

东方红悦读

issue 33

2019年2-4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

构建个人养老投资的 良性生态圈



志同道合 情怀致远

养老关乎民生。中国进入老龄化社会后，未来居民养老压力较大。实践证明，通过专业投资管理能力实现基金资产的长期保值增值，是更多普通人实现有尊严养老的重要方式。

本期封面文章，关注中国老百姓有尊严养老的话题。文中，东方红资产管理总经理任莉女士表示，团队二十余年的实践可以证明，养老投资是可行的、有未来的，能够改善投资环境，甚至有助于资本市场的发展。虽然当前中国的养老投资面临市场缺乏养老意识、缺乏资产配置概念和非理性投资等问题，但是可以通过长期投资理念的引导和定投等价值投资实现方式来解决上述问题。

落实到具体实践中，任莉女士认为，资产管理机构坚持长期，要以投资管理挖掘价值、客户服务传递价值，最终帮助投资者实现价值，全力以赴为中国老百姓实现更有尊严地养老贡献力量。围绕客户回报，优秀的资产管理团队能够静下心来耐心寻找长期可持续发展的优秀上市公司，并风雨同舟陪伴这些公司；公司有了长线投资者的认可理解和耐心陪伴，能够真正静下心来长远规划业务发展进而从优秀到卓越。最终卓越的公司给投资人带来良好回报，客户的信任也相应得到回报，于是客户更愿意长期投资，形成长期共赢的生态体系，共享投资之美。

志同道合，情怀致远。个人养老投资的良性生态圈需要全行业共同打造，共同创建养老投资美好的未来。我们将不忘初心，持之以恒，全力以赴为中国老百姓实现有尊严的养老贡献力量。

责任

感恩

梦想

感恩 责任 梦想



主办
东方证券资产管理有限公司

编委会主任
任莉

编委
饶刚、周代希、卢强、詹朋、杨海

主编
汤琳

责任编辑
李雪、李楠

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，如涉及版权问题与编辑部联系。

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。

24 宽信用效果初显 债市或迎波动
关注地产数据变化 挖掘超额收益

Orient View | 东方红·观点

28 投资经理看市场

Orient Topic | 东方红·专题

36 机构销售养成手册

如何成为一名优秀的机构销售人员

Orient Books | 东方红·书屋

42 《个人养老金：理论基础、国际经验与中国探索》
读书笔记

养老金第三支柱工具书

48 Orient Wisdom | 东方红·智慧e站

比勤奋更重要的是学习力

学习力就是竞争力

CONTENT

Preface | 卷首语

01 志同道合 情怀致远

Orient Products | 东方红·产品

04 东方红系列产品开放期一览

2019年2月—4月开放期

Orient News | 东方红·动态

05 明星基金奖、英华奖春日揭晓

东方红资产管理长期投资管理能力再获肯定

Orient News | 东方红·新闻

06 东方红资产管理谭鹏万：

把握大趋势 优选好公司

把握宏观经济发展脉络 精选行业个股

08 东方红资产管理秦绪文：

价值投资是践行大概率思维的可靠路径

践行大概率思维 坚持自下而上选股

Cover Story | 东方红·封面故事

10 构建个人养老投资的良性生态圈

注重长期 全力以赴为中国老百姓实现有尊严的养老贡献力量

Orient People | 东方红·人物

16 东方红资产管理副总经理饶刚：债券投资的快慢之道

债券投资，慢才能快

Orient Strategy | 东方红·策略

20 期待未来 看好权益市场风险收益比

期待中国优秀公司成长，重视防范短期风险



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	2019年开放期(2-4月份)	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) (暂停大额申购)	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) (暂停大额申购)	每个交易日开放(非港股通交易日不开放,顺延)
东方红睿丰[169101]	每个交易日开放(暂停大额申购)	封闭期三年结束后,每个交易日开放
东方红睿轩[169103]	预计2019年1月21日开始每个交易日开放 (非港股通交易日不开放,顺延)	封闭期三年结束后,每个交易日开放(非港股通交易日不开放,顺延)
基金(混合型-偏债混合平衡)		
东方红领先精选[001202]	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A/C [001203/001204]	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/C [001405/001406]	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/C [003044/003045]	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/C [002783/002784]	每个交易日开放(暂停申购)	每个交易日开放
东方红配置精选A/C [005974/005975]	每个交易日开放(非港股通交易日不开放,顺延) (暂停大额申购)	每个交易日开放(非港股通交易日不开放,顺延)
基金(债券型)		
东方红稳添利纯债[002650]	每个交易日开放	每个交易日开放
东方红益鑫纯债A/C [003668/003669]	每个交易日开放	每个交易日开放
东方红信用债A/C [001945/001946]	每个交易日开放	每个交易日开放
东方红收益增强A/C [001862/001863]	每个交易日开放	每个交易日开放
东方红汇阳A/C/Z [002701/002702][005008]	每个交易日开放	每个交易日开放
东方红汇利A/C[002651/002652]	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/B/E [005056/005057/005058]	每个交易日开放	每个交易日开放

※ 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、东方红配置精选、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、添利5号
※ 具体开放期以公司公告为准

明星基金奖、英华奖春日揭晓 东方红资产管理长期投资管理能力再获肯定

文/中国基金网

3月21日,由证券时报、中国基金报主办的第14届中国基金业明星基金奖评选暨中国公募基金英华奖揭晓。凭借出色的综合资产管理能力和长期优秀的业绩表现,东方红资产管理荣膺“三年持续回报明星基金公司奖”,公司发起设立的基金会旗下东方红公微光公益“爱·早餐”助学计划荣获“2018年度最佳社会公益实践案例英华奖”,公司旗下东方红睿丰混合基金荣膺“三年持续回报平衡混合型明星基金奖”,东方红恒元五年定开混合基金荣膺“2018年度最佳创新基金产品英华奖”。

据悉,中国基金业“明星基金奖”、“中国公募基金英华奖评选”分别由证券时报社旗下《证券时报》、《中国基金报》主办。中国基金业“明星基金奖”由晨星资讯、上海证券和济安金信提供评奖支持,是经监管部门核准的权威专业评奖,以其专业品质在业内树立了广泛的口碑,为投资者投资基金提供有价值的参考。

“中国公募基金英华奖评选”是《中国基金报》“英华奖”系列评选的重要组成部分。“中国公募基金英华奖评选”和已经开展五届的“中国基金业英华奖最佳基金经理评选”一起,构成对公募基金主动投研、被动投资、产品设计、工具产品发展、电商业务、营销策划、社会公益等公募基金公司投资运作和市场活动的全面评价。

投资是时间的哲学,能够经过市场历练并保持长期收益的资产管理人方能受到投资人的信任与肯定。20余年来,东方红资产管理始终以客户利益为中心,不断推进长期价值投资理念在中国的实践,努力提升专业资产管理能力,引导基金行业注重持续回报,帮助投资者获取长期稳定可持续的投资回报。东方红资产管理已经连续两年荣膺“三年持续回报明星基金公司奖”,该奖项是对资产管理公司中长期投资管理能力的肯定和鼓励。

公益实践方面,东方红公益基金会旗下东方红公微光公益“爱·早

餐”助学计划荣获“2018年度最佳社会公益实践案例英华奖”。2014年,公司参与发起设立东方红公益基金会,这也是首家由券商系资产管理公司参与发起设立的公益基金会。基金会运作以来,成立了“爱·早餐”助学计划,定向捐赠贵州遵义务川仡佬族苗族自治县、赤水市、青海果洛藏族自治州福利学校一批家庭贫困、成绩优秀的学生,帮助他们缓解非义务教育阶段的开支压力,为他们完成圆大学梦提供一定的保障。截至目前,“爱·早餐”助学计划的高中学生本科升学率达85%。

产品方面,再次蝉联“三年持续回报平衡混合型明星基金奖”的东方红睿丰混合基金,长期以来,持续回报能力也得到了广泛认可。资产管理人官网显示,截至2019年3月20日,2014年9月19日成立的东方红睿丰累计单位净值2.356元,在同期同类产品中排名前列。东方红资产管理副总经理林鹏先生认为,价值投资是一种长期策略,能够获得大概率的投资成功。团队精选最优秀的公司作为投资标的,重视组合管理,严格执行个股精选、行业分散的配置原则,动态调整组合,注重逆向配置,积极把握大概率投资机会,希望分享优秀公司的长期成长收益,为持有人赚取长期的投资回报。

与此同时,2018年10月23日发行的东方红恒元五年定开混合基金,是市场首只五年封闭的权益产品,旨在通过中长期的灵活运作,有效提升价值投资策略获胜的概率,不断提升客户的盈利体验。凭借在行业内的创新初试,该产品荣获了本次英华奖“2018年度最佳创新基金产品”的称号。

分析人士指出,东方红资产管理是国内价值投资的实践者,团队坚持长期投资,追求绝对收益,发挥主动管理优势,自下而上精选优质标的,注重把握大趋势下的大概率投资机会,股债投资长期业绩领跑行业,努力为投资人赚取长期稳定可持续的合理回报。



资产管理人要做就是把那些真正优秀的公司选出来，在合适的价格买入它，持有它，然后收获它。

东方红资产管理谭鹏万： 把握大趋势 优选好公司

文 / 中国基金报 记者 章子林

“中国经济短期承压，但中长期依然具备很大的发展空间，资本市场的机会较大，我们的研究和投资需要做得更细致，坚持精选优质的公司。”谈到未来的投资策略，东方红资产管理的投资主办人谭鹏万先生做如上表示。

谭鹏万，现任东方证券资产管理有限公司执行董事、私募权益投资部投资主办人。复旦大学博士，历任华宝信托分析师，信诚基金分析师、基金经理，中民投国际投研总监。曾任信诚深度价值、信诚精粹成长的基金经理，其中任职时间最长的基金——信诚深度价值基金曾获得证券时报 2014 年颁发的“三年持续回报股票型明星基金奖”。

经济短期承压 中长期发展空间很大

谭鹏万认为，2019 年上半年经济将继续承压。从投资看，预计

上半年房地产投资增速将继续下降，基建投资的增加虽然可以弥补一部分投资增速的下滑，但财政收入增速压力较大，基建投资的力度存疑。

消费也面临较大的压力，今年以来社会零售总额同比增速持续下行，11 月下降到 6.1%，其中汽车销售增速下降就尤其明显。消费不仅受到名义收入的影响，更受到预期收入的影响。去杠杆、中美贸易摩擦不仅影响了企业的当期收入和盈利，更有可能改变预期，明年上半年消费受到的压力依然较大。

但中长期来看，谭鹏万认为中国经济依然具备很大的发展空间。中国经济体量大、市场大的态势没有发生根本改变；虽然人口红利减退，但我国的工程师红利与科学家红利仍在释放；消费成长的空间很大，现在的消费分层现象依然明显，远没有达到饱和的状态。

自下而上选择优秀公司

谭鹏万认为，投资应当在准确把握大的宏观政治经济背景下，精选行业和个股。

“我一直希望能很好的把‘自上而下’和‘自下而上’结合起来”。谭鹏万做过宏观策略分析师，平常喜欢阅读宏观策略报告。但只‘自上而下’，犹如盲人摸象，只知其外形，而不知其根本。因此，他会将很多时间放在调研公司上，时刻保持探索的精神、开放的心态。

做投资，保持好奇心非常重要，“比如研究汽车行业上市公司时，我会将其主要的车型都试开一下。”谭鹏万说。“我们需要非常小心，并且在市场处于低潮的时候保持勤奋和警觉，熊市是对勤劳者最好的奖励”。

谭鹏万表示，他投资时组合里往往只有 25 至 30 只股票，高集中度意味着较高的风险暴露，但相对较高的集中度使得他在做决策时更为谨慎，这样可以减少风险的暴露，而且真正好的公司，在合适的价位上就应该买的更多些，而不是为了分散而分散。

此外，之前在一级市场的经验也扩充了谭鹏万二级市场的研究框架，让他更加意识到，企业的成功不仅需要好的产品、好的商业模式，更需要运作良好的组织结构，优秀的管理层。资产管理人要做就是把那些真正优秀的公司选出来，在合适的价格买入它，持有它，然后收获它。



东方红资产管理秦绪文： 价值投资是践行大概率思维的可靠路径

文 / 中国基金报 记者 章子林

“价值投资是践行大概率思维的可靠路径。”对于价值投资，东方红资产管理的基金经理秦绪文如此评价。

秦绪文是一位拥有产业界和投资界复合经验的基金经理，1997年参加工作，2007年之前在产业界工作，2007年进入证券行业从事行业研究。历任平安证券研究所分析师，东方证券研究所汽车行业分析师，东方证券资产管理有限公司研究部资深研究员，2015年开始从事投资管理工作。目前为东方证券资产管理有限公司公募权益投资部基金经理，担任东方红睿阳混合基金、东方红沪港深混合基金的基金经理。

践行大概率思维 坚持自下而上选股

“我们东方红资产管理团队之所以选择了价值投资之路，是基于对股票市场的如下认识：股票市场是一个复杂的二阶混沌系统，无法准确预测，任何一项投资决定都需要承担市场风险和个股风险。风险是股票市场的有机组成部分，无法完全消除。”秦绪文说，“任何一项投资，都有可能产生永久性亏损。在充满风险的市场上，正确的做法不是回避风险，而是找到可靠的方法提升投资的风险收益比，提升投资决策的胜率，在大概率的事情上下注。大概率思维是股票市场投资的核心思想”。

东方红资产管理团队选择的践行大概率思维的方法是价值投资。通过在中国十几年的价值投资实践，我们认为价值投资在中国是可行的、适合中国经济发展阶段的、可持续的、可以不断积累投资经验的方法。我们将一直践行价值投资。

秦绪文表示，“自上而下”的思路选股，基于宏观经济环境下注，胜算不高；基于大概率思维，“自下而上”的选股思路，基于

行业和公司下注，则胜算大大提升。

在具体的“自下而上”的选股思路，秦绪文介绍，东方红权益投资团队选择的策略主要是以下三种：价值成长、逆向投资和深度价值。

价值成长是东方红权益投资团队所采用的主要的投资策略。该投资策略的选股标准是：好行业、好公司、好价格、合理的市场预期。好行业，主要是指行业有发展前景，行业内的公司容易赚钱，行业内的企业能够构筑进入壁垒，竞争格局好；好公司，是指公司的管理层优秀，有竞争优势，盈利能力强；好价格和合理的预期，主要是指公司的估值要合理，不能太贵。事实上，满足上述条件的投资标的并不多，我们重点关注行业的发展前景、公司的竞争优势、行业竞争格局和估值水平四个方面。

逆向投资策略是东方红所采用的辅助的投资策略。该策略强调投资标的估值水平低，市场分歧巨大。该策略的核心是在充分的估值保护，充分的风险补偿的条件下，勇于追求市场非共识的正确，也就是寻找市场的预期差。这种投资策略，实际上是比较对行业和公司基本面把握的准确程度，区分当下影响公司基本面的主要矛盾和次要矛盾，短期扰动和长期趋势。抓住主要矛盾和长期趋势，忽略短期扰动和次要矛盾。如果对行业趋势和公司基本面认知方面比市场有优势，那投资胜算就要高很多了。这种情况也是符合大概率思维的。

深度价值策略也是东方红所采用的辅助的投资策略。该策略强调投资标的估值水平足够低，公司所在行业多是成熟性行业。该策略的核心是强调任何行业只要对社会经济生活有贡献，就有存在的价值。只要估值足够便宜，已经充分反映了行业的缓慢增长和

平稳现状、公司存在的瑕疵等负面因素，假如再有不错的分红水平，这样的标的，市场最终还是会给一个合理的估值。

重视周期 重点关注风险收益比

“我们东方红资产管理团队从来不预测市场在特定时间段的涨跌，但还是要用心感受股票市场的冷热程度的。”秦绪文表示。古语有云：“日中则昃，月盈则食”。宏观经济活动有周期性波动，股票市场也有春夏秋冬的四季更替。股票市场在特定时间段的涨跌虽然无法预测，但是股票市场的冷热、疯狂与悲观的程度，却是可以通过观察市场上各种指标、现象而感知到的。通过这种感知，结合组合内股票的风险收益比情况，动态调整组合内的持仓标的。

在秦绪文看来，组合内股票的投资决策从来不是基于对未来一段时间内市场涨跌的预测，而是基于股票的风险收益比是否还有吸引力。另外，东方红权益投资团队从来不押注市场风格、行业板块，因为这种做法如果犯错了，损失会很大，组合的波动也会很大。对于非常看好的行业也不会配置太多，组合内持股尽量分散在不同的行业内，在同一个行业内，所持的股票尽量集中。组合中尽量采用多种价值策略选股，根据投资标的根本面兑现的时间段动态安排仓位梯度。

对于股价的回撤，秦绪文指出，我们会评估引起股价回撤可能的原因。如果基本面没有变化，只是市场的波动带动了股价的下跌，如果此时风险收益比有吸引力，会选择增持；如果基本面有变化，还要区分基本面的波动是需求周期性因素造成的，还是公司的竞争力和行业竞争格局发生了剧烈的变化，如果是前者，可以忽略股价的波动，如果是后者，我们将坚决卖出。

短期对市场谨慎乐观 长期非常乐观

对于2019年的A股市场，秦绪文坦言正面因素、负面因素兼具，短期谨慎乐观。

积极因素主要体现在目前整体市场的估值水平已经很低、风险补偿水平接近历史高位，广谱利率可能下行，流动性改善以及市场风险偏好可能的提升。

但与此同时，2019年宏观环境的一些负面因素也不容忽视。整体上看，宏观经济基本面继续承压的概率较大。目前中国依旧处于经济增长的新旧动能转换阶段，新的经济增长动能尚待明晰；制造业、房地产投资增速大概率下行，导致相关产业链景气程度下行；海外发达国家经济景气度下行拖累中国出口；居民可支配收入增速放缓，拖累国内消费；受制于中美利差、汇率及国内资产价格，2019年流动性宽松的幅度大概率有限。秦绪文表示，比较谨慎的最重要的原因是，当下阶段，动态的风险收益比较好的投资标的并不多。另外，上述看好市场的理由是市场的共识，这不见得是什么好事。

当下阶段，我们能做的正确的事情就是：储备充足的现金，储备充足的符合我们选股标准的投资标的，一旦风险收益比合适，我们就大胆进攻。

中长期看，中国经济内生性增长动力充足，有稳定的局面、巨大的市场、大批敬业能干的企业家、训练有素的工程师队伍、现代化的基础设施、完善的产业链，各个行业的龙头企业已经开始投入巨额研发费用开发新产品和服务，因此对中国经济长期发展前景保持非常乐观的展望。

鉴于中国经济将开启全新的增长模式，新的增长动能可能不断涌现。东方红资产管理团队也将适应这种大环境的变化，保持开放的心态，把握各个行业发展的全新的大趋势，秉承价值投资的理念，不断吸纳全新的优秀的投资标的进入投资组合，和中国各个行业优秀的上市公司一起，分享中国经济未来高质量的、可持续的增长，为基金持有人持续创造价值。



构建个人养老投资的良性生态圈



【编者按】养老金事关国计民生。近年来，我国养老金政策密集出台，基本养老保险、职业年金相继开始市场化投资运营，个人养老金启动试点，中国证监会也推出了养老目标基金。在此背景下，近期中国证券投资基金业协会（以下简称“协会”）在个税递延养老试点地区苏州工业园区举办第二届“养老金与投资”论坛暨《个人养老金：理论基础、国际经验与中国探索》发布会，以“资产配置新时代”为主题，讨论资产配置的新机遇、新挑战，聚焦实务，提升专业，服务养老保障体系发展。协会近日发布养老金专业委员会委员、东方证券资产管理有限公司总经理任莉的讲话，供行业交流。



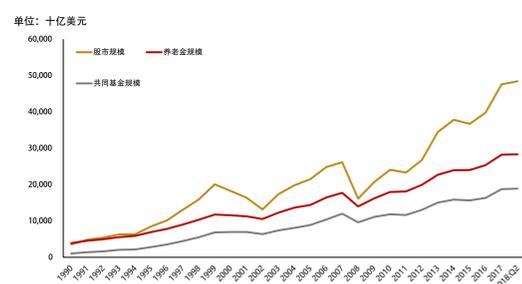
目前中国的养老投资面临几个问题：第一是市场普遍缺乏养老的意识，养老规划开始太晚；第二是缺乏资产配置的概念；第三是非理性投资。但是，实践数据表明，这些问题是可以解决的，关键词是“长期”。

各位领导，各位朋友，大家好！

我们在实践中积累了一些感悟和体会，为养老投资积累了一点心得。接下来我将简要地分析这几年跟养老投资相关的一些数据，并结合产品实践来说明：养老投资是可行的、有未来的，能够改善投资环境，甚至有助于资本市场的发展。

美国养老金规模大，其中很重要的原因是美国的养老金通过共同基金将资产配置于美国股市，享受了美国股市多年来高速增长的红利。相较而言，我国养老金体系建设时间紧、任务重，第三支柱个人养老金的发展滞后。

美国股市、养老金、共同基金规模发展时间序列

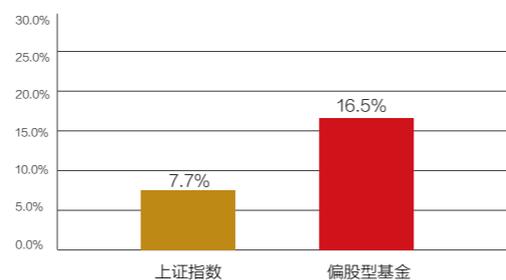


数据来源：ICI, Wind

具体而言，目前中国的养老投资面临几个问题：第一是市场普遍缺乏养老的意识，养老规划开始太晚；第二是缺乏资产配置的概念；第三是非理性投资。但是，实践数据表明，这些问题是可以解决的，关键词是“长期”。

首先，通过投资者理念引导和产品设计努力改变投资者不理性的投资行为，更加注重长期回报。数据证明，资本市场的资产是有长期和持续回报能力的。

上证指数、偏股型基金的长期年化收益对比



数据来源：上证指数收益数据来源于 Wind，偏股型基金收益数据来源于证监会网站，上证指数、偏股型基金收益数据取值区间1998年-2017年底。

根据证监会网站显示，截至2017年年底，偏股型基金20年年化收益是16.5%。然而经过测算，该时间段中投资者实际取得的年化收益只有约5%，其中将近12%的回报哪里去了？仔细分析能够发现，出现上述年化回报差异主要有以下几个方面：其一，即使表现优异的管理人，也会受市场波动的影响。产品在运作期会有波动，如果客户不能长期持有，也没办法取得良好收益。其二，即使是表现优异的基金，也会受市场波动的影响。其三，表现优异的基金，也难以让客户对抗人性，高买低卖的情况常有发生。

基于以上分析，在实际的操作中，投资者确实存在着不理性的行为，而解决这个问题，正是金融服务机构的价值所在。经过多年实践和探索发现，资产管理人通过投资者沟通引导和产品

设计可以引导乃至改变投资者的不理性投资行为，使其更注重长期回报。一方面，引导投资者相信时间的力量，时间越长，波动对收益的影响越小。另一方面，产品的封闭运作也可以从机制上客观约束投资者非理性行为。同时，产品封闭运作还有利于流动性管理和基金经理合理控制持仓，践行价值投资。

在投资管理和客户服务的过程中积累的经验可以更好地应用在个人养老投资业务中。不理性的投资行为，容易伤害客户利益。如果要维护客户利益，就一定要做好服务客户的工作。

在投资者教育的实践探索中，定投是很好的价值投资实现方式，符合股票市场的特征和需求。一方面，无论市场或涨或跌，长期持续稳定的资金，缓缓地注入，是非常重要的和宝贵的，符合



坚持长期，要以投资管理挖掘价值、客户服务传递价值，最终帮助投资者实现价值，全力以赴为中国老百姓实现更有尊严地养老贡献力量。

一群优秀的人在正确的路上坚持做正确的事情，结果、回报都是时间的问题。通过引进长期资金，得到客户的认可和信任，把钱交给投资人员；投资人员因为拿到长期的资金，选择长期可持续发展的优质企业，并陪伴企业的成长；可持续发展的优质企业得到长期资金会有更加长远的规划和考虑，以获取长期利润；最后，企业的良好发展就可以回报给客户，客户的信任会更深，理解更透，理念会更好地实践。所以，这样形成了一个良性循环。

在座所有的同行一起，静下心来共同打造。我们是一群优秀的人，一起选择做正确的事，长期坚持，客户一定会认可。有了客户的认可，有了长期投资的理念，有了良好的生态圈，养老投资一定有最美好的未来。

志同道合，情怀致远。我们为发展中国的养老投资走到一起，全力以赴为中国老百姓实现有尊严的养老贡献力量，衷心祝福中国个人养老事业蓬勃发展。

个人养老投资的良性生态圈不是一个公司能建成的，所以希望 谢谢大家！

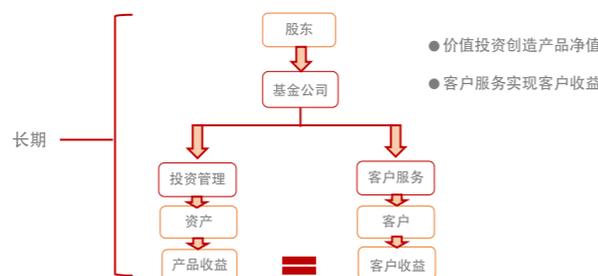
养老投资的长期性特点。另一方面，定投能够摊薄投资成本，更有利于长期持有。经过测算，无论投资者从A股6124点开始定投，还是从4000点开始定投，截至今日，所获取的收益率差异极小。这也说明，如果投资者选择了合适的产品定投，不刻意择时也能够取得产品未来可能的长期收益。只要坚持，时间可以用来抹平收益差距。

大家可能觉得具有封闭运作周期的公募基金，因为产品封闭，所以规模稳定，其实不是的。如果没有正确的理念引导，规模和净值大幅波动的风险依然存在。

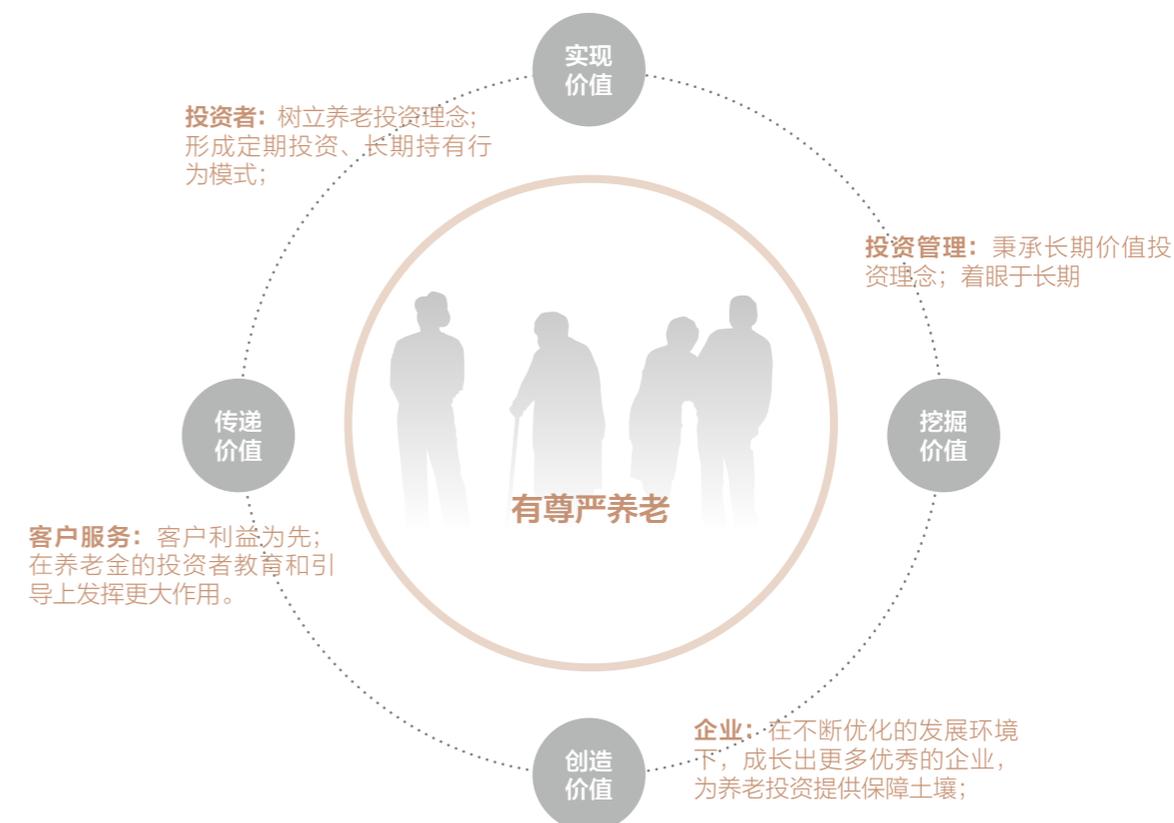
坚持长期，要以投资管理挖掘价值、客户服务传递价值，最终帮助投资者实现价值，全力以赴为中国老百姓实现更有尊严地养老贡献力量。无论从投资条线还是销售条线，终极目标都是将优秀的投资管理服务落实到客户身上，努力想把市场上偏股型基金平均16.5%的年化回报全部给客户，这是服务的价值。

开放式基金份额数一直有波动，即使某个阶段产品一直是赚钱的，但是也没办法避免投资者的赎回。不管市场怎么样，首先要想到的是：能不能为客户盈利，是不是在投资人员的能力圈范围内为投资人服务，要多少规模是合适的，客户每个人买多少是合适的？永远要首先想到：投资者利益至上，注重投资者盈利体验。

具体到产品实践，在结合市场短期情绪，考虑投资人员能力圈的边界范围和短期规模变化的前提下，综合考量产品的发行安排。一旦产品的规模增长与投资人员的能力圈短期不匹配时，就要控制产品的发行节奏。之所以控制总规模，控制每个客户投入的金额，归根到底也是为了让客户能够得到更好的盈利体验。



个人养老投资的良性生态圈



东方红资产管理副总经理饶刚： 债券投资的“快慢之道”

文 / 中国基金报 章子林

采访语录：

- 做投资，理念重要，道德更加重要，它决定投资经理是否一开始走在正确的道路上；
- 债券人不要总去想当第一名；
- 债券投资，慢才能快；
- 管理债券基金，为客户挣钱是第一位，在保证挣钱的基础上，尽可能追求更高的回报；
- 我不刻意要求投资人员有特别突出的产品，但是不希望团队有特别差的产品。

自1998年启航，从无到有，从小到大，中国基金行业至今已走过21个年头，回顾业内，见证和伴随中国基金业成长的“老人”并不算多，饶刚便是其中一位。从券商研究员，到债券基金经理，从一级市场到二级市场，21年间，饶刚的岗位在变，路也越来越宽，却始终保持着债券人的“情结”。

2003年，毕业四年的饶刚从兴业证券辞职，进入富国基金，迎来人生的重要转折点。在富国基金的12年时间里，饶刚率领的固收团队逐渐成为业内最具影响力的固收战队之一，尤其在信用产品研究和上市产品创新方面更是持续领先行业。从业内首只封闭式债基到首只分级债基，再到优秀的中长期产品业绩，以饶刚为核心的固收团队一直站在业内前列。2015年，饶刚投身当时在业内颇为低调的东方红资产管理，并牵头搭建了公司的固定收益团队，“从零开始”。3年时间对于一个投资周期来说并不长，但足以让一个团队走在正确的路上。目前来看，这支队伍交出的成绩单也很亮眼，在去年下半年基金发行惨淡之时东方旗下偏债产品东方红配置精选混合基金曾创下一日

募集近64亿元的盛况。这在同类产品中实属少见。历时三年，东方红资产管理固定收益团队已经打造了一只近30人的精英部队，团队以客户利益为中心，注重绝对收益，追求夏普比率，严控风险，在公司原有权益领域优势的基础上，逐渐形成股债双杰的发展局面。

如果硬要给自己贴一个标签的话，饶刚更愿意用“稳健”来形容自己的投资风格，但是“该出手的时候一定会出手”，他并不刻意择时，而是更看重风险调整后的收益最大化，希望通过自上而下做好宏观大类资产配置和自下而上的信用债价值挖掘，严控回撤，追求较高的夏普比率，取得良好的长期业绩，为投资者赚取可持续的稳定回报。

他对团队里的年轻后辈要求不多，但却希望他们学会一个道理，那就是——投资是长期的事情，不能急，要慢。只有慢，才能打好基础；只有慢，才能快，才有生命力。

从一级市场到二级市场

从券商研究员，到在基金公司从事固收投资领域业务，饶刚的职业生涯伴随着中国基金业的成长。

1999年，刚毕业的饶刚进入时有“券商四小龙”之称的兴业证券，在研究所主要负责行业和宏观策略研究。2年之后，兴业证券投行总部要成立，意欲集中力量做项目，需要从研究部抽调了人员。因为表现优秀，毕业才2年的饶刚也被选调加入了投行总部。“那两年参与很多大项目的竞标，最主要的工作是研究一级市场中的公司，看了很多项目”，饶刚回忆起那段时光，给他留下最深印象的就是为转债发行所做的努力。当时国内转债市场刚起步，兴业证券投行部接到一个十几亿的转债大单，但是在拿到批文之后，产品发不出来。为了研究如何发行，饶刚和其所在的团队研究了很多国内外的条款，很是下了一番功夫，功夫不负有心人，做出来的条款也成为后来很多转债发行条款设计参考的模板。

2003年，饶刚职业生涯的一个重要转折点来了。经过领导推荐，现凯石基金董事长，时任富国基金投资总监的陈继武将其招于麾下，正式开启了他的债券投资生涯。在富国基金任职期间，饶刚率领的团队建立了较为完善的信用研究体系，创造性地开

辟了封闭式债基、封闭式分级债基等多项业内首创的债基产品，并逐渐成为业内首屈一指的固收团队。

“当时压力挺大的”，饶刚回忆道，当时公司还没有固收部门，都统一称呼为固收小组。一般来说，基金公司做股票为主，固收组主要任务是给股票基金的债券部分配债，等到固收部门成立之后，才开始发行基金。

2006年1月起，饶刚任富国天利基金经理，这是他的第一支产品，也是饶刚任职时间最长的债基，也最能展现饶刚的投资风格。2008年10月起，饶刚又兼任富国天丰基金经理，2010年9月起兼任富国汇利基金经理。同时还兼任富国基金公司总经理助理、固定收益部总经理。

富国天丰此前是国内市场上第一只封闭式债基，封闭式设计的结构为债券基金高配久期较长、流动性较弱但是收益较高的债券品种提供了可能。在封闭期间，富国天丰通过良好的券种选择和杠杆操作，取得了可观的年化收益。富国汇利则是国内首只封闭式分级债基，饶刚清楚的记得，当时产品准备发行期间，他去青海开会，有一家银行的负责人邀请他下个星期去其所在的银行路演。“哪里还等到下个星期，一天就卖完了”，他笑道。

从零开始：“债券人不要去想当第一名”

2015年4月，成功打造业内最具实力固定收益团队之一的饶刚告别富国基金，投身当时在业内颇为低调的东方红资产管理，并牵头搭建了公司的固定收益团队，吸引了众多经验丰富、优势互补的资深人士加盟，目前团队正处于快速发展中。回忆当时，饶刚将其称之为“从零开始”。

事实上，坚持主动管理，拒绝规模诱惑，俨然已经成为根植于东方红资产管理文化理念深处的标签基因。哪怕是在其名声大噪的2017年，面对市场大量潜在的热钱，公司旗下数只爆款产品一反常态地停止申购，理由则是为了让客户能够得到更好的盈利体验，当产品的规模增长与投资人员的能力圈短期不匹配时，资产管理人适当控制发行节奏，适度控制资产规模。

尽管并不追逐规模，饶刚在东方红资产管理的第一年就“超额”完成自己心里设想的目标，达到了500亿元，第二年上半年更

是做到了800亿元。“其实2016年下半年整个固收业务要超过1000亿很轻松，但是经过深思熟虑之后，觉得可预见的市场风险太大，就没再接资金。因此即使在2017年和18年银行委外规模大幅收缩的背景下，东方红资产管理的固收规模不减反增。不过，不同的是，我们的这部分客户资产绝大多数都是可以长期投资的资金，这部分客户也是认可长期投资理念的满意客户。”

2017年，东方红睿丰、东方红睿玺等数只认购规模在百亿以上的基金在市场上引起巨大震动，爆款频出的同时，蛰伏数年的东方红也“爆红”起来。在饶刚看来，公司“红火”的背后则是投资者利益至上。无论是不以规模为导向的发展理念，还是在投资人员能力边界内从事资产管理，在饶刚看来，最重要的前提都是保障客户的利益，追求客户价值最大化。

区别于权益投资者，债券投资者更加偏好长期稳健的投资回报。因此，在实际的投资操作中，饶刚带领团队追求风险调整后的收益最大化，更加关注长期，而不是抱着赌博的心态从事固定收益投资。

在他看来，债券人不应着眼于短期排名，不要去想当第一名。以争第一的心态去做投资，就容易使得基金经理的短期策略极端化，一旦判断失误，反而让追求稳定收益的债券基金持有人承担了很多不必要的风险。短期的业绩排名并不能代表长期的投资实力，也不能真正为投资人赚取持续稳定的利润，反而会影响投资人的投资心态。在实际投资中，基金净值的波动难免会对投资者的心态造成一定的影响。如果产品出现较大的净值波动，投资者容易丧失市场信心，造成追涨杀跌，难以获得长期投资收益。因此，东方红固定收益团队更加重视控制基金波动，防范回撤风险，通过降低产品业绩波动从而让投资者维持平和心态，降低预期，在长期的持有中真正享受到超额回报。“管理债券基金，为客户挣钱是第一位，在保证挣钱的基础上，尽可能追求更高的回报”，饶刚强调，做固定收益业务，最重要的就是注重绝对收益和风险管理，给投资者带来持续的回报，这也是团队的核心竞争力所在。“但这一切都要在投资人员的能力圈范围内操作，研究清楚再买，做自己熟悉的事情，千万不要被短期收益率诱惑。”

2018年，债券市场频频暴雷。Wind数据显示，从2018年年初

至12月13日，债券违约总规模为1375.77亿元，涉及债券149只；相比之下，去年同期债券违约总规模为393.24亿元，涉及债券50只——2018年违约规模和违约只数是2017年同期的3.5倍和3倍。

谈及如何防范债券风险，饶刚认为主要包括三个维度：一是积极进行风险的甄别和管控，不承担不必要的投资风险。债券投资的特点就是，收益都是显露在表面，而风险经常是隐藏的或滞后的。许多投资品种或投资方法的风险在刚开始的时候可能完全被隐藏，甚至在发展过程中也很容易被忽视，但最终一定会暴露。而一旦风险暴露，就可能对整个组合的收益、甚至团队的存续造成重大影响。二是相信主动管理的力量，既高度重视自上而下的投资策略，也高度关注诸如高收益信用债券这样自下而上的投资机会。三是建立较为完善的风险管理体系，考虑中国经济的实际情况和中资企业的信用特点，既不能低估风险，也不能错过机遇。作为一个20余年来为数不多一直坚守行业的“老人”，饶刚在债券投资上不仅求稳，也求新。在他看来，做投资最有趣的地方在于每天可以接触到一些新的东西，保持对行业的敏感性和好奇心。

看重理念和道德 “慢才能快”

作为资深的固收领军人物，饶刚带领的团队一直以业绩出色、人员稳定、新人辈出而闻名。而今他牵头搭建的东方红资产管理固收团队也已进入快速发展阶段。

2018年，资本市场震荡加剧，基金的发行市场也降温不少。东方红资产管理固收业务表现却较为亮眼，旗下偏债产品东方红配置精选混合基金一日募集近64亿。这样的成绩在当时的环境下显得尤为难得。与此同时，去年饶刚所在的固收团队有三四只基金进入了招商银行“五星之选”，而招行选择基金的高门槛业内皆知。

固收业务发展的背后则蕴含着饶刚对团队建设的思考。饶刚认为，人才的配置应当不局限于现有产品线，而是要放眼全局，在业务整体规划的基础上，配备侧重点不同的人才品类，多元化部署。除了重视把握宏观经济、利率市场、通胀数据之外，还需要注重信用分析，通过对中观行业的持续跟踪和微观个股的深入研究，评判信用风险，把握投资机会。



风险控制能力是债券投资胜出最重要的因素，能够挑选可能带来超额收益的券种比择时更为重要。

据了解，目前东方红资产管理的固收团队是由经验丰富、优势互补的多位资深人士组成，背景涵盖银行、券商、基金以及评级公司等债券研究与交易机构，多位核心成员从业年限超过10年，团队主要成员都经历过完整的债市牛熊周期，对固定收益领域各板块均有深入研究，尤其擅长信用债的研究交易。团队中每个人在各自的负责范围做到最好，每个基金经理管理自己的基金，但是每个基金经理背后有很多研究员支持，多元经验的融合，互补互助，发挥协同效应。

“在团队建设上，我比较看重理念和道德”，饶刚表示，相比理念，道德更加至关重要。资产管理行业责任重大，优秀的品格才是我们甄选人才的前提。在正确的轨道上一直前行，东方红的固定收益业务才能不断发展，逐渐成为行业的标杆。”

在团队新生力量的培养方面，饶刚要求年轻人不能以赌博的心态进行投资。“基金行业跑马圈地的时代已经过去了，未来基金行业的竞争格局和以前完全不一样，只有慢，才能打好基础，慢才能快，才有生命力。”

在激励机制方面，资产管理行业的激励机制在近几年发生了比较明显的变化，包括事业部制的普遍推行和股权激励。但目前来看，业内的考核和激励机制总体还比较注重短期考核，在有些时候可能导致管理团队的投资行为短期化。对此，饶刚认为，真正良好的激励机制应该是以长期为重，并兼顾短期业绩表现，给予基金经理一个相对合理较长的时间周期，并从客户长期利益出发，这也是东方红资产管理固收团队努力的方向。

“我不刻意要求投资人员有特别突出的产品，但是不希望团队有特别差的产品”，说到对团队成员的期望，他表示，要推动相关产品管理人关注风险波动性和收益的合理比例，加强基金经理的风险意识。在他看来，风险控制能力是债券投资胜出最重要的因素，能够挑选可能带来超额收益的券种比择时更为重要。“债券投资最重要的不是择时，而是风险控制和投资策略。票息、对券种的选择能力、对风险的控制能力，是债券投资长期胜出最重要的因素”，饶刚坦言，基于对国内外宏观经济形势、国内财政政策与货币市场政策、以及结构调整等因素对债券市场的影响，团队会对利率走势进行预期，判断债券市场的基本走势，制定资产类属配置策略，力争有效控制整体资产风险。

2019年第二季度A股投资展望

期待未来 看好权益市场风险收益比

文 / 东方红资产管理基金经理兼策略师 刚登峰

二季度 基本面 展望

今年以来，“经济退——政策进”的主线仍会持续。

具体来看，2018年10月份开始，财政政策、货币政策、产业政策、监管政策都出现了切实的放松和转向。同时，随着中美名义经济周期背离缓和、去杠杆过程中城投平台融资一刀切的局面改善、贸易摩擦达成协议的可能性渐高，过去一年的主要矛盾点在今年有明显好转，较为符合预期。

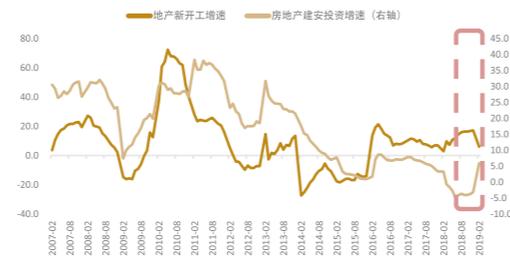
此外，宏观经济方面，在宽货币与宽信用的环境下，叠加产业政策实质性支撑实体企业，企业信心逐渐恢复，资本开支加大，经济企稳。而“基建逆周期 + 地产不拖累 + 出口全年稍弱 = 全年经济大概率能够稳住”，整体无需过度担心系统性风险。

地产：本轮周期平稳过渡 不必担心系统性风险

2018年下半年开始的最严楼市调控政策，让市场对地产过度悲观，不少人担忧地产投资、销售断崖下滑，造成经济失速风险。然而，回顾过去地产销售周期大涨大跌的规律，本质上是需求弹性被一刀切的政策放大。

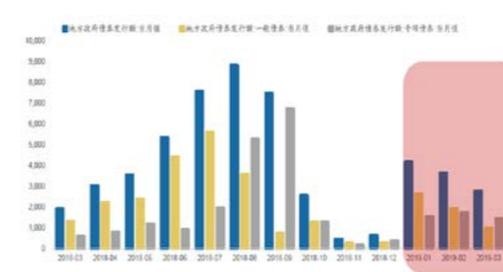
放眼未来，因城施策的调控政策或弱化政策对整体销售的干扰，预计本轮下行周期会比市场预期平缓，并且结构分化，一二线城市往上，三四线城市往下。

2019年地产新开工会对经济产生压力，但与此同时，代表施工、竣工端的建安投资会企稳反弹，未来看好地产中下游的产业链。



基建：本轮经济放缓最直接的对冲力量

今年年初以来，基建项目的审批有所加速，并主要集中在基础交通建设上，与建筑业PMI、挖机、重卡销量交叉验证。同时，地方政府债券发行量明显回暖，调研反馈，地方政府融资平台的融资条件也得到改善。此外从发改委批复的项目数来看，2019年年初以来，项目批复量也出现明显回升。整体而言，预计2019年基建投资增速将回升到名义GDP增速的水平，保持全年8%-10%的增速。



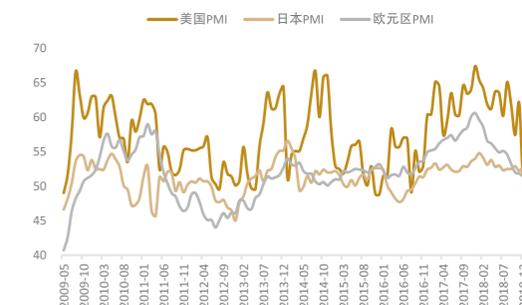
出口：上半年偏弱，下半年或能好转

今年以来，出口增速大幅回落，受出口效应减弱和海外需求下降影响。无论是发达国家还是新兴市场，经济景气度回落。具体而言，美国处于本轮景气高点，大概率今年结束加息，但也不会进入危机模式，全球再次进入弱宽松周期。韩国、中国台湾等地年初以来，出口均出现同步下滑，全球需求疲软信号明显。但随着中、美在新一轮贸易磋商中达成协议，至少情况不会更糟，会带动全球经济活动弱复苏。

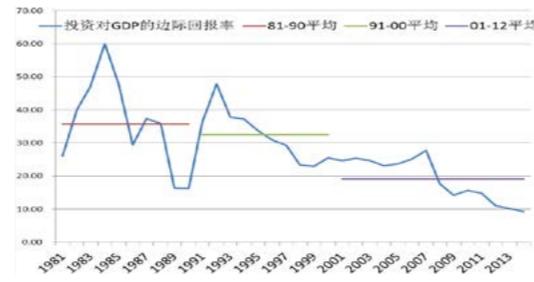


消费：短期有压力，长期结构看好

消费长期来看取决于经济增长中枢，短期有压力，但结构会有亮点。具体而言，短期来看，消费会受到居民杠杆过高，房地产资产的财富效应转向为挤出效应，导致了去年可选消费和地产后周期出现了明显的压力。今年以来，房地产一、二线城市的调控放松，二手房成交数据已经放量，加上前期交付量大，会直接带动地产后周期的消费，汽车销量预计也会随后回暖。而从长期来看，中国仍处于中高速发展的窗口期，人均财富和居民生活质量还会进一步提升，高品质的消费需求还会增加。



总体来看，历史上，所有成功转型的发达经济体都经历了经济增长的放缓，这是一个正常的过程。只要不发生断崖式失速，中国经济的韧性和发展潜力都不可忽视。一方面，中国过去二十年高速发展是全球化、工业化、城镇化伴随人口红利，当下这些因素发生了变化，高速的发展不可持续。政府也认识到，靠“投资”拉动的低效增长模式有待改变。另一方面，2019年是新的开始，中国将更重视市场化的力量，更重视创新、科技、开放的力量，推行减税降费、对小微企业、科创型企业普惠性税收优惠，从财政端激发经济活力。此外，还加强了知识产权保护、设立科创板并支持科技创新企业的发展。



估值修复明显

沪深300指数估值从2018年底的14%历史分位点回到42%位置，创业板指则从底部回升至69%的历史分位点，市场整体估值修复十分明显。



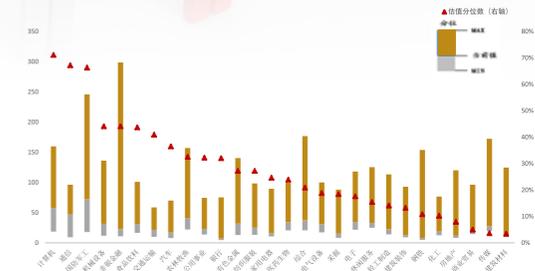
A股市场现状分析

PE TTM估值	HS300	创业板指
当前估值	13.0	56.1
历史最高	47.8	123.1
历史最低	8.1	27.8
当前估值分位数	42%	69%
18年底估值分位数	14%	1%



行业估值分化：结构差别大 整体已经位于合理区间

2018年底，各行业估值特点是泥沙俱下，大多数行业都处于历史极低位置。今年以来，除了地产相关（地产、建材、钢铁、建筑、轻工等）还有传媒等板块，其余行业的估值大多数都回到了20-40%的分位数区间。



二季度投资策略

放眼未来，股指回撤的概率和空间都会有限，应该保持乐观。首先，去年底极度悲观的估值水平，反应的是深层次的系统性风险。目前无需有这种担忧，估值很难回到极度悲观的区间。其次，本轮的逆周期调控，不是单纯的放水，政策方向已经逐渐告别老路，转向改革、开放、市场化的路径上，激发市场自身的活力，为创新企业营造良好的土壤，在适宜的制度安排下，中国大量的工程师红利一定会有卓越的成效。此外，尽管长期的经济增长中枢会自然回落，但经济增长的质量比数量更有价值。事实上，相对于中国的经济体量而言，相信未来会诞生出一批拥有巨型市值的科技类公司，值得期待。

虽然我们对后市仍然保持着相对乐观的态度，但是短期的风险点仍然需要重视。具体而言，欧美经济超预期下行风险，导致全球金融市场共振；猪肉和原油价格过快上行，通胀压力约束宽松的货币环境；中美贸易谈判未达成条件，中美关系再度恶化。在管理风险的基础上，我们仍然看好权益市场的风险-收益比。

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。

2019年第二季度债市投资展望

宽信用效果初显 债市或迎波动

文 / 东方红资产管理基金经理 纪文静

2019年
一季度
市场回顾

一季度债券市场整体呈现震荡走势。尽管1、2月份PMI、CPI等经济同步指标持续走低，显示经济仍旧承压，债券市场受到支撑，收益率下行，但去年下半年以来的宽信用政策开始发挥作用，减税降费引发财政政策再度加码担忧，货币政策保持稳健宽松，经济前瞻性指标如金融信贷数据率先企稳回升，中美贸易谈判双方表态积极，债市承压，收益率上行。全季来看，十年国债下行16bp至3.07%，十年国开下行6bp至3.58%，短端则保持稳定，一年国开下行7bp至2.53%；信用债跟随利率走势，先下后上，截至3月底，三年可质押公司债中枢3.65%，五年可质押公司债中枢4%。具体来看：

利率债

一季度国债和国开债的表现同中存异（如图1）。在基本面以及宽松资金面的支持下，国债、国开债收益率不断下行。2月中旬，天量信贷数据公布之后，市场开始担忧基本面反转，利率债收益率则开始反弹。3月公布的2月PMI、CPI的数据显示经济依旧承压，同时海外以美国为代表的发达经济体经济显露疲态，美债收益率一路下行，在此背景下，利率债收益率小幅下行后开始分化，因交易头寸止盈以及十年国开活跃券切换，国开债表现弱于国债。

图1: 一季度十年国债、国开债收益率走势



数据来源: Wind、东方红资产管理

信用债

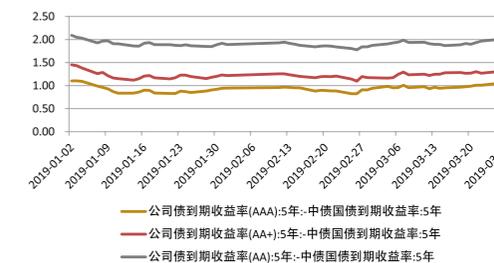
一季度信用债整体呈现先下后上的走势（如图2），信用利差先下后上，整体呈现压缩趋势（如图3）。1月份随着利率债收益率的下行以及资金面的宽松，杠杆价值凸显，信用债收益率快速下行后保持稳定，信用利差压缩。春节之后，随着利率债收益率的反弹以及对跨季资金面的担忧，信用债收益率快速反弹，随后又因为上述两个因素缓解而稍有回落。

图2: 一季度3/5年AAA公司债收益率



数据来源: Wind、东方红资产管理

图3: 各等级公司债利差走势



数据来源: Wind、东方红资产管理

经济增速探底 基建回升对冲地产和制造业下行

2019年一季度，在年初天量信贷投放和基建企稳之下，经济增长相较于18年4季度并未继续边际恶化。展望二季度，新开工与土地购置费的下行将使得地产投资面临下滑压力，制造业投资在利润增速下降下也将有所回落，海外需求的低迷、中美贸易谈判的不确定性对出口预计仍然会造成拖累，但基建投资的进一步企稳回升、减税降费等积极财政政策以及宏观流动性的宽松均将对冲前者带来的下行压力，经济增速预计在二季度逐步探底。

二季度地产和制造业投资面临下行压力，基建投资有望进一步企稳回升。1-2月固定资产投资增速回升0.2pct至6.1%。从分项来看，房地产开发投资累计同比11.6%，较18年全年大幅回升2.1pct，主要与建安投资明显回升以及土地购置费仍在高位有关。尽管年初地产投资超预期回升，但从二季度来看，仍然面临较大的下行压力。首先，支撑2017、2018年房地产投资的土地购置费已经开始高位回落，并且土地购置在年初大幅回升，预示着后续土地购置费将对地产投资带来进一步拖累。其次，尽管19年施工增速在18年大量新开工下有望逐步上升，但新开工已经呈现大幅走低趋势，将对地产投资带来下行压力。最后，从地产销售来看，1-2月份全国商品房销售同比开始负增长，虽然3月份季节性回暖，但在居民资产负债表受损、人口周期见顶回落的大背景下，这一轮房贷利率的下行有可能难以促进销售的持续回暖。

1-2月份制造业投资增速出现了明显的回落，背后的原因是18年制造业企业利润增速的下滑。2018年制造业利润增速从年初的12.5%下行至8.7%，2019年1-2月制造业企业利润同比下滑15.7%。由于制造业利润增速领先投资一年左右，叠加18年下半年开始企业家信心指数、新增意向投资增速的下行，预计二季度制造业投资增速仍将继续下降。

但是，由于基建投资的企稳回升，整体固定资产投资增速预计保持相对平稳。1-2月份基建投资累计同比增长4.3%，较18年12月底进一步提升，其中铁路运输行业在年初增长22.5%。从一季度发改委基建批复项目数、18年4季度建筑央企订单增速等情况来看，预计二季度基建投资仍将继续回升，有望对冲制造业、地产投资的下行。

全球贸易加快下行，海外经济体需求疲软对2季度出口仍将带来较大的负面影响。19年1-2月出口累计同比下滑4.6%，较18年12月份降幅并未继续扩大。展望2季度，全球贸易情况在年初呈现加速下滑态势，OECD领先指标和海外制造业PMI都仍在继续下行，而中美贸易谈判结果尚存不确定性，因此二季度出口仍面临较大的下行压力。

2019年
二季度
投资展望

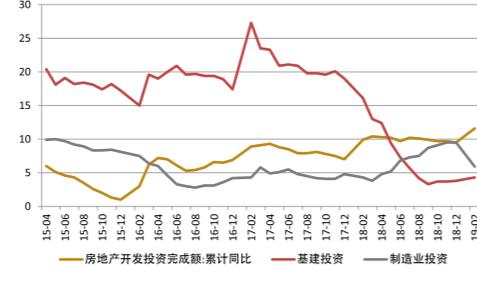


图 4: 固定资产投资增速变化



数据来源: Wind、东方红资产管理

图 5: 分行业固定资产投资增速



数据来源: Wind、东方红资产管理

图 6: 1-2 月地产销售呈负增长



数据来源: Wind、东方红资产管理

图 7: 土地购置费已经从高位大幅下行



数据来源: Wind、东方红资产管理

CPI 阶段走高 但通胀中枢仍在政策合意区间

二季度 CPI 同比阶段有望靠近 3%，但整体通胀压力仍然可控，尚难以影响货币政策的转向。1-2 月份 CPI 和 PPI 同比均处低位，3 月份受猪价大幅上行以及低基数的影响，CPI 同比有望上行至 2.5% 以上，而 PPI 同比也将有所回升。展望 2 季度，CPI 方面，受翘尾抬升和猪肉价格上涨的影响，CPI 同比预计会有所上行，而 4 月份增值税下调将使得非食品价格有所下降，因此综合而言预计二季度 CPI 同比中枢在 2.8% 左右。PPI 方面，二季度翘尾将逐月走低，同时新涨价受到增值税下调的影响有望有所下降，因此 PPI 同比中枢预计在 0.5% 左右。综合而言，虽然 CPI 同比会阶段走高，但整体通胀压力仍然可控，尚难以影响货币政策的转向。

积极财政政策发力稳增长 稳健货币政策推动宽信用

展望二季度，宏观政策仍将发挥托底经济的作用。财政政策方面，一方面，增值税下调将在 4 月份开始执行，同时社保费率也将进一步下降，全年有望减轻企业税收和社保缴费负担近 2 万亿元，其中减税约占 7 成，这将有利于企业盈利增长和稳定就业；另一方面，2019 年地方专项债提升至 2.15 万亿元，各个省份均推出了大规模的重点建设项目，地方政府融资正门的疏导将有利于基建投资的稳定增长。货币政策方面，预计央行仍将维持稳健的货币政策基调，保持银行体系流动性合理充裕和市场利率水平合理稳定，促进货币信贷和社会融资规模合理增长，因此整体宏观流动性有望保持宽松，有利于宽信用环境的进一步实现。

外部压力持续缓释 短期静待宽信用效果

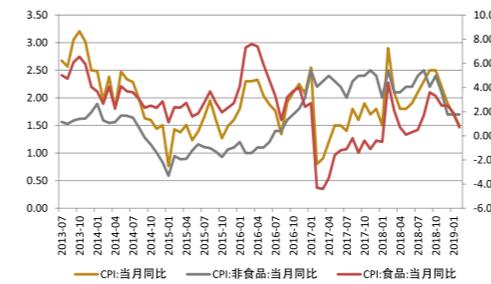
今年以来，全球经济表现出基本面下行与政策对冲力度加大的组合，与去年下半年中国的情形如出一辙。尤其是美国在经济走软后，货币政策开始放松，中、美短周期趋于同步，外部压力持续缓释。短期内，如果国内宽信用效果显现，二季度人民币汇率仍可较为乐观。

外部压力方面，目前看，美国仍未摆脱对于超常规流动性的依赖。美联储已确定 19 年 5 月份开始调低缩表速度，并于 10 月

后通过每月卖出 200 亿美元 MBS 并买入等量国债的方式维持资产负债表不变，若此，美联储资产规模将保持在 3.75 万亿左右，较最高点下降 17%，但仍为危机前的 4 倍。在经济内生增长动力不足以持续推升实际利率的情况下，美联储通过放松货币实现再平衡，本轮美元周期或将终结。

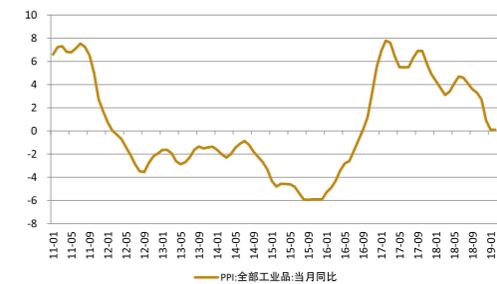
内因方面，由于本轮中国经济下行与货币放松均领先于欧、美，宽信用的效果理应率先体现，近期经济数据显现出一定企稳态势。但长周期层面看，之前快速积累的杠杆仍需要较长时间消化，人民币汇率因此会受到持续压制。

图 8: CPI 变化



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

2019 年 二季度 投资策略

展望 2019 年二季度，地产数据的变化是关注的焦点，若地产表现超预期，叠加基建回升，则基本面进一步企稳回升的预期增强。货币政策而言，海外经济体货币政策转向也将打开国内货币政策空间，宏观流动性有望保持宽松，货币政策更着眼于国内环境。受猪肉价格上涨及翘尾因素影响，通胀温和回升，但尚不至于影响货币政策转向。在此背景下，长端利率债或有承压，警惕波动风险。

信用债方面，信用债风险偏好提升的趋势较为明确，信用风险缓解下中低等级信用债的有一定的交易性机会。优质的民企债利差将会继续修复，地方政府隐性债务置换预期再起，城投利差有所修复。后续我们将继续在控制风险的前提下发现超额收益机会，挖掘优质短久期品种进行配置。二季度大概率仍会维持较宽松的资金面以及较低的回购利率，使得债券票息收益更为确定。因此，我们将继续杠杆票息策略获取这部分收益。

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。

投资经理看市场



RAO GANG
饶刚
先生

展望 2019 年,权益方面,虽然经济尚未看到明显企稳迹象,地产等因素也存在一定的不确定性,但一些积极因素也在出现,主要体现在全球的货币环境都开始有所改善,市场的主要边际变化也逐渐由紧信用向宽货币转化。而股市经过 2018 年的持续调整后,对于负面因素已经有所反应,当前股市整体估值已经处在历史较低水平,一些优质公司的估值更是具备投资吸引力,在这种环境下,权益资产的配置价值较 2018 年有所提升。因此,我们将坚持价值投资理念,逐渐加大估值合理、基本面稳健的优质龙头公司的配置比例。

债券整体仍处于较为有利的环境,利率债和高等级信用债具有配置价值。流动性宽松和市场利率走低将对债市的中长期走势提供良好支撑,配置高等级信用债和杠杆套息的策略预计将可能为组合带来显著贡献。除此以外,我们会坚持个体研究和实地调研,自下而上的寻找被市场错误定价的优质企业并与其共同成长,努力为持有人获取长期、稳健的回报。

转债市场的低估值、标的扩容以及权益市场预期收益率的提升使得转债市场具备较高的配置价值。在操作中,我们将结合对转债公司基本面的研究,以及对股票及转债自身估值、条款的考量,精选性价比高的转债进行配置。



ZHANG FENG
张锋
先生

展望 2019,我们对股市的观点是谨慎乐观。2018 年诸多因素同时聚集发生作用是小概率事件,并非经济和股市常态。首先财政政策明确转宽松,减税加杠杆,经济托底的目标是非常明确的。其次经过近 1000 点的大幅下跌,龙头企业估值回落到接近历史最低水平,静态回报率具备吸引力。2019 对企业的考验在于业绩能否继续保持平稳,对于部分个股而言,哪怕出现业绩小幅下滑,由于静态估值水平极低,同样具有较好的回报率。2018 年作为金融周期的分水岭,可以预期未来周期性因素继续向下,对经济托底政策的期望也不能过高,因此仍需要寻找未来新的产业增长方向。2019 年我们将继续坚持过去一直以来的理念和方法,以合理的价格买入优质企业,努力寻找结构性投资机会。



LIN PENG
林鹏
先生

回顾 2018 年初,我们基于对通胀以及海外市场高估值的担忧,表达了谨慎的态度。现在看来,我们依然严重低估了几个重要的因素:1、中国经济本身的周期性波动以及去杠杆背景的双重叠加冲击;2、中美贸易战在下半年一度严重恶化;3、在对以上两点的悲观预期导致的市场情绪的极限状态。这三个因素依次发生,且循环强化,最终使得国内资本市场出现大幅调整。我们坦诚,在正常情况下我们以均衡的行业配置、合理的估值水平、优质的公司组合来应对市场波动的策略在极端情况下也无能为力。但即使是在最为悲观的时刻,我们依然对中国未来的长期发展抱有信心,我们相信,决定中国经济尤其是制造业的优势并未消失,我们拥有全球最大的市场,拥有规模经济优势;我们拥有重视商业的政府和社会传统,有利于企业的基础设施;更重要的是,我们的企业家精神和工程师红利还在发酵,人民普遍勤劳刻苦、重视教育,困难的时刻终会过去。

我们虽然不可能每次都对整体市场的周期做出预测和应对,甚至在大多数的时候我们都不敢去加以应对,但我们依靠理性认真的行业研究和公司研究,在市场化的、拥有经营壁垒的、持续提升竞争力的、具备股东回报意识的、在市场认知方面有差异的行业和公司中选择优质标的,并且力争构建出一个稳健均衡的投资组合,力争在长期为基金持有人创造超越市场基准水平的回报。



WANG DAN
王丹
先生

2018 年第四季度,权益市场随着贸易战加剧和经济数据恶化不断创出新低,同样的坏消息则成为了固定收益市场的利好,收益率也创出了全年低点。

纵观 2018 年,贸易战成为超预期的主要因素。直至年底,舆论和市场人士似乎才开始正视并试图充分估计其影响。贸易战核心是政治的,它与台海、南海等几乎所有中国面临的地缘政治问题都有关联,这也是日本经验未必能供借鉴的原因。若把贸易战作为地缘政治问题的一个枝节来看的话,我们对贸易谈判进程的判断或许能够更慎重一些。贸易战使得人民币汇率问题变得更加政治化,这意味着汇率政策的制定多了一个局限条件。观察最近中央银行的货币政策,感到越来越多的总量工具用来执行结构性任务,鉴于其组织特征,必然依赖一系列的“指标”对被监管者的行为进行监测。但是谁来监督“指标”所测量的数据之准确度呢?市场和监管者能否充分预期这些指标的真实运行效果呢?

虽然市场利率已经下行,但实际利率相对于启动经济来说仍然偏高。而且我们在其他方面观测到的紧缩性政策并没有放松多少,与过往不同,这次的紧缩政策顶层设计更完善,体系性更强,也更难退出。受到其管控较少的只有居民和中央政府了,这两方面的政策动向,会成为我们主要的观测目标。

无论内政外交,一个时代已经结束,前面的道路对所有人来说都是新的。可以类比的国内外经验不多,一不小心就类比错了。作为一个境内市场投资者(港股代表性不够丰富,不足以进行全球对冲),我们将谨慎前行。

权益类资产,全年可能还有低点,但相对看好 2019 年 1 季度行情。配置上首先要警惕低估值陷阱带来的风险,其次围绕中央政府和居民部门这两个最容易启动经济的点进行资产配置,最后利用市场的某些偏见交易。

固收类资产,宽信用效果将逐步显现,金融数据将先于经济数据见底,我们预计全年收益率的波动会增大,不过收益率低点似乎不大可能低于 16 年。相对宽松的货币市场环境是宽信用的必要条件,短端利率的全年中枢水平预计会维持在近 3 年的低位,不过我们将充分估计货币政策制定难度和财政政策的突发性,维持一个谨慎且有弹性的仓位。



XU XI JIA
徐习佳
先生

2019年国内经济转型的压力会继续累积并长期存在，回到以房地产为中心的发展老路上的短期诱惑在压力下会更诱人。既不能走房地产老路，又要稳经济求发展，财政政策上是否能进一步超预期是我们的关注重点。外部环境变化形成的阻力不会在短期内缓和，与美国及其盟友的竞争是持久战。在此内外假设下，2019年宏观经济的主要特征是经济压力的大小和货币财政政策松紧的博弈。只要经济压力始终存在，相关政策的适度宽松就不会变化。所以在看到经济指标明显回升之前，可以确信国内政策的暖风将会不断。社保征收、个税改革、创投税改、增值税下调等均会有利好股市，货币政策也会明稳实松，这些都会有利于股市。2019年股市的风险不在于跌，而在于上涨之后。



GAO YI
高义
先生

展望2019年，在基建、减税等政策对冲下，预计经济将逐步寻底；“宽货币”和“宽信用”政策推动下，流动性将较为宽松；悲观的市场预期也将随着经济和市场的稳定下来而有所改善。

因此，2019年影响市场最重要的三个因素——盈利预期、流动性和风险偏好都较正面，预计市场可能有较好表现。行业方面，我们依然看好竞争格局稳定，对宏观经济敏感度较低的家电、食品饮料等行业，同时我们也会自下而上积极寻找具备持续竞争优势的低估、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

我们认为2019年基本面及货币政策环境对债券市场仍然有利，较为宽松资金面以及较低的回购利率使得债券票息收益更为确定，杠杆票息策略将可能继续提供丰厚的回报。利率债下行趋势不变，但在“稳增长”政策不断的情况下，市场就政策面和经济基本面的博弈持续，从而导致利率债下行空间缩窄、波动加大。信用债方面，虽然信用环境改善、市场风险偏好有所提升、信用利差有所压缩，但宽信用短期的传导效果仍有待观察，且2019年基本面下行风险或将取代杠杆风险，成为信用债市场更需要关注的核心因素。因此操作上仍需维持个券精细化操作。

转债市场，展望2019年，转债市场的低估值、标的扩容以及权益市场预期收益率的提升使得转债市场具备较高的配置价值。在操作中，我们将结合对转债公司基本面的研究，以及对股票及转债自身估值、条款的考量，精选性价比高的转债进行配置。



ZHOU YUN
周云
先生

长期看，我们认为A股处于底部区域。2018年，一方面随着市场的下跌，A股的整体估值已经到达了历史低位，另一方面利率也由年初的高位逐渐下行，股票相对于债券的性价比迅速上升。全部A股的风险溢价已经上升到一个标准差以上，虽然我们无法预知未来市场的具体走势，但是风险溢价的水平说明我们现在持有股票所能获得的风险补偿是非常有吸引力的。从更大范围的资产比较来看，房地产价格处于高位，无论从租售比还是政策调控的角度都很难具有大幅上涨的潜力；一级市场在缺乏流动性的情况下在很多领域的估值也已经和二级市场的估值发生了倒挂。和其他类别的资产比，股票是最具有投资价值的，这是我们相信A股处于底部区域的最重要的理由。因为政策的限制，国内大部分客户的资金只能在国内做资产配置，这也意味着股票的价值洼地迟早会被配置的资金所填平，只是时间无法预测而已。

站在现在的时点，无论是贸易战还是政府对民营经济的态度，我们都应该比去年下半年时有更乐观的预期，而市场的点位比当时更低了，我们唯一能做的就是坚守，未来我们会以更积极的心态，调整组合，适当的时候增加仓位，努力为客户创造超额收益。



JIANG JIAO LONG
蒋蛟龙
先生

回顾 2018 年，债券市场走出了一波结构性的大牛市行情，具体表现为利率债和高等级债表现最优，中低等级债券受制于信用违约风险出现了信用利差走阔的局面。从整个市场来看，2018 年也是信用违约最多的年份，因此，防风险一直贯穿全年投资策略。政策方面，整体表现出上半年严下半年宽的局面，尤其是对于信用违约高发领域的民营部分，国家不断出台新的政策进行扶持。

展望 2019 年，基本面趋势下行仍是债市一大保障，货币政策更加任性，资金供需格局进一步改善，流动性预期将持续改善，利率债收益率下行趋势不变，但空间缩窄；信用债方面，虽然信用债风险偏好提升的趋势较为明确，信用风险缓解下中低等级信用债的有交易性机会，但在信用收缩格局下，宽信用短期的传导效果仍有待观察，低等级债券信用风险有可能继续蔓延，对于低等级债券我们目前维持观望和回避，中高等级债券继续作为优选底仓配置。优质的民企债利差将会继续修复，后续我们将继续在控制风险的前提下发现超额收益机会，挖掘优质短久期品种进行配置。对于地产债而言，考虑到未来政策面和基本面的影响，估值风险较大，后续仍会精挑优质短久期标的。2019 年大概率仍会维持较宽松的资金面以及较低的回购利率，因此，我们将继续杠杆票息策略力争获取债券票息收益。



QIAN SI JIA
钱思佳
女士

展望 2019 年，经过 2018 年的大幅度调整，市场的整体估值风险释放较为充分，虽然经济情况目前来看并未有好转的迹象，政策的正面效应也需要一定的时间来积累显现，考虑到流动性的情况，预计 2019 年的情况相比 2018 年会有改善，整体 2019 年的市场表现我们相信会比 2018 年更有机会。

面对当下复杂的内外部宏观环境，我国需要专注内需型社会的建设、专注技术创新提升科技竞争力，这会是一个比较漫长的进程，我们将坚持在这些领域深耕研究并挖掘优秀的公司，陪伴这些公司成长为在全球产业链中拥有竞争力的伟大企业，我们也将在这一投资过程中收获丰厚的利润作为回报。



LI JING
李竞
先生

展望 2019 年一季度，我们认为市场将出现政策托底的修复性行情。首先目前市场的估值相对较低，2018 年底沪深 300 指数的 PE10.8，处于过去 10 年均值水平以下，正向下 1 倍标准差靠近；PBI31，处于过去 10 年均值水平以下 1 倍标准差区域。中证 500 指数的 PE19.9，PBI7，均跌破过去 10 年均值水平 1 倍标准差，处于历史最低水平。其次，央行降准为市场新增 8000 亿流动性，货币政策的边际宽松有助反弹。再者，月初的中美贸易谈判，进入实质谈判阶段，期待达成局部共识。但宏观经济未扭转前，短期的利好只能构成反弹，并不能对市场过高风险。

配置上，我们仍然坚持价值，优选低估值、高分红的行业龙头；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。



TAN PENG WAN
谭鹏万
先生

受全球流动性收缩、贸易争端冲击以及估值回调等影响，2018 年 A 股所有行业和指数均下跌，跌幅较大的是电子、有色、传媒、综合、轻工、机械等行业，跌幅较少的是休闲服务、银行、食品饮料、农林牧渔、计算机等行业。

总体看，2018 年市场呈现出系统性风险特征，是各类负面因素叠加的结果。从过往的市场运行规律看，我们认为，即使系统性风险尚未完全释放完毕，可能也释放了绝大部分。虽然经济依然处于比较低迷的状态，但去杠杆让位于宽信用，沪深 300PE 估值从 2018 年年初的 15.6 倍下降到目前的 10.75 倍。无论是宏观经济政策还是市场估值水平，都处在有利于权益资产的状态。因此，在各类产品的运作上将保持积极的心态，加大权益资产的配置。

产品管理上，将坚持从自上而下的角度对大类资产的配置方向进行选择，增加权益类资产的持仓。坚持价值投资的理念和原则，聚焦具有良好赛道的行业，选择具有优秀管理层的公司，在合理的估值水平买入，加大在大消费和制造业领域的研究和投资力度，力争为投资者带来长期稳定回报。



QIN XU WEN
秦绪文
先生

2018年，国内去杠杆、美国加息、中美贸易摩擦、宏观经济增长在三季度开始走弱，以及对长期问题的担忧，上述这些因素共同驱动A股的整体估值水平剧烈下行，市场表现非常糟糕。三季度开始，政府已经注意到金融市场和实体经济出现的问题，出台了有针对性的措施。对去杠杆等政策暴露出来的问题出台了补救性的措施；鼓励银行系统支持民营企业的融资；国家领导人肯定民营企业在中国的经济地位；财政部出台个税减免的政策，并加快研究针对企业的减税降费政策；证监会也出台了便利上市公司融资的政策。所有这些政策，稳定了权益市场的预期。

展望2019年，宏观经济层面依然处于本轮库存周期的下行阶段，经济下行压力非常大。但是，可以进行乐观展望的是：广谱利率水平大概率是下行的，国家已经进行稳杠杆的操作，流动性大概率好于2018年，这将有利于A股估值水平的上行。经过2018年的大幅度下跌，A股市场的整体估值水平已经非常低，当前价格水平下隐含的风险补偿已经接近A股历史的最高水平。一些我们长期关注的公司已经进入价值区间，已经具备良好的风险收益比。估值低位，流动性边际上改善，2019年A股市场的投资机会大概率多于2018年。我们将继续坚持价值投资的理念，自下而上的选股，优选具备良好的产业竞争格局、行业内有竞争优势的好公司，忽略需求周期性的波动造成的盈利的波动，分享有竞争力的上市公司的价值创造过程，努力为基金持有人创造价值。



WANG YAN FEI
王延飞
先生

展望2019年，我们认为现在应该更加乐观的面对市场，市场的整体估值已处于历史的底部区域，安全边界较高，为长期投资提供了非常好的机会。优秀公司的成长性远未结束，和海外市场相比更有吸引力，同时也要相信国家应对经济形势的能力。我们坚定的看好权益类资产的长期预期收益。

我们自下而上挖掘具有护城河的优秀公司，希望通过持有优质标的来穿越市场的牛熊，同时，我们也努力提高感知周期的能力，希望能给持有人带来较好回报。



HAN DONG
韩冬
先生

2018年，中国经济持续在低位运行，中美贸易政策几经反复，难以预测。在外部环境的巨大不确定下，我们更应该坚守那些相对确定的因素，包括企业自身的竞争力，包括经济转型与行业发展的趋势。虽然经济增长与外部环境仍有不确定性，但市场的下跌已经反映了很悲观的预期。

我们相信中国经济的韧性，相信中国企业的竞争力仍可持续，很多优质资产已经到了很便宜的位置。我们关注产业的长期趋势，坚信会有一批中国公司能够穿越周期，在全球分工中承担重要的角色。着眼长期，在这个时点，可能正是寻找被错杀的优质资产的好时机。



KONG LING CHAO
孔令超
先生

权益方面，展望2019年，虽然经济尚未看到明显企稳迹象，地产等因素也存在一定的不确定性，但一些积极因素也在出现，主要体现在全球的货币环境都开始有所改善，市场的主要边际变化也逐渐由紧信用向宽货币转化。而股市经过2018年的持续调整后，对于负面因素已经有所反应，当前股市整体估值已经处在历史较低水平，一些优质公司的估值更是具备投资吸引力，在这种环境下，权益资产的配置价值较2018年有所提升。因此，我们将坚持价值投资理念，逐渐加大估值合理、基本面稳健的优质龙头公司的配置比例。

转债市场，展望2019年，转债市场的低估值、标的扩容以及权益市场预期收益率的提升使得转债市场具备较高的配置价值。在操作中，我们将结合对转债公司基本面的研究，以及对股票及转债自身估值、条款的考量，精选性价比高的转债进行配置。

债券方面，我们认为2019年基本面及货币政策环境仍然有利，较为宽松资金面以及较低的回购利率使得债券票息收益更为确定，杠杆票息策略将可能继续提供丰厚的回报。利率债下行趋势不变，但在“稳增长”政策不断的情况下，市场就政策面和经济基本面的博弈持续，从而导致利率债下行空间缩窄、波动加大。信用债方面，虽然信用环境改善、市场风险偏好有所提升、信用利差有所压缩，但宽信用短期的传导效果仍有待观察，且2019年基本面下行风险或将取代杠杆风险，成为信用债市场更需要关注的核心因素。因此操作上仍需维持个券精细化操作。

机构销售养成手册

本文根据东方红资产管理机构业务部总经理何国亮先生的讲话整理

我从五个方面谈谈如何做好一名优秀的机构销售。



找准角色定位

“定位”换言之即为“角色”，每个人在工作生活中都要扮演不同的角色，在人生当中如何能够取得成功，关键在于“角色”是否把握准确。机构销售也要找准自己的定位和角色，想清楚这个岗位的基本要求和目标，明白在不同的场合环境下，针对不同的机构和个人，需要展现出哪些不同特质。我认为，机构销售需要具备四种重要的特质，扮演好四种“角色”。

1. 销售经理

机构销售的本职工作是销售，所以销售经理是最基本的角色。销售经理需要具备的最基本的特质就是世事洞明、人情练达，简言之即高情商。从术的层面说，基本沟通技巧要熟练掌握，这样才能迅速与人建立联系，打开局面，赢得先机。但光有“术”是不够的，要想获得长期的成功，还要在“道”的层面有所修为。

我认为销售之“道”就是做好“仁义礼智信”。所谓“仁”就是爱人，要善良，发自内心地爱你的家人、同事、客户甚至对手，心中有他人。“义”就是要敢于“牺牲”自己；舍生取义，说的是羊不食众生肉，却被众生食，是多么伟大的牺牲。所谓“礼”，就是要懂得秩序，服从自然规律，社会人伦，礼其实就是“理”。所谓“智”就是要懂道理，明是非；知日为智，日就是天道，是常识。而“信”呢，就是讲信用，说到做到；人言为信，无信便不配人言了。“仁义礼智信”是销售的大道，也是为人的大道。这是第一个角色。

2. 投资经理

一个出色的机构销售还需要扮演投资经理的角色。我们服务的对象是手握重金的账户经理，要长期与这些人打交道，不可避免地要谈及投资的话题。我们要成为他们的顾问，首先要获得投资经理专业上的认同，能够平等交流，甚至主动咨询我们。所以，机构销售必须对投资的基本逻辑、理念方法、市场风格非常熟悉，对当前的经济政策、宏观环境、市场热点、机构观点有所了解，对自己所在机构的投资策略、业绩表现了如指掌。这样才能在和各种账户的投资经理交流时从容应对、收放有度，获得尊重与认可。随着移动互联网的发展，知识共享的广度和深度得到了极大的拓宽，我们要勇于学习，乐于学习，善于学习。带着白天和客户交流时碰到的问题去查资料、补缺漏，会发现学习效率很高，知识面也越来越完善。

3. 产品经理

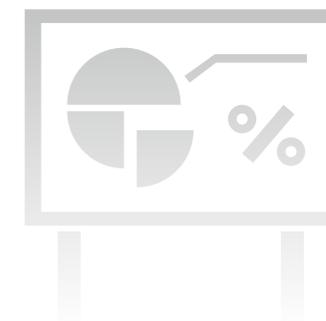
第三个角色是产品经理。一方面，要了解产品属性、产品结构、投资策略以及风险收益、业绩报酬计提形式等多方面内容。我们目前的业务包括公募、集合、定向和专项。公募基金是最标准化的产品类型，但我们研究市场排名前十的基金公司或是券商资管旗下的产品，也是非常复杂的，不仅有主动管理的权益、固收，还有被动管理的指数基金，包括ETF和分级基金。此外，权益和债券基金中也有分级产品，并且分级的比例不一，上折和下折的规则不同。就连货币，都有好几个种类。集合、定向和专项产品的结构和投资限制更为复杂。产品结构，投资限制，

业绩报酬计提方式与投资表现息息相关。不了解产品特性，空谈策略，容易误导投资者和客户。

另一方面，不同产品的风险收益特征也不同。投公募基金的客户投的是全市场的产品，他们会将东方红的产品和其他产品作比较。我们需要对不同产品的风险收益有深刻的认识，才能满足客户对不同风险收益特征的产品需求。投私募产品的客户则对产品有诸多个性化的要求，这些要求能否通过产品结构来实现，能否与客户的投资目标相吻合，作为机构销售都需要有一个基本的判断。所以，此时我们需要成为一个产品经理。

4. 风控合规经理

合规风控是资产管理公司能够长期生存的重要保证。我们要对基本的法律法规、最新的政策变化、业务的实际风险有清晰的了解，否则容易犯下错误。我觉得，大概需要把握几个原则。首先，要有正确的价值观。价值观引导行为，东方红的价值观即长期利益大于短期利益，产品质量大于规模增长，客户利益大于公司利益；其次，要正确看待合规风控工作与投资销售业务之间的关系。合规风控到底是限制还是保护，这个问题一定要想清楚，如果认为是限制，那么所有的谈判都无法开展，但如果换个角度看合规风控是保护，那么很多问题就会找到解决的办法。最后，要有原则和底线。原则就是两条：不做坏事，不帮坏人做事，底线就是法规政策的红线。坚守原则和底线，有助于我们在日常工作中取得事半功倍的效果。





摸清机构脾气

机构销售面对的客户种类繁多，需要掌握各类客户的特点，有针对性地开展营销活动。

当前市场中，不考虑全国社保基金及国家主权基金，市场上最大的两类机构客户当属保险和银行。保险是这个市场上最专业的机构投资者之一，很早就开始投资公募基金，内部投研流程也相对最完善，是基金公司服务最多的机构。我们与保险公司的合作主要是定向产品，与保险资管公司的合作主要在公募基金领域，涉及公司多个业务部门。由于各家公司的负债成本和期限不一样，如何更好地定向服务机构客户是我们时刻思考的命题。东方红的理念是“寻找满意的客户，让客户满意”。我们需要考察客户的投资理念、投资风格、投资策略和考核方法，需要了解每一个账户的负债来源和账户投资经理的投资思路。在合作之前，机构销售对每家保险公司展开尽调，了解这家公司的主营业务、投资历史和部门设置，并对拟开展合作的保险机构投资部门负责人和投资经理展开访谈，做同业交流，了解他们的投资行为特点。在确保他们认可东方红的理念、方法和产品风险收益特征的基础上，再展开合作。因为大部分保险公司已经有很多基金公司服务，他们的研究也覆盖了几乎所有的基金，所以，他们对于是否和一家新的公司，尤其是与后起之秀的券商资管公司开展合作是非常谨慎的。作为公募领域的“新秀”，虽然东方红中长期业绩表现特别突出，但是如何让这些大保险充分了解和认同，就需要我们发挥聪明才智，勤奋工作了。

银行资金雄厚，但是整体的风险偏好较低，经营理念较为保守，往往通过信贷的思维来做资产管理。这给我们的营销工作带来不少困难。所以我们首先要对银行的业务人员进行培训。银行种类繁多，包括政策性银行、国有商业银行、股份制商业银行、城商行、农商行、外资银行。其中，我们的主要合作对象是国有银行和股份制商业银行，具体涉及资产管理部、私人银行部

和金融市场部等三大部门。其中，每个部门有不同的团队和不同的特点，机构销售要去了解这些差异。比如金融市场部本身是做同业业务的，管理的也是银行的自有资金，风险偏好非常低，投资限制较多，一般我们会推荐货币基金、公募纯债基金（通过分红达到免税目的）。与资产管理部和私人银行部的合作主要是在委外方面，即银行将其管理的一部分资金委托给我们管理，委外流程与保险公司的类似。私人银行部有所区分，有些是集中募集，分散委托；有些是分散募集，分散委托，产品与资金一一对应；有些则是两者结合。私行部委托资金的风险承受能力比资产管理部略强一些，可以承受一定幅度的波动，参与股市的比例也较高。银行资产管理部之间的差异则非常高。有些已经很市场化，能够按照市场的逻辑来选择委托人并进行业绩考核，有些则还停留在要求“刚兑”的阶段。对于后者，我们合作的难度更大一些，需要有一个培育的过程。现在越来越多的银行资管将公募基金作为他们的重点投资品种。随着银行理财子公司的成立，净值化产品的发行，券商资管和基金公司在权益投资方面的优势也会使得我们成为银行理财子公司的重要合作伙伴。

第三类是券商资管。近年来券商资管不断回归资产管理本源，开始减少通道业务，加大主动管理业务的力度，但由于缺乏足够的团队支持，很多中小型券商会委托一部分自有资金给能做主动管理的机构来做。我们主要和证券公司的资管部、固收部、资金部开展合作。资金部类似于银行的金融市场部，主要投资货币基金，但由于货币基金同质化程度很高，需要平时做大量的服务工作；各类金融机构的固定收益部相对而言都是一个独立的条线，因为固收的投资逻辑、风控方法、IT支持都和权益投资不一样，固收部也会做现金管理，投资于货币基金，但由于是三方的资金，投资规模不会很大；很多券商的资产管理部仍属于集团部门，主动管理能力较弱，会采取投资优秀管理人的集合或公募基金的方式来提高他们发行的组合收益。券商资

管近两年的业务需求很大，发展速度很快，我们也在逐步拓展与他们的合作。

除券商资管外，公募基金、信托、财务公司、私募基金、企业客户、高净值个人近年来也迅速崛起，都成为了机构业务的发展对象。

公募基金公司这两年纷纷设立了资产配置部/另类资产组合部，负责全市场的FOF投资。目前监管政策鼓励FOF的发展，最终目的是实现养老金对公募基金的投资。公募基金的FOF投资部门大部分沿用保险投资基金的模式，甚至很多投资团队都是直接从保险招聘而来，他们会在全市场范围内进行基金筛选。目前，多家基金公司都对我司进行了调研或是已经申购了基金。未来，FOF若成为养老金投资的载体，规模将不亚于保险公司的资金。所以公募基金未来的合作空间很大。

信托公司当前面临着转型的问题，原来做的业务多是非标类资产（如房地产项目），但这类项目越来越少，风险越来越高，

所以不少信托开始做一些净值型产品。有点儿类似于私人银行。

财务公司多为大型央企旗下公司，主要业务是帮助集团公司做好集团的现金流性管理和保值增值工作。尤其是针对主营业务已经没有太多机会的企业，比如钢铁、煤炭等过剩产能企业，在过去的发展中积累了大量资金，但现在因去产能、降杠杆，不再将资金投入主营业务中，会通过财务公司逐渐进入二级市场，财务公司则通过投资公募基金或是委托投资的方式把钱交给更专业的资产管理机构进行管理。

企业客户十分复杂，不仅涉及投资业务，也存在融资需求。企业里面分国有企业、民营企业、上市公司、非上市公司，各有各的特点，个性化需求也较大。在与企业的合作过程中，我们要尤为注意对企业的考察，包括但不限于企业的价值观、主营业务、商业模式、盈利状况、投融资历史，尤其要关注企业实际控制人及管理层的价值观、管理方式和性格特点。我们更喜欢与优秀的企业家展开合作，共同成长，共同进步。



认真学习备课

研究发现价值，投资实现价值，销售传播价值。在这条价值链上，销售不仅仅是桥梁作用，更要主动承担传播作用。而传播前的备课工作尤为重要，备课充分与否直接决定了传播效果如何。

首先是对自己公司的基本情况要了解，要能够从价值观、经营理念、投资逻辑、投研团队、产品总体业绩等方面向客户做介绍。要总结出一些基本的话术方式，每一方面可以分几个小点来陈述。同时准备一些案例、数据，在时间允许的情况下作补充说明或展示。在这个方面，我们已经做得非常成熟。我们有多不同的ppt，分别有针对性地介绍公司的整体情况、权益投资

业务和固定收益投资业务。除此之外，机构销售还需要了解同类产品 and 同行竞争机构的发展现状，只有明确了解我司与同业机构的不同之处，才能在业务开展中突出我司产品特点，让客户留下印象。

进一步，我们要对客户的情况有所了解。要通过媒体、网络、同业、内部人士等渠道了解机构客户的架构、文化、核心人物及其性格特点，了解机构客户与哪些同业展开过合作，共同举办过哪些活动，合作及活动效果如何，等等。我们针对每个机构客户建立了专属客户档案，并对其投资行为习惯撰写了分析



及时做好服务

作为一个机构销售，工作的核心内容是服务好客户。

在服务工作方面如何能够做出差异性，关键在于效率和细节。总结起来就是三个字：“快、准、狠”。所谓快，就是客户提出的需求要第一时间响应，并给予反馈落实。对于销售而言，随时待命、整合资源并提供解决方案，是工作职责所在；要区别于其他销售，快速的有效反馈是脱颖而出的关键。所谓准，就是对客户的需求要准确把握。优秀的销售人员能够在谈笑风生间，洞察细节，了解客户的所思所想，明确客户需求的痛点并结合日常积累提出精准的解决方案。所谓狠，就是在快和准的基础上，把工作做足，做到位，不要畏畏缩缩，展不开手脚。只有把效率和细节结合起来，才能在积极响应客户需求的基础上，扎实到位地做好服务，有效解决客户的切实问题。

要做到这三个字，并不简单；而要长期坚持这么做，则需要更多的耐心和决心。一方面，销售经理在培养自身能力时，需要付出很多心血。成熟的专业销售看似轻松，但背后不知道读过多少书，见过多少人，流过多少泪；但是我想，比其他人付出更多的时间和努力，恐怕是销售人唯一能胜出的法宝。另一方面，能力强了，要持之以恒地坚持下去，态度还要保持积极，这是很辛苦的。东方红机构销售特别强调要积极学习，要谦虚谨慎，要虚怀若谷，要有敬畏之心，任何时候都要把对客户细致入微的服务放在首位，唯有如此我们才能始终走在行业的前列，才能让客户满意，并找到满意的客户。

这是我在东方红资产管理公司做机构销售工作的一点经验，讲出来和大家分享，希望大家批评指正。

我从事金融销售工作14年，第一份工作是在银行做客户经理，此后零售业务、公司业务、负债业务、中间业务、资产业务都有所涉猎，做到了支行的行长助理。虽然只有短短的两年时间，

但银行的销售工作对我的帮助是巨大的。比如负债类业务，坦白说就是拉存款，对于一个没有任何资源的应届生来说，压力十分巨大。幸而一开始我就走的是专业路线，综合化路线，通过投资理财和企业贷款等高附加值业务带动负债业务的增长，并且公私联动，相互促进，取得了很好的效果。当时我们做的现金管理类业务方案至今都是银行获取存款的重要手段。后来离开银行，投身于公募基金行业，从事渠道业务。收入变高了，但其实工作内容变窄了。在公募基金的8年，我由普通的渠道经理成长为分公司的负责人，遇到不少困难与挑战，但我始终严于律己，艰苦奋斗，努力学习，以诚待人，交了不少朋友。在担任分公司负责人的5年间，我看到了很多银行领导、产品经理，基金渠道经理和投研人员的成长、选择、坚守与离开，也一直在思索如何才能成为一个全面、优秀、能够不断创造价值的销售。

伴随公募行业的困境与改变，2013年我开始接触一些机构客户和一级半市场的业务，这让我对金融销售的价值又有了一些新的思考。后来加盟东方红资产管理，开始研究券商资管的产品和客户，发现券商资管的业务牌照所涵盖的业务范围确实要比公募基金更宽更广，而东方红又有自己独特的价值观、经营理念、优秀的团队和出色的业绩，在实践中，我不断地从公司经营的角度去思考金融销售人员应有的素质和价值，思考销售工作与投资管理及研究工作的内在联系和差异，我的认知在不断地深化。我从机构销售的角度总结了五个重要方面，若能在这五个方面不断努力进步，我相信我们一定会成长为经验丰富的金融从业人员，为公司和社会创造更大的价值。



报告。通过日常沟通交流中搜集到的情报，机构销售需清楚掌握各类机构的不同特性，在拜访前做好整理归纳工作，明确客户的投资行为和需求，做到营销有的放矢。同时，每次拜访后我们也要对客户档案予以补充和提升，如此日积月累，我们对客户的了解就会既有深度，又有广度，并且能留下文字记录。对于已有合作的客户，我们还梳理该客户与我司的过往合作情况，记录合作中的关键节点和重要信息，以便后续开展同类产品的营销工作。除此之外，我们还就已合作客户在我司产品的申赎情况和盈亏情况等做了专门记录，以跟踪其在不同市场环境下的配置思路。

第三个备课内容是相关专业知识的准备。除投资、产品设计等基本应知应会内容外，根据不同的客户特点，应结合其需求推荐差异化的组合策略及产品。客户的负债端成本如何，负债期限如何，配置需求为何，我们的策略和产品为何，如何找到结合点将其匹配起来？这是我们需要思考的内容。通常，为了更有针对性地满足客户的投资需求，我们会就不同客户的要求制作不同的策略方案，通过数据和案例实证说明问题，形成专业

化标书并做展示。

第四个需要认真备课的是行程安排。机构销售有时候不会单独行动，通常要组织各方力量配合完成。如何安排好同行者及被访者的行程，根据重要性、匹配性、有效性等原则让参与各方感受到舒适、高效，是一门学问。在拜访路演过程中，哪些客户适合单独拜访路演，哪些机构可以安排一对多会议，哪些交流适宜以餐叙形式开展以及安排哪些人会餐等等，都需要机构销售做好功课。交通、住宿、路演场地等事项都需妥善安排并做好应急预案。

最后一点是状态的调整，即着装、礼仪和饱满愉悦的精神状态。我们认为，激情比能力更重要，对所有的工作岗位而言都是如此，所有的准备工作做好了，最后能够影响到他人的还在于你本人的激情，如中国好声音里哈林所讲“你打到我了”，拿什么“打”到对方，就是饱满的精神状态和无限的激情，你就是一个发光点，你到哪里就照亮周围。若想达到这种效果，长期的知识积累和充分的准备工作是必不可缺的！



善用各类资源

一个人的能力再强，作用再大，终究只是一个人。常言道“三个诸葛亮，顶个臭皮匠”，机构销售自身的人脉资源、知识储备、材料准备、支持团队等，能否形成一个关系网，使得你一旦有困难，就会有人伸出援手，这才是机构销售最厉害的本事。

对内，机构销售需要培育、维护和运用到投研资源、市场资源、运营资源、合规资源和综管资源；对外，则需要运用到母公司资源、兄弟公司资源、客户资源和医疗教育资源。为什么说销

售越老越值钱，因为销售贵在用心经营。资源的雪球越滚越大，朋友越来越多，客户本身也成为资源的一部分，长此以往，机构销售便可无往而不胜！当然，所有的资源都不是“免费”的。没有付出，就没有收获，不用真心，就没有朋友。每一个机构销售都要想清楚自己的优势和核心竞争力，以及能给他人提供怎样的帮助。学会帮助别人，善待他人，你就掌握了获取资源、收获朋友的秘籍！

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。

《个人养老金：理论基础、国际经验与中国探索》读书笔记

文 / 渠道发展部 施如画

《个人养老金：理论基础、国际经验与中国探索》由中国证券投资基金业协会组织编撰，定位为养老金第三支柱工具书，汇集了专家学者及各大金融机构的观点智慧，针对个人养老金发展中的各个议题展开探索和讨论。

该书分为基础篇、探索篇、投资篇、产品篇、专题篇及借鉴篇六大篇章，共收录了来自研究机构及金融机构的34篇文章。作为读后感，本文将按逻辑顺序对主要观点做一个简单梳理。

1、第三支柱建设发展的宏观背景

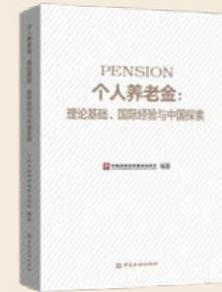
(1) 老龄化问题突出

我国老龄化问题日益严重，已经成为新常态。65岁以上人口占总人口的7%或60岁以上人口占总人口的10%，即视为老龄化社会。截至2017年，我国60岁及以上人口占比为17.3%，65岁及以上人口占总人口的11.4%，且占比仍在提升，预计将在2050年前后达到峰值。此外，我国老龄化还存在未富先老、不同地域发展不均衡、失能老年人口数量众多的特点。

(2) 现有三支柱模式发展不平衡

人口老龄化为养老金体系带来了挑战。我国现行的养老金体系分为三个支柱。第一支柱是国家主导的基本养老保险制度，包括城镇职工基本养老保险制度和城乡居民养老保险制度两类；第二支柱为单位主导的职业养老金制度，包括企业年金和职业年金；第三支柱为个人主导的个人养老金制度。

目前我国三支柱中，第一支柱的占比最高，而第三支柱处于刚刚起步的阶段，发展存在较大不平衡。对比美国可以发现我国第三支柱亟待发展。近年来，第一支柱基本养老金收支缺口增加，远期面临巨大支付压力。2017年征缴及支出缺口达4629亿元，通过当年各级财政补助8004亿元，才实现结余。第二支柱覆盖范围相对较小，补充保障功能有限。截至2017年，仅有8.04万户企业建立了企业年金制度，参加职工数为2331.39万人，仅占基本养老保险参保人数5.79%。这些数字都表明发展第三支柱意义重大。

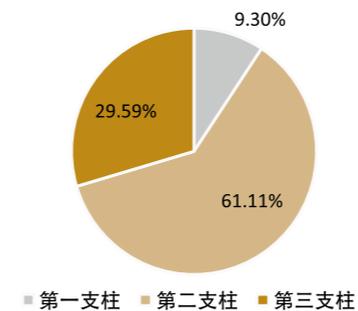


精彩观点

对于任何投资来说，资产配置都是重中之重，养老金投资也不例外。资产配置是个人养老金长期收益和风险的决定性因素。

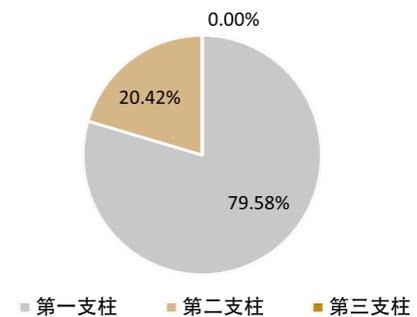
权益类资产尤其是权益基金在养老金的资产中起着重要作用。个人养老金具有长期性、有一定收益要求、定期小额连续供款的特点。而权益基金长期能克服波动大、收益不稳定的问题，并有较大概率获得正收益，与养老金的要求天然契合。

美国养老金三支柱（截至2017）



数据来源：ICI

中国养老金三支柱（截至2017）



数据来源：ICI

2、第三支柱制度设计

从国际经验来看，科学的第三支柱养老金制度有三大核心特征：

第一，税收优惠是根本发展动力。税收优惠是激励个人进行养老储蓄和投资最直接、最有效的措施。按照在缴费阶段、投资阶段和领取阶段是否征税，第三支柱养老金征税模式共有 8 种。以 E 代表免税（Exempted），T 代表征税（Taxed），国际上常见的模式为 EET 和 TEE 两种。EET 代表对缴费和投资收益免税，但在领取阶段征税；TEE 指税后缴费，对投资收益和领取免税。EET 的优势在于，缴费及投资阶段个人收入相对较高，而领取阶段收入较低面临的税负也会较低，这一模式能带来较好的激励效果。但 EET 对低收入者的激励作用有限，此时可使用 TEE 作为补充。

第二，账户治理模式是制度基础。第三支柱养老金制度可以采用两种模式。一种为产品制，即金融机构发行经审批的养老金融产品，由个人自愿购买，购买额度可享受国家提供的税收优惠；另一种为账户制，即设立专门的个人税收递延账户，一般情况下只有在退休后才能支取资金，凡是进入账户的都可享受税收优惠，而不区分具体产品投向。

我国养老金第三支柱应采用账户制，这与第一第二支柱的理念一脉相承，同时有利于第二第三支柱互联互通，提升第三支柱的便利性，保障税收优惠的公平及效率。针对我国实际情况，在建设过程中，应保证账户的唯一性、便利性和公平性，建立和完善信息披露和信息保存制度、信息流的共享制度、税收递延处理制度等配套制度。

第三，投资渠道多元化是必然选择。个人养老金投资者具备投资选择权，即可自主选择资产管理机构、养老金融产品、投资方案及策略、养老金给付方式等。参考国际经验，对我国来说，第三支柱建设应保证个人投资者进行自主选择，保证产品选择的广度及与生命周期的契合度。

对此，制度设计中要明确选择的产品范围，建立个人养老产品备选池；建立投资者适当性安排；设置默认选择机制，当投资者出现“选择障碍”时，由账户管理部门代为做出投资选择；加强投资者教育。

3、基金行业如何进行个人养老金投资

公募基金发展 20 年，已经逐渐成为普惠金融的典范和服务实体经济的重要载体。伴随着养老第三支柱的建立和发展，基金行业未来应充分发挥其在养老金投资管理上的优势和经验。

（1）将资产配置放在首要位置

对于任何投资来说，资产配置都是重中之重，养老金投资也不例外。资产配置是个人养老金长期收益和风险的决定性因素。

个人养老金资产配置第一步要先对投资者进行评估，根据其总体财富水平、风险偏好、未来现金流等信息确定风险承受水平。第二步，根据资产配置模型分配各资产比例并进行动态调整。具体来时，先要根据风险水平确定长期各资产的平均比例，这确定的是 Beta 部分收益；为了获取 Alpha 收益，资产配置中还需要关注资产比例的动态调整、大类资产中细分资产的选择等。

（2）发挥权益基金作用

权益类资产尤其是权益基金在养老金的资产中起着重要作用。个人养老金具有长期性、有一定收益要求、定期小额连续供款的特点。而权益基金长期能克服波动大、收益不稳定的问题，并有较大概率获得正收益，与养老金的要求天然契合。

海外经验表明，权益类资产尤其是权益基金，是提高个人养老金长期回报的关键。美国的个人养老金资产中，权益基金的比重在 60% 以上。与之相反，德国体系较注重安全性，因此里斯特养老金计划中权益比例仅为 20% 左右，而保险的占比在 60% 以上。这种过于保守的投资安排导致养老金收益率较低，2012 年该计划的保证收益率仅为 1.75%，对国民吸引力不足，参与人数低于预期 60%。

（3）践行长期投资与价值投资

养老金投资长达数十年，是典型的长期资金，但是不能简单地将对长期资金的管理视为长期投资，要将长期投资和价值投资结合起来。价值投资策略致力于挖掘优质标的，在控制风险的前提下追求持续稳定的收益。

由于价值投资策略关注优质公司，伴随着公司发展，价值投资可以在较长的时间周期里产生较高的超额收益，因此从内涵上看更适用于追求长期投资收益的养老金投资。书中选取了美国价值型养老金和成长性养老金累计年化收益处于中位数水平的两只产品：IJMAX（价值型）和 MMGPX（成长型），对其收益率、回撤等特征进行分析，可以发现价值投资策略体现出低波动、收益稳健的特征，即使在经济危机时期和低利率时期也能取得显著的超额收益。

随着我国资本市场日益发展，机构投资者占比不断上升，为价值投资的发展提供了客观条件。对于资产管理机构来说，践行长期投资和价值投资，要注重投研团队的建设，实行科学的投资流程管理，进行严格的风险控制。

表 1

行业	银行	保险	基金
产品名称	养老理财产品	商业养老保险	养老目标基金
产品类型	非保本浮动收益型居多	以养老年金保险为代表	FOF
产品期限	期限较长，平均 253 天	期限较长，可达终身	最低 1 年
风险评级	低风险	低风险	低风险至高风险
产品收益	4%-5%	不同产品收益不同； 不同产品收益不同	不同产品收益不同
投资门槛	不低于 1 万元	暂无	100 元
管理费	有赎回费、管理费、托管费、 业绩报酬等	有初始费、资产管理费、 产品转换费等	有申购费、管理费、赎回费、 托管费等
信息披露	到期披露产品运作内容	有信息披露要求	信息披露完善

4、个人养老金融产品设计

我国现行养老产品金融体系

《关于金融支持养老服务业加快发展的指导意见》提出，鼓励银行、证券、信托、基金、保险等各类金融机构针对不同年龄群体的养老保障需求，积极开发差异性的金融产品。目前市面上的养老金融产品主要以银行、保险及基金机构的产品为主。将这三类产品做一个横向对比，基本特征如表 1：

养老目标基金特点

养老目标基金主要可分为目标日期基金和目标风险基金两类。

（1）目标日期基金

目标日期基金（Target Date Fund）会设立一个目标日期，代表预计的退休年份。随着目标日期的临近，资产中权益类资产的配置比例将逐渐下降，非权益类资产比例上升。大类资产配置比例随时间调整的路径被称为下滑曲线。

书中对美国多家主流基金公司旗下的目标日期基金进行了多方面的对比。做一个概括梳理，主要的产品要点如表 2 所示。

表 2

产品要点	具体方式		说明
下滑曲线	到点型		在目标日期时股债比例达到最终稳定，保持不变
	穿点型		占据主流。为避免长寿风险，相对缓慢地调整资产比例，而非在目标日期迅速降低。
运作方式	母基金	主动型	采用较多，有利于资产配置
	运作方式	被动型	相对较少，有利于分散风险，降低运作成本
	子基金	内部型	子基金仅为本司旗下基金
	挑选范围	非内部型	子基金不限于本司旗下基金
	子基金	主动型	传统上以主动型子基金为主
	运作方式	被动型	近年选择被动型子基金的目标日期基金规模增长更快
投资范围			以权益类和固收类资产为主，少量另类资产、金融衍生品等
费率	母基金层面免收		常见模式，间接承担投资子基金的费用
	子基金层面免收		在母基金层面收取管理费
业绩比较基准	普通市场指数基准		一个或多个普通市场指数
	基于下滑曲线的复合基准		结合自身下滑曲线形态，构建复合业绩比较基准



表 3

产品要点	说明	
风险等级	目标风险基金往往是一个系列，由不同风险等级的基金构成，从而满足不同投资者的需求。风险等级在 3-7 个不等。	
资产配置	配置全球资产，包括境内外股票和债券资产、衍生品、REITs、商品等	
业绩比较基准	综合采用权益、固定收益市场指数	
费用	子基金费用	相差无几
	母基金费用	相差较大，样本最大相差 111 基点
总费用	随风险等级提高略有增长，因为风险等级高的基金持有更多权益类子基金	
持仓情况	大类资产占比基本恒定，细分资产类别配置变化较大	

目标日期基金的优点在于定位明确、简单易懂，只需要确定退休日期就可以选择对应的基金产品。而其他问题，包括如何进行资产配置、如何挑选基金、如何动态调整等则可以由基金管理人一站式完成。

(2) 目标风险基金

目标风险基金 (Target Risk Fund)，也称生活方式基金，于 20 世纪 90 年代在美国兴起。目标风险基金旨在将基金的风险水平维持恒定，主要通过控制权益类资产和固收类资产在基金资产中的占比来实现。目标风险基金具有“保守”“平衡”“激进”等不同风险等级，从而为不同风险偏好的投资者提供一站式的资产配置方案。

书中对比了美国 8 家机构发行的目标风险基金的招募说明书，总结了产品设计的异同点，具体如表 3 所示。

(3) 一个有趣的现象

纽约大学的研究表明，从业绩上看，目标风险基金的业绩优于目标日期。但目前美国目标日期基金的规模要高于目标风险基金。截至 2017 年，美国 IRA 账户中的目标日期基金规模为 2220 亿美元，而目标风险基金仅为 1000 亿美元。而在 2009 年之前，目标日期基金的规模其实是低于目标风险基金的。转折发生在 2006 年美国将这两类产品纳入养老金合格默认投资选择 (QDIA) 之后。QDIA 指的是当参与人有机会对其养老计划中的账户做出投资决定却未能做出时，他所加入的养老计划中的受托人代表他选择的投资替代方案。

出现这一现象的可能原因是目标日期基金只需要根据退休年龄即可判断选择，而目标风险基金还需对投资者的风险偏好进行评估，而风险偏好的判断不如退休年龄容易判断。但如果没有默认产品的制度支持时，目标日期选择简易的优势就没有那么突出了。此时，目标风险基金有利于结合投资者风险偏好、收入情况等制定个性化方案的优点得以凸显。

5、不同主体在推动养老投资中的作用

托管机构

托管机构作为独立第三方，依据法律规定和托管合同的规定，能对受托管理养老金的管理人形成外部制约的机制，防范管理人的道德风险，提高受托资产的安全性。截至 2017 年末，我国开展养老金托管业务的托管银行共有 10 家，托管规模为 3.79 亿元，托管费收入为 16.65 亿元。未来随着第三支柱的发展壮大，托管机构应更注重强化投资监督功能；严格核算估值，确保资产完整和信息透明；加强风险控制、防范运营风险。

资管机构

资管机构在管理、销售产品的同时也是个人养老金投资者教育任务的主要承担者。个人养老金投资者的教育内容包括养老投资理念的推行及更新、养老资产配置的方法和目标、不同养老金产品的收益及风险特征、投资者权益保护事项等。

投顾机构

我国的投顾业务目前仍存在供给主体单一、盈利模式待改善、投资者教育不足、法律约束尚不完善的特点。在我国第三支柱发展的过程中，市场对于投顾业务的需求也会不断增加。对此，书中提出三点建议：第一，完善对于投顾服务的法律法规，完善其市场定位、功能等基本属性；第二，加强投顾队伍建设，结合智能投顾等手段，建立以客户为导向的综合投顾服务体系；第三，加强投资者教育。

自律组织

自律组织一般是一个行业权威机构，定位介于政府与行业之间。受制于自身视角和信息获取渠道的局限性，参与养老的社会公众、资管机构以及政策制定者之间难免存在一定的信息不对称。境外成熟市场经验表明，自律组织立足行业，面向政策制定者和公众，能较好地解决这一问题。我国自律组织在个人养老金中发挥的作用在范围和深度上与欧洲更为类似。

比勤奋更重要的是学习力

前言：哈佛真有人啃书到凌晨四点半吗？有，但是很少。顶尖学霸确实都很勤奋，但比勤奋更重要的是——“学习力”。哈佛商学院工商管理系的柯比教授（W·C·Kriby）就提出：唯有学习力，才能让孩子真正提升学习效率，成为学习的主人。

柯比教授认为，以传统的方法去学习，是一个迅速贬值的过程；而以学习力去获取知识，则是不断增值的过程。他在所著《学习力》一书中，介绍了“学习力”这个概念——一种学习方法和解决问题的方式，它让孩子学会学习、在接受知识的基础上有自己的独到见解、独立地思考问题，并发挥自身的创造力来解决问题。

柯比教授把“学习力”分为：学习动力、学习态度、学习能力、学习效率、创新思维和创造能力六个方面，描述了提升学习的有效途径。今天，我们就节选书中的精华部分，与您分享培养学习力的方法。

1、哈佛最看重的8项素质

学习力就是竞争力。

哈佛前任校长鲁登斯坦说：从来没有一个时代，像今天这样需要不断地、随时随地地、快速高效地学习。

过去，一个人全部知识的80%是在学校学习阶段获得的，其余20%则依靠在工作阶段的学习；而现在完全相反，在学校学习到的知识不过占20%，而80%的知识就需要你在漫长的一生中通过不断学习和实践获得。那种依靠在学校时学习到的知识就可以应付一切而受用终身的时代，已经一去不复返！

我想大家已经意识到了，要想成为哈佛的学生，单单学习好是不行的，还要看他/她是否是在一个未来社会具有发展潜力和竞争力的学生。

因为，我们不愿意看到哈佛的学生有这样的结果：在学校时是一个成绩优秀的学生，门门功课都能得A+；离开学校以后却成为一个低能儿，不懂得学习是要用一生来做的事，不能利用继续学习来使自己不断增值，从而使自身的价值像阳光下的雪

人一样——慢慢融化，直至消融得无影无踪。

所以，我们更注重在那些年轻人身上是否具备下面的这些品质：

- 1、Self-confidence 自信心
- 2、Warmth of personality 热情
- 3、Intellectual creativity 创造精神
- 4、Intellectual curiosity 学习的欲望
- 5、Initiative 学习的主动性
- 6、Sense of responsibility 责任感
- 7、Reaction to setbacks 对失败的态度
- 8、Energy 活力

我们的终极目的是培养有反思性的、经过良好训练的、有知识的、严谨的、有社会责任感的、具有独立创造能力的人，他们有能力在全美和全球过着奉献性的生活。

在哈佛，我们用的是一种启发式的教学方法，是一种教授指导下的学生“自我教育”。我们教给学生一些基本的知识，理论，作为他们研究的基础，但主要还是他们自己去研究，去体会。

我们所要做的，只是教会学生应该采用怎样的学习方式来解决自己的问题。

我们是在教会学生如何学会学习，如何在接受知识的基础上能有自己的独到见解，能独立地思考问题，并发挥自身的创造力来解决问题。

也就是说，我们的目的并不是单纯地使他们掌握一些书本上的知识，而是把重点放在培养他们的学习力上，教他们学会认知、学会做事、学会与他人共处、学会生存以及学会思考、学会创新、学会持续发展以更好实现人生价值等等许多方面。

在哈佛学习的学生有很大的自由度，自由选课，从事不同的研究，使他们采用热情的方式来学习，学校提供给他的是研究课题、方向和大量的信息资源，指导学生做出自己的决定并保持足够的目标持续学习。

很少有哈佛的学生在毕业之后知道自己要从事什么行业。但是你并不能说他们就不优秀，因为他们可能已经掌握了非常好的学习方式和解决问题的方法，具有了高人一筹的学习力，这正是一所好的大学应该给予学生的东西。

2、普通学生和优秀学生的区别：可能仅仅在于专注力

专注，就是把所有光线集中到一点的凸透镜，是学习力中最具有凝聚效力、整合效力的品质。就像如果用放大镜在太阳下对准一张白纸，几秒钟之内，白纸就会燃烧，这是人人皆知的聚焦现象。

不要去幻想学习中的捷径，你所要做的，就是将身体与心智的能量锲而不舍地运用在同一个问题上而不厌倦，你入迷了，就距成功不远了。

格拉宁在《奇特一生》中赞美柳比歇夫时说：“他通过他的方法证明，如果把一切集中到一个目标上，可以取得那么多的成就。只要连续多年有系统地、深思熟虑地采用他的方法，你就可以超过天才。”

在哈佛，最大限度学到有用的知识，是每个学生都渴望的，但是学习的道路漫长而遥远。于是，学习便成为一场艰苦的赛跑。

最终达到目的的人并没有更多的有利条件，大家的先天条件都差不多，他们只是比别人多了一份专注，一份执著。

3、提升专注力的几个建议

有官方去调查那些感觉在学习上有困难的学生，他们最想提高什么。提到最多的就是如何集中注意力。注意力是专注的重要特征，如果我们注意了，我们就会把思想和感官完全地投入到学习上而不会分神。

而集中注意力的能力，其实是可以提高的，而且有各种各样的方法。

首先，在情绪上要做好准备。在学习之前先把思想集中起来，考虑一下将要学习的内容。例如，你可以在开始听教授讲课之前先花十分钟坐下好好看一看这节课将要学习的内容。这样的心理准备应该作为仪式保留下来，即使你离开学校以后，也要坚持这样做。

其次，全神贯注与休息是密不可分的，就像觉醒与睡眠的关系。

如果你想得到理想的学习效果，就必须善于培养自己的专注精神，善于集中注意力。

但注意力也是需要暂停的。休息时你可以放松自己，在敞开的窗前深呼吸以为大脑重新输入氧气，让眼睛休息休息，吃些零食，听一段古典的奏鸣曲或是到四处散散步。

不过，许多学生一谈起提高注意力，就想到在家或在教室自学，而很少有人考虑他们在上课时的注意力。

官方就学习态度问题随机抽查了50名学生，问到他们上课时的专注程度。

结果，有1/5的学生说：“在上课时，我常常向窗外看。如果我我能集中注意力的话，学习成绩就会提高。”有2/5的学生说：“我会不由自主地向窗外看一两分钟。”

剩下2/5的学生则说：“对我来说，上课时全神贯注是最有效的，每次上课我都能有所收获。”还有一个学生告诉我：每当他坐在前排的时候，注意力就能很集中。而如果他坐在很靠后的位置时，“就会像在电影院里，身子向后一靠，如同在看娱乐片”。

怎么解决这个问题呢？你可以在上课前考虑想在这节课中学到什么，并且打算把每次课上听到的内容以何种精细的程度融入你个人的知识结构中。对这一问题的回答是具有决定意义的，因为这样你就能够把注意力集中在教授的授课上。

最后，一个实践后得出的建议，它可以帮助你集中注意力：一个学习周期开始时先记一下时间，如9:00，在学习告一段落时也记一下时间，如10:30。这个小措施会让你很快看到大效果。你不仅能够更专心地学习，而且尤为特别的是你可以问心无愧地享受休息。

我是在上大学时发现这个诀窍的。我当时有写学习日记的习惯，除了对一般的精神状态、观察学习与忘却的规律作些评点外，我每次都要写上一个学习周期的起始时间和终止时间。因为我想搞清楚每周最多能有多少小时，我可以高质量地进行学习而不表现出过于疲劳的状态。

很快我就发现，通过记录学习时间，我能更好地集中注意力。后来，我还将这个方法进行了一些改动——在一段学习时间里加入尽可能多的学习任务，比如，我限定自己看完一定量的材料用多长时间。这种压力大大地激活了我的大脑，同时又能使我对所要学的东西更加专注。直到现在，我还在用着这个方法，我想，我会一直用下去。