

东方红悦读

issue 35
2019 年 10 月

东方红
财富俱乐部
Vip 专刊

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

不忘初心
始终坚持走在正确的道路上



十年如一 长期致胜

A股市场近期有两个耐人寻味的现象：一是上证指数“十年只涨一点”的现象引发股民围绕“A股赚钱”原理的热议；二是“炒股不如买基金”的声音再现，股民感觉赚钱越来越难，公募基金前三季度却有一大批产品表现优异者涌现。

本期的封面故事，对于市场的这些变化，给出了东方红人的答案：“不忘初心，始终坚持走在正确的道路上”，在大多数投资者对于核心资产的共识不断强化过程中，东方红资产管理的研究团队在坚守价值投资的道路上始终自我突破，一方面积极拥抱大众理财时代、客户细分需求洞察下的产品精细化管理；一方面对于评价优秀公司的角度不断深化，突破行业划分的固化概念，在驱动因素、竞争格局层面，不断寻找非共识性的正确认知。

在A股日益成熟规范、价值投资理念的有效性不断凸显的趋势下，东方红资产管理作为价值投资的先行者，将在不断自我突破中实现进化，目标始终瞄准我们受托投资的初心——让更多中国老百姓分享资本市场发展红利、实现有尊严的养老。

三季度，东方红资产管理拿下近3年、5年权益业绩“双冠军”，固定收益类基金的绝对收益也是行业领先，市场对于东方红所取得的长期业绩的肯定与关注，于我们既是鼓励，也是压力。对强调客户盈利体验的东方红人而言，要将市场关注转化为持久的信任，需要管理人付出持续的、艰苦卓绝的努力。

东方红资产管理通过9年来的持续努力，获得了持有人的信任。

未来，我们会更努力！

十年之约，我们邀您一起！



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、张锋、林鹏、李云亮

主编
汤琳

责任编辑
李楠、李雪

地址 上海市中山南路 318 号
东方国际金融广场 2 号楼 31 层

邮编 200010

总机 021-63325888

传真 021-63326981

电子邮箱 service@dfham.com

客服热线 4009200808

公司网站 www.dfham.com

微博 东方红资产管理 weibo.com/dfham

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

本材料并非宣传推介资料，也不构成任何法律文件。

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

CONTENT

Preface | 卷首语

01 十年如一 长期致胜

Orient News | 东方红 · 动态

04 东方红资产管理拿下
近 3 年、5 年权益业绩 “双冠军”
冠军背后：价值投资长青，深度研究常胜

06 主动管理优势明显
东方红固定收益类基金绝对收益行业领先
绝对收益，名至实归

08 东方红资产管理王延飞：
关注行业龙头公司 多维度精选投资标的
合理的价格买入优秀的公司，做时间的朋友

10 东方红资产管理徐觅：
配置高性价比资产 追求资产组合稳健增长
资产配置不是单纯地分散风险，而是积极地配置风险

Orient News | 东方红 · 新闻

12 大集合转公募基金拉开帷幕
下一站公募，券商大集合再出发

14 “东方红万里行” 四周年：
陪伴客户是长期正确的事
立足客户利益，方能拥抱未来

Cover Story | 东方红 · 封面故事

16 东方红资产管理总经理任莉：
不忘初心 始终坚持走在正确的道路上
坚守服务客户的初心，在价值投资之路砥砺前行

Orient People | 东方红 · 人物

22 东方红资产管理胡伟：
拥抱大众理财净值化时代
用精细化管理创造比较优势
伴随客户认知 让产品特质更鲜明

25 东方红资产管理钱思佳：
做投资的匠人 在深入研究的基础上精选个股
踏踏实实做研究，兢兢业业选个股

Orient Strategy | 东方红 · 策略

28 市场整体估值不贵 但结构差异较大
周期股估值安全底足够，成长股迎来业绩兑现期

33 逆周期政策发力 关注债市波动
债市短期仍将维持震荡或小幅上行的局面

Orient View | 东方红 · 观点

38 投资经理看市场

Orient Topic | 东方红 · 专题

46 林鹏：东方红资产管理 20 年坚守价值投资的思考与实践
在价值投资的土壤上扎根、发芽、壮大

50 东方红资产管理韩冬：价值投资理念在传承中发扬光大
新生代基金经理，寻找投资的最优解

Orient Books | 东方红 · 书屋

54 有爱的日子，每天都是小春日和
有阳光是幸福的事



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

东方红资产管理拿下 近3年、5年权益业绩“双冠军”

文 / 中国基金报

海通证券最新发布的基金公司绝对收益排行榜显示，东方红资产管理旗下权益类基金近三年、近五年绝对收益率均位居第一，成最强王者。无独有偶，在银河证券公布的《公募基金管理人股票投资管理能力和评价（2019年三季度）》中，东方红资管近三年、近五年主动管理能力均位居行业内第一。

这份双双夺冠的成绩取得实属不易——2014年10月8日到2019年9月30日的5年间，股市起伏较大，在行情跌宕起伏之间，这家公司有着怎样的制胜法宝？

价值投资是一份责任和担当

日前，海通证券发布的数据显示，从3年期（2016年10月10日到2019年9月30日）绝对收益排名看，东方红资产管理旗下权益类基金平均收益率达到46.27%，在99家公司中排名第一；同样三年期业绩排名第二至第四的景顺长城基金、财通基金、易方达基金旗下权益类基金平均收益率分别为43.68%、37.79%和36.99%。

10月8日，中国银河证券基金研究中心公布了2019年前三季度公募基金管理人股票投资管理能力和评价报告。研究中心统计的结果显示，以2019年三季度末为时间轴，过去3年股票投资能力位居榜首的依然是东方红资产管理。

双双夺冠的成绩取得并不容易。从公开数据可见，2014年10月8日到2019年9月30日的5年间，股市起伏较大。2014年市场触底反弹，出现一波牛市行情，而2015年下半年开始市场调整，随后市场起起伏伏。其中受益于坚持长期价值投资的理念，东方红资产管理获得了过去3年和过去5年权益类基金绝对收益榜冠军，其中最近5年权益基金平均收益达到164.63%，在72家基金中排名第一。

这样的成绩离不开东方红长期坚持的价值投资理念。记者了解到，东方红资产管理公司对过去二十几年的投资实践进行了总结：长期价值投资在中国是长期有效的，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，才能获得价格向内在价值回归的收益。市场数据也再

次印证了东方红资产管理坚持的方向是对的。过去二十多年间，一批优秀的上市公司由于业绩稳健增长，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。

东方红资产管理公司总经理任莉在谈到资产管理行业时，明确地指出未来责任任重道远。她说道：“过去十余年，我们一直是中国价值投资理念的传播者和实践者。日复一日、年复一年，面向渠道和投资者普及价值投资、长线布局的理念。我们始终坚持长期做正确的事情，这种价值观是能帮助我们在资产管理行业长期生存的理性选择。”

深入研究专注精选个股

记者了解到，东方红资产管理坚持的价值投资方法论的核心是自下而上精选个股，关注质地优秀的上市公司，尤其是这几年A股结构性行情下，能够长期胜出的竞争力显得尤为重要。市场是不可预测的，唯有坚持和优秀的公司长期相伴，才能获取优秀公司的长期成长收益。

在多年投资实践、对上市公司的跟踪分析中，公司的权益团队建立了完善的价值投资体系，强化了短期忍受波动，长期持有优质企业的理念，因为这些企业往往发展空间大、市场竞争力突出、公司壁垒高、能够创造可持续现金流。

今年以来，股票市场经历年初的单边上涨后，近期在3000点关口反复盘整。这更加考验管理人的投资理念和选股能力，具备稳健增长内在属性的东方红权益类产品有望凭借其“能涨抗跌”的特质成为震荡行情下较为确定的理想投资品种。

体系化打造投资长跑军团

无论是海通证券还是银河证券公布的评价报告均显示，东方红资产管理权益类基金长期业绩双双夺冠，不仅仅反映了公司的权益类投资能力，更体现在投研团队的建设上。

东方红资产管理总经理任莉表示，资产管理其实是一个共赢的生态圈，大家在生态圈内一起努力、合作、共生，可以实现多方共享投资之美。投资者通过产品分享优秀公司的价值创造；优秀的公司通过资本市场获得更多资金的支持；资产管理机构通过专业的投资管理能力，获得客户认可和长期可持续发展。在这个生态圈中，资产管理机构是枢纽，专业和服务是核心竞争力，客户利益至上是核心理念。

在此理念指导下，东方红资产管理构建了极具特色的内部培养人才模式，从体系建设打造投资的长跑军团。每年从国内外顶尖高校挑选最优秀的应届生纳入培养体系，从一开始便接受公司投研文化的熏陶；而在强大的文化凝聚力下，公司投研团队长期高度稳定。

多数投资者由于难以克服人性弱点，容易陷入择时困境之中，并没有分享到优秀上市公司的长期成长收益。虽然长期价值投资能够帮助投资者突破择时困境，长期有效，但知易行难。因此在服务方面，东方红资产管理强调价值投资要有相匹配的长期资金。因为只有长期的资金，才能通过拉长投资的时间跨度弱化短期波动的影响，充分发挥“长钱”的优势，最终提高胜率。

在这种理念指导下，东方红资产管理着重推广系列投教活动“东方红万里行”，该活动是在2015年8月股市大跌之后启动，当时投资者信心比较脆弱，到如今活动已经整整持续四年，累计开展了5600多场交流活动和客户沙龙，覆盖全国上百个大中小城市，参与人数超过34万人，最大程度帮助投资者建立长期投资的理念，普及价值投资的基础知识。

正如任莉在谈到资管行业的未来发展时所说：“认定是对的事情，哪怕是在沙漠中种树，只要埋头苦干、长期坚持，最终定会成就一片绿洲。中国过去70年的发展证明了道路选择的重要性，我们一定要在正确的道路上持续坚持下去。”



主动管理优势明显 东方红固定收益类基金绝对收益行业领先

文 / 中国日报网

凭借强大的投资管理和风险控制能力，东方红资产管理旗下固定收益类基金取得优异的绝对收益，近年来业绩均位居行业前列。海通证券研究所产品研究中心最新发布的《基金公司业绩排行——固定收益类基金绝对收益排行榜》显示，东方红资产管理旗下的固定收益类基金今年前三季度、最近一年和最近三年的平均收益率分别达到 6.81%、10.72% 和 14.19%，在全行业所有基金管理人中分别居于第四、第七和第六。

追求绝对收益 长期业绩行业领先

据了解，海通证券的这份基金公司业绩排名榜单中，基金公司绝对收益是指基金公司管理的主动型基金净值增长率按照期间管理资产规模加权计算的平均净值增长率。固定收益类基金包括纯债债券型、准债债券型、偏债债券型基金、可转债基金和封闭债基，但不包含货币基金、理财债基和指数债基。

经过多年的积累和创新，东方红的固定收益类基金已涵盖丰富的产品种类，债券型基金包括纯债债基、一级债基和二级债基，偏债混合基金包括每天开放、一年定开、三年定开等不同运作周期。

东方红旗下的固定收益类基金长期业绩领先。Wind 统计显示，截至 2019 年 9 月 30 日，偏债混合基金中，东方红稳健精选混合 A、东方红稳健精选混合 C、东方红领先精选混合近三年复权净值增长率分别为 26.44%、24.84% 和 22.32%；二级债基

中，东方红汇阳债基 A、东方红汇利债基 A、东方红汇阳债基 C、东方红汇利债基 C 近三年复权净值增长率分别为 16.86%、16.73%、15.48% 和 15.21%；一级债基中，东方红信用债债基 A、东方红信用债债基 C 近三年复权净值增长率分别为 13.45% 和 12.42%；纯债债基中，东方红 6 个月定开纯债债基近三年复权净值增长率为 12.95%。

东方红资产管理的固定收益投资管理团队，拥有实力雄厚的强大配置，研究背景涵盖银行、券商、基金、评级公司等研究和交易机构，包括业内最资深的固定收益领军人物饶刚先生，曾多次荣获中国基金业金牛奖的胡伟先生，以及众多经验丰富、优势互补的资深人士。

团队在 2018 年《中国基金报》英华奖评选中荣获“中国券商资管固收奖”，团队领军人物饶刚先生曾荣获中国基金业协会颁发的基金业 20 周年“杰出专业人士”，中国基金业金牛奖十五周年“金牛杰出基金经理”。

“我们希望在控制风险的基础上，主动管理，积极投资，追求风险调整后收益的最大化。我们核心理念是为投资人实现长期财富的增值。”东方红资产管理副总经理、固定收益团队领军人物饶刚先生说，追求风险调整后收益的最大化是东方红资产管理固定收益团队考核的首要指标，积极进行风险的甄别和管控。

饶刚认为，债券投资最终的目标一定是追求绝对收益，而严格控制风险是固定收益领域投资的核心要素。风险控制的关键是“遵循中国市场特点”和“理性控制风险水平”，要考虑宏观经济的实际情况和企业的信用特点，既不能低估风险，也不能错过机遇，这能更好地获取绝对收益。

覆盖固收各领域 发挥主动管理优势

东方红固定收益团队经历了完整的债市牛熊周期，已建立起完善的投研体系，全面覆盖到固定收益的各个领域：包括宏观及资产配置、债券配置策略、可转债研究、信用研究、衍生品研究和风控评估等。团队尤其擅长自下而上的信用债投资，已建立全面完善的信用风险研究体系。

在投资策略上，东方红固定收益团队充分发挥主动管理的力量，既高度重视自上而下的投资策略，也高度关注信用债券这样自下而上的投资机会。

其中，“自上而下”的分析方面，团队主要是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，对利率走势进行预判，制定久期控制下的资产配置策略，力争有效控制组合风险。

“自下而上”方面，团队通过对信用债券的信用特征进行研究，在获取稳定票息收益的同时，寻求信用评级迁移、信用误判等因素所带来的超额收益，跟踪判断行业周期动态，通过现场调研、路演、交流，把握发债主体信用资质变化，积极把握信用债投资的机会。

建立全方位策略 积极把握债市机遇

经历过去几年企业信用风险事件的爆发，细分领域打破“刚兑”完善风险定价，债券市场正在发生系统性的分化，这对于固定收益而言蕴含着更大的机遇和挑战。

东方红资产管理固定收益团队着重建立了三个方面的投资策略，应对三方面的市场机会：一是以宏观研究为指导的债券交易策略；二是以风险控制为基础的多元资产配置策略；三是以个券研究为基础的信用债投资策略。

在宏观研究为指导的债券交易策略中，基于对国内外经济形势、财政政策、货币政策等的研究分析，判断债券市场未来走势，积极开展利率债的波段交易操作，在低利率的环境下，在合理的波动范围内追求收益。

在以风险控制为基础的多元资产配置策略中，团队将可转债、国债期货、股票等都纳入投资范围，通过优化大类资产配置，对冲组合风险，通过发掘价值洼地，提升组合收益，同时引入更多的风险控制手段，比如动态调整权益类资产仓位，严格控制风险。

在个券研究为基础的信用债投资策略中，东方红资产管理固收团队使用跨周期型评级（TTC）方法和时点评级（PIT）方法等，通过对行业风险评级和企业个体风险评级，持续监测行业发展前景、企业整体杠杆水平、债务的期限匹配等情况，发掘投资机会。

尤其是在债券市场发生系统性分化，投资级债券、投机级债券以及垃圾债券的界限愈发明显背景下，东方红固定收益类基金组合配置中以投资级信用债为主，稳定的获取票息和信用利差压缩带来的收益，龙头企业在未来的竞争中将获得更多的市场份额，信用资质呈稳健甚至向好的趋势。对于投机级债券，团队将坚持自下而上的个体研究，结合行业轮动或产业周期视角，着重调研产业龙头和政策支持地区的城投债，通过交易策略为组合增厚收益。而对于投资风险较高的垃圾债予以规避，减少系统性风险暴露。



东方红资产管理王延飞： 关注行业龙头公司 多维度精选投资标的

来源：和讯基金



“站在当前时点，很多上市公司是非常具有投资价值的。我们不做仓位的判断，而是从行业、管理层、估值、盈利能力等多个维度精选优秀的标的。”东方红资产管理的基金经理王延飞先生认为，贯彻价值投资的方法，中长期战胜市场是大概率的事件。

9 年前，王延飞自复旦大学管理学硕士毕业就进入东方证券资产管理有限公司，从研究员一步步做起，现任公募权益投资部总经理助理、基金经理，管理着东方红产业升级混合基金和东方红睿玺三年定开混合基金。

凭借优秀的管理业绩，2019 年 8 月，王延飞荣获济安信基金评价中心颁发的“明星基金经理奖”。其管理的东方红产业升级混合基金曾荣获第十五届中国基金业金牛奖“三年开放式混合型持续优胜金牛基金”、第十三届基金业明星奖“三年持续回报平衡混合型明星基金”和基金业英华奖公募基金 20 年“最佳回报混合型基金”。

对中长期市场保持乐观

尽管从宏观上看，中美贸易摩擦将中长期存在，未来外部环境仍将存在压力。但从王延飞的视角，“自下而上”地来看一些标的，对市场中长期趋势仍然保持乐观。原因主要在于以下几个方面：第一，包商银行等类似事件的出现使得一部分资金从债券市场转向权益资产中分红较高、比较稳健的公司股票；第二，未来 A 股中的一些优质资产还会继续受到外资的关注；第三，目前一些周期股的估值较低，PB 小于 1，如果行业转好，竞争格局比较稳定，未来或可以带来超额收益。

“我们不做仓位的判断，仓位一直保持在比较高的位置。”王延飞表示，虽然不做仓位上的择时，但会做一些动态的调整。前十大重仓股的集中度体现的是我们的预期判断，如果觉得重仓股未来预期的回报率下降了，就可能换成其他一些标的，前十大重仓股的集中度会有所下调。

王延飞认为，在价值投资方法下，中长期战胜市场是大概率的事件。从美国的股票市场来看，任意 29 年区间的股票回报率是高于固定收益类资产的。持有权益资产，其长期的收益率一定是高于固定收益类资产的，无非是时间的问题。虽然预期收益率高，但由于存在波动性，因此有一定的折价。如果在较长时间维度下，在同样风险的情况下，投资于股票市场大概率可以获得更高的收益。

多维度评估上市公司价值

多年以来，东方红资产管理的权益投资团队把投资重心放在选股上，建立了多维度考核上市公司的标准。第一，选择幸运的。对上市公司来说，在好的行业中，先入者能有效地建立经营壁垒，而处于不好的行业中却往往体现为后发优势，后来者成本优势和技术优势明显，市场集中度难以提高。第二，选择能干的管理层。企业能在能干的管理层的带动下，在竞争中获胜，逐步构建护城河。第三，合理的价格和预期。即使是好公司的股票也有合理的定价，有时需要等待合理价格的出现。

王延飞以电器行业为例说明了如何判断行业前景，白色家电行业相对于黑色家电行业可以认为是更好的行业。首先，两类产品的属性不一样。白电属于耐用消费品，而黑电偏电子消费品。第二，行业内公司组成结构不一样。黑电大部分是国有企业，考核标准主要是规模而非盈利，从而形成了不同的激励机制。第三，黑电企业没有掌握核心组件的技术，即使是最简单的板卡，也依赖于其他公司。由于白电和黑电行业的差异，十年过去了，两个行业出现了很大的差异。

谈到周期股的选择，王延飞指出，周期股难免抵御不住行业的波动。行业景气度高时盈利能力强，而景气度低时挣不到钱。但是我们对每一轮的周期和之前的周期进行比较，总会发现有一些公司，其底部在抬升，振幅在缩窄，其背后其实就是壁垒的建立。今年其实很多大宗商品都处在历史偏低的价格水平，在这样的背景下也能发现一些公司，盈利和上一轮周期的相同位置相比，提升了不少一倍。

“目前市场整体的集中度在提高，小市值公司的关注度在下降，这其实为选股带来了估值上的难度。过去资金是分散的，好公司存在被低估的可能，而现在这种可能性越来越小。”王延飞指出，过去市场上行业第一名的估值往往低于第二名，因为那时大家认为第二名有超越第一名的可能，成长的空间更大，天花板更高。但现在大家发现，行业第一通常比第二名更优秀，这样的共识无形中提高了优秀公司的估值。

追求长期大概率的投资回报

未来长期来看 10%–15% 是较为合适的预期收益率。东方红权益投资团队相信，长期投资能为持有人带来较好的回报，投资需要坚持并且等到收益兑现的时刻。短期进行交易，无论从交易成本上，还是精确度上，都很难达到理想水平。

东方红权益投资团队对投资回报有自己的考量方法，上市公司带来的收益分为两部分，一部分是分红，另一部分是留存收益再投资获得的回报。投资一方面要考虑预期收益率，另一方面要考虑收益的实现路径。对于有条件分红而不分红的上市公司，团队会较为谨慎，因为这类企业可能对股东并不是很友好，没有充分考虑中小股东的权益。

王延飞认为，目前的点位上来看，很多公司是非常具有投资价值的。从实业的角度来看，很多一级市场的类似企业估值比 A 股更高。

谈到如何避免踩雷，王延飞认为主要是做到两点：第一，行业分散、个股集中，不会对某一个行业持仓很高，即使很看好也会控制在 15% 以下。第二，加深对公司的了解，拉长对公司的考察周期，做到跟踪三年以上才进行投资决策。

“GDP 增速下降，对龙头企业是有利的。一方面，行业后来者居上的概率下降，龙头公司持续发展、不被超越的概率增加。另一方面，社会资源更多地向龙头公司集中。”王延飞指出，在投资实践中，他一般不区分白马股与成长股。从过往数据来看，白马股就是成长股，反而是一些号称科技类的公司，成长性一般。创业板的成长性不一定优于沪深 300，尤其是在考虑了股东回报之后，因为很多增长是依赖并购的，而并购会摊薄股东收益。



东方红资产管理徐觅： 配置高性价比资产 追求资产组合稳健增长

文 / 中国基金报



徐觅先生：东方证券资产管理有限公司公募固定收益投资部基金经理，管理着东方红核心优选一年定开混合、东方红汇阳混合、东方红汇利混合等基金产品。复旦大学工商管理硕士，证券从业 12 年，曾在长信基金、广发基金、富国基金担任过债券交易员、基金经理助理，并在东方证券资产管理有限公司私募固定收益投资部担任过投资经理。

在偏债混合和二级债基的管理上，我们将投资目标设为追求较高的夏普比率，通过仓位控制和资产配置来实现组合在低回撤下的收益稳健增长。

合理配置资产 关注估值性价比

我们认为控制组合波动率并不是通过频繁交易来实现，而是通过合理的仓位选择和资产配置来控制。在仓位选择方面，我们通过对债券指数和股票指数历史收益率和波动率的测算发现，中性偏低的权益类仓位有助于在实现一定收益目标下，保持组合较小的回撤。但这仅仅是第一步，合理的资产配置才是控制组合波动率的关键所在。

与市场一般的观点不同，我们认为，资产配置并不是单纯地分散风险，而是积极地配置风险。一方面分散化不确定性大的敞口，另一方面加大高赢率、高盈亏比的敞口暴露，实现分散与集中的有机结合。此外，资产配置也不是挑选未来会涨得最好的资产，而是用宏观对冲和风险平价思路配置高性价比资产，使组合在未来的不确定性中保持相对平稳的表现。

举个例子：比如在 2018 年年底我们加大配置可转债，并不是觉得今年可转债会涨得最好，而是在 2018 年年底，可转债的估值处在历史极低点，估值性价比非常高，因此我们对于这类高盈亏比的资产加大配置。再比如未来油价涨跌是一个不确定性较大的事件，我们难以做出强于市场的预测，那么我们会在组合中配置石油 EB 来对冲组合内债券资产所暴露的通胀风险。

我们采用基于风险因子的大类资产配置方法。这一方法的优势在于可以将一系列驱动因素复杂的资产（股票、债券、原油、

黄金、外汇、房地产等）配置问题，提炼为对数量有限的几个风险因子的配置。传统驱动资产上涨的因子有三类，一类是经济增长情况，一类是通胀情况，还有一类是流动性情况。从国内的情况来看，由于通胀基本滞后于经济增长 1 个季度左右，因此可以简化为“增长+流动性”双因子模型。从历史数据来看，增长因子是影响资产价格的首要因素，决定资产价格变化的方向，高增长利好权益，利空债券；低增长利空权益，利好债券。流动性因子则会影响资产价格变化的幅度，例如在高流动性环境下，权益和债券均能有较好的表现。在实践操作中，我们对未来宏观经济增长和流动性情况作出分析预测，并和市场中性假设进行比较，从而决定资产配置方向。

在权益类资产的配置思路上，主要分为自下而上和自上而下两方面。从自下而上的角度来说，股票配置主要来自于权益部门精选的核心股票池，选择各个行业的优质龙头，作为长期持有的品种。一部分会与转债品种进行对比，目前一些优质公司的转债估值相对较高，那么可能选择正股而非转债进行配置。从自上而下的角度来说，一方面基于配置宏观因子的角度，通过行业配置分散不确定性敞口，例如配置黄金股对冲海外不确定性，配置基建相关标的对冲政策刺激的不确定性，配置石油 EB 对冲油价波动；另一方面基于组合投资的角度，分散化配置高性价比的品种，例如部分基本面相对一般但估值非常便宜的转债，高弹性的 TMT 板块等。

重视信用研究 配置投资级债券

东方红资产管理的固定收益团队，凭借多元化的人才构成，已经搭建了全面、完善的投研体系，全面覆盖到固定收益的各个领域：包括宏观及资产配置、债券配置策略、可转债研究、信用研究、衍生品研究和风控评估等。

去年二季度央行宣布降准是本轮“宽货币”的起点，未来三年持有资产会比持有现金更好。各个细分领域打破“刚兑”完善风险定价，将长期利好资本市场的发展。我们正在经历债券市

场违约带来的优胜劣汰，我们也看到了银行被托管导致的同业风险重估，未来城投平台也可能经历信用利差分化的过程。

经历过去几年企业信用风险事件的爆发，我们的债券市场发生了系统性的分化：投资级债券、投机级债券以及垃圾债券的板块界限愈发明显。这是因为过去我们的市场主要反映的是流动性溢价，容易因为流动性溢出导致债券信用利差发生全面的压缩。但目前随着违约因素被市场纳入风险定价进行考量，信用利差走阔和分化的发生也是必由之路。

从产品的组合配置上来说，我们将以配置投资级信用债为主，稳定的获取票息和信用利差压缩带来的收益。我们相信，龙头企业凭借其规模效应下的成本优势、管理及技术等优势将在未来的竞争中将获取更多的市场份额，信用资质呈稳健甚至向好的趋势。对应的投资级信用债在未来相当长的一段时间内都会持续地获益。对于投机级的债券，我们将发挥团队信用研究的传统优势，坚持自下而上的个体研究，结合行业轮动或产业周期视角，着重调研具有竞争优势的产业龙头和政策支持地区的城投债，通过交易策略为组合增厚收益。最后，在当前信用利差分化、板块割裂的背景下，整体下沉信用资质的垃圾债投资风险较高，且不符合产品持有人的风险承受能力，我们将予以规避，减少系统性风险暴露。

在对信用债的研究上，我们内部建立了较完善的信用评级体系，将债券进行 1-10 档不同的分类。信用研究主要分为两步，第一步判断某一债券标的能不能入库，第二步是判断何时以什么价格买入或者卖出。目前我们债券的核心池重点覆盖近 200 个标的，并不是单纯基于财务报表做出能否入库的判断，而是通过现场调研、路演和交流，再结合其他信息源进行交叉验证，把信用研究力量集中在值得研究的这部分债券标的。此外，我们的研究团队还基于二级市场的公开数据进行了清洗和分析，对重点行业和标的投资决策提供了有力的数据支持，体现出不错的效果。

大集合转公募基金拉开帷幕 东方红 7 号正式变更为东方红启元三年持有期混合基金

文 / 中国日报网

9 月 26 日，原东方红 7 号集合资产管理计划正式变更为东方红启元三年持有期混合型证券投资基金，基金合同开始生效，标志着券商资管大集合转公募基金正式拉开帷幕，后续可能有更多集合产品转为公募基金。

2018 年 11 月证监会发布《证券公司大集合资产管理业务适用〈关于规范金融机构资产管理业务的指导意见〉操作指引》，开启了大集合公募化改造的一系列探索和落实工作。

东方红启元三年持有期混合基金以股票投资为主，股票资产投资比例为基金资产的 45%—95%，其中可投资于港股通标的的比例占股票资产的 0%—50%，遵循自下而上的个股投资策略，在深入研究、精选个股的基础上稳健投资。

据上海东方证券资产管理有限公司相关人士介绍，在东方红 7 号转型为东方红启元三年持有期混合基金的过程中，公司在充

分考虑投资人利益的前提下，对产品费率结构、业绩报酬、封闭周期等方面均进行了一定调整。

为维护持有人利益，东方红启元三年持有期混合基金分设两类基金份额，A 类份额为原东方红 7 号集合资产管理计划份额，仅能赎回，不能申购；B 类份额为新增设的基金份额，每个开放日可自由申购，但申购的份额需锁定持有三年方能赎回。

B 类份额设定三年持有期，目的在于引导投资者长期持有，通过拉长投资周期淡化短期市场波动的影响，同时又给予投资者在不同时间段自由申购和加仓的机会，有助于更好地平滑投资成本。

在费率机制上，通过业绩报酬机制激励管理人追求绝对收益，东方红启元三年持有期混合基金新设的 B 类份额在分红日、赎回日或基金终止日提取业绩报酬，持有产品年化收益率不超过



随着券商大集合产品公募化改造进程的推进，券商作为资产管理服务的提供者，将在资产管理领域发挥越来越大的价值。

6% 时，不提取业绩报酬；持有产品年化收益率超过 6% 而不足 12% 时，对超出部分提取 15% 业绩报酬；年化收益率超过 12% 时，对超出部分提取 20% 业绩报酬。

为更好地延续原东方红 7 号的投资策略和风格，东方红启元三年持有期混合基金由原东方红 7 号的投资主办人钱思佳女士担纲基金经理。钱思佳女士拥有 11 年的证券从业经验，历任东方红资产管理研究部高级研究员、专户投资部投资主办人，私募权益投资部总经理助理、投资主办人，管理着东方红 6 号、东方红 9 号集合资产管理计划，长期投资业绩优秀。

业内人士表示，东方红资产管理一直是券商资管行业的领跑者，首家券商资产管理公司，首批发行了券商集合理财产品，2013 年首摘券商系公募基金管理业务牌照，行业影响力不断扩大，此番成功实现大集合产品改造为公募基金，具有重要意义：

第一，助力券商资产管理行业大集合改造全面推进，对行业有着重要借鉴意义。

第二，助力资产管理行业长期健康有序发展。在《基金法》框架下的公募化改造，赋予大集合产品更加清晰的法律定位，纳入公募基金的统一监管体系，实现标准化、规范化的公募化管理。

第三，助力促进资产管理行业回归本源、坚持本源。大集合转为公募基金后，能够在更大范围内为更多的投资者提供资产管理服务，更好地实现普惠金融的意义。

有基金分析师表示，随着券商大集合产品公募化改造进程的推进，券商作为资产管理服务的提供者，将在资产管理领域发挥越来越大的价值。



“东方红万里行” 四周年： 陪伴客户是长期正确的事

文 / 王玉玲 证券时报网

今年是东方红资产管理成立第 9 年，但在权益投资管理领域东方红系列产品已积累了长达 15 年的专注优势和品牌影响力，近期该公司首支 Smart Beta 基金以 44.08 亿元的募集规模，又让市场见证了其在专业性较强的创新产品上的销售引导能力。

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，深入各银行分支机构、券商营业部、机构客户、企事业单位及高校财经院系，通过讲座、论坛、座谈及互联网线上等多种形式，重点向客户传导如何合理参与市场以及价值投资长期持有的理念，四年耕耘，成就了业界坚持最久、专注于价值投资理念传播的投资者教育品牌。

勇做行业热潮中的冷静思考者

过去九年，正是资产管理行业发展的快速变革期，任莉认为，东方红的发展分享了行业红利，东方红资产管理的人员团队扩

充了近十倍、管理资产规模增长到 2000 亿元左右，并在权益固收投资管理领域以长期坚守价值发现的鲜明特色，让东方红品牌深入人心。然而，相比普遍关注的资产管理规模和品牌效应，最让东方红资产管理自豪的是，四年前开始的投资者引导交流品牌活动“东方红万里行”全国巡讲，从未停歇，到目前已经举办 5400 多场，覆盖人数超过 33 万人次。

东方红资产管理在这条路上的探索，最早可以回溯到 2008 年——东方红 3 号在 A 股 4000 点相对高位成立，随后指数加速滑坡，产品净值一度跌到 6 毛。任莉带领销售团队主动走出去，一个个面对客户逐一解释，很多客户留了下来，甚至在接受东方红资产管理长期价值投资逻辑后，用更低成本进行了追加。

伴随着东方红资产管理品牌效应的增强，从 2016 年开始，旗下多只产品接连成为“爆款”，“成长的烦恼”随之而来。“市场热钱来了，我们的脑子却不能热，要冷静。”东方红资产管

理总经理任莉说，过去九年，是资产管理行业经历粗放发展逐渐回归“受人之托、代人理财”行业本质的过程。东方红资产管理始终坚持做正确的事，不做通道、不追热点，谨守价值投资的能力圈，用为家人理财一样谨慎尽责的态度，做好每一笔投资。

东方红万里行，送到家门口的专业陪伴

在东方红资产管理成立之初，管理层就确立了这样的管理原则：将能不能真正帮助客户实现资产保值增值、让客户真正赚到钱，作为公司考核指标的重中之重。

长期以来，投资者在资产配置上存在着明显的结构偏差，导致实际收益远远小于市场及产品的收益，投资者常常由于市场波动中的非理性而追涨杀跌，在市场高位时买入更多筹码，而低位时持币观望甚或割肉离场，“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。

2015 年巨大波动的市场行情激发了东方红以价值投资引导客户建立正确认知的落地行动，正式开启了“东方红万里行”系列活动，总结过往多年投资实践，选取众多投资案例，通过图表、数据、生动案例等展示长期复利效应、基金定投效果、合理资产配置的力量。通过大量的数据分析，以清晰的逻辑结构，结合 A 股市场发展和团队投资实践，突出长期投资的意义，展示复利的力量。

东方红可能是全市场唯一一个不考核销售部门销量的公司，他们考核的是客户参与市场的加权成本，这样的考核机制匹配东方红万里行的客户认知引导互动，通过四年坚持带来客户端决策行为的切实改变，2018 年股票市场下跌，在产品净值出现回撤的情况下，东方红资产管理的产品份额依然保持净增长，这在行业内都比较罕见。

立足客户利益，方能拥抱未来

7 月初，证监会主席易会满在证券基金行业代表座谈会上指出，需把握机遇，着力推动权益类基金的发展，让权益类基金成为资本市场重要的长期专业投资者。任莉表示，这对整个行业都是一个巨大利好，中国资本市场将站在新的历史起点上，实现专业化发展。

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。东方红资产管理一直希望“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、培养与资产管理机构投资理念相匹配的客户至关重要，资金性质决定了投资策略，投资人的收益除了取决于管理人的投资管理能力，也取决于投资人本身的投资理念、风险偏好、参与时点、持有时间长短等因素。“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。

今年 7 月，东方红资产管理发行业界首支质量单因子 Smart Beta 基金，任莉告诉记者，销售团队短短两周在银行端创下了 Smart Beta 基金募集的最大规模，这与东方红万里行长期陪伴客户使其对东方红品牌产生深度认可是分不开的。

站在新起点上，东方红资产管理有信心凭借自身特质走出一条差异化发展之路：延续从客户利益出发、陪伴客户的初心，未来在产品设计上，将更加注重不同细分客群在不同生命周期时点上的差异化需求，从定价到投资组合，都将密切结合对细分客户的需求研究，进行差异化的产品开发。

东方红万里行将会走入下个五年、十年，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，做出基金销售的价值和尊严，努力把华丽的产品净值曲线变成美丽的客户收益曲线！



东方红资产管理总经理任莉： 不忘初心 始终坚持走在正确的道路上

从首家券商系资产管理公司起步，我们在 2013 年取得了公募基金牌照，在服务更广泛民众的过程中，更加深刻地理解了公募基金对于全社会的意义。

公募基金覆盖范围广泛、投资者数量众多。公募基金管理人以专业投资管理能力实现基金的净值增长，能够实现为更广泛的民众服务的初衷，将普通居民的资产对接到最优秀的企业和企业家，让普通居民分享到优秀企业的成长收益。





初心：不忘客户利益至上

2015年3月30日，我们发行中国优势灵活配置混合型证券投资基金，首发募集了138亿规模，是自2008年以来首只募集规模超100亿的主动管理权益基金。

过百亿的发行规模，代表了渠道伙伴们的认可，也代表了客户的信任，也来自于我们长期的勤奋、价值投资的逻辑在长期业绩表现上的体现。

然而，关注转化为持久的信任，需要管理人付出持续的、艰苦卓绝的努力。

过百亿的发行规模，带来巨大的管理压力。我们深知，这138亿背后代表了11.9万客户的信任，代表了11.9万客户将未来生活质量和养老需求托付到我们的手中。我们深知责任重大。

我们为中国优势配备了双基金经理，由当时的研究总监、资深投资经理挂帅，搭配对新经济有深刻理解的研究员共同担纲基金经理。

在募集过百亿的消息在业内传开后，多家托管人和渠道上门商谈合作，如果我们当时快速建仓并打开申购，甚至抓紧时间再发几只新产品，再募400-500亿规模并不困难。

然而，基于对投资标的和客户行为两方面的分析，我们拒绝了诱惑，既没有选择快速打开中国优势，也没有抓紧热度，快速批量发行产品。

从投资标的看，足够便宜的公司日渐减少。15年3月份，上证综指上涨13.22%，随后4月份又上涨18.51%，随着指数的快速上涨，市场上不少股票的价格越来越贵，我们投资备选池中的一些股票也面临同样的困境，具有足够安全边际的产品在减少。

我们的客户服务部门，密切地走访了一线的渠道客户经理，与众多的普通投资者交流。我们发现，客户的预期越来越高，“热钱”越来越多。不少客户受短期市场上涨所影响，抱着一年50%甚至100%的回报预期冲入市场，对市场短期快速上涨时伴随的风险，预期不足。

基于这些观察，我们不仅没有着急扩大规模，还对旗下所有的开放产品进行了大额申购限制。如东方红产业升级和东方红新动力两款基金，自2015年4月8日起，限制单日申购不超过5万元。对东方红中国优势基金，于5月25日进入日常开放后，随即于6月1日对申购进行了暂停。

在当时，限制申购的行为让我们承担了不少的压力，放弃唾手可得的规模招致了部分渠道伙伴的不理解。我们的客户服务部门积极的和渠道伙伴和广大客户进行沟通，这些沟通在随后的市场暴跌时产生了正面的作用，东方红万里行的传导逻辑此时已经初具雏形。

在投资上，面对上涨过快带来的投资标的减少，我们启动了将港股、黄金、股指期货纳入投资标的的工作，自制度、系统、流程、研究等方方面面紧锣密鼓的进行准备。

港股的投资逻辑是当时港股尚处于价值洼地，还有很多具有足够安全边际的投资标的；黄金是由于和证券投资具有很低的相关性，能优化组合的有效边际；而股指期货可以良好的对冲股市的系统风险。这些投资标的如能尽快的增加到可投资范围内，可以优化产品的风险收益比。

可以说，在困难和容易之间，我们始终去选择更困难那条路。对于扩大投资标的，我们没有选择直接发行新产品的简单做法，而是面向海量的零售存量客户召开持有人大会，寻求存量客户的理解与认可后，将努力的方向放在更好的维护现有客户利益上。



陪伴：实现价值投资与客户服务相结合

2015年6月15日，随着监管机构对违规杠杆资金的清查，市场的投机情绪开始退潮，从泡沫中清醒过来。随着杠杆资金的强制减仓，在过去市场急速下跌时从未出现过的情形首次出现了，那就是市场流动性的极端丧失。

一切在7月8日达到了极致，千股跌停，千股停牌，依然具有流动性的上市证券不足20%。市场信心极度低迷。市场上的部分基金流动性不足10%，甚至无法应对1天的赎回。

我们始终坚持的深入细致的基本面研究，在这时候体现出了价值。由于我们投资的证券具有相对价值更合理的价格，在深度股灾下，显著的下跌幅度更小。更重要的是，我们多数的产品依旧保有了50%以上资产的可变现能力。

然而，部分客户受到短期市场暴跌的影响，出现了恐慌性赎回，而回避“亏钱”的心理，使一些客户更愿意赎回下跌少的产品，反而导致表现相对良好的我们的产品遭遇了集中赎回。

股灾和恐慌性赎回的“灾难”，使得我们愈加坚信在中国走价值投资道路的正确性，也使我们更加坚信必须要来到客户一线，

面对面引导客户坚持以长期投资和价值投资获取长期合理的回报，不贪婪、不恐惧、不择时。

东方红万里行自此起航。从内部密集的筹备，反复的试讲，到2015年8月14日招行上海分行的首场，至今已超过5500场，34万人次现场聆听我们真诚的声音，一起见证陪伴的力量。

2015年，上证综指全年震幅72%，上半年最高上涨59%，随后最大回撤达到45%。经历这种过山车的走势，我们平均在上半年为客户创造了约70%的收益，而自高点以下至年底，仅平均下跌10%。为全年持有的客户提供了50%以上的绝对收益。

更令我们高兴的是，在这一年，我们良好地践行了价值投资和主动客户服务的结合。2015年的首款百亿公募东方红中国优势，累计净值今年连续再创历史新高，这意味着不考虑申购费用并且选择红利再投资的话，那些长期持有或定投买入的客户，持有至今都收获了正收益。以价值投资减少波动，以客户服务引导客户不去追逐热点，这两点相结合，让客户真正获得良好的盈利体验。



坚守：日复一日普及长线布局理念

70 年披荆斩棘，中国取得的巨大发展成就，离不开兢兢业业专注钻研、不计得失踏实坚守的无数建设者。在迈向高质量发展的成熟经济体之路上，时间和专注依然是最可贵的力量。过去十余年，我们一直是中国价值投资理念的传播者和实践者。日复一日、年复一年，面向渠道和投资者普及价值投资、长线布局的理念。

“在克服困难中发展壮大，在应对挑战中超越自我”，这句话可以很好的概括我们选择坚守本业、差异化发展的自我革新之路。过去十余年，我们一直谨守自身的能力圈评估可管理规模，

多次主动限制产品申购，虽在短期内经历规模下滑的挑战，却能在长期为客户赚取真正的绝对收益，最终获得更多资金更长期的追随与支持。很多银行、保险、基金等专业机构也对我们长期坚持的客户利益至上的理念与实践越发认同，纷纷希望与我们一起合作，共同服务好广大投资者。所以，在持续服务普通投资者的同时，我们也向专业机构投资者开放我们的公募基金，或者为他们的产品提供专业的委托投资服务。借助这些优秀的专业机构的力量，扩大我们的服务半径，和他们一起为建设一个良好的投资生态圈而共同努力！



专业：积累信任 良性共赢

随着中国市场开放程度的日渐提高，资产管理的业务范围也得到了较大拓展，随着外资机构的进入和居民财富的转移，越来越多的理财资金进入资本市场只是早晚的问题，整个资产管理行业缺少的不是钱，而是专业化的资产管理能力，夯实专业基础、积累客户信任，是比规模、甚至产品创新都更为重要的事情。认定是对的事情，哪怕是在沙漠中种树，只要埋头苦干、长期坚持，最终定会成就一片绿洲。中国过去 70 年的发展证明了道路选择的重要性，我们一定要在正确的道路上持续坚持下去。我们的目标是成为一家受人尊敬的资产管理公司，在中国资本市场发展的新征程中，愿意贡献最大力量，发挥金融服务实体经济的作用。

在优质企业遭遇市场短期波动带来的经营压力时，坚守长期价值评价标准的我们资产管理，通过深度研究、透过现象看本质，坚定的持仓给予上市公司管理层信心的支持，伴随优秀企业渡过低谷期的同时，也更能印证专业投资判断可以为客户创造超额收益、让客户更加信任专业判断，形成良性共赢。

“我们都在努力奔跑，我们都是追梦人。”习主席在 2019 年的新年贺词中的激励话语声犹在耳，我们资产管理将向着建设一个更成熟的资本市场、建设一个更强大中国的梦想，全力迈进！

东方红资产管理胡伟： 拥抱大众理财净值化时代 用精细化管理创造比较优势

文 / 王玉玲 券商中国

资产管理行业的参与者日益增加，行业细分和竞争程度日益加剧，随着刚兑打破、越来越多的金融机构加入净值型资产管理业务争夺固定收益投资市场，大型基金和中小基金的表现分化日益增大，资产管理机构应该如何布局？哪类机构容易胜出？

东方红资产管理公募固定收益投资部总经理兼公募 FOF 投资部总经理胡伟近日接受券商中国记者采访时表示，存量竞争阶段，基于对客户细分需求的深度挖掘，根据客户不同的风险收益特征创设不同梯度的产品，坚定走精细化的道路，是吸引 22 万亿非保本银行理财向净值型产品过渡过程中，公募基金建立竞争优势的重要路径。

东方红资产管理在固定收益产品投资方面，十分重视产品的绝对收益以及高夏普比率，在银行理财净值化转变过程中，积极思考如何强化债券基金的低风险投资工具的属性，使其切实成为大众理财的重要选择。

大众理财的净值化管理时代已经来临，行业惯性认知仍主要聚焦投资端。能否转变意识，从资产和负债两端综合考虑，决定了投资管理机构在激烈的市场竞争中能否胜出。如何精准匹配客户的需求，体现了一家专业资产管理机构的服务能力，胡伟分享了东方红资产管理对于行业惯性认知的突破与前瞻思考。

可转债仍有很多投资机会可挖掘

因为优质大盘资产净供给减少，转债在 8 月中旬附近回调后再次上涨到达估值高位。5 月以来，转债市场持续迎来大量转债公告赎回，反观新券发行则基本没有大盘品种出现，市场筹码明显减少，资金再配置效应推动 8 月市场整体估值上升。9 月转债估值继续冲高，至中下旬开始回落。当前时点如何看待可转债投资价值？

胡伟认为，可转债市场在最近几年经历了较大的变化，从一个规模较小的小众市场逐渐扩容。2018 年由于供给增加较快，可转债的估值水平持续压缩至了一个极低的水平。今年随着供给节奏的边际放缓，以及转债配置需求的逐渐提升，存量转债估值水平开始修复，相比年初低点有一定水平提升，但其实仍然没有超过历史均值，仍然具备一定的配置价值。另一方面，目前仍有约 200 家公司可转债在排队发行，这些待发行的可转债中也会有很多的投资机会可以挖掘。

值得一提的是，转债市场分化严重，需要研究员去挖掘合适的标的，这才体现机构的配置价值。东方红资产管理固定收益公募产品线起步于 2015 年，相比市场上多数基金而言起步较晚，但其投资团队集齐固收领域的投资好手，更与可转债这一品种渊源颇深。例如，东方红资产管理副总经理饶刚就是市场上最早一批研究和投资可转债的固收领军人物，公募固收团队中有五位从业超过十年的投资经理，对于可转债也有五至八年的投资实践。

可转债兼具债性和股性，对于投资标的筛选与研究，东方红资

产管理的投研优势可以充分发挥，胡伟告诉记者，对于上市公司的发债主体，他们会从信用评价和行业研究两个角度一起看，公司的投研系统提供了很好的平台支持和信息共享，行业研究员对上市公司的跟踪研究，在信用甄别上可以深化投资经理的判断，提高风险定价水平。

伴随客户认知 让产品特质更鲜明

相比股票型基金，大众客户对于债券基金的投资特点和风险收益特性关注度相对较低。在今年上半年多家基金公司的债券产品募集遭遇困境的情况下，东方红资产管理 9 月初完成募集的一款以可转债为主要投资标的的债券基金，实现了 13.82 亿的首发募集，购买者以个人客户为主，当被问及如何取得如此募集成果，胡伟与记者分享了从业十余年对客户认知发展历程的观察。

为什么银行非保本理财现在有将近 22 万亿的体量，相比之下债券基金只有不到 3 万亿的体量？这其实是因为老百姓的大部分资产倾向于配置在低风险的资产里面。胡伟从 2009 年开始做货币基金的投资管理开始，对这个市场的演变有长期的观察与思考，他指出，2013 年天弘基金凭借余额宝，实现了货币基金的爆发性增长，这个现象其实非常值得债券基金管理人去思考。

如何让债券基金在老百姓资产配置中扮演越来越重要的角色？胡伟认为发挥好固定收益产品的绝对收益特性、长期提供稳定的净值表现，才能获取更多个人客户的信任。如果产品表现和行情好坏密切相关，波动性大、无法确保回撤可控，就不能承担起客户资产配置中低风险工具的使命。

所以把产品的特征鲜明的表现出来，货币基金通过余额宝这种产品形态，能够简单直白地将自身作为现金管理工具的特性展现出来，客户在进行资产配置时，可以知道为什么要配这类资产、随后的表现也佐证了这种选择的正确性，自然就会迅速占领市场。

现在货币基金的收益降下来了，客户的资产配置也会发生一定调整。尤其是预期收益型产品转变为净值型产品后，给了所有资产管理机构重新定义投资工具属性的窗口期。

东方红资产管理希望做出来的产品能够以较小的波动实现传统理财产品收益水平，这样可以更好地推动银行理财客户选择标准化的债券基金产品。据悉，东方红资产管理旗下2款债券基金产品成立年化收益率都稳定在8-9%，其中一款10月9日开放申购，2天就因触达约定规模上限而结束申购。

胡伟指出，债券基金也是分不同层次的，加上机构投资者和个人投资者其实需求是截然不同的，因此东方红资产管理会在两条线上去布局产品。基于客户细分需求进行深度挖掘，在风险的差异化程度上去开发匹配精准需求的产品。客户需求洞察以及专业的产品创设能力，是净值化理财时代，能够胜出的资产管理机构的核心竞争力。

精细化发展 产品细分是大势所趋

中国的大资产管理行业进入历史发展的新起点，22万亿非保本理财产品向净值化产品转型，对于所有资产管理机构，既可能是获取爆发增长的契机，也可能是自身存量被分流的危机。

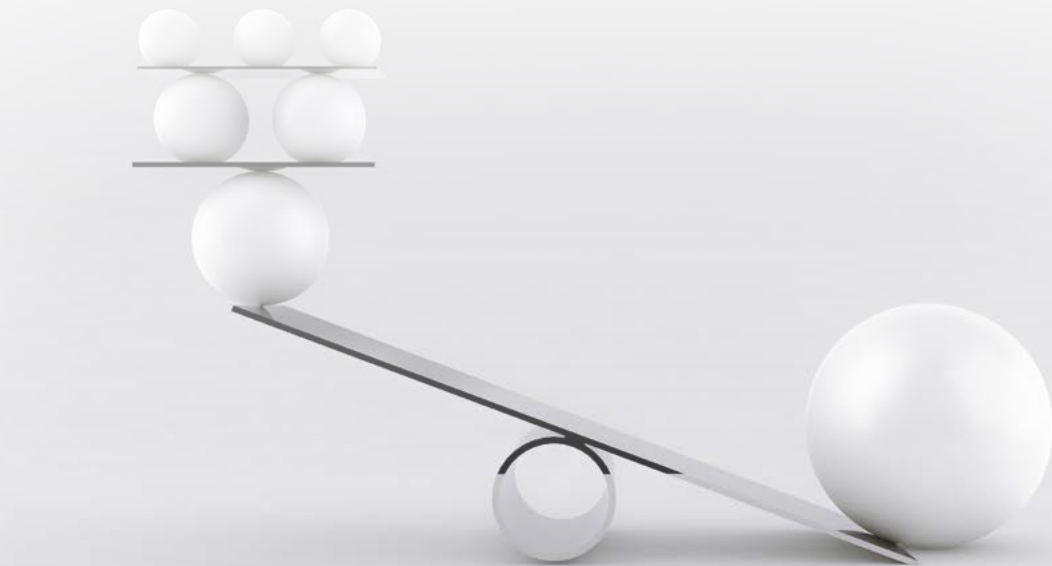
资产管理行业最为发达的美国，排名前十的资产管理机构都是过去20年涌起的后起之秀，凭借特色产品和鲜明的品牌，领先机构成为投资者尤其是机构投资者在资产配置上的优选。

随着券商资管加入公募基金的竞争，以及银行理财子公司纷纷成立，资产管理领域未来的竞争将更加注重差异化、强调细分客户领域的比较优势。

胡伟认为，债券基金未来的发展已经越来越走向精细化以及专业化，对于基金管理机构的投资、研究、交易、风控、运营等各部门的人员配备和专业能力都提出了更高的要求。同时，投资者对于管理机构的投研能力和风格也产生了更高的要求，资金也越来越往头部管理机构集中，机构分化加大。这样的背景下，以下几类机构容易胜出：（1）长期业绩显著，管理规模较大；（2）投研能力较强，建立起自己擅长的领域，且在此领域有较好的正反馈；（3）交易、运营等部门强大，支撑产品大规模精细化管理。

尤其是，债券市场进入低利率时代，产品的精细化管理以及风险控制显得更为重要。一是要防范好信用风险，防止信用事件给产品造成不可修复的结果，因此提升团队的信用识别能力，做好事前防范、事中有效处理，把信用风险的伤害降到最低。二是做好精细化管理，为产品尽量抓取低波动区间中的交易机会，努力降低组合的融资成本，增厚组合收益。这点而言，交易团队的研究功底培养、市场敏感性都极为重要。

据胡伟介绍，东方红资产管理固收投资团队将基于对客户细分需求的深度挖掘，根据客户不同的风险收益特征创设不同梯度的产品供投资者选择，打破目前标准化、一刀切的产品模式，坚定走精细化的道路。未来更倾向于在投研上做出特色，在信用债研究、大类资产研究上加大投入，期待在信用策略以及多资产策略上做出长期稳定的收益。



东方红资产管理钱思佳： 做投资的匠人 在深入研究的基础上精选个股

文 / 孙翔峰 中国证券报

日前，券商资管大集合公募化改造第一只产品正式落地。东方红7号集合资产管理计划获证监会批准，正式变更为东方红启元灵活配置混合基金，由此拉开行业大集合公募化改造大幕。东方证券资产管理有限公司公募集合权益投资部总经理助理、该产品投资主办钱思佳近日接受中国证券报记者专访时表示，公司大集合产品一直按照公募基金相关规定进行管理运作，包括投资范围、权重、合规管理等各方面都严格对标公募，这也是东方红大集合产品比较顺利推进公募化改造的原因之一。后续东方红旗下其他大集合产品也会根据情况陆续改造成公募基金产品。

投资方面，钱思佳表示，整体判断2019年A股市场行情和投资机会要好于2018年，不会过度恐惧市场大幅下跌，因此管理的产品今年在仓位上也有较明显提升。对于后续行情走势，钱思佳强调须重点关注经济复苏情况，保持跟踪那些长期被看好的公司，判断个股业绩是否符合预期。



做深研究 苛刻选股 做投资的匠人

随着东方红7号集合资产管理计划正式变更为公募基金，钱思佳坦言，“相对集合产品而言，门槛更低的公募基金肩负着更多普通投资者的信任和期待，基金管理人的责任更大。未来在实际的运作管理中，我们将继续坚持为客户实现长期合理复利回报的初衷，尽可能控制好回撤，不断提升客户的盈利体验。”

钱思佳将自己比作投资中的匠人，踏踏实实做研究，兢兢业业选个股。多年来，东方红权益投资团队坚持自下而上精选个股、深入研究，对有发展空间的个股保持长期跟踪，一旦形成持仓，持有时间相对较长。谈及具体选股标准，钱思佳认为，投资人应该尽可能与优秀的、能够为投资人长期赚取回报的企业相伴。这类企业拥有强大的竞争优势，护城河较深，能够在激烈的市场竞争和行业巨变时较好地保护自己的利润，且能够积极回报股东。对于这类股票，投资经理一般有一定的预期收益率或个股市值指标，但难以一一量化。“价值投资是正和游戏，我们赚取的是企业内在价值（增长/分红）的钱，而非不是股票价格波动的钱。多年来，团队在选股方面总结出自己的方法论，即优秀的个股=幸运的行业+优秀的管理层+合理的估值+合理的预期。”钱思佳坦言在实际的投资中，上述4个标准兼备的个股是比较理想的投资标的，但往往难以完全实现，大部分时候投资人员是在做多选题，发掘具有成长空间的一些个股。

举例来说，钱思佳指出，此前投资了一家业绩较为稳定且具有央企背景的旅游文化企业，取得了良好的投资回报。通过研究可以发现，这家企业由于机制等一些原因，效率不高。但是在

央企改革的浪潮中，企业进行了组织架构调整，新任管理人非常重视核心业务的发展，以市场化的机制引入了海外优秀人才，积极吸纳海外经验，给予投资人良好的回报。结合公司和行业动态，钱思佳判断这可能是企业出现发展拐点的信号。“跟踪久的研究员，要能够判断公司变化的动力和能力是否匹配。”钱思佳回忆道，在论证这家企业的过程中，长期调研的积累起到了至关重要的作用，后来买入这家企业的时点，虽然不是最低点，但是还是分享到了企业成长的收益，为投资者赚取了良好回报。事实证明，这家企业之后进行了战略调整和行业并购，不断巩固龙头地位，公司市值也一路走高。

此外，面对市场波动，钱思佳也会及时分析，但判断结论如果没有改变对投资标的未来发展的看法，一般不会调整仓位。“投资在追求实现更好收益的状况下，尽量降低波动性，给投资者带来更平稳的投资体验。净值波动大，对投资者投资行为会造成很大的扰动，也不利于投资经理做出更好的投资业绩。”在她看来，控制投资波动率，既需要苛刻选股，也需要组合投资配置更加均衡。个股投资纪律性强，如何在控制回撤的前提下，获得超额收益是每一位投资人员都需要研究的课题。

整体而言，钱思佳指出，那些已经证明自己实力的各行各业龙头企业都是值得被研究和长期跟踪的。对于东方红的投资人员而言，挑选优秀公司大部分是定性的维度，包括对人、管理层的判断；而定量的标准一般是根据企业的财务报表，分析企业的净资产收益率、现金流、DCF模型中远期价值等，综合判断企业价值。

“整体判断，2019年整体表现和投资机会都会比2018年好”钱思佳表示，当前市场估值整体尚处于合理水平，即使纵观全球市场，中国市场在盈利水平和估值方面都仍然具备性价比，一批优秀的A股上市企业值得被长期关注。

国内红利值得期待 看好大消费和高端制造龙头

当前的A股市场投资环境正在发生积极变化，钱思佳指出，主要体现在：投资者结构发生改变，外资、机构投资人的比例逐步提升；股票市场制度愈加完善，包括退市制度、新股发行制度、股市交易制度、科创板机制等方面都有新的改革；市场方面流动性环境逐步改善、投资者信心不断恢复。

“整体判断，2019年整体表现和投资机会都会比2018年好”钱思佳表示，当前市场估值整体尚处于合理水平，即使纵观全球市场，中国市场在盈利水平和估值方面都仍然具备性价比，一批优秀的A股上市企业值得被长期关注。其次，中国经济发展增长动力的切换势在必行，在基础科研实力不断提升的基础上，工程师红利逐渐显现，更多中国龙头企业正在成为世界龙

头。此外，随着外资和机构比例的提升，可能会使得做基本面驱动的投资者更多，那就要求我们对投资的个股有更深刻的理解，不断拓展自己的能力圈，做好个股跟踪研究。

对于未来看好的投资领域，钱思佳表示，主要偏好大消费和高端制造。一方面，中国内需市场足够大，拥有全球最大的消费市场 and 优质的消费群体，大消费领域是满足美好生活的必需品。同时，中国经济正在从投资型向消费型转变，当前居民消费贡献率尚不足GDP的40%，相对于美国60%的消费占比而言，增长空间仍然值得期待。另一方面，长期来看，中国的科研实力和人才储备将培育出一批优质的高科技公司，高端制造行业值得被看好，其中关注点一个是进口替代，另一个是具备国际竞争力的公司。此外，对于新的商业模式对传统行业的改造这些方面，也值得关注。

2019 年第四季度 A 股投资展望

市场整体估值不贵 但结构差异较大

文 / 东方红资产管理基金经理兼策略师 刚登峰



四季度 基本面 展望

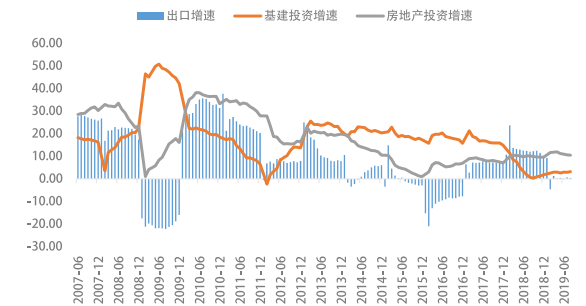


当前我国经济的下行呈现出诸多与过去不同的特征。从外围来看，全球经济周期性趋缓的同时还叠加了贸易摩擦的冲击。从国内来看，宏观数据走弱的同时房地产调控却似乎还在加码，国内经济的压力仍然较大。但在全球“比谁更差”的大背景下，竞相宽松的政策环境给国内政策的放松也留足了空间。况且，市场对经济弱的预期已经在周期股的估值中充分反映，经济比预期更弱的概率也不高。

从一系列的减税降费幅度来看，财政政策是在积极发力的。基建投资是明年政府工作的重中之重，有望能够企稳回升。此外，在地产调控趋紧不松的前提下，货币社融乃至经济能否企稳仍需观察。但经济弱在边际上的影响会相对钝化，更多的关注点应该放在增长结构的调整，重视制造和服务。展望四季度，经济不一定能见起色，但财政、货币还会持续发力，在选前前夕，或许能迎来更稳定的政治经济格局，贸易争端对市场的干扰会钝化。总的来说，市场向上或向下的难度或许都不小。市场整体估值不贵，但结构差异较大，以地产为代表的周期股估值安全底足够，行业格局稳定的个股有配置价值，而成长和科技将迎来业绩的兑现期。

宏观：我们身处何方？

- 外需承压：美国新一轮的加征关税正在落地，第 13 轮的华盛顿谈判预期难有建设性的结果，全球仍处于衰退的边缘；
- 地产趋弱：地产作为今年经济的鲜有的亮点，在严苛的政策压力下，新增土地投资已见疲态，压力将逐渐释放，但也无需担忧断崖式下滑的系统性风险，因城施策的框架，不搞刺激，也求稳定。
- 基建复苏：基建是明年政府工作的重中之重，地方政府的资金和积极性都可以解决，基建投资的回升趋势在四季度可以得到验证，明年预计会回升到高个位数的增长。



数据来源：Wind，东方红资产管理

制造业：全球经济同步回落 中国反而有相对优势

在宏观总需求走弱的背景下，制造业疏困政策屡出不穷。但微观主体自身对于订单预期较低，资本开支意愿不强，制造业投资难言乐观。

其他主要经济体的制造业数据同步回落——美国 9 月制造业 PMI 创下历史新低，降息预期再升温；欧元区 PPI 时隔 3 年再次步入通缩，同时面临英国将在 10 月底无协议脱欧的风险，德、法的经济数据同样疲软，将加剧欧洲地区的经济脆弱性；日本经济数据喜忧参半，家庭消费支出持续回暖，但薪资增速疲软，叠加 10 月上调消费税的影响开始显现，PMI 数据继续下行，经济前景堪忧。

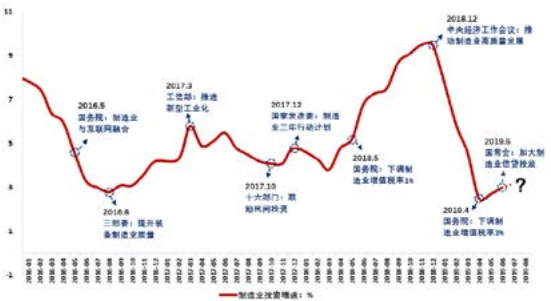
总的来看，全球将进入“比谁更差”的大环境。国内也面临较大的经济压力，但巨大的内需市场可以使得稳增长的举措稳步推进，相对而言，今年四季度面临的宏观大环境是好于去年同期的。

地产：经济弱的预期已经在周期股中 price-in

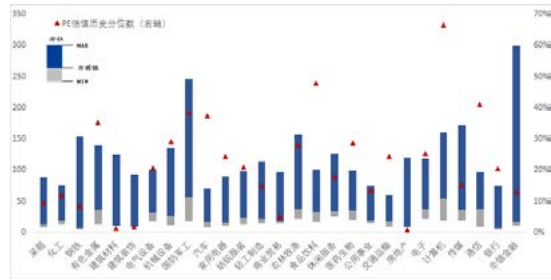
各行业估值分化严重，对于经济较弱的预期已经充分反映在周期股的估值中，以地产、建筑、建材、钢铁代表的传统周期股估值仍然在底部。经济层面的利空已经相对钝化，在一系列的稳增长组合拳下，超预期差的概率较低，以地产为代表的周期龙头股估值折价已经到低点，性价比合适。地产行业融资端的政策逐渐加码，土地市场降温明显，土地溢价率已经接近 12 年、14 年的周期底部。从历史上看，土地成交转负的时刻往往是政策宽松的前奏，08 年、12 年、14 年都是如此，但本轮对房地产的政策态度不同以往，不把地产作为短期刺激经济的手段。

房住不炒的政策决心逐渐被市场充分预期，也不再把地产作为短期刺激经济的手段。政策意图是稳步引导地产周期回落，政策抓手仍然是因城施策。本轮地产周期下行被政策平滑，不会出现过去几轮大开大合的情况。由于大多数城市的库存处于低位，有足够的政策工具应对失速风险，引导行业软着陆。

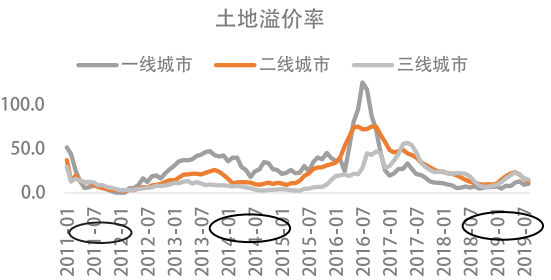
预计四季度地产新开工、销售增速都会缓速回落。



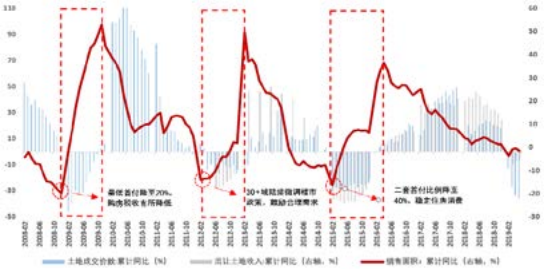
数据来源：Wind，东方红资产管理



数据来源：Wind，东方红资产管理



数据来源：Wind，东方红资产管理



数据来源：Wind，东方红资产管理



数据来源：Wind，东方红资产管理



全市场估值位于合理区间 权益资产的风险溢价仍在低位

当前 A 股市场整体估值处于合理空间，如沪深 300 指数估值目前在 32% 分位点的位置，从创业板指处于 59% 的位置，相比历史最高值和最低值，目前处于较合理的位置。

PE TTM 估值	HS300	全 A 除金融两桶油	创业板指
当前估值	12.0	27.0	52.6
历史最高	47.8	73.0	123.1
历史最低	8.1	14.4	27.8
当前估值分位数	32%	45%	59%
18 年底估值分位数	14%	2%	1%

数据来源：Wind，东方红资产管理

2019 年第四季度债市投资展望

逆周期政策发力 关注债市波动

文 / 东方红资产管理基金经理 纪文静

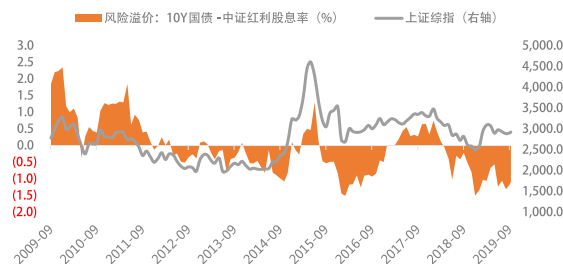


数据来源: Wind, 东方红资产管理



数据来源: Wind, 东方红资产管理

权益资产风险溢价: 10Y 国债收益率 - 中证红利股息率, 可以衡量权益资产相对于债券资产的风险溢价, 风险溢价越高, 意味着权益类资产的风险偏大。历史经验来看, 当风险溢价位于较高区间, 无一例外的出现了股指大幅度的回调。目前的利率环境相对宽松, 风险溢价仍处于低位, 股市出现大幅回调的可能性不大。



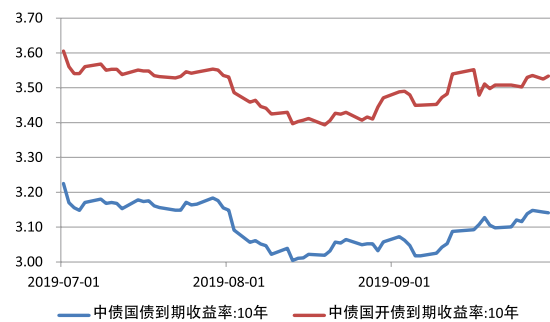
数据来源: BLOOMBERG

2019 年 三季度 市场回顾

三季度债券市场走势先下后上: 7 月初, 在资金面宽松的作用下, 利率出现一小波下行, 随后的经济金融数据基本符合预期, 市场开始震荡。直到 8 月初公布的中国 7 月份 PMI 依然处于 50 下方, 同时美联储降息背景下美债大幅上涨, 国内债券市场也开始跟随, 月中公布的经济金融数据则将市场情绪推向顶点, 市场对央行降息预期也较为浓重。9 月份, 国内降息预期的落空、市场对四季度专项债会否提前发行的担忧以及不断走高的猪价推升市场越来越担忧货币政策受到通胀的制约, 同时中美释放的谈判诚意也提升了市场风险偏好, 债券市场开始反弹。全季来看, 10 年国债从 3.225% 下行至 3.135%, 下行 9bp; 10 年国开从 3.6125% 下行至 3.5338%, 下行 8bp。期限利差也于 8 月下旬触底回升。

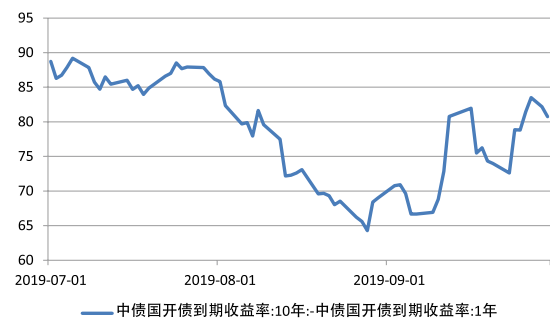
声明:
报告中的内容和意见仅供参考, 不构成对任何人的投资建议, 不对使用报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。
报告版权归公司所有, 公司保留所有权利。

图 1：三季度 10 年国债、10 年国开走势图



数据来源：Wind、东方红资产管理

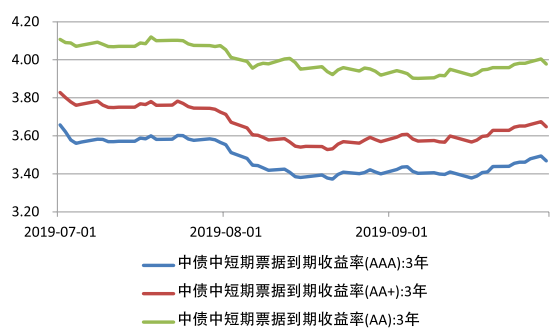
图 2：中债国开债到期收益率:10 年 - 中债国开债到期收益率:1 年



数据来源：Wind、东方红资产管理

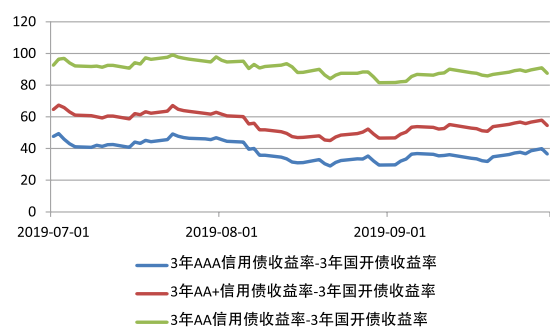
信用债基本跟随了利率债的走势，但在缺资产及宽货币宽信用的环境下，依然走出了一些独立行情，在利率债快速调整的时期，信用债表现坚挺。全季来看，3 年 AAA 从 3.66% 下行到 3.47%，下行 19bp。但 AA 信用债则基本持平在 4% 附近，信用利差进一步拉大。

图 3：三季度三年信用债收益率走势图



数据来源：Wind、东方红资产管理

图 4：三季度信用利差走势图



数据来源：Wind、东方红资产管理

2019 年 四季度 投资展望

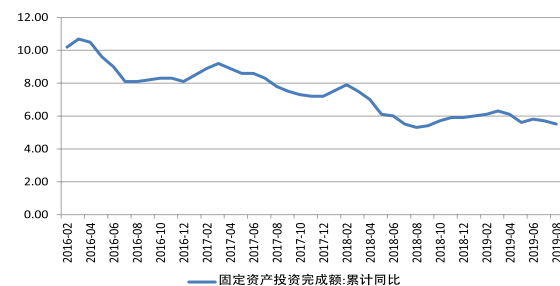
四季度有望进入被动去库存阶段 名义经济增速料将回升

从库存周期来看，四季度国内有望进入被动去库存阶段。从历史数据来看，一般库存周期持续 29-46 个月，平均持续 39 个月；其中补库存在 12-27 个月，去库存在 14-22 个月。在这一轮库存周期中，当前处在主动去库存阶段，并且已经持续 11 个月，而从历史数据来看，主动去库存阶段平均持续 12 个月，随后进入被动去库存阶段，因此当前已经进入去库存尾声。由于库存是需求的滞后变量，一般在被动去库存阶段，经济往往已经见底。并且在这一轮库存周期中，目前主要行业的库存水平均处在相对低位，工业生产相对需求变化的向上弹性将大于向下弹性。

地产严调控，基建、制造业和消费领域的逆周期调节力度加大。7-8 月份房地产开发投资呈小幅回落态势，累计增速从 6 月末的 10.9% 下行至 8 月末的 10.5%，整体地产增速仍然维持在较高水平。但近期对于地产融资相关政策持续收紧，政治局会议也明确表示不把房地产作为短期刺激经济的手段，地产政策仍然保持严调控态势。因此，尽管利率下行有望支撑一二线商品房销售回暖，但是在三四线棚改效应减弱、新开工面积下降下，地产销售和投资仍然面临下滑压力。在地产领域以外，政策对于基建、制造业以及消费方面的逆周期调节力度在进一步加大。例如在基建方面，四季度将提前下发 2020 年部分专项债额度用于基建投资；在制造业领域，央行三季度例会明确提出加大对实体经济尤其是小微、民营企业的支持力度，加大对制造业企业中长期贷款的投放；在消费领域，国务院推出促进消费 20 条，以此促进汽车、家电、消费电子等领域的消费需求。

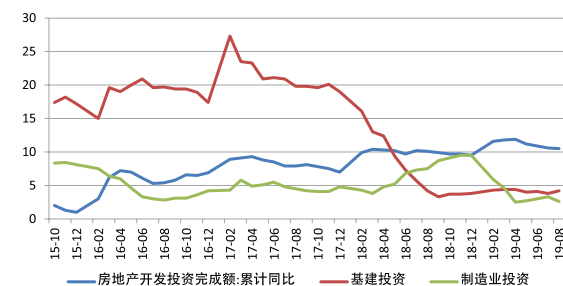
外需疲软下，出口增速仍然承压。展望四季度，出口情况仍然不容乐观。一方面，全球经济景气度仍然处在下行态势，OECD 领先指标仍然在继续下滑；另一方面，中美贸易摩擦虽有阶段性缓和，但前期征税的影响尚未充分体现，后期对于出口仍有负面影响。

图 5：固定资产投资增速变化



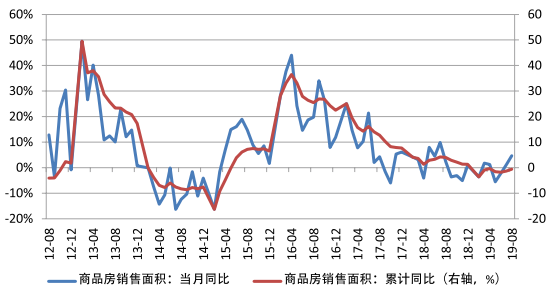
数据来源：Wind、东方红资产管理

图 6：分行业固定资产投资增速



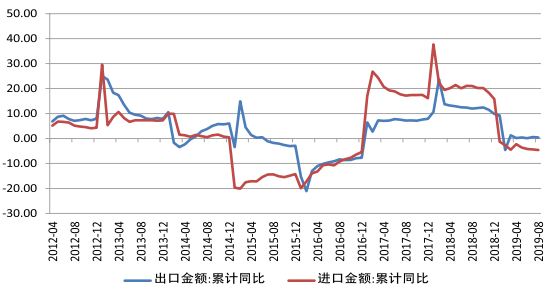
数据来源：Wind、东方红资产管理

图 7：房地产销售表现



数据来源：Wind、东方红资产管理

图 8：出口增速仍然承压

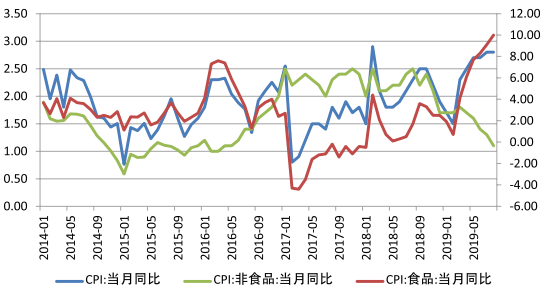


数据来源：Wind、东方红资产管理

CPI 中枢上行至 3% PPI 小幅负增长 通胀中枢整体上行

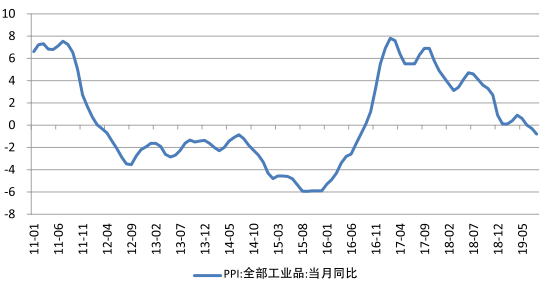
三季度 CPI 表现超出预期，主要是由于猪肉价格快速上涨，7-8 月份 CPI 同比均上涨 2.8%；PPI 表现符合预期，受工业生产增速下滑以及基数抬升的影响，同比转负，7-8 月 PPI 同比分别为 -0.3% 和 -0.8%。展望四季度，受到猪肉价格同比大幅增长的影响，预计 CPI 同比中枢在四季度将有所上行，达到 3% 左右；PPI 方面，中枢仍然将是小幅负增长，但是 11-12 月份增速预计较 9-10 月份有所回升。这一轮 CPI 上行主要由猪肉价格拉动，核心 CPI 仍在持续下行；而猪肉价格主要受供给端大幅收缩影响，因此后续政策着重点将大力恢复生猪养殖，而对货币政策不会形成明显的掣肘。

图 9：CPI 变化



数据来源：Wind、东方红资产管理

图 10：PPI 变化



数据来源：Wind、东方红资产管理

积极财政政策加码稳增长 稳健货币政策推动宽信用

展望四季度，宏观逆周期政策力度有望进一步加大。从财政政策来看，四季度将提前下达 2020 年部分专项债额度，全部用于基建投资，有望推动基建投资增速继续回升；从货币政策来看，流动性仍然保持合理充裕，货币政策重点将在下大力气疏通货币政策传导，推动实际利率下行，加大金融机构对实体经济尤其是小微、民营企业的信贷支持，增加对制造业中长期贷款，推动信用边际扩张。

贸易战阶段性缓和 人民币汇率贬值预期修复

经过前期对贸易战发展方向极其悲观的冲击之后，汇率短期的底部已经形成，叠加 10 月贸易谈判取得阶段性进展，人民币汇率贬值预期有所修复。汇率重回中、美基本面的比价，则由于本轮中国经济下行与货币放松均领先于美国，随着宽信用的效果逐步体现，汇率会有一定升值空间。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。

2019 年 四季度 投资策略

展望四季度，债市短期仍将维持震荡或小幅上行的局面。首先逆周期调节政策短期或能一定程度上抵消地产投资增速下滑，从而经济短期内失速的可能性不大；其次，通胀中枢上行主要是猪肉供给导致，虽然不会对货币政策形成掣肘，但短期内也难见央行又更宽松的举措出来；再次，贸易谈判有所进展也提升了市场的风险偏好。但我们看到，在严控地产的情况下，暂时没有其他行业能够支撑起经济，如果地产投资增速出现较大幅度下滑，明年经济下行的压力仍在。且全球经济下滑、外需也疲弱。在此环境下，利率调整的幅度也有限，且调整也将带来更好的配置机会。同时，虽然边际上更宽松的货币环境较难见到，但央行对市场越来越精细的调控将保证市场融资成本稳定，较低的融资成本也为杠杆提供价值，短端信用债很难进一步上行。

信用债方面，“包商事件”导致质押条件的提升已然常态化，这加剧了信用利差的扩大，高等级信用债将持续受到追捧。随着信用利差的扩大，低等级信用债的性价比逐渐显现，为精细化信用甄别提供了发挥空间。在目前宽信用的大环境下，央地分税向地方倾斜，金融体系也将资金更多引导进入实体经济，行业龙头产业债以及低等级城投债的安全边际都将得到改善。地产拐点之后，布局合理、杠杆不高、公司治理好的地产公司将脱颖而出。操作上，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。四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

债券方面，三季度市场整体呈现“V”型走势，收益率先下后上。相比上半年经济运行的平稳态势，7月底召开的中央政治局会议指出“国内经济下行压力加大”，政策在稳增长和促发展方面有了更多举措。央行也在本季度采取全面降准和定向降准的方式释放流动性加以配合。组合在三季度维持以高等级信用债配置为主的策略，适当降低了杠杆水平，并对长久期的利率债进行了止盈。展望未来，稳增长与调结构将长期共存，经济波动性系统性下降，优质资产的收益率区间上限持续走低。我们将以投资级信用债配置为主，稳定地获取票息收益；积极运用利率债交易策略；并发挥团队信用研究的传统优势，坚持自下而上的个体研究，着重调研具有竞争优势的产业龙头和政策支持地区的城投债，努力为持有人获取长期、稳健的回报。

权益方面，三季度市场整体震荡，结构上出现了一定程度的分化，上证综指在三季度下跌2.47%，创业板指上涨7.68%。展望未来，从宏观环境来看，经济增长仍然具有压力，但边际上回落趋势有放缓迹象，未来对股市可能形成正面支撑。估值水平看，目前整体估值水平仍然处于历史中枢之下。结构上分化较大，一些消费和科技类公司估值已达到历史偏高水平，但一些盈利能力稳健的周期类龙头公司估值水平处于较低的水平，开始具备配置价值。未来我们仍然坚持价值投资理念，自下而上精选估值合理的优质龙头公司的配置。



ZHANG FENG
张锋
先生

三季度股市基本以震荡和结构行情为主，上证指数、沪深300、上证50、和中证500指数略有下跌，创业板指数在科创行情带动下上涨6.7%，是表现最好的指数。从行业来看，TMT板块、医疗及服务、食品饮料等弱周期板块表现较好。

具体操作上继续保持高仓位运作，持仓组合与2季度变化不大，继续重仓在大金融、大消费和周期性行业的龙头公司上。在经济结构大变化的背景下，关注细分市场中小型的中型龙头企业的成长机会。



LIN PENG
林鹏
先生

三季度虽然国内宏观经济依然较为疲弱，贸易战依然影响国际经济走势，但投资者的心态明显趋于稳定，整体市场走平，个股活跃度明显提高，板块热点有所扩散。显然，市场已经从去年较为恐慌的心态中走出，经济虽然继续减速，但在预期内；贸易战虽然继续发展，但影响力逐渐减弱。我们将精力侧重于个股的挖掘上，而抓手就是上市公司在行业内竞争力的变动情况。我们相信，虽然宏观有波动、行业有起伏，但只要任何一个行业不处于明显收缩或者被替代的状况，那么行业内具有竞争力的公司始终会有好的发展，股价也会最终反映其真实的价值。

对于未来的市场走势，我们认为在经历了几个季度结构化非常明显的行情后，各种类型、各行业的表现将会趋于均衡，部分估值显著处于历史底部的板块将有补涨的动力，其中的地产、传媒、汽车、券商等行业的公司是我们重点研究和关注的领域。



WANG DAN
王丹
先生

3季度权益市场呈现震荡格局，科创板带动下中小市值科技股表现强劲。债券收益率先下后上，基本回升到6月底水平，信用利差处于历史低位。

3季度地区政治风险、国内信用风险均有性质上的转变。近期债务违约呈现出单方面依据债务人意志强制减记的态势；也有越来越多的已违约企业仍正常生产经营；甚至出现违约企业进行大额捐赠的案例。以上种种，表明违约已有破窗效应的苗头，若不加以遏制，会影响广大债务人的还款意愿，整个市场的信用循环将梗阻。然而信用利差似乎完全没有反映这种令人不安的态势。

与前两次快速贬值不同，人民币破7并没有引发剧烈的资本外流，说明近期某些政策是奏效了。但也不能放松警惕，因为汇率升降是双刃剑，规避管制的方法从设计到被普遍采用进而产生广泛影响需要较长时间。经常项目增速的持续萎缩是否能继续带来足额的宝贵外汇更是一个重要风险环节。

从数据上看，全球经济最近三个月下滑的速度比较快。若发达国家央行再次启动QE，凭借中国资本市场的低估值，加之国内大局的稳定，市场很可能有起色。这种行情建立在多重政策短期博弈的基础上，并不稳固，所以我们在布置头寸时仍会尽力控制风险。

具体操作上，适当增加权益仓位，配置受益于贸易战缓和的个股。债券操作的宏观背景已经发生很大变化，对投资者而言，可能面对范式的转变。下面几个月，我们将其作为平衡内外部市场的工具进行交易。



XU XI JIA
徐习佳
先生

三季度宏观经济和外部环境异常复杂，全球政治环境、贸易格局走向的较大不确定性进一步增加了投资难度。尽管外部环境的重新架构需要时间逐步沉淀，但以合理的价格投资优秀公司的投资理念不会过时。东方红中证竞争力指数基金作为秉承投资一篮子高 ROE 公司组合的投资载体，自七月底成立以来，根据指数构成逐步建仓，截止九月末权益仓位已经达到 90% 以上。

根据 9 月 30 日东方红资产管理提供的指数估值信息，指数成分股加权 ROE 为 15.7%，显著高于沪深 300 约 12.2%，创业板指数约 8.9% 的水平。PE 水平为 12.9 倍，略高于沪深 300 约 12.3 倍，显著低于中证 500 和创业板指约 25.8 和 55.7 的数值。国际上横向比较 ROE 和 PE 水平的匹配，竞争力指数相较德国 DAX（7.7% 和 20.5 倍）和日经 225（10.7% 和 15.2 倍）在这两方面具有明显优势。而标普 500 的 ROE 水平虽然与竞争力指数接近，但目前 PE 估值则达到约 21.6 倍。

我们会密切关注指数成分股在盈利能力上的变动趋势，以优质企业的均衡组合去穿越周期，赚取优秀企业为投资人带来的长期回报。外部环境的不确定性一方面带来了风险，一方面也带来了机会。优秀公司面对行业压力时也许更能充分展现其竞争力，而市场悲观时的下跌会一定程度上释放估值风险。



GAO YI
高义
先生

三季度，市场有所回落，结构大幅分化，其中 TMT、医药、食品饮料、军工等行业上涨，尤其是电子、半导体等板块表现抢眼；有色、煤炭、钢铁、建筑、房地产等周期类行业回落。这种分化，可能是在贸易争端此起彼伏等不确定性背景下，投资者短期更加偏好 5G、苹果、华为产业链等具备一定成长潜力的板块所致。

总体看，市场在 2800-3000 点附近窄幅震荡，个股赚钱效应较强，市场也表现出一定的韧性。产品管理上，我们总体仍保持持仓稳定，并持续优化持仓结构，在部分银行类转债满足强赎条件后选择了转股或退出，并适度增加了证券类转债的仓位。

展望未来几个季度，我们认为，尽管外部环境复杂多变，中美贸易、科技、金融等方面的竞争日渐白热化，但中国自身应对困难和挑战的信心在增强，社会也空前团结。市场或许在一定程度上会有所动荡，但考虑到当前市场的总体估值不高、龙头公司稳定增长态势不变、流动性环境逐步改善、经济在对冲政策下或有企稳可能等情景，我们对后市并不悲观。

行业方面，我们继续看好竞争格局稳定、对宏观经济敏感度较低的食品饮料、家电等行业，同时对金融、汽车等顺周期行业、以及科技类成长行业也会保持关注。我们也将积极寻找自下而上的投资机会，重点关注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

三季度转债的估值水平出现了一定幅度的抬升。目前转债的整体估值水平相比年初已经有一定程度的修复，一些中高评级的转债相比其对应股票已经不再具备明显的估值优势。但随着转债市场的继续扩容，仍有很多优质转债的机会可以继续挖掘。在这种环境下，未来对转债的研究和投资也会以自下而上、精选个券为主，重点选择性价比高的转债进行配置。

7-8 月在经济下行压力、美债收益率大幅下行等因素作用下，市场走强，10 年国债一度下行到 3% 附近；随后，猪价不断上涨引起市场对后期通胀担忧，9 月沙特油田被炸也引起了原油价格的短期波动，叠加基建、制造业以及消费等方面的逆周期调节政策力度加大，9 月市场出现了调整，10 年国债回到 3.14%。全季来看，10 年国债仅下行 8BP。信用债期间也随之走强，且信用利差有所压缩。

展望四季度，债市短期仍将维持震荡或小幅上行的局面：首先逆周期调节政策短期或能一定程度上抵消地产投资增速下滑，从而经济短期内失速的可能性不大；其次，通胀中枢上行主要是猪肉供给导致，虽然不会对货币政策形成掣肘，但短期内也难见央行有更宽松的举措出来；再次，贸易谈判有所进展也提升了市场的风险偏好。但地产严控基调不变的情况下，明年经济下行的压力仍大，且全球经济下滑、外需也疲弱，在此环境下，利率调整的幅度也有限，且调整也将带来更好的配置机会。信用债方面，持有套息仍然是后期主要的策略，操作上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。



ZHOU YUN
周云
先生

三季度，美国经济出现了疲软的迹象，美股的波动加大。国内经济整体平稳，通胀受猪肉价格等因素影响，有所反弹。A 股指数呈现先抑后扬的走势，8 月上旬，伴随海外市场的下跌，A 股也未能幸免，但是随后领先美股企稳，并走出一波以科技股为代表的上涨行情。整个季度沪深 300 指数微跌 0.3%，创业板指上涨 7.68%。分行业看电子股表现一枝独秀，涨幅超过 20%，钢铁、采掘等板块表现较差。

展望未来，长期在全球利率都可能下行的情况下，“资产荒”的情况有可能会再次上演。尤其国内在房地产失去投资属性，大量的刚性兑付的债务被打破之后，权益类资产可能会显得尤为稀缺，但是中短期货币政策可能会受到通胀的影响。所以整体上，我们对市场整体并不悲观，但是另一方面，市场分化非常严重，大部分优质股票被投资者抱团取暖，而估值便宜的大部分股票或多或少都有一些瑕疵，选股的难度也非常大，甚至有踩雷的风险。在这种情况下，我们采取均衡的组合管理策略，以稳定的高股息的股票为盾，以优质成长股为矛，努力为客户创造回报。



TAN PENG WAN
谭鹏万
先生

中短期受到杠杆率较高、新旧动能转换、外部贸易摩擦持续的影响，经济持续承压。但从中长期看，在政府的有效应对、科技投入持续增加，庞大的工程师和科学家红利助力下，中国经济将转向高质量发展阶段。在这个过程中，具有核心竞争力的公司将进一步巩固其先发优势，在没有较大意外冲击的情况下，通胀和利率将较长时间维持低位，市场将追逐具有较高确定性的资产，优质公司股价可能会继续表现出强者恒强的特征，一些具有较好行业发展前景和核心技术优势的科技公司也会获得很好的股价表现。

三季度，各组合减持了一些具有强周期性和行业竞争格局进一步恶化的个股，调整了一些消费股的持仓，未来几个季度，将把精力集中在消费、医药、金融、大制造的研究和投资上，坚持自上而下选择行业配置方向和自下而上选择个股相结合，并适度控制行业配置比例，优化持仓结构，争取减少组合的回撤幅度，与优秀的企业共成长，为投资者带来长期稳定回报。



QIAN SI JIA
钱思佳
女士

19年三季度市场整体较为平淡，主要指数波动并不显著，上证综指略跌-2.47%，深证成指略涨2.92%，创业板指数上涨较多约为7.68%，其中电子板块在三季度表现突出，整体板块涨幅在18%左右。

整体来看，我们的经济环境仍处于内忧外患的格局之中。自去年6月以来，中美摩擦已持续1年多，不断升级的关税贸易打压手段之外，近期美国对中国的制裁手段有向金融领域延伸的迹象，这或许是为后续的谈判增加更多筹码。而国内的经济还处于进一步磨底的过程中，在国内政策明确不走刺激地产的老路之后，工业经济增速持续下行，7月规模以上工业增加值同比增速4.8%更是创下09年3月以来的新低，2季度GDP增速创下了6.2%的27年新低，而后在9月全国制造业PMI小幅回升至49.8%，并创下5月以来新高，指向制造业景气开始出现改善。我们对国家的政策定力和执行力充满信心，国家将通过减税降费来培育经济内生动力复苏，将通过提振居民收入和企业盈利来托底投资和消费。5G将引领新一代的技术进步，内需必然是中国最好的发展基石，国家将进一步鼓励科技创新，同时会大力发展资本市场，我们对权益市场未来继续保持谨慎乐观。

截止到三季度末，沪深300的年初至今收益率达到26.7%，虽然三季度整体比较平稳，但今年以来的权益市场回报还是比较可观的。在目前的经济形势下，去杠杆仍是中长期的基调，但投资者不必担忧经济失速，对于流动性也不必过于担忧。经济增速虽然有可能继续下行，但是市场更为开放、竞争秩序向好，龙头企业的竞争优势将会更为明显，这与我们一贯的投资理念相契合，我们仍将精选个股，选择有核心竞争力的、长期竞争优势不断积累的优秀公司，并做长期投资分享其成长收益。



LI JING
李竞
先生

三季度，市场有所回落，结构大幅分化，其中TMT、医药、食品饮料、军工等行业上涨，尤其是电子、半导体等板块表现抢眼；有色、煤炭、钢铁、建筑、房地产等周期类行业回落。这种分化或是在贸易争端等此起彼伏的不确定性背景下，投资者短期更加偏5G、苹果、华为产业链等具备一定成长前景的板块所致。

总体看，市场在2800-3000点附近窄幅震荡，个股赚钱效应较强，市场也表现出一定的韧性。产品管理上，我们总体仍保持持仓稳定，并持续优化持仓结构，在市场特别亢奋的一些板块，尽量保持均衡的配置，控制风险敞口，坚持我们的估值体系。展望未来几个季度，我们认为，尽管外部环境复杂多变，中美贸易、科技、金融等方面的竞争日渐白热化，但中国自身应对困难和挑战的信心在增强，社会也空前团结。市场或许在一定程度上会有所动荡，但考虑到当前市场的总体估值不高、龙头公司稳定增长态势不变、流动性环境逐步改善、经济在对冲政策下或有企稳可能等情景，我们对后市维持谨慎的同时，对一些行业的龙头优质公司并不悲观。

行业方面，我们继续看好竞争格局稳定、对宏观经济敏感度较低的消费类行业，同时对金融、汽车等顺周期行业、以及新能源、科技类成长行业也会保持关注。

我们将继续坚持一直以来的价值投资风格不动摇，以客户利益最大化为目标；保持较为均衡的配置，积极寻找自下而上的投资机会，重点关注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。



JIANG JIAO LONG
蒋蛟龙
先生

回顾三季度，在国内经济基本面向下行叠加外围债市收益率不断下行的背景下，国内债市也走出一波小牛行情，10年期国债收益率一度下行至3%附近。四季度以来，随着猪肉价格对CPI推动和逆周期政策加码的预期，债券市场随后出现了较为明显的调整。

展望四季度，债券收益率仍有震荡上行的压力，一方面在逆周期政策调节支持下，经济增长失速风险较低，另一方面由于短期通胀压力，对货币政策进一步宽松构成掣肘。目前货币政策的重心是疏导利率传导机制来引导实体经济利率下行，而非简单的“大水漫灌”。从中期来看，在地产严控基调不变的情况下，基建投资也受制于地方政府债务杠杆限制，经济下行压力仍在，同时随着猪肉价格对CPI扰动因素的减弱，有望进一步打开货币政策空间。因此，市场利率也有望在基本面和政策面的利好之下重新进入下行区间。信用债方面，由于目前金融监管的加强和经济基本面的下行，未来信用分化依然是常态，对此，我们将利用信用研究方面的优势进行个券的挖掘，为组合获取超额收益。



QIN XU WEN
秦绪文
先生

3 季度，国家政策导向重回稳增长，A 股市场表现活跃，5G 产业链相关公司市场表现活跃。整个季度，沪深 300 指数微跌 0.29%，创业板指上涨 7.68%。分行业看，电子板块市场表现最佳（上涨 20.2%）；计算机板块、生物医药板块也有不错的市场表现，而建筑、地产、汽车等行业板块的市场表现较差。

我们持有的地产行业的上市公司，是行业内最具竞争力的公司。尽管地产行业不再高速增长，但是市场份额将不断向业内头部企业集中，我们坚信持有的地产类上市公司有非常不错的发展前景、盈利能力，同时，因为市场的偏见，这些公司的估值水平又非常低。持有这样的标的，风险收益比非常高。

我们持有的汽车类相关标的，即将迎来曙光：基本面方面，行业库存非常低，促销力度收窄，龙头公司的业绩即将见底回升；同时，机构对汽车股的持仓水平非常低，目前的时点看，我们持有的汽车股，风险收益比也非常不错。

同时，我们对一些今年以来涨幅很大、估值水平已经接近历史高位、风险收益比变差的股票，进行了适当的减持。



WANG YAN FEI
王延飞
先生

三季度，沪深 300 指数下跌 0.29%，创业板指数上涨 7.68%。其中电子元器件（18.63%）、医药（6.86%）、计算机（5.03%）表现相对较好；钢铁（-10.51%）、有色（-7.04%）、商贸零售（-6.78%）表现相对较弱。

虽然经济形势仍然面临较大压力，中美贸易谈判仍然进行艰难，但市场基本已有较为充分的预期。从资金需求的角度看，业绩稳定、高分红的公司仍然会得到重点关注。

接下来，我们将会重点关注：受经济、政策因素影响较大，存在边际改善的可能性的行业，比如房地产、汽车。外部制约因素影响减弱，行业内优秀企业有能力通过市占率、经营效率的提升率先走出；

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

三季度，虽然外部环境依旧复杂，国内经济也逐步进入低增长的阶段，但在大环境有压力的情况下，可能更能体现龙头公司、优秀企业家的长期战略布局和应对复杂形势的能力。虽然行业的增长是驱动企业成长的重要动力，然而在外部压力下，竞争格局的持续改善，也有可能驱动一批企业的规模持续增长，走上新的台阶。我们相信在外部环境不确定性增强时，企业竞争力的确定性尤为珍贵。

我们认为，中国市场有机会孕育一批具有全球竞争力的公司。我们希望投资组合能够兼顾幸运的行业、优秀的公司和合理的估值，着眼长期的竞争壁垒和安全边际，给持有人创造稳定持续的回报。



KONG LING CHAO
孔令超
先生

从宏观经济来看，在逆周期调节力度加大下，经济增速有望逐渐在 4 季度见底，名义经济增速料将高于 3 季度；从上市公司盈利水平来看，Q3 盈利状况可能是这一轮盈利周期的底部，Q4 盈利增速有望回升；从估值水平来看，目前上证综指 PE（TTM）13 倍左右，处于历史 40% 分位数左右，整体估值仍然不高。因此综合来看，随着逆周期政策逐步发力，权益市场仍有较多的投资机会。从投资策略来看，我们仍然坚持价值投资理念，自下而上精选个股，注重回撤控制，一方面对估值已经处于高位的部分个股进行再平衡，另一方面逐步配置估值处于低位的优质周期龙头公司。

转债方面，展望 4 季度，权益市场在逆周期政策发力下有望逐渐企稳回升，转债市场整体将获得平价抬升的支撑，但是经过 3 季度估值的拉升，虽然当前估值没有达到 4 月初的高点，但也处在年内高位，因此难以继续享受转债所具有的不对称优势。从结构性来看，个券之间估值差异巨大。因此在下一个季度转债配置中，我们将一方面涨幅较大、估值较高的个券兑现收益，另一方面加强对新券的研究，着重配置估值合理、基本面优异的新券。

林鹏：东方红资产管理 20 年坚守价值投资的思考与实践

来源：雪球今日话题，原标题为《东方红林鹏：在中国践行价值投资 20 年的系统阐述》

价值投资需要正确的理念和方法，也需要足够好的长雪坡。东方红资产管理（以下简称“东方红”）作为中国价值投资的标杆机构之一，从 1998 年东方证券成立之初（东方红前身为东方证券资产管理部）就选择了价值投资之道，通过 20 多年在中国资本市场的滚雪球实践，东方红在 A 股抓住了一批在中国经济发展浪潮中创造奇迹的中国龙头公司，在伴随中国股市成长和中国公司成长的过程中，东方红的资金规模也从十亿级增长至现在的千亿级。

新中国 70 周年华诞之际，雪球 # 做多中国 # 投资大咖对话系列活动，与管理数百亿基金规模的东方红知名基金经理林鹏先生进行了深度对话，林鹏先生向我们系统阐述了东方红是如何在 20 年前 A 股尚在摸索成长时就选择了价值投资、价值投资在 A 股这些年的发展和实践、东方红的价值投资理念和体系的进化过程，阐述了东方红“选股—买入—持有—卖出”的完整投资系统，并阐述了对中国经济和产业发展的信心与展望。

以下是雪球与东方红林鹏先生的访谈实录：

关于东方红资产管理的成长故事以及价值投资理念和体系的形成

雪球：林鹏总作为东方红的早期创始团队成员，经历了东方红的整个成长，能否结合自己的个人经历，谈谈价值投资的基因是如何在东方红扎根和发芽的？

东方红林鹏：我们价值投资的选择跟东方红的创始人王国斌总、陈光明总关系很大。东方红的前身就是东方证券资产管理部门，当时的中国资本市场是非常初始的状态，彼时机构投资者都或多或少存有跟庄炒股的意识，而当时的负责人王国斌认为，这是不符合市场发展规律的，明令禁止，要求我们只能去做价值投资。当时这是非常稀奇的事情，没有人认为价值投资这个模式能够赚钱。

但从 1998 年到 2000 年初，随着一波熊市的到来，当时很多投机的机构因为做庄而倒闭，而我们公司存活下来了，因为我们没有选择赚快钱。

这件事对我的影响很大：下定决心坚持正确的事，即使短期看不到效果，长远看反而是回报最丰厚的。眼红于赚快钱，迟早会付出代价。

所以说，东方红价值投资的基因一方面是制度因素，东方红严格禁止去做那些违背市场规律的事情；一方面是创始人的选择，他们选择了价值投资这样相对于当时中国股市的风格，我们就这样选择了价值投资的路径，并始终在完善和优化。

雪球：您提到了你们对价值投资的方法进行完善和优化，那么在过去 20 多年的投资中，你们认为国内的价值投资实践和国外有什么不同？

东方红林鹏：首先，利率环境不同。比如说巴菲特最早是师从格雷厄姆，格雷厄姆做的价值投资很多时候是要选择低估值的个股，但格雷厄姆做价值投资的年代，美国处于高利率环境，

彼时的利率甚至高达 15%，由于无风险收益率很高，对股票的回报率要求也就高，必然导致权益类资产的估值很低，所以出现了大量股价低于净资产的状况。但是中国从 2000 年以后就不具备这么高的利率环境了。

此外，相比我们的整体经济和货币规模，中国 A 股在很长的时间内都是非常小的市场；再加上中国的东方文化特质中好奇新鲜与追求热潮，使得我们在实践价值投资理念的时候，实际上面临的是估值非常高的市场，我们很少经历过股价普遍低于净资产的环境。譬如 2000 年开始，台湾股票的市盈率很多都是十来倍，但 A 股很长时间里最低也是三四十倍，甚至达五六十倍或更高。

最后，中国的上市公司成长路线也不一样，中国经济一直保持两位数的高增长，即使到现在也有 6% 以上增速，但是海外成熟市场的经济增速已经比较慢，所以整个 A 股市场是偏成长，大多数上市公司的增速也更快，可以将整个 A 股市场定位成一个成长型市场。

所以，国内价值投资和国外比，在起步上有很大的不一样，我们面临的是一个高估值高成长的起步。

关于东方红“选股—买入—持有—卖出”完整价值投资体系的系统阐述

雪球：刚才您提到要投资好公司，也提到要看公司管理层、企业文化等，那么东方红在投资研究过程中，如何进行公司评估？定性分析和定量分析，更重视哪个？

东方红林鹏：我们可以有一些定量分析，比如这家公司的市场地位、人员结构、研发投入、员工薪酬等。高薪酬的公司，人员结构和工作效率往往也更高。当然还包括常用的财务指标分析，类似收入利润、经营周转、资产负债等。具体公司根据不同产业特点去看不同指标。

定量分析是必要的，但定性可能更重要。比如说管理层对于战略的选择，其对未来和趋势的判断是不是接近于真实的情况。是孤注一掷的赌博性发展？还是考虑全面有的放矢的战略布局？还有管理层有没有善待客户、善待员工，有没有为股东创造回报，而不是去侵占股东利益。

综合起来，定性的东西往往更重要，我们要在定量的基础上去做定性分析。

雪球：现在所谓的核心资产非常火爆，投资者都在追捧各大行业龙头，这些在前几年其实是大家都不太看好的大蓝筹，但东方红这么多年以来是倡导投资龙头蓝筹的，现在市场和东方红多年的投资理念貌似形成了非常好的共识，关于核心资产，东方红是否有不同于市场的理解认知和投资策略？

东方红林鹏：有些行业和公司，如果我们觉得自己没有足够的研究优势和认知优势，即使我们损失了这个板块的收益，从长期来看一定不后悔。因为我们在认识不深的股票上能获得收益，那可能是水涨船高；但不是我们独特认知带来的话，是不稳定的。

我们需要通过自己独特的认知来形成稳定的长期收益率，而不是随波而流。没有深刻理解这其中的认知差异，跟着别人一起追上去，最后总是会跟着别人一起摔下来。现在的核心资产行情，需要有更深入的认知逻辑做支撑。

雪球：买入公司后，价值投资理念提倡长期持有分享公司的成长红利，但是，股市涨跌，基金净值难免产生回撤，长期持有和净值回撤经常会产生冲突，林鹏总和东方红怎么看待和解决长期持有－股价波动－净值回撤的问题？

东方红林鹏：这是一个定位问题。我们的目标是为客户在我们定义的投资周期内，比如三年或者更长期，创造相当不错的绝对收益回报。

我们没有办法把自己定义成能在任何时段都为客户创造绝对回报的基金，因为我们擅长的股票投资领域本身具有较高的波动性，但是从长期来看股票又是收益率相对最好的资产，不管是在中国还是在全球，股票收益都比房产、债券、黄金等更高，但需要给我们一定的时间。

定位明确以后，我们的方法就是坚持高仓位去做投资，因为我们定位是资产配置中的权益类投资，那就要把我们最擅长的那部分做好，因而权益投资在大多数情况下都保持比较高的仓位。我们不去做择时，研究也证明大多数机构投资者并不能通过择时产生超额收益，在行业选择上做到更均衡的配置，这也能一定程度上降低我们组合的波动性。此外，和指数非常接近并不是我们的目标。我们还是希望和指数比能够有很好的超额回报，那我们在个股的选择上就会比较集中。通过行业分散、类型分散、个股集中的方式来努力实现低波动，控制回撤争取高收益。

雪球：如果把投资周期拉得更长做长期投资，除了股价波动，再优秀的企业也都会出现经营波动，这种波动有可能会更导致更剧烈的股价变化，对于企业的经营波动，您是怎么看的？

东方红林鹏：我们当然希望能预测这种波动，并进行适当的个股转换。但大的波动往往是企业或者行业本身都没有意识到的情况下产生的。对于这类波动，我们希望自己能够意识到，或者能有良好的心态去应对。

如果这种波动是宏观和全面性的，那我们会观察企业在面对这些情况时候是不是比别人做得更好，如果确实应对得更好，历经这种波动，我们很可能会继续持有。因为我们相信行业既有历经下行的时候，那它也会有回归正常的时候。

雪球：价值投资强调长期持有，那东方红什么情况下会考虑卖出？

东方红林鹏：首先，我现在买股票之前，就考虑买入后三年内

不卖，这样即使规模大也没有流动性冲击问题，所以我是从不卖这个角度去考虑、去做买入的决定，我买的时候就想好了希望三年内不卖。

所以回到你的问题，怎么卖出股票？最好是不卖。

当然我们也会有不少涨了很多卖掉的情况：一方面看估值是不是高到了我们不可接受的地步，市场情绪是不是过度亢奋；另一方面是公司的竞争力变得没那么突出了，它的产业环境和行业格局开始转变。还有一种比较少的情况，就是我们一开始就看错了，一旦意识到自己错了，我们会比较坚决地去卖出，真实地面对错误并及时止损。

雪球：过去这些年，东方红取得了非常好的超额收益，这个alpha来源，你们更多是归因于团队的研究能力和择股能力，还是对价值投资的坚信笃定和知行合一？

东方红林鹏：那最重要的肯定是来自我们最初走价值投资这条路的选择，以及在这个选择下形成的公司文化和我们的价值观。但并不是说只有我们的文化和价值观是最好的，别的机构也有其他的方法做投资，他们有他们的文化和价值观，同样也能为持有人创造回报，这没有好坏之分，只有合适不合适。

关于中国经济增长和产业发展趋势

雪球：看了林鹏总管理的基金组合，发现中国制造和中国消费的仓位是比较高的，是不是可以理解在做多中国的制造升级和消费升级，如何看待中国经济的产业结构变化和未来趋势？

东方红林鹏：我们应该说还是比较擅长投资制造业公司，消费行业也有部分仓位，但更主要是看好中国制造业。虽然说中国已经是全世界最大的制造业国家，但是我们的制造业水平还处于中等水平，我们有很清晰的产业结构和提升路径，这是即便贸易摩擦也很难阻挡的趋势。所以我认为中国制造业还是有非常大的空间，这是个市场化程度高、充分竞争的行业，并且具备全球扩展的空间，制造业只要你做得好，就能够有足够的发展空间。

雪球：价值投资滚雪球需要长长的雪坡，而当下中国面临着更复杂的经济环境，请问林鹏总是如何看待接下来中国经济的竞争优势和成长性的？

东方红林鹏：我认为我们很有希望，因为中国人民很勤奋，中国有非常大的市场，中国老百姓很注重教育，中国现在有很好的营商环境，我们现阶段，国家的科研和创新水平也处于快速发展阶段。虽然我们和美国还有一定差距，但已经稳居全球第二的位置。

在中国我们永远不缺少能够培育优秀企业的土壤，我们完全不需要去抱怨外部环境，因为有足够多企业供我们做投资选择。



东方红资产管理韩冬： 价值投资理念在传承中发扬光大

文 / 王元也 中国基金报

有这样一款基金，在 2015 年上证指数 3300 多点时发行，成立三个月后遭遇股灾，半年后即创下历史新高，经历 2016 年的熔断、2018 年贯穿全年市场的持续下跌，在 2019 年前 9 个月三次创下累计净值新高，也是 2015 年发行的 17 只百亿基金中累计净值最高的。这只定位于挖掘符合中国转型升级方向、有国际竞争力的行业和企业

的基金，名叫东方红中国优势混合基金，是以坚守价值投资闻名的东方红资产管理（以下简称“东方红资管”）旗下的首支百亿基金，其基金经理韩冬，是东方红资管从应届生开始培养的新生代基金经理，近期他首次接受媒体采访，详细阐述了在日益成熟的 A 股市场上价值投资发挥作用的原理与机制。

价值投资梦之队

中国优势混合基金成立以来共经历了 5 任基金经理，包括东方红资管副总经理林鹏以及同样成长为投资骨干的新生代基金经理王延飞，韩冬是其中管理该产品时间最长的一位。在他看来，东方红的投资团队是价值观非常相近的一群人，都是严格地继承了东方红的价值投资理念体系。

为什么价值观相近非常重要呢？在韩冬看来，市场是很多元的，股价涨跌看似只是一个二元的结果，但背后是宏观经济、公司价值、流动性、市场情绪等因素的合力。用不同的角度去看待，投资的框架与追求的回报是完全不同的。对东方红资管的投资团队而言，研究公司本身的价值是股票投资亘古不变的核心，这是团队共同的信仰。

东方红资管新生代基金经理，基本上都是毕业后从助理研究员做起，经过七至八年的行业内扎实研究训练，方可根据自身兴趣转做基金经理，所以投资和研究团队之间多年密切交流形成了高度的默契。这样的人才培养机制，让投资团队成员相互之间比较了解彼此的态度、性格，沟通成本很低。

对于韩冬而言，成为基金经理后，依然会对研究员时专注的电子行业股票保持跟踪，而相对涉猎较浅的行业板块，则有高度熟悉和信任的其他团队成员提供支撑。这种类似国外专业资产管理机构的多元顾问制度，加上共同的价值观，可以让 7、8 人的投资团队高效管理 700 多亿的资产，而不是让一个基金经理单兵作战去管理一个百亿产品。

东方红的新生代基金经理基本都是 80 后，在校时正是西方经济学进入中国高校并日益普及的阶段，因为接受过良好的理性分析和西方经济学的系统训练，新生代基金经理对于价值规律有更为体系化和理性的分析逻辑。

在韩冬看来，东方红资产管理的价值投资理念属于“传统流派”，

坚信长期来看市场是有效的、均值回归在任何条件下都会成立，因而基金经理最核心的能力就是判断股票的真实价值到底是什么，在价格波动到低于均值的位置买入，即使未来股票价格可能继续下跌，但最终还是会向均值趋近。

工科出身的韩冬十分崇尚理性分析，强调投资决策不能想当然，他有一套十分科学的决策思维框架：一切决策都是优化问题，可以简化为寻求约束条件下目标函数的最优解。对股票投资决策而言，目标函数表面看似似乎可以简单定义为追求高收益、把产品净值做高，但真正经历了市场起伏后，韩冬调整了自己对于目标的认知，在他看来，真正的目标应该是追求风险调整后的高收益，而不是一味追求高收益而罔顾背后承担的风险和净值波动。

而投资的约束条件就是投资团队的能力圈。谈到能力圈，韩冬有着超出年龄的冷静认知，承认并不比别人更聪明的情况下，凭借“守拙”和长期视角，来赚到属于自己能力范围内的钱。东方红资管投资团队共同的价值观主要就是围绕以下两点坚守：一是愿意在行业研究上挖得更深、待得更久；一是比别人更长的评估视角，坚持三年为周期考核投资业绩。

正是在价值投资的统一理念指导下，不断壮大的投资团队可以将一套管理模式实现体系化运作，管理规模从几十亿增长到几百亿，仍然有效且高效，缔造了一只价值投资的梦之队。

定价的艺术：挑战共识

挖掘公司本身的价值，是东方红资管投资团队自下而上选股的出发点，韩冬坦言，对公司定价是一件非常艺术的事儿。

工科出身的韩冬，在 9 年的市场磨炼中，对于定价艺术摸索出了颇具哲学意味的描述——模糊的正确，好过精确的错误——公司的定价不是算出来的，我们没法穷尽所有的风险，因而要非常谨慎地去面对我们不太了解的。对于一个公司是否值这个



韩冬指出，一个行业竞争格局好，结构好，更有利于龙头公司去发挥它的竞争力，更不鼓励那些去赌去投机的人，我们反而认为这样的行业格局挺好的，并不依赖行业高增长。

决策上，坚持要切入企业经营的本质去思考，自我要求是要看得足够长远、尽力接近企业的本质，不是简单看财务增长的部分。要深入理解公司的基本面，最好的方法就是把自己当做企业经营者的去思考问题，决定购买一个股票时，问问自己愿不愿意选这个公司实控人做合伙人、要不要成为这个公司持股百分之百的股东？警惕做决策时心里那一点点不确定感，比如员工薪酬水平偏低、团队凝聚力不够，这些瑕疵都可作为公司风险的识别指标。

但作为权益投资管理人，为客户创造一定水平的收益率，是基本的职业操守，如果不承担一点风险，那无异于存银行，这不符合客户委托专业基金经理进行投资的初衷。基金经理应具备对不同风险进行取舍的智慧。

韩冬坦言，相对而言他愿意承担行业风险、系统性风险，但不会主动选择承担公司经营层面与人相关的风险，比如实控人的人品和价值观的风险、缺乏企业家精神的风险。这样可以在重仓买入一只股票后，睡得着、能够心安。

中国优势：文化优势和竞争格局优化

在贸易战背景下，对于未来的忧虑是影响近两年A股市场情绪的重要因素，在谈及这一点时，韩冬特别提到了“中国优势”，这不仅仅是他管理的这只基金产品的名字，而是东方红投资团

队对于中国未来的乐观判定。在韩冬看来，未来世界发展版图上，中国优势主要来自于文化优势和竞争格局优化。

韩冬指出，中国市场是一个巨大的、有容错土壤的市场。企业可以在这样一个巨大的内需市场里去成长，即使做错了、做得不好，市场也会给你修正的机会，相比成熟市场，中国的企业拥有更大的时间和空间去成长。此外，我们的文化优势还体现在东方文化对于教育的重视，相信勤奋能够得到回报，因而愿意投入，正是这样的文化造就了源源不断的工程师红利。

中国经济确实近几年进入了一个减缓的状态，但韩冬敏感地捕捉到这其中的利好因素。在行业从高增长状态回落的过程中，大家普遍倾向追求更具确定性的溢价，高增长阶段的盲目扩张、跟风投资逐渐消失，导致在某些高增长行业的激烈竞争回归正常水平。在减速的过程中，行业开始洗牌，虽然不如高增长阶段那么性感，但活下来的企业可以慢慢把份额做大，没有过度厮杀，反而龙头企业的利润还有进一步提升的空间。

东方红资管投资团队对竞争格局的看重，比对行业增长的看重要更多一点。韩冬指出，一个行业竞争格局好，结构好，更有利于龙头公司去发挥它的竞争力，更不鼓励那些去赌去投机的人，我们反而认为这样的行业格局挺好的，并不依赖行业高增长。

钱，比起精确地计算出一只股票有10%的上涨空间，有时候相对模糊的认知也许更逼近真相本身。这是一种实事求是的能力，对价值规律的常识积累的越多，偏差就越小。

韩冬告诉记者，他判定公司价值，往往离不开以下几个常识：公司价值取决于未来能给股东创造多少自由现金流，而自由现金流远期的比重是很大的，所以一个公司经营的远期持续性远比短期利润多少重要。如果短期的经营波动不改变公司长远的发展，那么其真实价值就没有发生巨大的变化，短期的股价波动反而带来了机会。

优秀的公司其实非常稀缺，而很多优秀公司的内在价值是在承担了较低风险的前提下不断增长的，因而不宜因为价格达到了目标价就轻易卖掉，频繁交易去追逐小的波段反而更容易出错。这也是东方红资管对优秀公司的股票长期持有的核心逻辑。这其中不仅是有耐心那么简单，而是要基于非常深入的追踪评估。

在东方红资管对上市公司内在价值挖掘的历史上，有过很多次用常识挑战共识的经典案例。东方红资管重仓买入某乳制品行业龙头时，整个乳品行业正遭遇三聚氰胺事件的负面影响，甚至认为公司存在破产的风险；以苹果公司为主要客户的某消费电子公司，在苹果增长放缓时，市场普遍认为这类公司也没有前途了，而东方红资管凭借对公司价值的研判，对常识的认定，坚定持有。韩冬称，投资赚到最多钱的时候，都是在挑战这类共识的情况下取得的。

谈到东方红资管公募团队对制造行业的偏爱，韩冬认为这是一个直觉性认知，要看到股票背后的驱动因素，需要打破对股票分类的教条认知。比如一些计算机设备公司，表面看是制造业，但其最核心资产是软件工程师，所以本质上是一家软件工程师红利驱动的公司；比如一些看起来是对下游景气度依存度较高的制造企业，在行业不景气的情况下，业绩表现反而不错，这是因为它不仅受到下游行业景气影响，同时受到产业转移的逻辑驱动。

在韩冬看来，分散投资不能停留在行业层面，而要进一步深化到驱动因素层面，驱动因素的分散比简单的行业分散更重要，制造行业股票集中的表象背后，是在驱动因素层面的足够分散化。挑战共识，背后是对事实真相的多角度深刻思考，这也许就是东方红资管投资团队的底气所在。

风险管理：越进化，越敬畏

韩冬坦言，作为一家从券商集合理财转型为公募基金的资产管理机构，追求绝对收益，是东方红资管深入骨髓的基因，因此在他的定义里面，做投资最核心的一点是就做风险管理。

为做到知行合一，这么多年韩冬一直致力于在股票收益和风险调整因素之间，建立严谨的组合构建方式。在他的组合中，不同风险的股票，在组合中的定位是不同的：底仓是由低风险低回报最稳定的股票构成，定位于防守、获取基本的基础收益；进攻性股票，需要花精力好好调研和深入研究，用较小的仓位去博取较高收益，从而控制整个组合的回撤水平。

落实到具体选股上，韩冬经历了A股近几年向价值投资趋近的过程后，提出了“不可能三角”的观察结论——随着机构资金的共识不断增强，要找到同时具备“幸运的行业”、“能干的公司”以及“合理的估值”三个条件的个股，越来越难。而他最看重的是“能干的公司”，在不能同时满足三个条件时，公司的质地是要优先坚持的。

对韩冬而言，公司不仅仅是资产、厂房、设备的简单堆砌，而是一群人的有机组织，在评判公司价值时，他强调将公司作为一群人的组织去考虑，一个公司怎么样，要看这个公司的这群人、这个团队是怎样的，成员之间是什么样的文化、拥有怎样的战略眼光和执行力，这决定了同样资产，能否在公司管理者手里发挥最大效益。

基于行业研究员的扎实职业素养，韩冬担任基金经理后在个股



津端夫妇

小春日和：
指的是晚秋到初冬日阳光和煦的好天气。
有阳光是幸福的事，
他们把每天都过成了那样的日子。

他们用心回应四季轮回，夏季来临的时候，拉门变成了芦苇门，陶瓷餐具改为了玻璃餐具，羊毛寝具也换成了麻质，改变的不仅是氛围，更是一种心情。

四十年前，刚搬到这里时，英子就有一个愿望——拥有自己的菜园。不断失败，又不断尝试，菜园终于有了现在的规模。每年种蔬菜的时候都要有一种：“啊，再多种一点就好了”的感觉，这样才会对明年的播种充满了期待。

于是，他们种植了 50 种水果和 70 种蔬菜，菜园里无处不在的黄色便签，是他们家独特的风景。简明易懂、整齐划一，逐个看过别有趣趣。“一眼就知道哪里种了什么，没有开花结果也能认出品种，非常方便。”



津端的家

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。

有爱的日子，每天都是小春日和

文 / 吴比 智能客户服务部

每天都是小春日和。
那并不耀眼的初冬暖阳，
恰似他们日复一日的长情陪伴。

在爱知县高藏寺的近郊新城原木小屋里，津端英子和津端修一亲手织布、种菜、用心经营生活四十年，从一餐一饭到一针一线，最好的爱情，就是与爱的人一起慢慢变老，让我们走进这诠释生命与幸福的画卷吧！

与英子相识，是在修一“三十而立“的时候，在最好的年纪遇到了对的人。英子是爱知县一位酿酒坊主家的千金，在呵护中长大，却追随丈夫四处奔波，把自己练成一位贤妻良母，用美味的饭菜和贴心的关怀照顾着修一和孩子们，而修一会在假

期带着家人一起乘帆出海，享受片刻惬意的生活。为圆妻子的田园梦，修一最终选择停泊在这块乡间土地，亲手搭起木屋，开辟菜园，从此与英子远离城市喧嚣，在春种秋收中一任四季更迭。

六十岁才开始的改变，并不因老而有了倦怠，反而如初识般充满了爱意和对生活的探知。他们的日常忙碌琐碎却恬淡宁静，彼此相爱却又各自独立，精致而温暖的将每一天的生活都过程了诗。



作者简介

津端英子

一九五五年与津端修一结婚，婚后专注于家庭生活，擅长料理、纺织、刺绣、耕田等。

津端修一

毕业于东京大学第一工学部，先后在著名建筑师安托宁·雷蒙德、坂仓准三的事务所，以及致力于公共住宅建设的日本住宅公团担任建筑设计师。曾任广岛大学教授、名城大学教授、三重大学客座教授等职。退休后在名古屋市近郊新城开辟一片六百六十余平方米的田园，种田之余担任“自由时间评论家”，还在八十八岁高龄完成塔希提岛的帆船迅游。

报春花：“春天来了”
鸟盆：“请自便”
英子牌樱桃：“樱桃、英子”



收获的果实

英子坚持用心烹饪出韵味悠远而充满力量的味道，会将收获的果实制作成果酱与汤料，然后分装好保存在冰箱，细心的贴好标签。还会将自己种的蔬菜和水果寄给远方的朋友，英子说，当你想把生活过精细的时候，它就会变成无数个细小的片段。

“煮豆子需要将黑豆和莴苣在水里泡上两晚，一天换一次水。

酒糟腌鱼需要将鱼肉腌渍后放置两三天。

做蔬菜肉酱需要先将蔬菜煮软，再加入新的蔬菜煮透，然后放入炖好的牛肉，搅拌、过滤出口感顺滑的肉酱。要花费大量时间的精力。

保存食物则要花更多的时间。

蜂蜜柚子要腌制一星期以上，之后要不断添加蜂蜜。

腌藟头或梅干之类食物，通常需要半年至一年时间。放置时间愈长风味愈佳。

所以，就算需要动手的部分完成了，也不意味着这道食品就做好了。

往往是什么都不需要做的那段时间，才决定了食物的美味程度。”

英子说：“用的少点儿也能过下去，但吃的一定得精挑细选。那可是关系着生命的事儿啊。”每天要做的事情虽然琐碎，她却不急着全做完，硬要一口气把所有的活儿都做完，就容易焦虑。如果告诉自己明天还可以接着做，心情就会轻松许多。做事不勉强在当天完成，一点一点来做或许刚刚好。因为修一告诉她：“无论做什么，最重要的就是开心”。

六十载时光匆匆而过，生命兀自缓缓逝去，他们依然爱着对方，小心维护着彼此的梦想。

修一喜欢的设计工作和帆船运动，英子追求的田园牧歌，深深刻在彼此心间，与对方一同努力完成。

同步看完了根据真人故事改编的记录影片《人生果实》，英子在接收采访时，像个恋爱中的少女一样说“我觉得他老了以后特别帅气，我有时候会倾慕他，哇。他长的真好看。”而修一也会认真的说，“对我来说，她是最好的女朋友。”

好像两个人谈了一辈子恋爱，依旧那么甜蜜，就像歌中唱的那样：“多少人曾爱你青春欢畅的时辰，只有一个人还爱你虔诚的灵魂，爱你苍老的脸上的皱纹。”

从一餐一饭到一针一线，美好的爱情，就是与相爱的人一起慢慢变老。

小鸟水盆



从一餐一饭到一针一线，
美好的爱情，
就是与相爱的人一起慢慢变老。