周云表示，如果投资者能够不受市场情绪的影响，保持客观的态度，结合对公司竞争力和未来趋势的判断，在很便宜价格的基础上，投资即使不算特别优秀的公司也有可能在中短期内获得非常好的回报。

此外，还有一种方式，即通过博弈赚取其他投资者的钱，但这类收入来源或与价值投资理念差异比较大。博弈是零和游戏，如果考虑高换手产生的交易成本的话，那么就只是负和游戏，在成熟市场只有极少数的人能通过这种方式长期获得超额收益，稳定性和可持续性比较差。

对于上述投资风格，周云直言东方证券资产管理有限公司更倾向于前两种，即寻找真正能够经得起时间检验的优秀公司，或者在被市场抛弃的公司中寻找金子。

合理估值 践行价值投资

东方证券资产管理有限公司始终践行着价值投资的理念。在谈到如何做价值投资时，周云坦言，“如何给上市公司定价是核心，也是最难的部分，因为人和外部环境都是变化的，公司经营有很多不确定因素，所以股票的精确定价几乎不可能，对大多数公司而言，经过广泛调研和深入研究之后，可能也只能得出大概的一个风险和回报的评价。相对于固定收益产品的确定性，股票定价是一个在众多不确定因素中寻找确定因素的定性过程。”

企业经营的不确定很大程度上来源于无处不在的竞争，某些竞争结构可以对企业的盈利能力形成比较好的保护，企业所拥有的这种竞争优势就是巴菲特所说的护城河，比如某些行业的龙头企业在产品享有一定的品牌溢价的同时，还具有更低的生产成本，这中间的超额利润对股东而言就是重要的保障。在选股的过程中，相对于行业增长速度我们更看重企业的竞争优势，

事实也证明很多需求看似增长快但是没有竞争优势的公司最后都变成了美丽的陷阱。在“竞争”之上的不确定性主要来自于技术进步，特别是“创新型的技术进步”，可能会导致原有企业的优势没办法延续，甚至成为了包袱。纵观美股历史，长期市场表现最好的是万宝路、雷诺这些烟草股票，与烟草行业几乎没有创新型的技术进步有很大的关系。而上述所有的不确定性又归根到底归结于人，大多数企业的未来的走势都取决于掌舵人的战略和执行，所以值得信赖的管理层非常重要。

在对公司的价值区间和风险有了定性判断之后，价值投资剩下的就是对人性的考验，“市场都不看好的时候是否敢买”，“长期不涨能否坚持”，“基本面判断失误时是否能止损”等等。“价值投资的方法也许不会让你做到最好，但是一定能够提高成功率”周云说。



机会与风险并存 消费品等行业受关注

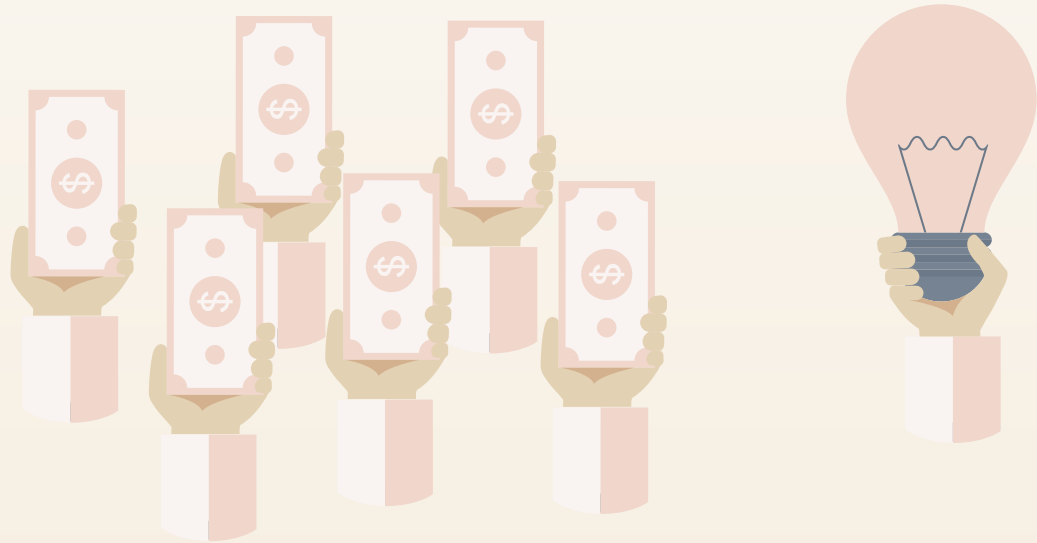
对于下半年整体市场的看法，周云认为并不悲观，未来市场存在结构性的机会和风险。风险主要来自于两个方面：一是部分股票估值依然高企，需要股价下跌或者多年的业绩增长来消化高估值；二是中国经济 L 型持续的时间可能会比较长，部分和宏观经济联系紧密的公司虽然静态估值低，但目前可能还看到不到业绩的底在哪里。如果将股票按照“估值高低”和“与宏观经济关联度的紧密程度”划分成四个象限的话，未来的投资机会更大概率的出现会在“与宏观经济关联度较低且估值合理”的这个象限中。

随着过去一年 A 股的大幅调整，越来越多的公司落入了可选择的范围内，这些股票比较集中于面向终端客户的制造业、消费品和公用事业等行业里，还包括一部分优质的成长股。周云称：“一方面资本密集型行业的发展几乎到了尽头，而制造业产能过剩又约束了通胀水平，所以预计未来中国低利率的环境应该会维持很长时间；另一方面信用风险不断暴露，优质公司股权，特别是分红收益率比较高的标的，在大类资产中的吸引力越来越大。”

2016 年第三季度投资策略

投资环境趋暖 寻找优质龙头企业投资机会

文 / 东方红资产管理基金经理兼策略师 刚登峰



二季度 行情回顾

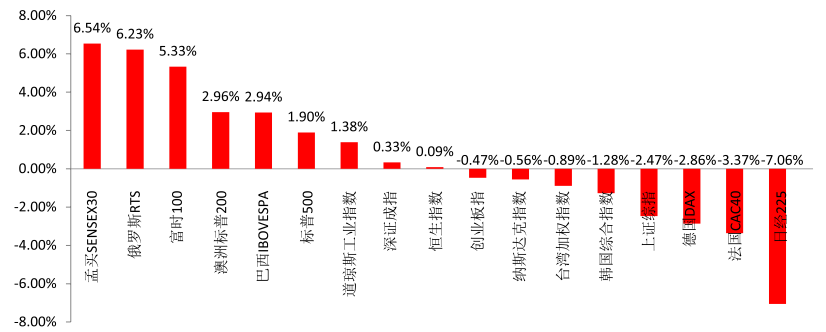


国际比较

经历过一季度的恐慌之后，全球的金融市场在二季度进入了平稳时期。二季度 A 股上证深证涨跌互现。上证二季度下跌 2.47% 而深证微涨 0.33%。创业板指数也一转二季度垫底态势，跌幅降至 -0.47%。

从主要国家的股市表现来看，目前市场整体处于金融动荡之后的逐步恢复期。另外，二季度末英国公投意外脱欧之后，市场经过了短期的巨震后很快恢复，全球又开始了新一轮的货币宽松预期。

二季度涨幅



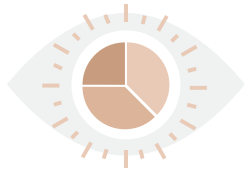
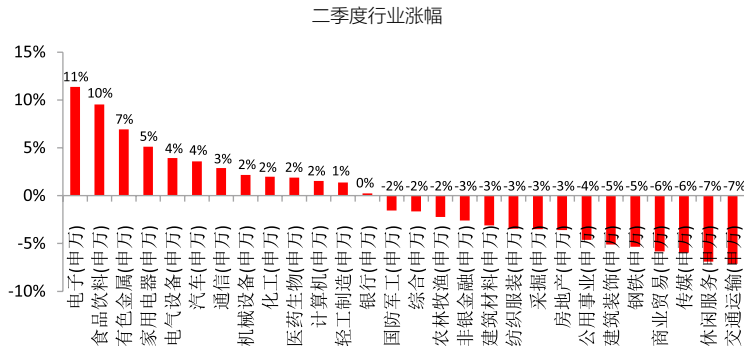
走势回顾

二季度开始延续了一季度末的反弹，随后出现了反复，但是有些基本面表现较好的个股开始凸显，市场进入振荡期，因此自下而上的选股成为最优的策略。



行业表现

据申万一级行业统计显示，2016 年二季度行业开始分化，其中电子（11%）食品饮料（10%）有色金属（7%）家用电器（5%）涨幅比较可观，但是交通运输（-7%）休闲服务（-7%）传媒（-6%）商业（-6%）有了一定的跌幅。



三季度 投资环境

国际环境

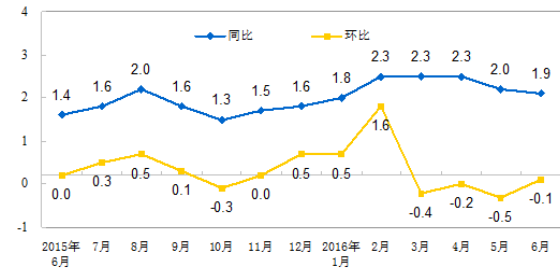
美国加息预期略升温但概率仍低。6 月非农数据超预期并不反应就业市场整体性回升，同时考虑到英国脱欧的不确定性、欧洲银行业不良暴露风险和美元走强的不利影响，美联储可能还会再观察几个月，7-9 月加息概率仍低。

国内环境

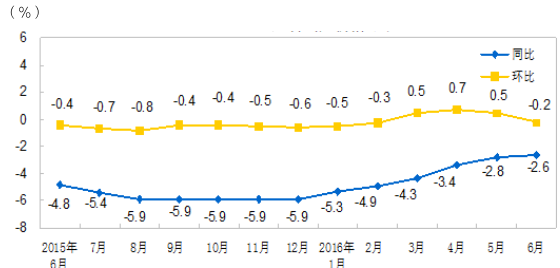
国内经济情况来看，随着房地产市场的逐步复苏与政府基建项目的实施，经济逐步开始企稳。

从物价水平来看，猪肉价格跟蔬菜价格的上涨让 CPI 维持在相对高位但随着食品价格回落 CPI 也开始回落。工业品价格随着供给侧的改革价格开始回升，预计未来随着供给侧改革的逐步推进，PPI 指数将继续回升。

全国居民消费价格涨跌幅



工业生产者出厂价格涨跌幅



从投资方向上，我们的观点没有太大变化，下半年继续自下而上的在未来需求空间大，政策鼓励的行业中寻找个股。

我们仍然继续看好新能源汽车方向，政府的大力支持有助于中国在这个领域建立全球的竞争力；同时继续关注创新药龙头的投资空间，我们认为医改有助于行业向龙头进一步集中；在承接全球的高端制造业的转移的方向以及国内高端制造业的自主创新方面也具备一定的潜力值得我们去深度开发；龙头企业的全球化布局仍在进行中，关注其中进展顺利的优质龙头公司；在国内消费品龙头公司中，尤其是在食品饮料领域，一些具有提价能力的优质公司也蕴含着不少机会；另外，由于供给侧改革对传统行业存在着巨大影响，部分周期品行业的交易性机会非常值得关注。

三季度 投资策略

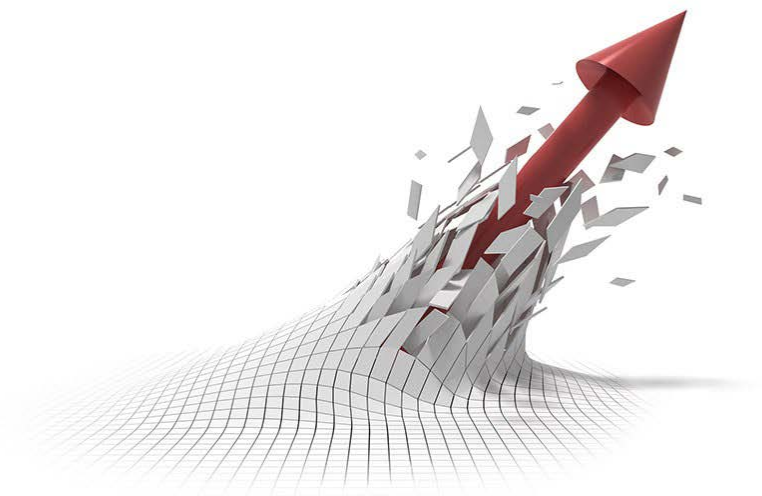


声明：
报告中的内容和意见仅供参考，不构成对任何人的投资建议，不对使用报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。
报告版权归公司所有，公司保留所有权利。

2016 年第三季度债市投资展望

曲线平坦化 持仓待破局

文 / 东方红资产管理基金经理 纪文静



二季度 行情回顾

2016 年二季度，在房地产强劲复苏的推动下，经济出现了阶段性企稳；再叠加 CPI 的回升、PPI 负值不断收窄，债券市场最终在 4 月迎来了一波快速且幅度较大的下跌。5 月公布的 4 月数据出现了复苏放缓的现象，通胀也未持续走高，市场有所修复，短久期品种表现更优。6 月中下旬，随着美联储加息预期的一再推后，以及英国脱欧公投的黑天鹅事件，全球避险情绪攀升，中长端债券收益率出现了较大幅度的下行，而信用债受制于信用风险的频发，表现明显分化两极分化趋于明显。市场表现具体可概括为如下两方面：

收益率曲线平坦化

对市场的看法回归基本面因素，经济长周期下行趋势未变，中长期品种价值更大，机构逐步拉长组合久期。而短期品种受制于央行利率走廊模式，下行空间较小。从而收益率曲线较一季度末更加平坦化。

图 1：2016 年二季度国债收益率走势

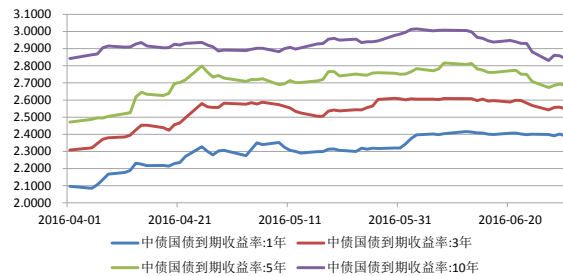
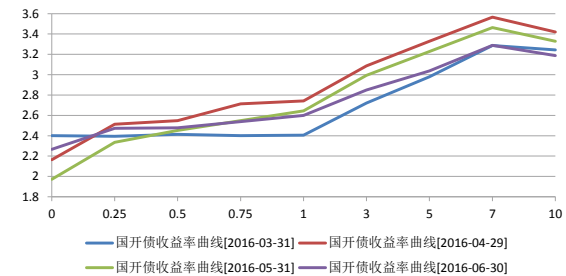


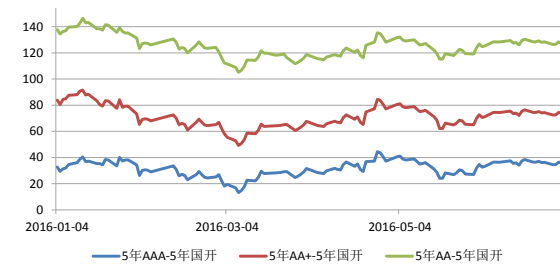
图 2：2016 年二季度国开债期限结构



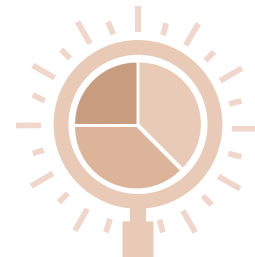
信用利差分化

二季度信用事件频发，再加上年报的逐步披露，评级调整潮来临，信用债的分化极其明显，高等级信用债配置需求仍然强劲，再加上发行规模急剧下降，二级市场高等级信用债一券难求。而低等级则信用利差扩张明显。此外，随着房地产销售数据回落，各地调控政策的出台，市场对地产债的预期也产生了变化，在 5 至 6 月的市场反弹中，地产债表现一般，部分甚至出现了下跌的情况。

图 3：2016 年上半年信用利差变化

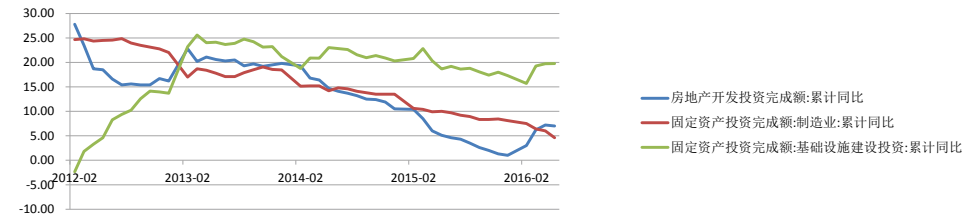


数据来源：Wind



三季度 投资展望

图 4：固定资产投资增速分行业变化



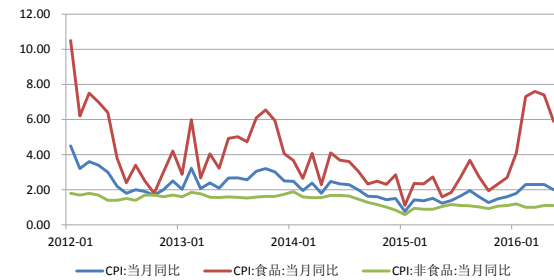
数据来源：Wind、东证资管

图 5：房地产相关数据



数据来源：Wind

图 6：CPI 分项变化



数据来源：Wind

基本面短期平稳 中长期下行

综合二季度公布的各项数据来看，基本面虽体现出呈现阶段性企稳态势，但复苏乏力比预期来得更快，4 月和 5 月的数据相比 3 月而言已有减缓趋势。从分项数据来看：（1）制造业投资仍然低迷，下跌趋势未变；（2）基建投资略有回升，对经济起到了托底作用；（3）房地产投资复苏明显，是推动此轮经济企稳的最主要动力。

地产周期的传导顺序是先销售拐点，再投资拐点。从短期来看，房地产投资增速的反弹和新开工增速的回升具有一定的惯性作用，相对销售数据有一定的滞后性，3 月和 4 月出现了快速上升后，5 月同比已有所回落，但短期或回落有限，因此我们仍能看到基本面数据的相对平稳；但中长期看，各地地产调控政策出台，销售拐点已现，房地产投资增速拐点即将临近。后期经济数据也将逐步体现这种变化。

物价阶段性见顶

5 月 CPI 数据出现回落，主要体现在食品价格的回落，其中主要是蔬菜价格出现了大幅的回落，而猪肉价格一改上涨态势、基本持平。预计后期猪肉价格也不会再出现明显的上涨，从二季度数据来看，生猪存栏量也略有回升，猪肉价格前期的持续上涨，在后期也将带动供给的变化。我们预计 CPI 阶段见顶，目前压力有限。如果仅从基数和季节性因素考虑，未来 CPI 将平稳回落。但后续仍需关注经济刺激力度以及极端天气对农产品的影响。

今年以来，大宗商品价格持续上涨，其主要原因一方面在于货币超发导致资金在不停寻找新的价值洼地，另一方面在于供给侧改革的持续导致大宗商品的供给相对有限。大宗的上涨带动 PPI 今年以来持续负值收窄，短期内这一趋势仍将延续。

货币政策稳健为主

今年自从 2 月底降准之后，央行一直通过公开市场操作以及 MLF 等方式呵护市场资金面，以局部放松取代了全面宽松，近期更允许部门银行每周五上报 MLF 需求，加强与市场的沟通。我们认为短期内央行仍然会延续这一态势，较难看到进一步的宽松，货币政策仍然以稳健为主。此外，央行仍将继续利率走廊管理的模式，短期利率下行空间有限，货币市场利率基本维持现状。值得注意的是，交易所由于融资规模的不断扩大，以及权益市场的转暖，资金利率发生微妙变化，较前期已有小幅抬升。

美联储加息概率大幅下降

5 月中旬开始，市场一度对美联储 6 月或 7 月加息的预期上升。但 6 月因为美国经济及就业数据表现不及预期，再加上出现了英国脱欧公投的黑天鹅事件，美联储不得不考虑英国脱欧的影响，从而市场对未来美联储加息路径的预期大幅下降。但随着脱欧事件的逐步消化，美国后期政策仍将考虑国内市场情况，需要密切关注美国经济及就业数据的变化。从国内市场来看，美联储加息的推后，相对改善了国内的流动性预期，短期汇率对市场的压力缓解暂缓，市场的风险偏好有所回升。



2016 年三季度我们需要关注以下风险点：（1）监管政策变化给市场带来的风险，如对债市杠杆的监管导致的流动性风险等；（2）股市反弹对债市的短期压制；（3）美国经济及就业数据向好，导致美联储加息预期或重燃。

整体而言，三季度市场环境相对有利于债市，基本面对债券市场有支撑，海外因素对市场的影响也较为有利。经过 6 月底至 7 月初的大幅下行后，曲线极度平坦化，长期利率债已回到 3 月末的位置，而受制于短期相对稳定的基本面以及短期利率下行空间暂未打开，长端品种继续下行受限，后期或处于小幅震荡的状态，建议逢调整适度加仓。待后期基本面数据出现明显下滑，长端利率将进一步下行。此外，中短期利率债相较前期低点仍有一定的空间，可适当配置。

在利率债小幅波动的情况下，信用债一般较为平稳，票息收益仍有优势，可择优质个券进行配置，适度控制久期，同时需要关注信用利差分化的风险。三季度经济稳定、通胀回落、美联储加息缓解暂缓都为股市提供了较好的反弹环境，建议关注转债的交易机会，尤其是部分转债在三季度进入转股期，可以积极参与，博弈发行人促转股的意愿。

三季度 投资思路

声明：

报告中的内容和意见仅供参考，不构成对任何人的投资建议，不对使用报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。报告版权归公司所有，公司保留所有权利。

投资主办人看市场

文 / 《东方红 悦读》编辑部



CHEN GUANG MING
陈光明
先生

经过了年初大幅下跌和反弹之后，二季度市场持续震荡盘整，指数的波动幅度较小。上证指数区间下跌 2.4%，创业板指数下跌 0.47%，市场个股分化表现明显。

二季度宏观经济方面仍然没有明显起色，多项经济数据在 5 月份重新向下，人民币兑美元汇率重新进入贬值趋势，并创出新低。在外围市场方面，英国脱欧造成全球股市和汇率、贵金属市场大幅波动，欧洲和美国经济增长亦将受到影响。未来的不确定性有所上升。

A 股市场方面，以创业板为代表的中小上市公司估值仍然偏高，大小非减持压力较大，估值泡沫还未充分消化，我们对此仍偏谨慎。但是在监管层多次强调健康发展 A 股市场的决心下，我们认为价值投资的时代已经到来。优质的公司、合理的估值，在资本存量足够大的市场而言，仍然是稀缺的，然而再三下跌之后，市场表现虽然趋于平稳，但整体估值仍偏贵，我们将继续坚持价值投资理念自下而上精选个股，选择基本面能够平稳度过目前复杂的宏观环境的公司，选择能始终保持行业的竞争力的企业，最重要的是这些企业的估值仍然处于合理或偏低的水平，同时也有较好的分红收益。

同时，我们还关注港股市场。很长时间以来，港股市场的估值水平无论是和自身历史相比、还是横向与全球主要市场相比都处于最低水平，投资价值非常明显。我们已经通过沪港通投资了部分优质的港股公司，并计划在深港通开通之后进一步加大投资力度。

总之，我们对未来的态度是谨慎乐观，将继续从基本面和估值两个角度来严格选择投资标的。



JIANG HE ZE
姜荷泽
先生

2016 年二季度 A 股市场整体呈现箱体震荡格局，市场热点快速轮换，涨幅较大的是以白酒为代表的消费行业、以黄金为代表的有色金属行业、新能源车和一些如半导体主题机会，wind 全 A 指数二季度上涨了 45%。市场的表现和整体经济低迷、流动性相对充裕、投资者受复杂的国际国内经济环境影响风险偏好下降的大背景是一致的。

展望下半年，我们认为整体的市场环境不会发生很大的变化，经济继续在转型的道路上艰难前行，若不出意外，经济去杠杆、人民币有序贬值应大概率能实现，市场流动性仍能保持相对充裕。如此，股票市场在各类资产中仍有相对优势。我们认为 A 股市场将保持窄幅箱体震荡的趋势，其中存在一些结构性机会。在此市场环境中，自下而上的精选个股比市场时机选择更为重要。我们也看到了一些估值合理，增长稳健的个股机会，我们相信下半年仍有获取正收益的机会。



ZHANG FENG
张 锋
先生

经过了年初大幅下跌和反弹之后，二季度市场持续震荡盘整，指数的波动幅度较小。上证指数区间下跌 2.47%，创业板指数下跌 0.47%。市场主要表现为个股分化行情。

二季度宏观经济方面仍然没有明显起色，多项经济数据在 5 月份重新向下，人民币兑美元汇率重新进入贬值趋势，并创出新低。在外围市场方面，英国脱欧造成全球股市和汇率、贵金属市场大幅波动，欧洲和美国经济增长亦将受到影响。未来的不确定性有所上升。

回到 A 股市场，以创业板为代表的中小上市公司的估值仍然偏高，大小非减持压力较大，估值泡沫还未充分消化，我们对此仍偏谨慎。但是我们对主板和沪深 300 指数并不悲观，从去年 6 月份以来经历了多次大幅调整，目前的估值水平已经回到了历史低位，尽管上市公司基本面就整体而言难以有明显起色，但其中的部分优秀企业的估值已极具吸引力。同时中国经济仍然有充足的活力，相对于整体宏观的疲弱而言，我们更加看重企业竞争力的提升。

总之，我们对未来的态度是谨慎乐观，将继续从基本面和估值两个角度来严格选择投资标的。



LIN PENG
林 鹏
先生

2016 年二季度，国内实体经济依然在底部徘徊，海外局势愈加复杂。英国“脱欧”给全球的经济局势增加了更多的不确定性，黄金等避险资产的上涨也表明了全球风险偏好的下降。国内经济结构的调整在艰难进行，需求侧的不景气倒逼供给侧的改革，然而复杂的外部环境、人民币汇率的贬值、人口红利的下降等因素也构成较大的压力，我们对短期的经济抱持谨慎的态度。

而另一方面，短期美联储加息预期延后、国内通胀预期下降，也给市场提供了相对宽松的货币环境。几轮调整之后，目前的指数水平已经释放了较大的市场风险，估值泡沫的消化较为充分。我们认为可以在重点行业精选个股、长期布局。在一些细分领域，如大消费、新能源等行业，反映了经济结构调整的方向，也出现了一批具备核心竞争力和护城河的公司，我们相信他们代表产业方向、具备企业家精神、能够穿越经济周期。在人民币贬值的中长期趋势下，我们也相信会有一批国内企业走向全球，成为世界级的企业。市场情绪的短期波动难以预测，但我们相信与这些优秀企业为伴，一定能给投资者带来良好的回报。



WANG DAN
王 丹
先生

二季度国内经济出现了一些比较可喜的现象。主要有国内长端利率与理财收益率的回落；大宗商品和强周期行业经营逐步稳定甚至好转；此轮人民币的贬值没有出现上两次一样的恐慌和动荡。美欧经济形势差于预期和英国脱离欧盟无疑为上述局面的形成贡献了力量。此外我们猜测政府主导的经济刺激虽然从数据上看不那么明显，但是后继可能比较多。

欧盟的衰落对人民币来说不是个坏事情，地缘政治上对中国也不是坏事。英国更可能从脱欧中长远获益。真正需要注意的风险还是在欧洲大陆。人民币的资本输出如果能够从欧洲衰落所引发的种种格局变动中获利，对整个国家的局面都会有很大帮助。

通观上半年，虽然市场疲软，但总体表现出一定的韧性。预计至少下半年境内市场对坏消息可能会进入一个疲劳期。在这期间，来自国际上的风险即便爆发，国内的反应都可能慢半拍。甚至国际风险的爆发会让遮遮掩掩的政府刺激变得更加激进。真正需要注意的重大风险是最近监管的全面趋紧，目前中国金融体系可以说已经被网状的杠杆结构紧密联系起来。任何一个结点的杠杆过度收紧都会让整个网络崩塌。

组合配置而言，看好 A 股中能够享受到刺激政策的公司。债券市场更多是一个观测局面的窗口，将在流动性的波动中赚钱。港股具有非常独特的风险结构，可以进行高性价比的交易。



ZHU BO SHENG
朱伯胜
先生

继 2016 年一季度 A 股市场破脚探底反弹后，二季度股市上冲反弹高点后震荡调整，上证综指在 2800 点一线整固，总体来看是一个以时间换空间的走势。在上半年结束后，通过均线系统的缓慢下行和指数本身的平台整理实现了指数再次站上 120 天线的目标。这是去年股灾以来，指数第二次站上半年线，且成交量温和放大，有望形成年内一次持续性较强的行情。

2016 年二季度大小盘指数涨跌互现，局部行情延续。总体而言，中小盘指数在经历快速下跌后，再次较大盘指数相对收益转正。沪深 300 指数、中证 500 指数、中小板指数和创业板指数涨跌幅一次为 -1.99%、-0.53%、0.41% 和 -0.47%。配合全市场成交量来看，大盘股成交量进一步萎缩，而中小盘市场成交量温和放大。K 线形态上均收出下影较长的季度十字星。

展望 2016 年下半年中国经济，一方面冰冻三尺非一日之寒，经济增长的内生动力增强和外部环境改善绝非一蹴而就，走出牛皮市尚需时日；另一方面政策空间仍然存在，央行在汇率、利率上的选择和政府对资产价格和金融风险的关注都使中短期内出现断崖式下滑的可能性大幅降低。过去半年我们坚持不认可崩溃论的观点得到较好验证。在这样的前提判断下，我们再次回归我们的特长，即专注于量化选股和风险收益控制。我们会不断验证观察到的大小盘风格二元化过程中中大盘股白马价值投资逻辑和中小盘转型新经济投资逻辑的分流新常态。在此假设下，修正模型并在细分市场上运用不同策略为客户积累收益。



XU XI JIA
徐习佳
先生

二季度以来，市场在经历反弹后进入震荡盘整阶段，整体看指数窄幅波动，但部分行业、主题和个股表现强势。即使在国际金融市场大幅波动的背景下，A 股投资者的情绪也逐步趋于稳定，市场的赚钱效应略有显现。

展望下半年，全球经济在动荡中挣扎，不确定性有所上升：美国经济复苏持续但弱于预期，脱欧公投给欧元区温和复苏前景蒙上阴影，日本激进宽松的货币政策效力减弱。国内经济将呈现较为稳定的态势，但通胀下半年仍有上行压力，在人民币贬值和房价上涨压力下，货币政策大幅宽松概率较低。

产品管理上，二季度产品配置仍较为均衡，总体继续控制权益仓位，并精选个股品种。考虑到全球经济、金融市场不确定因素较多，下半年我们仍将保持谨慎乐观态度，继续聚焦于折价封基、定增破发、分级 A 及部分精选个股上，并逐步开始关注估值有所下降的可转债，力争为投资者带来长期稳定回报。



GAO YI
高义
先生

2016 年二季度大陆资本市场指数仍旧跌宕起伏，尤其在 4 月中旬以后，在各种利空因素的作用下，指数爆挫，后于上证 2780 点附近获得支撑企稳反弹。这种波动巨大的市场对管理人的仓位控制能力和选股水平提出了相当高的要求。整个二季度，上证指数下跌 2.47%，深成指上涨 0.33%，中小板指数上涨 0.41%，创业板指数下跌 0.47%。而同期本计划净值上涨 7.84%。

回顾二季度的市场走势及操作，尽管指数波动区间不大，但结构性机会凸显。尤其以新能源锂电池板块，稀土板块以及白酒等消费品行业的超额收益极其明显，本集合计划在灵活调节仓位的前提下，也对这些高景气板块进行了适当布局，取得了相对不错的收益。

展望未来的市场，我们认为需要警惕人民币贬值的趋势超出预期以及海外市场出现黑天鹅的风险。但同时我们认为三季度资本市场将迎来一个利空因素相对不多的喘息期。而货币政策进一步宽松比如降准等仍不排除；基于稳增长的需求，针对某些具体行业和产业的积极的财政政策也有出台的必要性，以对冲中枢渐次下行的宏观经济。

我们下一步的操作策略是淡化指数，精选个股。我们相信，行业景气度高，估值不高，有一定的安全边际，成长性较好的标的仍将受到市场的青睐。我们将在充分评估各项风险的前提下，以自下而上的角度从符合国家产业政策扶持方向且产业前景良好的行业里仔细甄选一些成长性较强、安全边际较佳的中小盘个股以及二线蓝筹，争取在 2016 年下半年取得相对较佳的投资收益。



Ji WEN JING
纪文静
女士

2016 年上半年制造业投资仍然低迷，基建投资略有回升，起到托底作用，而房地产投资复苏明显，是推动此轮经济企稳的最主要动力。但地产销售拐点已现，地产投资存在一定的滞后性，因此下半年短期经济仍然保持稳定，但后期下滑风险已在临近。此外，“供给侧”改革仍然是主基调，产能出清仍将延续，政府仍更偏重于积极财政政策，货币政策则相对稳健、适度宽松。

从债券市场来看，中国经济长周期进入下行通道，利率长期也将下行，债券市场仍然有机会。但随着信用风险的加速暴露，信用利差分化较大，因此在信用债操作上，个券选择尤其重要。

从权益市场来看，短期内经济稳定、通胀回落、美联储加息风险缓解，都使得股票具备反弹的环境。此外，债券等固定收益资产收益率的下行以及信用风险的频发，也倒逼资金向高波动性的权益市场寻求超额收益。因此，高分红、业绩稳定、估值合理的个股仍然受青睐。

以人为本 践行长期制胜之道

本文根据东方红资产管理董事总经理、公募权益投资部总监林鹏先生分享整理

今天我尝试从一个实业经营者的角度去看《长线 - 资金集团的成功之道》这本书。这本书的时间跨度很长，细读能够感受到很多同时期竞争对手的喧嚣、烦躁和欲望，也感受到 Capital 这家公司一直在以平和的心态经营企业。书的内容很丰富，选择三个引起我共鸣的地方与大家讨论分享，一是《长线》这本书给我带来的启示；二是我们现在在公募权益投资上的做法和未来的既定目标；三是结合这本书谈一下我们的想法，以及一些不成熟的建议。

理念与启示

我对书中的一句话特别有感触：“被热门基金产品灼伤的投资人永远地离开了股票市场和共同基金行业，错过了 25 年的大牛市。”就像中国的股市，投资者总是在市场最热门的时候蜂拥而入，又在市场底部的时候黯然离场。热门基金产品基金经理的投资方式、投资理念是不是引诱投资人去犯下了这些错误呢？我认为是有很大关系的。对于证券市场，短期是随机游走、几乎无法预测的，中期可能与一些宏观经济政策有关，但从长期来看，我认为股市是螺旋式上升的。比如股权投资实际上是投资企业的发展，从长期来看，投资收益肯定高于其他的大类资产投资。所以，我们要保护客户，保护基金持有人，让他们长期留在资本市场，享受企业成长带来的回报。怎么让他们留下来？这就要求我们的投资经理在尽可能为客户争取理想回报率的同时，也要注意控制产品的回撤和波动。

书中还说：“要想拥有一批稳定的股东，给投资人提供好多年来在各种不同的市场环境中都起到良好作用的基金。”这就对我们这样以绝对收益为导向的资产管理公司提出了一个要求，所有的基金经理或投资经理每个阶段在追求长期回报的基础

上，也要考虑到客户的满意度和接受程度，做到每一阶段都有相对较好的表现。立足价值投资的理念，在大概率上兼顾相对收益和绝对收益的关系。

书中还有另一句话：“小心谨慎地避免热门的投资想法。”过去一年我们对这样的说法感触非常深。去年二季度，我们的投资管理面临着非常大的压力，因为那时候“热门投资”的理念深入人心，“热门投资”的产品业绩非常炫目。但是一年之后回过头看，情况就不同了。《长线》这本书并不是写在去年，不可能有针对性的预测中国的股灾，它只是告诉我们一些长期以来规律性的东西，哪些东西一定会发生，哪些泡沫一定会破灭。书中的内容很多，也有一些比较生活化的描述，在此分享了几段感受比较强烈的内容。另外，书中也提到并不鼓励明星投资经理的模式，这一点我非常认同。

公募基金投资业务的发展和目标

第一，我们想要利用现在投资者结构的缺陷，真正的价值投资者比较少。之前我对于这样的状况比较悲愤，感觉自己非常孤独。但近些年，我认识到和我们持有相同投资理念的人越少，越有利于我们在现有投入基础上获得比较好的业绩。

第二，我们整体配置是追求均衡的，在仓位变动不大的情况下，利用在不同行业不同属性的股票组合，来实现相对低波动的运作。有人说私募基金很多产品可以实现空仓到满仓的仓位变动是很有优势的，但我认为这是非常冒险的事情，空仓是非常激进的投资行为。敢于空仓的人，必然敢于激进的去满仓。但很多时候只要做错一次，之前所有正确的操作都变成了错的。虽然我们整体的仓位波动并不是特别大，但通过在持仓结构上均

衡布局，从而实现相对的低波动。

第三，以绝对收益为目标，兼顾相对收益。中国的投资管理比较积极进取，努力程度比较高。虽然方法各异，但追求相对收益的结果使得公募基金的业绩大概率跑赢指数。但是为什么相对收益的考核机制总是引起市场诟病呢？我个人认为最大的问题在于短期考核，是短期考核再加上相对收益带来的问题。所以我们是考察基金经理的长期业绩。

再考虑到在每个阶段我们都要给投资人一个满意的相对收益，这与长期考核机制相结合，对投资经理来说是很好的制度激励。我们希望用相对低的波动来实现相对好的收益，不追求单个产品或一些产品的极度明星化，或者极好的排名贡献，而是追求整个系列的产品线都表现稳定。

在公募基金经理团队扩容后，我与基金经理有过多次交流。我希望基金经理是最核心的研究员，每个基金经理在原有研究领域的基础上扩充一个新领域，并用一年左右的时间将这个行业的做到比较专业的程度。那么一年之后，我们目前七个权益基金经理就可以成为十几个行业比较不错的行业研究员。在这样的情况下，我们的公募团队就能够形成整体决策。如果我要去做

医药或者消费品的投资，可以直接采纳擅长这些领域的基金经理的意见，这和书中讲到的多元投资顾问有很相似的地方。

注重人才 完善机制

首先，建立符合我们特色的人才培养制度，我觉得公司完全具备这样的条件。因为我们有非常纯粹的投资文化，而且我们有非常一致的投资理念，人与人之间有比较好的感情和信任感，这些都是基础条件。

其次，我希望公募业务的规模能够稳定提升。一方面基金经理需要将产品业绩做到短期相对不错，长期非常优秀，同时要考虑客户感受，避免惊心动魄的净值波动；另一方面，公司整体可以考虑制定一个产品规模稳定增长的规划，给予研究员未来更好的发展空间。在能力许可条件下，希望公司产品规模能有适应投研团队人数规模的增长。

再次，希望能够建立基金经理跟投制度，并做好配套制度和激励机制。希望投资经理将自己的产品作为自己资产权益投资的主要场所，真正实现投资人和基金管理人的利益捆绑。



所有的基金经理或投资经理每个阶段在追求长期回报的基础上，也要考虑到客户的满意度和接受程度，做到每一阶段都有相对较好的表现。立足价值投资的理念，在大概率上兼顾相对收益和绝对收益的关系。



风物长宜放眼望

本文根据东方红资产管理私募固定收益投资部总监李武先生分享整理



这本书我主要看了投资、业绩考核、客户的关系管理。结合中国的固定收益市场，我谈一下资金集团的投资理念、公司的文化价值理念，对未来中国的固定收益市场投资有重大借鉴意义的地方，希望和我们的股票投资理念一样，能够走的更远。首先，我们综合看一下中国这些年固定收益市场的变化和目前的状态：第一，中国的固定收益市场正式进入了一个低利率的时代。中国过去由于高速发展，全社会的经济增速很快，经济回报率很高，所以处于一个大国经济体的高利率市场阶段。在这样一个高利率、经济高速发展的背景下，固定收益的投资难度要低一

些。而时至今日，由于2008年以来全球货币泛滥与经济复苏乏力，主要西方经济体无风险利率均已突破历史低点，其中日本、德国、瑞士甚至以前的“欧猪五国”之一的意大利均已进入负利率时代，美国十年期国债收益率也已低于1.6%，中国的十年期国债利率也创历史新低进入3%以下区间。同样，2013年以来中国也开始面临货币超发、潜在经济增速下台阶、全社会有效需求不足而导致的无风险利率长期下行趋势，直至去杠杆、去产能真正实现经济结构转型，低利率环境才有可能改变；当然还有另外一种可能，中国债务危机爆发，货币大幅贬值，

利率环境将走向另一个极端，当然目前从我们整个国家的资产负债表来看，这种可能性目前来看并不大，但最近这种质疑的声音越来越大。这是第一个大的变化。

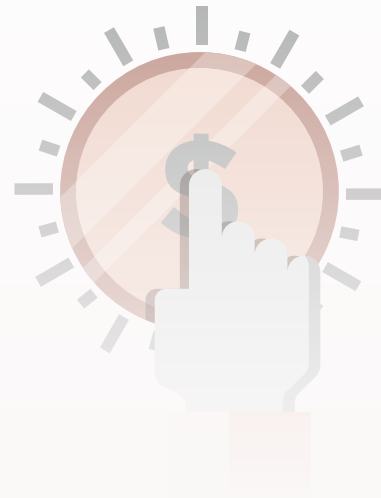
第二，中国债券市场正式告别刚兑时代。在过去十几年的历史中，中国的信用债从未有违约事件。在一个高利率的环境下没有违约，其实过去我们做固定收益的人是非常幸福的。拿着很高的票息，又不担心企业不还钱。这样的一个时代的告别，也会增加未来固定收益的操作难度。从去年下半年到今年来看，中国的信用风险事件频发，这里面主要是几个原因：一是中国近十年来传统重资产行业投资过度、产能扩张迅猛，导致非金融部门债务比率上升过快，我国进入去杠杆、去产能、去库存阶段已成必然；二是利率市场化几近完成，这一过程的后期客观上就必然要求信用违约风险的释放，无风险利率的下降，信用利差的扩大。过去的美国、欧洲、日本，这两个因素只有日本在后期有叠加，但它的叠加程度没有中国高，而美国是基本没有叠加的。在中国目前出现了两种因素叠加的现象，这种现象就一定会导致债务风险发生更大规模的可能爆发。当然我们国家的经济纵深比较大，可能应付的空间更大。今年以来信用违约事件频发，中钢、山水、雨润、亚邦、天威、东北特钢、国裕物流、中铁物资、四川省煤炭集团等，从民企到地方国企到央企，“信仰”打破的一年，信用研究回归本原——行业与企业基本面。这使得投资者风险偏好快速下降，行业信用利差不断扩大，个券信用利差分化。

第三，由于前二个因素的变化，中国固收市场的传统盈利模式面临挑战与颠覆。昨日的辉煌可能是明日的噩梦。传统固收最有效的模式是高收益+高杠杆，但这个模式面临两个变化：刚兑的制度红利和高利率的环境已成往事。因此，这个盈利模式会面临巨大挑战，那么我们未来一定要做转变，我个人认为，是交易与研究的价值将突显，固收投资将告别以前简单粗暴模式，团队合作、精耕细作将成为长期制胜的保障。

下面谈谈资金集团的成功之道对固收投资领域的一些启示。从

整个公司运营的角度，资金集团关注的重点包括：客户满意度（组合投资结果、较低的资金赎回率）、投资收益率、成本效益、技术方法与创新、员工态度与工作业绩、公共责任。其中我感受最深的客户满意度、技术方法与创新。

关于客户满意度与对客户说“不”。从投资的角度或受托方的角度来看，客户满意度，我理解就是我们的投资管理要知道客户要什么样的东西，根据他想要的东西确定我们组合的目标收益特征，在投资运行过程中间，不要产生过大的偏离，这是非常重要的。对客户说“不”，是指不是所有的钱我们都要，这一点我们感受很深刻，从两年前开始，由于我们的货币超发，实体经济下行，信贷需求不足，包括利率市场化的影响，银行存款快速变成理财资金，这样银行委外业务增多，而这一块客户的要求也会很多，所以我们一定要了解客户的需求。在获取资金的前期，我们作为投资端，就要去参与，甚至有大部分时候，因为机构不是渠道，投资端与客户的直接交流往往是最高效的，但后期的维护等工作则必须依赖机构业务部门的持续配套服务。从我们部门来看，由于前期与资金委托方一起共同商定组合未来的主要要素如投资策略、投资范围、杠杆、业绩比较基准等，就可以非常简单地制订了组合的收益率、波动率和最大回撤等收益特征，对后期组合投资过程中对这些因素进行持续质量监控。除了某一个组合的管理，我们会对客户进行一个综合的关系管理，这个管理更多的是在不同的市场条件和背景关系下，给客户不同策略的沟通。我们完全认同公司的整体的价值观念，今年以来，追求高质量、稳定的规模增长，努力维护公司来之不易的品牌形象。今年的固收市场有一个特点，是目前资金成本下行明显滞后于债券市场资产收益率下降，对目标收益明显偏离市场的资金说“不”是对自己负责也是对客户负责，而不一味追求规模的增长导致接受一些高业绩基准的委托资金而风险偏好放大，给客户带来可能的风险暴露。目前我们承接的资金几乎全部是超大型商业银行委托资金，流动性压力很小，业绩基准在全市场属于同期同类资金较低水平或者说最低水平。



风险定价包括估值波动定价、信用风险定价、组合波动对价，显然我们公司强调、坚持的长期价值投资理念是建立在良好的风险定价基础之上的，这也必然成为固收团队去追求与遵循的投资理念，因为只有这样，我们才能走得更远！



从团队建设方面来看，在我们固收领域，由于债券收益率下降太快，从银行理财来说，它会放大自己的波动，去希望能获取相对更高的收益以覆盖滞后于市场收益率下行的负债端成本，所以银行理财会有很多股债混合的产品；而随着高收益债券市场的形成，实现债券领域 α 策略获取超额收益也成为一种可能，而这一切都必须加强团队合作尤其强化权益行业、公司个体研究方面的支持与部门内组合投资质量控制小组的监控、提醒，而以前固收投资的单打独斗在未来是几乎没有生存空间的，无论是在信用研究领域还是二级债基领域，多策略对冲策略领域更是如此。我们已经感受到，在东方红做股债混合策略有得天独厚的优势，我们东方红权益投资品种、理念极其符合固收领域权益投资要求与特征，我们开展二级债基股债混合策略业务只需根据客户组合目标收益特征强化组合波动与回撤管理即可，基本无须自行择个股，这也不是固收团队的专业优势；同时随着中国的刚兑被打破，信用违约越来越多，高收益债券 α 策略未来一定会成为一个方向，利用行业与个券信用利差的大幅波动获取超额收益成为可能，行业、公司基本面研究我们将通过与权益研究部的通力合作来强化效率、研究深度以及行业

择时。高收益 α 策略做不了大规模，但是宏观对冲策略可以，中国目前也到了这样一个关口上，社会进入一个低利率环境量化策略投资必然大行其道。从我们部门内部来说，宏观策略研究、信用研究、金融衍生品专业团队建设以及内部投资组合的质量控制小组已基本完成框架设置，部门内目前已开展大类资产配置股债混合、高收益债券（大规模介入我们认为时机未到）、国债期货、利率互换的投资，未来将考虑引进商品期货的专业人员，构建相对完整的宏观对冲策略工作小组。

最后总结其实就一条，《长线》这本书读后深刻感受到风险定价能力永远是一个投资机构或者说任何一个金融机构的核心竞争力，中国传统金融机构尤其是银行息差红利已成为历史，所有金融机构将回到风险定价这一核心问题上来，而央行在最新推行的宏观审慎管理框架也明确这一政策导向。而风险定价包括估值波动定价、信用风险定价、组合波动对价，显然我们公司强调、坚持的长期价值投资理念是建立在良好的风险定价基础之上的，这也必然成为固收团队去追求与遵循的投资理念，因为只有这样，我们才能走得更远！

见证长期 慎思笃行

本文根据东方红资产管理董事总经理、渠道发展部兼机构业务部总监卢强先生分享整理

东方红 万里行



《长线》这本书出版于 2007 年，此前公司《精益求精》栏目也曾引用过相关章节。时至今日，我们重新研读这本资产管理公司的著作，很多问题都值得反思，需要进行大量的学习。

读了四遍《长线》，今天主要跟大家分享两个部分，第一部分

是读后的几点感触，资金集团在投资理念、公司治理等方面有很多与我们公司相似的地方，感触颇深；第二部分是思考书中营养如何为我所用。《长线》中需要认真阅读的内容很多，此次主要分享每个章节中与我工作比较相关和感兴趣的地方。



“最早的创建者的特点在很大程度上决定了该公司在未来岁月中将吸引什么样的职业人士”、“只有巨人才会聘用巨人”。我希望我们一起用“巨人”勉励自己，在一起愉快、高效地工作。



《长线》有感

绪论部分，“资金集团的员工永远说自己不完美，甚至会为自己的不完美骄傲”。确实是这样，如果着眼未来的话，没有所谓完美的公司，只有更好的公司。我们也一直在这样要求自己，并希望一直这样要求自己。

第一章我感触特别深。第一，东方红资产管理的无法复制性。简单来看，行业里雷同的东西很多，但企业的根基和核心价值观是无法复制的。“最早的创建者的特点在很大程度上决定了该公司在未来岁月中将吸引什么样的职业人士”、“只有巨人才能聘用巨人”。我希望我们一起用“巨人”勉励自己，在一起愉快、高效地工作；第二，我们从资本市场的发展中受益良多。在资金集团成立 18 年的时候，它只有 3600 万美元的规模，期间经历了很多考验才能获得最后的成功。这也是多年来我一直寻找的内容，就是发达资本市场遇到过什么样的困难，投资管理人是怎么熬过来的。

第二章讲的是保持活力。健康的身心非常重要，这个市场上最后的赢家是寿星。寿命超过 200 年的企业中，日本最多，有

3000 多家，其次是德国和法国。为什么呢？因为他们追求工匠精神。

第三章讲多元投资顾问制度，这是资金集团对行业最大的贡献。多元投资顾问制度是“基金经理负责制+投资决策委员会”。全行业的基金公司都是这么做的，但没有根本解决明星基金经理和个人能力圈等问题。这一章引发我思考销售团队应该如何开展工作，怎样做销售条线的“多元顾问制”。

第四章讲的是“均衡地做好三大目标客户：客户、合伙人和所有者”。关于合伙人和客户，书中提到，初期并不是所有人都接受，但价值观相同的人自然会留下。我们公司也一直在讲寻找满意客户，事实上不可能也并不需要所有人都接受我们的理念，这和我们也不需要所有人的所有资金是一样的道理。

第五章是共同基金的发售。这里面特别注意到“传教士般的宣传销售工作”，这也是我们一直在做的事情并取得了一些阶段性效果。此外长期业绩的计算也是一个重要的内容。从 2005 年 6 月 24 日东方红 1 号成立至今的 11 年间，公司简单平均复权净值达到 148。资金集团开始计算这个内容是上世纪 80 年代



以客户服务为己任，寻找满意的客户，并努力让客户满意。



末，也就意味着他运作了 50 年之后才开始算长期业绩。相比较，我们的运作时间确实短了些，还需要继续坚持。

第六章资金集团遇挫之后的破釜沉舟。没有流过血的手指就弹不出世间的绝唱。20 世纪 70 年代，全行业规模骤降 90%，经纪人减少了近 60%，很多基金根本没有人买。在行业低谷、经济衰退的情况下，保持自身的发展，资金集团在跨越牛熊方面确实值得学习。

第七章讲的是为股东服务。这句话我特别认同：“投资一段时间的混乱，可能被宽恕，但服务出现了错误，就麻烦了”。卖错了产品，计算错了净值，发错了公告，中间的一些章节就不一一提及。最后是第十三章管理，在此列出一些重点，不做过多展开：无任何可见的组织结构；决策者因主题而变；分享的分歧；不做大家都在做的事；包容和积极鼓励不同意见、随时准备做出决策并由个人承担决策后果。

书中营养怎么为我所用

首先谈谈理念。在沟壑难填的物质社会，客户很难相信还有我们这种坚持“感恩、责任、梦想”文化的公司，但我们真的是

这样做的，并用行动也证明这点。只要我们这样坚持下去，就一定能得到客户的认同。

第二句话是“找满意的客户，让客户满意”。这一点很重要，是我们所有工作的基础。渠道销售的同事要改变我们的销售思路，根据自己对区域分行的了解，推出适合的产品；而机构销售要能够追求有质量的规模，提升机构客户的客户体验。

然后是均衡做好“客户、合伙人和所有者”三大目标。我们是同事，一定意义上可以理解为合伙人，同时也希望大家成为我们的客户。分享一下个人的投资实践，我 2011 年 9 月 1 日加入公司，从 9 月 28 日东方红 6 号开放申购起，一直购买公司的各种产品。我的年化收益率，扣除业绩报酬后最差的也有 12%。

第五章讲到“传教士般的宣传销售”工作。自从去年市场下跌之后，我们发起“东方红万里行”，赢得了全行业的认同。100 多家基金公司和 100 多家券商中只有我们在做这项工作。“东方红万里行”将长期的概念传递给投资人，让价值投资的理念为更多人接受。

第六章讲到破釜沉舟做事，但是我们真的做好了迎接困难的所

有准备吗？其实没有，也许连困难是什么样我们也不知道。所以要把准备工作做得更扎实，才有可能在困难来的时候，有更多面对的能力。

第七章为股东服务，在我们这里就是为持有人服务。我们常说一句话，业绩受市场涨跌影响波动难免，但服务必须单边上扬。这就是我们的工作。后面这一部分是怎样把日常的工作做好。这就回到了我刚才提到的“工匠精神在东方红”。

第一是坚持。东方红对价值投资的坚持取得了傲人的业绩、良好的口碑。只有立足于本职工作，坚持有才意义。

第二是抓细节。举个简单的例子，开会的时候能不能不看手机？现在好像一会不看就很难受。但是如果是你在讲话呢，不看似乎也不是不能接受。

第三是专业。每个岗位都有自己的专业。不是说我在投资上专业就一定会做销售。每个人都要针对自己的岗位打造自己的专业性。

第四是效率。一定要提升效率，每天都有很多事情需要处理，怎样在最短的时间把事情做好，需要非常集中的去提升自己。

第五是创新。东方红一直致力于创新，带着创新的思维去思考和发展。千万不要觉得我过去 10 年做的这个事情，好像只有这个方法。一定要尝试去打破它，创新地提升自己。

第六是分享。我们这个集体非常强调分享。最近公司组织了读书群，有人说读书是自己的事，并不尽然。你的思想分享给别人，你不会少掉什么，并且让别人知道从另一个角度对这本书的理解，我觉得绝对是好事。

第七是品质。把每一件事都做出品质，那么我们整体的工作表现就一定有品质。

最后是善良为先，智慧为道，奋斗为本。

到结束的时候了，让我们还是回到这本书。在绪论里面，它提到一些问题，是留给资金集团去思考的，我觉得这些问题也值得我们经常去思考。为了保持实际上应得的收益增长率，资金集团是不是在人才方面投入的过多了？成功是否会导致任人唯亲或者某种偶像崇拜文化？资金集团复杂和微妙的企业文化能否在世界各国都能得到繁荣发展……

这本书值得精读，谢谢大家。



寄给东方红公益基金会的一封信

姓名：田欢欢 班级：高二（13）班 学校：务川中学

尊敬的东方红公益基金会：

非常感谢你们的关爱与帮助！对我而言，你们的帮助不仅为我带来了温暖和鼓励，更为大山深处正逐梦的我带来了信心与希望！

我是一个普普通通的农家女孩，出生在一个偏僻的小山村——鱼泉村。靠着这里很美的山，慢慢长大。成长的路上布满了荆棘，我不得不努力，鼓起勇气走好每一步。因为生怕一步错了，就走不出这“连绵不断”的大山。由于父母亲都没上过学，只能凭着力气去为我们四个孩子争取更好的生活条件和成长环境。姐姐在上大学，妹妹在上初中，最小的弟弟在上小学，加上正在上高中的我，每个人都给父母带来了很大的经济压力。还有年迈且患有严重胃病的奶奶，也一直是由我们照顾着，这也为父母增加了更多的压力。希望父母可以少一些劳累，希望奶奶能健康康的生活，但对于我们这个家庭来说，这个小小的愿望都很难实现，一切仿佛都没那么简单，都需要通过自己的努力来实现心中的愿望。

每个人的对幸福都会有不同的意义和期许。对我来说，逢年过节可以见到爸爸妈妈，可以待在他们身边，有他们的陪伴就是我一年最开心、最幸福的事。从小到大，父亲一直外出打工，在外面为这个家付出着。而我的母亲，在我五岁以前也一直都在外面和父亲一起打工。直到我五岁那年，他们才从外面回来。这样的团圆没多久，父亲就又会外出务工。因此，就只有瘦弱的母亲，在家中独自撑起一片天。常年干农活的母亲，落下了很多病根，经常腰疼，头总是昏昏沉沉的，严重的胃病也总是折磨着她。今年，母亲又随着父亲外出了，真的担心她和爸爸的身体。看着日益年迈的爸爸妈妈，真的不希望他们在这样劳累。每次看到他们渐渐花白的头发，心里就很愧疚，也知道自己必须要变得更加优秀，才能对得起爸爸妈妈的付出和你们的关爱与呵护。

因为有你们的帮助，在走出大山的这条路上我有了更多的信心，无论这条路有多坎坷，我都会一直坚持下去。此时此刻，内心的感激无法用言语来表达，真心感谢你们，谢谢你们的关爱与帮助。我一定会努力改变现状，带着你们的爱一路坚持下去，回报每个关心和帮助自己的人。

田欢欢

姓名：邹顺 班级：高二（16）班 学校：务川中学

尊敬的东方红公益基金会的叔叔阿姨，

不知如何表达我的这份感谢，只能在心里由衷地说一声“谢谢”！

时间过得飞快，转眼间我已经成为了一个17岁的少年。在这些年里，我懂得了许多，自己身边有许许多多的人帮助过自己，是你们这些爱心人士让我感到了更多的温暖与希望。

不久前，你们来到了我们学校，过后听老师说你们还没有吃饭，我们真的非常惊讶，因为当时已经下午一点了！但惊讶之余，更多的是内心深处的感动。虽然你们还没有休息好，还饿着肚子，但你们到达学校见到我们时脸上的微笑，真的让我们感受到了温暖，感受到了来自远方的你们的关爱。望着你们那一一张张和蔼的面孔，听着你们谆谆的教导，讲着外面世界的精彩，我知道自己没有理由不去努力读书取得优异的成绩，创造自己的未来。我长大以后，也一定要像你们一样去帮助别人，以此回报你们的关爱和帮助。

你们同我们的交流，让我们感受到了别样的温暖与关怀。我们很好奇外面的世界，你们就向我们讲述着外面世界的丰富与多彩。你们关注着我们的内心世界，为我们排忧解难，告诉我们要有一颗积极向上的心，努力改变自己的命运。在打成一片的教室里，我们相互了解，相互熟识。我们的世界让你们觉得“年轻真好”，而你们的关爱让我们觉得“你们真好”！虽然我们不曾相识，但是你们无私的关爱却在你们之间架起了一座无形的桥，拉近了我们之间的距离。谢谢你们，陪我们一路向前！

在你们给我写的信里，有这样一句话：“外面的世界很大，未来在自己手中”。我会时刻铭记，一定会努力学习！不负众望！

邹顺



面临纷繁的投资书籍，该怎样选择呢？我们跟您一样，曾经被这个问题困扰。

为此，我们在办公空间里专门辟出了一间书屋，摆放着资深投资专家精心挑选的各类书籍，从投资家传记到投资理念讲述，每一本书都为我们打开了一扇精彩的投资之门。现在，这个不到8平方米的小天地，已经成了我们团队内部交流、碰撞、分享、沟通的重要空间。

本栏目将带领您走进这间书屋，与您分享陪伴我们成长的财富智慧。

非理性中的理性 —— 你知道大脑是怎样工作的吗？

文 / 产品部 李谔伊

为什么我们会不时做出后悔的决策；为什么明知道钻石只是块石头，女人们却视如珍宝；为什么成熟老道的成功人士往往逃不开晚节不保的厄运；为什么我们会无视那些迫在眉睫任务却把精力放在倒开水、洗水果等鸡毛蒜皮的小事上；为什么我们“听过很多道理，却依然过不好这一生”；为什么我们有“理性”，却往往败于本能……

人类通常都被认为是理性的。亚当斯密在《国富论》中写道“我们每天所需的食料和饮料，不是出自屠户、酿酒家或烙面师的恩惠，而是出于他们自利的打算。我们不说唤起他们利他心的话，而说唤起他们利己心的话。我们不说自己有需要，而说对他们有利”。

在“理性人”的假设基础上，经济学得以发展，指导人类做出正确决策，但是，越来越多的研究表明，即便如此，人们仍经常做出不理性、偏见甚至愚蠢的决策。这种错误不是某一个体独有，而是在大样本的基础上，统计得出的结论。后来，人们

将实验心理学的内容融入到经济学的框架下，演化出行为经济学，提供了人非理性行为的部分解释。阿克洛夫在《动物精神》中就以“经济前景模糊时，投资行为不是基于理性而是基于动物本能冲动做出的”为出发点，解释了很多宏观问题。

两位年轻的心理学家肯里克与格里斯科维斯在《理性动物》一书中不同意行为经济学的看法，他们认为，当前行为经济学的解释仍有局限，从当下时点来看的不理性，若从进化的目标看，会变得理性，且这些不理性的行为背后，隐藏着一个非常特殊的大脑决策系统。

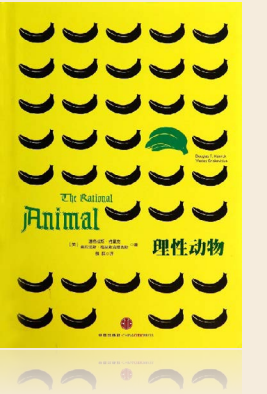
以大家熟知的“损失厌恶”为例（损失厌恶指人们对损失的关注往往基于对收益的关注，有研究表明，当一个人经受损失时，其心理上受到的影响要比获得等量收益时高出 275 倍）。“损失厌恶”最早由行为经济学的先驱卡尼曼和特沃斯基提出。他们认为，我们的大脑存在缺陷，且常常无法做出理性的选择。不过，“损失厌恶”并非人类独有，实验证明，猴子也有同样

存在“损失厌恶”的行为，这表示，损失厌恶很可能在我们的进化体系早已存在，如果损失厌恶一直在误导我们的祖先做出错误的决定，那么人类（以及猴子）的大脑很可能就不会预设这种心理偏见。取而代之，另一种更合理的解释是，“损失厌恶”在历史上促成的决策，曾经提高了人类的适应性。试想，我们的祖先要经常面对干旱期和封冻期，长期挣扎在饥饿的边缘，所有人都具有强烈避免饥饿的动机，如果我们的祖先不曾如此讨厌损失，很可能没机会成为任何人的祖先。因此，当我们从进化成功的角度去思考时，人类做出很多不合理的选择就没那么蠢了，如果你透过表面去深究，还会发现这些选择往往是深度理性的。

《理性动物》的核心观点，人类决策是为生存和进化的目标服务的，很多决策是靠着潜意识做出，而潜意识又是基于进化痕迹而存在。当我们纵观整个“动物王国”更深层次的决策逻辑时，清楚地发现，所有的决策，都是为了实现深层次的进化目标。自然选择赋予了现代人大脑的决策方式，这也说明，人类很多决策偏见、谬误和判断失误，未必是设计或思维缺陷，很可能是人类向更深层次进化的尝试和探索。

当然，人类的进化目标不是仅有生存这一个目标，还有繁衍、社交等多个目标，我们的大脑为此还巧妙的设计了多目标决策体系，在不同环境下唤起潜意识中的不同次级自我，实现不同目标。这些次级自我包括：自我保护型次级自我、避免疾病型次级自我、社交型次级自我、社会地位型次级自我、择偶型次级自我、留住配偶型次级自我、育儿型次级自我。每一个次级自我都拥有特定的好恶，而且它们只在你处于特定环境时才会出现。在任意时间点，都只有一个次级自我在掌权，它就是当下的你。至于到底每个你是怎么样的，他（她）跟环境的关系如何，他（她）又是如何在人生阶段轮番上演的，感兴趣的读者可以去书里找到答案，你会发现，似曾相识的行为原来有这么多不同寻常的解释。

对于这些动物精神和矛盾行为，肯里克与格里斯科维斯整合了经济学、行为经济学、生物学、进化心理学、社会心理学等多方面的知识，剖析了人类诸多行为背后的深层次动机，让我们从进化目标的深层理性，重新审视人类决策中的偏见、谬误和判断失误，并看到这些行为逻辑背后的合理性和正当性。让人更了解大脑的决策暗箱，理解了“理性”的脆弱。也向我们摆出了一个事实，人这一生中时不时会有深层的进化目标来对抗当下的理性，无论你是精明还是愚蠢，谨慎还是冲动，也许只是在满足不同的目标，人无法做到完全理性，既然如此，就让我们柳暗花明的渡过暗礁吧。



精彩观点

关于神秘的话题，把我们带回到撰写本书的真实原因——科学就是要解开各种谜题，而人类如何做出选择的问题，则是古往今来最大的谜题之一。

古典经济学的决策模型假定大脑天生追求个人利益最大化。这适用于华尔街交易员之间的关系，或者消费者向陌生人买汽车的情形，但要描述大多数人如何做出人生中大多数重要的决策时，却是极为不妥的。

半分钟的犹豫

人生境界：看远，看透，再看淡

人生三境界：看远，才能览物于胸；看透，才能洞若观火；看淡，才能超然物外。

看远，才能览物于胸。但凡杰出人物，莫不是少年怀志，心锐志远。秦始皇出巡时，所带侍者、大臣、士兵数千，浩浩荡荡，场面恢弘，气势磅礴。项羽见之，不为其气势所震慑，剑指秦皇，抛出一句语惊九州的话：“吾将取而代之！”最终起兵关中，披荆斩棘，攻破秦墙，火烧秦宫。北宋的范仲淹，幼年丧父，贫困落泊。但少怀壮志的他并没气馁，而是在一佛寺中，潜心苦读，最终高登庙堂，并成为一代文豪。近代，更是有周恩来“为中华之崛起而读书”的壮志豪情。人无远虑，必有近忧。看远即是目标也是过程，更是境界。目标牵引成长，过程充盈人生。凡此种种，无不说明，只有志向高远，人生才会有前进航标，再插上执著的翅膀，便能愈飞愈高，穷千里，览万物。

看透，才能洞若观火。在群雄逐鹿的三国时代，人才辈出，被人称为一代枭雄的曹操即是其中的佼佼者。在与刘备煮酒论英雄时，曹操如是评论：袁术，冢中枯骨；袁绍，奸谋无断；刘表，虚名无实；孙策藉父之名；今天下英雄，惟使君与操耳！由此可见，曹操对当时的形势洞察得如此透彻，充分体现了他的过人智慧和深谋远虑。清朝时期，一次，乾隆皇帝在船上游览大江风光。忽然从远处驶来一艘大船，船上站着很多人。乾隆就问纪晓岚：“这些人为何而来？”纪晓岚思虑片刻，意味深长地说：“为名利而来！”原来，这些官员得知乾隆皇帝要来此游览，

特来此迎接圣驾。但在纪晓岚眼中，这些官员都只不过是名为利奔波而来的人。而现在社会比之于古代更要纷繁复杂的多。要成为一名成功人士，必须有自己独特的眼光，能透过现象看本质，对世事的变化能洞若观火。

看淡，才能超然物外。刘邦在萧何、张良、韩信的辅佐下，终于扭转局势，逼迫项羽乌江自刎，统一九州。但在霸业完成之后，张良和韩信却有着不同的结局。韩信因为功高盖主，又不懂掩其锋芒，最终被吕后设计杀害。“兔死狗烹”，“成也萧何，败也萧何”即是对这种情况的真实写照。而张良淡于名利，功成身退，留下千古芳名。清朝的大奸臣和绅得乾隆宠幸，一生搜刮民脂民膏，敛聚大量财富。可是在晚年时，也不能看淡钱财乃身外之物。结果在乾隆驾崩后，终被嘉庆帝处置。在现实生活中，我们或留恋于金钱，或束缚于名利，却并没有意识到这些都是身外之物。人生短短数十载，在历史长河中犹如沧海一粟。所以，人生的真谛应最终归结于自我价值的实现和幸福的归属感上。这样才能生于物而又超然物外。

细细想来，这三重境界刚好对应于人生的三个阶段。少年时，应该有自己的追求和梦想，做一个执着的追梦人。中年时代，在经历了悲欢离合，人生百态后，应该有一份对世事洞若观火的睿智。老年时代，在饱经风霜后，就应该有一种“曾经沧海”的淡然，享受美好的夕阳。此三重境界，形影交错，亦梦亦境。需反复思虑，不断探索，才能冲破重天，驾驭人生。

卡尼尔和弗拉茨是美国一所小学的老师，她们和南非一个贫困小镇的一所小学建立了友谊帮带关系。

有一次，卡尼尔和弗拉茨一起，带着几位美国学生来到了那所南非的学校。卡尼尔和弗拉茨决定带南非的孩子们去山上探索自然奥秘。正当他们来到半山腰的时候，意外发生了：弗拉茨因为想拉一位南非黑人少年，结果自己失去了平衡，摔到一条足有两米深的山沟里，血流不止。

医生发现她失血过多要输血，遗憾的是弗拉茨的血型并不多见，卡尼尔和那些美国学生没有一个和她的血型相匹配。这时，卡尼尔注意到了那位始终默默站在一边的黑人少年，弗拉茨正是因为想拉他才摔下山沟的。卡尼尔走过去对他说：“试试你的血吧！”

那位黑人少年的血型与弗拉茨完全吻合！然而在医生想要拉过他的手臂抽血时，他把手一缩，怯怯地问：“你们是要抽我的血吗？”

“是的！因为只有你的血才能救弗拉茨老师！”医生告诉他说。

“我想考虑一下！”黑人少年轻声说着，把头低了下去。

卡尼尔看着那位黑人少年，在心里近乎愤怒地嘀咕：“弗拉茨老师是因为帮你才摔下山沟去的，你为她输点血也表示犹豫？”

那位黑人少年低着头考虑了足有半分钟，然后他慢慢地抬起头来，让所有人没有想到的是，他的眼眶里竟然噙满了泪水。他咬了咬嘴唇，把目光投向了卡尼尔说：“我同意输血，但是我想提一个请求！”

“输血救人还要讲条件？这简直太让人愤怒了！”卡尼尔心里想着。“我只希望你们以

后能常来我们的学校！”

“这还用说吗！我们当然会这样做！”卡尼尔说。黑人少年似乎得到了一个满意的答复，他把手伸向了医生，那一刻，两颗泪珠从他的眼里流了出来。

几分钟后，那位黑人少年抽完血后被医生安排坐在长椅上休息。他轻轻地问卡尼尔：“我知道，我将在什么时候死去？”

“死？你并不会死去啊！你只是输出一点血，需要休息一下而已！”卡尼尔和医生几乎同时回答他说。

那一刻，包括卡尼尔和医生在内的所有人都突然明白：他在输血前的犹豫，并不是在考虑要不要输血给弗拉茨老师，而是在考虑要不要为弗拉茨老师献出生命。更加让人无法想像的是，他作出那个在他看来是要献出生命的决定时，只用了半分钟！

生活中，我们有时会站在自己的视角去分析判断别人，甚至会自以为是随便谴责批判别人，其实，如果我们不知道别人的生活，无法对别人的酸甜苦辣感同身受，那么，就不要轻易地去指责别人或者批判别人。

这个世界的一切结果，都不是无缘无故产生的，任何人做任何事，都有他的原因和理由。任何人的生活都有不为人知的喜怒哀乐。如果不分青红皂白就急于指责和批评，很容易造成对别人的伤害。

换一个角度，你会发现并不是只有你是这个世界的主角。千人千样，每个人都有自己的故事，每个人都是自己故事里的主角，不管故事是平淡无奇，还是曲折坎坷，每个人都已经历不同的故事，或悲伤或幸福。人生无常，谁都会有眼泪有悲伤，我们要学会欣赏和悲悯，学会善待他人，毕竟人生一世谁都不容易。