

东方红悦读

issue 39

2021年8月

东方红
财富俱乐部 Vip 专刊



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
更好的投资体验



东方红 更好的 投资体验

我们相信，
如果每一个人都能体验到长期投资带来的幸福，
世界将变得更美好。
为此，我们全力以赴。

国内首家获得公募基金管理业务资格的券商资管
中国长期封闭权益类基金领跑者

风险提示：长期封闭基金指封闭运作期在三年及以上的定期开放基金和封闭运作基金（处于封闭期），以及投资者最短持有期限在三年及以上的持有期基金；权益类基金指Wind分类口径下的普通股票型、混合型（不含偏债混合型）基金，不含基金中基金。统计时间截至2021年6月30日，数据来源于公募基金季报和Wind。基金管理人承诺以诚实守信、勤勉尽责的原则管理和运用基金资产，但不保证一定盈利，也不保证最低收益。基金投资有风险，投资需谨慎。



一键扫码

为更好的投资体验 全力以赴

2021年7月28日，适逢公司十一周年司庆之际，东方红资产管理发布了全新升级的品牌系统。围绕“东方红，更好的投资体验”这一品牌承诺，东方红资产管理秉承“客户利益至上”的原则，以价值投资为长期思想内核，以封闭产品为长期投资工具，以专业服务为长期联结，帮助客户实现从投研价值到投资收益的最低损耗，为客户带来更好的投资体验。

本期的两篇封面故事，分别围绕公司品牌系统平台的具体内涵，和公司品牌进化发展的历程做了详细的介绍和解读。自2005年东方红1号集合资产管理计划获批设立发行开始，东方红品牌正式诞生。十六载光阴过去，东方红品牌已形成了独具差异化的定位，并在行业内积累了良好的口碑。这里汇聚着一群“合理的理想主义者”，秉持“感恩、责任、梦想”的企业文化价值观，开放心态，以专业致胜，持续进化，奋斗不已，坚持对梦想的追寻。

东方红资产管理相信，如果每一个人都能体验到长期投资带来的幸福，世界将变得更美好。

为此，我们全力以赴。



主办
上海东方证券资产管理有限公司

编委会主任
张锋

编委
李云亮、周代希、刘峰、汤琳

主编
杨海

责任编辑
王可、李雪

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。

32 货币环境稳定 债市区间震荡
经济复苏斜率放缓 基建有望形成支撑

Orient Topics | 东方红 · 专题

38 养老，你准备好了吗？
我国三支柱养老金体系建设现状

Orient Journey | 东方红 · 万里行

44 “东方红万里行”第 9000 场活动在光大银行举办
合力开展专业客户服务
专业服务 长期陪伴

Orient Social Responsibilities | 东方红 · 社会责任

46 服务社区，积攒向善的力量
东方红公益基地成功举办“换个视角看上海”公益活动

Orient Books | 东方红 · 书屋

48 《黑天鹅：如何应对不可预知的未来》读书笔记
保持人性 直面意外



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

CONTENTS

Preface | 卷首语

01 为更好的投资体验 全力以赴

Orient News | 东方红 · 新闻

04 综合资产管理能力获高度认可
东方红资产管理获得
第十八届“金基金·TOP 公司奖”
07 守望相助 驰援河南
东方红资产管理捐赠 300 万元

Cover Story | 东方红 · 封面故事

08 “更好的投资体验”
东方红资产管理品牌系统全新升级
坚定长期价值投资
不断完善客户服务与陪伴体系

12 东方红资产管理的十一载奋斗征程

助力构建良好的行业生态体系
实现投资者与行业共赢

Orient People | 东方红 · 人物

18 东方红资产管理胡雅丽：
强化投研一体化优势 提升研究转化效率
从卖方分析师到买方研究的华丽转身

22 东方红资产管理李响：
深度研究为价值投资提供“锚”
强调大方向选择的重要性

Orient Strategy | 东方红 · 策略

24 宏观环境相对稳定 拥抱长期成长资产
基金发行降温 长期增配权益资产趋势不变



综合资产管理能力获高度认可 东方红资产管理获得第十八届“金基金·TOP 公司奖”

文 / 中华网

2021年7月13日,由上海证券报主办的第十八届中国基金业“金基金奖”榜单揭晓,东方证券资产管理有限公司(简称“东方红资产管理”)获得重量级奖项——“金基金·TOP 公司奖”,反映了业界对东方红综合资产管理能力的肯定和认可,展现了东方红在多个投资领域及资产管理服务方面的综合实力。

这是东方红资产管理继2016年、2017年分别荣获“金基金·成长基金管理公司奖”,2019年、2020年分别获得“金基金·股票投资回报基金管理公司奖”之后,获得的更高量级奖项,展示出东方红资产管理不断积累和提升的实力。

“金基金”奖是由上海证券报社主办,并联合权威评价机构,共同推出的基金业专业奖项,至今已走过18年历程。

东方红资产管理此次荣获“金基金·TOP 公司奖”,体现了专业基金评价机构对公司综合资产管理能力的认可。自2005年“东

方红”品牌诞生开始,东方红资产管理团队始终坚持长期价值投资理念,致力于为投资者带来长期可持续回报。2010年东方红资产管理成为首家获中国证监会批准设立的券商系资产管理公司,2013年成为首家获得公募基金管理业务资格的券商资管公司,得以为更广泛的投资者提供资产管理服务。

东方红资产管理始终坚持客户利益至上的原则,开展长期价值投资实践,持续开展专业客户服务,传播长期投资、理性投资与资产配置理念,打造“专业投研+专业服务”双核驱动的核心竞争力。

东方红积累了专业的投资研究实力,形成了较为完善的价值投资体系。东方红自成立之初起,就确定了清晰的投资管理路径——坚持主动管理,坚定实践长期价值投资,并为专业投研发展提供良好的氛围、长期的考核机制、完善的人才培养及团队发展机制。

东方红资产管理始终坚持客户利益至上的原则,开展长期价值投资实践,持续开展专业客户服务,传播长期投资、理性投资与资产配置理念,打造“专业投研+专业服务”双核驱动的核心竞争力。

东方红资产管理经过多年积累,建立起覆盖广泛、实力优秀的投研团队,并进行持续的完善和升级,提升研究转化效率,发挥投研一体化的优势。东方红投研团队包括在证券市场征战多年的资深投资专家,有众多中生代、新生代投资经理,有对行业情况和对个股钻研颇深的权益研究员,有擅长宏观研究和信用风险分析的固收研究员,管理涵盖权益、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。

其中,东方红的权益投研团队经历了多轮牛熊市考验,已建立统一的价值观,形成了可传承的价值投资理念,从“幸运的行业+优秀的公司+合理的估值”三个角度精选投资标的。东方红固定收益团队树立了“风控为先、扎实分析、绝对收益”的投资哲学,在控制风险的基础上进行积极主动管理,追求风险调整后收益的最大化。东方红的指数与多策略团队、基金组合投资团队和结构与另类融资团队,在各自专业领域深度服务客户,通过更加多元的产品形式,为投资者带来专业化的资产管理服务。

对于专业投研的未来发展思路,东方红资产管理将主要立足于三点: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。第二是

投研高度融合的一体化,投研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。

专业投研创造价值,专业服务将这份价值真正转化成投资者的收益。自2005年有一定封闭期的东方红1号发行开始,东方红资产管理就开始探索专业客户服务,目前已将投资者引导与陪伴上升到公司的战略高度,倡导“专业投研+专业服务”双轮驱动的发展模式,通过专业服务引导投资者进行长期投资,建立合理投资预期,将投资收益更完整地转化为投资者的实际收益。团队一方面通过产品创新设计等方式,帮助客户理解和信任投资本身;另一方面,加强投资者引导与陪伴工作,陪伴客户度过市场艰难时刻,共同穿越周期、收获长期。

为了努力让客户获得较为确定的长期回报,东方红在产品端进行了一系列的创新探索,打造了较完善的封闭期产品线,涵盖三年创新封闭式、三年定开、五年定开及锁定持有期的产品。封闭运作产品一方面可以利用封闭机制使得客户实现长期持有,帮助客户克服人性的弱点,减少交易频率,获得长期收益;



另一方面，封闭机制也能够减少基金份额变动对基金经理的扰动，让他们能更好地把握长期投资机遇，并保持投资策略的稳定性。

另外，自 2015 年 8 月 14 日东方红资产管理启动“东方红万里行”客户服务活动以来，该活动已遍布全国上百个城市，累计举办了 9000 多场，参与客户人次超过 72 万，获得了参与者的积极反响。“东方红万里行”还开发了各类线上服务形式，充分利用金融科技和互联网发展的成果，增加动画、社区互动、在线直播等交流新形式，每周举办固定的万里行之声，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，扩大专业服务的覆盖范围和传播效率。

为了推动行业健康投资文化的培育，东方红还参与了行业课题的研究和经验分享。2020 年，东方红资产管理作为特别支持单位，与中国财富管理 50 人论坛合作发布了《新规下的健康投资文化培育——金融投资者调研（2020 年度）》课题报告，分享了多年来开展投资者认知引导的完整体系。

东方红资产管理获得第十八届金基金奖“金基金·TOP 公司奖”，既是对公司过往综合资产管理能力的高度认可，也是对未来的激励。东方红资产管理始终坚信，价值投资是实现资产管理行业良性循环的有效方法，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和专业客户服务，能够实现投资者、实体企业和资产管理机构的多方共赢。

守望相助 驰援河南 东方红资产管理捐赠 300 万元

近日，河南遭遇极端罕见暴雨灾情，汛情严峻。河南灾情牵动举国上下之心，社会各界火速驰援，全力投入到这场抢险救灾行动之中。

2021 年 7 月 21 日，东方红资产管理紧急启动决策程序，积极爱心助力，决定向河南灾区捐赠人民币 300 万元，用于应急救援、物资采购、群众安置、灾后重建等工作。

长期以来，东方红资产管理始终致力于成为一家受人尊敬的资产管理公司，积极履行社会责任，持续开展公益活动，并将社会责任理念植入公司整体战略。

2014 年 11 月，东方红资产管理参与发起设立了上海市东方红公益基金会，积极开展助学助教、扶贫济困、赈灾助残等社会救助活动。2020 年初新冠肺炎疫情爆发，公司第一时间决定捐赠人民币 300 万元，参与组建由上海市基金同业公会发起的“上海基金业致敬白衣天使专项基金”，驰援抗击疫情的医务工作者。

守望相助，同舟共济！每一位奋战在一线的救援人员都值得尊敬。让我们一起为河南加油，共渡难关！

“更好的投资体验” 东方红资产管理品牌系统全新升级

文 / 中国基金报

近期，东方红资产管理对品牌系统进行了全新升级，围绕“更好的投资体验”，以价值投资为长期投资思想内核，以封闭产品为长期投资工具，以专业服务为长期联结，努力实现从投研价值到投资收益转化的最低损耗，为客户带来更好的投资体验。

“东方红，更好的投资体验”现已成为东方红资产管理全新的品牌主张和品牌承诺。自2005年东方红品牌正式创立以来，经过16个春夏秋冬，已经形成了具有差异化定位和客户口碑的资产管理品牌。经过长期的品牌调研，东方红资产管理进一步明确了品牌定位，围绕为客户创造“更好的投资体验”，坚定长期价值投资，不断完善客户服务与陪伴体系，并努力“成为受人尊敬的资产管理机构”。

东方红资产管理认为，资产管理行业迎来了最好的时代，但产品收益与投资者收益之间仍然存在较大的落差，资产管理人应当通过专业投研、专业产品和服务来提升客户投资体验，解决投资者的认知偏差和行为偏差，实现“所见即所得、所得如所期”，获得长期、合理、可持续的回报。



以价值投资作为长期投资思想内核

自2005年“东方红”品牌诞生开始，东方红资产管理团队始终坚持长期价值投资理念，致力于为投资者带来长期可持续回报。2010年东方红资产管理成为首家获中国证监会批准设立的券商系资产管理公司，2013年成为首家获得公募基金管理业务资格的券商资管公司，得以为更广泛的投资者提供资产管理服务。

东方红资产管理在全新升级的品牌系统中提出，以价值投资作为长期投资思想内核。因为价值投资能够实现真正地穿越周期，在短期的不确定性中寻找长期的确定性，创造出合理、长期、持续、稳定的收益。

东方红从诞生之初，就确定了清晰的投资管理路径——坚持主动管理，坚定实践长期价值投资，并为专业投研发展提供良好的氛围、长期的考核机制、完善的人才培养及团队发展机制。

东方红资产管理经过多年积累，建立起覆盖广泛、实力优秀的投研团队，并进行持续的完善和升级，提升研究转化效率，发挥投研一体化的优势。东方红的投资管理覆盖权益、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。

其中，东方红权益投研团队经历了多轮牛熊市考验，已建立统一的价值观，形成了可传承的价值投资理念，从“幸运的行业+优秀的公司+合理的估值”三个角度精选投资标的。东方红固定收益团队树立了“风控为先、扎实分析、绝对收益”的投资哲学，在控制风险的基础上进行积极主动管理，追求风险调整后收益的最大化。东方红的指数与多策略团队、基金组合投资团队和结构与另类融资团队，在各自专业领域深度服务客户，通过更加多元的产品形式，为投资者带来专业化的资产管理服务。

对于专业投研的未来发展思路，东方红资产管理将主要立足于三点：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。第二是投研深度融合的一体化，投研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，在适当的基础上拓展规模。

以封闭产品作为长期投资工具

在此次全新升级的品牌系统中，东方红资产管理提出，以封闭产品作为客户长期投资工具。这主要是因为，经过长时间的实践证明，封闭产品是普适性较高的捕捉长期收益的产品形式，能够简单且有效地提高投资胜率，是客户获得长期收益的解决方案。

由于人性弱点带来的追涨杀跌、持有期短，投资者实际回报往往远低于产品收益，也就是投资者所得远低于所见。东方红以封闭产品作为引导长期投资的重要工具。2005年6月发行的东方红1号就采用了封闭运作、定期开放的产品形态，并坚守初心至今。2013年取得公募基金管理资格后，东方红资产管理成为第一家发行长期封闭运作权益类基金的管理人，并在后续的业务开展中不断迭代创新，形成了独具特色的产品线。

2014年9月，东方红资产管理在业内发行了首只三年创新封闭式权益类公募基金——东方红睿丰，之后“睿”系列又推出了多只三年创新封闭式、三年定开型的权益类基金；“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”系列则不再采用产品定期开放形式，而是对客户的每笔投资均设定三年锁定持有期，目的是在助推长期投资的基础上，给予投资者选择的灵活性和参与定投的机会，未来将持续加大此类产品的布局。此外，东方红资产管理还为权益类大集合转型公募基金创设了“启”系列，同样对每笔投资设定三年的锁定持有期。

经过长期实践，封闭产品展现出核心优势：一方面运用被动的机制帮助客户克服人性的弱点，减少交易频率，获得长期收益；另一方面，封闭机制能够减少基金份额变动对基金经理的扰动，使他们能更好地把握长期投资机遇，并保持投资策略的稳定性。

东方红资产管理基于客户的投资体验研究，建立起完善的产品

解决方案，帮助客户提高获得目标收益的概率。东方红对旗下主动权益产品、固收产品和FOF产品，根据不同的投资策略、目标客户类型、风险收益特征、收益和回撤目标，分别设置一年、两年、三年、五年不等的封闭期，并采用定期开放、持有期等不同形态，努力将产品收益完整地转化为投资者实际收益，并满足投资者不同的需求。

以专业服务作为长期联结

东方红资产管理全新升级的品牌系统中还有重要的一点：以专业服务作为长期联结。专业服务的目的在于培养投资者建立合理的回报预期，纠正认知偏差和行为偏差，引导长期投资。东方红资产管理希望能够通过专业的服务与陪伴，让更多投资者通过建立健康、理性、长期的投资观，真正实现“所得如所期”，降低客户的收益损耗。

投资者的非理性预期是造成投资者所得与所见之间落差较大的根本原因。不合理的回报预期容易引发投资者的认知偏差和行为偏差，投资者对权益资产的长期收益认知不足、对权益资产的波动认知不足，从而导致投资行为偏差，呈现短期化倾向，体现在四个方面：追求短期收益、追逐市场热点；用过往短期收益预测未来；畏惧短期波动；跟随人性，追涨杀跌。

引导投资者建立合理的回报预期，纠正认知偏差和行为偏差，需要专业服务。专业服务可以将投研价值真正转化成投资者的收益。

自2005年东方红1号发行，东方红资产管理就开始探索专业客户服务，通过专业服务引导投资者进行长期投资，一方面引导投资者建立合理投资预期，保持理性投资心态；另一方面，加强投资者引导与陪伴工作，尤其是陪伴客户度过市场艰难时刻，将投资收益更完整地转化为投资者的实际收益。

东方红资产管理已经建立起完善的专业客户服务体系，通过立体化、系统化的东方红万里行活动来进行推广，注重投前引导和投后陪伴，围绕价值投资、长期持有、资产配置和基金定投进行全面引导和服务。专业服务内容主要包括四大模块：宣导价值投资，重在传递正确投资理念，破除常见误区，引导投资

者理解价值投资；引导投资者长期持有，主要是介绍资本市场的特征，展示长期复利力量，帮助投资者直面波动，把握长期收益；介绍资产配置理论，引导投资者认识合理资产配置的重要性，通过资产配置提升投资性价比；阐述定投原理，在于引导投资者用简单的方式突破择时困境。

2015年8月，为了能够陪伴更多投资者穿越牛熊，树立健康的投资理念，“东方红万里行”客户服务活动正式起航。截至目前，已遍布全国上百个城市，累计举办了9000多场，获得了参与者与行业的积极反响。

“东方红万里行”还开发了各类线上服务形式，充分利用金融科技和互联网发展的成果，增加动画、社区互动、在线直播等交流新形式，每周举办固定的万里行之声，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，扩大专业服务的覆盖范围和传播效率。

为了推动行业健康投资文化的培育，东方红还参与了行业课题的研究和经验分享。2020年，东方红资产管理作为特别支持单位，与中国财富管理50人论坛合作发布了《新规下的健康投资文化培育——金融投资者调研（2020年度）》课题报告，报告近20万字，分享了东方红多年来开展投资者认知引导的完整体系。

围绕“更好的投资体验”，东方红资产管理希望通过持续的努力，帮助投资者建立长期投资的信心、建立健康理性的投资观、建立对整个资产管理行业的信任，构建全行业良好的生态体系。如果每一个人都能体验到长期投资带来的幸福，世界将变得更美好。

东方红资产管理的一十一载奋斗征程

文 / 中国基金报



进化不止 价值投资体系持续升级完善

2010年7月28日，一场具有里程碑意义的券商资产管理公司成立仪式在上海黄浦江畔举行，正式开启了上海东方证券资产管理有限公司（简称：东方红资产管理）在中国资产管理行业奋斗进取的征程。

十一年来，东方红资产管理秉承客户利益至上的原则，构建了较为科学和全面的价值投资体系，实现了从券商资管产品到丰富完善的公私募全产品线布局，建立了系统化的专业客户服务体系，持续升级进化，帮助客户实现长期可持续的回报。

牢记行业使命，方能不忘初心。十一年来，东方红资产管理始终如一地坚持行走在正确的道路上，致力于成为受人尊敬的资产管理公司。在十一岁生日来临之际，东方红资产管理全新升级公司品牌系统，围绕“更好的投资体验”，以价值投资为长期投资思想内核，以封闭产品为长期投资工具，以专业服务为长期联结，努力实现从投研价值到投资收益转化的最低损耗，为客户提供领先的投资体验解决方案。

水滴石穿，非一日之功。十一年来，东方红资产管理在不断地实践和探索中，对资产管理行业发展路径有了深入的认知和思考。我们相信，如果每一个人都能感受到长期投资带来的幸福，世界将变得更美好。幸福的投资体验，能够为行业带来长期资金，为投资者带来长期回报，有助于构建良好的生态体系。东方红资产管理认为表示，幸福的投资体验能够帮助投资者建立长期投资的信心、建立健康理性的投资观、建立对整个资产管理行业的信任，是投资者与资产管理行业实现共赢的驱动力。

成为受人尊敬的资产管理公司，重要的前提是，拥有专业的核心竞争力，能够通过专业投研能力创造长期价值。东方红资产管理成立十一年来，历经市场考验，成功穿越了多轮牛熊市，为客户创造了长期可持续的投资回报。这主要基于公司对资本市场和资产管理行业的深刻认识，选择了正确的投资管理路径、不断升级和完善投研体系，并从机制和文化上进行了强化。

早在2005年“东方红”品牌诞生之初，就确定了清晰的投资管理路径——坚持主动管理，坚定实践长期价值投资，走以基本面研究为主的投资研究道路。此次品牌系统全新升级中，东方红资产管理明确提出，以价值投资作为长期投资思想内核，因为价值投资能够实现真正地穿越周期，在短期的不确定性中寻找长期的确定性，创造出合理、长期、持续的收益。

首先，东方红资产管理确立了正确的投资管理路径。

从2005年东方红1号集合资产管理计划开始，东方红就坚持走以基本面研究为主的投资研究道路，追求上市公司盈利增长的收益。即使是在2012年券商创新大会之后，券商资管的定向资产管理业务出现爆发性增长，东方红资产管理还是继续坚持主动管理模式，抵御规模的诱惑，进一步夯实内功。在2014-2015年市场热衷于炒作热门题材、并购重组概念时，东方红资产管理明确要求投研人员不参与重组股，仍然是坚持基本面选股的原则，关注资产价格与内在价值的匹配。

在资产管理行业百花齐放的时代，以东方红资产管理为代表的资管机构沿着专业化、差异化的发展路径不断前进。东方红的这条价值投资的路讲究苦练内功，注重长期研究和调研，注重基本面，这样的思维比较朴实，却格外踏实。

从券商资管迈向公募基金，步入更广阔的舞台，东方红资产管理的快速发展得益于2013年新修订的《证券投资基金法》，东方红资产管理有幸成为了第一家获得中国证监会批准开展公募基金基金管理业务资格的非基金类资产管理机构，得以为更多的客户提供资产管理服务，迈出了大众理财、普惠金融的实质一步。

其次，东方红资产管理不断完善和升级投研体系。

价值投资的理念其实不仅适用于权益类资产，也适用于各个不同领域的资产管理。在权益投研领域，东方红资产管理一直保持行业领先优势。自2015年开始，东方红积极布局固定收益领域，开始了权益和固收双翼齐飞的投研之路。2019年，东方红拓展能力边界，将主动管理与被动指数投资进行融合，推出Smart Beta指数基金。2020年，东方红将长期价值投资理念布局到养老投资业务中，组建了基金组合投资部，并推出了不同风险层次的养老FOF基金。

东方红资产管理经过多年积累，建立起覆盖广泛、实力优秀的投研团队，并进行持续的完善和升级，提升研究转化效率，发挥投研一体化的优势。东方红投研团队包括在证券市场征战多年的资深投资专家，有众多中生代、新生代投资经理，有对行业情况和对个股钻研颇深的权益研究员，有擅长宏观研究和信用风险分析的固收研究员，管理涵盖权益、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。

其中，东方红的权益投研团队经历了多轮牛熊市考验，建立了

统一的价值观，形成了可传承的价值投资理念，从“幸运的行业+优秀的公司+合理的估值”三个角度精选投资标的，投研体系还在不断升级迭代。东方红固定收益团队树立了“风控为先、扎实分析、绝对收益”的投资哲学，在控制风险的基础上进行积极主动管理，追求风险调整后收益的最大化。东方红的指数与多策略团队、基金组合投资团队和结构与另类融资团队，通过更加多元的产品形式，为投资者提供各个领域专业化的资产管理服务。

再次，东方红资产管理建立了统一的投研文化、长期的考核机制，并持续完善人才梯队及团队发展机制。

以价值投资作为长期投资思想内核，东方红对投研团队建立起一套长期、客观和完善的考核机制——注重长期收益，不以短期业绩为考核标准，给予投研人员充分的成长空间。

东方红投研团队已经建立了完善的人才培养和团队发展机制，传承价值投资理念。下一步东方红将继续关注团队规划与建设，加强投研团队人才建设，形成更加健康、更加完备的人才梯队，一方面建设培养优秀人才的机制，另一方面怀着开放的态度，

进一步引入有丰富投研经验的专业人才，并对研究覆盖中的薄弱环节，进行补充和加强。

多年主动管理、苦练内功获得行业高度认可，东方红资产管理2021年荣获《上海证券报》第18届金基金奖“金基金·TOP公司奖”，2020年公司荣获《中国证券报》第17届金牛奖“权益投资金牛基金公司”，《上海证券报》第17届金基金奖“金基金·股票投资回报基金管理公司奖”，以及《证券时报》第15届明星基金奖“十大明星基金公司”、“五年持续回报明星基金公司”和“主动权益投资明星基金公司”。

对于专业投研的未来发展思路，东方红资产管理将主要立足于三点：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。第二是投研高度融合的一体化，投研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。



探索创新 封闭产品成为长期投资工具

2005年6月发行的东方红1号集合资产管理计划就采用了封闭运作、定期开放的产品形态，力求使客户所见即所得、所得如所期，并坚守初心至今。2011年8月发行了首只封闭两年半的券商集合理财产品——东方红新睿1号。

2013年取得公募基金管理人资格后，东方红资产管理延续券商集合资管业务的产品实践，成为市场上第一家发行长期封闭运作权益类基金的管理人，并在后续的业务开展中不断迭代创新，形成了独具特色的产品线。

2014年9月，东方红资产管理在业内发行了首只三年创新封闭式权益类公募基金——东方红睿丰，三年封闭的机制，成功让客户获得了产品的完整收益。之后东方红“睿”系列又推出了多只三年创新封闭式、三年定开型的权益类基金；“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”系列则不再采用产品定期开放形式，而是对客户的每笔投资均设定三年锁定持有期，目的是在助推投资者长期投资的基础上，给予投资者选择的灵活性和参与定投的

机会。目前已发行东方红智远三年持有期混合基金，并将持续加大此类产品的布局。此外，东方红资产管理还为权益类大集合转型为公募基金创设了“启”系列，同样对每笔投资设定三年的锁定持有期。

为什么东方红要持续创新和推广封闭产品？答案是：力争让产品收益和客户收益画上等号。在投资界，存在着一个“不可能三角”：高收益、高流动性、低风险。通常来说，三者不可兼得。而产品的封闭运作其实是在三者中舍弃了“高流动性”，追求另外两者的平衡。

从投资行为来看，很多投资者在投资过程中管不住“频繁操作的手”，容易陷入追涨杀跌的陷阱，在不断地择时操作中很容易错失长期投资收益。

长期来看，权益类基金获得了非常不错的收益，但遗憾的是，很多投资者没赚到钱，或者赚的很少，以至于“基金赚钱，基民不赚钱”成为行业怪圈。根据东方红资产管理测算，从2005年1月1日至2021年3月31日，市场中权益类基金平均年化收益率为15.82%，而投资者实际年化回报率只有8.15%。

导致这种现象，最根源的问题还是人性的弱点。投资者一般会高估自己预测市场的能力，希望通过预判市场走势来高抛低吸，导致频繁申赎、持基时间较短。持基时间短，很容易错过资本市场的长期丰厚收益。

从资金端与投资端的匹配来说，价值投资的实施意味着长期。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，给予充分的时间等待

价值实现。过去三十多年，中国资本市场涌现了一批优秀的上市公司，经营业绩稳步增长，推动股价实现数十倍的增长，为长期价值投资者带来了丰厚回报。

如何通过价值投资赋能优质企业和投资者，如何帮助投资者建立长期投资理念，实现“长钱长投”，是东方红资产管理一直希望解决的问题，而封闭产品成为了解决这个问题的好工具。

在长期封闭运作权益基金的产品数量与产品规模上，东方红资产管理一直处在行业领先地位，旗下封闭运作产品的运作实践，在提升投资者投资体验与赚钱效应、引导长期资金入市等方面对整个行业起到了积极作用。

东方红资产管理在品牌系统全新升级中明确，以封闭产品作为客户长期投资工具，因为封闭产品是普适性较高的捕捉长期收益的产品形式，能够简单且有效地提高投资胜率，是客户获得长期收益的解决方案。

封闭产品拥有两大核心优势：一方面运用被动的机制帮助客户去克服人性的弱点，减少交易频率，获得长期收益；另一方面，封闭机制能够减少基金份额变动对基金经理的扰动，使得他们能更好地把握长期投资机遇，保持投资策略的稳定性。

东方红资产管理基于客户的投资体验研究，建立起完善的产品解决方案，帮助客户提高获得目标收益的概率。东方红对旗下主动权益产品、固收产品和FOF产品，根据不同的投资策略、目标客户类型、风险收益特征、收益和回撤目标，分别设置一年、两年、三年、五年不等的封闭期，并采用定期开放、持有期等不同形态，满足不同投资者的需求。

东方红资产管理基于客户的投资体验研究，建立起完善的产品解决方案，帮助客户提高获得目标收益的概率。



全面覆盖 专业服务倡导长期引导与陪伴

如何帮助客户建立合理的投资回报预期和健康理性的长期投资理念，克服人性弱点，真正获得幸福的投资体验，一直是资产管理行业的难题，也是东方红资产管理努力的方向。

长期来看，资本市场为投资者带来了长期可观的收益回报，但是许多投资者的投资体验却不尽如人意。投资者的回报预期会直接影响其投资行为，投资者对基金的回报预期与基金本身的风险收益特征并不匹配，与所投资产的长期回报不符合，在投资过程中容易出现认知偏差和行为偏差。很多投资者没有认识到权益资产的长期收益，也不理解权益资产的高波动，导致投资行为短期化：追求短期收益、追逐市场热点；用过往短期收益预测未来；畏惧短期波动；跟随人性，追涨杀跌。这种短期化的投资方式其实风险很高，最终达到预期的概率很低，还可能带来损失。

为了更实际且有效地解决这一核心问题，东方红致力于深入挖掘背后的原因，帮助投资者理解资本市场基本规律，意识到保持合理的回报预期以及长期理性投资行为的重要性。

自2005年有一定封闭期的东方红1号发行，东方红资产管理就开展专业客户服务，帮助客户理解封闭运作的意义。2008年，国际金融危机爆发，为缓解客户的恐慌情绪，避免非理性赎回，东方红深入客户服务一线，在市场艰难之时陪伴客户，分析国内外市场形势，传递价值投资理念，与投资者共度周期。2015年8月，在市场剧烈波动之时，东方红资产管理启动了“东方红万里行”客户服务活动。

东方红持续开展专业客户服务，一方面引导投资者建立合理投资预期，保持理性投资心态；另一方面，加强投资者引导与陪伴工作，尤其是陪伴客户度过市场艰难时刻，将投资收益更完

整地转化为投资者的实际收益。

东方红资产管理建立起专业客户服务体系，主要通过“东方红万里行”活动开展，注重投前引导和投后陪伴，围绕价值投资、长期持有、资产配置和基金定投四大模块来开展：宣传价值投资，重在传递正确投资理念，破除常见误区，引导投资者理解价值投资；引导投资者长期持有，主要是介绍资本市场的特征，展示长期复利力量，帮助投资者直面波动，把握长期收益；介绍资产配置理论，引导投资者认识合理资产配置的重要性，通过资产配置提升投资性价比；阐述定投原理，在于引导投资者用简单的方式突破择时困境。

“东方红万里行”客户服务活动自2015年8月14日开展以来，已遍布全国上百个城市，累计举办了9000多场，获得了参与者的积极反响。“东方红万里行”还开发了各类线上服务形式，增加动画、社区互动、在线直播等交流新形式，每周举办固定的万里行之声，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，扩大专业服务的覆盖范围和传播效率。

东方红还参与了行业课题的研究和经验分享，2020年东方红作为特别支持单位，与中国财富管理50人论坛合作发布了《新规下的健康投资文化培育——金融投资者调研（2020年度）》课题报告，报告近20万字，分享了东方红多年来开展投资者认知引导的完整体系。

在东方红资产管理全新升级的品牌系统中，也对专业服务进行了阐释：以专业服务作为长期联结，目的在于引导投资者建立合理的回报预期，纠正认知偏差和行为偏差，引导长期投资。专业服务如家人般的贴心陪伴，能够帮助客户建立健康、理性、长期的投资观，降低客户的收益损耗。



坚守初心 携手创造幸福投资体验

回首过去十一年，资本市场蓬勃发展，全面深化改革取得了重大成就，居民资产配置结构向金融资产转移，资产管理行业迎来最好的时代。东方红资产管理凭借扎实的投资管理能力、优秀的产品创新能力和专业的客户服务能力，实现核心竞争力的持续提升，收获良好的品牌口碑，并推动资本市场长期稳定健康发展。

站在公司成立十一周年的重要节点上，东方红资产管理进行了品牌系统全新升级，围绕“更好的投资体验”这一品牌承诺，坚持“客户利益至上”的经营原则，致力于实现“成为受人尊敬的资产管理机构”的品牌愿景。

资产管理行业处于最好的时代，也创造了可观的长期收益，但投资者并未取得很好的投资体验，产品收益与投资者盈利之间仍然存在较大的落差。东方红资产管理品牌系统全新升级，提出新的品牌承诺“更好的投资体验”，正是为了解决资产管理行业的“痛点”，以价值投资为长期投资思想内核，以封闭产品为长期投资工具，以专业服务作为长期联结，帮助客户实现

从投研价值到投资收益的最大转化，实现所见即所得、所得如所期，提供领先的投资体验解决方案。

以梦为马，不负韶华。实现美好愿景，助力行业生态。“如果每一个人都能体验到长期投资带来的幸福，世界将变得更好。”谈到对未来的美好愿景，任莉如是说。

站在十一周岁的重要节点上，东方红资产管理将继续秉承客户利益至上的初心，积极拥抱时代变化，不断升级优化体系，将价值投资、封闭产品、专业服务领域积累的优秀经验，进一步践行到工作中，全员发挥开放、进化、奋斗的精神，帮助客户实现财富的长期可持续增长，为构建资本市场良性生态添砖加瓦。

过往，十一载奋斗征程不负初心。

未来，更长远逐梦之旅序幕开启。

站在公司成立十一周年的重要节点上，东方红资产管理进行了品牌系统全新升级，围绕“更好的投资体验”这一品牌承诺，坚持“客户利益至上”的经营原则，致力于实现“成为受人尊敬的资产管理机构”的品牌愿景。

东方红资产管理胡雅丽： 强化投研一体化优势 提升研究转化效率

文 / 中国证券报 徐金忠



从卖方分析师转型投身买方研究，从一线研究切换赛道，研究、管理兼而有之，胡雅丽完成了自己职业生涯的一次转换。如今，坐在头部券商资管权益研究部总经理的职位之上，她在思考什么？

胡雅丽明确自己跟东方红资产管理的价值观一致，道同方能致远；她明确将自己定位在专业道路之上，无论是管理还是研究，“专业人士”是她对自己的要求；她重点关注东方红权益研究团队如何迭代与完善，包括人才梯队、研究覆盖等，从研究体

系到管理细节都进行升级和优化；她深刻认识到投研一体化是东方红一以贯之的优势，在此之上，她又强调变革，并明确提出，提升研究转化效率……

东方红资产管理的过往，绚烂夺目，如今到了续写辉煌之际，以专业之心、专业之行，平滑周期、引导周期，是胡雅丽带领下的东方红权益研究团队使命所在、职责所在。其声高远，必有回响。



转型的思考

今年3月，东方红资产管理宣布原光大证券研究所所长胡雅丽担任公司总经理助理兼权益研究部总经理。彼时的东方红刚刚经历了一些投研人事变动，胡雅丽的到来，确实是给东方红带来了新思维和新力量。

诚如胡雅丽所说，万事万物都有其周期，东方红也不例外。在资产管理行业的大发展之中，东方红凭借多年积累的实力，借力行业东风扶摇直上。但是在上升的通道之中，需要寻找新的突破点和进阶之路，就需要寻求更多。

对于胡雅丽自身来讲，她也到了一个需要寻求突破的时候。胡雅丽是业内难得的《新财富》白金分析师，曾连续9年获得《新财富》金牌分析师“家电行业”第一名。她曾任招商证券研究发展中心分析师、中信证券研究部首席分析师（MD）、光大证券研究所所长，在研究领域具有很强的专业功底和市场影响力。

这些丰富的从业经历背后，是胡雅丽在资本市场日积跬步的不断积淀和不断思索。“我从事分析师的时间比较长，入行时正值中国年轻的资产管理行业经历早期的低迷之后，逐渐复苏的年代。当时的卖方行业环境比较纯粹，资本市场的大环境也是在不断的变化和改善之中。”胡雅丽回忆说。幸运的是，胡雅丽在风云变幻的环境之下，选择坚持在研究领域深耕。以她在中信证券研究部的经历来讲，当时她做过家电行业研究、做过新三板全市场的研究，“当时我们提出的以产业链为轴、带动新三板市场整体研究的思路 and 理念，帮助我拓宽了产业的视野、提升了研究的格局。”

后来，胡雅丽开始担任卖方研究管理岗位，这给了她观察资产管理机构投研生态新的视角。“从管理工作中，你能看到不同机构对于投研重视程度的差异，能看到投研体系的资源禀赋、体制机制，能看到投研人员的成长、成熟。”胡雅丽表示。

如果继续留在卖方机构，胡雅丽的职业生涯，可能会更多地承担管理职能。同时，在卖方机构不得不面对的全市场服务压力之下，无法完全专注于研究。胡雅丽希望寻找到更为聚焦和专

注的方向。买方机构经过多年人才沉淀和机制改善，研究水平则在快速提升。她看到这个趋势，决定转型买方研究。

胡雅丽表示，自己过去十八年的从业经历集中在头部证券公司的研究条线，大部分时间坚守一线研究，后来从事了一段时间卖方研究管理工作。她亲历了中国资本市场走向规范发展的过程，非常看好资产管理行业的广阔前景。“但是卖方机构面临的噪音越来越多，需要大量服务和组织工作，吸引更多关注，获得更多外部客户的认可，我不反对这样多元化的市场环境，只是自己希望能在研究和管理上更集中精力，提升专业水平。”胡雅丽直言不讳。

对于买方机构的研究职责，胡雅丽在转型之际，有了更多的思考。“卖方分析师是需要服务于全市场的，需要有全市场的影响力。买方机构的研究人员，需要做的是内部服务，将研究转化为实实在在的投资，对研究的广度、深度和准确度提出了更高的要求。”胡雅丽表示。

“相识”东方红

那么，从卖方机构转型而来的胡雅丽，对东方红资产管理又有怎样的认识和感觉？

其实，在加入东方红资产管理之前，胡雅丽已经对东方红有过深入的了解，她的结论是“价值观相符”：经过近20年的发展，东方红已形成上下统一的价值投资理念、良好的投研文化和团队氛围，在国内资产管理机构中独树一帜。在胡雅丽看来，东方红是一家“强文化”的资产管理机构，确立公司价值投资的取向之后，一以贯之、坚持如一。

价值观的契合、公司文化的认同，在胡雅丽看来至关重要。胡雅丽认可东方红投研一体化的理念和制度安排，希望继续强化东方红在这一方面的优势。她认为，权益研究的首要目标是为投资提供更强有力的支持，并为投资队伍培养、输送人才。研究团队的建设细致而专业，价值体系的树立与研究能力的评估是一体两面。



“我始终将自己定义为‘专业人士’，这与公司对我的要求相符合。在东方红的平台上，我可以实现职能和业务更紧密地贴近。带领和管理权益研究团队，首先我需要对产业和市场有足够的理解能力，同样，正因为需要协调研究团队内部、以及研究和投资团队的转化，我需要对多方面的业务有足够的了解。”

同时，胡雅丽也很注重对东方红权益研究团队进行不断完善和优化。

首先，胡雅丽强调权益研究团队的人才梯队建设。“我们希望东方红的权益研究团队能形成更健康、更完备的人才梯队，目前正在进一步补充有更丰富研究经验的专业人才；另外，对行业研究覆盖中较为薄弱的环节，比如医药行业，已经通过外部引入资深人士的方式予以加强了。”胡雅丽表示。

其次，对于所有买方研究机构都面临的研究转化问题，在胡雅丽看来，东方红因为投研一体化程度高，有很好的解决基础。研究团队继承了正统的研究价值观，沉淀了很好的研究方法、研究经验、研究数据和研究材料，需要加强的是研究员在研究向投资转化上的主动意识，加强研究成果输出。

此外，长期卖方研究的工作经验让胡雅丽注意到，东方红在外部研究资源的利用上还有提高空间。在她看来，最宝贵的是投研人员的精力和注意力，所以对于外部研究力量的利用需要有所取舍、博采众长。“解决方法是先建立足够端正精深的框架体系，在此基础上对外部资源分门别类、精挑细选地加以利用。”胡雅丽表示。

总体而言，胡雅丽认为，在投研一体化的文化和机制的引领下，东方红的投研关系一直保持着良好的运作状态。但是，就如资产管理行业在不断变动一样，东方红的研究团队也需要及时进化。

始终定义为“专业人士”

那么，胡雅丽希望打造的东方红权益研究团队是怎样的呢？

在胡雅丽看来，优秀的研究团队需要满足几方面的条件。“第一，目标一致，价值观一致，其中最核心的是在研究上的价值取向一致。从管理来说，不论是我们自己培养的人才，还是外部引进的，研究团队成员自己的成长目标和平台给予他的培养方向保持一致，这是第一位的。第二，在买方做研究，需要有研究输出和转化的意识和能力。研究团队的成员必须明确，自己的研究是需要输出到投资上的，优秀的研究员需要有这方面的自驱力，需要提高自己研究的深度和颗粒度，需要考虑研究转化的关键问题。”胡雅丽表示。

另外，正因为长期在一线研究上实战，胡雅丽对研究团队的研究模式和方法也有更高的要求。在胡雅丽看来，在此前房地产为驱动力的经济运行环境中，各行业之间的边界相对清晰，研究员覆盖的领域也相对比较明确。如今，在新经济环境之下，产业之间的边界变得模糊，产业之间的融合是大势所趋。“东方红一直强调‘能力圈’，强调能力圈的拓展，产业融合的趋势对研究团队提出拓展研究范围、拓宽研究覆盖领域的要求。很多投资机会来自于行业的交叉，在产业链的研究视角之下，所遵循的划分规则已经发生明显变化。”胡雅丽指出。

对于研究员职业通道的问题，胡雅丽明确，在投研一体化的体制机制下，优秀的研究人员自然会有向投资转型的成长要求。

“那么，我们在研究部门就要做好投资后备人员的培养。投资和研究毕竟是不同岗位，在转型投资前，研究员需要有自己深入研究的领域，逐步培养宽广的视野和格局。对研究员培养初期，我们会给他一两个最主要的领域，训练他在一个垂直的领域建立自己的框架和方法论，后续增加一些相关的领域，拓宽思路。如果优秀的研究员体现出很强的触类旁通的研究能力，我们会考虑将研究员往投资部门输送。”胡雅丽介绍说。

如今，胡雅丽加入东方红资产管理已三月有余，她对东方红权益研究团队的也有一定的熟悉度了。胡雅丽表示，东方红的研究已经进入调整阶段，当然调整的结果，特别是调整后研究团队对投资团队支持作用的显现，需要一定的时间。“我们不去制定什么宏大计划，但是我们的事情已经陆陆续续在做了。坚持做下去一定可以看到好的效果。”胡雅丽颇为笃定。

那么，胡雅丽对自己又有怎样的计划，她又如何界定自己的角色和职能？在采访中，胡雅丽强调，在资产管理机构的平台上，与其说是自己想做到什么，不如说机构和平台需要自己做到什么。

“我始终将自己定义为‘专业人士’，这与公司对我的要求相符合。在东方红的平台上，我可以实现职能和业务更紧密地贴近。带领和管理权益研究团队，首先我需要对产业和市场有足够的理解能力，同样，正因为需要协调研究团队内部、以及研究和投资团队的转化，我需要对多方面的业务有足够的了解。”胡雅丽对自己的要求很高，不断地在专业研究的道路上继续深化和拓展，力争成为买方机构中优秀的权益研究团队领军者。

东方红资产管理李响： 深度研究为价值投资提供“锚”



文 / 中国证券报 徐金忠

价值投资并非一日之功可以实现。东方红资产管理公募权益投资部基金经理李响将价值投资的“锚”落在深度研究之上。在李响看来，只有在深度研究基础之上分享企业价值成长的回报，才能屹立不倒。正因为有了深度研究，才能在市场波动之中寻找到坚持的方向；也正因为有了深度研究，价值投资才可以在适度的交易上处之泰然。

价值投资

李响多次强调大方向选择的重要性。价值投资就是她选择的投资之道。李响对价值投资的理解，大道至简。“价值投资的方

法其实是投资思路在股权投资上的运用，以长期持有为目的，分享企业价值成长的回报，收益来自于企业成长带来的股权增值以及分红收益。”

理念引导之下，就是投资框架的搭建。在李响的投资框架中，聚焦企业的长期价值，从竞争力的角度出发选择优秀企业，看重企业家精神是价值创造的源泉，以及从社会价值创造的角度寻找投资机会。李响驾驭这一投资框架的方法是“大局观”和“终局观”。“我喜欢遵循大的社会发展趋势，在大的趋势下投资可以提高胜率。同时喜欢从终局思考问题。在行业迅速扩张的过程中，很难判断企业的竞争力，只有在格局明朗后才能看出



价值投资的方法其实是投资思路在股权投资上的运用，以长期持有为目的，分享企业价值成长的回报，收益来自于企业成长带来的股权增值以及分红收益。

哪些企业最后会胜出。我喜欢在行业遇到压力、企业遇到阶段性困难的时候买入好企业的股票，因为这是对企业进行压力测试，优质企业的竞争力能更好地体现出来。”

进一步细化投资方法和选股逻辑，李响有“幸运的行业+优秀的公司+合理的估值”的三位一体之法。李响认为，行业属性非常重要，行业属性在公司层面之上，公司是否处在一个能够创造很大价值的行业，行业的属性和商业模式的壁垒是第一位的。优秀的公司核心是企业家精神。价格则是个合理范围，着眼长期，就能较好回避很多短期的扰动因素。很多时候对于企业最关键的竞争力，需要思考深刻才能牢牢把握住企业价值的根基。

深研之道

李响价值投资体系的建构，自始至终包含着一个核心的“锚”——深度研究。李响认为，价值投资最重要的是价值判断，深度研究非常重要，判断价值的过程是科学的方法论以及探寻事物本源的深度思考过程。深度研究的过程是给事物定性、定量，在市场波动的过程中找到一个“锚”。

确实如此，无论是对行业的研判、对公司的跟踪、对估值的定价，如果脱离了深度研究，基本寸步难行。对李响来说，深度研究是“生于斯、长于斯”的看家本领。李响从研究转型投资，充分发挥她在研究深度和广度方面的优势，助力公募基金投资管理。

从研究转型而来，李响在投资上是泛才和专才的结合。研究的广覆盖，为她提供了足够宽阔的投资视野；研究的深挖井，则让她吃透很多行业和个股。李响的投资可以在宽广的视野中聚焦优质机会，可以在市场机会变迁中不拘泥于一处，灵活择优而处、组合制胜。

李响在采访中还表示，对基金产品设置一定的锁定持有期，可以为价值投资和深研之道提供较好的产品机制保护，让投资更为从容，将投资者的收益落到实处，助力普通投资者追求长期投资收益。谈及看好的投资机会，李响表示，消费升级、具备全球竞争优势的制造领域、信息化带来的社会效率提升以及创新驱动将会是她重点挖掘投资机会的方向。

2021年第三季度宏观策略展望

宏观环境相对稳定 拥抱长期成长资产

文 / 东方红资产管理 权益研究团队

资金层面

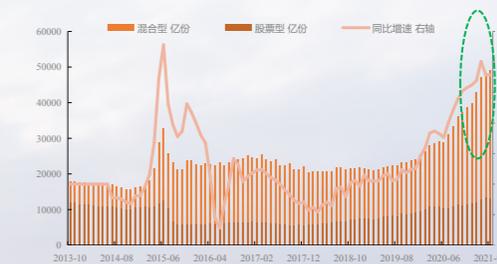
1. 2021年Q2以来基金发行降温，但并未有赎回潮。今年前五个月新发偏股基金过万亿，一季度贡献9500亿规模。继2020年全年偏股基金发行2万亿创下历史最高后，今年前五个月偏股基金（股票型+混合型）共发行11263亿元，再度超过万亿；前期市场大幅调整，但基金赎回潮并未发生。2月市场大幅回调，但老基金净申购1810亿元，3月市场延续震荡，老基金净赎回1208亿元，4月净赎回缩小至21亿元。前四个月老基金累计净赎回仅有1000亿。基金赎回较多的月份大多为市场的快速上涨期，市场调整阶段的赎回规模相对有限，不必过度担心赎回带来的负反馈效应。

图1：2004年至2021年5月偏股基金年度发行份额（亿份）



数据来源：Wind，东方红资产管理

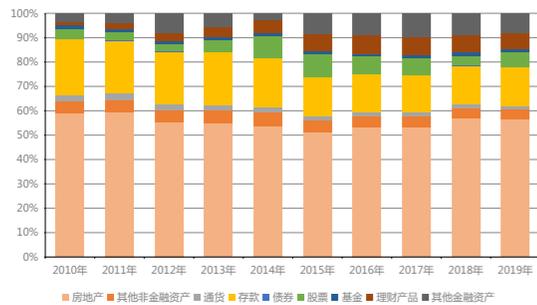
图2：偏股基金总份额扩张放缓（亿份）



数据来源：Wind，东方红资产管理

2. 长期居民财富增持持续权益资产趋势不变。中国居民资产中房地产占到6成左右，权益投资的比例较低。未来随着国内房地产的投资属性持续受到抑制，同时股票市场长牛开启，居民资产有望加速向权益市场转移。更重要的是，本轮居民入场方式从直接持股转为通过机构的间接持股。监管层也通过资管新规、理财新规等改革，鼓励银行设立基金公司、提高机构配股比例等方式，引导长线资金入市，推动居民资金由直接持股向间接持股转变。

图3：2020年居民资产配置情况



数据来源：Wind，东方红资产管理

图4：近年来居民财富由股票向基金分流



数据来源：Wind，东方红资产管理

3. 短期矛盾是资金从增量入场到存量博弈。一是机构资金绝对流入额较去年有所减少。基金二季度以来发行明显放缓，保险资金出现减仓，外资、理财、养老、社保、年金等维持稳定，并未大幅加仓。二是机构资金边际推动力量减弱。过去几年，机构力量由弱到强，机构话语权提升，以公募和外资为代表的机构资金在市场中占比大幅提升。但随着市场与机构体量扩容，资金的边际推动力量有所减弱，即使绝对流入金额并未大幅下降，但其占A股流动市值比例已经出现小幅回落。

图5：公募、险资、外资持股占比



数据来源：Wind，东方红资产管理

4. 风格轮动明显加快，淡化风格，本质追求高成长。从行业风格来看，从周期金融(1-2月)→稳定(3月)→消费与成长(4-5月)；从大小盘及价值风格来看，大盘成长(1月)→中小盘价值(2月)→小盘价值(3月)→重回大中盘成长(4月)→中小盘成长(5月)。今年前五个月来看，与此前消费成长持续占优不同，周期与小盘风格占优。本质上还是业绩相对景气带来的，部分制造业、周期品业绩具备高成长性。

图6：2021年前五月各风格涨跌幅（行业风格分类）

| 风格 | 2021/1/31 | 2021/2/28 | 2021/3/31 | 2021/4/30 | 2021/5/31 | 前五月 |
|----|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|------|
| 金融 | -1.8 | 3.2 | -2.4 | -3.3 | 4.3 | -0.3 |
| 周期 | 2.1 | 4.0 | -3.6 | 2.7 | 3.9 | 9.2 |
| 消费 | 0.5 | -1.9 | -3.1 | 5.1 | 5.1 | 5.6 |
| 成长 | 0.0 | -2.8 | -4.9 | 4.2 | 6.4 | 2.6 |

数据来源：Wind，东方红资产管理

图7：2021年前五月各风格涨跌幅（成长价值及大小盘风格分类）

| 风格 | 2021/1/31 | 2021/2/28 | 2021/3/31 | 2021/4/30 | 2021/5/31 | 前五月 |
|------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----|
| 国证成长 | 4.8 | -2.0 | -5.4 | 5.7 | 4.8 | 7.7 |
| 大盘成长 | 5.8 | -2.4 | -6.4 | 6.1 | 4.5 | 7.1 |
| 中盘成长 | 3.9 | -1.7 | -5.2 | 6.3 | 5.0 | 8.2 |
| 小盘成长 | 0.5 | 0.0 | -0.4 | 3.3 | 6.1 | 9.7 |
| 国证价值 | -0.4 | 5.0 | -1.6 | -2.2 | 2.4 | 3.1 |
| 大盘价值 | 0.3 | 4.4 | -2.3 | -3.5 | 2.4 | 1.0 |
| 中盘价值 | -0.1 | 6.2 | -2.0 | 0.2 | 1.4 | 5.6 |
| 小盘价值 | -3.7 | 6.1 | 2.5 | 0.9 | 3.6 | 9.4 |

数据来源：Wind，东方红资产管理

行业估值分化：从历史最高位小幅回落 在一倍标准差附近

PB的离散度衡量各行业间PB的分化程度，目前仍处高位（PB离散度 = 各行业PB所处自身历史分位数的方差）；市场估值分化正在逐步修复，历史均值是14%，一个标准差是8%，目前基本还在一个标准差以上。但是市场整体估值水位并不算太高，主要还是估值分化比较明显。

图8：各行业PB分化程度目前仍处高位



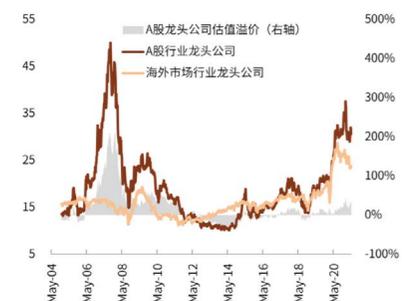
数据来源：Wind，东方红资产管理



龙头估值溢价：从近年高位回归 估值接近合理

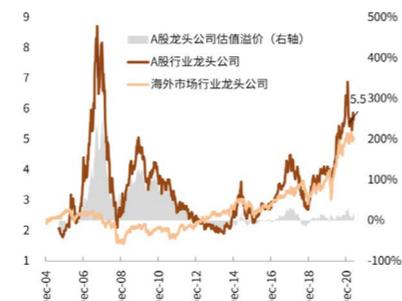
在低增长、低利率的环境下，全球有稳健增长的公司估值溢价有所下降；伴随前段时间的回调，A股龙头公司的估值溢价有所收窄。回调中估值已明显回调，目前跟海外可比公司整体估值溢价收窄，或接近平价。

图 9: A 股和海外市场行业龙头公司前向市盈率对比



数据来源: Wind, 东方红资产管理

图 10: A 股和海外市场行业龙头公司前向市净率对比



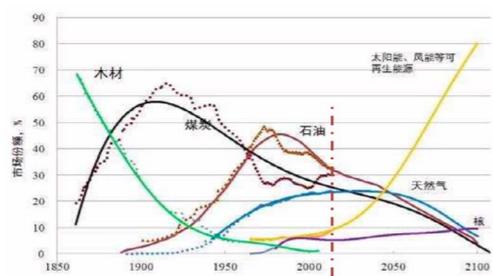
数据来源: Wind, 东方红资产管理

长期方向

1. 能源结构中可再生能源崛起，碳中和加速这一过程。可再生能源逐步崛起是大势所趋，例如光伏平价基本实现，价值量 5 年 1 倍，10 年 2 倍；2010-2020 年度电成本下降 90%，大部分地区平价上网，低成本 + 碳中和支持 15-20% 的增长。

碳中和长期的解决方案只能是能源结构转型，核心是 2030 年，非化石能源占比要达到 25%。例如电车 25 年中国 25% 渗透；价值量 5 年 5 倍，10 年 15 倍，新能源车作为分布式能源终端，需求端推动能源结构变革。

图 11: 可再生能源是大势所趋



数据来源: Wind, 东方红资产管理

图 12: 不同地区光伏发电 LCOE 成本 (元/kWh)



数据来源: Wind, 东方红资产管理

图 13: 能源结构转型路径 (2019-2030 年)

| 能源消费结构 (亿吨标准煤) | 2019A | 2020A | 2025E | 2030E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|
| 能源消费总量 | 48.6 | 49.8 | 56.4 | 60.7 |
| 增速/复合 | 4.7% | 2.5% | 2.5% | 1.5% |
| 其中: 化石能源合计 | 41.2 | 41.9 | 44.9 | 45.5 |
| 增速/复合 | 3.5% | 1.9% | 1.4% | 0.3% |
| 消费比重 | 84.7% | 84.2% | 79.6% | 75.0% |
| 其中: 一次电力及其他能源 | 7.4 | 7.9 | 11.5 | 15.2 |
| 增速/复合 | 12.1% | 5.8% | 7.9% | 5.7% |
| 消费比重 | 15.3% | 15.8% | 20.4% | 25.0% |

数据来源: Wind, 东方红资产管理

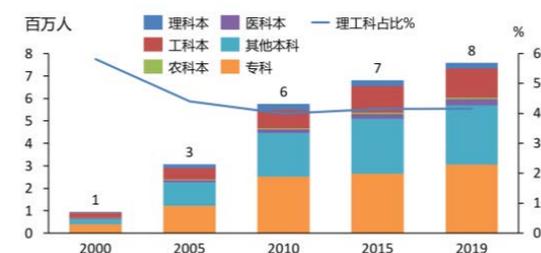
图 14: 新能源车发展推动能源结构变革

| 新能源车发展推动能源结构变革 | 2016A | 2017A | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E | 2023E | 2024E | 2025E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 新能源车销量 | 6.9 | 6.6 | 6.3 | 5.8 | 5.2 | 5.7 | 5.5 | 5.3 | 5.0 | 4.6 |
| 油耗达标值 | 18% | 25% | 18% | 17% | 17% | 16% | 16% | 16% | 16% | 16% |
| PHEV占比 | 3.26 | 3.73 | 4.30 | 4.34 | 2.82 | 2.97 | 3.14 | 3.20 | 3.40 | 3.40 |
| 加权平均单车新能源积分 | 10% | 12% | 14% | 16% | 18% | 20% | 22% | 23% | 23% | 24% |
| 新能源车积分比例要求 | 2436 | 2472 | 2372 | 2218 | 2000 | 2140 | 2204 | 2270 | 2338 | 2409 |
| 乘用车产量 | 6.8 | 6.6 | 6.5 | 6.5 | 6.5 | 7.5 | 7.5 | 7.5 | 7.5 | 7.5 |
| 假设一: 燃油车油耗值 | 32 | 56 | 102 | 106 | 169 | 254 | 314 | 383 | 513 | 686 |
| 燃油车油耗年降为0% | 72.4% | 83.3% | 4.0% | 59.3% | 50.7% | 23.3% | 22.0% | 34% | 34% | 34% |
| 增速 | 6.8 | 6.6 | 6.5 | 6.5 | 6.4 | 7.2 | 7.0 | 6.9 | 6.8 | 6.6 |
| 假设二: 燃油车油耗值 | 32 | 56 | 102 | 106 | 154 | 220 | 258 | 302 | 402 | 538 |
| 燃油车油耗年降为2% | 72.4% | 83.3% | 4.0% | 45.7% | 42.3% | 17.3% | 17.3% | 33% | 34% | 34% |
| 增速 | 6.8 | 6.6 | 6.5 | 6.5 | 6.2 | 6.9 | 6.6 | 6.3 | 6.1 | 5.8 |
| 假设三: 燃油车油耗值 | 32 | 56 | 102 | 106 | 140 | 184 | 200 | 219 | 285 | 382 |
| 燃油车油耗年降为4% | 72.4% | 83.3% | 4.0% | 31.7% | 32.0% | 8.7% | 9.6% | 30% | 34% | 34% |
| 增速 | | | | | | | | | | |

数据来源: 长江电新

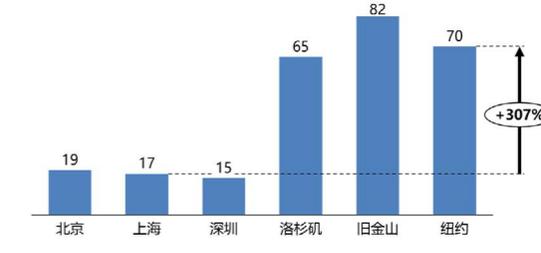
2. 产业升级，工程师红利提升中国企业国际竞争力。我国 2000 年以来培养了 9000 万大学生，多于其他国家劳动力人口，且中国工程师的雇佣成本远低于美国，也更努力。中国低成本工程师为软件出海提供竞争力，以 Zoom 为例：研发支出 / 营收 = 10%，远小于同行。其招股书显示：“我们的产品开发团队主要在中国，那里的人力成本比其他许多地区成本都要低”。同样的故事也屡屡出现，包括富途、老虎主要增速来自香港、新加坡，研发人员主要在深圳；Yalla 主要收入来自中东，研发人员主要在杭州等。

图 15: 过去 20 年培养 9000 万大学生，大学生中 40%+ 理工科相关



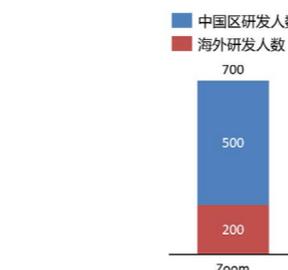
数据来源: 教育部

图 16: 以软件工程师为例，美国薪资是中国的 4 倍，中国还有 996



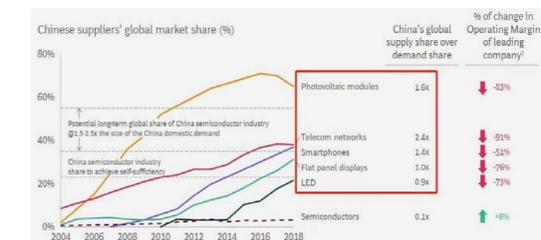
数据来源: Glassdoor, 职友网

图 17: Zoom 研发人员数量地区分布情况



数据来源: 调研数据

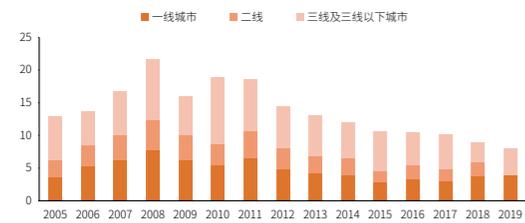
图 18: 高端制造业在海外市场攻城略地



数据来源: Gartner

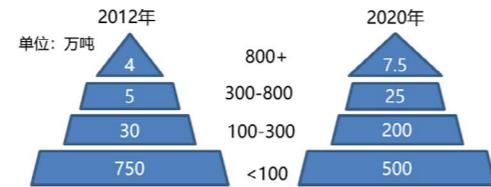
3. 消费升级，新世代个性消费涌现，服务业占比提升。对于高端品，三、四线居民消费升级，助推高端消费品销量放量。

图 19：一二线和三四线及以下城市消费增长贡献率（%）



数据来源：Wind，东方红资产管理

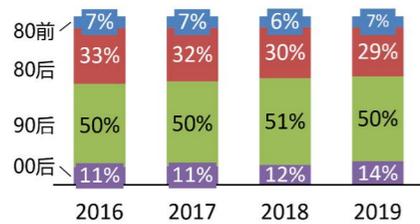
图 20：高端白酒消费升级



数据来源：Wind，东方红资产管理

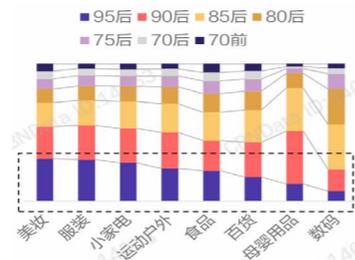
对于大众品，新世代个性消费涌现，追求宅、美、健康、国潮等个性化需求。

图 21：2016-2019 年餐饮消费者年龄层



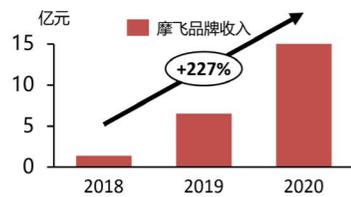
数据来源：美团点评《中国餐饮报告 2019》

图 22：2019 年新品牌消费人数代际分布



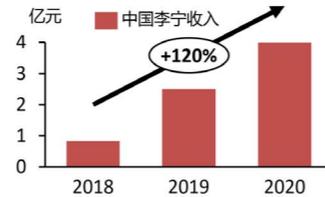
数据来源：CBNData《2020 新消费洞察报告》

图 23：宅经济背后的小家电迅速崛起



数据来源：Wind，东方红资产管理

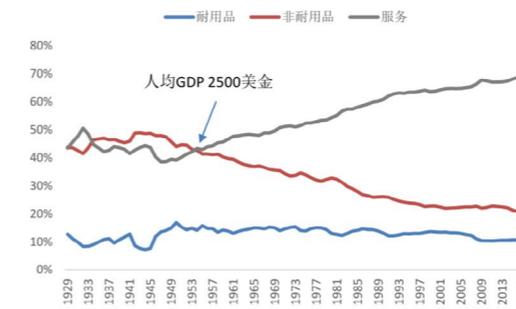
图 24：Z 世代国潮崛起



数据来源：Wind，东方红资产管理

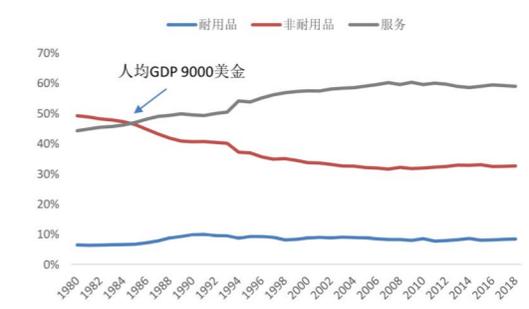
服务业占比持续提升，结构上传统服务业在走弱，互联网平台加速新兴服务业崛起。

图 25：美国消费中服务业占比长期提升



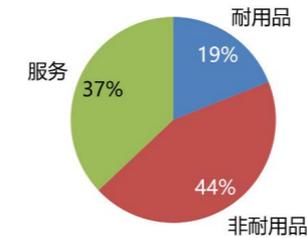
数据来源：Wind，东方红资产管理

图 26：日本消费中非耐用品占比下降



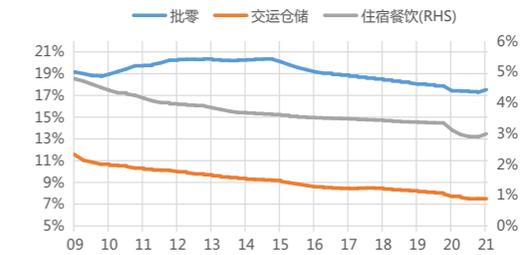
数据来源：Wind，东方红资产管理

图 27：中国居民消费中服务业前景较大



资料来源：国家统计局

图 28：传统服务业三产占比继续下降



资料来源：国家统计局



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。



2021年第三季度宏观策略展望

货币环境稳定 债市区间震荡

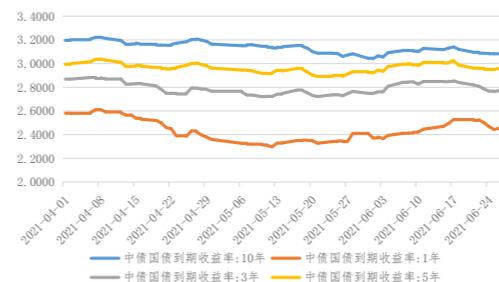
文 / 东方红资产管理 固定收益研究团队

2021年 二季度债券 市场回顾

进入2021年二季度后，中国经济继续维持着缓慢的增长幅度。但是由于收入群体，尤其是中低收入群体并未完全修复，消费修复始终低于预期。同时外需和地产又保持着强劲的韧性。在以上两方面因素的作用下，经济未出现过热，也未出现明显回落，始终处于不温不火的复苏进程中。因此在整个二季度中，债券对于宏观数据极为钝化，无论是社融、PMI或CPI等均未为债券市场指明方向。10年国开从季度初的3.57%缓慢下行至3.52%，累计下行5bp。期间主要围绕资金面与市场情绪波动。

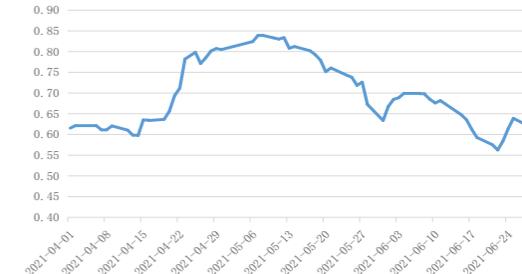
资金面方面，整体来说二季度的资金面较预期更为宽松，中间略有起伏变化。季度初资金利率明显低于OMO政策利率下沿，资金面的宽松延续，直至季度末才略收紧，最后一天加权利率明显高于政策利率上档。二季度资金面整体在一个以2.2%为中枢的箱体区间震荡。同时央行也明确告知市场，货币政策的核心为价格而非量，因此不要怀疑央行对于保持资金面合理充裕的决心与能力。

图1：二季度国债走势



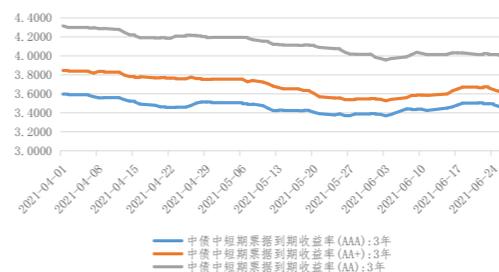
数据来源：Wind、东方红资产管理

图2：国债到期收益率：10年 - 国债到期收益率：1年



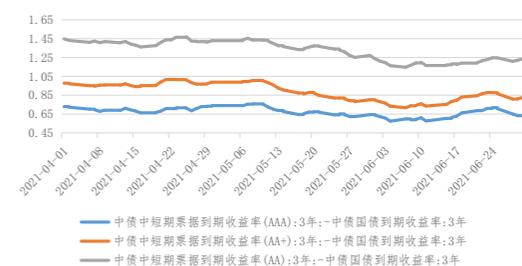
数据来源：Wind、东方红资产管理

图3：二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：信用债利差



数据来源：Wind、东方红资产管理

利率债方面，二季度利率债可以分为上下两个半场。4至5月，尽管经济数据密集出炉，海外经济尤其美国经济强劲复苏，同时商品价格屡创新高，但债市却不为所动。在略显宽松的资金面下，利率债在窄幅震荡中缓慢下行约10bp。进入6月后，随着过度宽松的资金面开始修复，同时10年国开触及3%附近的心理关口，在没有重大利多进一步刺激的情况下，10年国开小幅反弹5bp，收于3.52%。可以说整个二季度利率债围绕着资金面与市场情绪波动。

信用债方面，二季度以来信用债波动幅度略大于利率债。3年AAA从季度初的3.6%最低下行至3.37%，最后收于3.4%，累计下行20bp，AA+下行24bp，AA下行30bp，逐渐呈现牛平的趋势。由于市场缺乏方向，票息策略成为主流趋势，期限利差与信用利差均有所压缩。同时前期受到永煤及冀中影响的河南与河北地区的债券开始逐步恢复流动性。只有地产债由于三道红线及相关政策的影响，收益率依然居高不下。

2021年
三季度
投资展望

经济总体平稳修复 复苏斜率或放缓

2021年Q2，各项经济指标整体表现良好：工业生产及出口延续强劲增长，地产投资韧性较强，消费继续稳步修复。展望2021年Q3，经济将延续当前的平稳修复态势，但复苏斜率或有放缓：原材料价格高企对工业生产的扰动可能仍将持续；出口可能边际走弱，并对制造业投资、就业和消费产生不利影响；基建投资反弹有一定压力；房贷政策收紧叠加集中供地，地产投资也有所承压。

出口方面，海外经济复苏下出口仍将保持较快增长，但边际上可能有所放缓。目前新出口订单已经处于见顶回落之中：2020年11月PMI新出口订单分项见顶后开始回落，尽管2021年3月有所反弹，但主要是季节性的，2021年4-5月继续走低，且降幅均明显超季节性。新出口订单的趋势性走弱在2021年Q3可能延续：一方面，美国的消费复苏主线可能从商品消费向服务消费切换。疫情爆发后，在财政转移支付的支撑下，美国居民的消费能力不降反升（2021年3月美国季调后个人可支配收入折年数创历史新高）。由于疫情限制了服务消费场景，而商品消费可以通过线上渠道满足，因此美国商品消费迭创历史新高，但服务消费却远未恢复到疫情前水平。考虑到屡创新高的美国商品消费实质上透支了相当一部分本应在未来兑现的需求，随着新冠疫苗接种推进，服务消费场景逐渐恢复，服务消费可能将接力商品消费，成为美国消费复苏的新主线，这已经在美国2021年Q2的经济数据中显露出端倪：2021年4-5月美国季调后商品实际消费支出折年数连续两个月环比回落，但季调后服务实际消费支出折年数则连续两个月环比回升。另一方面，随着海外工业生产逐渐恢复正常，中国对海外产能的替代效应减弱，出口份额有下行压力。2021年5月美国制造业产能利用率已经超过2020年2月，2021年Q2欧盟27国制造业产能利用率也已超过2020年Q1。除了新出口订单本身的走弱，高企的海运费和原材料价格，以及较为强势的人民币，也会压缩出口订单的盈利空间，影响企业的出口意愿。

投资方面，地产投资可能仍将保持较强韧性，但房贷政策收紧可能使得地产销售边际降温，叠加集中供地政策下建安投资可能让位于拿地对资金的集中需求，地产投资边际上或将走弱。在强通胀短期难以消退的背景下，2021年Q3制造业投资将继续承压；优质项目不足，以及非传统基建领域对专项债资金的分流，将对基建投资反弹构成压力。

1) 制造业投资。一方面，由于原材料价格的高位波动对终端采购、企业接单和开工意愿都持续产生负面影响，叠加新出口订单的趋势性走弱，企业对未来经营状况的预期下调（2020年12月和2021年1月制造业PMI生产经营活动预期分项环比下跌，2月该项有弱于季节性的环比回升，3-5月继续环比下跌），资本开支意愿下降。另一方面，由于原材料价格高企挤压企业的盈利空间，同时增大资金占用，企业的资本开支能力也被削弱。

2) 基建投资。2021年上半年新增地方债发行节奏明显偏慢（2021年1-5月各地累计发行新增地方债9,351亿元，完成已下达债务限额的21.91%。其中，已下达限额8,000亿元的新增一般债已发行3,625亿元，完成45.31%。已下达限额34,676亿元的新增专项债已发行5,726亿元，完成16.51%，低于2019年和2020年同期的发行规模与进度），2021年Q3地方债发行或将提速。但受制于优质项目不足，以及补充中小银行资本金等非传统基建领域对专项债资金的分流，基建投资可能仍然偏弱。

3) 地产投资。随着房贷额度收紧，近期多地出现了房贷利率上调，放贷周期拉长的情况，可能使得地产销售边际降温。房企为应对集中供地政策下资金的集中需求，可能也会有意放缓建安投资。因此2021年Q3地产投资或边际走弱。

消费方面，随着疫情防控形势的全面改善，居民消费将延续此前的稳步恢复。但居民收入的K型修复（2020年Q1以来，全国居民人均可支配收入名义同比持续高于中位数的累计同比），以及居民整体消费意愿偏弱（央行城镇储户问卷调查中“更多消费占比”的比例在2020年Q3之后连续两个季度下降，降至2016年Q3以来仅高于2020年Q1的低位），对消费复苏有一定的不利影响。出口产业链景气度的下行将进一步影响相关就业人口（外贸外资直接和间接带动就业超过2亿人，占就业总量的1/4）的消费能力及消费意愿。

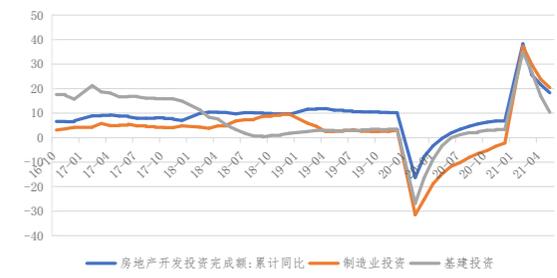


图5：固定资产投资增速变化



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



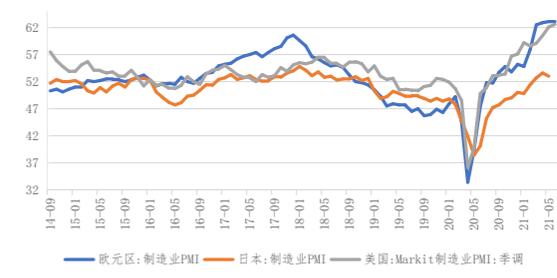
数据来源：Wind、东方红资产管理

图7：房地产销售表现



数据来源：Wind、东方红资产管理

图8：2021年以来海外主要国家制造业PMI回升



数据来源：Wind、东方红资产管理



CPI 同比中枢在 1.2% 附近 PPI 同比中枢在 8.3% 附近

CPI 方面，猪肉价格可能仍未见底，2021 年 Q3 仍有下跌空间，原材料和能源价格上涨向终端消费品的传导将对冲猪肉下跌对 CPI 的拖累，但由于 2020 年 Q3 的 CPI 显著高于 2020 年 Q2，2021 年 Q3 的 CPI 同比较之 2021 年 Q2 可能仍将明显回落。目前生猪存栏量已基本恢复至历史正常水平：据农业农村部监测，截至 2021 年 5 月，能繁母猪存栏量连续 20 个月环比增长，同比增长 19.3%，相当于 2017 年末的 98.4%。生猪存栏量同比增长 23.5%，相当于 2017 年末的 97.6%。但存栏生猪均重处于历史高位：以广东省屠宰企业生猪屠宰前均重为例，2016-2019 年大多数时间处于 113-115kg，但 2020 年 1 月之后就都位于 119kg 以上的高位，2021 年 5 月更是来到 125kg。这一部分是由于疫情影响了生猪的正常出栏节奏，另一部分则是由于养殖户对后市猪价较为乐观，因此压栏搞二次育肥乃至三次育肥。这就导致目前生猪以重量计的存栏量实际上已经超过历史正常水平。由于市场普遍对 2021 年 Q3 的生猪行情抱有期待（2020-2021 年冬季仔猪和能繁母猪产能受损），因此届时肥猪的大量出栏将对生猪乃至猪肉价格形成冲击。尽管原材料以及原油、动力煤等能源价格上涨将逐渐向终端消费品传导（这部分工业消费品在 CPI 篮子中的占比约三成），从而对冲猪肉下跌对 CPI 的拖累，但由于基数的抬升，预计 2021 年 Q3 的 CPI 同比中枢在 1.2% 附近。

PPI 方面，尽管 2021Q3 钢材价格上涨空间有限，但原油价格可能延续强势表现，支撑 PPI 同比继续处于历史高位。随着政策层面淡化对全年粗钢产量的要求，同时承认粗钢需求仍有上升空间，叠加钢材消费进入传统淡季，预计 2021 年 Q3 钢材价格难有大幅上涨。但原油仍有上涨空间：一方面，拜登政府限制美国原油开采活动，加上美国页岩油行业的历史包袱较重，美国原油供应难以快速恢复。而 OPEC+ 对原油需求前景较为谨慎，有意控制原油增产节奏。加上美伊谈判的不确定因素较多，短期内难以达成协议。2021 年 Q3 原油供应的增加可能比较有限。另一方面，欧洲炼厂开工率仍处于历史低位，随着疫苗接种的推进，有望在 2021 年 Q3 加速修复进程。预计 2021 年 Q3 的 PPI 同比中枢在 8.3% 附近。

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

新增地方债发行及财政支出进度可能加码提速 货币政策仍为“稳货币 + 紧信用”

财政政策方面，2021 年可能出现明显的财政后置：一方面，上半年新增地方债发行节奏偏慢；另一方面，上半年财政支出进度较历史同期偏慢，（与全年目标对比，2021 年 1-5 月一般公共预算收入进度 48.8%，一般公共预算支出进度 37.4%，而 2019 年同期分别为 46.7% 和 39.5%，2018 年同期分别为 47.3% 和 39.4%；2021 年 1-5 月全国政府性基金收入累计同比增长 25.6%，全国政府性基金支出累计同比减少 7.0%）。这可能与上半年宏观政策稳增长的压力较小（2021 年 4 月 30 日中央政治局会议强调要“用好稳增长压力较小的窗口期”）、提前下达专项债额度的时间偏晚、优质项目不足等因素有关。但随着 2021 年 Q3 经济复苏可能继续边际放缓，新增地方债发行及财政支出进度都有加码提速以稳定增长的需求。

货币政策方面，尽管美联储可能在 2021 年 9 月的议息会议上宣布 taper，但人民币的货币政策可能仍将坚持“以我为主”，而不会直接跟随美联储收紧货币政策。一方面，2020 年 5 月起人民币就已经开始逐步退出为应对疫情冲击而采用的货币政策工具。另一方面，在当前人民币偏强势、对出口产生负面影响以及经济复苏可能边际放缓的背景下，货币政策也有稳增长的需求。强通胀对当前货币政策的影响比较有限：供给约束是本轮强通胀的重要成因之一，加之本轮强通胀更多的属于输入性通胀，因此单一依靠人民币收紧货币政策来应对通胀的实际效果会比较有限，反而可能使得利润空间和新增订单都被挤压的中下游制造企业，尤其是中小企业，处于更不利的境地。预计货币政策仍为“稳货币 + 紧信用”组合。尽管 2021 年 Q3 新增地方债发行放量可能对资金面产生一定扰动，但预计央行仍将适当配合，维持资金面的平稳。

2021 年三季度债券投资策略

展望三季度，中国经济将依旧保持平稳修复但复苏斜率边际放缓的状况。出口的边际回落与高压政策下的地产销售下滑都将给经济持续复苏带来压力。但是由于今年大量地方债仍未支出，因此下半年基建有望形成有效的支撑。同时持续边际改善的消费也对经济产生正向贡献。因此经济短期内明显回落的可能性不大。

资金面来看，7 月初超出市场预期的降准体现了央行维稳的态度，但需要关注的是此举更多还是针对经济修复不均衡、缓解中小企业压力的问题，总的货币市场环境还是稳定，而不是大水漫灌。因此，三季度的资金利率中枢未必出现下行。另外，通胀数据高点虽已现，但中枢高位的持续性或存在不确定性，再叠加美联储退出宽松的预期增强，或可能对市场存在一定的扰动。

整体来看，三季度经济会依然保持缺乏明显方向的状态，债券市场或仍继续体现出对于宏观数据的钝化，叠加一个预期稳定的货币政策，债券收益率或仍维持震荡走势。骑乘与票息或是三季度收益的主要来源，操作上关注波动中的配置及交易机会。

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。



养老，你准备好了吗？

文 / 产品部 黄剑焜

在我国人口快速、深度老龄化的大背景下，发展多层次、多支柱的养老保障体系已刻不容缓。国内外实践经验表明，第三支柱个人养老金是我国急需补充的短板，并且潜力巨大。我们需要把握好这一发展机遇，为中国老百姓实现有尊严地养老贡献力量。

养老金三支柱体系

世界银行在 1994 年提出了三支柱养老金模式，包括强制性公共养老金计划、强制性的职业养老金计划和自愿的个人养老金计划或职业养老金计划。其核心思想是不谋求在一个养老金制度内解决老龄化带来的困境，而是通过多个养老金支柱共同应对。

| | 第一支柱 | 第二支柱 | 第三支柱 |
|--|---|---|---|
|  <p>目标 形式 责任主体 对象</p> | 公共养老金 基本生活保障 待遇确定，现收现付 政府 全体国民 | 职业养老金 提高待遇，吸引员工 缴费确定，基金积累 雇主和个人 单位就业人员 | 个人养老金 提供更高待遇 缴费确定，基金积累 个人，雇主可配套 全体国民 |
| | 城镇职工 / 城乡居民基本养老保险 | 企业年金 / 职业年金 | 银行理财、商业养老保险、基金等 |

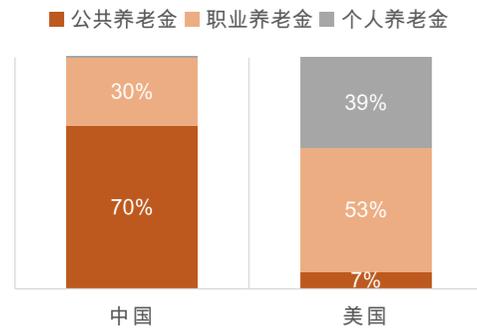
资料来源：《个人养老金：理论基础、国际经验与中国探索》

我国三支柱养老金现状

（一）我国老年人口世界最多，但养老金总量小
第七次全国人口普查数据显示，我国 65 岁以上老年人口 1.91 亿，占总人口的 13.5%，相比六普时比重上升 4.63 个百分点。但 2020 年我国养老金总资产约 12 万亿元人民币（折合 1.83 万亿美元），仅占 GDP 的 12%。相比之下，美国老年人口同期占比虽然达到 16.3%，但其养老金总资产高达 37.66 万亿美元，占 GDP 的 180%。我国养老金资产无论是绝对量，还是相对于老年人口数量或 GDP 水平，都远低于美国。

（二）我国养老金结构不均衡，严重依赖公共养老金
截至 2020 年底，我国养老金资产中，公共养老金（含全国社保基金、基本养老保险）占比七成，职业养老金（含企业年金和职业年金）占比三成，而个人养老金才刚起步。相较之下，美国养老金资产中公共养老金仅占 7%，超过一半来自职业养老金，个人养老金占比也接近四成。如此不均衡的养老金结构，给我 国养老保障工作带来了较大风险。

图 1: 中美老龄化和养老金规模对比 (截至 2020 年)



数据来源: 根据七普数据、美国人口普查局数据、Wind 整理

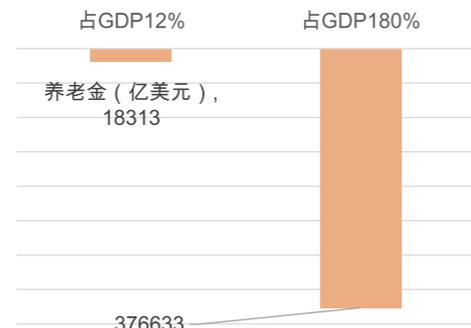
1、基本养老金缺口逐步扩大, 替代率不断下降

我国城镇职工基本养老金替代率在 1999 年达到最高水平 77.6% 后, 此后一路下滑, 到 2020 年, 替代率只有 41.3%。城镇职工基本养老保险在 2014 年开始出现缴费缺口, 并且还在不断增大。未来随着老龄化程度的加深, 在不考虑财政补贴的情况下, 替代率水平还将进一步下降。

2、企业年金参与积极性不高, 覆盖率很低

截至 2020 年, 我国企业年金和职业年金的覆盖人数仅 5800 万人 (数据来自国务院新闻办公室 2021 年 2 月 26 日举行的就业和社会保障情况新闻发布会)。其中, 职业年金覆盖率超过 85%, 而剩余超过 7 亿的就业人口中, 企业年金估算参与率只有约 3.8% (2020 年企业年金参与人数 2717.53 万人, 职业年金参与人数超过 3000 万, 我国就业人数 75064 万。根据基金业协会数据, 2019 年 5 月末, 我国机关事业单位人数 3612 万, 由此估算职业年金覆盖率 85.34%, 企业年金覆盖率 3.8%)。企业年金参与企业以大中型国有和大型民营企业为主, 中小微企业和个人都缺乏参与动力。因此, 企业年金无论是设立企业数还是参与人数, 都陷入了瓶颈, 增长乏力。

图 2: 中美养老金结构对比 (截至 2020 年)

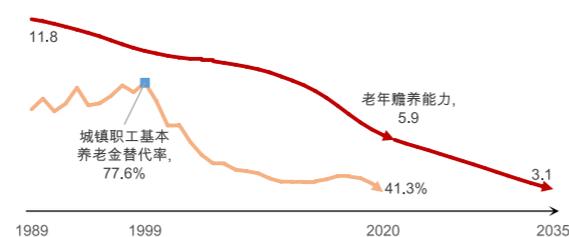


数据来源: 根据人社部官网数据、全国社保基金理事会官网数据、ICI 等整理

3、个税递延养老保险政策吸引力不足, 参与度低

为探索养老保险第三支柱建设, 2018 年 5 月 1 日起, 我国率先在上海市、福建省 (含厦门市) 和苏州工业园区实施个人税收递延型商业养老保险试点。但由于政策吸引力不足, 实施以来, 业务总体规模不大。截至 2020 年 4 月底, 共有 23 家保险公司参与试点, 19 家公司出单, 累计实现保费收入 3 亿元, 参保人数 4.76 万人 (参与税延养老险试点的保险公司数据来自中国银行保险报网)。

图 3: 城镇职工基本养老金替代率和老年赡养能力变化



数据来源: 根据 Wind、WPP2019 整理
注: 城镇职工基本养老金替代率 = 当年城镇职工平均基本养老金 / 城镇就业人员平均工资; 老年赡养能力 = 15-64 岁人口数 / 65 岁以上人口数。

为什么要建立第三支柱

(一) 第三支柱的四个功能定位

养老金第三支柱功能主要定位于四个方面, 分别是养老金收入的补充、养老金制度的补充、推动国民理念转变和促进资本市场完善。

(二) 通过第三支柱补充养老金替代率

根据世界银行的评估, 养老金替代率需要高于 70% 才能维持退休前后的生活水平不变, 而养老金替代率低于 55% 时, 退休后生活质量将明显下降。

从企业员工的角度看, 退休时的养老金主要由三部分构成, 基本养老金、企业年金和个人养老金。基本养老金替代率随着收入的增加而下降, 企业年金的替代率在收入较低时保持稳定, 当收入超过一定范围, 替代率也有明显下降。

具体来看, 如果月收入为 5000 元 (本文所指收入均是扣除税金前收入), 那么基本养老金就能够提供 78.7% 的替代率。当收入达到 6000 元及以上时, 基本养老金替代率开始低于 70% 的

舒适线, 如果月收入超过 9000 元, 基本养老金替代率开始低于 55% 的基本线。

假设员工同时有企业年金 (假设企业年金公司和员工缴费率合计 5%), 那么当月收入在 50000 元及以下时, 企业年金能够稳定地提供 14.8% 的替代率。当月收入超过 50000 元时, 替代率开始下降。

上海最新公布的城镇单位就业人员平均工资为每月 10338 元。相应的基本养老金替代率为 51.9%, 企业年金替代率为 14.8%。若要达到 70% 的替代率水平, 在有企业年金的情况下, 个人至少还需要额外补充 3.3% 的替代率, 如果没有企业年金, 则至少需要额外补充 18.1% 的替代率。

因此, 个人收入越高, 基本养老金和企业年金能够提供的替代率越低, 需要第三支柱个人养老金补充的替代率越高, 个人养老金的投资金额要求也就越高。

图 4: 第三支柱功能定位



资料来源: 《个人养老金: 理论基础、国际经验与中国探索》

(三) 个人养老金每月需要投资多少钱

假设养老金投资者第三支柱每月养老金投资额固定不变，按照不同的投资收益率算，不同年龄段、不同收入人群的投资额每月需要投资的个人养老金金额是不同的。基本上，随着预期投资收益率的降低、投资者开始投资时年龄的增加、投资者当前收入的增加，个人养老金投资额也不断上升。

具体看，在养老金预期年化投资收益率为 15% 的情况下，如果月收入 10000 元，要想达到 70% 的替代率，有企业年金的 70

后每月需要投资 319 元，没有企业年金的 70 后每月则需要投资 1765 元；80 后的相应每月投资额为 114 元和 632 元；90 后因为有更长时间进行积累，相应投资额降低为 45 元和 248 元。

但如果预期年化收益率只有 5%，则 70 后的个人养老金投资额比在 15% 收益率下高出一倍，90 后更多，几乎接近 10 倍。这也充分体现出了复利的作用。

表 1: 不同情况下个人养老金缴费额度测算

| 月入 10000 元 | | | | | | |
|------------|------|------|------|------|------|-------|
| 年化收益率 | 15% | | 10% | | 5% | |
| 是否有年金 | 有年金 | 无年金 | 有年金 | 无年金 | 有年金 | 无年金 |
| 70 后 | 319 | 1765 | 462 | 2556 | 659 | 3648 |
| 80 后 | 114 | 632 | 238 | 1316 | 437 | 2617 |
| 90 后 | 45 | 248 | 140 | 773 | 430 | 2230 |
| 月入 20000 元 | | | | | | |
| 年化收益率 | 15% | | 10% | | 5% | |
| 是否有年金 | 有年金 | 无年金 | 有年金 | 无年金 | 有年金 | 无年金 |
| 70 后 | 2659 | 5551 | 3850 | 8038 | 5496 | 11473 |
| 80 后 | 953 | 1989 | 1982 | 4139 | 3942 | 8231 |
| 90 后 | 373 | 780 | 1164 | 2430 | 3359 | 7014 |

数据来源: 东方红资产管理

如果月收入增加到 20000 元，由于基本养老金替代率下降了十个百分点，需要通过更多的私人养老金补足，因此缴费额度大幅增加。

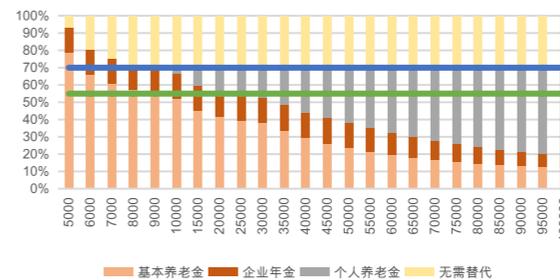
因此，个人养老金投资可以遵循以下几个原则：

(1) 投资开始时间宜早不宜迟。越早开始，养老金积累时间越长，复利的时间越长，单笔最低投资额就越小。

(2) 离退休还有较长时间时，尽量多投资权益类资产。在风险承受能力较强时，通过多投资权益资产增厚投资收益，可以减小每期投入资金量的压力。

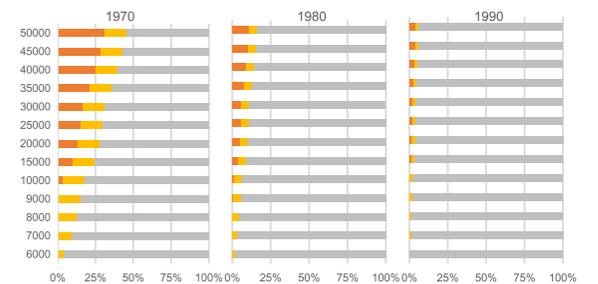
(3) 根据自身社保和年金水平合理安排个人养老金投资金额。个人养老金投资额并非多多益善，毕竟投资期限很长，过多可能影响当前生活质量，太少又起不到很好的补充效果，合适最重要。

图 5: 三支柱替代率估算



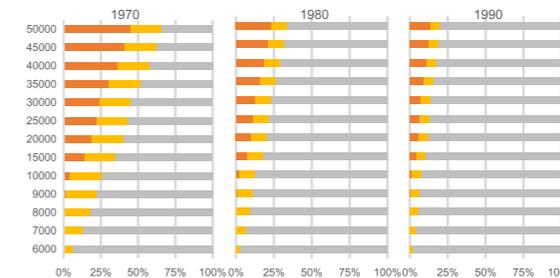
数据来源: 东方红资产管理
注: 测算基于上海最新平均工资和社保缴费水平，并且对一些参数进行了简化假设，可能与实际情况不完全一致。

图 6: 年化投资收益率 15% 情况下不同年龄段、不同收入人群的投资额占收入比重



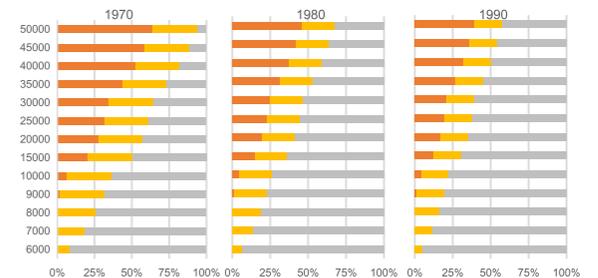
数据来源: 东方红资产管理

图 7: 年化投资收益率 10% 情况下不同年龄段、不同收入人群的投资额占收入比重



数据来源: 东方红资产管理

图 8: 年化投资收益率 5% 情况下不同年龄段、不同收入人群的投资额占收入比重

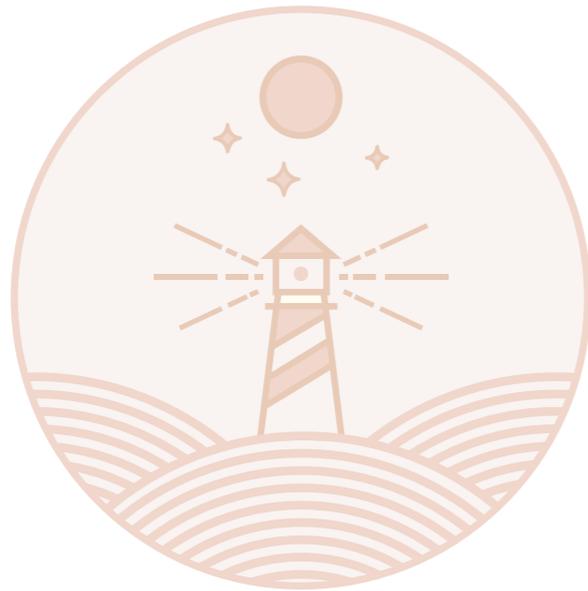


数据来源: 东方红资产管理

“东方红万里行”第 9000 场活动在光大银行举办 合力开展专业客户服务

文 / 渠道发展部

东方红 万里行



6月19日，“东方红万里行”客户服务活动第9000场在中国光大银行成功举办，本场活动由中国光大银行和东方红资产管理合作举办，吸引到光大银行全行数百位客户经理参加。中国光大银行总行领导及私人银行部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，合作双方就产品设计、价值投资、资产配置等问题进行了充分交流，进一步提升专业服务的质量，合力构建专业客户服务体系。

“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9000场交流活动，合计参与人次约72万。

志同道合 持续推广封闭期产品

光大银行与东方红合作由来已久，“东方红万里行”第9000场活动，是光大银行与东方红资产管理深化合作的又一次契机。

早在2015年1月，光大银行就作为东方红最早一批三年封闭期产品的托管行和代销机构，通过东方红睿阳混合基金的发行，埋下了长期投资的种子。东方红睿阳成立以来运作稳健，份额累计净值从1元涨到2.9908元，为长期持有的投资者创造了丰厚的回报（净值数据截至2021年6月17日，来源基金管理人官网，经过托管行复核）。

从开放式权益类基金，到三年定开、五年定开权益类基金，到持有期基金，再到“固收+”基金，光大银行携手东方红资产管理实现了从权益到固收产品的全面合作布局。

为了向广大投资者提供优质金融产品，光大银行与东方红资产管理已合作产品47只，涵盖了股票、债券、FOF、货币等产品类型。尤其值得关注的是，双方着力推广封闭期产品，封闭运作的产品规模占总规模的94.83%。经过六年的时间，光大银行和东方红资产管理已经建立了坚实的合作基础。

光大银行党委委员、副行长齐晔强调，光大银行一直致力于打造“一流财富管理银行”，“管理财富、服务民生”是光大银行的初心和使命。经过努力，光大银行财富管理业务的核心竞争力、市场影响力不断增强，资产管理规模快速增长，尤其是公募基金业务突飞猛进，展现了光大银行强大的客户基础和服务能力，在基金行业和银行同业中形成了一定的口碑和影响力。

齐晔表示，光大银行和东方红资产管理在“以客户利益为中心”的理念上深度契合，“东方红万里行”第9000场走进光大银行，标志着双方持续深化合作。光大银行将“资产配置策略会百场行”与“东方红万里行”活动进行有机融合，双方将一起大力开展投资者教育活动，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。

东方红一直秉持“客户利益为先”的原则，与合作伙伴一起打造资本市场共赢生态圈，形成挖掘价值、实现价值、传递价值、创造价值的良性循环，实现投资者、实体企业、资产管理人和销售机构的共赢。

早在2005年“东方红”品牌诞生之初，公司就开始探索如何做好投资者服务工作。目前东方红资产管理已将投资者引导与陪伴上升到公司的战略高度，倡导“专业投研+专业服务”双轮驱动的发展模式，通过专业服务引导投资者进行长期投资，将投资收益更完整地转化为投资者的实际收益：一方面通过产品创新设计等方式，帮助客户理解和信任投资；另一方面，加强投资者引导与陪伴工作，共同穿越周期、收获长期。

在长期封闭运作权益基金的产品数量与规模上，东方红资产管理一直处在行业领先地位。封闭运作产品的运作，在提升投资体验与赚钱效应、引导长期资金入市等方面起到了积极作用。

这类产品一方面利用封闭机制使得客户实现长期持有，运用被动的机制帮助客户克服人性的弱点；另一方面，封闭机制也能够减少基金份额变动对基金经理的扰动，使得他们能更好地把握长期投资机遇。

专业服务 注重长期引导和陪伴

为了提供专业客户服务，东方红资产管理持续开展“东方红万里行”客户服务活动，并构建了专业化客户服务体系。光大银行和东方红资产管理将“资产配置策略会百场行”与“东方红万里行”活动进行有效融合，通过面向客户的持续交流和分享，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，积累良好口碑，推动财富管理和资产管理业务的发展。

“东方红万里行”客户服务活动在业内享有优质口碑。自2015年8月启动以来，已经覆盖了上百个城市，共计举办了9000场交流活动，参与人次合计约72万。“东方红万里行”已形成一套完整的配套解决方案，围绕价值投资的理论与实践，覆盖权益投资和固定收益投资领域，并强调资产配置的重要意义。权益投资针对投资者常见的追涨杀跌、持有期短等问题，帮助投资者建立理性的长期投资理念；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；资产配置理论帮助投资者根据经济收入、风险偏好、家庭情况、年龄情况等

进行合理资产配置。除了线下面对面的交流，“东方红万里行”还开发了各类线上服务形式，增加动画、社区互动、在线直播等交流新形式，每周举办固定的万里行之声，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，扩大专业服务的覆盖范围和传播效率。

对于光大银行与东方红资产管理的合作前景，双方表示，双方在客户、渠道、资金、投研等方面具有互补共赢的良好基础，非常有必要进一步发挥各自的资源及专业优势，立足支持实体经济发展和居民理财需求，加强在资产与财富管理、投研、托管等方面的合作与赋能，推动财富管理和资产管理业务的共同发展。同时，双方将继续加大力度开展投资者教育活动，为投资者提供专业服务，让更多投资者享受到长期投资带来的回报。

服务社区 积攒向善的力量

——东方红公益基地成功举办“换个视角看上海”公益活动

文 / 东方红公益基金会

2021年7月9日，东方红公益基地迎来一批小客人，他们是来自上海市徐家汇爱加倍关爱服务中心（以下简称“爱加倍”）爱心暑托班的孩子们。本次活动是东方红公益基金会立足上海、服务社区的重要系列活动之一，以“换个视角看上海”为主题，邀请外来务工人员的子女们，走进黄浦江沿岸的写字楼和博物馆，以全新的视角来欣赏上海这座城市的独特魅力。

公益基地 扎根社区

黄浦江畔的东方红公益基地，是上海市东方红公益基金会响应上海市民政局号召，专门设立的开展各种活动的公益基地。东方红公益基地设在东方红资产管理办公场所内部，可以俯瞰黄浦江畔的美丽风景。如何发挥自身优势，服务社区、回馈大众，成为东方红公益基地开展公益活动的重要方向。

外来务工人员是上海职工队伍中不可忽视的一支重要力量，这座城市的成长离不开他们的默默付出。这些来沪务工人员背后还有他们的家庭，他们的子女从出生到上学，面临着各种城市孩子无需顾虑也从未想象过的挑战。

本次活动立足于帮扶外来务工人员子女，主要通过爱心托管班的形式，由志愿者带领孩子们走进上海的写字楼和博物馆，帮助他们开拓眼界，体验城市文化，更好地融入城市社会生活。根据“爱加倍”过去7年提供志愿服务的近距离观察，这些孩子的父母往往忙于生计，没有太多时间陪伴孩子度过课余时间，而这些孩子在学校或者社区中也常常处于游离状态，归属感较弱，对于城市社会缺乏立体而全面的了解。

上海市东方红公益基金会作为立足社区支持的慈善组织，在收到合作伙伴“爱加倍”对上述社会议题的反馈后，立即组织志愿者开展服务方案的讨论，如何加强这些孩子的社会归属感，体会到社会的善意与温暖，从而促进他们成长为拥有社会责任意识的现代公民，成为上海市东方红公益基金会为社区支持系列行动设立的“小目标”。而“爱加倍”对于外来务工人员子女需求的反馈，给了东方红公益基地服务社区系列行动一个绝佳的启示——让孩子们走进金融机构，在这个远离他们日常生活的环境里，换个视角体会上海这座城市的包容万象——“换个视角看上海”主题公益活动就这样诞生了。



换个视角看上海

7月9日，25名“爱加倍”的小客人被邀请到了位于黄浦区中山南路109号10楼的东方红公益基地。志愿者们首先就金融行业和公益组织的概念向小客人们做了基本介绍，从未听说过“公募基金”、“慈善组织”等新鲜词汇，让这群8-12岁的小朋友们感到很兴奋，孩子们毫无束缚的想象力让他们的语言充满奇幻色彩。志愿者们一边感叹孩子们的脑洞，一边对自己习以为常的“日常”也有了全新认识，果然是“教学相长”！

了解完金融行业的常识、理解了公益组织的含义，孩子们的注意力又被窗外的风景吸引——“哇！对面看起来好壮观”、“从高楼看黄浦江原来是这样的”、“我要拍照发给爸爸妈妈”——孩子们第一次从高处俯瞰黄浦江，因视角不同而发出各种感叹。听着他们的感叹，笑容绽放在公益基地志愿者的脸上——幸福原来就在日常生活中，而我们需要一双善于发现的眼睛。

考虑到这个年龄的孩子们注意力有限，同时也为了丰富活动第一站的内容，公益基地特别邀请了刘氏柳编传承人带着孩子们

一起做手工。在了解了“南竹北柳”的历史传承，以及非物质文化遗产“柳编”技艺在抗战中发挥的重要作用后，孩子们对于亲自尝试柳编制作充满期待，一时间屋内充满了欢声笑语。

活动的第二站在黄浦江对岸的震旦博物馆。除了参观常设展品之外，志愿者们提前设计布置了“博物馆探宝活动”，孩子们穿梭在光影之间玩得不亦乐乎；在博物馆四楼的观景平台上，还能欣赏到璀璨的浦西外滩建筑群夜景。值得一提的是，本次活动特意安排孩子们在夜晚参观，是因为当夜幕降临，博物馆内灯光亮起，展厅内一尊尊佛像在落地玻璃上形成的映像就仿佛悬浮在黄浦江上——这背后有非常专业的布展学问。听着志愿者的讲解，孩子们似懂非懂的脸上难掩惊喜之情。“爱加倍”负责人王军西女士表示，孩子们度过了一个格外难忘的周五。

本次“换个视角看上海”活动是东方红公益基地自6月落成后，首场面向本地社区开展的公益活动。东方红公益基地负责人表示，以本次活动为范本，后续将制定标准化基地活动方案，便于向公益基地所在地各个社区发起邀约，真正做到扎根社区、服务本地居民。

面临纷繁多样的书籍，该怎样选择？我们跟您一样，曾经被这个问题困扰。

自成立以来，东方红团队始终传承阅读文化，希望通过阅读和分享，播撒智慧的种子，碰撞知识的火花。如今，东方红读书角，已经成为我们内部交流、分享、沟通与碰撞的心灵空间，从投资家传记到投资理念讲述，从天文地理到纪实文学，每一本书都为我们打开了一扇精彩世界的大门。

悦读·书屋栏目将带领您感受读书文化，与您分享陪伴我们成长的智慧宝库。

《黑天鹅：如何应对不可预知的未来》 读书笔记

文 / 渠道发展部 李俊宏

黑天鹅事件来自一个典故：欧洲人观察了上千年，见到的天鹅全部是白天鹅，因此所有人都认为天鹅是白的。后来欧洲人发现了澳洲，一上岸发现有黑天鹅。只看见一次黑天鹅，就足以推翻上千年来千万次观察总结出来的结论。黑天鹅代表不可预测的重大稀有事件，它们常常带来意料之外的重大冲击。但是人们总是视而不见，并习惯于以自己有限的生活经验和不堪一击的信念来解释它们，最终被现实击溃。

本书的作者塔勒布，来自黎巴嫩，现居美国，是一名靠投资发家的富豪，他在 911 事件之前买入了大量的美股看跌期权，911

事件爆发之后一夜暴富。同时他也是极少数在 1987 年和 2007 年金融危机中获利的人之一。本书给出的黑天鹅事件具备如下三个特征：不可预测性、影响重大、事后人们倾向于为其编造理由，使其比实际看上去更具有预测性和解释性。因此，黑天鹅事件实际上极其罕见，但一旦发生，影响极其巨大、完全颠覆长期历史经验而事前却根本无法预测。

为什么会发生黑天鹅事件？作者在本书中引入了一组概念：“平均斯坦”和“极端斯坦”。所谓平均斯坦，就是在这个世界里，没有一件事情是大到可以颠覆整个世界，例如所有人的平均身

高、平均体重，不会因为某一个人的身高、体重改变。在平均斯坦，只要样本容量足够大，任何个例都不会对整体产生重大影响。但是在极端斯坦，有些事情的发生，会对整个世界产生极端的影响，例如书籍的销量、财富的分配。在极端斯坦，整体取决于少数极端事件，往往呈现出“赢家通吃”的规律；同时意外事件占据统治地位，人们很难从过去的信息中做出预测。

想象一只每天都有人喂食的火鸡。每次的喂食都使得火鸡更加相信生命的法则就是得到友善的人类喂食。直到感恩节前的下午，一件意料之外事情的发生将改变一切。喂你的那只手，也可能是拧断你脖子的那只手。因此，归纳法在极端斯坦失效，而我们生活在极端斯坦。例如我们的股票市场，也属于极端斯坦。统计从 2005 年 1 月 1 日至 2019 年 12 月 31 日的 15 年间，沪深 300 指数从 994.77 上涨到 4096.58，年复合增长率为 9.86%。15 年中有 3000 多个交易日，而一旦我们错过涨幅最高的 10 天，年复合增长率就会降低至 4.59%；如果一旦错过涨幅最高的 20 天，年复合增长率就会降低至 0.87%，基本这 15 年就不赚钱了。正是由于权益类资产的收益分布极不均匀，所以预测短期市场涨跌会很难，我们也很难从过去的市场表现中总结出所谓的规律。所以，权益投资中幸运的时刻往往是稀少的，而且人们往往很难预测这些幸运的时刻何时到来，更多时候需要浇筑耐心和等待，需要我们秉持长期主义。

那么，当我们不会预测时应该怎么办？作者建议我们学会在正确的地方犯傻：不用刻意试图避免预测，但要避免的是对造成严重后果的预测的依赖。假如你抛弃完全准确地预测未来的想法，你就有很多事情可以做，只要你记住预测的局限性。知道你无法预测，并不意味着你不能从未来的不可预测性中获益。对小问题的建议就是：保持人性！同时做好准备，对所有的结果做好准备，直面意外。不要寻找精确和局部的东西。简而言之，不要狭隘。黑天鹅同样也有正面与负面之分，即使不能预测，我们也可以做好准备，并抓住那些正面的、幸运的黑天鹅。

事实上，我们很容易忘记我们活着本身就是极大的运气，一个可能性微小的事件，一个极大的偶然。想象一个 10 亿倍于地球的行星边上的一粒尘埃。这粒尘埃就代表了你的出生概率。所以不要再为小事烦恼了。不要像一个忘恩负义者，得到了一座城堡，还要介意浴室里的霉菌。请记住，你就是黑天鹅。



精彩观点

正是由于权益类资产的收益分布极不均匀，所以预测短期市场涨跌会很难，我们也很难从过去的市场表现中总结出所谓的规律。所以，权益投资中幸运的时刻往往是稀少的，而且人们往往很难预测这些幸运的时刻何时到来，更多时候需要浇筑耐心和等待，需要我们秉持长期主义。