

东方红悦读

issue 29
2018 年 2 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

如何获取超额收益？
固收投资最终会朝票息本源的大方向奔去



寻找企业的内在价值

“成功的价值投资者的基本任务是要精确计算资产的内在价值。”正如格雷厄姆所说，正确的评估企业的内在价值，有利于投资者寻找到真正优质的个股，取得长期投资回报。

本期的封面故事关注如何能在波云诡谲的资本市场中发现企业的内在价值，获得超额收益。文中，东方红资产管理公募权益投资部总经理林鹏先生表示，东方红资产管理团队崇尚价值投资，深入研究企业基本面，对企业基本面的长期研究和跟踪是团队准确判断企业内在价值的基础。团队精选“幸运的行业+能干的公司+合适的价格+合理的预期”兼备的公司，期望获得上市公司分红、上市公司长期盈利增长，努力实现客户长期财富增值，而不是刻意去赚取上市公司估值提升的钱。林鹏认为，除了精选个股，要想获得超额收益，还应当避免高换手率、高市盈率、主题过热，以及上市不久的次新股，严格控制回撤，均衡配置，兼顾流动性等。

《价值投资——从格雷厄姆到巴菲特》中指出，总结内在价值的估值方法，主要有两个方面：一是计算现金及未来现金流的现值，但是这种方法往往比较复杂并且误差较大。另一方面，则是格雷厄姆提出的三要素定价方法，即看企业的资产价值、盈利能力和利润增长率（成长性）。在格雷厄姆看来，公司的内在价值就是资产的重置成本，它等于公司的盈利能力价值，或者是公司资产加上公司特许经营权所带来的竞争优势。因此所谓价值投资法，要首先评估资产，然后评估企业的盈利能力价值，最后在极小的情形下才加入成长性价值。

正如达摩达兰所说，“购买金融资产的目的是为了获得所期望的收益。”作为一个审慎的投资者，在购买一只股票之前，需要对投资标的进行估值，在合理估值的基础上，把握价值与价格的内在联系，方能长期致胜。

目前，尽管A股市场仍然充满诸多不确定性的因素，但市场上现金流良好、有持续良好业绩表现的蓝筹股和转型期间有政策支持的成长股或都能成为良好的投资标的。坚守价值，精选个股，放长眼光，让时间成为投资的朋友。

感恩 责任 梦想



CONTENT



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、卢强

主编
吴芳满

责任编辑
李雪、汤琳、高义、刘小月、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 37 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。

Preface | 卷首语
01 寻找企业的内在价值

Orient Products | 东方红 · 产品
04 东方红系列产品开放期一览
2018 年开放期（2 月 - 4 月）开放期

Orient News | 东方红 · 动态
06 东方红睿华沪港深混合
获得主动权益类基金年度冠军

Orient Interview | 东方红 · 媒体
08 价值投资优势凸显 东方红系列基金全年业绩领先
10 券商资管比拼主动管理能力 集合产品业绩突出

Cover Story | 东方红 · 封面故事
12 东方红资产管理林鹏：如何获取超额收益？
少犯错 别凑热闹 逆向思维

Orient People | 东方红 · 人物
18 东方红资产管理李武：
固收投资最终会朝票息本源的大方向奔去
回归票息本源做投资条件已基本成熟

22 东方红资产管理李家春：
坚持价值投资 重在长期收益
重视信用债投资价值 为持有人获得长期收益

24 东方红资产管理李竞：
投资要“管住手” 做大概率的事
做大概率的投资 恪守能力圈

Orient Strategy | 东方红 · 策略
26 经济稳定向好 继续看好龙头公司潜在价值
精选个股 发现价值

30 配置价值提升 资本损失下降
大概率获取票息收益 看好短久期品种

34 **Orient View | 东方红 · 观点**
投资经理看市场

40 **Orient Activity | 东方红 · 活动**
展望 2018 经济金融形势 东方红沙龙在北大举行

44 **Long Journey | 东方红 · 万里行**
“东方红万里行”
系列活动第 2000 场隆重举行
引导合理资产配置 关注长期 突破择时

46 **Orient Books | 东方红 · 书屋**
读《起风了》有感
在善良中拥抱爱与幸福缺

48 **Orient Wisdom | 东方红 · 智慧 e 站**
原来这就叫荷花定律
毅力是成功的助推器

49 **精神层次越高的人越善良**
善良的人会越发优秀并得到更多尊重



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	2018 年开放期（2 月－4 月）	开放期规则
基金（混合型－偏股混合）		
东方红新动力 [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 [000619]	每个交易日开放（暂停大额申购）	每个交易日开放
东方红睿丰 [169101]	每个交易日开放（暂停大额申购）	每个交易日开放
东方红睿阳 [169102]	每个交易日开放（暂停申购）	每个交易日开放
东方红睿元三年定开 [000970]	2018 年 1 月 22 日－2 月 23 日交易日（暂停申购）	每满三年开放一次，每次开放 5-20 个交易日
东方红中国优势 [001112]	每个交易日开放（暂停大额申购）	每个交易日开放
东方红京东大数据 [001564]	每个交易日开放（暂停大额申购）	每个交易日开放
东方红优势精选 [001712]	每个交易日开放（暂停大额申购）	每个交易日开放
东方红沪港深 [002803]	每个交易日开放（非港股通交易日不开放，顺延）（暂停申购）	每个交易日开放（非港股通交易日不开放，顺延）
东方红优享红利沪港深 [003396]	每个交易日开放（非港股通交易日不开放，顺延）（暂停申购）	每个交易日开放（非港股通交易日不开放，顺延）
基金（混合型－股债平衡）		
东方红智逸沪港深 [004278]	预计 2018 年 4 月 14 日起开放 5-10 个工作日	每年开放一次
基金（混合型－股债平衡）		
东方红领先精选 [001202]	每个交易日开放	每个交易日开放
东方红稳健精选 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 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 A[001405]	每个交易日开放	每个交易日开放
东方红策略精选 C[001406]	每个交易日开放	每个交易日开放
东方红战略精选沪港深 A[003044]	每个交易日开放（非港股通交易日不开放，顺延）（暂停申购）	每个交易日开放（非港股通交易日不开放，顺延）
东方红战略精选沪港深 C[003045]	每个交易日开放（非港股通交易日不开放，顺延）（暂停申购）	每个交易日开放（非港股通交易日不开放，顺延）
东方红价值精选 A[002783]	每个交易日开放	每个交易日开放
东方红价值精选 C[002784]	每个交易日开放	每个交易日开放
基金（债券型－纯债债券）		
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
东方红稳添利 [002650]	每个交易日开放（暂停申购）	每个交易日开放
东方红益鑫纯债 A[003668]	每个交易日开放	每个交易日开放
东方红益鑫纯债 C[003669]	每个交易日开放	每个交易日开放
基金（债券型－一级债券）		
东方红信用债 A[001945]	每个交易日开放	每个交易日开放
东方红信用债 C[001946]	每个交易日开放	每个交易日开放
基金（债券型－二级债券）		
东方红收益增强 A[001862]	每个交易日开放	每个交易日开放
东方红收益增强 C[001863]	每个交易日开放	每个交易日开放
东方红汇阳 A[002701]	每个交易日开放	每个交易日开放
东方红汇阳 C[002702]	每个交易日开放	每个交易日开放
东方红汇阳 Z[005008]	每个交易日开放	每个交易日开放
东方红汇利 A[002651]	每个交易日开放	每个交易日开放
东方红汇利 C[002652]	每个交易日开放	每个交易日开放
基金（货币型）		
东方红货币 A[005056]	每个交易日开放（暂停大额申购）	每个交易日开放
东方红货币 B[005057]	每个交易日开放（暂停大额申购）	每个交易日开放
东方红货币 E[005058]	每个交易日开放（暂停大额申购）	每个交易日开放
大集合（偏股型）		
东方红 4 号 [910004]	每个交易日开放（暂停申购）	每个交易日开放
东方红 5 号 [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（暂停申购）	每个交易日开放
东方红 8 号 [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（暂停申购）	每个交易日开放
东方红－新睿 3 号 [910011]	每个交易日开放（暂停申购）	每个交易日开放
东方红－新睿 2 号二期 [910017]	每个交易日开放（暂停申购）	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（暂停申购）	每个交易日开放
东方红 9 号 [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）		
东方红增利 6 号 [910023]	退出：2018 年 3 月 7-8 日；9 月 7 日、10 日 参与：2018 年 3 月 7-9 日、12 日；9 月 7 日、10-12 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。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
东方红增利 7 号 [910025]	2018 年 4 月 25 日－27 日、5 月 2-3 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 个月后接下来的 5 个工作日，第二个开放期为集合计划成立满 6 个月后接下来的 5 个工作日，以此类推
东方红稳健增值 [910029]	每个交易日开放（暂停申购）	每个交易日开放
大集合（FOF 型）		
东方红基金宝 [916001]	每个交易日开放（暂停申购）	每个交易日开放
小集合（偏股型）		
东方红－先锋 1 号 [918002]	（暂停申购）2 月 1 日；3 月 1 日；4 月 2 日	每个月首个工作日
东方红－先锋 2 号（展期）[918003]	（暂停申购）2 月 1-2 日；3 月 1-2 日；4 月 2-3 日	每个月首两个工作日
东方红－先锋 3 号（展期）[918004]	（暂停申购）2 月 1 日；3 月 1 日；4 月 2 日	每个月首个工作日
东方红－先锋 4 号 [918006]	（暂停申购）2 月 1 日；3 月 1 日；4 月 2 日	每个月首个工作日
东方红－先锋 5 号 [918007]	（暂停申购）2 月 1 日；3 月 1 日；4 月 2 日	每个月首个工作日
东方红－先锋 6 号 [918008]	（暂停申购）2 月 1 日；3 月 1 日；4 月 2 日	每个月首个工作日
东方红－先锋 6 号 II 期 [918010]	（暂停申购）2 月 1 日；3 月 1 日；4 月 2 日	每个月首个工作日
东方红－先锋 7 号 [918011]	（暂停申购）2 月 1 日；3 月 1 日；4 月 2 日	每个月首个工作日
东方红明睿 1 号（展期）[918025]	退出：2018 年 2 月 22-23 日 参与：2018 年 2 月 26-28 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 4 号 [918031]	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
东方红阳光 1 号 [918044]	每个交易日开放（非港股通交易日不开放，顺延）（暂停申购）	每个交易日开放（非港股通交易日不开放，顺延）
东方红阳光 2 号 [918055]	每个交易日开放（非港股通交易日不开放，顺延）	每个交易日开放（非港股通交易日不开放，顺延）
小集合（偏债型）		
东方红添利 2 号 [918032]	每个交易日开放	每个交易日开放
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
东方红添利 6 号 [918041]	每个交易日开放	每个交易日开放
东方红添利 7 号 [918042]	每个交易日开放	每个交易日开放
东方红添利 8 号 [918043]	每个交易日开放	每个交易日开放
东方红泰盈 1 号 [0W8002]	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]	2018 年 3 月 15-16 日、19 日	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

※ 注：非港股通交易日不开放产品：东方红沪港深、东方红优享红利、东方红战略精选、东方红阳光 1 号、东方红阳光 2 号、东方红增利 1 号、东方红添益 1 号、东方红添益 3 号

东方红睿华沪港深混合 获得主动权益类基金年度冠军

2017 年资本市场落下帷幕，主动权益类基金冠军花落东方红资产管理，东方红睿华沪港深混合基金以 67.91% 的复权净值增长率成为混合型基金年度冠军，同时也是主动权益类基金的年度冠军；东方红沪港深混合基金以 66.7% 的复权净值增长率获得主动权益类基金亚军。在主动权益类基金前十名中，东方红系列基金占据 5 席；在前二十名中，占据 9 席。

2017 年资本市场结构分化，绩优蓝筹股与题材股表现迥异，对基金管理人的投资管理能力构成较大挑战。一直以来以主动管理占优、秉承价值投资逻辑的东方红资产管理表现出色，2017 年东方红系列 13 只偏股混合型基金平均

价值投资迎来丰收季

2017 年资本市场处于新环境，海外资金通过沪港通、深港通进入 A 股市场，逐渐改变 A 股估值逻辑；国内供给侧改革推进，提升了龙头公司市场份额和盈利能力；金融监管趋严与新股发



行加速，中小市值个股稀缺性不再，外延并购模式受到影响。机构投资者话语权提升，价值投资重获重视，投资者纷纷寻找业绩增长确定性，关注上市公司核心竞争力和内生增长能力。

Wind 统计显示，2017 年各市场指数分化，价值型蓝筹股表现抢眼，题材股概念股大幅下跌。上证综指全年上涨 6.56%，沪深 300 指数上涨 21.78%，上证 50 指数涨幅达 25.08%；而创业板指数下跌 10.67%。港股市场由于之前属于估值洼地，2017 年吸引到众多南下资金和海外资金，恒生指数全年大涨 35.99%。

被视为蓝筹股的代表指数——沪深 300 指数成份股中，有 88 只涨幅超过 30%，其中海康威视、贵州茅台、美的集团、中国平安、泸州老窖等 20 只个股涨幅超过 100%。而创业板股票中有超过半数的个股全年跌幅超过 20%。

价值投资重新成为 2017 年资本市场的热词，带动市场投资风格和逻辑的改变，投资者更加关注上市公司的核心竞争力。这其

中，一直坚定进行价值投资实践的东方红资产管理脱颖而出，成为 2017 年市场中的大赢家。Wind 统计显示，2017 年东方红系列的 13 只偏股混合型基金平均复权净值增长率 51.8%，有 9 只基金复权净值增长率超过 50%。在主动权益类基金前十名中，东方红系列基金占据 5 席；在前二十名中，占据 9 席。

东方红睿华沪港深混合基金以 67.91% 的复权净值增长率收获主动权益类基金年度冠军。该基金成立于 2016 年 8 月 4 日，基金经理为东方红资产管理公募权益投资部总经理林鹏先生，截至 2017 年末，份额累计净值达 1.6987 元，成立以来复权净值增长率达 69.87%。

同为林鹏先生管理的东方红沪港深混合基金以 66.7% 的复权净值增长率获得主动权益类基金年度亚军。该基金成立于 2016 年 7 月 11 日，截至 2017 年末，份额累计净值达 1.717 元，成立以来复权净值增长率 71.7%。

有分析师表示，2017 年价值投资回归，业绩增长稳健、市场份额占优、有核心竞争力的龙头个股强者恒强，秉承价值投资逻辑、擅长精选优质龙头企业的基金管理人收获颇丰。

分享长期成长收益

A 股市场长期以来呈现震荡格局，结构性行情和热点板块轮动，基金产品业绩波动较大，投资者常常面临选择困难。历经市场牛熊市考验，风格稳健、长期业绩优秀的基金管理人愈发受到投资者信任。

就在近年权益类基金发行较为平淡的市况下，一些品牌口碑优秀的基金管理人发行和管理的基金产品获得市场热烈追捧。这其中东方红系列基金格外引人注目。9 月 19 日封闭三年期满的东方红睿丰混合基金转为上市开放式基金 LOF，在暂停单个基金账户单日累计 10 万元以上申购的前提下，开放首日申购金额超过了 100 亿元。11 月 8 日东方红睿玺三年定开混合基金发行，

在单个基金账户单日累计认购限额 5 万元的情况下，依然涌入了 178 亿元认购申请金额，由于设定了募集规模上限 20 亿元，最终配售比例低至 11.22%。

东方红资产管理公募权益投资部总经理林鹏先生表示，多年来的价值投资实践证明，在中国价值投资可以优化资源配置、实现多方共赢发展：一方面可以通过投资优秀公司，让投资者分享到优秀公司长期成长的收益，实现财富保值增值；另一方面通过支持优秀的公司，让优秀公司通过资本市场做大做强。

“我们专注于投资于各行业里最优秀的公司，细分行业只投资最具有优势的龙头公司。这些公司都是团队长期研究、精挑细选的结果，投资标的的质量和确定性有较高保证；同时，注重估值和安全边际，以及行业配置的均衡性，努力控制投资风险和净值波动。”林鹏说。

分析人士也表示，把握优质个股的中长期投资机遇，能够淡化市场短期波动影响，提高长期投资获胜的概率。注重长期绝对收益的东方红资产管理，旗下成立三年以上的 3 只混合型基金近三年平均复权净值增长率达 129.12%。其中，东方红产业升级混合基金自 2014 年 6 月成立以来，份额累计净值已达 3.308 元，成立以来复权净值增长率 230.8%，居于同期混合型基金榜首。

为了更好的把握中长期机遇，东方红资产管理还发行了一批封闭运作和定期开放基金，发挥封闭运作优势，并引导投资者进行长期投资。东方红睿丰混合基金自 2014 年 9 月 19 日成立，截至 2017 年末，份额累计净值达 2.409 元；2015 年 1 月成立的东方红睿元三年定开混合和东方红睿阳混合基金份额累计净值分别为 2.415 元和 2.091 元。

对于未来投资展望，林鹏表示，我们处于一个机会澎湃的年代，中国经济增长的韧性，和中国优秀企业逐渐成为全球行业龙头的趋势，为我们进行价值投资奠定了基础。未来仍将通过“自下而上”精选个股策略，陪伴优秀企业成长。

价值投资优势凸显 东方红系列基金全年业绩领先

文 / 国际金融报 记者朱茵

2017 年最后的两个交易日，公募基金的排名决战显得格外激烈。不过公募基金 2017 年业绩大概率落定。

根据 Wind 统计已有的数据显示，截至 12 月 27 日，在 2017 年主动权益类基金的业绩排名中，东方红睿华沪港深混合基金以 64.45% 的复权净值增长率居于榜首，东方红沪港深混合基金以 63.2% 的复权净值增长率排名第二，东方红睿元三年定开混合基金以 58.38% 的复权净值增长率居于第五。

2017 年以来 A 股市场呈现结构性行情，优质蓝筹股表现强劲，中小市值个股普遍下跌。基金全年业绩分化，根据 wind 初步统计，截至 12 月 27 日，股票型基金和混合型基金今年以来平均复权净值增长率分别为 9.4% 和 8.25%，首尾业绩相差超过 90%。

结构分化的市场环境，更加考验基金管理人的投资管理能力。主动管理能力占优、秉承价值投资理念的基金管理人收获了出色业绩。2017 年以来，截至 12 月 27 日，东方红资产管理旗下的 13 只偏股混合型基金平均复权净值增长率 49.21%，其中 8 只基金复权净值增长率超过 50%。在全市场主动权益类基金前十名中，东方红系列基金占据 5 席；在前二十名中，占据了 9 席。

演绎结构性行情 价值投资回归

随着海外资金涌入 A 股，国内金融去杠杆政策推进、新股发行速度加快，分化成为 2017 年 A 股市场的主基调，各主要指

数表现迥异，呈现结构性行情。截至 12 月 27 日，2017 年以来上证综指上涨 5.55%，沪深 300 指数上涨 20.58%，上证 50 指数涨幅达 24.17%；而与之形成鲜明对比的是，创业板指下跌 11.05%。不仅如此，港股市场持续走牛，恒生指数以 34.53% 的涨幅傲视全球，带动了一批沪港深基金崛起。

在整个市场存量博弈的格局下，个股分化更加明显，资金纷纷寻找确定性机会。Wind 统计显示，截至 12 月 27 日，2017 年以来共有 421 只个股涨幅超过 50%，但也有多达 2386 只个股全年收跌，其中 1041 只个股跌幅超过 30%。

2017 年“漂亮 50”表现抢眼，上证 50 指数屡创新高，截至 12 月 27 日，上证 50 的成份股中有 13 只年内股价创出历史新高，其中贵州茅台、伊利股份、万华化学、中国平安、招商银行等 11 只个股年内累计涨幅均超过 50%。

价值投资回归，关注内在价值成为 2017 年资本市场的主题词。长期以来坚持价值投资的东方红资产管理表现出色，Wind 统计显示，截至 12 月 27 日，2017 年以来东方红系列的 13 只偏股混合型基金平均净值增长率 49.21%，其中 8 只基金复权净值增长率超过 50%。东方红睿华沪港深混合基金以 64.45% 的复权净值增长率居于全市场主动权益类基金榜首，东方红沪港深混合基金以 63.2% 的复权净值增长率排名第二。

纵观今年排名居前的权益类基金，重仓食品饮料、家电、金融行业的收获颇丰。以东方红系列基金为例，重仓持有的多为价

值型蓝筹股，包括海康威视、贵州茅台、美的集团、伊利股份、福耀玻璃、复星医药以及港股吉利汽车等，这些个股今年以来均有较好涨幅。

有分析师表示，今年海外资金通过沪港通、深港北上投资 A 股，投资风格以价值投资为主；国内金融监管政策趋严，A 股市场展现存量博弈格局，投资者风险偏好下降，更倾向于业绩增速稳健的绩优蓝筹股。同时，新股大量发行使得创业板个股稀缺性不再，并购重组监管严格使得通过外延并购增厚业绩的模式难以持续，投资者转而关注上市公司内生增长能力。

对于 2017 年取得的优秀投资业绩，东方红资产管理的公募权益投资部总经理林鹏先生表示，我们遵循的投资思路是寻找中国各行各业最优秀的上市公司，以低估或合理的价格买入，分享公司长期成长收益。优秀上市公司拥有强大的竞争优势，能够长期获得超出社会平均的利润水平，带给股东更丰厚的回报。

见证长跑实力 提升获胜概率

近年来 A 股市场一直处于震荡之中，2015 年至 2017 年 12 月 27 日，上证综指涨幅仅 1.27%，深证成指微跌 0.94%，混合型基金中有近 80 只跑输上证综指。

结构性行情和热点板块轮动，考验着基金管理人的投资管理能力，能够在长跑中领先的基金管理人日益受到市场青睐。

2017 年就在市场分化、权益类基金发行冷淡之时，东方红资产管理旗下基金产品却接连成为爆款，多次上演一日售罄盛况。9 月 19 日封闭三年届满的东方红睿丰混合基金转为上市开放式基金 LOF，在暂停单个基金账户单日累计 10 万元以上申购的前提下，开放首日申购金额超过了 100 亿元。11 月 8 日东方红睿玺三年定开混合基金设定募集规模上限 20 亿元，在单个基金账户单日累计认购限额 5 万元的情况下，依然涌入了 178 亿元

认购申请金额，最终配售比例低至 11.22%。

过往优秀的长期业绩、强大的品牌影响力，是优秀的基金管理人能够脱颖而出的主要原因。分析人士指出，从长期业绩来看，“自下而上”的精选个股策略，能够发掘到优质个股的中长期投资机遇，平滑市场短期波动的影响，提高长期投资获胜的概率。

以东方红资产管理为例，2014 年 1 月成立的首只券商基金——东方红新动力混合基金，截至 2017 年 12 月 27 日，份额累计净值达 2.609 元，成立以来复权净值增长率 168.16%；成立于 2014 年 6 月的东方红产业升级混合基金，份额累计净值已达 3.248 元，成立以来复权净值增长率 224.8%。

为了引导投资者进行长期投资，东方红资产管理还发行了一批封闭运作三年或定期开放基金，均展示了长跑实力。东方红睿丰混合基金自 2014 年 9 月 19 日成立，截至 2017 年 12 月 27 日，份额累计净值达 2.381 元；2015 年 1 月成立的东方红睿元三年定开混合和东方红睿阳混合基金份额累计净值分别为 2.428 元和 2.055 元。

“中国经济长期的中高速增长，中国优秀企业逐渐成为全球行业龙头，这一趋势为中国市场进行价值投资提供了丰沃的土壤。”林鹏先生表示，中国企业家的奋斗精神、工程师红利、完备的制造业基础以及持续增长的研发投入，使得中国企业在全球产业链中不断提升，相信未来会有一批中国企业成为全球细分行业的第一。

分析人士指出，源于券商资管背景的东方红资产管理，依托雄厚的投资研究实力，秉承为投资者获取绝对收益的理念，更能将长期投资贯彻于投资策略之中，始终关注上市公司的内生增长能力，通过“自下而上”挖掘优质个股，实现与优秀的企业共同成长，分享到企业的长期成长收益。

券商资管比拼主动管理能力 集合产品业绩突出

文 / 中国基金报 米尔

2017 年资本市场激荡碰撞，结构性分化明显，价值型蓝筹股表现突出，内生增长能力较弱的中小市值公司遭遇挫折。在这种市场环境下，一批追求长期绝对收益的券商资产管理人展现出优秀的资产管理能力，业绩优势凸显。

资本市场结构分化导致券商集合产品业绩同样分化。wind 统计显示，2017 年全年，股票型集合和混合型集合（分级产品除外）今年以来平均复权净值增长率分别为 6.65% 和 6.62%。

但主动管理能力突出、坚持价值投资的券商资产管理人获得了出色业绩，品牌优势进一步凸显。以东方红资产管理为例，旗下 26 只权益类集合产品 2017 年平均复权净值增长率达 57.1%，其中 16 只集合产品复权净值增长率超过 60%。

主动管理能力凸显核心竞争力

在金融去杠杆的新趋势下，券商资管行业发展模式面临转变，“去通道、降杠杆、回归主动管理”成为业务核心策略，加强主动管理，追求差异化发展已经成为券商资管下一步发展的方向。

告别了过去几年通道业务大发展的阶段，2017 年券商资管整体规模开始下滑。在新的市场和监管环境下，券商资管告别粗放型发展模式，向主动管理转型。在这个过程中，一些之前坚持走主动管理道路、打造核心竞争力的券商资管优势愈发明显。

主动管理规模占比长期居于行业领先的东方红资产管理，展现出出色的投资管理能力。Wind 统计显示，2017 年东方红系列 26 只权益类集合产品平均复权净值增长率 57.1%，远超出同期同类集合产品的收益率。多达 16 只集合产品复权净值增长率超过 60%，其中有 3 只集合产品复权净值增长率介于 70%-80% 之间，2 只集合产品全年复权净值增长率超过 80%。

值得关注的是东方红先锋系列小集合产品，东方红先锋 7 号、东方红先锋 1 号 2017 年复权净值增长率分别达到 81.01% 和 80.29%；东方红先锋 3 号、东方红先锋 6 号二期和东方红先锋 6 号 2017 年的复权净值增长率分别为 75.66%、73.29% 和 70.11%。

东方红经典权益类集合产品东方红 8 号和东方红 7 号，2017 年复权净值增长率分别为 67.58% 和 67.25%。成立于 2011 年 12 月 28 日的东方红 8 号，截至 2017 年末，累计单位净值达 4.5368 元，成立以来复权收益率 376.6%。

主动管理能力通常用于衡量券商资产管理人投资管理能力，指资产管理人从自上而下或从下而上的方法积极做资产配置、行业配置及个股选择。在投资管理中，既要重视精选个股，同时又要重视严控风险，追求长期绝对收益。

有分析师表示，在过去几年通道业务大爆发的时期，东方红资产管理并没有着重扩张规模，而是一直走主动管理的道路，多

年的实践积累起雄厚的主动管理能力。目前，东方红资产管理的主动管理规模占比业内领先、投资业绩优秀、品牌影响力扩大。

追求长期绝对收益

市场人士认为，为客户实现财富的长期增值是资产管理机构的责任所在。券商资管依托雄厚的投资研究实力，重视长期投资回报，以绝对收益为目标，因此投资管理较为稳健，注重控制回撤。随着居民财富的积累，理财观念的转变，对主动管理型的理财产品的需求增加，券商集合产品将成为更多中高端客户的选择。

长期以来秉承价值投资理念，东方红系列集合产品不仅 2017 年业绩优秀，长期业绩更值得关注，业内持续领先。Wind 统计显示，截至 2017 年末，在近三年存续的混合型大集合的收益排名中，东方红资产管理旗下 7 只集合产品跻身前二十名。其中，东方红 8 号、东方红 7 号、东方红 5 号、东方红 4 号和东方红 6 号包揽了前五名，近三年复权净值增长率分别为 180.91%、172.22%、165.87%、163.89% 和 158.84%。

东方红资产管理旗下存续时间最长的集合产品——东方红 4 号，成立于 2009 年 4 月 21 日，截至 2017 年末，累计单位净值达 8.2952

元，成立以来复权净值增长率 789.82%，远超过同期存续的同类集合产品和公募基金。2010 年 2 月 5 日成立的东方红 5 号集合资产管理计划，截至 2017 年末，累计单位净值为 5.3169 元，成立以来复权净值增长率为 464.91%。

作为穿越牛熊市的明星产品，东方红 4 号和东方红 5 号展现出突出的长跑能力。国金证券分析指出，东方红 4 号持股风格以中大盘蓝筹和行业龙头为特色；偏好历史分红率高的蓝筹。高股息率股票可以提供较稳健的现金红利回报，同时其在估值上也为投资者提供一定的安全边际，特别是在震荡市中具有较高的防御性。

东方红系列小集合产品也展现出优秀的中长期业绩。截至 2017 年末，东方红先锋 6 号二期、东方红先锋 6 号、东方红先锋 5 号、东方红先锋 3 号近三年复权净值收益率分别为 181.73%、181.56%、171.17% 和 169.34%，居同类 411 只集合产品前十。

分析人士表示，多年来 A 股市场涌现了大量优秀的上市公司，带来了长期投资者丰厚的回报。价值投资在中国资本市场有较好的生存土壤，能够大概率获得长期回报。东方红坚持的长期价值投资就是在风险控制的前提下，多维度精选优质个股，以便宜的价格买入并长期持有，分享上市公司成长带来的长期收益。



东方红坚持的长期价值投资就是在风险控制的前提下，多维度精选优质个股，以便宜的价格买入并长期持有，分享上市公司成长带来的长期收益。

东方红资产管理林鹏： 如何获取超额收益？

“少犯错、别凑热闹、逆向思维。”——东方红资产管理林鹏

本文根据东方红资产管理董事总经理、公募权益投资部总经理林鹏先生1月6日在2017年东方证券东方赢家年度策略会上演讲整理。

大家上午好！感谢东方证券财富管理总部的邀请，让我有机会能在2018年东方证券东方赢家年度策略会上与大家分享价值投资的一些实践。

我们坚持的价值投资是绝对收益理念下的价值投资，即坚持长期价值投资，追求绝对收益。过去十多年来，我们一直从事证券资产管理业务，从2005年开始管理的集合计划是基于绝对收益的理念，目标是为客户创造绝对收益，利益捆绑一致。这种基因深深地植根于我们整体团队的文化和血脉之中。2013年我们进入公募基金领域，我们倾向大类资产灵活配置，便于应对系统风险，以绝对收益理念为客户争取回报。

整体而言，我们崇尚价值投资，深入研究企业基本面，对企业基本面的长期研究和跟踪是我们准确判断企业内在价值的基础。



贯彻价值投资理念，我们建立了一系列选择投资标的的标准，简单而言，可以概括为：幸运的行业 + 能干的公司 + 合适的价格 + 合理的预期。

我们期望获得上市公司分红、上市公司长期盈利增长，而不是刻意去赚取上市公司估值提升的钱，但事实上在实践中也赚到了估值提升的收益。由于机构投资者占比高，中国资本市场上存在着大量无效的地方，存在着大量风险和收益不匹配的情况，给了我们这些遵守长期价值投资规律的投资者良好的机会。

我相信未来机构投资者的占比会越来越大，以价值投资作为原则的机构投资者会越来越多，能够在市场上获得较好的超额回报。

从选择投资标的的角度，我们坚持“自下而上”选择优秀公司，正是基于中国经济拥有的一些优势，我们一直有信心。

一是企业家精神。一个国家经济发展的历史就是企业家的创业和兴业的历史，中国有大批优秀企业家为企业倾注自己的心血，具有开拓、创造和勤奋的品质，是能够踏踏实实经营和发展企业。

二是工程师红利。中国拥有大学及以上学历的人口占比越来越大，这得益于教育体制。虽然很多人抨击中国的教育体制，觉得应试教育色彩太浓，但不能否认的是现行的教育体制培养了大批基础知识扎实的人才，培养了大批专业过硬的工程师，这也正是近几年中国企业研发水平大幅提升的基础。虽然中国教育体制不适合培养出很多具有创新意识的人才，但仍然是一个相对较好的选拔人才的机制，并且依靠庞大的人才基数，创新性人才也能依赖统计现象而自然产生；相信在未来很长一段时间内，国内以工程技术人才为核心竞争力的一些技术企业将会拥有明显的比较优势。

三是研发创新驱动。目前，中国一些行业的龙头企业，能够投入几十亿的研发投入，而很多国外公司没有这个实力。中国目前的研发投入是全球第二，仅次于美国。而且中国由企业驱动的研发比例，是几个大国中最高的。中国的研发比较侧重的是应用型研发，基础型研发较少，但我相信随着国家和企业实力的进一步提升，基础型研发也会提升的。

从目前的国情来看，基础型研发对经济的驱动效应不如应用型研发，而且当前全球的基础型研发也处于无重大突破的阶段。不过如果后续全球基础型研发在生物医药或能源领域出现重大突破，那将会带来比较大的格局改变，并且造成中国整体产业的被动，但这还需要一段时间。

四、制造业龙头崛起。我们可以看到中国企业从二十年前的较低端的家电行业，到现在中国在消费电子、汽车等中高端制造领域占据重要地位，我相信未来大多数制造业的全球龙头会是中国公司，A股的一部分上市公司有望从大中型公司迈入全球巨型公司行列。

我们的投资本质上是“自下而上”关注企业本身，关注企业核心竞争力的提升，行业地位的稳固。从公司成长的角度来看，公司的市场价格最终会反映其内在价值。一年前，我们还说A股市场上有很多优秀公司价格被低估了，我们有较多可以从容投资的机会，但现在价格被低估的优秀公司比较少了，这对我们未来的投资是个挑战。

牢记估值是我们团队在进行价值投资中的一个重要原则，价值投资最重要的是买得便宜。估值反映了上市公司的核心竞争力和市场地位。安全边际不仅是风险控制的手段也是回报的主要来源，坚持安全边际需要的是自律耐心和理性。



我们“自上而下”来观察市场，分化仍然是未来市场的主旋律。2018年资本市场“存量博弈”的格局大概率还会延续。一方面经济增速放缓，利润加速向有竞争优势的龙头企业集中，另一方面IPO加速，普通公司的稀缺性越来越小，而优质公司有可能强者恒强。

有些投资者可能会觉得，2018年市场会不会全面回到成长股行情为主的阶段？我认为，2018年优秀的成长股机会可能会多于2017年，但很难重演2013年-2015年的火热行情。因为国内资本市场的投资者结构已经发生了重大变化，近年来新增资金主要为海外资金，外资的投资逻辑是典型的价值投资逻辑，更倾向于业绩稳健的龙头公司，不利于成长股的投资。

严格的监管政策不会改变，中小公司通过并购等方式实现外延增长的压力会越来越大，市场会越来越关注企业的内生增长。2014年-2015年中小市值公司进行了大规模的并购，当时出于市值管理或者大股东意愿进行的并购，并购对象的质量不高，到今年这些业绩对赌可能不达标，上市公司的压力就会较大。

市场以“博弈”为主的投资方式会向价值投资方式转变。1月2日证监会主席刘士余讲话，全面落实整治金融乱象的工作要求，精准打击肆意妄为、逃避监管、影响恶劣的个人和机构。

当然我们团队在实践中坚持的是：不要预测市场。我们团队从来不预测明年市场会怎样，预测哪些板块会比较好。2017年四季度，我们的基金有些重仓股出现回调，但我们从来没想去调整仓位。短期的市场走势很难预测，预测成功率很低，容易对价值投资造成干扰，因此我们不去预测市场。我们也从来不认为任何一个投资决策会百分之百正确，不会认为自己对某家上市公司看得百分之百正确，所以我们需要为我们所有的投资决策预留犯错的空间。虽然每一个决策都有出错的可能性，但通过构建一个均衡的组合，让整个投资组合获得较大的投资命中率。

战胜市场非常困难，除非你正确的预测到极端事件；卓越的业绩来自于正确的非共识的预测，然而非共识的预测很难，正确更难，执行就更难。市场上存在很多缝隙，也就是机会，我们在管理基金的过程中，从来不去随大流，我们往往是孤独的寻找着机会、坚持着自己的选择。

感受周期。每个股票都有周期性，都有估值上的波动，周期变化的背后是亘古不变的人性；我们用价值投资的方法去判断企业的内在价值，寻找价格低于内在价值的机会，希望我们的勤恳研究，最终能为基金持有人带来好的投资回报。



我们用价值投资的方法去判断企业的内在价值，寻找价格低于内在价值的机会，希望我们的勤恳研究，最终能为基金持有人带来好的投资回报。



市场不会漠视优秀企业的成功

多年来的价值投资实践经验，有一些体会与大家分享：

第一、关注竞争格局的重要性。经历了行业洗牌后，随着竞争格局的改善，龙头企业盈利能力的提升可能超乎想象。这一点我们从家电行业上感受明显，在行业洗牌后家电龙头企业实现了净利润率的大幅提升，同时叠加销售量的增长，带来公司整体利润水平的飞跃。我们所说的行业洗牌并不仅是由供给侧改革政策驱动的，大量的的是过去几年市场自发完成的洗牌。

第二、市场有时会漠视优秀公司的成功，这是我们的机遇。有时受限于市场行情和行业估值，A股某龙头公司市场价值一度低估，低估到最终吸引到实业资本的关注。比如在历史低位时，获得地产龙头公司的控股权，与一块地王的价格差不多，这就是公司价格被严重低估的时候。

寻找到优秀的低估标的，不用担心价值的实现形式。通过举牌的方式实现价值回归，也是很难事先预料，但是只要有这样低估的优秀公司，终归会吸引资金买入，实现公司合理的价值。

第三、不要低估科技公司的边界。供给创造需求的行业，市场空间难以量化。华为、苹果起初都不做手机，腾讯也不做游戏，如果简单的以市场空间、市占率这样的框架去套，容易犯精确的错误。



技术进步是机遇也是挑战。每一波技术进步给行业带来的变化，都是某种程度上的重新起跑。一方面，是领先公司竞争壁垒的松动，让追赶者有机会弯道超车；另一方面，也是对落后公司的检验，投入不足、实力不够的公司可能遭到洗牌。技术进步不停止，科技公司的竞争格局就不会稳定。

大象也能起舞：长期看，市值大小不是股价涨跌的主导因素。

第四、市场并不总是有效，深度跟踪创造价值。对于基金管理人来说，基于上市公司基本面分析的价值投资思路是可行的投资方法，大量公开信息未被正确解读，从而留下大量的投资机会。对一家公司的长期跟踪，能够对公司的经营有深入的理解。

但是需要警惕外来的颠覆。一定要避免投资那种行业可能被外来者冲击、或者被其他商业模式颠覆的行业或公司，只有少数公司能够战胜这种冲击，大多数企业面临冲击都会在一定时间内迷失。

第五、在黑天鹅事件时坚定的逆向投资。比如某乳业龙头股从2008年开始就是东方红的重仓股，后来也成为我们一些基金产品的重仓股。回头来看，当年的三聚氰胺事件是最好买入时点。当年东方红敢于重仓的原因，一个是坚信行业不会消失，乳制品行业在中国一定不会从此废掉，特别是当时的事件是行业的黑天鹅，所以龙头企业一定还会再起来。

黑天鹅事件往往会带来行业格局改善。从三聚氰胺事件之后，乳制品行业复制了家电行业的集中度提升带来利润率提升的历程。三聚氰胺事件之后，乳业双寡头格局越来越清晰，行业趋势也在变好，利润率不断提升。



少犯错、别凑热闹、逆向思维

大家一直比较关心我们的基金是如何构建投资组合的，我们对基金的投资组合的要求是攻守平衡，注重长期的绝对收益和长期比较好的排名。

重视防守非常重要，足球赛场上，十一个梅西组成的球队应该赢不了十一个后足组成的球队。我们从来不追求某一年度取得特别好的业绩，当然2017年我们确实取得了特别好的业绩，但我们确信2018年我们公募基金的业绩不会有2017年这么好。我们相信我们能实现长期比较好的收益，希望能够做到三年期的业绩比市场上大多数的投资者都要好。我们追求的是，三年为一个周期的绝对收益和不错的相对排名。

我们在基金投资组合的管理中注意控制回撤，在整个组合管理阶段，尽可能减少回撤。我们不要求冲得很快，因为冲得快，就容易回撤快。尤其是开放式基金的管理中，容易造成大量客户在高位申购，导致亏损，我们关注客户的体验，控制回撤是希望客户能够拿的住、体验好。

我们努力降低基金投资组合的波动率，为基金经理创造一个稳定的心态。组合的波动率较大，往往对基金经理的心态构成较大的冲击，我们要避免这种问题。

再来回答投资者关心的几个问题。我们是如何取得超额收益，如何控制回撤，如何保持均衡？

如何取得超额收益？少犯错、别凑热闹、逆向思维。我们常说，过去二十年能够保持20%的年化收益率就是非常优秀的，如果市场的平均水平是12%，那我们就努力去赚这8%的超额收益。其实只要避免去犯一些非常显而易见的错误就能做到：一是避免高换手率，频繁交易；二是尽量不碰上市两年内的新股；三是不去追逐主题、热点；四是不买市盈率特别高的股票。按照

这几个标准筛选，其实我们可以投资的股票只有三四百只，在某一时间段内，我们可以投资的可能只有三四十只。

如何基金的净值控制回撤？回撤不是交易出来的，而是组合构建出来的，我们不会将投资组合集中于某个行业或某个领域，因为集中可能导致组合波动很大。我们倾向于更加均衡和分散的配置。尽力保障组合中的股票都有抗击系统性风险的能力。虽然系统性风险不能预测，但优秀的公司能够抵抗系统性风险的冲击，并能在短时间内恢复。比如2015年第二季度，我们减仓了中小市值公司，加仓蓝筹股，虽然我们无法判定风险何时到来，但优质蓝筹股能够在经历股灾之后很快恢复。

如何保持均衡配置？均衡和分散配置的原因，我们可以从历年基金的年度排行榜来看，一般年度名次居前的基金一般都是持仓集中于极少的某些行业或板块，且恰好押中了；同时，排名靠后的基金也是持仓集中于少数行业或板块，而且是比较倒霉的。我们避免持仓集中于极少数的行业或板块，投资任何一个行业，我们很少买两家公司的股票，往往只投一家，这样仓位不会超过10%。即使出现问题，也不会带来很大的波动。而且我们只投行业中的龙头公司，不相信行业中居后的公司能够逆袭，这种概率太低了。

保持均衡还要注意流动性，我们的基金产品不会重仓持有市值较小的公司，因为这样的公司流动性较小。投资组合中也不要都是短期内涨幅很高的股票，我们常常会耐心的“养”一些没有上涨、估值较低的股票。这些股票目前看起来市场表现差，但正是因为它现阶段表现差、估值低，才给未来提供了机会。

祝愿大家能在2018年取得好的投资回报！

谢谢大家！

东方红资产管理李武： 固收投资最终会朝票息本源的大方向奔去

文 / 上海证券报 周宏



李武

东方证券资产管理有限公司董事总经理、私募固定收益投资部总经理兼固定收益研究部总经理、投资主办人，上海财经大学经济学硕士，证券从业19年，历任江苏远东国际评估咨询有限公司职员，上海远东资信评估有限公司总监，联合信用管理有限公司信贷评级事业部总经理，富国基金管理有限公司固定收益部债券研究员、副总监，富国资产管理（上海）有限公司副总经理。

东方红资产管理的私募固收投资部总经理李武是一个低调的人，他在业内享有很高评价，但在业外则少人知晓，这或许和他不爱在媒体上抛头露面的习惯有关。

但其实，他是评级行业转投资经理的第一人，业内鼎鼎大名的信用债高手，他与饶刚一起带领当时的固收团队准确判断了2011年后的城投债投资大机会，也躲过了2014—2015年的产业债大跌。作为业内最强的信用债团队的领头人之一，李武对未来中国债券投资的看法值得细细品读。

结缘债市

李武与债券的缘分结于信用评级。早年，李武是国内一家大型信用评级公司的分析师，因为业务精通，常有投资领域的人过来咨询固收品种的信用状况。而李武总能给出不一样的深入评价。一来二去，他在投资圈里渐渐收获了不少知音。

2008年，世界经济遭遇次贷危机。当年9月份雷曼破产，次贷危机从美国迅速扩大蔓延至全球。世界各地金融市场为之巨震，中国债市也受波及。

当年9月份发行的江铜可分离债即是一例，该券2008年9月才历经辛苦完成发行，10月市场传言江铜期货投资受损，江铜债的报价直线回落到70元以下，并牵连整个信用债市场暴跌。当时，场内机构恐慌情绪爆棚，按当时市场对部分债券的估值，是认定某些公司就要出现违约了。



早早秉持“重配城投”的策略，李武管理的不少产品在业界获得了很大的认可度。他所在的信用债团队也成了当时大型投资机构中名声最响的投资团队之一。

但李武不这么看，他认为，当时信用债并未形成市场化违约的成熟机制。信用债的主要发行主体也都属重要国企，有很强的政府背景支持。他判断，有关各方不会轻易让信用债违约事件发生。

后续事态的发展果然如此。随着四万亿的次第推出，江铜债等不少信用债大幅上涨。

2010年，在债市“大佬”饶刚的邀请下，李武进入了固收投资领域，成为信评行业转行固收投资的第一批，由此，李武踏上了固定收益投资之路。

2015年，李武进入东方红资产管理，成为东方红固收领域的干将，主管私募固收领域的投资。在他的带领下，东方红的私募固收业务稳健发展，在市场疯狂的2016年并未大势扩张纯债管理规模，而是把业务重心偏向股债混合产品，在固收市场收缩的2017年，依然斩获了不错的正收益。

大裂变 大格局

李武加入固定收益行业的2010年，恰是中国债市风云际会的“大裂变”时代。

在此之前，中国的信用债市场规模偏小，基本没有违约案例。市场并不重视这个领域的信用风险。尽管名为信用债，但大部分机构依然是国债投资的模式，专注在“票息杠杆和资本利得”的层面博弈投资市场。

但当时李武所在的团队，已经开始瞄准债券的信用研究，他所在的公司也成了业内最早设立内部信用分析团队的机构之一。

其时，信用债发行正进入如火如荼的爆发期。2008年末，中国的“四万亿”政策出炉，亟需大量资金进行大规模基建的各级地方政府，看上了信用债这个通道，并在一年后掀起了一场债市大扩容。

当时的情况是，随着大批基建项目的立项开工，传统的银行信贷通道已经不足以支撑各地政府的基建雄心。现金流短缺的当口，地方政府把城投债（信用债的一种）当做了最快的融资通道之一。

但债市对城投债这个新产品“并不感冒”。城投债以较高的收益率在市场上交易，但依旧不被人看好。

初入行业的李武开始显露身手。多年积累的经验使得他判断，首批城投债并没有太多的信用风险。地方政府尚处于融资的上升期，各类融资平台有极大的动力维持自己的信用水平，市场最终会证明自己对城投债存在误判。

事实也是如此，随着时间的推移，城投债的价值不断凸显，尤其是2014年下半年后，随着产业债的衰落，大量资金被重配到城投债，这使得城投债成为那几年给固收投资者带来最多收益的债券品种。

早早秉持“重配城投”的策略，李武管理的不少产品在业界获得了很大的认可度。他所在的信用债团队也成了当时大型投资机构中名声最响的投资团队之一。

投资心诀：适度左侧

浸淫债券市场多年，李武有很多心得，其中一条谓之“适度左侧”。他认为，在债券投资中，贯彻适度左侧的交易原则非常重要。

“左侧”是交易术语，意思是在行情走势确认前就逆势交易。而适度左侧的意思，就是既提前于行情确认前，又没有太提前。

李武说，之所以强调左侧交易，是因为债券市场的交易对手多为机构，思维相近、意识趋同。当一个债真正出现问题的时候，投资者往往已经卖不掉了，或者要付出很大的代价去卖掉了。这个时候只有适度左侧才能回避损失。

典型的例子是2014年下半年到2015年上半年，一度十分红火的产业债，开始集中爆发问题。部分产能过剩的周期性企业如煤炭、钢铁公司的业绩地雷开始爆发，债券市场逐渐形成了一

致调整预期。相关债券交易迅速萎缩，成了不少机构手中的烫手山芋而早在此前半年，李武已经完成了相关债券的清仓任务。当时秉承的就是适度左侧原则。

“当相关产业出现弱势端倪后，要抓紧研究，如果趋势明确，那么必须先人一步、快速处置。”李武总结道。

当然，适度左侧并不只适用于控制风险。在把握机会方面也很合用。

2017年，山东一家大型周期性企业因传闻而出现大幅下跌。此时，市场内流传该企业的多个利空，甚至可能影响持续经营，受此影响，该公司债券价格大跌。

但是，李武所在团队凭借经验和东方红权益团队的调研信息判断，该企业的竞争力犹在，现金流水平也良好，其债券违约可能性不大。据此，在相对低位持续买入该公司债券。后续信息明朗后，该公司的股票和债券均出现大幅上升。

李武说，与产业周期波动不一样，一些企业的短期波折，更需要信用团队的仔细分析。只要企业自身经营状况良好，没有影响持续经营的重大瑕疵，那么利空爆发时，反而是一个介入的机会。

回归票息投资本源

总结多年经验，李武认为，如今在债券市场回归票息本源做投资，条件已经比较成熟。

首先，总体来看，债券市场的波动幅度较股票等市场小，随着监管趋紧后，整个市场的交易杠杆也会趋小，债券投资收益中票息的部分会占到越来越高的比重。

其次，随着监管趋严，以及对杠杆的严格控制，各类投资机构的杠杆都受到严格管制。高杠杆捕捉短期市场波动的“打法”会逐步退出市场。

其三，随着债市品种的快速扩容，以及市场化违约机制的建立，个券之间的信用利差会拉开。对债券基本面的研究会越来越有

价值。东方红长期布局的信用研究领域有望迎来收获。

李武认为，总体来看，债市的发展方向是往价值投资的方向走。通过研究行业基本面、研究公司基本面来获取相对高的票息价值，这将是固定收益投资未来的重要方向。

当然，成功的价值投资，必须有向内向外的完整体系来支撑的。

向内而言，团队成员价值观一致、分工合作清晰，内部职能划分合理，风控有效非常重要。向外而言，逐步积累和投资团队价值观接近、长期稳健的资金并长期携手，也是非常重要的一环。

在李武看来，固收投资的行业竞争，其一是投资能力和研究能力上，其一是人才积累和宽容信任的团队文化建设上，而后者在长期业绩中更加重要。

比如，同样是团队分工，基金经理是对交易员是否信任程度，对日常交易错误是宽容还是严词责备，决定了中长期的团队战斗力。

同样，对待信用研究团队，基金经理是愿意信任他们去做研究建议，并承担成长中的“成本”，还是紧紧束缚住他们手脚仅仅充当数据整理的工具，是给予宽广的研究领域，还是从风险出发早早限定范围，也决定了中长期的团队战斗力和业绩。

李武说，从他的实践看，宽容和信任的团队文化对中长期的业绩表现有至关重要的作用。宽容短期的过错，给予信任的空间，会激发团队合作的能量，随着时间推移会给团队和组合带来越来越多的良好回报

债券投资机会开始酝酿

对于未来，李武认为，既要明晰当下的市场环境，也要在相对严峻的环境中思考方法，寻找机会。

李武认为，现在这个时点，监管趋严、金融去杠杆是已经明朗的中期趋势。金融去杠杆的过程，一定会造成风险重新定价。货币放水的时代，有价值的投资品种会涨，差的可能涨得更多。

但当市场要去杠杆了，有价值的品种会更受关注，而基本面不扎实的品种会被淘汰。

面对去杠杆的环境，即将推出的新的资管办法，整个市场的外部环境预计还将保持从紧态势，并不排除部分类型债券在某个时段出现短暂集促调整的可能。

看到挑战的同时，李武认为，也要认识到如今债券市场已经历了一轮的幅度较大、时间较长的调整，债券整体的收益率又回到了一个相对较高的收益率水平。这是一个现状。

如今，十年期国债年收益率达到4%一线，绝大部分的信用债年收益率达到5.5%以上，AA+债券的年收益率已经在6%以上了，从历史上看，这是一个票息收益率相对高的时期。

李武认为，从债券投资的收益角度来分析，来源无非是票息杠杆和资本利得。站在现在的时点，信用债的票息价值已经大幅提高了，从大类资产的角度而言，债券的长期投资价值已比较突出了。

这个时候市场担心的无非是短期内的市场波动。但李武认为无需盲目悲观，现在的问题是怎么去通过一定的方法获得这个相对高的票息，然后减少承受过高的价格波动风险的可能，这是未来投资需要去重点考虑的。而在市场低位，寻找投资目标一致的长期资金来参与价值的分享，或许是一个解决方案。



东方红资产管理李家春： 坚持价值投资 重在长期收益

文 / 中国基金报 章子林

去年年底至2017年初，国内债券市场经历了一轮快速下跌，收益率显著上升。二季度以来债市虽然出现了一些回暖信号，但受到全球及中国经济数据频频超预期的影响，反弹幅度有限。

在这种情况下，东方证券资产管理有限公司公募固定收益投资部总经理李家春的管理业绩依旧出色。截至2017年8月18日，李家春参与管理的一级债基、二级债基和偏债混合型基金共计6只，其中，4只偏债混合型基金今年以来平均回报超过8.1%，最高的达到9.48%。二级债基东方红收益增强债券基金今年以来总回报为6.49%，在同类产品中排名5%。

李家春告诉记者，随着近年来信用事件不断爆发甚至实质性违约开始增多，“刚兑”早已被打破，如何躲避信用“地雷”将考验投资者的研究实力，信用债的定价能力日益成为债券投资的关键。通过深入研究公司和行业基本面，赚取个券阿尔法以及行业轮动带来的利差变化将是超额收益的主要来源。

未来信用债博取超额收益的特征将凸显

在当前经济趋稳，在实体经济去产能、金融降杠杆，且有一定通胀预期的宏观环境下，债券市场存在趋势性机会的概率不大。2015年以来，债券违约时有发生，并呈常态化和市场化的趋势，原有的根据无风险利率的涨跌做投资，凭借短端低利率资金加杠杆等粗线条的投资方式越发不合时宜。

在李家春看来，随着各行业竞争格局日趋稳定，部分优质的龙

头企业凭借较高的市场地位、精细化的管理等，表现出良好的竞争实力。这类企业经营和财务风险在未来2-3年内或将降低，其信用债的利差也将大概率得到逐步修复。市场投资者在获得了高票息的同时，也能享受企业基本面改善带来的资本利得的收益。

信用风险频发的同时，是机构投资者风险偏好的不断下降以及企业再融资成本的不断上升，从而导致信用利差的不断扩大，给予信用债投资者提供了获取阿尔法的市场环境。

如何避开雷区，寻求债券市场的阿尔法？李家春介绍，建立强大的信用研究团队，加深个券研究的深度和广度是重中之重。一方面，利用团队严密科学的信用分析能力，为投资系统建立强大的防火墙，对各个行业利差进行深入分析，帮助排除债券地雷。另一方面，在尽可能做到覆盖全行业研究的基础上，精选个券，深入研究。

以房地产行业为例，该团队在研究中发现，2015年之前，房地产企业的盈利能力虽然很强，但高利润的背后往往以高负债为代价，这种高杠杆的情况造成其债券收益率相对较高。不过随着2015年行业去库存之后，部分房地产企业的财务状况明显改善，负债率大幅下降，其信用风险极大改善，蕴含着较大的投资机会。

“虽然今年上半年债市相对较弱，但并不妨碍一些行业或个券存在着独立的投资机会”他认为，当下各个行业内企业的信用

利差越来越大，同涨同跌的情况减少，投资团队在把握宏观经济大趋势的前提下，考虑规避主要风险和获得相对稳健收益之外，在部分行业和公司博取一些超额收益的情况也逐渐增多，“未来信用债博取个券阿尔法和行业轮动带来的超额收益的特征会越来越明显”。

坚持价值投资 重在长期收益

据了解，东方红资产管理固定收益团队的总体投资布局始终围绕一条主线，就是追求长期稳健的投资业绩，为投资人考虑长远的利益，而不是通过短期业绩来博眼球。

“价值投资在各个领域都有自己的适合性。对于固定收益领域而言，管理人要清晰地判断债券价值，深入研究，耐心地寻找价格低于价值的机会，进行重点配置”，他指出，公司固收团队通过自下而上对公司价值的研究，从中挖掘出很多更具备配置价值的个券，这种投资方式跟权益投资中的价值投资理念是一脉相承的。

记者发现，今年以来东方红资产管理公募固定收益投资部整体业绩较好。今年以来，截至8月18日，东方红资产管理旗下14只固定收益类基金产品，除东方红智逸沪港深尚在建仓期以外，其余13只偏债类型或纯债型基金今年以来平均总回报为5.33%。其中，成立于2015年4月17日的东方红稳健精选混合基金，在两年零四个月内经历了三轮股票大跌和一轮债市的大幅调整，仍取得了超过19%的绝对收益。

“对于混合偏债的基金产品而言，除去固收本身的收益和打新收益，公司权益团队贡献重大”，李家春坦言，未来会继续坚持价值投资理念并引导投资者进行长期投资。此外，未来东方红资产管理固定收益团队还将发行一些具有锁定期的固定收益类产品，供更多投资者选择。

据了解，目前李家春所在的东方红固定收益团队旗下共有混合偏债型基金、二级债基、一级债基和纯债基金等产品，近期还将推出货币基金，届时，其旗下的产品线体系将更加完整。



李家春

东方证券资产管理有限公司执行董事、公募固定收益投资部总经理，香港大学工商管理硕士，证券从业19年，历任长江证券有限责任公司债券基金事业部投资经理，汉唐证券有限责任公司债券业务管理总部投资主管，泰信基金管理有限公司投资管理部高级研究员、投资管理部副经理，交银施罗德基金管理有限公司固定收益部副总经理、基金经理，富国基金管理有限公司固定收益部投资副总监。



东方红资产管理李竞： 投资要“管住手” 做大概率的事

文 / 中国基金报 章子林

2017年，白马股高歌猛进，扬眉吐气，在分化的结构行情中屡创新高，价值投资也逐渐成为市场最热的投资理念。但是，伴随着大蓝筹概念的一骑绝尘，2018年市场风格是否会转为中小创一时也成为业内讨论的重点。在东方红资产管理私募权益投资部投资主办人李竞看来，2018年将会大概率延续白马风格，但是也不排除创业板会有阶段性的机会。

李竞认为，价值投资从长期来看，需做好三件事，一是不亏钱；二是做大概率的事；三是管住手，恪守自己的能力圈。

今年将大概率延续白马风格

去年是东方红资产管理大丰收的一年。在2017年投资业绩分化相当严重的情况下，公司产品全面开花，多个产品排名靠前。其中，东方红旗下券商集合理财产品的整体业绩亮眼，产品全年业绩包揽行业前十四名，其中排名前五位的集合产品就包括李竞管理的产品。

Wind数据显示，东方红先锋7号、东方红先锋1号、东方红先锋3号、东方红先锋6号II期以及东方红先锋6号2017年整体总回报分别为81.01%、80.29%、75.66%、73.29%和70.11%，同期上证指数涨幅6.56%。

从2008年进入公司做研究，到自己管理产品，李竞在东方红一路成长。在他看来，无论是哪个岗位，都不离开研究体系和框架的建立。“我们的基金经理自己也是公司最重要的选股者和研究员之一，看中一个企业之后，从产业链到竞争对手，和研究员一起调研的次数起码都在两位数以上”，李竞说到，投研是一个老中医行业，也是一场时间和耐力的角逐，需要沉下心去深度挖掘，守得住初心，耐得住寂寞。同时，还要精选优质的个股，以合理的价格买入并长期持有，做大概率的投资，才能够为客户真正创造长期的财富增值。

在采访中，对于投资标的的选择，李竞一直用“优秀的公司”来概括。何为优秀的公司，在他看来，一是行业龙头企业，“在

过去历次考试连续得第一的人，再拿第一的概率会更高”，二是企业的ROE超过15%甚至更高，并且价格合理，内在价值较高，“在成熟的市场中，一家企业能保持5%-10%的利润和收入增速已经是不错的速度，15%以上就是高速增长，A股会慢慢接受这个现实。”而在价格方面，他认为优秀企业不等于优秀股票，市场往往在某些阶段会给予优质企业过高的定价，但如果实际价值偏差太多的话，就很容易产生估值泡沫，影响投资概率，因此要以较低或合理的价格买入好公司。

在李竞的投资组合中，白马和行业龙头股占据较高比例。在市场针对今年投资风格是否产生分化之时，李竞仍然看好今年白马股的投资前景，认为蓝筹风格或将延续。“今年和去年的投资组合不会有太大的变化，如果持仓的公司中没有变得太贵或者价格太不合理的话，依然会长期持有，之所以有前提是因为价值投资绝不等于长期持有。”

投资要做好这三件事

巴菲特有一句著名的投资名言：第一条是永远不要亏钱；第二条是永远不要忘记第一条。

在长期的投资实践中，李竞对这句话越来越认同。“做投资，第一就是要不亏钱，而不是如何赚钱”，诚如巴菲特所言，最重要的不是怎么赚钱，而是考虑如何不亏钱。东方红资产管理始终以绝对收益作为价值导向，并且关注风险敞口和回撤。同时，选择与优秀的公司为伍，保持耐心，让时间成为投资的朋友。慢慢来，才比较快。

其次是要做大概率的事。每个人都有自己的能力圈，少犯错才能少亏损，同时在自己的优势领域进行更为稳妥的获利。毕竟在管理产品的过程中，除了获利能力外，管理人的风控能力也尤其需要考虑。风控能力最直接体现在产品的波动率上，波动率小的产品对于投资者更为友善和负责，只有真正关注投资人利益，投资经理才能严格把握产品配置的平衡性和涨幅的可持

续性。简单来说，不出手则已，一出手就要对自己的投资动作负责，尽量做到每个投资动作的累计预期回报比较持续可观。而坚持价值投资，能够在市场有效性有限的环境下，发掘优质的上市公司，提升长期回报的概率和市场的定价效率，从而提高投资过程完成的整体概率。

第三是要管住手。相对前两点来说，在过去几年大起大落的市场中可能是较难的一点。“其实简单说就是要恪守自己的能力圈，每个基金经理都有自己擅长的数个行业，和更多不擅长的行业，对于其他不了解的领域，可能天天都会看到大起大落，但要忍住诱惑。”在李竞看来，虽然去年也因此错过了一些比较大的投资机会，并且自己针对这些短板也在学习过程之中，但做投资两边打脸则是件更痛苦的事情。对于长期投资而言，选择自己比较有优势的领域，看好行业内最优秀的企业，碰到合理的价格、合适的机会果断下手，其他的时间更多的是用来学习新行业、更新旧行业，以及保持一颗虔诚的修心，因为价值投资，本质上是一场孤独的修行。



2018 年第一季度投资展望

经济稳定向好 继续看好龙头公司潜在价值

文 / 东方红资产管理基金经理兼策略师 刚登峰

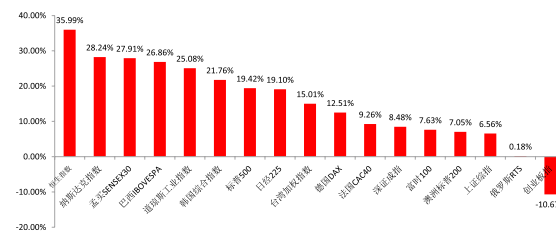
2017 年度 市场回顾

市场的结构性行情在 2017 年演绎到了淋漓尽致的程度，展望 2018 年，稳定向好的经济环境将为自下而上选择个股提供好的基础。以下从三个方面对 2017 年度行情进行回顾：

2017 年全球主流市场以涨为主

在全球经济复苏的背景下，2017 年全球主流资本市场以涨为主，香港恒生指数领涨全球，美股与新兴国家比如印度、巴西市场涨幅也相当可观。A 股上证指数与深成指微涨而创业板微跌，体现出比较明显的结构化特征。

图 1：17 年收益率

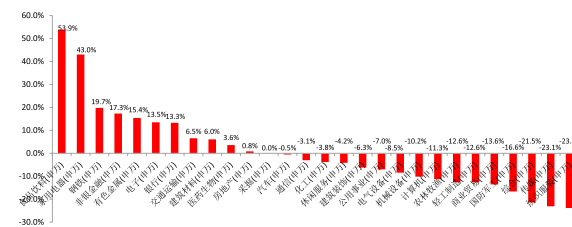


数据来源：Wind、东方红资产管理

申万一级行业的上季度表现

从行业涨跌幅来看，食品饮料大涨 53.9%，家电大涨 43.0%，钢铁、非银、有色、电子分别上涨 19.7%、17.3%、15.4%、13.5%。而与此同时纺织服装大跌 23.8%，传媒大跌 23.1%，军工、商业贸易、轻工制造也有不小跌幅。

图 2：2017 年行业涨跌幅



数据来源：Wind、东方红资产管理

A 股市场走向

2017 年的 A 股可以用冰火两重天来形容，上证指数虽然涨幅不大，但是上证 50 上涨 25.08%，很多龙头公司录得较大的甚至翻倍的涨幅。与此形成对比的是创业板的继续下跌，剔除新股整个市场上涨的股票 698 支，2325 支股票下跌。



2017 年
行情回顾
原因总结

股票市场风格存在周期性的摆动

即便是在成熟市场，我们也能观察到大小盘风格的转化，而转化周期通常数年，2013 年到 2015 年小盘股风格极度占优。而 2016 年熔断以来，大盘风格相对占优，这是资本市场的偏好出现的周期性的摆动特征。

目前的经济形势与社会背景使得龙头公司强者恒强

中国经济调整之后进入了中高速增长阶段，很多行业的竞争格局逐步改善。尤其是经过 2011 年到 2015 年连续几年的市场出清，供给侧改革的效果明显，让很多行业的龙头公司的盈利能力有了很大的提高，呈现强者恒强的格局。

IPO 的常态化让壳价值逐步消失

2017 年 IPO 成功发行 419 宗，即便是在市场低迷的时候依然坚持了新股的常态化。IPO 的常态化，一方面使得上市公司的壳资源变得不再稀缺，另一方面优秀的公司 IPO 上市的门槛在降低。

深港通、沪港通的资金偏好龙头公司

深港通的数据最为明显，我们看到深港通开通的一年左右时间，大量而集中的买入了 A 股的一批龙头企业，从而加剧了这种结构性的分化。

2018 年
投资展望

国际环境

美国的经济情况相对较好，而在这种背景下特朗普还推出了了减税政策，这将为美国经济进一步上行奠定基础。欧洲与日本也在复苏当中，全球难得出现主要经济体整体向好的局面，这将为 2018 年的市场营造比较好的外部环境。但需要提防的是，美联储 2018 年继续三到四次加息以及由此引起的一些其他的国际冲击，对于这些很难做出事前判断，但是需要多加跟踪与应对。

国内经济环境

就国内经济情况来看，2011 年之后，整体的经济波动趋于平缓。

十九大为中国未来数年奠定了新的基调，标志着中国的经济社会发展进入了新的阶段。社会的发展会更加均衡，更加关注环境等方面的因素。经济的发展速度不会再追求过快的增长，6% 左右的工业增加值仍然会是未来一段时间波动的中枢。

从物价方面来看，2018 年上半年的物价水平值得关注，伴随着国际油价大宗商品等方面的价格反弹，物价能否大幅超预期是观察 18 年资本市场的一个重要风险观察点。

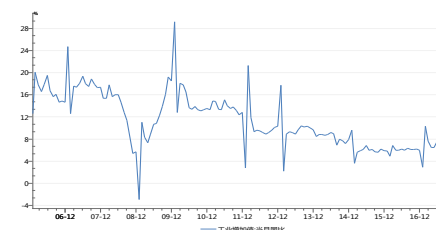
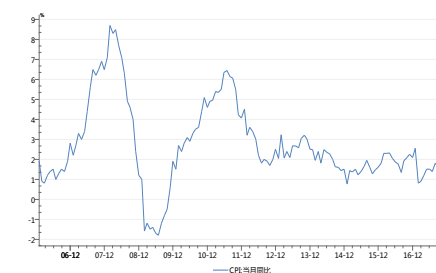
另外一个风险观察点是实体经济的实际利率是否会伴随金融市场的波动而快速上行。

2018 年投资展望

市场的结构性行情在 2017 年演绎到了淋漓尽致的程度，市值因子与成长因子的超额收益都很显著，展望 2018 年，成长因子的超额收益有望会继续明显，而简单靠大小盘的风格差异将会缩小，稳定向好的经济环境将为自下而上选择个股提供好的基础。未来看好方向包括稳定性强的大众消费龙头与可选消费龙头，住宅后市场，高端精密制造的产业集群优势与生产的相对优势，

创新医药的龙头与医药服务龙头，供给侧收缩有效带来的竞争结构大幅改善的部分周期行业龙头，以及港股融入国内金融市场的历史性机会。

东方红资产管理一直坚持价值投资理念，追求绝对收益，注重把握大趋势下的大概率投资机会，自下而上精选“幸运行业 + 能干的管理层 + 合理估值”三者兼具的优质标的，分享优秀公司长期成长的收益。团队看重优秀个股的长期投资价值，因此在投资过程中更加注重选择那些行业护城河较深、竞争力较强，拥有优秀的管理层与合理估值兼备的公司。



数据来源：Wind、东方红资产管理

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。

2018 年第一季度债市投资展望

配置价值提升 资本损失下降

文 / 东方红资产管理基金经理 纪文静

2017 年度
市场回顾

2017 年经济表现出了较强的韧性，供给侧改革带来大宗商品价格上涨，工业企业利润明显改善；金融去杠杆的主基调贯穿全年，货币政策实际上中性偏紧，公开市场操作利率两次上调，资金利率居高不下；此外海外市场经济复苏，货币政策也逐步趋紧。在此背景下，债券市场的走势整体超出了市场预期：10 年国债收益率最高至 4%，全年上行 100BP；10 年国开收益率最高至 5%，全年上行 130BP；3 年 AAA 信用债最高至 5.25%，全年上行 135BP；5 年 AAA 信用债最高至 5.4%，全年上行 140BP。

回顾 2017 年，市场可以分为三个阶段：

年初至 5 月中上旬的下跌

这一期间，经济数据强劲，地产从一二线城市向三四线城市外溢明显，三四线城市量价齐升；PPI 冲高，引发市场对于通胀的担心；货币政策收紧，资金面紧张持续，MPA 考核从严；金融监管升级，市场对商业银行理财新规以及“一行三会”主导的资管新规较为担忧。尤其 4 月初至 5 月中上旬银监会密集出台监管文件，银行自查开启，期间委外赎回以及券商资金池产品抛售压力给市场造成进一步的恐慌，债券收益率一路上行。

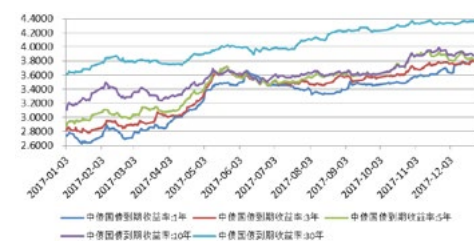
5 月中下旬开始的修复至第三季度的窄幅震荡

5 月中下旬，随着监管基调的缓和以及央行加大公开市场操作改善流动性预期等因素影响，债券收益率高位企稳；6 月央行续作 MLF、加大公开市场投放，以及并未在美联储 6 月加息后跟随上调 OMO 利率，改善市场此前对资金面紧张的预期，收益率出现明显的回落。进入三季度，债券市场整体呈窄幅震荡走势。尽管 7-8 月的经济数据明显回落，但在资金面紧平衡的状态下，收益率并未有明显下行。

10 月开始的大幅调整

国庆前央行宣布定向降准并于 2018 年 1 月 1 日起执行，但节后市场的表现却大超预期，市场出现了快速且大幅的调整，10 年国债收益率从前期震荡中枢 3.6% 附近调整至 3.9% 附近。10 月开始的下跌，从浅层分析在于市场的脆弱性：由于今年利率债以交易型机构参与为主，容易受到负债端不稳定和快进快出思维放大效应的影响，在本轮暴跌中体现的淋漓尽致；从深层分析在于平坦的曲线透支了市场对于经济的悲观预期：年初以来对于市场看法的逻辑一直未变，即经济数据见顶回落、货币政策不紧不松，而经济数据回落幅度一再不及预期，叠加国庆后周行长讲话的利空，直接导致市场无法解读行情而引发恐慌。

图 1：2017 年国债收益率走势



数据来源：Wind、东方红资产管理

2018 年
一季度
投资展望

2018 年经济增速预计小幅回落

整体韧性较强

一季度面临较大高基数压力

展望 2018 年国内宏观经济，整体韧性仍较强，制造业投资长期低位徘徊后具备向上抬升的可能性；短周期来看，在库存周期回落下，叠加地产调控和政府基建投资增速的下降，预计 2018 年 GDP 实际增速略低于 2017 年；通胀中枢温和抬升，但不会影响货币政策稳健中性的取向，宏观审慎注重对金融进行逆周期调控。从 2018 年一季度情况来看，考虑到 2017 年同期的高基数和冬季限产直至 3 月 15 日结束，预计一季度经济面临较大的高基数压力。

首先，地产投资和销售预计继续平稳减速。2017 年 1-11 月房地产投资累计同比 7.5%，预计全年增速在 7% 左右，与 2016 年基本持平。展望 2018 年，目前全国商品房销售面积单月已经开始负增长，2018 年棚改货币化安置的边际影响也将明显减弱，因此从地产销售的领先性来看，预计 2018 年一季度地产投资增速将继续下行。但是十九大报告中指出要建立租购并举的住房制度，多个城市推出租赁住房用地面积，同时 2018 年棚改计划为 580 万套，高于此前 500 万套的预期，租赁和棚改等预计对地产投资下行会有一定缓冲作用，整体地产投资有望平稳减速。

其次，制造业投资有望在震荡中低位抬升。2017 年 1-11 月制造业投资累计同比 4.1%，预计全年增速在 4% 左右，较 2016 年小幅回落。展望 2018 年，2017 年工业企业盈利能力相较于 2016

年进一步改善，盈利增速明显提升，产能利用率达到 5 年来新高。从历史数据看，一般制造业企业盈利领先于固定资产投资，因此随着制造业企业盈利的改善、产能利用率的回升，2018 年制造业投资增速有望在震荡中回升。

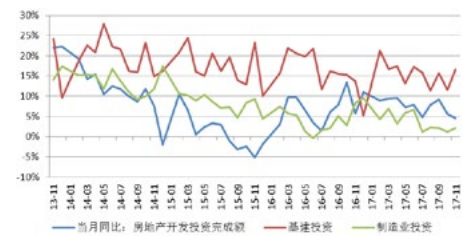
第三，在地方政府融资渠道收紧下，基建投资预计有所放缓。2017 年 1-11 月基建投资累计同比 15.8%，预计全年增速在 15% 左右，与 2016 年基本持平。展望 2018 年，自 2017 年 7 月中央政治局会议大篇幅提及地方债务风险问题以来，发改委、财政部多次发文来规范地方政府融资，例如财政部 87 号文严格规范政府购买服务，国资委 192 号文加强央企 PPP 风险管控，对违规 PPP 项目进行清理。因此，预计 2018 年基建投资的资金支持将有所减弱，基建投资增速有所放缓。

图 2：工业增加值增速变化



数据来源：Wind、东方红资产管理

图 3：固定资产投资增速变化



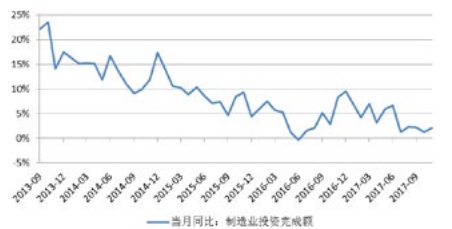
数据来源：Wind、东方红资产管理

图 4: 房地产销售面积增速变化



数据来源: Wind、东方红资产管理

图 6: 制造业投资增速变化



数据来源: Wind、东方红资产管理

图 8: CPI 分项变化



数据来源: Wind、东方红资产管理

通胀中枢温和抬升 一季度 CPI 出现全年高点 PPI 同比继续回落

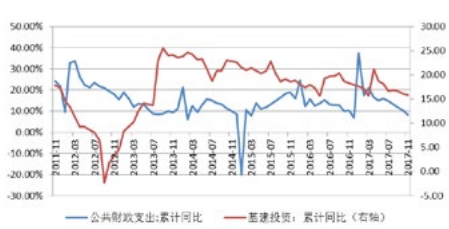
CPI 方面，中枢温和抬升，全年走势前高后低，一季度为高点。2017 年全年 CPI 同比在 1.6% 左右，受翘尾抬升和猪肉、原油等价格影响下，预计 2018 年通胀中枢温和抬升至 2.3%-2.5% 左右，全年走势呈前高后低态势。受春节错月影响，预计一季度将出

图 5: 房地产投资增速变化



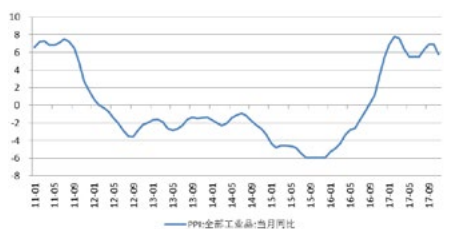
数据来源: Wind、东方红资产管理

图 7: 财政支出与基建投资



数据来源: Wind、东方红资产管理

图 9: PPI 变化



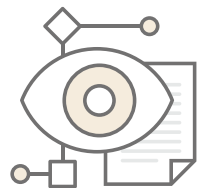
数据来源: Wind、东方红资产管理

现全年 CPI 高点，其中 2 月份预计达到 2.8% 左右。

PPI 方面，中枢回落，年内走势一波三折，一季度同比逐月回落。2017 年全年 PPI 同比在 6.3% 左右；从 2018 年全年走势来看，在翘尾回落下，PPI 全年趋势向下，中枢回落至 2.5%-3.5% 左右。但在原油价格影响下，预计年内呈一波三折走势，5-6 月份有望出现同比高点。从一季度来看，受 2017 年同期高基数影响，预计一季度 PPI 同比将逐月回落。图 8:CPI 分项变化。

货币政策继续稳健中性 宏观审慎加强金融逆周期监管

政策方面，央行预计将延续货币政策和宏观审慎双支柱调控体系，货币政策保持稳健中性，宏观审慎政策将继续加强金融逆周期调控。货币政策方面，在宏观经济整体平稳、通胀压力温和的宏观环境下，2018 年一季度货币政策预计仍将维持稳健中性，实施定向降准，公开市场操作将继续“削峰填谷”，资金面整体保持紧平衡。宏观审慎政策方面，2018 年监管层将通过对杠杆水平的逆周期调控，加强金融监管，维护金融稳定和防范系统性风险。



2018 年 一季度 投资思路

2018 年一季度我们需要关注以下风险点：（1）经济数据仍然强劲，开启中周期震荡上行的趋势；（2）通胀数据超预期，给货币政策带来压力；（3）美国经济强劲，美联储加息进程加快，汇率压力再起，从而也限制了利率的下行空间。

债券市场经历了 2017 年的大调整，市场对于基本面数据、海外因素以及监管因素等都反应了一定的预期，从配置角度而言，具备较好的性价比。展望 2018 年一季度债市，监管新规有待落地、经济数据下滑有限、通胀略有上行，市场或处于高位震荡的态势。操作上，我们认为当前债券配置价值提升，获得票息的概率明显上升，2018 年票息收益将是债券市场的绝对收益来源，同时资本损失也将有所下降。

海外经济延续复苏态势 汇率短期压力不大

2018 年一季度海外库存周期存在一定回落压力，但由于设备投资周期复苏有望延续，金融 / 地产周期处于回升通道，经济仍具有一定向上弹性，预计海外经济，尤其是美国经济在一季度仍会持续向好。通胀方面，虽然油价中枢虽较今年有所上升，但由于今年一季度基数较高，同比压力不大，美国通胀可能重新回落至 2% 以下。货币政策方面，预计美联储 3 月加息一次，而欧、日央行不会在一季度有所行动，但可能会逐渐引导市场对于货币政策边际收紧的预期。

汇率方面，在美联储 3 月加息的预期下，美国短端利率会逐渐上行，中美短端利差将会进一步收窄，人民币汇率将会承受一定压力。但考虑到欧、美金融周期之间的分化缩小，美元指数不会过强，在现有的汇率形成机制下，人民币不会出现大幅下跌。

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。

RAO GANG
饶刚
先生

债券市场方面，四季度整体下跌，收益率大幅度上行。国庆后，高层在讲话中传递 GDP 增速 7% 的信息，不但抵消了节前的降准利好，也使得机构对经济增长的预期大幅修正。受此影响，标志性的 10 年国债收益率走高近 40BP，并一度突破 4% 的整数关口，期间虽有小幅的修复，最终仍然维持高位震荡的局面。本季度召开的十九大会议中，对经济发展阶段的判断发生了根本转变：从高速增长阶段转向高质量发展阶段，反映出决策层对经济波动的容忍度较之过往明显提高。此外，央行双支柱的调控框架下，货币政策稳健中性的定力经受了考验，宏观审慎政策推出的节奏不断优化，二者的配合度不断提高，最终导致本轮债券市场面临的调整长于过往。展望后市，经济增长依然保持较强势头，油价走高对未来通胀存在一定压力；双支柱调控框架下，稳健中性的货币政策和金融去杠杆进程仍会延续。目前市场收益率已经位于较高水平，我们将精选个券、增厚组合基础收益；努力为持有人获取长期、稳健的回报。

权益方面，在盈利增速回落、货币政策维持中性的宏观环境下，预计 2018 年 A 股市场整体仍然呈震荡走势，投资上以把握结构性行情为主。2018 年仍将延续 2017 年偏好价值成长的风格，但在优质公司的估值水平经历了 2017 年的系统性提升后，2018 年市场将更加重视公司的业绩成长。我们在保持价值投资理念下，2018 年将着重关注以下几个方面的投资机会：一是继续配置一些估值仍在合理区间、基本面稳健的消费类价值股，业绩的稳定增长能给投资者带来稳健的长期回报；二是金融股估值仍处于较低区间，龙头公司具有一定的底仓配置价值；三是关注受益于供给侧改革的周期股龙头，在需求走弱、供给收缩的背景下，龙头公司受益于成本端优势和行业集中度提升，盈利能力有望明显改善；四是逐步开始关注业绩维持高速增长、估值已逐渐回落至合理区间的一些优质新兴产业龙头公司。

ZHANG FENG
张锋
先生

2017 年底市场震荡调整，受到年底资金结算的影响，四季度上证指数下跌 12%。

短期的市场波动很难预测，也不是我们投资要关注的重点。但越是着眼于中长期，股市的可预测程度越高。我们认为 A 股市场从去年以来业已形成的慢牛、结构牛的特征还将持续下去。原因包括：第一，经济新常态已经被人们普遍接受，哪怕 GDP 的增速在 2018 年继续下台阶，也属于正常状况。第二，大国经济体有足够的纵深和弹性，经济和金融体系的调控手段日益成熟，发生系统性风险的概率很低。这能为投资和企业经营者提供长期稳定的环境。第三，经济结构在边际改善。对房地产的调控有希望能释放出大量资源，配置在非房领域，这是整体的一种优化。第四，新一轮的消费升级和产业升级这两大主题方兴未艾，中国拥有在全球最具活力的民营经济体系，一部分优秀公司的“雪道”仍然很厚很长。第五，在传统产业领域的竞争格局稳定，龙头企业强者恒强，部分公司一步领先，步步领先，已经具备世界级竞争力。第六、在新兴产业领域，经过这几年的行业洗牌，部分企业已经由点及面地形成了竞争优势。第七，权益市场相对于房地产市场的投资吸引力增加，有望吸引长期稳定的资金逐步进入。

自下而上的寻找结构性的机会仍然是我们的主要策略。我们将继续坚持价值投资的理念，选择竞争优势显著，价格便宜的公司，买入并且长期持有，努力为持有人创造回报。

LIN PENG
林鹏
先生

2017 年四季度，市场表现出较好的活跃度，以白酒、家电为代表的蓝筹核心资产与以钢铁水泥为代表的周期类股票均有较好的市场表现。我们立足于价值投资，适当调整投资组合，在稳定持有战略品种的基础上，增加了部分优质的、竞争格局良好的周期股，适度分散组合的持仓，保持组合的良好均衡性。

当然，我们在投资组合的管理中，依然立足于寻找最优秀的公司并且长期与公司共同成长的策略，坚定持有核心品种。我们依然认为，竞争力不断提升的各行各业龙头企业有稀缺性，与全球主要股市同类标的相比较，估值并不高估。我们力争寻找到最优质的，在估值、成长空间、市场预期三者中结合的较好的品种，择机买入长期持有，为持有人创造稳定的收益。

WANG DAN
王丹
先生

2017 年是大类金融资产调整配置的一年，其涉及资产的广度和深度都相当惊人，导致资本市场全年的基调基本没有发生变化。具体表现为从紧的货币政策和选择性的财政政策、产业政策主导下的收益率上行和市场分化。目前促成这个配置调整的国际国内因素还没有改变，上述过程也没有结束。

四季度债券市场经历了一波快速下跌之后进入震荡。股票市场绩优股行情继续延续。12 月末资金仍然非常紧张。这三个月发生了几个标志性的事件：十九大的召开、美国税改的落地、资管新规征求意见稿的出台。十九大的召开为中国未来 30 年提供了总路线，美国税改为美国未来 10 年提供了政策基点，而资管新规则是十九大方针的落实。围绕资管新规展开的各方游说和争论，以及资管新规本身所呈现的态度，表明中国经济是多么深的依赖于没有足额准备金的负债。若过渡期时间不够长，资管新规实际上是在资金来源方终结这种特殊的负债依赖型经济结构。而供给侧改革则是在资金运用方改变这种经济结构。资管新规则是对整个资金来源方的无差别措施，供给侧改革是基于行业条线的差别化措施。后者先行为前者提供了底气，然而前者在短时间内波及的广度和深度却是后者没法比的。虽然更长的时间尺度上，供给侧改革对中国经济的深远影响可能更大。美国税改的作用必然是全球性的，特别是结合最近在贸易方面的其他做法，很可能终结中美目前的关系。

2018 年大概率是一个加强版的 2017 年，加强体现在大宗商品和资产价格的波动加大上。大宗商品的价格波动是通胀的替代效应，通胀则是背景。让人忧虑的仍然是地缘政治，今年可能是个引爆点。若地缘政治风险没有引爆，2018 年波动虽然大，但如果能守住头寸，最终的投资收益应该还是不错的。

对于债券市场而言，由于通胀是以一种比较隐秘的方式呈现，名义利率的经验判断基本上失效了。投资上会更关注市场结构性的因素。至少在第一季度，我们仍然会坚持基于现金的固定收益端配置。股票市场上仍然以大盘蓝筹为主，将布局某些今年相对落后的细分行业龙头。



ZHU BO SHENG
朱伯胜
先生

2017 年四季度，市场呈现震荡走势，尤其季度末因各种负面因素叠加，市场快速下行。

展望未来的市场，全球主要发达国家经济复苏有力，中大型企业面临的宏观外部经济环境比较有利，考虑到龙头企业的稳定增长潜力，我们认为龙头绩优企业难言已出现明显泡沫，仍不乏一定的配置价值。预计未来一段时间内市场可能仍延续以往的振荡格局。未来的操作中，我们将淡化指数，秉承选股重于选时的思路，关注先进制造业、大消费等行业的个股以及一些成长速度较快，估值安全边际较高的中小盘个股，同时关注 5G，芯片，新能源等领域的投资机会。



XU XI JIA
徐习佳
先生

2017 年四季度 A 股市场再次出现严重分化，超大盘股再次出现加速上扬，中小盘不涨反跌，结构性分化年内出现第二次极端情况。总体而言，超大盘约 80 支股票表现强劲，其他个股出现显著下跌。沪深 300 内部的上证 50 和中证 200 收益差额就达到约 8%。煤炭、有色、钢铁等强周期行业在供给侧改革导致的大幅上涨后出现明显回调，相当一部分个股跌回 7 月份启动价格附近。行业分布较为均匀的中证 500 也相应下跌约 5.5%。

考虑到国家队在市场中的平准存在、国内经济局部向好、国际经济形势总体谨慎乐观，我们对 2018 年 A 股市场总体保持谨慎乐观。考虑到 2017 年龙头股票的大幅上涨，我们虽然对低估值品种保持偏好，但在不同市场的具体操作策略上有所不同。在港股市场上，考虑到其世界资本市场中仍然处于相对便宜，我们会进一步加大价值策略的配置。而 A 股龙头的上涨以及部分行业的巨大涨幅使得另一些行业及其细分龙头的估值具有吸引力。我们会谨慎加大在这些周期成长股的配置。尽管 2017 年 9 月中以来周期股在经历 7、8 月份的上涨后出现较大幅度回调，但我们目前认为这类股票的安全边际更高。从短期看，这类公司未来一年增长的确定性大、对应估值较低，市场对估值高低的分歧更多在公司未来中期的增长潜力上。我们认为对于周期股也要区别对待。传统周期股和需求端增长确定、供给端竞争格局良好的成长价值类周期行业的估值应该有所区别。为此我们更加关注造纸、汽车、精密制造、智能家居家电等行业。2017 年四季度这类股票的下挫更多是市场卖出周期性股票的羊群效应所致。2018 年上半年我们的持仓将主要包括预期业绩良好或有明显改善，而且估值处于历史中位数或以下的公司。目前面临的最大风险是无法预测市场对于大盘风格的过度偏好何时回归和其中隐含的对公司破产清算的恐慌情绪何时缓解。



TONG ZHUO
童卓
先生

2017 第四季度，市场的总体表现的波澜不惊，临近年末出现了小幅度的调整，但是并不恐慌。市场风格偏好仍然在蓝筹和部分细分行业的龙头公司上面，上证指数在第四季度跌 1.25%。我们的产品涨幅超过 14%，以较大幅度领先市场。

货币政策和经济基本面仍然维持在一个平衡状态，估计这个状态会维持较长的一段时间。货币政策保持中性，金融监管维持高压预计在相当长的一段时间仍然是政策的主基调。十九大之后，中央把去杠杆作为重要的施政方向之一，庞大臃肿的资管体系仍需监管拆雷，估计货币政策会维持紧平衡。从经济的基本面来看，地产和基建投资开始小幅回落，而制造业的产能利用率和盈利状况仍然具备一定支撑；消费和服务业所占 GDP 比重越来越高，也加大了整体经济的韧性。再加上政府对市场的维稳和调控，我们认为 A 股市场仍然会维持在一个相对平和的状态。

从估值的角度来看，A 股不算贵，港股仍然相对便宜。在经历了一年的上涨之后，蓝筹股的估值洼地基本得到修复，成长股虽然有所下跌，但是整体估值仍然不便宜。恒生指数在主要经济体当中的整体估值目前还是偏低的，随着国内资金不断南下，预计港股市场仍然具备一定的向上空间。

自下而上来看，结构不断分化有可能是市场未来的主要特征。一方面经济增速放缓，利润加速向有竞争优势的龙头企业集中，优质公司有可能强者恒强，这会带来企业盈利能力的分化。另一方面，优质资产稀缺性会愈加凸显，市场给予这些公司的估值（PE）会跟其他公司产生分化。因此，自下而上的寻找结构性的机会仍然是我们的主要策略。我们将继续秉承价值投资的理念，选择护城河较深，雪道够长，经营者具备“企业家精神”的公司，以便宜的价格买入并且长期持有，为持有人创造回报。



LI JIA CHUN
李家春
先生

权益方面，在盈利增速回落、货币政策维持中性的宏观环境下，预计 2018 年 A 股市场整体仍然呈震荡走势，投资上以把握结构性行情为主。2018 年仍将延续 2017 年偏好价值成长的风格，但在优质公司的估值水平经历了 2017 年的系统性提升后，2018 年市场将更加重视公司的业绩成长。我们在保持价值投资理念下，2018 年将着重关注以下几个方面的投资机会：一是继续配置一些估值仍在合理区间、基本面稳健的消费类价值股，业绩的稳定增长能给投资者带来稳健的长期回报；二是金融股估值仍处于较低区间，龙头公司具有一定的底仓配置价值；三是关注受益于供给侧改革的周期股龙头，在需求走弱、供给收缩的背景下，龙头公司受益于成本端优势和行业集中度提升，盈利能力有望明显改善；四是逐步开始关注业绩维持高增速、估值已逐渐回落至合理区间的一些优质新兴产业龙头公司。

债券方面，四季度市场出现了快速且大幅的调整，10 年国债收益率从前期震荡中枢 3.6% 附近调整至 3.9% 附近。10 月开始的下跌，从浅层分析在于市场的脆弱性：由于今年利率债以交易型机构参与为主，容易受到负债端不稳定和快进快出思维放大效应的影响，在本轮暴跌中体现的淋漓尽致；从深层分析在于平坦的曲线透支了市场对于经济的悲观预期：年初以来对于市场看法的逻辑一直未变，即经济数据见顶回落、货币政策不紧不松，而经济数据回落幅度一再不及预期。展望 2018 年一季度债市，监管新规细则有待落地、经济数据下滑有限、通胀略有上行，市场或处于高位震荡的态势。操作上，我们认为当前债券配置价值提升，获得票息的概率明显上升，2018 年票息收益将是债券市场的绝对收益来源，同时资本损失也将有所下降。

LI WU
李武
先生

2017 年四季度，债券市场经历了新一轮的踩踏行情，十年期国债收益率一度上行到 4% 的高位，主要源于市场对于金融去杠杆的进一步担忧。虽然央行在三季度末宣布定向降准，进入四季度以后，市场资金面和宏观基本面均保持平稳，但在金融去杠杆的担忧之下，加上银行委外的收缩，导致信用利差逐步走阔。四季度的债券市场下跌，从浅层分析在于市场的脆弱性：由于今年利率债以交易型机构参与为主，容易受到负债端不稳定和快进快出思维放大效应的影响，在本轮暴跌中体现的淋漓尽致；从深层分析在于平坦的曲线透支了市场对于经济的悲观预期：年初以来对于市场看法的逻辑一直未变，即经济数据见顶回落、货币政策不紧不松，而经济数据回落幅度一再不及预期。回顾全年来看，我们一直对 2017 年全年债券市场保持谨慎的态度，因此在此轮债券下跌中，由于久期控制得当，受到市场冲击相对较小。

2018 年是“十九大”后的开局之年，而一季度又是政府换届的关键期。预计市场瞩目的“大资管办法”正式稿也有望在一季度正式颁布。而从外部来看，美国税改也是 2018 年正式实施，一季度美联储也有望开启 2018 年的第一次加息。总体来说，2018 年一季度是内外部政策出台的密集期，对于市场的扰动毫无疑问也将十分明显。

总体来说，市场在一季度可能在资金面宽松的背景下存在一波配置行情，但总体来说，目前金融严监管依旧是主旋律，经济基本面又处于相对平稳的阶段，债券市场难有趋势性机会，我们继续维持短久期策略，继续等待市场的机会。

GAO YI
高义
先生

2017 年四季度以来，市场经历震荡盘整后逐步回升。全年来看，食品饮料、家用电器等估值较低稳定增长的行业大幅上涨；受供给侧改革及需求回升影响的周期类上游行业也表现较好。总体看，过去两年，白马蓝筹显著战胜市场，价值投资重新成为主流。

从中长期看，我们对中国经济前景乐观，中国政府正在着力推进经济结构调整和产业转型升级，新旧动能的转换趋势愈发明显，一些优势的新兴行业正在加速显现，制造业升级和“美好生活”消费升级可能会是未来较长时间我们需要重点关注的方向。

从中短期看，主要蓝筹个股估值仍在合理区间，尚未全面泡沫化，预计价值投资风格仍将是市场主流。2018 年重点关注两大风险，一是美股调整引发的全球市场波动风险，二是通胀、政策等导致国内流动性紧张的风险。

产品管理上，我们将继续保持较为均衡的配置，适度控制权益仓位，并精选个券品种。主要依靠自下而上方式寻找具备持续竞争优势的优质龙头公司，继续优化持仓结构，与优秀企业一起成长，力争为投资者带来长期稳定回报。

JI WEN JING
纪文静
女士

2017 年年底债券市场出现了快速且大幅的调整，10 年国债收益率从前期震荡中枢 3.6% 附近调整至 3.9% 附近。10 月开始的下跌，从浅层分析在于市场的脆弱性：由于今年利率债以交易型机构参与为主，容易受到负债端不稳定和快进快出思维放大效应的影响，在本轮暴跌中体现的淋漓尽致；从深层分析在于平坦的曲线透支了市场对于经济的悲观预期：年初以来对于市场看法的逻辑一直未变，即经济数据见顶回落、货币政策不紧不松，而经济数据回落幅度一再不及预期。

展望 2018 年一季度债市，监管新规细则有待落地、经济数据下滑有限、通胀略有上行，市场或处于高位震荡的态势。操作上，我们认为当前债券配置价值提升，获得票息的概率明显上升，2018 年票息收益将是债券市场的绝对收益来源，同时资本损失也将有所下降。

ZHOU YUN
周云
先生

2017 年四季度 A 股市场震荡为主，大盘风格占优，沪深 300 指数先扬后抑，涨幅 5.07%，创业板指一路下跌，跌幅 6.12%。分行业看，资金依然青睐白酒、家电、保险等行业，继续抱团上涨；而计算机、军工、传媒等行业下跌比较明显。

经济方面，2017 年受海外经济持续复苏影响，外需表现强劲，而内需平稳偏弱，全球通胀都处于比较温和的区间。2018 年经济增速大概率还是维持在比较平稳的水平，但是通胀是值得警惕的风险因素，特别需要关注原油和农产品的价格。市场风格方面，2017 年受海外资产配置的影响，A 股的风格分化非常严重，规模因子和动量因子的超额收益非常明显。但是拉长长时间看，我们认为股价的表现最终还是取决于公司业绩增长，与风格关系不大，所以撇开市值大小的偏见，我们将努力在跌幅较大的公司寻找被错杀的个股，逐步调整组合，将一些涨幅较大，潜在回报率已经不高的个股换成风险回报比更好的标的，努力为客户创造超额收益。

展望 2018 经济金融形势 东方红沙龙在北大举行

文 / 金融界

东方红·宏观经济与金融市场沙龙是行业领先的资产管理公司与国内顶尖学府研究所的强强联合，不仅能够促进行业学术成果和专业见解的交流，同时也为国内外顶尖学府的精英才俊与活跃在经济、金融领域一线的专家型实务工作者搭建专业交流平台，有利于经济理论与实践的共同发展。

12月16日，由东方证券资产管理有限公司和北京大学经济研究所联合主办的“东方红·宏观经济与金融市场沙龙”第四场研讨会在北京大学经济学院603学术报告厅隆重召开，吸引了众多校内外嘉宾、师生到场参与。



商业逻辑，可复制性和可持续性，能够大概率实现长期稳健的回报。

从实践看，这样的方式可以实现多方共赢，共享投资之美：资产管理人通过投资优秀公司，分享优秀公司的长期成长收益；投资人可以通过基金等产品

东方红北大经济沙龙第四场研讨会围绕国内外经济走势，以“2018年经济金融形势展望”为主题展开讨论，邀请到东方红资产管理总经理任莉、北京大学经济学院教授苏剑、国家发改委经济研究所形势分析与预测室主任杜飞轮等参与讨论，重点围绕宏观经济发展和金融市场前景，探讨2018年多重压力下的中国经济形势及对策，关注投资者资产配置问题。

东方红资产管理总经理任莉女士围绕公司经营理念和金融市场发展趋势进行了详细阐释。她表示，资产管理行业的核心是基于信任，“受人之托，代人理财”是行业发展的本源，资产管理人应当不断提升核心竞争力，致力于为投资人创造长期稳定的投资回报。

任莉表示，公司一直秉承价值投资理念，精选优秀公司进行长线投资，同时积极寻找相匹配的长期资金，致力于分享优秀企业成长所带来的收益。由于价值投资的投资过程很完整，符合

分享优秀公司的价值创造，实现长期财富增值；优秀公司可以通过资本市场获得更多资金的支持，做大做强，为社会提供更多产品和服务，与此同时还可以提升资本市场资源配置能力，提升服务实体经济的能力。

中国新供给经济学50人论坛成员金海年从新资产配置理论的角度支招明年的投资策略。他认为，当前中国由追赶式发展向领先式发展过渡，世界进入多极化格局。中国新时代具有“6个新”特征，分别是：新生活、新科技、新金融、新商业、新城镇化和新全球化。在这种背景之下，金海年认为2018年的A股市场是改革前的机遇期，精选优质的企业才是可持续的，同时在房地产领域聚焦城镇化后半程的转型机遇，在固收领域进一步规范监管，严控风险，关注创新领域的融资创新。

禾永投资董事长顾义河也就新常态背景下新龙头企业的发展前景发表了自己的看法。他表示，当下与1996-2000极为相似，



本次沙龙是以宏观经济与金融市场为主题，旨在研究探讨宏观经济中的各种热点话题和难点问题，研判政经大势，提供政策建议，同时为国内外中青年新锐经济学家提供一个学术交流的平台。

经济转型需要新一轮改革，全民创业时代的来临，更多关注移动互联网、医疗、环保和高端制造等领域。事实上，随着这一轮库存的出清，行业进一步分化，市场回归价值导向。未来在投资策略的选择上，顾义河建议投资者聚焦经济发达的区域，优选在改革主线、产业和消费升级领域具有优势的行业，通过研究分析数据精选个股，并长期跟踪，择时参与。

会议下半场，针对 2018 年宏观经济走势的问题，专家们也表达了自己的看法。北京大学经济研究所常务副所长苏剑教授重点分析了对中国经济可能产生较大影响的国际因素，以及未来中国经济的自然走势，提出了自己对宏观经济政策的建议，并简要分析了明年中国宏观经济的风险点。苏剑认为，2018 年国际经济的变化尤其是全球金融危机的可能性、全面货币紧缩、美

国进一步减税及美国对中国贸易政策的变化等国际因素，都将有可能影响中国经济的发展。未来一段时间内中国经济下行压力仍然存在，需求端和供给端都呈现萎缩状。苏剑建议，未来宏观经济政策整体应当努力实现需求、供给双扩张，推进价格改革、财政扩张，继续维持中性的货币政策。此外，他也提醒投资人要防范市场风险，谨防 2018 年出现的红犀牛、灰犀牛和黑天鹅事件。

中国银行国际金融研究所宏观研究主管周景彤研究员就把握新时代中国经济的“动”与“静”做了详细分析和阐释。他认为，在外部需求明显好转、新旧动力共同发力和供给侧结构性改革推进等因素带动下，2017 年中国经济景气明显上升，扭转了过去连续多年逐年放缓趋势，总体呈现“三进两稳”特征，预计

GDP 增长 6.8% 左右。在这种行情趋势下，他预计宏观经济政策将保持稳定，不会发生大的变化。财政政策将更加注重对节能环保、精准脱贫和重大项目等领域的支持，继续“关后门”以防范地方财政风险，加快“开前门”以完善地方政府的举债融资机制；货币政策将与宏观审慎政策、监管政策一道，保持货币信贷稳定增长，加强监管协调和防控金融风险。但 2018 年又是一个改革年，改革步伐料将加快。

国家发改委经济研究所形势分析与预测室主任杜飞轮看平明年经济增长。他认为有四个理由阐释看平原因：首先，世界经济正在从“新平庸”走向“大缓和”，较好的外部发展环境有利于中国经济增长。其次，国内供需动态平衡，短期趋势不会立即逆转。从需求看，投资、消费、出口趋向均衡增长；从供给看，传统产业和新兴产业趋向协调发展。第三，车市、楼市、股市、债市和汇市五大市场总体将保持不温不火的运行态势。第四，积极的财政政策和稳健的货币政策取向不会变，而且会更加注重改革和提效。此外，大国经济的韧性辅之以温和的通胀水平也有利于经济平稳运行。因此，杜飞轮认为，2018 年我国经济总体保持动态平衡，稳中向好、砥砺前行仍是主基调，2018 年 GDP 增长将继续保持在合理区间内。

北京大学经济学院教授苏剑表示，东方红·宏观经济与金融市场沙龙是行业领先的资产管理公司与国内顶尖学府研究所的强强联合，不仅能够促进行业学术成果和专业见解的交流，同时也为国内外顶尖学府的精英才俊与活跃在经济、金融领域一线的专家型实务工作者搭建专业交流平台，有利于经济理论与实践的共同发展。

据悉，“东方红·宏观经济与金融市场沙龙”是由北京大学经济研究所与东方证券资产管理有限公司联合举办的系列学术论坛，每季度举行一期。该沙龙以宏观经济与金融市场为主题，旨在研究探讨宏观经济中的各种热点话题和难点问题，研判政经大势，提供政策建议，同时为国内外中青年新锐经济学家提供一个学术交流的平台。



“东方红万里行” 系列活动第 2000 场隆重举行



2017 年 12 月 6 日，“东方红万里行”系列活动第 2000 场在招商银行总行隆重举行，招商银行财富部总经理边琳、副总经理王洪栋、深圳分行副行长厉明东、总行营业部副总经理蔡进出席，东方红资产管理总经理任莉、副总经理卢强、董事总经理林鹏出席。

据了解，“东方红万里行”系列活动自 2015 年 8 月开展以来，已覆盖 29 个省市，相伴超过 18 万客户。

“东方红万里行”系列活动旨在构建资产管理机构与销售渠道客户经理、投资者交流沟通的平台，通过面对面的讲座、论坛、座谈及线上交流活动，分享价值投资心得体会和逻辑体系，引导投资者进行长期投资和合理资产配置。

引导合理资产配置

近几年资本市场起伏较大，投资管理难度加大，投资者也面临

种种资产配置难题。自 2015 年 8 月 14 日起，东方红资产管理持续开展“东方红万里行”系列活动，深入各银行网点、券商营业部、机构客户、企事业单位及高校财经院系，通过分享长期价值投资实践和心得，引导投资者关注长期，追求复利回报。该活动开展以来获得了渠道客户经理和广大投资者的盛赞，截至目前，已吸引到超过 18 万人参与。

为在全国范围持续开展“东方红万里行”系列活动，公司团队总结了过往多年投资实践，展示长期复利效应、基金定投效果、合理资产配置的力量。该活动的亮点在于：一方面通过大量案例、数据、图表，分享长期投资实践经验；另一方面动员了公司众多专业人士奔赴各地网点，与投资者和银行客户经理“零距离”接触，引导投资者建立合理资产配置理念。

东方红资产管理相关负责人表示，对于普通投资者来说，投资实际回报很大程度来自于合理的资产配置，相较于对资产管理机构投资水平的甄选，以及对市场环境做出的预判，投资者是否拥有长期理性的投资理念和收益预期更为重要。公司一直希望“寻找满意的客户”，通过提升主动管理能力，“让客户满意”，在这一过程中，寻找、培养与长期价值投资理念相匹配的客户至关重要，“东方红万里行”系列活动是寻找和培养“满意的客户”的重要举措。

长期以来，投资者在资产配置上存在着明显的结构问题，导致实际收益远远小于市场及产品的收益，投资者往往在市场处于高位时持有更多筹码，而低位时持有较少甚至没有筹码，“倒金字塔”式资金投入结构，导致了较高的投资成本，这让大部分投资者最终盈利很少甚至亏损。

投资者要想将资金投入结构变成“正金字塔式”，则需要遵循投资纪律，克服“追涨杀跌”的人性弱点，修正对业绩、短期收益等的认知偏差，进行逆势布局。“东方红万里行”系列活动正是希望通过增进与投资者交流，倡导合理、可持续的长期投资理念，实现投资者资产的有效配置，助力投资者获得长期稳健回报。

关注长期 突破择时

从过去多年投资实践来看，长期价值投资在中国是长期有效的，而且能够获得超过成熟资本市场的投资回报。价格始终围绕内在价值波动，价格终将反映价值，只是反映的时间不确定，唯有长期投资，价值低估的标的迟早会被市场发现。从 A 股市场优秀上市公司的成长来看，过去二十年间，很多公司实现了业绩稳健增长，推动股价实现数十倍的增长，为长期投资者带来了丰厚回报。

长期来看，A 股市场投资机会较多，权益类基金取得了很好的投资收益。但很多普通投资者由于频繁交易，换手率高，未能分享到长期收益。

东方红资产管理相关负责人表示，坚持长期投资，才能分享到复合收益。基金定投是个不错的选择，通过持续的分批投入，平滑投资成本，能够帮助投资者突破择时困境，大概率获得较好的收益。

与单笔基金投资不同，基金定投以持续性买入的投资方式，使得投资者能够以较低的平均成本买入基金份额，淡化择时。尤其是在市场震荡筑底时期，正是平摊投资成本的好时机，积累到较多低成本份额，待市场上涨后能够获得更高的收益。

分析人士表示，投资者进行基金定投，选择业绩优秀的产品和长期坚持非常重要。选择产品时需要关注基金产品历史业绩、基金经理投资风格、基金管理人团队稳定性等，长期业绩稳健的混合型基金、股票型基金都是基金定投的不错选择。

基金定投淡化择时，一般并不需要过多在意定投开始的时机，而贵在坚持，即使短期浮亏也不必惊慌，长期投资能够大概率获得较好的收益。

“投资是一辈子的事，我们要一起走很久。”这位负责人表示，希望投资者能够逐步建立长期理性的投资观，以合理的预期进行投资，分享到中国资本市场长期成长收益。

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。

本栏目将带您走进这间书屋，与您分享陪伴我们成长的财富智慧。

读《起风了》有感

文 / 机构业务部 杨柳

“纵有疾风起，人生不言弃。”这是法国诗人保罗·瓦勒里的《海滨墓园》中的一句诗，原句是：Le vent se lève, il faut tenter de vivre. 堀辰雄把这句诗作为《起风了》小说开篇第一句，这句“开篇诗”在小说中反复出现，沉甸甸的一句话，却点出了这篇极为简单的小说的主旨。

说这篇小说“极为简单”，丝毫不夸张。薄薄一本，122页，算来只有几万字，快的话一两个小时就能看完。书中故事情节简单，讲的是主人公“我”，陪伴身患重病的未婚妻节子在深

山疗养院度过生命最后时光的故事。通篇叙述清爽，虽然谈及人生，但并没有过多阐释大道理的长篇大论，更多时候在用淡淡的、恬静的语言描写主人公看到的风景，与节子的日常互动和细腻的情感体验。然而，读完这本“简单”的小说，心里却久不能平静。

故事的结局在一开始就已经可以毫无悬念的预计到，节子的离开无可回头。可是故事并不沉痛哀伤，反而有一种踏实的哀婉。在死亡面前，相爱的人互相支撑，平静地体会生活的美好，也

共同感受死亡临近的忧惧，试图彼此保护安抚，却又不得不面对逃避不开的悲伤结局。小心翼翼又倾尽全力地活着，这是“我”和节子共同默契选择的最为纯粹的爱情，也是一种无法言说的生命感受，但在堀辰雄关于风、云、山、雪的描绘中，在主人公一个眼神、一个微笑的传达中，在两人一个心绪的翻转中，我清清楚楚的感受到了。

说起来，小说写的是由女主人公节子生病引出的故事，但疾病和死亡从不是重点，作者甚至丝毫没有着墨于节子最后离开的细节。书中写得最多的是关乎幸福的点滴以及对幸福的期盼，是节子没生病前，两人渴望在一起的幸福；是节子生病住进疗养院后，两人盼望病情好转，感受生活单纯美好的幸福；是在疗养院看到别的病人相继去世时，祈求节子不是下一个离开的幸福；也是节子离开以后，“我”回到被死亡阴影笼罩的山谷，却依然能坦然处之的幸福。活着或是死亡，并不是幸福的充分必要条件，对于活着的人来说，始终怀有一颗拥抱幸福的心，纵使再艰难也会充满希望，不丢掉生的勇气，就是幸福。

感知生命，不畏未知；

心怀远方，泰然处之。

愿我们永远一颗善良纯粹的心，在爱与被爱中，拥抱幸福。

Le vent
se lève,
il faut tenter
de vivre



精彩观点

在遇见你之前，我曾经梦想过将来有一天遇到一个像你这样可爱的女孩，到人迹罕至的大山深处去过幸福的二人生活。

我既没有超乎常人的幸福，也并非不幸。那些与幸福有关的各种话题，曾令我们那样地焦虑不安；可现在我想忘掉它们，也随时都能忘得一干二净。我反倒觉得，最近这段日子以来的自己更接近所谓的幸福。嗨，硬要说的话，最近我的心离幸福很近，只是比幸福多了一点点悲伤——话虽这么说，可这并不代表我一点都不快乐……现如今我之所以每一天都过的旁若无人，可能与我一直以来尽可能避免与世人交流、坚持一个人独来独往有关。

我以为自己这一生的光亮，就只有自己周围的这么几许；而实际上，就像这小木屋里的灯光一样，远比我想象得多得多。而且，那些光芒似乎并不跟从我的意识，它们就像这灯火一般，兀自在各处闪亮，将我的生命延续下去。

请别再回头。若你能够忍耐，就从死者们当中逝去吧。死者也有自己要做的事。只是若不至令你分神，还盼你助我一臂之力，就如远方的种种给予我力量一般——在我心灵深处。

原来这就叫荷花定律

01

同一个地点，一只蜗牛每天向前进步 0.01，一只蜗牛每天向后倒退 0.01，试问一年后，它们相距多远？

你肯定会说，才向前进了 0.01，最后还不一样。

事实上呢？

一年的光阴，努力一点点取得的成就为 37.8，退步一点点的成绩为 0.03，努力是退步的 1260 倍！

一组数据，竟有如此大的反差。

小小的 0.01 的改变，可以成就一个人，也可以荒废一个人，荒废与成就，全在我们自己的选择。

02

最近，一则“胖男自拍 1 年减重 136 公斤过程”的超励志视频，在网络和朋友圈流传甚广。

因为肥胖问题已严重影响到工作和生活，为了“不想再做一个不健康的胖子”，为了“不想再去大尺码服饰店买特制的裤子”，也为了证明自己，在 40 岁生日这天，这位 260 公斤的“胖子”立志要扭转自己的人生。

接下来，他便跟着教学视频开始锻炼。

第 1 天，并无成效；

第 2 天，累的瘫倒在椅子上；

第 3 天，上气不接下气，几乎要晕倒；

第 4 天……第 5 天……第 6 天……

第 390 天，他成功了！

而且谁都没想到，每天努力一点进步一点，他整整坚持了 1 年 3 个月。

当初那个连抬腿都困难的胖子，现在变得帅气、精神、神采奕奕。就像男子所说：我明白我虽然无法做到影片中的每个动作，但我已经迈出了很简单的一步。有些人觉得这样很蠢，但你不试试怎么知道呢？

无论路途有多遥远，都是从第一步开始。

03

一个荷花池，第一天荷花开放的很少，第二天开放的数量是第一天的两倍，之后的每一天，荷花都会以前一天两倍的数量开放。

如果到第 30 天，荷花就开满了整个池塘，那么请问：在第几天池塘中的荷花开了一半？

第 15 天？

错！是第 29 天。

这就是著名的荷花定律，也叫 30 天定律。

很多人的一生就像池塘里的荷花，一开始用力地开，玩命地开 ……

但渐渐的，你开始感到枯燥甚至是厌烦，你可能在第 9 天、第 19 天甚至第 29 天的时候放弃了坚持。

这时，往往离成功只有一步之遥。

荷花定律告诉我们这样一个道理：拼到最后，拼的不是运气和聪明，而是毅力。

人生前期越嫌麻烦，越懒得学，后来就越可能错过让你动心的人和事，错过新风景。

一辈子太长，一秒钟太短，30 天不长不短刚刚好。

当一个人能足以包容所有生活的不愉快，能专注于自身的责任而不是利益时，那么他就站在了精神的最高处，也是最善良的人。

一个人层次的高低并不是用金钱来衡量的，而是自身的一种修养，换句话说层次高的人不一定有钱，有钱的人不一定层次高。一个高层次的人和自己的善良是成正比的，遇到事情，他们会传递自己的善心，这些并不是他们刻意去做的，而是内心最基本的选择。

莎士比亚说：“善良的心，就是黄金。”

哈佛大学一项研究表明：一个人的精神层次越高，心理越是健康，内心也越善良，不会因为别人的看法而轻易改变自己的本性，在对人上他们微笑、喜悦的表情会越多，他们的人生也会活得更快乐。

一个内心充满善良的人，其精神层次一定会很高，他们会为社会贡献着自己微薄的力量，传递着自己的善心。

善良是一种本性，更是一种选择。

越是精神层次高的人，他们的综合素质也更高，也更加善良，因为他们明白，上天让善人成为善人，就是对善人的最高奖赏。精神层次越高的人，格局也越大，遇到事情他们首先想到的是自己的责任而不是利益，这是他们内心最基本的想法。

亚当斯密说：“以遵从自己的心做利他的行，是对社会发展最有利的思想和行为的结合，也是最大的善良”。

精神层次高的人，做事绝不会出于欲望和功利，他们没有被其蒙蔽双眼，而是遵从自己的内心，传递自己的善意，是一个充满善良的人。

当我们遇到一个愿意无偿传递自己善良的人，那么一定要珍惜，因为这是一个精神层次极高的人，能与他们做朋友，是我们的幸运。

米列说：“越是善良的人，越觉察不出别人的居心不良。”精神层次高的人，越善良，他们的整个人的精神面貌也非常优秀，他们的善良也终将会得到别人的敬仰。

精神层次越高的人越善良