

东方红悦读

issue 38

2021年5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, 乐享更多资讯



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

所见即所得 所得如所期



坚守初心 实现价值

回望中国资产管理行业的发展历程，随着改革开放以来资本市场的快速发展和居民财富的持续增长，资管产品和业务已逐渐由“从无到有”进入“从有到优”的崭新纪元。作为国内首家券商系资产管理公司和首家取得公募业务资格的券商资管，东方红资产管理一直坚守着不变的初心走在行业发展前列。

本期的封面故事，东方红资产管理总经理任莉女士在接受上海证券报记者采访时，回顾了东方红资产管理成立至今为解决“基金赚钱，基民不赚钱”的行业困境，真正帮助投资者实现“所见即所得，所得如所期”的点滴努力。从2005年东方红品牌初创开始，公司就坚持“主动管理、价值投资”的赛道，并不断强化“专业投研+专业服务”双轮驱动的核心竞争力。值得一提的是，超过8000场“东方红万里行”系列客户引导与陪伴的活动，也在不断帮助投资者树立更加合理、成熟的长期投资观念。

专业的投研能力是资产管理机构的核心竞争力之一。关于投研团队的发展思路，东方红投研团队在过往价值投资体系的基础上进行了进化和丰富，主要立足于三点：即“价值投资理念下的多元化”、“专业化基础上的规模化”和“投研高度融合的一体化”。其中既承载了东方红代代传承的价值投资理念，又表明了团队怀着开放的心态，持续奋斗、努力进化，致力为投资者创造长期优质的盈利体验。

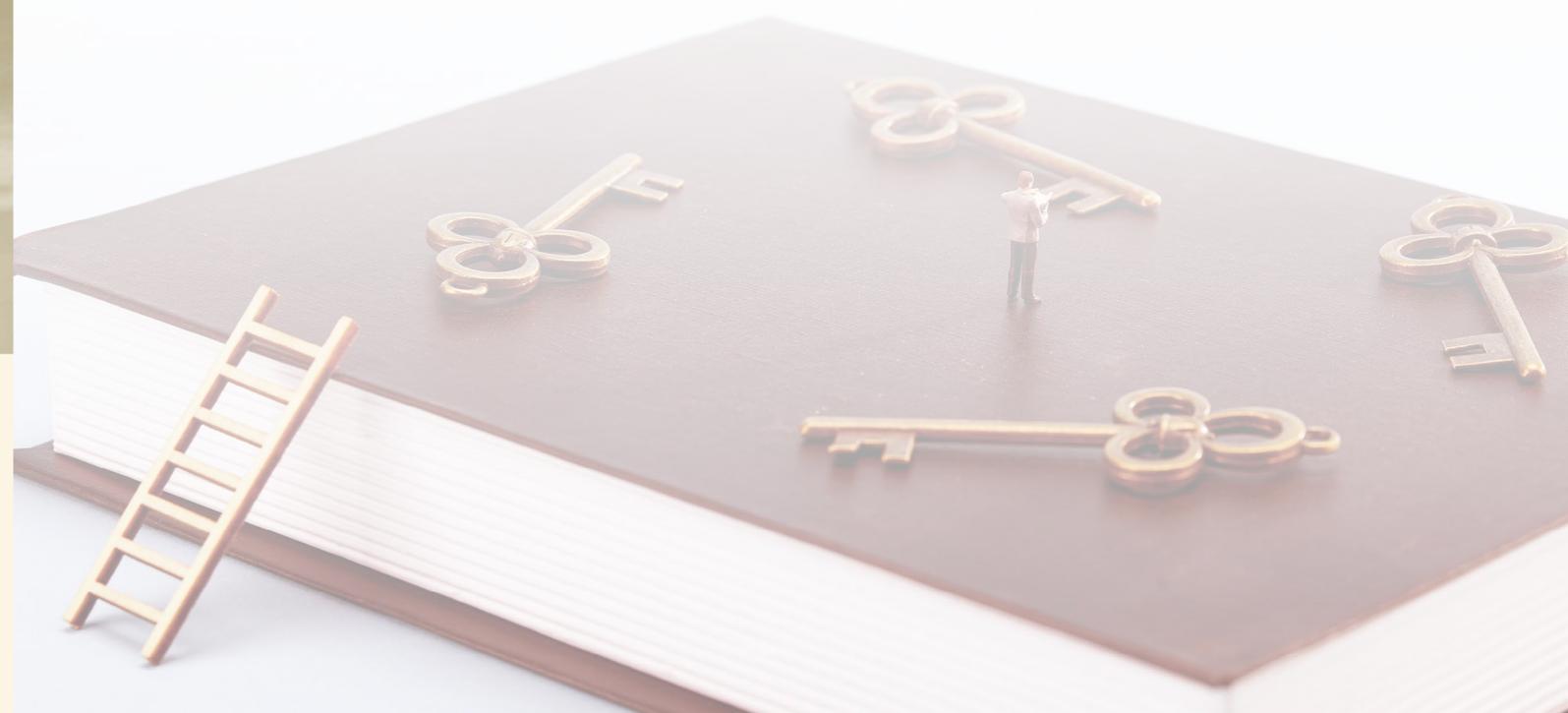
在最好的时代置身于最好的行业之中，我们是幸运的。东方红始终铭记资产管理机构承担的历史使命，努力帮助投资者真正分享企业成长和经济发展带来的长期回报，实现资源优化配置，为推动社会进步做出自己应有的贡献。

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
张锋、李云亮、周代希、刘峰、汤琳

主编
杨海

责任编辑
王可、李雪、朱贤佳

地址 上海市黄浦区外马路 108 号供销大厦 7-11 层

邮编 200010

总机 021-63326381

传真 021-63326381

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。

CONTENTS

Preface 卷首语	17	东方红资产管理蔡志鹏：“上下左右”的立体投资体系
01 坚守初心 实现价值		寻找长期真正创造价值的公司
Orient News 东方红·新闻	21	东方红资产管理邓炯鹏： 从客户需求出发，构建 FOF 基金组合
04 东方红启恒宣布结束申购 封闭周期产品获市场高度关注		基金经理必须“德才兼备，以德为先”
06 基金经理周杨运用多维组合配置思路 东方红远见价值混合基金发行	24	东方红资产管理孔令超： “固收+”背后的多资产配置体系
08 东方红老将出新“基” 蔡志鹏博士三重逻辑追求长期收益		在固收体系内统一实现多资产最优配置
Cover Story 东方红·封面故事	28	全球流动性宽松平稳 国内宏观利率上行空间有限
10 所见即所得 所得如所期 坚持投入时间 坚持走在正确的道路上		商品及服务消费逐步恢复 海外经济修复带动出口
Orient People 东方红·人物	35	趋势性机会尚需等待
14 东方红资产管理谢文超： 寻找长期的结构化价值投资机会 基于“以终为始”的思考方式寻找价值		经济复苏可能边际放缓 人民币贬值压力偏大

Orient Topics | 东方红·专题

40 基础设施公募 REITs 收益分析与风险识别

44 基础设施公募 REITs 概况、发展及产品特性

Orient Journey | 东方红·万里行

50 “东方红万里行”第 8000 场活动在民生银行举办
打造专业化客户服务体系成效显著
专业服务 长期陪伴

Orient Social Responsibilities | 东方红·社会责任

53 每一颗梦想的种子都闪闪发亮
与少年同行 赴梦想之约

55 关爱视障人士，积极支持上海导盲犬项目
守护小小“马路天使” 点亮光与希望

Orient Books | 东方红·书屋

56 基金经理荐书四则



订阅号，乐享更多资讯



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



东方红启恒宣布结束申购 封闭周期产品获市场高度关注

5月28日，因市场热情高涨，为保障基金持有人利益，由东方红4号转型而来的东方红启恒三年持有混合基金宣布结束申购。东方红启恒这类带有封闭周期的基金热销，体现出投资者对长期价值投资理念的认可，以及对三年封闭期产品的信任。

本次东方红启恒结束申购，在一定程度上反映了市场对基金行业的整体认可，基金行业生态不断优化，长期投资理念逐渐获得广泛接受。事实上，基金产品取得长期、可持续的业绩并不容易。从历史来看，单一年度的基金业绩具有较大的随机性。拉长时间来看，拥有可持续投资逻辑的基金才能创造长期稳健的业绩。优秀的基金管理人通常具有优秀的投研能力和风险控制能力，对投资标的进行长期深入研究，能够穿越牛熊周期，获得长期、可持续的合理回报。

资本市场发展历史表明，价值投资是一种长期有效的投资方法，但价值投资的实施需要长期的陪伴，给予充分的时间实现价值回归。

东方红资产管理相关人士表示，东方红启恒设定三年持有周期，目的在于引导投资者规避追涨杀跌，实现长期持有，力争将产品收益更完整地转化为投资者实际收益；同时又给予投资者申购和加仓的机会，方便投资者积累基金份额，并平滑投资成本。

从投资者体验的角度来看，获得长期收益一直是投资者的美好愿景。实际上产品收益曲线与投资者的收益曲线可能并不一致，原因就在于投资者难以克服投资过程中追涨杀跌的心理。从人

性角度来说，人们往往比较容易高估对于事物的认识程度，低估环境中的不确定性和潜在风险，体现在行动上就是频繁交易、追涨杀跌。追涨源于贪婪，杀跌源于恐惧，结果不仅损失了原本可以分享到的长期投资收益，还增加了交易费用。

为了解决“产品赚钱、投资者不赚钱”这个行业痛点，公募基金行业一直在探索通过封闭期产品和投资者教育来引导长期投资。经过近几年市场检验，封闭期基金在提升投资者实际体验、助力长期收益等方面优势明显，获得投资者认可。基金产品以封闭运作的方式，能够帮助投资者规避追涨杀跌的人性弱点，带领投资者穿越市场牛熊，完整地获得基金产品的长期收益。

封闭期产品的推广保障了长期资金的来源，除了帮助投资者克服人性弱点，还能够对投资端形成正面促进。目前市场主流的三年及以上封闭期的基金产品，有助于基金经理进行更从容的投资管理，制定中长期的投资策略，更好地把握长期的投资机会。一方面，三年比较接近于一个中长期的市场周期，长期持有能够有效提升投资获胜的概率。基金封闭运作使得基金经理能专注于研究，选择优质标的，发掘中长期的机遇并进行长期持有。另一方面，封闭期保证了基金份额的稳定，运作中受资金进出冲击较小，有效减少基金经理的流动性管理压力。

业内人士坦言，在引导投资者长期投资方面，资产管理机构应通过专业服务将专业投研创造的价值转化为投资者的实际收益，帮助投资者实现所见即所得，所得如所期：一方面积极创设封闭期产品，帮助客户穿越周期、收获长期收益；另一方面加强投资者引导和陪伴，帮助投资者设定长期合理的回报预期，建立理性的长期投资理念。

目前，东方红资产管理已经建立起完备的封闭期产品线，涵盖多种形式、不同系列，给投资者提供灵活选择的同时，引导投

资者实践长期投资。“睿”系列是东方红资产管理最早探索设立的封闭期基金系列，涵盖三年创新封闭式和三年定开型基金，2014年9月，东方红在业内发行了首只三年创新封闭式的公募基金——东方红睿丰混合基金，之后又推出了东方红睿阳、睿元、睿轩、睿满、睿华、睿玺、睿泽等基金产品。“恒”系列是五年定开型基金系列，在三年封闭运作经验基础上进一步将封闭期拉长，目前已发行东方红恒元、东方红恒阳两只五年定开型基金。“智”系列是东方红旗下有锁定持有期的基金系列，已发行东方红智远三年持有期混合基金，目的是在实现长期持有的基础上，提高投资者选择的灵活性，并给予投资者参与定投的机会。此外，东方红还为权益类大集合转型公募基金创设了“启”系列，以三年锁定持有期基金为主。

封闭期产品已经成为东方红的一大特色。截至2021年一季度末，东方红主动权益类基金中，资金封闭三年及以上的基金产品有11只，规模约826亿元，在全部主动权益类基金中规模占比65.96%。

同时，为了帮助投资者认识到长期价值投资的意义，东方红资产管理打造了专业化客户服务体系——“东方红万里行”客户服务活动，向投资者传导合理参与市场、价值投资和资产配置的理念。自2015年8月启动以来，已经覆盖了上百个城市，截至2021年5月17日，共计举办了8991场交流活动，参与人次超过71万。东方红资产管理引导投资者建立长期合理的回报预期，已稳步实现客户资金与投资期限合理匹配，拉长投资周期改善客户盈利体验。

东方红资产管理相关人士坦言，公司将继续以价值投资为长期投资思想内核，以封闭期产品为长期投资工具，以专业服务为长期联结，努力最大概率在不确定的市场中，为投资者创造可持续的长期投资回报。

基金经理周杨运用多维组合配置思路 东方红远见价值混合基金发行

文 / 中华网

近期市场呈现震荡，大类资产轮动轨迹模糊，风格切换速度加快。面对不确定性，如何在行业轮动中运筹帷幄，控制投资组合的均衡性尤为重要。要保持组合投资风格稳定性和行业配置的均衡性，就需要站在更长周期维度，挖掘长期市场空间巨大、盈利稳定持续的优秀公司。

3月24日至4月7日，东方红资产管理发行一只权益类开放式基金——东方红远见价值混合型证券投资基金（010714），该基金拟任基金经理周杨是东方红自主培养的优秀人才，具有7年证券从业经验，擅长利用概率思维把握长期确定性的投资机遇，立足于价值投资进行均衡组合配置。

周杨于2013年上海交大硕士毕业后加入东方红资产管理公司，曾任权益研究部研究员、高级研究员、资深研究员。自2019年6月至今任东方红睿华沪港深灵活配置混合型证券投资基金（LOF）的基金经理，2020年11月至今任东方红沪港深灵活配置混合型证券投资基金的基金经理。

组合均衡：从一维到多维的跃进

对于市场热捧的主题和热点，周杨能够理性地洞察短期波动背后的原因，坚守能力圈内的优质标的，把握中长期超额收益。总体而言，周杨的投资理念可以总结为：基于价值投资的均衡、围绕概率体系的延展。

投资组合持有不同的行业是一种均衡，周杨认为构建组合有更深层次的均衡，即使是在不同行业的公司，也可能存在相关性。结合基本面与股价，周杨对组合均衡和相关性有三个层面的理解。

第一层是表层的相关性，主要体现为行业分类。同一个行业里面的公司之间具有比较强的正相关，比如同为工程机械公司或者同为白酒公司等。

第二层是产业和公司经济特征上的相关性，来源于相关行业的对比。举例而言，2018年部分消费类或家电类公司股价出现大幅下跌，但一些机械工程公司股价基本没有下跌。逻辑在于2018年贸易战造成经济形势下行，消费或家电类公司的表现与经济形势呈现正相关，但国家通常会加大基建投入作为对冲，所以基建行业呈现负相关关系。在周杨看来，当真正找到行业运行脉络之间的关联或负关联的时候，就能实现较深层次的均衡。

第三层是多维的相关性，来源于全市场的对比。周杨认为，均衡理念还可以延伸到市场所提供的价格。比如作为全市场的基金经理，需要对比的不只是制造行业内的公司，甚至应当对比制造业公司和消费类公司等等，否则就无法进行全市场组合。回到价值投资的框架，即幸运的行业、能干的公司、合理的估值，实际上要对比的主要是第三个要素，即价格。在具体的组合配置中，当组合标的的估值梯队发生变化时，应当基于价格维度重新进行均衡配置。

为了实现组合上的均衡，周杨不会局限于单一维度的指标进行评判，而是围绕行业本质、公司特质、公司基本面、研发投入、商业模式、客户属性、产品根源等维度，搭建二维甚至三维的立体化模型，再将相应的股票映射到模型中，最终体现为不同的仓位水平。在他看来，搭建组合就如同搭积木或者建房子一样，评价模型越立体，组合的稳定性越强，可延展性也越强。

围绕概率体系进行延展

市场充斥着不确定性，应对不确定性、把握确定性，是周杨对于投资概率体系的理解。他认为，市场的演绎大多来源于对确定性的追逐，例如我们所熟悉的抱团股，实际上是市场上对于确定性的追逐，导致只有少数头部公司被关注。而在周杨看来，思维模型系统性、合理性及输出的稳定性至关重要。

在构建组合的过程中，周杨认为应当重点关注两类确定性标的，第一种是具有很强确定性的标的，公司治理和行业周期都很好、但估值相对比较贵的公司；第二种是具有接近一类的确定性，质地比较好、估值便宜的公司。在组合配置中，周杨会根据市场分化情况，调整两类标的在组合中的占比。

在选股逻辑上，周杨主要关注三方面预期差：行业预期差、公司预期差、行业与公司的配比预期差。特别是在行业与公司的配比预期差，他更关注对于公司的深入研究，自下而上精选好公司。“有些人在选股时对于公司的研究占比较低，而对于行业的研究占比较高，这就会形成巨大的认知差，而我会重点考察公司质地，例如竞争格局、长期空间、盈利情况、管理层治理等各方面指标，动态跟踪企业基本面变化和估值的安全边际。”

在持有时间上，基于价值投资，周杨更多地是以2-3年维度去持有公司。“股市短期是投票器，长期是称重器”，股票短期波动更多由市场因素决定的，能够把握的确定性很低。无论是从公司产业发展逻辑、股票投资的思路还是公司投资文化，都应该从长期视角去评判。

寻找制造业中的预期差

周杨自2013年从上海交通大学硕士毕业后即加入东方红资产管理，从研究机械行业开始，之后逐渐拓展至轻工、汽车和制造行业，自2019年6月开始担任基金经理。

周杨深耕机械行业，他认为对于机械行业而言，既有周期属性，又有消费属性。有些子行业是半周期属性，也有强周期属性。在研究机械行业的过程中，周杨慢慢熟悉各类行业的属性，逐渐从机械行业研究衍生至制造、消费、周期类行业研究。

在研究制造行业时，长期预期差是周杨保持重点关注的核心原因。

第一，在行业的预期差上，周杨认为，挖掘机和重卡所处的基建行业并非完全是周期性行业，在该行业稳定后，会呈现类似偏消费的属性，因此这个行业内的优秀公司的竞争格局有望好于部分消费行业公司。对于行业所处阶段，可以将基建行业公司概括为两类，第一种是生产工具阶段，更阶段性，周期性，市场无法给予高估值，公司也未体现出明显竞争力。第二种是进入更新阶段，市场进入稳定期，已经形成稳定的需求。

周杨表示：“我们应当结构化地看待国内制造业，许多工程机械企业近年的研发投入都在几十亿水平，代表其已经进入了一个新的阶段，更像一个青壮年，这种发展是不可逆的，非周期的。”

第二，通过国内外对比发现，中国制造业具有显著的成本优势和发展空间。比如，美国重卡平均价格是中国的两倍以上，其中核心部件差别不大，反而更多是驾驶室的差距。发达国家的重卡，非常重视驾驶室舒适度、外观美观度，相比之下国内重卡还有很大的升级空间。

东方红老将出新“基” 蔡志鹏博士三重逻辑追求长期收益

文 / 中华网

3月10日起，东方红资产管理旗下实力老将蔡志鹏博士发行新基金——东方红创新趋势混合基金（代码：010699），开启公募基金之旅。蔡志鹏是东方红资产管理内部培养的优秀基金经理，既有北大物理化学博士的学历背景，又有10年的研究经验和近3年的投资管理经验，已拥有较为完善的投资研究框架，以专业实力来为投资者服务。

东方红创新趋势混合基金为偏股型开放式基金，股票资产投资比例为基金资产的60%-95%，可投资于A股、港股通等，投资于港股通标的股票可占股票资产的0%-50%。为了保护投资者利益，便于基金平稳运作，东方红创新趋势混合基金设定了募集规模限制，规模50亿元左右可以提前结束募集，募集规模上限为80亿元，超过80亿元将进行末日比例配售。

深耕10年行业研究 三重逻辑进行投资

蔡志鹏本硕博均就读于北京大学化学专业，在化工研究领域具有深厚的理论背景。2010年博士毕业后即加入东方红资产管理从事研究员工作，主要研究化工行业，之后延伸至医药行业。2018年3月，蔡志鹏开始从事投资管理，曾担任数只东方红系列集合产品的投资经理。他重点关注化工、医药、新能源、高端制造、周期等领域。

长期的投研工作令蔡志鹏搭建了较完整的思考框架——善于长跨度思考问题，守正出奇。在优质赛道上，愿意花更多时间等待长期投资的机会，遇到机会敢于重仓并长期持有。

面对快速变化的市场，蔡志鹏表示，投资并不是赚短期热点、风口的钱，更不是通过博弈赚交易对手的钱，而是应该赚更具“确定性”的五大类收益：社会经济发展的收益、行业结构优化的收益、公司未来价值的收益、深度研究的收益、时间的收益。通过追求上述五大类收益，成为时间的朋友，静待时间的玫瑰绽放。

拥有了正确的投资理念，在行业选择上，蔡志鹏表示，要以长期眼光做投资，从“产业快速发展+产品具有稀缺性+平台型、可扩展”三个逻辑进行投资。

蔡志鹏遵循寻找幸运的行业的原则，寻找经济结构中确定性的赛道。他认为，在产业快速发展的阶段，处于同一个产业赛道的不同企业，其自身质地的差异性容易被行业普遍快速增长所掩盖，只有潮水褪去才知道谁在裸泳。产业发展都是有周期的，是否能撑过行业低谷期，决定了是否可实现持续发展。

蔡志鹏的第二层逻辑就是寻找投资中的稀缺性。稀缺性首先要求在供给端有明确的限制，行业中最好只有一家龙头公司，需求端则有稳定的基础；同时，要判断企业是否能建立强大的品牌能力，维持稀缺性，品牌护城河就是长期的稀缺性。

蔡志鹏还非常关注平台型、可拓展型公司，这类公司可在相关领域全方位拓展加深护城河。在新经济蔚然成风的时代，一些平台型的公司从管理层的角度符合这样的选股逻辑。这些公司的管理层更有激情，有生存的危机感，企业文化往往能带来更加进取的布局，更注重成本。平台型、可拓展型公司能将平台的优势放大，呈现指数级的增长，短暂的高估值能够被消化掉。

把握新兴产业和传统产业的创新趋势机遇

站在当前的时点，蔡志鹏长期看好中国经济。他表示，目前中国具有工程师红利，具有勤奋精神、服务意识和危机意识。此外，

中国人口基数大，消费增长潜力大，改革开放政策不断深化，有利于中国经济长期发展。

面对中国经济转型加速和产业不断升级，蔡志鹏表示，在这个过程中将涌现出大量的投资机会，这种机会不仅是源自新兴产业，同时也来自传统行业。

东方红创新趋势混合基金聚焦于创新趋势主题，投资于创新趋势主题相关股票的比例不低于非现金基金资产的80%。针对新基金如何定义“创新趋势”，蔡志鹏指出，创新趋势主题相关的公司主要是指通过技术创新、产品创新、服务创新、商业模式创新、组织与制度创新等形式实现的转型或升级的公司。

其中，新兴产业主要包括信息产业、节能环保、生物医药、高端装备制造、新材料、新能源以及新能源汽车等。传统产业主要是通过技术改造创新、商业模式调整、需求结构改善、流程优化升级、重构商业模式等手段，逐步向技术先进、节能环保、集约型的生产方式过渡，这些行业包括但不限于纺织服装、机械设备、房地产、家用电器、公共事业等。

在具体公司选择上，蔡志鹏重点关注公司素质、公司的成长空间以及未来盈利增速和目前个股估值。蔡志鹏指出，公司素质是其最为看重的，主要包括公司商业模式独特性、竞争壁垒、行业地位、公司管理层品格和能力等方面。

此外，东方红创新趋势混合基金在投资方面还会密切关注上市公司的可持续发展状况和社会责任，并从环境（E）、社会（S）和公司治理（G）三个方面对上市公司进行评估。

蔡志鹏表示，中国经济转型叠加产业升级，使得A股市场呈现出结构性行情。在这种背景下，把握住这种创新趋势，能够更好地分享中国经济发展红利。

所见即所得 所得如所期

文 / 上海证券报 朱茵

“

在我眼里，东方红资产管理行走至今，无论是理念传播、投资研究乃至公司治理、客户服务，既无花哨，也无取巧。无非就是认真地选择了“主动管理、价值投资”的赛道，忠于“客户利益至上”的初心，不断打造“专业投资+专业服务”的核心竞争力，陪伴投资者穿越牛熊，坚持走在正确的道路上，坚持投入时间，不要偏离。

”

“ 长期来看，价值投资通过赋能投资者与优质企业，可以实现资源的优化配置，将更多的资金投入到了创造价值的公司，进而推动整个社会进步。 ”

记者：东方红资产管理在过去十多年走出一条自己的路，最大的坚守和理念是什么？

任莉：在我眼里，东方红资产管理行走至今，无论是理念传播、投资研究乃至公司治理、客户服务，既无花哨，也无取巧。无非就是认认真真地选择了“主动管理、价值投资”的赛道，忠于“客户利益至上”的初心，不断打造“专业投资+专业服务”的核心竞争力，陪伴投资者穿越牛熊，坚持走在正确的道路上，坚持投入时间，不要偏离。

多年来，东方红资产管理得到了广大投资者和社会各界的信任与支持，究其根源，就在于始终如一地坚守“客户利益至上”的初心，坚持长期价值投资的理念，不断提升“专业投研和专业服务”双轮驱动的核心竞争力，用专业投研创造价值，以专业服务真正将这份价值转换成投资人的收益。

我们一直在思考，如何更有效地构建健康发展的资产管理生态圈，发掘真正能够长期为社会创造价值的优质企业，吸引到更有质量、更有耐心的资金，并将这些长期资金对接到优质的企业，支持其做大做强。这些都需要我们始终秉承“客户利益至上”的初心，坚持长期价值投资的理念，和投资者保持良好的信息沟通。我们必须走在客户需求的前面，陪伴和引导客户一起去面对市场不断变化所带来的挑战。

一方面，要成为一名优秀的资产管理机构，最重要的事情就是苦练内功，用专业实力为投资者创造价值。东方红资产管理的投研团队自1998年组建以来，穿越市场牛熊，经过长期的检验，能够为客户创造持续稳定的投资回报，这主要源于三个方面：一、道路选择——着眼长期、坚定价值投资，充分发挥主动管理能力；二、团队建设——科学完善的投研体系；三、平台支持——东方红能够为打造专业投研提供良好的氛围、长期的市场化考核机制、完善的人才培养及团队发展机制、精细化流程管理等。

另一方面，强调客户利益至上，除了专业投研能力之外，还需要以专业的服务引导和陪伴投资者穿越周期，不断提升客户的盈利体验。东方红资产管理一方面加强投资者引导，另一方面通过产品创新设计等方式，帮助客户理解和信任东方红，穿越周期、收获长期。从2005年，东方红就开始探索专业的投资者服务工作。比如在2008年、2015年市场大幅波动之时，东方红资产管理都做了大量的工作，比如“东方红万里行”服务活动，深入各银行网点、券商营业部、机构客户、企事业单位及高校，通过面对面讲座、论坛以及线上交流活动等多种形式与投资者交流。截至2021年3月19日，“东方红万里行”举办服务活动共计8370场，覆盖人次超过65万。

东方红在产品端也进行了一系列的创新探索。东方红是市场上第一家发行较长封闭运作权益类基金的管理人，对权益类产品设置了较长的封闭期，引领了行业同类产品的创设浪潮。

记者：东方红最知名的几位投研大咖为公司初期打下了很好的基础，未来人员建设上有何规划？公司核心竞争力在于人还是在于其他？

任莉：东方红尊重每一位员工和投资者的梦想，我们由衷地希望，东方红是梦想升起并实现的地方。

从1998年资产管理团队成立，直到今天，东方红资产管理“核心价值文化”一直是稳固的。变动的，是个人的选择；不变的，是东方红资产管理核心理念和价值观的代代传承。

经过十几年磨砺与塑造，东方红投研团队无论从专业领域的覆盖程度，还是从各个年龄层传承的维度，都已经相对完备，团队稳定性强。团队由超90位专业人士组成，既有证券市场征战多年的资深投资专家，又有对宏观经济和行业情况钻研颇深的研究员，还有擅长信用风险分析的研究员，管理领域涵盖权益、固定收益、基金组合投资、指数与多策略、结构与另类融资等多个领域，拥有超50位基金经理和投资经理。

目前，公司由副总经理张锋任首席投资官、投资决策委员会主席，统管公司投研业务；原公司董事总经理胡伟任公司总经理助理兼公募固定收益投资部总经理及固定收益研究部总经理，协助固定收益业务的开展与管理；原光大证券研究所所长胡雅丽任公司总经理助理兼权益研究部总经理，协助进一步提升东方红的研究实力与投研一体化水平。

经过二十余年的磨砺和塑造，东方红投研团队已经形成了基于深度基本面研究的价值投资理念，这种理念和文化已经深入整个团队血液。从资深的基金经理到年轻研究员，团队的工作方式和沟通语言一致，勤勉和为客户尽责的职业态度也一致，这一点无论是现在还是将来都不会改变。

记者：东方红投研团队的发展方向是什么？

任莉：关于投研团队的发展思路，我们主要是立足于三点：第

一是价值投资理念之下的多元化。团队在遵循价值投资框架的前提下，充分发挥个人主观能动性和独立性，提升基金经理市场区分度，降低团队组合整体风险。第二是投研深度融合一体化。整个投研团队形成一个平台，为所有人提供公平支撑，团队为基金经理赋能，而基金经理在平台上通过投研融合构建组合，最终实现多元化发展。第三是专业化基础之上的规模化。在保持专业能力不断提升的基础上，不断拓展基金经理的能力圈，循序渐进，在适当的基础上拓宽规模。

当然，相比国内外优秀的资产管理机构，东方红仍然非常年轻，还有很大的提升空间，我们将怀着开放的心态，不断进化提升，从善如流，奋斗不息，以更加完善的公司治理体系、优良的文化培养和激励机制、充满凝聚力的团队建设，吸引更多优秀的人才，打造一支核心竞争力强大的专业队伍。

记者：去年公募基金规模大爆发，但券商资管规模收缩，您对行业发展有何建议和展望？

任莉：在最好的时代，置身于最好的行业之中，资产管理机构承担着助力实体经济转型升级和普通投资者长期资产配置的历史使命，应当不断提升“专业投研+专业服务”的核心竞争力，通过帮助、陪伴最优质企业的成长，为更多的投资者提供可持续的合理回报，进而推动资产管理生态圈的建立，推动社会进步。

通过东方红资产管理多年实践证明，价值投资在中国是长期有效的，是一种优化资源配置的重要手段，也是长期有效的投资方法。长期来看，价值投资通过赋能投资者与优质企业，可以实现资源的优化配置，将更多的资金投入到了创造价值的公司，进而推动整个社会进步。

作为配置过程中的枢纽，资产管理机构通过不断提升核心竞争力，履行价值挖掘的职责，将更多资金投入到了长期能够创造价值的企业中，赋能优质企业，为其做大做强提供有力支持；同时，坚持“客户利益至上”的原则，赋能投资者，有效引导、服务、陪伴投资者，帮助其充分享受到优质企业成长带来的长期可持续回报，实现财富的保值增值。在这个过程中，专业投研创造价值，专业服务将这份价值真正转化成投资人的收益，进而改善资产管理生态圈，实现资金、资产和管理人三方共赢。



东方红资产管理谢文超： 寻找长期的结构化价值投资机会

我认为长期投资是基于“以终为始”去寻找价值，采用“以终为始”的思考方式是一个相对稳定的、可以长期实践的思维。

问：能否总结一下您的投资框架以及核心关注点？

谢文超：我的投研生涯经历过不同的周期，也在不同的机构管理过不同性质的账户。投资本质是要做到化繁为简，所谓化繁为简，就是需要找到核心竞争力，或者核心能力圈。回看这些年的A股市场，包括我曾管理组合的经历，我越来越相信长期的思维，这样的长期思维是我们做任何研究和决策的一种战略思维，而且这种思考方式相对是稳定的。

我认为长期投资是基于“以终为始”去寻找价值，采用“以终为始”的思考方式是一个相对稳定的、可以长期实践的思维。我总结下来有以下一些核心要素：

首先，投资要基于常识。因为投资本身是基于常识，有了常识基础，可以自然去规避很多风险，敬畏市场，尊重规律，这些规律既包括我们国内市场规律，也包括海外市场这些年沉淀下来的规律。

其次，在尊重常识的基础上，我们构建的是主动管理组合，最终是要为投资人创造收益，包含绝对收益和超出市场的收益。这些收益的累积源于常识基础的进阶维度——就是远见。我们在不断地拓宽投研视野，增强预判和把握核心变量的能力。市场总是在变，经济周期也总是在变，上市公司本身也是在变，我们“以终为始”所追求的起点是终极的一个价值，我们的投资必须有远见的预判，坚持“以终为始”这样的态度。实践落地的结果，就是来自于寻找价值投资为核心的深度、宽度和角度的认知变现，非共识的正确。

总结下来，我们坚持“以终为始”的态度，在我们主动权益的投资范围内，寻找长期的结构化价值投资机会，避免存量的价值转移性投资机会。我们会去追求长期创造价值的投资机会。这样的要求，本质上符合我们长期稳定的价值投资框架、格局观和投资逻辑基础，也和社会进步的需求一致。



我认为长期投资是基于“以终为始”去寻找价值，采用“以终为始”的思考方式是一个相对稳定的、可以长期实践的思维。

问：您之前拥有长期管理机构资金的投资经历，对您在投资上有哪些提升？

谢文超：回看这么多年的A股市场，这个市场还是一个新兴市场。这些年经济体量的规模以及上市公司的体量和质量，都在逐渐成长，变大变强。在这样的过程中，我们必须清楚地辨别，哪些东西是会变的，哪些东西是不会变的。

不变的是什么？不变的是不断沉淀和进化的核心能力圈。如何长期去寻找投资机会，长期地运用稳定的框架去不断发现投资机会，在尊重规律的情况下找到非共识的正确去为客户不断创造收益。

我们经常能看见一些短期业绩爆发的管理人，实际上短期的东西常常是最难判断或持续的，我们必须得承认我们对非常短期的东西，没有更高的、稳定的胜算率或者判断能力。但是如果我们能够把长期的、一些确定性的事情看清楚和判断对，那对组合是最大的贡献。因为长期的事物往往不受短期因素所干扰。这种大局观以及行业模式的认知，是我过去在不同的岗位上经历不同周期所积累和沉淀下来的。

我认为构建组合，是从坚持长期、结构性价值投资机会的维度，不断去深耕和落地对于行业和优秀公司的深度研究，然后通过这些研究成果的动态结合，累积更加稳定的中长期收益。

问：您对于当前的市场怎么看？在三年维度下您对于市场短、中、长期的看法是什么？

谢文超：过去几年A股发生了两个变化，第一个变化就是A股市场在2015年下半年开始，机构投资者和个人投资者都经历了核心资产被低估的教育，直到2017年这个特征比较明显。教育的变量就是海外长期资金引入，海外长期资金追求的是长期的、确定的、稳定的收益。这样的背景下，市场对企业价值的认知也从短期向长期切换，由相对估值向绝对市值切换。

第二个变化是2020年下半年到2021年春节前，核心资产价值的变化。这本质上其实就是一个钟摆的两端，到了极致就是跷跷板效应。



东方红资产管理蔡志鹏： “上下左右”的立体投资体系

本文系点拾投资创始人朱昂采访整理。

我的投资框架就是自下而上找好公司，再结合自上而下看产业趋势，并且辅助国内外的横向比较和历史的纵向研究，最终形成一个“上下左右”立体的投资体系。

朱昂：能否先说说你的投资理念。

蔡志鹏：首先，我一定要投长期真正创造价值的公司，并且创造的价值能让更多人受益。我研究化工时间很长，对于制造业很有感情。制造业是所有社会基础中最根本的环节，能够诞生许多创造长期价值的公司。

其次，公司的价值观一定要比较正，不能老是想一些奇奇怪怪的东西。基金经理这个工作的价值，就是帮助社会更好的分配资源，将更多资金分配给具有良好价值观的企业，而不是纯粹的炒股票。

第三，我希望找到随着时间的推移，能够慢慢长大的公司。我们通过研究历史案例会发现，同时起步的公司，有些公司就慢慢不行了，还有一些公司能够越变越大。我希望通过深度研究，找出公司竞争力的轨迹变化。一个公司是否具有长期的成长性，是否能成为时间的朋友，是我选择公司最重要的标准。

我还会关注企业是否有创新基因。我觉得社会的发展很大程度来自创新驱动，像曾经的工业革命推动了社会的加速发展。我会去关注这个企业是否在技术创新或者模式创新上有创新基因。创新不仅仅出现在我们目前的新兴产业中，在一些传统制造业也能看到。不少制造业企业通过生产工艺的不断优化降低了成本，把自己的护城河挖得更深，拉开了和追赶者的差距。

本质上，我希望寻找能够支撑一个公司长期走下去的要素，从价值创造能力、企业的价值观、到竞争力的变化，都是能让一个公司持续增长的驱动力。

朱昂：那么再谈谈你的投资框架吧。

蔡志鹏：我的投资框架是自下而上找好公司，再结合自上而下看产业趋势，并且辅助国内外的横向比较和历史的纵向研究，最终形成一个“上下左右”立体的投资体系。

经历了两次市场的教育以后，市场对估值应该有了更为深刻的认知。市场已经经历了这样的一个变化，不变的是什么？不变的就是优质的上市公司，它长期持续创造超额利润和价值的能力，或者这个稳定的趋势。我们怎么去发掘这类公司？去年年底包括今年年初的时候，我们看到有一些趋势资金其实并没有正确地去区分哪些公司符合这个标准，当时采用的可能是唯市值论或者唯静态的所谓龙头公司论。

A股经历了这样的教育以后，会进入到更高的阶段。纯粹的资金推动不会是常态，企业盈利的增速和背后的价值创造将成为更坚定、更加长期的核心变量，而这将决定主动投资者，是否能够通过深度、宽度、角度三个维度的长期价值去判断并找到和持有标的的能力。这也是我们过去、现在和未来持续积累、巩固和扩大的能力圈。

我们应该坚守长期以终为始、寻找价值的方式去锚定那一类的公司，持有一年到三年，因为它是有确定收益的公司，然后我们在这个过程中持续去做优化。

短期角度来说，相对是不那么确定的，但是在不确定的过程中，因为市场出现了调整，反而给了我们一些相对确定的投资机会。

问：您未来计划投资的主要的方向，会集中在偏核心资产的这一块，还是顺周期或者一些中小盘，还是其他类的股票？

谢文超：东方红是长期坚定的价值投资者。从组合角度来说，我们要明白，持续的核心竞争力在哪里，或者我们持续要加强的竞争力在哪里？A股市场以及中国的宏观经济已经进入到一个新常态。这样的新常态是由很多宏观层面的因素决定的。中国的消费会进入到一个分级和升级的阶段；中国的高端制造业进入到微笑曲线的两端，从过去的纯加工模式、出口加工模式、代工模式，进入到有品牌有高附加值的微笑曲线的两端；基于人口逻辑、基于消费升级，我们医疗健康的需求，还没有被充分满足。

所以无论市场怎样波动，我的核心投研将聚焦在消费、高端制造和大健康医疗保健领域，基于长期的思维逻辑去寻找价值投资的机会。如果我们构建三年期的组合，买入这样的一揽子上市公司，只要它不出现行业尤其是经营管理层的重大负面变化，应该是能够带来较为确定性的收益。

回看2017年到现在的市场，我们从来不去进行贴标签式的价值投资，或买入贴标签式的核心资产。我们始终关注的是所投资的这些标的是不是能够带来确定性的长期超额收益。我们的核心是聚焦中国的优势行业。

从历史中的产业趋势变化来看，任何一个产业发展的过程，都会经历各种洗牌，并不是一帆风顺的。即便在一个好赛道中，也不能躺赢，必须对里面的公司进行精挑细选，找到特别有创新力、能不断进取和进步的企业。

举个例子，我研究过 A 股不同阶段市值最大的板块，在 2010 年前市值最大的四个行业中三个都是有资源属性的传统行业，包括石油石化、煤炭、有色金属。市值排名前十的公司中，包括中石油、中石化、中国神华等都是传统的煤炭和石油化工企业。到了 2020 年，我们再看市值排名的时候，发现最大的行业已经变成了食品饮料、医药、电子等。过去传统的产业板块在慢慢退出核心舞台，新兴的消费升级、医疗医药、高科技和制造业正慢慢成长起来。2020 年市值前几大的公司，包括茅台、五粮液、宁德时代、美的集团、迈瑞医疗等，与十年前相比，发生了天翻地覆的变化，从中也反映了产业结构的变迁。我们如果能够把握产业变迁，就能大大提高选股的胜率。

相比于发达国家，我们的资本市场也就 30 多年历史，还是比较年轻的。我们通过对比具有 100 多年资本市场的美国来看，信息技术、医疗、消费是市值排名前三大的板块。从 2016 到 2020 年之间，这三大板块在美国资本市场的市值也翻了一倍，并且是增长最快的行业。中国未来很长一段时间维度，也可能复制美国资本市场发展的道路。

我们再看日本的资本市场，工业一直是日本表现比较好的板块。我们知道日本在许多的高端制造业领域做到了全球领先，中国在这方面也在不断追赶。在一些中游制造业领域，中国企业的竞争力已经做到了全球领先。像我比较熟悉的化工，海外很多产能已经慢慢退出，就是因为竞争力上已经不如中国的企业。中国在制造业上有很强的成本优势，也会成为一个很大的产业。

美国 GDP 的结构以服务和科技为主，日本 GDP 的结构以制造业为主，通过横向对比发达国家经济结构，能够帮助我们提高产业趋势判断的胜率。

过去两年市场行情特别好，一大批优质的公司被市场选出来后，抱团的现象也比较明显。许多人认为投资很简单，就是拿住这些最好的公司和最好的赛道躺赢，我觉得这个思路有些问题。从历史中的产业趋势变化来看，任何一个产业发展的过程，都会经历各种洗牌，并不是一帆风顺的。即便在一个好赛道中，也不能躺赢，必须对里面的公司进行精挑细选，找到特别有创新力、能不断进取和进步的企业。增速越快就代表变化越多，

在变化中会给公司带来很大的压力，要放弃原有的竞争力，追求一些创新的东西。这就需要公司有足够的积淀，有很强的技术能力，以及管理层有足够的远见和能力。

投资中唯一不变的就是变化，还有一个是人性。从人类社会发展的历史看，人性的需求没有发生改变。大家一直喜欢“物以稀为贵”，大家对商品追求差异化，背后是人的差异化。把一些商品作为自己的象征。这种基于不变人性的产品，能够带来很强的复购率。在这个方向中，能够找到具有强复购率特点的公司。

制造业有一批“重生型”企业

朱昂：你看重产业趋势，能否谈谈你在行业选择的偏好，是否会根据产业趋势甚至国家禀赋或者人口结构的变化去做调整？

蔡志鹏：从大的行业选择上，一定要背靠大的产业趋势，行业增速要快，而且增长的时间长度要比较长。符合这个条件的行业，我会优先选择。还有一类我定义为“重生型”行业，这个行业很早就存在，但是现在发生了比较大的变化。像最早国内很多商品是从海外进口的，很多商品名字前都有一个“洋”字。后来国内开始自己生产，又经历了行业产能过剩和价格战的阶段，这个阶段企业的利润率都会出现下滑。再到后来行业集中度提高，企业竞争力变强后又可以走出国门。

我会把一个行业按照生命周期进行划分，每个阶段的特征都不同。在幼年期的时候，往往国内产业的技术并不成熟，比如说 2000 到 2010 年的光伏产业，国内企业的竞争力不强，需要国家补贴。这就像一个幼龄的孩子一样，竞争力相对来说弱一些，需要家长的扶持，但是孩子后面会长大，空间会比较大。

当企业开始具备一些竞争力的时候，就进入了青年期，不再需要政策的支持和补贴，一些波折也不能把企业打死，这时候的空间会很大。同时也会出现企业集体的产能扩张，由于产能过剩会导致利润率下降。

之后就是成熟期，这时候行业空间有限，价格战很激烈，如果没有新的空间打开，可能会进入衰老期。

还有一种情况是，随着企业竞争力不断进步，这些产品能向海外出口，吃掉海外龙头企业的市场份额，实现“老树开新花”，重新打开市场空间。比如说化工品中的 MDI，以前需要依赖进口，今天我们国家的 MDI 产品成本每吨比海外公司低了几千元，能够实现 20%-30% 的出口。还有我们的工程机械龙头，能够把挖掘机卖到海外，抢掉全球龙头卡特彼勒的市场份额，这就是中国制造业的优势。

在产业的生命周期中，我会最优选择青年期的企业，这时好公司的竞争力很强，行业空间也比较大。另外，重生型的行业我也比较喜欢。有些行业我们国内觉得空间不大，但是去海外却很有竞争力。比如手工剪纸这门手艺，我们国内觉得平平无奇，这些师傅去美国，老外都觉得特别牛。我觉得在中国的化工和机械领域，会冒出一批这样的“重生型”企业。

朱昂：这一类“重生型”的投资机会，是会在各个行业都发生，还是主要在制造业领域？

蔡志鹏：这一类机会在制造业比较容易发生，背后的核心驱动力是中国竞争优势的出海。很多年前，中国的白电就开始通过贴牌的方式出口海外。中国有一家豆浆机企业也采用国内生产、海外销售的方式。制造业的商业模式是 to B 的，成本端的优势就变得很重要。像光伏中的储能、逆变器等产品，中国企业出口的增速都非常快。

消费品出海会比较难，背后有品牌和文化属性，很多消费品只能停留在国内。好在中国自身的人口基数很大，提供了一个潜力很大的市场。

制造业的优势不仅是人力成本低 还有基础配套和效率

朱昂：为什么相比海外，中国制造业能建立成本上的竞争优势？

蔡志鹏：首先，和欧美国家相比，我们不仅人工成本低，人效也更高。有些工程我们干一年，欧美那边要干三四年。中国人非常勤奋，加班加点的 996 是常态。欧美国家福利比较好，大家都按时下班，还要支付很高的工资。我们比较过医药行业，



东方红资产管理邓炯鹏： 从客户需求出发，构建FOF基金组合

本文系点拾投资创始人朱昂采访整理。

选择基金经理和交朋友是一样的，核心是德才兼备，以德为先。

朱昂：您此前在国内领先的财富管理机构工作17年，请问之前财富管理的工作，给您带来哪些收获和意义？

邓炯鹏：我对于过去17年在专业财富管理机构的工作经历，发自内心的感恩，没有这17年工作的积累，也不会有今天的我。2003年我就加入了某国内领先的财富管理机构，当时的该机构是国内发展专业化零售业务最早的银行，从中也经历了其整个财富管理和零售业务的发展，以及一次次的市场周期。从中我学到了如何把一件事情做成，也深刻了解到用户的需求和痛点，对于我今后的发展有很大帮助。

如果用一句话总结，在我职业生涯的早期，是跟着国内领先的财富管理机构里面尊敬的领导们，这些领导带着我走，让我看到了如何坚持以客户为中心、专业创造价值，这个阶段是因为看见，所以相信。到了现在这个阶段，我是因为相信，所以看见。

朱昂：能否谈谈身份的转换对您有哪些变与不变，您在财富管理端的认知，对于您做FOF有哪些独特优势？

邓炯鹏：不变的是我们的初心：坚持以客户利益为中心，坚持用专业创造价值，坚持长期主义。不变的是我们基金选择上的配置方法：1) 选择优质的资产；2) 把不同资产里面最优秀的管理人找出来；3) 根据市场风险收益比，对基金组合做再平衡。

变化的是，在资产管理端，我们可以有充分的资源来做好投研。从财富端到资产端，我之所以选择东方红资产管理，究其根本，是价值理念和文化认同的一致性。早在十多年前，东方红就已经开始坚持价值投资、长期投资，对基金经理普遍进行3-5年的长期业绩考核而非考核1年期的相对收益。这些，在当年资产管理行业的快速发展过程中，鲜有人坚持，这也加深了我对东方红这个团队的信任与认同。

我此前在财富管理行业的长期积累，相信我未来做好FOF产品投资带来一定的优势。这里面最大的优势是，相比传统的资产管理从业人员，我更了解客户的需求。我认为FOF业务和直接做投资的基金产品是不一样的。FOF产品其实是连接客户财富管理需求的解决方案，可以为客户提供更贴近需求的产品。过去我在财富管理机构会用更宏观的视角去看待这个行业，也让我们比一般的基金研究人员，更有机会深度了解各个基金公司和基金经理，也是我的另一种优势。

价值投资在中国依然土壤深厚

朱昂：东方红资产管理是最早践行价值投资的机构之一，今天大家都在做价值投资，你们有没有感觉价值投资变得越来越难做？

蔡志鹏：2001年至今，整个股票型基金和混合型基金的管理规模增长了非常多，这个增速非常快，也确实说明市场的机构化程度越来越高。这几年，越来越多人追求价值投资，但是中国的价值投资土壤依然很大。

在中国资本市场要真正践行价值投资，也是难度很大的，我觉得价值投资者在中国有几个困惑的地方：

第一，价值投资的核心是价格向内在价值回归。价格是看得到的，但是内在价值定在哪里是很难量化的。从绝对估值的角度，我们常用的是按照估值模型，如常用的DCF模型，进行折现计算。在绝对估值时，无风险利率是公开的，但是另一个影响因素风险溢价，在中国市场的波动很大，资本市场成立的时间还太短，大家不知道用什么来锚定。我们经常说价格围绕价值波动，就像人牵着一只狗，可是狗有时候会跑得很远，很长时间才会回来。

第二，我们看到当下的市场，有些白酒企业股价在2019和2020年都是翻倍的，但是大家还是坚定看好。有些白酒企业从30倍涨到了60倍估值，大家觉得要把时间周期拉长，看十年二十年还是便宜的。也有人满仓低估值的银行、地产，过去两年表现一般。现在市场上说自己是价值投资的人越来越多，但是每个人评判价值的角度和方法不一样，这里面还有进一步的研究空间。

第三，国内对于真正价值投资者的认可，本来就是比较难的。价值投资者需要非常勇敢地坚持自己，不断深化自己的理念。中国目前还没有出现像巴菲特、芒格这样的价值投资大师，他们用一生的经历来证实价值投资是有效的。中国做价值投资的时间还太短。未来，中国一定会出大师级的价值投资人物。

中国创新药领域的工作人员，工资只有海外的三分之一。更低的人员工资和更高的效率，导致同样一个化工项目，在中国投只要10亿，在海外投就要20亿。

其次，我们在上游原材料上有强大的产能，整体配套非常完善。海外很多地方没有重化工业，上游原材料都需要进口，各种成本就特别高。

最后，在环保要求上，海外有些地方非常严格。比如说欧洲也有很大型的化工基地，有些是建立在靠近居民区的位置，这就对污水处理、噪音处理等方面有很严格的要求，避免对周围居民产生影响。中国的环保要求现在已经比较高了。国内很多化工厂建立在偏远的地方，比如海边，这样在污水排放和噪音上就不需要像海外那么高的标准，成本自然也就更低了。

朱昂：中国的制造业优势，会不会有一天转移到人力成本更低的印度和越南？

蔡志鹏：我觉得可能性是存在的，但要至少二三十年时间。这两个国家的基础设施比较弱，高速公路的运输能力远远不如中国。此外，他们的生产要素不够，制造业竞争力是需要完整的生产要素，并不单一依赖人力成本。比如说PVC的生产、玻璃的生产，各个产业链都要完备。

对于生产要素较少的制造业，像纺织服装，我们确实看到在向人力成本更低的越南转移，其他制造业的转移暂时还看不到，并不是人工便宜就能转移的。

我还发现中国的自动化发展，在进一步强化成本优势。我前一段去调研一个定制家具公司，参观了他们的无人工厂。定制家具具有很多非标准化的零部件，都可以通过自动化来完成。而产品不断的标准化，也有利于生产环节的标准化。从历史发展规律看，中国可能会复制今天的欧美，未来最赚钱的行业一定在提高效率和创新领域。

任意时间持有 30/70 的股债混合 两年赚钱概率 92%

朱昂：您觉得 FOF 投资主要针对哪类客群提供资产配置解决方案，适合哪类风险偏好的客户，以及适合的持有周期是多久？

邓炯鹏：FOF 产品适合的客群非常广，我们在财富管理端的时候，会把客户根据风险承受能力分为五大类。最低风险偏好的 A1 类客户，适合银行的储蓄存款产品，最高风险偏好的 A5 类客户，适合买高波动的股票型基金或者自己做股票投资。FOF 产品的特点是一种购买基金的基金，我们会对优秀的基金产品进行资产配置和风险的平衡。FOF 产品能够在控制波动的情况下，给客户提供一个相对比较好的收益。所以这个产品适合风险偏好在中间的 A2 到 A4 类客户。

关于客户的持有周期，我们此前做了中国 A 股过去 15 年的数据分析，发现以 30% 股票和 70% 债券的股债平衡配置，在任何的两年时间内，胜率是 92% 左右，只有 8% 的概率出现下跌。这个数据还包括了 2007 年和 2015 年两轮牛市最高点买入的情景。这意味着，我们构建的中等以下风险 FOF 组合，持有两年时间是比较好的选择。

基金经理必须要“德才兼备”

朱昂：前面提到了产品和客户需求匹配，面对此痛点，您对投资者选择适合的产品有何建议？在具体的投资管理中，您是如何对基金进行分类，以匹配不同客户的投资理财需求的？

邓炯鹏：现在基金产品已经有 7000 多只，比上市的股票数量还多了 3000 只，客户在选择产品的时候，确实面临一些困难。我们还是按照客户的风险偏好进行划分。对于风险承受能力最低的客户来说，可以考虑买货币基金，收益率相当于银行理财；风险承受能力稍微高一些，但还是比较低的客户，可以考虑买债券基金；而风险偏好再高一些的客户，则可以考虑股票和债券科学配比的混合基金；最后，对风险偏好极强，且能承受高波动的客户，则可以考虑买股票型基金。

在偏股型基金中，也分为主动管理的权益基金和被动的指数型基金。我们需要了解不同产品的特征，比如行业基金、主题风格类基金等。我们的客户需要先区分不同的产品类型，而不是简单看基金的收益率表现。

这也是为什么监管机构在 3 年多以前推出了 FOF 产品，主要是基于单只基金可能不完全满足客户的需求。通过根据用户风险偏好设立的 FOF 产品，帮助用户优中选优构建一个比较好的基金组合，在大类资产配置和风险再平衡之后，能够给客户更低的波动，以及更稳健的回报。

朱昂：大家常说“选基金就是选人”，您会从哪些维度来选择基金？

邓炯鹏：毫无疑问，在基金产品选择的时候，选人确实很重要。但是从宏观维度来看，选基金第一要素还不是选人。我觉得首先要看基金产品契约，了解这个基金是投什么方向的，是大盘股还是小盘股，是行业基金还是全市场基金，是投 A 股的还是投港股、美股。我们会根据基金产品的契约，将基金进行分类，完成基本分类之后，我们再来选人。

我们做 FOF 产品的时候，就像组建一个篮球队。组建球队不是都找会投篮的人，你还要找会控球的，会抢篮板的，会防守的。一个篮球队里面，每一个人的功能都是不一样的。我们要先把不同的功能拆开，划分好资产之后再组合成一个好的球队阵容。

有了“球队的阵型”后，我们再去找优秀的“球员”。在这个层面上，确实需要对人进行判断。我一直觉得，找基金经理和我们交朋友是一样的，核心是德才兼备，以德为先。这里面分为两部分，先看一个人的德，再看一个人的才。

在“德”方面，我们要找到坚持信托责任，把客户利益放在第一位的基金经理，而不是看重个人利益。这样的基金经理，对于钱背后的客户有很强的责任心。

在“才”方面，我们要理解这个基金经理的超额收益是怎么赚到的。这个基金经理要有强大的投资逻辑和方法论，不能说只要赚到钱排名靠前就是好的基金经理。因为赚钱的方式是多种多样的，核心还是要通过研究企业，赚到企业成长的钱。

优质企业是最好的安全边际

朱昂：您前面提到，选基金产品更像组建一个球队，除了进攻还要防守。那么在选择基金经理的过程中，如何做到兼顾“安全边际”的同时，又能分享到权益市场带来的收益？

邓炯鹏：坦率说，要做到这一点确实不容易。在这里，我们先要定义什么是风险。在传统的金融教科书里面，会把波动认为是一种风险。但是巴菲特说过，波动是很正常的，因为每天市场都在交易，都会有波动，只有本金的永久性损失才是风险。长期优质的企业，遇到市场出现系统性风险时，波动也不小，但是拉长周期看，这些优质企业是长期震荡向上的。对于我们 FOF 基金经理来说，就是找到投资优秀企业的基金经理，优质企业就是一种安全边际。

其次，人心的贪婪和恐惧也是一种风险的根源。如果客户在基金产品下跌的时候，把产品在低位卖掉了，也是另一种风险。反过来说，在基金产品上涨的时候，客户又去追弹性更大的投资标的，长期来看也可能会出现亏损。所以我们在构建 FOF 组合上，努力给客户呈现一个相对较低波动，提供稳健的回报基础上，让客户能有一种安全感，就能够分享到权益市场的长期收益。

从高度、深度、广度出发看权益大时代

朱昂：那么您怎么看 2021 年市场的表现，对于各个大类资产的观点又是什么？

邓炯鹏：这个问题也是我们每时每刻都在思索的，在回答这个问题之前，我想说的是，比起预测，应对更重要。我们做投资要明白自己在赚什么钱，哪些资产的风险比较高，哪些资产的机会更大。

首先，我们谈谈对债券的看法。目前债券市场整体静态收益率回到了一个相对均衡的位置，考虑到今年的政策导向，还看不到比较大的资本利得的机会。所以今年在债券投资上我们会相对比较保守，以获取票息构建我们的安全垫为主。

其次，我们再聊聊对权益的观点。整体上我们比较看好权益资产，包括 A 股和港股。引用之前王国斌总在一个论坛上讲了三个核心观点，加上我自己的理解来回答这个问题。从高度、广度和深度三个方面看，A 股和港股市场都有长期的结构性机会。

从高度看，国家把资本市场提高到了一个很高的位置。资本市场的发展，对于我们科技创新类企业的发展有很大好处。只有建立强大的资本市场，才能让优秀的企业上市融资。那些辛辛苦苦做科研创业的人，也能够有机会去兑现比较好的收益。所以我们看到发展中国强大的资本市场，其实是非常重要的。

从宽度看，随着注册制逐步的推进，会有越来越多的上市公司进入这个市场。我们作为投资者，有更多的机会去分享到真正能够成长的优秀企业。过去我们上市条件导致许多尚未盈利的优秀企业去港股或者美股上市，错失了让国内投资者分享收益的机会，这一点也在逐渐扭转过来。

从深度看，市场现在有越来越多的长线资金，包括境内和境外的资金，都在源源不断进来。因为我们中国人民确实是非常勤劳勇敢的民族，大家都在各自的企业创造价值，所以改革开放那么多年，我们在很多领域出现了竞争力越来越强的公司。这些企业从小长大，到千亿甚至万亿市值的体量。在早些年，我们很难想象这些公司的市值能长那么大，背后是源于行业竞争格局越来越好，企业的竞争力越来越强。这些公司的业务逐步从国内辐射到海外，优秀企业的成长空间进一步打开。

在这样一个大趋势面前，我们对 A 股和港股市场也是非常看好的。港股市场从某种程度上会被纳入到大中华体系里面。以前我们觉得国内固收就是沪深两市，以后会变成沪港深三个地方，这些市场的核心资产会进一步融合。我们老百姓的大类资产配置也会从过去的低风险产品，逐步转向权益类产品，这个浪潮才刚刚开始，未来权益市场中的好公司，应该会有更强的表现。

从看好的行业来说，消费、医药、制造业、科技都是很好的赛道。以后我们在这些好赛道上，去寻找具有优秀企业家精神和良好机制的企业。我相信再过五年十年来讨论今天的话题，会发现更多优秀的企业能够不断成长起来。

我们一直有一句话，先有伟大的企业，才有伟大的市场。我相信随着我们的企业越做越强，资本市场长期会越来越好，也希望我们的客户能跟随我们专业的投资者，一起去分享资本市场大发展的机遇。

东方红资产管理孔令超： “固收+”背后的多资产配置体系



本文系点拾投资创始人朱昂采访整理。

“固收+”产品的股票仓位一定要放到固收体系里配置，如果分开配置，单一资产的最优选择不一定是多策略的最优配置。

朱昂：可以先介绍下你们的“固收+”产品的投资框架吗？

孔令超：东方红固收团队是市场上很早就开始做“固收+”产品的投资团队。在此之前并没有“固收+”这样的产品名称，更多是叫做多策略产品。东方红和其他公司的不同点是，“固收+”产品的股票投资和债券投资不是由两个不同团队来做，我们的多资产投资是由同一个团队来操作的。我们是市场上“固收+”里面带股票的多策略产品占比最高的，纯债一直比较低。

为什么要同一个团队来统一管理股票和债券的投资呢？我们认为，“固收+”产品里面的股票头寸管理和权益类产品的股票头寸管理不尽相同。如果股债分开管理就跟持有人自己拿80%的钱买纯债基金，20%买股票基金没有差别，不能体现“固收+”在资产配置上的优势。

影响资产的因素不一样，如果我们看到一个影响因素，那么持有它的正相关资产，也持有它的负相关资产，才能减少风险敞口。所以我们的股票仓位一定要放到固收体系里来配置，如果分开配置，就是单一资产的最优配置，不是多策略的最优配置。举一个例子，油价这个因子，研究难度非常高，因此我们要避免频繁判断油价。如果底仓80%是债，由于债券资本利得受通胀影响，会随着油价波动，所以如果我们长期认为油价不可测，我就会在不同阶段选择不同杠杆和久期的债券，同时股票仓位中常年配置与油价正相关的品类，比如过去五年我们一直在配化工，起到的效果就是无论油价涨跌，股债都实现了对冲。

这跟权益类产品的股票配置思路不一样，“固收+”产品进行资产配置就是尽量降低组合里不确定性因素的风险暴露，我们“固收+”产品中的股票配置跟权益类产品的股票配置不一样。

再比如，我们“固收+”产品的股票部分常年低配成长因子，因为成长性股票最大的问题是收益受流动性影响较大，和债券部分同涨同跌。如果一个“固收+”组合在股票部分超配了成长因子，会导致股票和债券两类资产同时超配流动性因子，会让组合暴露在较高的流动性风险敞口中。

在考核上，我们团队除了考核长期年化绝对收益，还要看波动率和回撤。所以即便特别看好成长因子，也不会长期配特别多。

朱昂：组合层面你会关注哪些风险敞口？

孔令超：重要的因子，像增长类，按行业分，比如科技、消费；通胀类，油价和国内商品价格，前者不可控、后者相对容易预测；政策类的，比如货币、财政、产业政策等。像油价、贸易战、疫情等都属于不可控因子，很难预测，就要做对冲。国内的经济、政策可以做一些预测。股票和债券，对于不同因子表现不一样，有时候正相关，有时候负相关，但对流动性因子的表现是同步的，总的来说我们希望组合不要有太多风险暴露。

过去几年组合的风险敞口暴露在流动性因子下会表现很好，因为过去三年流动性持续宽松。这个风险敞口的暴露在投资表现上没有体现应有的高风险特征。但是未来三年流动性环境不会像过去那么好，我们会降低产品的杠杆，股债不会是永远的跷跷板，这也是“固收+”未来要研究的问题。

宏观研究分高低频两套体系

朱昂：能否谈谈你们的宏观研究框架？

孔令超：我们分两套体系，高频和低频。低频是找一些领先和前瞻意义框架的东西，对未来6-24个月展望做基本假设；高频是对假设做修正，也就是长变量为主，短变量为辅。

过去两年我们比市场乐观，是因为市场上大部分人判断只做需求判断，没有做供给判断。真正影响经济景气度的是需求和供给的差别。一旦出现供不应求，经济就会上行，如果供大于求，经济就会偏弱。我们和市场的核心差异并不在需求的判断，而是在供给的判断。

我们看过去十年的宏观经济，2012年之前大家很赚钱，2013-2015年由于产能大规模释放，经济增长变弱。到了2016-2017年开始做供给侧改革，房地产开始启动，经济有一个复苏。当企业赚到钱之后有开始扩张产能，导致2018-2019年产能大量释放，给很多行业带来了压力。2018年大家对宏观经济都比较悲观，加上中美贸易摩擦，很少有企业愿意扩产，到了2020年基本上没有新增产能出现，又推动很多行业进入向上的景气周期。2020年出现的疫情，也让许多行业重新计算供需平衡表，即便短期需求因为疫情下得比较快，经济恢复后供给下得更快，不少行业的供需平衡表比疫情之前更好了，许多企业的需求和十年前不能比，盈利却创了历史新高。

我们的宏观指标体系在很多指标的理解上和不一样，理念有时候不是那么重要，精细研究才构成最终差异。比如制造业投资，我们的理解也不一样，不是越高越好，也是形成了一些偏差。

两种情况下做大类资产调整

朱昂：如何给资产分类？

孔令超：大类就是权益、债券、黄金。转债不做单一资产，我们会拆成债体部分和股票期权部分，债体部分考虑杠杆、久期，和债券波动有关，期权部分做价值测算。比如说买一个点转债相当于0.3个点的股票，我就会把转债仓位折算成股票仓位。

转债作为一个特殊的资产，交易价格波动也很大。我们早在2018年就大量增持转债资产，一度是这个市场上最大的机构投资者之一。我们当时发现一个现象，转债市场在快速扩容，所有资产在扩容过程中都有相似性，初期大家不了解，需求增加不如供给增长的快，估值压制比较厉害，比如创业板、城投债，但长期不是问题，当市场变得足够大，关注度增加，需求就会慢慢起来，只要价格够便宜就不用担心，资产的扩容过程中会带来特别好的机会。转债市场在2018年就是从20个标的小市场扩大到400个标的。到了2019-2020年，我们开始慢慢退出这个市场，转债的估值上来以后，股票期权部分的价值被高估，不如直接配股票。

朱昂：很多“固收+”组合每年都会进行大类资产配置的调整，你们也会做吗？

孔令超：我们会进行调整，但调整比例很低，换手率在全市场比较低。我们只有两种情况下会做较大幅度的调整：第一种情况，对于未来一两年宏观展望发生特别大的变化，我们每半年做一次宏观经济展望的评估，过去五年运作中实际只调整过两三次。我们关注宏观经济的长变量，有两套系统评估，一个是偏月度的低频，找领先类指标预测；一个是高频指标，可以补充第一套系统的偏离。

第二种情况，宏观环境没有变化，但估值发生变化，我们也会调整。我们不会认为宏观利好某个资产就一直看好，要考虑估值性价比的问题。随着股票不断上涨，看错了承担的风险也在发生变化。我们对宏观环境判断比市场乐观，流动性判断比市场悲观，很多资产估值发生了很大变化，比如一家上市公司长期看可以给予1000亿市值，那么在从300亿涨到1000亿的过程中，600亿市值时的投资风险肯定比300亿时风险要大，我们也会相应降低持仓。

过去两年做的大部分是第二种调整。2017年底，信用环境发生变化，流动性环境发生变化，我们做了调整，但调整幅度比较低，速度也比较慢；2018年持有可转债，后面慢慢降低，也是这样慢慢调。我们不追求把握顶部和底部。

要给组合足够高的安全边际

朱昂：你们团队如何形成对股票的认知？

孔令超：东方红是一个开放平台，我们会依靠权益团队的研究力量来为股票的投资进行补充。我们自己做权益资产研究，更多是去跟踪发转债的公司。我们自己会做比较多的资产配置和行业配置，在个股选择上参考一部分股票投资团队的意见。

债券研究是比较看重公司现金流的，这点也和股票投资的眼光越来越接近，特别是债券的刚性兑付打破后，大家更加注重研究现金流和资产负债表。好公司和坏公司之间的分化也越来越大。

我们还发现，在债券角度被认可的公司，在股票上也会有更好的表现。

朱昂：能否展开讲讲安全边际？

孔令超：肯定是估值，但不只是PE、PB这种数据指标，我们不是只偏好低PE、PB的风格。我对公司估值的理解是在盈利预测下的现金流折现，要给足够的增长空间，在盈利预测和收益率要求上展望三年左右。如果只看一个指标，安全边际就是现在价格和合理市值之间的差别，我们觉得一个公司值1000亿，可能在800亿后我们就在左侧卖了，对于安全边际要求很高。

比如我看好银行和半导体板块，配同样比重，会发现组合的波动和收益完全取决于半导体板块，这不叫均衡配置，如果需要同样的风险暴露，我会把银行股多买一些，半导体股票少买一些。一年国开债和三年国开债也是不一样的风险特性，这一点和市场不太一样。所以有时候投资者看到我的前十大重仓，都是弹性较小的品种，那是因为我通过组合层面去调整过风险预算了。

如何看待当下信用风险

朱昂：提到违约事件，你们如何规避信用风险？

孔令超：我们的研究其实一直以来都是坚持以基本面为核心，并且一定是走在投资前面的。过去市场存在比较普遍的标签化的投资范式，但在过去连续三年的违约潮下，种种标签或者说信仰被一个个打破，我们也发现市场的研究逻辑也在越来越贴近我们一以贯之的思路，即摒弃信仰、回归个体，对标的真正的风险不断确认明晰，并对企业的变化保持积极跟踪，挑选出真正优秀的企业。

未来信用债市场的分化仍然会延续，而信用研究的挑战也会从是否违约的多元选择演化成对企业风险的重定价，个体的深度研究重要性将进一步突显，我们的投研端也会继续坚持基本面研究先行的原则，只投资研究清楚了的公司，把握认知范围内的收益。

择时是对未来特别清晰的判断认知，资产配置则是看未来不确定，考虑各种情况出现的可能，在综合概率前景分布下何种效果更好，更强调估值和安全边际，不能只考虑A，还要考虑B、C、D，没有发生的风险也是风险。

朱昂：现在美债收益率上行，你们怎么看国内债券？

孔令超：过去大家喜欢看美债做国债，以前中国经济主要靠出口，是全球滞后指标；到了2012-2013年变成同步指标，2016-2017年，中国经济的体量越来越大，出口占比降低，内需占比提高，中国价格也从滞后指标变成领先指标。

比如说2018年美国加息，但中国债券是大牛市；2019年美债收益率下来，但中国债券的收益率却没有继续下行。所以说2017年以前，习惯看美国国债预测中国国债，但历史有效不代表未来有效。历史回溯只是第一步，要想背后的逻辑和原因。2017年以后我们的投资框架中不再把美债作为领先指标，现在中国疫情防控领先全球，更不应该当作滞后指标去看。股市因为外资占比相对高，相比债券会更受到海外影响更大。

不要忽视看不见的风险

朱昂：如何规避看不见的风险？

孔令超：举个例子，假如我们把最大回撤设在3%，但很少等跌到3%再做止损的动作，因为我们把风险控制前置了，不是事后控制。过去几年白马股一直在涨，不是跌了才有风险，上涨本身就在积累风险。除了宏观环境外，我们也考量估值，事前控制更多是做资产配置而不是择时，两者不能相等。

择时是对未来特别清晰的判断认知，资产配置则是看未来不确定，考虑各种情况出现的可能，在综合概率前景分布下何种效果更好，更强调估值和安全边际，不能只考虑A，还要考虑B、C、D，没有发生的风险也是风险。

举个例子，我管理不同风险等级的产品，有些产品要求回撤控制的很小，有些产品对于回撤的容忍度高一些。过去三年我那个对回撤容忍度最高的产品，恰恰是实际回撤最小的。背后的原因是，这个产品对高估值品种容忍度很高，而高估值品种过去几年的整体回撤很小。所以我经常跟客户说，不要觉得过去两年回撤最小的品种，就是风险最低的，不要忽视没有发生的风险。过去两年我们回撤最小的产品，其实是风险暴露最大的。我们要为看错风险留有一定的余地。

2021年第二季度宏观策略展望

全球流动性宽松平稳 国内宏观利率上行空间有限

文 / 东方红资产管理基金经理 刚登峰

后疫情时代的全球整体展望

疫苗接种较为顺利，预计 2021Q2 底美国能实现群体免疫，下半年会出现全球经济同步复苏。

对于中国经济而言，基建、地产的动力 Q2 开始边际减弱，商品消费、服务业消费都在逐步恢复，制造业投资有望支撑经济韧性。海外经济逐步复苏，预期还能带动出口。

对于全球流动性而言，全球大放水的阶段已经进入平稳期；随着疫情修复，全球流动性拐点或逐步来临，美债上行趋势未结束，通胀预期仍在抬升。

对于中国流动性而言，国内宏观利率上行空间有限，主要因为核心 CPI 并无压力、存量债务偿债压力较大等原因；M1-PPI 度量的微观市场流动性 Q2 开始有所下行，但幅度有限，Q2 底大概率能见到 PPI 的顶点。

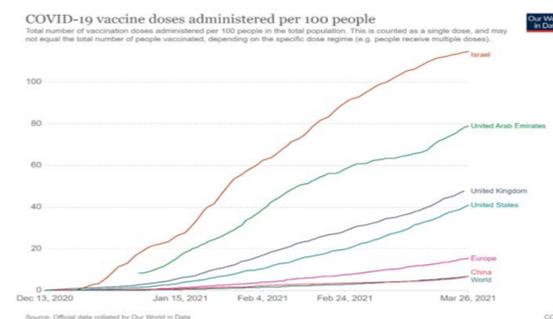
具体到市场结构上，交易拥挤的问题正在缓解，但估值分化仍处于 1 个标准差以上的位置。伴随剩余流动性的收紧和出口维系的制造业韧性，部分分子端强劲的公司有望走出结构行情。一季报将是检验各种资产吸引力的重要时刻。



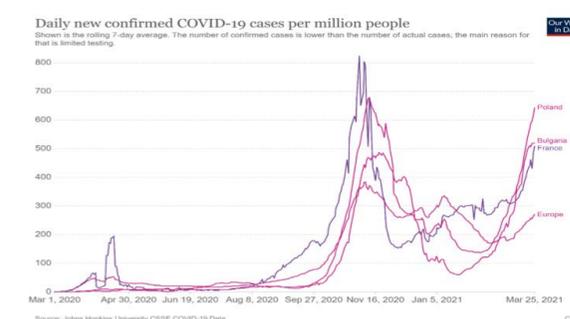
疫苗接种进度较为顺利 预计 2021Q2 美国能实现群体免疫

疫苗接种方面，美国、英国接种率均超过 40%，预计美国最快可在 6 月上旬接近群体免疫；欧洲停用阿斯利康疫苗，疫情也出现新高，单日确诊连续升高。欧盟接种目标或难以完成（目标是 2021 年夏天，成员国至少接种整个成年人口的 70%）。

另外，巴西的变异毒株带来的疫情正在加重，目前预期仍可控；在 2021 年 Q2 之后，全球有望陆续迎来疫情修复带来的同步复苏。



数据来源：Wind，东方红资产管理



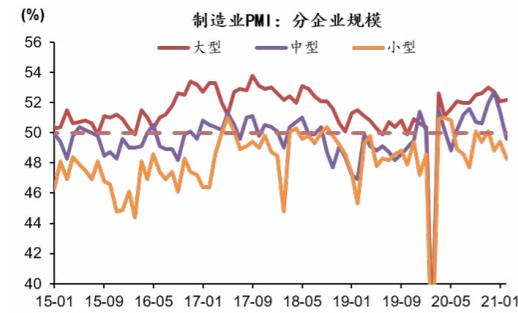
数据来源：Wind，东方红资产管理



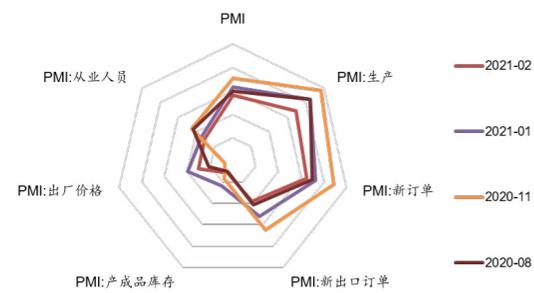
经济基本面展望

经济基本面上，地产基建收缩，经济总体难强复苏，有结构机会。伴随国内疫情平复，PMI 呈现持续扩张的状态，但整体增长动能有所放缓，Q2 可能高位持续一段时间。从供给侧来看，大型企业复苏强劲，疫情实现了一次供给侧改革；从需求侧来看，这轮经济复苏的动力与以往不同，地产基建复苏力度较弱，强度不足，主要靠制造业支撑。

本轮复苏地产维持韧性，基本平中微涨；基建 2020 年低于预期，2021 年也很难超预期；海外经济继续修复带动出口订单和产业链景气回升，整体边际减弱，但制造业投资在增加；商品消费已经复苏，服务业消费也基本复苏完成。



数据来源：Wind，东方红资产管理



数据来源：Wind，东方红资产管理

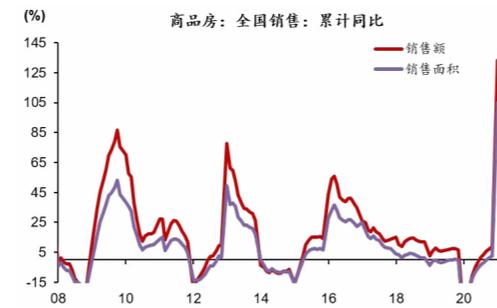
1. 地产投资 2020 年小幅反弹，再次引发调控，21 年边际放缓

2020 年上半年由于宽松的流动性带来土地市场过热，房价也快速上行，从而触发了调控。央行接管调控后，从金融端定向限制了地产行业的资金需求，后相继出台了企业端、银行端、地方政府端的调控政策，并严查经营贷流入房市的情况，定力十足。

房地产销售 2020 年下半年月均增速 9% 以上，2021 年 Q1 整体销售也非常强劲，保持了非常强的韧性。预期伴随调控政策的落地，2021 年 Q3 开始地产销售、投资增速都会放缓。但由于一城一策也不至于出现断崖式下滑，会保持在合理的区间内，真正实现稳预期、稳地价、稳房价。



数据来源：Wind，东方红资产管理

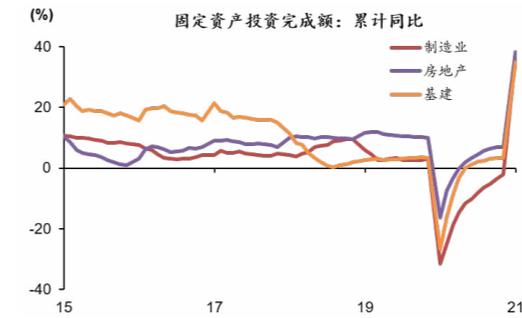


数据来源：Wind，东方红资产管理

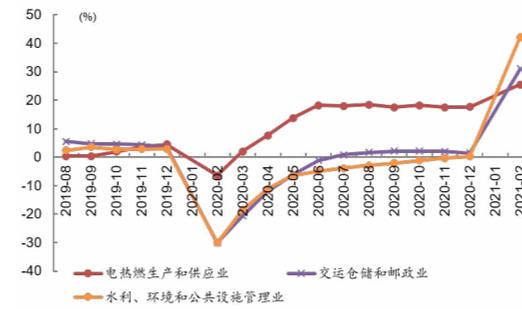
2. 基建投资 2020 年低于预期，2021 年难有高增长

2020 年基建投资一直是让市场比较失望的，可能与政府发债后未及时投资有一定关系。基建由广义财政和专项债决定，2021 年专项债规模不及 2020 年。2020 年 5 月份-12 月份的基建增速在 7% 左右，2021 年这一增速会降低到 4-5%，但基于目前基建补短板的定调，也不太可能回到 2018-2019 年低增长的状态。

基建承压从财政预算中也有一定端倪。2021 年财政预算中，一本账支出安排仍向民生倾斜，基建支出接近零增长。另外两条佐证是，预计完成交通固定资产投资规模降约 3000 亿；中央预算内投资仅增 100 亿。



数据来源：Wind，东方红资产管理



数据来源：Wind，东方红资产管理

3. 可选消费品销售端预期改善，服务业逐月缓慢修复

可选消费品已经基本修复完成，回归正常增速。其中乘用车消费 2020 年 -6.1%，2021 年整体修复空间也不大；消费电子在 2020 年 5 月、8 月之后，经历了两轮减速，线上经济带来的部分已经差不多释放完了，也基本回归正常的增速。

消费和服务业缓慢但持续修复，近月住宿、航空、餐饮有加快迹象。



数据来源：Wind，东方红资产管理

4. 海外经济继续修复带动出口订单，市场分歧较大

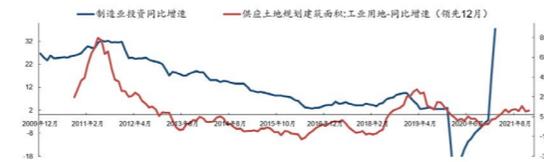
从经验规律来看，中国出口同步于全球，特别是美国的进口。美国的进口与美国制造业库存高度相关，目前已经底部回升，但制造业库存还在底部；从消费品到资本品，下一步还有中间品，空间仍大。

市场的争议在份额，即全球贸易共振时中国份额能否维持。这一轮导致中国出口份额上升的产品有四类：防疫、宅经济、比较优势产品、短期转移产品；这四类只有短期转移产品涉及份额，其他都是挂钩于总量，只要总量乐观，出口不会差。



数据来源：Wind，东方红资产管理

综合看，本轮疫情最大影响可能在供给端的产能周期，韧性较强。基于疫情的供给侧改革效果，在利润改善和出口链景气的驱动下，国内制造业投资仍将维持韧性。先行指标也指向本轮制造业投资回升有望持续至下半年。信贷条件上，新增社融的支撑项主要来自对实体经济发放的人民币贷款增加20.03万亿元，同比多增3.15万亿元，也是制造业的支撑。



数据来源: Wind, 东方红资产管理

总体而言，2021年的经济是一个产能周期+基数效应带来的“前高后低”，但制造业投资带来的经济韧性可能会超预期。



全球流动性拐点或逐步来临 美债上行趋势未结束

全球大放水的阶段已经进入平稳期，美、日、欧央行已分别较疫情前扩表81.2%、22.6%和51.7%。

美联储近期在多个重要场合反复强调，将继续提供货币政策支持，即便是在看到前景改善的情况下，也将维持债券购买计划不变，并明确加息条件为失业率降至4.3%以下、通胀达到2.0%、通胀预期超过2.0%。

美债收益率上行，一方面代表经济复苏，即通胀预期；另一方面反应对货币政策紧缩的担忧，即实际利率。目前通胀预期和实际利率均向上，对资产价格有一定的影响，但还不足以扭转趋势，只有在实际利率向上、通胀预期向下时，风险资产才会出现普遍下跌。以市场目前2023年的加息展望，2年期美债收益率到年末或升至0.4%，根据2年期美国国债收益率0.4%的水平以及10Y-2Y利差陡峭化程度，十年期美债或上行至2%。



数据来源: Wind, 东方红资产管理



国内宏观利率上行空间有限 微观市场流动性 Q2 开始有所下行

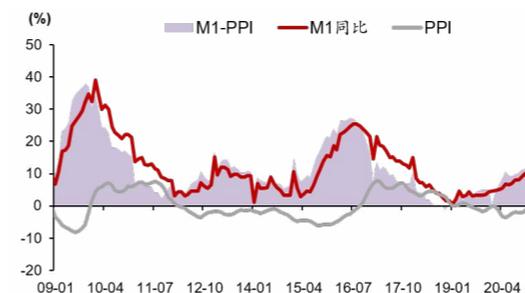
社融高位维持一定韧性，主要是企业部门融资需求强劲，中长期贷款增长较多。近期信用环境类似“融资需求偏高+供给受限”，票据利率-资金利率的利差持续上涨，主要是融资主导而非货币主导。

货币供给端已恢复正常，利率再上行空间有限。国内宏观流动性维持收紧，十年期国债利率也维持在3.3%附近，中国也并无核心CPI层面的通胀压力制约；但因为存量债务规模太大，利率不存在持续上行的基础，2020年的永煤事件就是一个例子。

M1-PPI衡量的微观市场剩余流动性从高位开始收缩。M1大概率已经见顶，Q2底大概率能见到PPI的顶点，预计Q2剩余流动性会继续下行；但下半年，宏观经济会维持一定韧性，剩余流动性估计维持偏紧的状态，大概率会是结构性市场。



数据来源: Wind, 东方红资产管理



数据来源: Wind, 东方红资产管理

市场风格上 结构性紧信用伴随经济修复 利好价值因子

从价值因子来看，2020年7月以后就开始有显著超额收益，尤其是中盘价值股，显著跑赢中盘成长股。大盘股中成长因子在2020年Q1出现较大回撤，价值股的超额收益已经逐渐体现。在经济复苏的历史阶段，2009-2010年中、2017年、2020年Q2至今，价值股均获得了不错的超额收益，主要来自其盈利对应的性价比。

从中小盘因子来看，以中证500为例，股权风险溢价处在一个历史中枢，整体仍处于健康的水位。市场上真正贵的仍然是部分龙头股，2021年Q1年的回调也主要是这部分股票。从市值维度，以中证500为代表的中小盘指数更受益于本轮制造业复苏，并且性价比也更为合适。



数据来源: Wind, 东方红资产管理



数据来源: Wind, 东方红资产管理

2021年第二季度宏观策略展望

趋势性机会尚需等待

文 / 东方红资产管理基金经理 纪文静



市场估值分化 从历史最高位小幅回归 仍在 +1 个标准差附近

市场估值分化正在逐步修复，历史均值是 14%，1 个标准差是 8%，目前基本还在一个标准差以上，这轮修复主要是通过茅指数急跌修复的。下图中 PB 的离散度衡量各行业间 PB 的分化程度，PB 离散度 = 各行业 PB 所处自身历史分位数的方差。



数据来源：Wind，东方红资产管理

交易热度上 头部公司交易集中度回归 这一次还会一样

市场从成交拥挤的状态中会逐步走出来。2 月达到历史极值 49.7%，3 月底回到 44.3%；一季报将是检验各种类型资产吸引力的重要时刻。



数据来源：Wind，东方红资产管理

2021 年一季度债券市场回顾



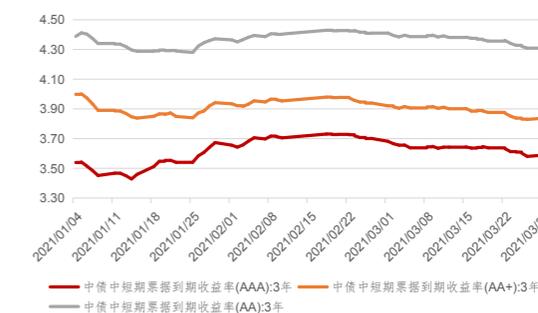
一季度债券市场先震荡上行，再震荡下行。一月份，经济复苏预期较强，去年 12 月 CPI 由负转正、PPI 虽仍为负值但继续大幅改善，社融、贷款均超过市场预期，股票、商品等风险资产大幅上行，但受益于较为宽松的资金面，利率债在月底之前走势均为震荡。虽然资金面较为宽松，央行几乎等量续作 MLF 和 TMLF，但公开市场不断净回笼，导致月末时资金面骤紧，价格大幅飙升，紧张程度达到“钱荒”以来最高值，引发市场对央行货币政策转向的担忧，收益率逐渐上行，十年国债收于 3.18%，与月初持平。二月份，资金面紧张虽然得到缓解，但 PPI 首度转正，再通胀预期高涨，风险资产加速上行，直到春节前，债券收益率一直保持震荡上行态势。春节后，随着美债收益率大幅上升、美元指数走强预期上升，风险资产开始调整，债券情绪受到提振，市场进入震荡区间，十年国债收于 3.28%，上行 10bp。三月份，随着国内政策逐渐明朗，市场逐渐开始对经济复苏的程度与进度产生质疑，并逐渐降低央行加息的预期，债券市场在三月开始震荡下行，十年国债收于 3.19%，下行 9bp。

图 1：资金利率和十年国债走势



数据来源：Wind、东方红资产管理

图 2：信用债收益走势图

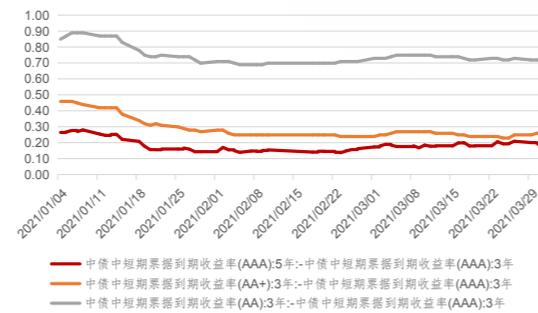


数据来源：Wind、东方红资产管理

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

信用债市场走势与节奏大致跟随利率债，但品种间表现差异较大。一月份，随着资金价格中枢不断抬升，AAA品种反弹幅度明显高于AA+和AA品种，3年AAA从月中低点3.42%上行至3.67%，信用利差压缩。二月份，随着资金价格逐渐稳定并保持在较低水平，配置压力下，信用债收益率在二月中下旬开始下行，并保持至三月中下旬，3年AAA回落至3.58%附近。三月底，随着跨季资金成本季节性回升，信用债收益率小幅上行，3年AAA收于3.6%附近。

图3：信用利差和期限利差走势



数据来源：Wind、东方红资产管理



**2021年
二季度
投资展望**

经济增速有边际放缓可能

受益于外需延续强劲增长，2021年1-2月剔除疫情导致的低基数影响后的工业增加值增速继续上行，但作为内需的消费和投资则增速放缓，尤其是消费一直未能回到疫情前水平。展望2021年二季度，随着中国对海外产能的替代效应减弱，海外的消费复苏从商品转向服务，出口存在见顶回落的风险，经济复苏可能边际放缓。

出口方面，二季度在海外需求转向服务消费和海外工业生产恢复下，出口增速存在边际回落可能。2020年11月PMI新出口订单见顶后开始回落，上海出口集装箱运价指数（SCFI）在2021年1月中旬见顶后开始回落。2021年1月美国商品实际消费支出折年数创历史新高，显著高于疫情前水平，显示美国的商品消费已经充分修复，但服务实际消费支出折年数仍远低于疫情前水平，显示受制于疫情影响消费场景恢复，美国的服务消费仍有较大的修复空间。随着美国疫苗接种的推进（目前美国已经有1/3的成年人接种了至少一剂疫苗），服务消费场景逐渐恢复，服务消费料将成为消费复苏的主线。因此中国商品面临的外需进一步改善的空间有限。而出口份额方面，目前美欧韩制造业产能利用率虽已接近疫情前水平，但距离金融危机后的最高点仍有一定差距，日本制造业产能利用率距离疫情前水平仍有相当差距，而中国的制造业产能利用率已来到历史高位，因此随着海外各国产能利用率的修复，中国在全球的出口份额有下行的压力。



投资方面，房地产融资监管仍然维持较严态势，房贷利率底部回升或将对未来地产销售形成压力；在控制政府杠杆率的基调下，基建投资预计难以显著走强；制造业投资增速在1-2月有所回落，后续关注制造业企业的盈利情况。

1. 地产投资。从一季度监管的表述看，无论是信托融资继续呈压降态势，还是银保监会联合三部委排查经营贷违规流入房地产领域，都显示出监管当局对涉房资金仍然保持了较为严格的监管态势。从地产销售情况来看，一季度整体地产销售仍然保持较为强劲的增速，但观察到房贷利率从1月份的低点逐渐回升，或将对后续销售形成一定压力。

2. 基建投资。从两会公布的2021年拟安排财政赤字和地方专项债规模看，2021年的财政扩张力度要弱于2020年。加上3月15日国常会给出政府杠杆率要有所降低的政策信号，预计基建投资将继续偏弱（基建投资资金中约15%来自财政预算内资金，而占比最高的自筹资金也有相当部分来自政府性基金和城投平台融资等广义财政资金）。

3. 制造业投资。尽管2019四季度以来制造业投资整体回暖，但2021年1-2月制造业投资两月平均下降3.4%，显示制造业投资的复苏并非一帆风顺。一方面目前上游原材料价格的高企使得处于中游的制造业企业盈利承压，影响其资本开支意愿；另一方面若出口见顶回落，则出口产业链企业对未来经营状况的预期可能发生逆转，从而影响其资本开支行为。

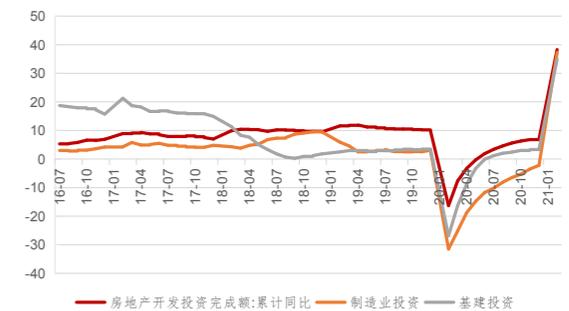
消费方面，疫情散发仍对消费恢复有所制约，关注后续疫苗推进后的消费复苏情况。2021年1-2月社零两月平均增速较2020年12月的走低可能一部分是由于就地过年和疫情散发，因此还需要进一步观察。但出口见顶回落对出口产业链的冲击，以及上游原材料价格高企导致的较多资金占用及盈利承压对中小企业的冲击，将会传导至相关就业人口，并对其消费行为产生负面影响。因此尽管从人均可支配收入与社零增速的缺口上看，消费仍有较大的改善空间，但短期内消费仍然承压。

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



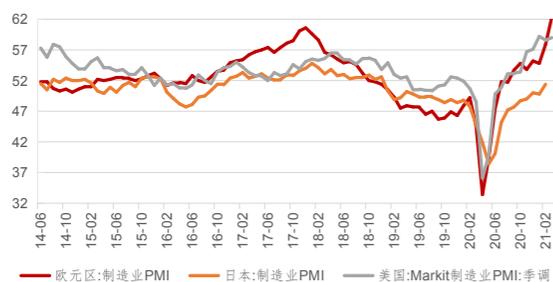
数据来源：Wind、东方红资产管理

图6：房地产销售表现



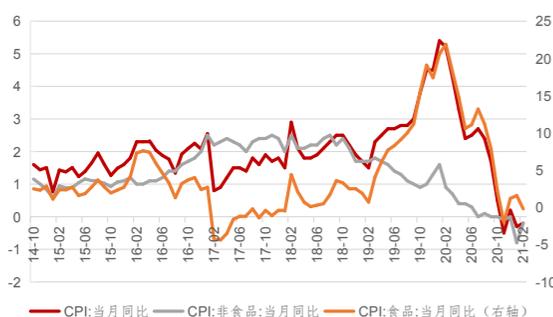
数据来源：Wind、东方红资产管理

图 7: 2020 四季度海外主要国家制造业 PMI 回升



数据来源: Wind、东方红资产管理

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

CPI 同比中枢在 1.6% 附近 PPI 同比中枢在 4.5% 附近 年内 CPI 和 PPI 同比高点可能在二季度出现

CPI 方面, 目前全国能繁母猪存栏已经恢复至 2017 年年末 95% 左右的水平, 全国生猪存栏量也保持在 4 亿头以上, 同时叠加二季度猪肉消费的传统淡季, 因此猪肉价格将继续呈回落态势, 但考虑到非洲猪瘟的变异和疫苗毒以及三元母猪生育性能较差, 回落幅度预计有限。非食品价格方面, 1-2 月份的环比增速已接近疫情前水平, 随着疫苗的推进, 环比增速预计在二季度仍将继续修复。综合来看, 预计二季度的 CPI 同比中枢在 1.6% 附近, 较一季度明显抬升, 年内 CPI 同比的高点可能也将出现在二季度。

PPI 方面, 由于 1-2 月粗钢产量同比增长 12.9%, 因此按照工信部 2021 年粗钢产量同比下降的要求倒推, 2021 年 3-12 月的粗钢产量要同比下降 2.3% 以上, 降幅相当可观。加之唐山环保限产力度显著增强, 以及 3 月钢材库存迎来拐点, 需求预期逐步兑现, 二季度螺纹钢价格有进一步走强的可能。随着气温回升和疫苗接种的推进, 欧美疫情形势将进一步改善, 支撑原油需求。加之 OPEC+ 撑油价的意图明显, 二季度原油价格仍有向上的空间。加之 2020 年二季度的低基数, 预计二季度的 PPI 同比中枢在 4.5% 附近, 较一季度明显抬升, 年内 PPI 同比的高点可能出现在 5 月。

财政政策力度边际转弱 更加注重使用效率 货币政策延续“稳货币 + 紧信用” 二季度有望维持偏宽松的资金面

2021 年财政政策的主线是“提质增效, 更可持续”。两会拟安排 3.2% 的赤字率 (对应财政赤字规模 3.57 万亿) 和 3.65 万亿地方专项债, 同时不再发行抗疫特别国债, 加之国常会释放的政府杠杆率要有所降低的政策信号, 财政政策力度边际上确在转弱。但国常会明确提出, 要加快把扩大范围后的财政直达资金落到基层, 抓实抓细针对小微企业的减税降费政策, 特别是新的结构性减税举措落地, 尽快实施提高制造业企业研发费用加计扣除比例政策, 缩短结算期限, 让企业当年有感, 显示出财政政策更加注重财政资金的使用效率。

货币政策方面, 国常会延续了“保持宏观杠杆率基本稳定”的表述, 同时央行 2021 年一季度货币政策例会强调要“推动实际贷款利率进一步降低”。预计 2021 年二季度货币政策将延续“稳货币 + 紧信用”的组合。2 月 8 日央行发布的《四季度货币政策执行报告》里还提到“不急转弯”, 但 2021 年一季度货币政策例会就去掉了这一表述, 更多可能还是和总理在 3 月 11 日答记者问时“去年我们没有搞量化宽松, 今年也就没有必要急转弯”的表述相呼应, 并不意味着央行货币政策的转向。由于二季度存在债券到期高峰来临, 财政收入达到年内高点, 地方债发行等诸多资金面扰动因素, 预计央行将继续维持资金面的偏宽松态势。

人民币贬值压力偏大

央行 2021 年一季度货币政策例会提出“要深化汇率市场化改革, 增强人民币汇率弹性, 引导企业和金融机构坚持‘风险中性’理念, 加强预期管理, 保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定”, 显示央行对于人民币汇率波动的容忍度有所提高。由于目前无论是疫苗接种进度, 还是经济复苏进程, 美国都要强于欧洲, 因此二季度美元指数有望维持强势。加之中国经济复苏边际放缓的可能性增大, 预计二季度人民币的贬值压力偏大。



2021 年 二季度债券 投资策略

展望 2021 年二季度, 债券收益率或仍维持震荡走势, 趋势下行机会尚需等待。一方面, 国内经济复苏边际放缓, 基本面给到债市的压力减小, 但经济韧性仍在、库存周期尚未结束, 这也就制约了收益率下行的幅度。另一方面, 资金面整体虽仍维持宽松, 但地方债供给增加, 对资金利率或仍有一定的扰动, 相比春节后资金利率中枢或有一定抬升。此外, 海外疫情改善对原油需求的支撑, 以及国内“碳中和”相关政策的推进, 都可能导致市场对通胀的担心仍在。因此, 债券二季度在多方因素的情绪影响中, 波动或加大, 可以关注其中的交易机会。

信用债方面, 考虑到今年紧信用的大环境, 信用债市场将出现较大分化, 弱资质城投和高负债企业将面临较大的再融资约束, 市场将转向好资质品种, 预计信用利差会更加分化, 流动性差异也更加明显。

基于以上判断, 二季度我们的投资策略以配置好资质信用债、参与利率债交易为主。同时, 偏宽松的货币条件将为杠杆策略提供较好环境, 保持一定杠杆或是较优策略。

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



东方证券资产管理有限公司
副总经理 周代希先生

基础设施公募 REITs 收益分析与风险识别

以下内容整理自 2021 年 3 月 25 日公司副总经理周代希先生应邀于中国证监会投资者保护局指导、上海证券交易所主办的《走近公募 REITs，拥抱新蓝海》系列投教微课堂进行的题为《基础设施公募 REITs 产品特性与规则解读》的专题分享。

核心观点

国家发改委、中国证监会于 2020 年 4 月 30 日联合发布基础设施公募 REITs 试点政策通知，2021 年 5 月 17 日中国证监会准予首批 9 单试点产品注册，随着首批试点产品公开发行上市，公募 REITs 试点从基础设施领域正式起步。国内资本市场对 REITs 探索筹备的历程长达十余年。其间依托资产证券化业务的特殊目的载体，采用私募方式在沪深证券交易所挂牌了“类 REITs”，涵盖多种资产类型，累计发行规模超过 1700 亿元人民币，产品运行平稳，获得了市场广泛认可。本轮公募 REITs

试点在上述实践基础上叠加公募证券投资基金以实现公开发行，是法律制度成本最小化推动创新的尝试。

基础设施公募 REITs 试点涵盖资产类型广泛，按照法律属性与收益特征可分为经营权类资产与所有权类资产两大类，投资者需要就不同的风险收益特性区别研究做出投资判断。特许经营权类资产的定价依托于对未来特定期间内特许经营收费现金流的预测。以收费公路为例，区域经济形势、竞争性道路分流、

收费政策变化以及新冠疫情等公共卫生事件均对现金流产生较大影响，投资者需要掌握充分的信息形成投资决策判断。而水电气热等市政设施项目关系民生，定价稳定，现金流波动性小。对于所有权类资产，由于不存在到期日，资产价值由资产收益水平、市场交易行情等因素确定，可能会随时间推移价值上涨或下跌。考察美国权益型 REITs 的历史表现可以看出，其收益呈现出与其它大类资产相对独立的相关关系，历史分配率稳定，价格波动总体上和权益类资产相关度较高。

东方红资产管理公司一直关注储备 REITs 业务，担任管理人发行了国内首单上市公司和集团层面均实现出表的商业地产类 REIT 产品，并荣获当年度上海市金融创新奖项，在交易结构、避税节税、运营管理等环节积累了宝贵经验。东方红资产管理公司同时拥有公募基金管理人和 ABS 管理人两项业务牌照，对于开展公募 REITs 所需“公募基金 + ABS”双层管理结构实现内部协同具有独特优势。

境外实践

REITs 简介

不动产投资信托基金 (REITs) 是向投资者募集资金投资于不动产，并向投资者分配投资收益的一种投资基金。REITs 起源于 20 世纪 60 年代的美国，基础资产从商业物业逐步拓展到了工业园区、数据中心、仓储物流、基础设施等领域。截至 2020 年末全球上市 REITs 总市值约 1.92 万亿美元，40 多个国家或地区推出了 REITs 各国 REITs 产品结构体系各异，但主要共同特点包括：投资于租金成熟稳定的不动产、将大部分可供分配收入分配给投资者。

图：境外市场 REITs 发展情况



数据来源：Nareit，截至 2020 年年末

REITs 收益特点

REITs 总收益率受份额价格变动和分红派息两部分影响，份额价格有一定波动性，而历史分派率较为稳定。从美国 REITs 市场 2004 - 2020 年历史数据看，总收益率介于 -37.73% 到 35.06% 之间，份额价格变动介于 -41.12% 到 29.51% 之间，而派息率介于 3.51% 到 7.56% 之间。此外，美国 REITs 收益呈现了与其它大类资产相对独立的相关关系。从历史数据看，总体上和权益类资产相关度较高（下表中红色为偏股性质指数，蓝色为偏债性质指数）。

图：美国权益型 REITs 与其他资产投资收益差异性比较

FTSE Nareit All Equity REITs	DJ US Total Stock Market	Nasdaq Composite	Nasdaq 100	S&P 500	S&P Utilities	Russell 2000	ICE BofAML CorpGovt	ICE BofAML MBS	US Agri Credit - Corp - High Yield	Dow Jones Industrial Average
1.000	0.595	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000
0.434	0.888	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000
0.368	0.847	0.973	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000
0.573	0.989	0.845	0.821	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000
0.417	0.394	0.203	0.196	0.407	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000
0.638	0.888	0.848	0.755	0.824	0.318	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000
0.201	0.034	-0.021	-0.005	0.050	0.285	-0.043	1.000	1.000	1.000	1.000
0.096	-0.007	-0.045	-0.020	0.012	0.185	-0.087	0.846	1.000	1.000	1.000
0.604	0.650	0.558	0.502	0.624	0.358	0.641	0.208	0.109	1.000	1.000
0.537	0.928	0.737	0.713	0.949	0.389	0.759	0.001	-0.015	0.566	1.000

数据来源：Nareit

收益分析

REITs 产品的收益主要由期间收益及份额价格变动两部分组成，且不同类型资产会有不同的收益特征，投资者需要就不同的收益特性区别研究做出投资判断。

期间收益分配由可供分配金额决定。关于期间收益，投资者需重点关注基础设施项目历史收入水平、收入稳定性、历年支出水平、基础设施项目未来可能的支出金额和支出规则、基础设施项目到基金的收益分配机制（例如聘请运营管理人的费用、基金管理人的管理费等）。基金份额价格可能受标的资产估值变动、市场要求的资本化率等因素变动、市场流动性变动等因素影响。

REITs 基础资产按收益特征可分为经营权类资产及所有权类资产。对于经营权类资产，由于经营权存在到期日，经营权类资产价值将会随着时间而下降，直至到期时资产价值将降为 0。例如 IRB InvITs 是一家印度的高速公路 REITs，从该公司历史价格表现我们可以看到该类资产的一些特性：正常情况下，该类资产价格整体呈下降趋势（由于每年分派资产折旧摊销部分金额，资产账面价值同步下降）；资产到期时价格降为 0，交易价格在净资产附近波动；资产价格可能因各类事件（如疫情

影响）价格有所波动。常见经营权类基础设施公募 REITs 资产包括路桥等基础设施的特许经营权，该类资产通常通过资产主方与政府主管部门签署特许经营协议，确定特许经营期限。经营权类资产收益衡量方面，有到期年限的资产在交易时主要考虑内部收益率（IRR）作为衡量收益的指标。

而对于所有权类资产，由于所有权不存在到期日，资产存续时间不定，资产价值由资产收益水平、市场交易行情等因素确定，可能会随时间推移价值上涨或下跌。例如 EQIX 是美国上市的最大数据中心 REITs（美国 REITs 主体一般为公司，上市 REITs 份额一般表述为股票。），其公司营收、资产总值、市值实现了多年连续性增长。EQIX 收入及市值成长源于发行新股票（股本数量提升）、管理能力提高（资产回报率提高）等多种因素。常见所有权类基础设施公募 REITs 资产包括仓储物流、产业园区等。所有权类资产收益衡量方面，通常使用资本化率（Cap Rate）作为衡量风险与收益关系的基本指标。资本化率定义为物业的投资者在未考虑杠杆情况下所要求的投资回报率，即未来一年从物业中产生的净收入与当前购买总价格的比率。

图：IRB InvITs 的历史价格表现



数据来源：investing.com

图：EQIX 规模变化



数据来源：Wind

风险识别

REITs 产品的投资人除需要关注风险揭示提示外，还需要关注市场变化可能带来的业务风险。在极端情况下，REITs 投资的本金可能遭受损失。例如美国上市的能源基础设施运营 REITs CorEnergy Infrastructure Trust (CORR)，2020 年受行业变化影响，公司主要资产 Grand Isle 集输系统、Pinedale 液体集输系统均出现大幅度减值损失，截至 2020 年 9 月 30 日公司已计提

租约减值损失 1.4 亿美元、资产减值和终止租赁损失 1.47 亿美元、应收租金核销（损失）0.3 亿美元，合计 3.17 亿美元，约占 2019 年末公司总资产的 49%，净资产的 66%。由于前述重大风险及资产减值，CORR 股票价格从 2020 年年初的 42.799 美元，最低跌至 3.492 美元，2020 年 12 月末价格为 6.809 美元。

东方红资产管理公司同时拥有公募基金管理人和 ABS 管理人两项业务牌照，对于开展公募 REITs 所需“公募基金 + ABS”双层管理结构实现内部协同具有独特优势。

基础设施公募 REITs 概况、发展及产品特性

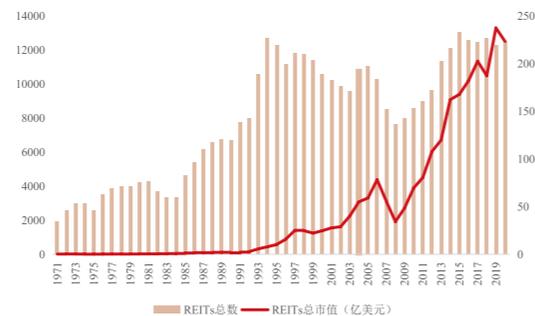
文 / 产品部、结构与另类融资部

我国基础设施公募 REITs 一经发售就受到市场的高度关注，面向公众投资者发行的基金份额在一天内结束募集。首钢绿能公众发行份额的配售比例仅为 1.76%。作为一种新的投资品种，基础设施公募 REITs 为投资者提供了更为多元化的投资工具。本文将从美国 REITs 的概况、国内基础设施公募 REITs 的发展、概况、特点等方面来展开介绍。

美国 REITs 市场概况

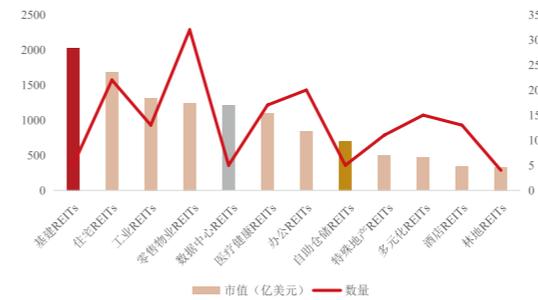
REITs 起源于美国，通过发行收益信托凭证 / 股票汇集资金，由管理人或专业运营机构进行不动产投资、经营、管理，并将投资收益分配给投资者。全球有接近 40 个国家的资本市场有 REITs 板块，美国是全球最大、最成熟的 REITs 市场。截至 2020 年底，美国公开上市的 REITs 共有 223 只，总市值约为 1.25 万亿美元，以权益型 REITs 为主，其规模占比约为 94.8%，抵押型 REITs 规模占比约为 5.2%。REITs 投资的房地产类型广泛，包括基建、住宅、工业厂房、零售物业、数据中心、医疗健康中心、办公楼、仓储物流、酒店、林地等。上市交易的权益类 REITs 中，基础设施 REITs 的规模最大，规模约为 2024.79 亿美元，占比约为 17.23%。

图 1: 1971 至 2020 年美国 REITs 数量及流通市值



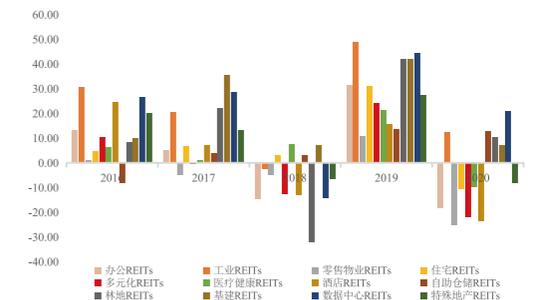
资料来源: Nareit

图 2: 截至 2020 年 12 月底美国各类权益型 REITs 数量及流通市值



资料来源: Nareit

图 3: 2016-2020 年美国各类权益型 REITs 回报率 (%/年)



资料来源: Nareit

表 1: 富时 REITs 与标普 500 的区间年化回报率 (%)

期间	标普 500	FTSE Nareit All Equity REITs	FTSE Nareit All REITs
1 年	18.40	-5.12	-5.86
3 年	14.18	5.41	4.96
5 年	15.22	6.70	6.66
10 年	13.88	9.27	9.10
15 年	9.88	7.15	6.81
20 年	7.47	10.02	9.71
25 年	9.56	10.03	9.58
30 年	10.70	11.20	10.71
35 年	11.05	10.10	9.00
40 年	11.50	11.22	9.95
1972-2020	10.82	11.45	9.43

资料来源: Nareit

从美国上市交易 REITs 的整体情况来看，全市场的历史总回报为 9% 左右，权益型 REITs 的历史总回报为 11% 左右，权益型 REITs 略高于标普 500 的回报。REITs 的收益主要由股息和股价变动的收益构成。受新冠疫情影响，2020 年美国 REITs 的总体回报率大幅度下滑，权益类 REITs 总回报率为 -5.12%，股价贡献回报为 -8.40%，股息回报为 3.12%。

美国 REITs 的投资者以养老金、共同基金、资产管理机构等机构投资者为主。美国 REITs 作为上市股票，有较好的流动性、较为稳定的股息收益和长期资本增值，与其他资产相关性相对较低，有助于降低整体投资组合风险并增加投资回报。根据 Nareit 研究统计，估计有 1.45 亿美国人（即大约 44% 的美国家庭）通过股票、401 (K) 计划等养老金计划和共同基金持有 REITs。

我国基础设施公募 REITs 概况

1、发展历程

从 2014 年起，我国境内已陆续推出了在银行间或交易所挂牌的类 REITs 产品。类 REITs 产品的物业类型包括写字楼、仓储物流、商业综合体、公路、酒店等。类 REITs 的发行、管理经验为推出公开募集基础设施证券投资基金提供了研究、探索的基础。

2020 年 4 月 30 日，中国证监会、国家发展改革委发布了《关于推进基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）试点相关工作的通知》；8 月 3 日，国家发展改革委发布了《关于做好基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）试点项目申报工作的通知》；8 月 7 日，证监会发布了《公开募集基础设施证券投资基金指引（试行）》，标志着我国 REITs 正式进入了试点阶段。2021 年 5 月，首批 9 只基础设施公募 REITs 获得证监会批复；并于 5 月 31 日启动募集，6 月 7 日正式成立。

我国公开募集基础设施证券投资基金（或简称“基础设施公募 REITs”）模式与美国 REITs 模式不同，是以公募基金 + 基础设施资产支持证券的结构来设计的，通过将 80% 以上的基金资产投资于基础设施资产支持证券的全部份额，从而持有基础设施项目公司全部股权。基础设施项目类型主要为仓储物流，收费公路、铁路、机场、港口，城镇污水处理、供水、供热、供电、供气，数据中心，产业园区等。

图 4：首批基础设施公募 REITs 的战略配售、网下发售、公众发售份额比例及募集规模（%）



资料来源：基金公告

基础设施公募 REITs 通过将流动性较低的基础设施项目转变为可上市交易的金融产品，盘活基础设施存量资产，降低企业杠杆率，促进基础设施行业的发展。同时，也为投资者提供了一种收益相对稳定、具有流动性的新投资品种。

2、首批试点基础设施公募 REITs 概况

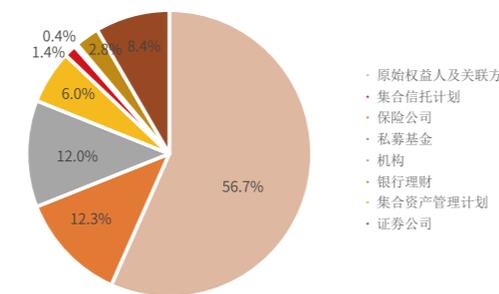
首批试点的 9 只基础设施公募 REITs 涉及的资产类型包括产业园、收费公路、污染治理、仓储物流、市政设施等，封闭期均超过 20 年，最长封闭期为 99 年，募集总规模为 314 亿元。

3、发售情况

基础设施公募 REITs 的发售分为战略配售、网下投资者认购、公众投资者认购三种类型。首批基础设施公募 REITs 公众认购份额仅发售了一天，公众认购的最终配售比例均不超过 13%，其中首钢绿能的公众配售比例刷新公募基金历史最低配售比例。

首批试点的基础设施公募 REITs 中，战略配售金额占基础设施公募 REITs 整体规模的比例为 70.8%，网下发售金额占比为 22.0%。战略配售、网下发售的投资者主要为原始权益人及其关联方、保险公司、证券公司、产业相关企业等机构投资者。战略配售中原始权益人及其关联方占比最高，约 56.7%；网下投资者中证券公司自营资金占比最高，约 63.9%。

图 5：首批公募 REITs 的战略配售投资者情



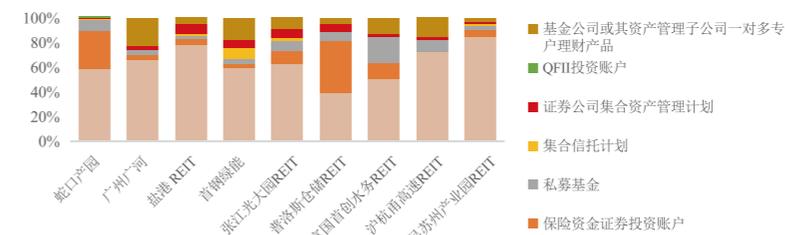
资料来源：基金公告

表 2：首批公募 REITs 的基本信息

代码	名称	基础设施项目类型	准予募集份额 (亿份)	发行价格 (元/份)	募集规模 (亿元)	封闭期	基金管理人	ABS 管理人
180101	博时招商蛇口产业园封闭式基础设施证券投资基金	产业园	9	2.31	20.79	50 年	博时基金	博时资本管理
508001	浙商证券沪杭甬高速封闭式基础设施证券投资基金	收费公路	5	8.72	43.6	20 年	浙商证券资管	浙商证券资管
180801	中航首钢生物质封闭式基础设施证券投资基金	污染治理	1	13.38	13.38	21 年	中航基金	中航证券
508000	华安长江光大园封闭式基础设施证券投资基金	产业园	5	2.99	14.95	20 年	华安基金	国君资管
508056	中金普洛斯仓储物流封闭式基础设施证券投资基金	仓储物流	15	3.89	58.35	50 年	中金基金	中金公司
508027	东吴 - 苏州工业园区产业园封闭式基础设施证券投资基金	产业园	9	3.88	34.92	40 年	东吴基金	东吴证券
508006	富国首创水务封闭式基础设施证券投资基金	市政设施	5	3.7	18.5	26 年	富国基金	富国资产管理
180201	平安广州交广高速封闭式基础设施证券投资基金	收费公路	7	13.02	91.14	99 年	平安基金	平安证券
180301	红土创新盐田港仓储物流封闭式基础设施证券投资基金	仓储物流	8	2.3	18.4	36 年	红土创新基金	深创投红土资产管理

资料来源：基金公告

图 6：首批公募 REITs 的战略配售投资者情



资料来源：基金公告

我国基础设施公募 REITs 的特点

1、与美国 REITs 的区别

(1) 产品类型

美国 REITs 是将至少 75% 的总资产投资于不动产、现金和现金类项目、政府证券，通过出租或出售物业产生收益的房地产类公司，大部分 REITs 会在交易所上市交易。与上市交易的其他股票一样，也需要遵守美国证券交易委员会规定的上市公司的公司治理、财务报告和信息披露等标准。我国基础设施公募 REITs 则是以公募基金为载体，对于运营管理方式、信息披露等相关要求在公募基金的基础上进行了特殊规定。

(2) 投资范围

美国 REITs 的物业投资范围较广，包括了基建、住宅、工业厂房、零售物业、数据中心、医疗健康中心、办公楼、仓储物流等。我国基础设施公募 REITs 的物业仅为基础设施类项目，不含商业地产等。

(3) 投资者人数限制

美国 REITs 至少有 100 名股东，不超过 50% 的股份有五个以下的投资者持有。我国基础设施公募 REITs 的投资者要求不少于 1000 人。

2、与公募基金的区别

虽然基础设施公募 REITs 采用了公募基金的形式，但与一般的公募基金有着明显的区别，主要体现在以下几方面：

(1) 投资范围与投资限制

基础设施公募 REITs 的投资标的单一，主要为基础设施项目，少量剩余资金可投资债券等固定收益类产品。公募基金的投资范围更广，包括了上市交易的股票、债券以及监管规定的其他证券及其衍生品，且公募基金受双十投资比例限制，投资标的更为分散，受单一投资标的的影响较小。

(2) 风险收益特征

公募基金按照基金资产中权益类、固定收益类的投资比例可分为股票基金、债券基金、混合基金、货币市场基金、基金中基金等。根据基金投资范围、投资比例、投资目标、投资策略等产品情况来确定产品的风险收益特征。

基础设施公募 REITs 风险收益特征一般认为介于股债之间，主要投资收益来源于每年不少于一次的分红以及资产增值收益。但由于基础设施项目类型不同，不同基础设施公募 REITs 的主要收益也有较大差异。例如，高速公路 REITs、供水供热 REITs 等以特许经营权项目的 REITs，主要收益来源于稳定的高分红；而仓储物流、产业园区、数据中心 REITs 等除了分红之外，还有资产增值收益。

(3) 交易方式

公募基金按面值发售，在开放期内可申购或赎回，而基础设施公募 REITs 则是根据网下投资者询价情况来确定最终的发行价格，类似于股票 IPO。基础设施公募 REITs 采用封闭运作方式，投资者无法进行申购或赎回，只有在其上市后，可采用竞价、大宗、报价、询价和协议交易等方式进行交易。但基础设施公募 REITs 的估值频率较低，基础设施资产项目每年进行一次评估，其基金份额净值无法及时准确地体现基金资产的价值，因此基础设施公募 REITs 的基金份额净值无法为交易提供比较准确的参考价格，需要投资者根据底层资产情况自行判断 REITs 的投资价值。

(4) 费用收取方式

基础设施公募 REITs 除固定管理费、托管费之外，一般还设置了浮动管理费，浮动管理费根据基础设施项目实际运营情况进行收取。

我国基础设施公募 REITs 的潜在投资者

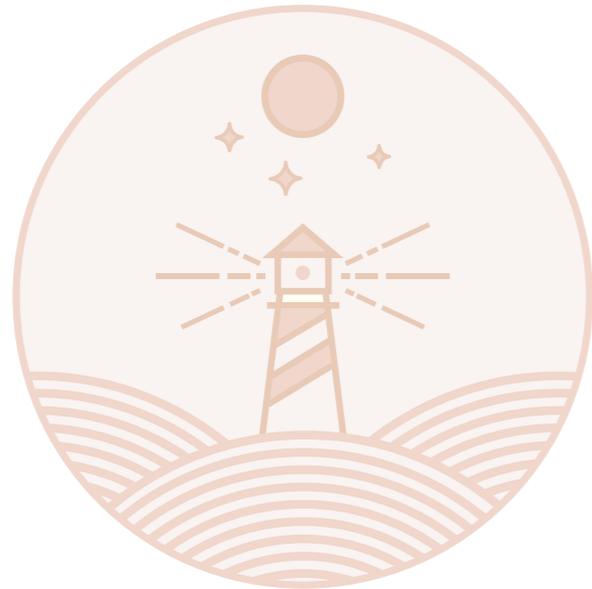
首先，基础设施公募 REITs 的封闭期长，投资收益主要依赖于管理人或运营机构对底层资产的运营管理能力。基础设施公募 REITs 具有比较稳定的现金流，能够满足有长期资金配置需求的机构投资者，如养老金、保险资金、年金、社保基金等资金。对于券商资管、银行理财、信托资金以及私募基金等资管产品，基础设施公募 REITs 有较强的债性，同时具有部分股性，可以增加组合的投资回报，适当分散风险。

另外，基础设施公募 REITs 的基金份额净值并不能及时反映基金资产价值，二级市场价格会受到市场情绪、流动性等因素影响。作为一种新的投资产品，其大部分基金份额有限售期，且为机构投资者持有，可能会因交易不活跃导致市值的异常波动，部分投资者可关注其上市交易后出现的博取溢价的机会。

“东方红万里行”第 8000 场活动在民生银行举办 打造专业化客户服务体系成效显著

文 / 渠道发展部

东方红 万里行



3月2日，“东方红万里行”客户服务活动第8000场交流活动在民生银行总行成功举办，本场活动由东方红资产管理与中国民生银行合作举办，民生银行总行个人金融部及北京分行领导进行了致辞和发言，东方红资产管理总经理任莉做了主题演讲，东方红资产管理其他管理人员、基金经理也就价值投资、资产配置等问题与合作伙伴进行了充分交流。同时，东方红资产管理还在民生银行全国十余家分行同步开展“东方红万里行”交

流活动，分享理念，进一步加强与合作伙伴的沟通。

“东方红万里行”客户服务活动是东方红资产管理全力打造的专业化客户服务体系，旨在向投资者传导合理参与市场、价值投资和资产配置的理念。自2015年8月启动以来，已经覆盖了上百个城市，共计举办了8000场交流活动，参与人次超过60万。

价值投资 赢在长期

民生银行和东方红资产管理的合作由来已久，自产品的发行，到与“民生磐石”品牌的合作，再到合作定制并创设公募基金产品，双方已经建立了坚实的合作基础。民生银行与东方红资产管理在客户、渠道、资金、投研等方面具有互补共赢的良好基础，将进一步发挥各自的资源及专业优势，加强在资产与财富管理、投研、托管等方面的合作与赋能。

同时，双方持续加大力度开展投资者教育活动，从2018年开始，东方红资产管理与民生银行合作开展东方红万里行活动，已累计举办了百余场。东方红万里行第8000场活动在民生银行总行举办，是民生银行与东方红深化合作的契机，未来将继续共同宣导资产配置理念，让更多投资者充分享受到长期投资带来的回报。

东方红资产管理总经理任莉在主题演讲中指出，东方红万里行坚持引导客户进行理性投资，着力解决产品收益与客户收益不对等的痛点，从而帮助投资者更好地穿越周期、赢在长期。八千里路云和月，从2015年起持续开展的“东方红万里行”客户服务活动已举办了8000场，对于东方红来说，这是一个新起点，也是民生银行和东方红携手合作的新起点。

东方红创新趋势混合基金的基金经理蔡志鹏博士分享了他的投资思路和逻辑，主要将通过选赛道、选稀缺性、选平台的三重逻辑，精选具有创新力、符合经济转型升级趋势的绩优好公司。

在中国资本市场，东方红资产管理是坚定的价值投资实践者，不惧波动，着眼长期，权益类产品整体呈现出高胜率、低换手率的特点，因此收获了长期丰厚的回报。从投资性价比来说，根据中泰证券研究所数据，过去五年在公募基金行业中，投资者投资偏股基金，每付出1元管理费，平均能赚到2.9元，而投资东方红的产品能赚到6.3元；投资偏债基金，每付出1元管理费，平均能赚到1.1元，而投资东方红的产品能赚到3元。

东方红资产管理的投资实践证明，价值投资是一种长期有效的投资方法和资源配置方法，但价值投资的实施需要与之相匹配的长期资金，要给予充分的时间等待价值回归。

中国资本市场三十年，涌现出一批优秀的上市公司，优秀的基金产品也实现了净值持续增长，提供了可观的收益。然而，多数投资者由于认知偏差，难以克服人性弱点，陷入了“基金赚钱，基民不赚钱”的悖论中。而且现实中，广大投资者仍然偏好预期收益型产品，对净值型权益类产品缺乏足够认知，资产配置低风险和短期化现象仍较为突出。

如何通过价值投资赋能优质上市公司和投资者，如何帮助投资者建立理性的长期投资理念，实现“长钱长投”是东方红资产管理一直希望解决的问题，这就需要专业客户服务。

东方红成立之初，公司就确定了“客户利益为先”的经营原则。十多年前，东方红就开始了探索如何做好投资者服务工作，并将其融入产品创设及运作的全过程。东方红资产管理开展的投资者引导工作体现在两个方面：一方面，东方红团队在市场艰难之时，强调始终陪伴客户，提供专业的投后服务，传递价值投资理念，与投资者共度周期。尤其是在2008年全球金融危机时刻，在2015年股灾之后，东方红资产管理的销售服务团队深入各个营业部、网点宣讲，服务到每个客户，用最大的耐心和诚意为客户介绍东方红的价值投资理念，分析内外形势，阐释价值投资的逻辑，陪伴投资者走下去。

另一方面，东方红资产管理通过封闭期产品设计帮助投资者获得较为稳定的长期回报，2011年率先推出封闭两年半的集合产品，2014年率先推出封闭三年的公募基金，之后拓展至三年定开、五年定开、锁定持有期的产品，建立起丰富而完善的封闭型产品线。封闭产品的发行为负债端及投资端都带来了促进作用，成为做好投资者引导的重要举措。

专业服务 长期陪伴

为了系统化地开展专业客户服务活动，东方红资产管理精心打造了课程体系，自2015年8月推出“东方红万里行”客户服务活动，与投资者进行面对面的交流分享。东方红万里行通过持续、系统、专业的投资者引导和陪伴工作，不断向投资者传递如何合理参与市场、价值投资、资产配置、长期持有的理念。

“东方红万里行”客户服务活动已经覆盖全国上百个城市，截至2021年3月2日，累计举办了8000场交流活动，参与人次超过60万，形成了一套完整的配套解决方案。

“东方红万里行”围绕价值投资的理论与实践，由权益投资领域，扩展至固定收益领域，并进一步强调资产配置的重要意义。权益类投资领域围绕投资者常见的追涨杀跌、注重短期、缺乏诊断等问题，东方红进行了详细的数据与案例分析，帮助投资者建立理性的长期投资理念。随着资管新规实施和居民财富配置需求的变化，“东方红万里行”在体系中加入了固定收益投资相关内容，帮助投资者更好地理解固收类产品的风险收益特征。为了更好地帮助投资者理解资产配置的意义，“东方红万里行”体系增加了资产配置相关内容，帮助投资者根据自己的经济收入、风险偏好、家庭情况、年龄情况、消费需求等进行合理的资产配置。

为了服务更多投资者，“东方红万里行”开发了各类线上服务形式，形成了多层次、立体化的服务模式，增加动画、社区互动、在线直播等交流新形式，在多个线上平台开设主题型投资课堂，提高专业服务输出的传播效率。

“东方红万里行”每周举办固定的万里行之声，倾听客户声音，及时了解客户需求，精进服务方案；每月17日设为“东方红万里行线上日”、每月举办线上读书日等，通过直播的方式与投资者分享价值投资理念，共同探讨健康理性的投资文化。

经过“东方红万里行”8000场线下的交流、持续的线上直播分享，东方红资产管理逐步实现客户资金与投资期限合理匹配，通过拉长投资周期来提升客户盈利体验，推动行业良性生态的形成。

专业投资者服务和引导永无止境，在取得长期良好的实践基础上，东方红资产管理开始探索在专业服务的研究上更加深入、更加科学和更加体系化，并希望能够在全行业形成高度重视投资者服务的环境。

因此，东方红资产管理作为特别支持单位，深度参与到中国财富管理50人论坛组织的覆盖全市场金融机构的主题研究中，希望将自身在净值型产品投资认知引导上所积累的经验，与更多金融合作伙伴共享，为资管新规的顺利落实贡献力量。该课题以《新规下的健康投资文化培育——金融投资者调研（2020年度）》为主题，立足资管新规转型过程中的投资者教育，报告近20万字，已于2020年12月20日在中国财富管理50人论坛年会上发布，以期相关法律法规和制度建设的完善、为各个市场主体的投资者教育工作提供有益参考。

东方红资产管理的投资者引导实践表明，资产管理机构长期坚持“专业投研”和“专业服务”双轮驱动的模式，持之以恒地践行价值投资实践、全力以赴地开展专业客户服务，引导长期资金投入优秀企业，能够有效实现投资者、优秀企业和资产管理机构的多方共赢。

这一天 我开始仰望星空 发现
星并不远 梦并不远
只要你踮起脚尖
我从此 不再彷徨也不再腼腆
张开双臂 和你一起
飞得更高 看得更远

——《仰望星空》

每一颗梦想的种子都闪闪发亮

文 / 品牌部

作为东方红公益基金会持续运作时间最长的公益项目，自2015年起，“爱·早餐”助学计划携手贵州省遵义市务川县、赤水市，对满足“双特”条件（家庭贫困、成绩优秀）的高中学生捐赠一定金额的助学金，主要用于早餐，以及帮助他们解决非义务教育阶段生活和学习上的困难，为他们完成高中学业、圆大学梦提供一定保障。

与少年同行 赴梦想之约

作为东方红公益基金会的原始发起人，东方红资产管理始终秉承着“感恩、责任、梦想”的企业文化，经过多年持续努力，“东方红”品牌获得业界和客户广泛赞誉，在自身快速发展的同时，不忘企业公民的社会责任，立足自身专业能力，探索开展公益实践。

2020年10月21日，“爱·早餐”助学计划三期项目在全体东方红员工的期待和支持下正式启动。由公司党委、基层员工和基金会代表共同组成的梦想小分队奔赴遵义，带着责任与嘱托，与新一年度100名受助学生共同开启梦想课堂，见证彼岸花开的时刻。

“请你们将东方红最诚挚的祝福带给大山深处的孩子们！”公司总经理任莉女士在启动仪式上激动地表示，东方红的每一位员工都参与了“爱·早餐”助学计划，这是东方红公益的开始和延续，希望点滴微光不断积攒向善的力量。梦想小分队的志愿者们承载着东方红对孩子们最初的善意和祝福，愿这一份微小的力量，能够让更多人看到星空，找到梦想的样子。

路途颠簸中的我们心情激动，秋日里每一丝微风仿佛都在期待这次特别的梦想之约。作为务川县和赤水市最优秀的重点高中，务川中学和赤水一中承载着大山里孩子的梦想与未来。宽敞明亮的教室里传来孩子们朗朗的读书声，平坦的草坪上是足球小将们灵活的身影，大山深处的全寄宿学校，也时刻彰显着教育的人性化。





关爱视障人士，积极支持上海导盲犬项目

文 / 品牌部

上海目前有 10 万的视障人士，其中全盲人士数量高达近 3 万。然而作为一个各项基础设施处于国际一流水平、常住人口近 3000 万的国际大都市，上海面向视障人士的公共服务支持仍十分有限。三月初，东方红公益基金会受上海市残疾人福利基金会邀请，进一步了解了 2007 年即成立的“上海导盲犬项目”，以及该项目在发展过程中面临的问题。

导盲犬，不只是一只聪明伶俐的狗狗，更是指引平安、相伴左右的天使。一只导盲犬的服役期是 8-10 年。虽然只是人生道路上一段短暂时光，但是导盲犬能够为视障人士导航前行的方向，也治愈着弱势群体脆弱的情感，是他们生活中不可或缺的小小伴侣，帮助视障人士更好的融入社会，极大改善生活体验。

我们了解到，全上海目前一共仅有 62 条导盲犬，其中在役 46 条，退役 12 条，待配对 2 条，在训 2 条。事实上，由于种种条件，可以与导盲犬匹配的盲人少之又少，理想情况下也只有 0.1% 的视障人士可以得到导盲犬的帮助，远远无法满足视障人士的实际使用需求。

培育一只合格的导盲犬不仅需要严格的筛选，还要经历漫长的专业培训，最终通过苛刻的“毕业”考核后，这些小小的“马路天使”才能持证上岗。据了解，培养一只合格的导盲犬需要投入大量的精力与财力，新训一只导盲犬的培训过程长达 18 个月，综合费用达近 20 万元。由于缺乏持续的资金支持，导盲犬的培育项目始终难以得到突破，导盲犬数量无法得到快速增长，

很多视障人士家庭都在漫长的导盲犬申请匹配等候中。

作为在上海注册登记的慈善组织，东方红公益基金会立足上海，聚焦市内紧急迫切的社会问题并努力贡献自身力量。为了改善更多视障人士的生活质量，东方红公益基金会与上海市残疾人福利基金会共同启动了“导盲犬项目捐赠计划”，守护小小马路天使，为更多人带去“光”与希望。基金会于 2021 年 3 月底已完成全部捐赠款项的划转，后续将由上海市残疾人福利基金会落实具体项目的实施。

导盲犬事业作为特殊的社会福利事业之一，反映了国家的社会文明程度和残疾人福利事业的发展程度。一只小小的导盲犬可以极大改善视障人士的生活质量，提高他们的社会参与程度，促进社会和谐的发展。东方红公益基金会将持续追踪并发布导盲犬项目的进展情况，并组织实地探访活动，让更多对视障人士的生活问题较为关注、希望能够助力解决相关社会问题的爱心人士，未来可以携手上海市东方红公益基金会，做出更多、更有效的现实努力，为视障人士的便利生活提供更多支持。

万物，渺小而伟大。当一只只可爱的导盲犬们走进视障人士的生命，它们将成为无数习惯黑暗的人的璀璨银河，如光明一样的美好。

与温暖同行，守护星光。

“你的梦想是什么？”

这是回访过程中，志愿者们与孩子们交流最多的问题。

通过性格测试，以及分享成长经历、梦想故事、求学经验，东方红公益基金会的志愿者们将梦想带入课堂，在孩子们的心里悄悄种下三年的种子，用亲身经历告诉少年们：人生充满了无限可能，秉持初心，爱拼才会赢。

在交流过程中，志愿者们惊喜地发现“孔雀型”人格的孩子不在少数。他们善于充分表达自己的思想，热爱沟通，乐观开朗，积极向上，对未知充满期待与希冀。眼前的困难并没有打倒这些梦想的勇士们，“少年强则国强”，少年自信则国自信。

第一次听《仰望星空》这首歌，是务川中学的田媛媛（化名）推荐给志愿者的。她说，梦想很简单，但不努力就会很遥远，学习是她飞向更高的星空最捷径的方法。我们很欣慰这些孩子们不再停留在“敢于做梦”的阶段，而是像歌词中吟唱的那样“心并不远，梦并不远，只要你踮起脚尖”。

看着他们，就像看到当初求学逐梦的我们。事实上，人生的每一个阶段，我们都是梦想的勇士，穿越时空，寻找自己的价值。

结束了务川中学和赤水一中两所学校的拜访，志愿者们又踏上了前往文华学校的旅途。今年 4 月，东方红全体员工自发组织，向文华学校捐赠了 300 余本包括科普类、小说类、故事类在内的图书。自成立以来，东方红就营造了良好的阅读文化氛围，每天都会有一位同事在东方红读书角分享阅读感悟，共享智慧之美。

三天很短，但是这趟公益回访带给每一个人的记忆和感触都非常深刻。

自始至终，东方红微光公益都是在做微小的事情，希望通过这些点滴的努力带给更多人温暖和力量。我们相信善良，相信美好，相信人间最温暖、真挚的情感可以带来最坚定的力量。

愿每一个梦想闪闪发亮，

愿你仰望星空，飞得更高。





《投资最重要的事》

作者：霍华德·马克斯

推荐人：公募固定收益投资部 纪文静

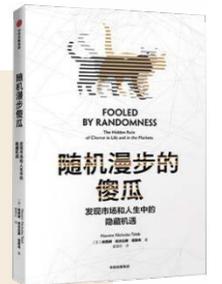
本书中，作者霍华德·马克斯详细阐述了“第二层次思维”、价格/价值关系、耐心等待机会以及多元化投资等概念，对自身的决策以及偶尔的失误做出了坦诚的评价，为读者进行批判性思考、风险评估、建立投资策略提供了宝贵的经验教训。作者鼓励投资者做“逆向投资者”，明智地判断市场周期，采取大胆而谨慎的行动获取收益。最重要的事是什么？成功的投资有赖于同时对各个方面保持密切关注。本书中提到的每个主题，都是最重要的事。

塔勒布以不确定性为主线的四部曲中，《黑天鹅》的知名度最高，但《随机漫步的傻瓜》却对我认知的影响最大。本书从数学、社会学等不同的角度来阐述随机性，同时举了大量案例来生动形象地说明社会中存在的认知偏差。我们无时无刻不在做归纳和演绎，而正确地归纳本身就是一件很难的事情，更不用说演绎；如果加上概率的视角，对于我们理解、应对随机性会有帮助。因此也可以说，本书是讲认知观和方法论的一本书。

《随机漫步的傻瓜》

作者：纳西姆·尼古拉斯·塔勒布

推荐人：公募权益投资部 王延飞



塔勒布是一个知行合一的人，早在2008年金融危机前，塔勒布就一直实践着自己的认知。金融危机爆发后，塔勒布和伯南克两人公开交锋并阐述的观点也都十分精彩，这些在《非对称风险》和伯南克的《行动的勇气》中都有所体现。《非对称风险》是塔勒布四部曲的最后一本，相较前三部，本书更多地着眼于社会应该以怎样的导向去建立机制、引导市场，至此使得塔勒布的整条关于“不确定性”的主题更加完整，完成了从认知观到价值观的升华。



《周期》

作者：霍华德·马克斯

推荐人：公募权益投资部 秦绪文

古语有云：“日中则昃，月盈则食”，自然界万物的发展过程都呈现出周期性的演进规律。霍华德·马克斯的《周期》这本书，系统性地总结了人类社会的经济发展的周期性规律，分析了经济周期产生的驱动因素。

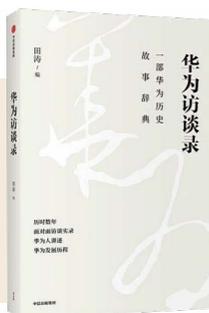
这本书对证券投资行业从业人员大有裨益：能帮助投资人建立周期性的思维方式，理解国家政策周期、产业周期、金融周期等周期性因素对证券市场的深刻影响；帮助投资人保持客观的心态，对证券市场的潮流既不简单的盲从，也不机械的对抗，克服人类与生俱来的贪婪与恐惧的本性；帮助投资人厘清基本面周期和心理预期所处的位置，从而做出合适的投资决策。可以说，周期性思维是证券投资行业从业人员建立大局观的基础，是做好证券投资工作必备的素质。这本书有助于投资人建立周期性思维，对做好证券市场投资非常有帮助，推荐给大家。

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。

基金经理荐书四则



《华为访谈录：一部华为历史故事辞典》

作者：田涛

推荐人：基金组合投资部 邓炯鹏

现在市面上介绍华为的书很多，而本书是作者田涛作为公司顾问，在长达六年的时间里亲身走进华为进行系统性地研究，采访了约500位不同岗位的新老员工，形成的一系列访谈录中的第一本。本书可以看作是通过讲述代表性员工亲历的故事以及他们的思考，来展现华为企业文化的一部精彩纪实。在投资生涯中，我也经常思考优秀企业成功的基因是什么？我们能否找到下一个华为？读本书回顾华为一路走来发展历程，启发思路，充盈内心，获益良多。