

东方红悦读

issue 41
2022年5月

东方红
财富俱乐部 Vip 专刊



以投研体系进化升级 求解“新考题”



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

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12月31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

投资中国正当时

2022年以来，受到内外环境等多重因素影响，资本市场面临的不确定性加剧，市场机构和投资者共同经历着一段难熬的时光。然而，在这“百年未有之大变局”中，即使短期市场可能承受一定的压力，也并未改变中国经济长期向好的大趋势。

本期的第一篇封面故事，东方红资产管理总经理张锋就公司如何面对行业发展、竞争加剧带来的“新考题”做出解答：要以开放的格局自我进化，坚持“专业投研+专业服务”双轮驱动的核心竞争力，着力提升投研能力，打造开放的投研体系。第二篇封面故事，东方红资产管理联席总经理胡雅丽围绕“提振市场信心，稳定资本市场”的话题展开分享，提出信心是资本市场平稳运行的第一保障。

投资中国正当时！东方红资产管理坚定看好中国经济和资本市场的发展，对权益市场的发展活力充满信心，对企业家克服困难和适应外部环境的能力充满信心。公司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，为进一步构建全行业良好的生态体系贡献力量。

CONTENTS

	Preface 卷首语	26	东方红资产管理李竞:
01	投资中国正当时		A股市场现企稳契机 看好这些投资方向 关注新能源、国潮、顶奢及港股市场
	Orient News 东方红·新闻	28	东方红资产管理孙伟:
04	证监会出台支持公募发展 16 条 全面推动基金行业高质量发展		当下是 A 股布局良机 看好消费行业的投资机会 宏观经济企稳修复 政策仍有较大空间
06	推动高质量发展 上交所联合东方红资产管理等 发布倡议 持续践行价值投资和长期投资理念	30	东方红资产管理王延飞:
	Cover Story 东方红·封面故事		现在是配置权益类资产的好时机 看好两大方向 看好稳增长相关领域和投资方向
10	东方红资产管理总经理张锋: 以投研体系进化升级求解“新考题” 打造开放和多元的投研体系		Orient People 东方红·人物
16	信心比黄金贵! 东方红资产管理胡雅丽: 应保持政策稳定可预期 券商要更高质量地归位尽责 坚定资本市场长期发展信心	32	东方红资产管理胡伟:
	Invest China 东方红·投资中国正当时		高质量发展固收业务 在大资管时代有所作为 “年轻老将”的“乒乓心法”
23	东方红资产管理秦绪文: “不应该再悲观下去” 看好年内 A 股投资机会 长期紧密跟踪成长性行业投资机会	35	东方红资产管理孔令超:
			“固收+”核心在于构建多资产协同配置体系 追求风险调整后的稳健收益
		38	东方红资产管理江琦:
			深度研究 前瞻性布局医药行业 把握中短期低估值和长期高成长机会

Orient Strategy | 东方红·策略

- 40 **保持耐心 重拾信心**
中长期持续看好国内资本市场前景
- 47 **稳增长初见成效**
宏观经济企稳修复 政策仍有较大空间

Orient Topics | 东方红·专题

- 52 **重磅解读: 个人养老金制度落地, 开启“个人养老金”时代**
后疫情时代价值投资新策略

Orient Journey | 东方红·万里行

- 58 **市场大幅下跌之时, 我们可以做什么?**
敬畏市场 坚守信念和投资逻辑

Orient Social Responsibilities | 东方红·社会责任

- 62 **同心守“沪”, 向善而行**
“信心”是最好的疫苗

Orient Books | 东方红·书屋

- 64 **东方红悦读会荐书四则**
悦享读书之美



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
胡雅丽、胡伟、周代希、刘峰、汤琳

主编
杨海

责任编辑
李雪、王可

地址 上海市黄浦区中山南路 109 号 7 层 -11 层

邮编 200010

总机 021-53952888

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

本材料并非宣传推介资料, 也不构成任何法律文件。

本材料的版权为上海东方证券资产管理有限公司所有, 未获得上海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。



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



证监会出台支持公募发展 16 条 全面推动基金行业高质量发展

文 / 上海证券报

证监会 4 月 26 日晚间发布《关于加快推进公募基金行业高质量发展的意见》（下称《意见》），提出 16 条务实举措支持公募基金发展。《意见》从培育专业资产管理机构、强化专业能力建设、打造行业良好发展生态、提升监管转型效能四方面入手，出台一系列措施。

积极推进银行、保险、券商设立基金公司

为积极培育专业资产管理机构，《意见》从差异化发展、提升治理水平、壮大公募管理人队伍、推进高水平开放、强化长效激励约束机制等五方面做出部署。具体包括：

支持基金管理公司在做优做强公募基金主业的基础上实现差异化发展。支持基金管理公司设立子公司，专门从事公募 REITs、股权投资、基金投资顾问、养老金融服务等业务。研究进一步优化基金管理公司交易模式，公募基金后台运营业务外包由试点转常规，支持中小基金管理公司降本增效。引导经营失败的基金公司主动申请注销公募基金管理资格，或者通过并购重组等方式实现市场化退出。

健全基金公司“三会一层”制度。严禁大股东、实际控制人滥用控制权干预公司正常经营管理。把好股权准入关，防范资本无序扩张，严厉打击股权代持、变相套取牌照、倒卖牌照等违规行为。加强基金管理公司党建工作，探索建立符合中国特色的现代资产管理机构治理体系。

积极推进商业银行、保险机构、证券公司等优质金融机构依法设立基金管理公司。调整优化公募基金牌照制度，适度放宽同一主体下公募牌照数量限制，支持专业资产管理机构依法申请公募基金牌照。强化发起人审核，审慎有序核准自然人发起设立基金管理公司。

支持对中国资本市场具有长期投资意愿的优质境外金融机构设立基金公司或扩大持股比例，鼓励行业借鉴境外先进资产管理经验和有益业务模式。支持符合条件的基金公司依法设立境外子公司。继续推动扩大 QDII 额度，持续推进内地与香港基金互认业务，稳妥拓展 ETF 互通机制，支持符合条件的公募基金参与粤港澳大湾区“跨境理财通”业务试点，推动股票 ETF 纳入内地与香港股票市场互联互通标的。

督促基金管理人建立健全核心员工长期考核机制。督促基金管理人严格执行薪酬递延制度，建立完善经营管理层和基金经理等核心员工奖金跟投机制，实施违规责任人员奖金追索扣回制度。支持基金管理公司研究采用股权、期权、限制性股权、分红权等长期激励方式。推动有关部门放宽国有基金管理公司员工持股政策限制。

限制“风格漂移”“高换手率” 建立违法违规人员从业“黑名单”

《意见》从着力提升投研核心能力、持续强化合规风控能力、积极鼓励产品及业务守正创新等方面，强化基金行业专业能力建设。

《意见》明确，提高投研人员占比，完善投研人员梯队培养计划，扭转过度依赖“明星基金经理”的发展模式。推动基金管理人实现全维度研究覆盖，提高股票发行定价能力。采取监管措施限制“风格漂移”、“高换手率”等博取短线交易收益的行为。建立健全各类金融工具和交易对手的内部评级体系。

《意见》提出，要督促基金管理人持续强化投研内控建设，规范证券出入库管理，加强对基金投资交易的监测分析与跟踪检验，严格投研人员通讯工具、股权投资等行为管理。严厉打击损害基金持有人利益的违法违规行为，建立违法违规人员从业“黑名单”制度和公示机制。推动基金管理人持续完善全面风险管理体系。鼓励基金管理人加强资本积累，建立完善“生前遗嘱”和股东救助机制。健全完善基金行业分级分类风险应对预案，推动建立基金托管人流动性支持机制，完善优化行业风险准备金管理制度。

《意见》鼓励基金管理人加大产品和业务创新力度，摒弃蹭热点、抢噱头、赚规模的“伪创新”。明确大力推进权益类基金发展，支持成熟指数型产品做大做强，加快推动 ETF 产品创新发展。有序拓展公募基金投资范围和投资策略，稳步推进金融衍生品

投资。稳妥发展固收类产品，支持个人零售型债券产品发展，研究完善 FOF、MOM 等产品规则，加大中低波动型产品开发创设力度，开发适配个人养老金长期投资的基金产品，持续强化货币市场基金规模和风险管控，出台重要货币市场基金监管规定，研究制定浮动净值型货币市场基金规则。研究推动 ETF 集合申购业务试点转常规，积极推动公募 REITs、养老投资产品、管理人合理让利型产品等创新产品发展。

坚持“穿透式监管、全链条问责” 对重点高风险机构实施“贴身监管”

《意见》明确强化行业基础设施建设、加快推进监管转型、提升监管效能，并就此提出了一系列务实举措，包括：

加快建设公募基金账户统一查询平台，抓紧推出“基金 E 账户”APP；建设行业性的机构投资者直销服务平台；全面做好个人养老金投资公募基金信息平台上线工作；稳步拓展沪深交易所基金通平台业务功能。

坚持规则监管与原则监管并重，开展行业法规制度整合清理工作，坚持“穿透式监管、全链条问责”，综合运用经济罚、资格罚、声誉罚，坚决落实机构和个人“双罚”机制，严肃处理虚假承诺、损害投资者权益等违规行为；加强监管部门、行业协会与市场机构的双向沟通。

抓紧推进监管系统建设，优化基金管理人分类评价制度，完善基金管理公司及子公司风险画像与分类监管机制，坚持区别用力、定向施策，动态分配监管资源，对重点高风险机构实施“贴身监管”，坚决出清严重违法违规机构。同时，进一步优化基金注册机制，对基金管理人进行综合评价，区分实施鼓励性、审慎性和限制性措施。夯实各方监管责任，督促各监管部门单位贯通联动、形成合力。



推动高质量发展 上交所联合东方红资产管理等发布倡议 持续践行价值投资和长期投资理念

文 / 中国证券报

2022年5月15日是“全国投资者保护宣传日”，上海证券交易所与资产管理机构、高校等66家机构共同发布了《资本市场价值投资与长期投资倡议》，倡导共同坚持和持续践行价值投资和长期投资理念，为促进我国资本市场高质量发展贡献力量。上海东方证券资产管理有限公司（简称“东方红资产管理”）作为机构投资者代表之一，积极参与并共同发起倡议，公司将继续秉承“客户利益为先”的理念，持续实践和完善长期价值投资之路，全力打造“专业投研+专业服务”双轮驱动的核心竞争力。

通过《资本市场价值投资与长期投资倡议》，上海证券交易所和多家机构提出倡议，坚持价值投资和长期投资理念，拥抱绿色投资和责任投资理念，坚持正确的投资观和业绩观，自觉遵守投资契约，开发更多适配价值投资和长期投资的产品，以客户利益为中心，合理引导投资者的申赎行为，积极开展投资者教育，发挥专业投资者功能推动完善上市公司治理，积极发挥评价引领示范效应和舆论引导作用，促使全市场投资风格向价值投资和长期投资转变。

贯彻长期价值投资 发挥专业投资者功能

《资本市场价值投资与长期投资倡议》指出，价值投资与长期投资是资本市场稳定健康发展的基石。上交所和东方红资产管理等参与机构共同倡议：坚持价值投资理念，重视基本面分析，理性合规交易，不盲从跟风、不投机炒作；坚持长期投资理念，理性看待市场波动，不因短期涨跌而过度交易；坚持拥抱绿色投资和责任投资理念，积极践行社会责任，主动服务国家重大发展战略；积极发挥专业投资者功能，推动完善上市公司治理，引导上市公司以分红、股票回购等多种形式回报股东。

长期价值投资是东方红资产管理自成立以来一直坚持的理念基础。从2005年“东方红”品牌初创开始，东方红资产管理就确立了清晰的经营发展路径——坚持主动管理模式，走以基本面研究为基础的长期价值投资道路，追求上市公司长期成长的收益，努力为投资者带来更好的投资体验。即使在2012年之后券商资管的通道类定向资管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，进一步夯实价值投资的内功。2013年东方红资产管理成为第一家获得公募基金资产管理资格的券商资产管理公司，在公募基金投资管理中贯



未来，东方红资产管理将继续坚持长期价值投资、不断升级和完善投研体系、优化产品线和专业服务工作，坚持做难而正确的事情，努力为持有人提供更好的投资体验，更好地肩负起机构投资者的责任和使命。

彻长期价值投资。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，继续坚持基本面选股的价值投资原则。

价值投资实践中，东方红资产管理强调价值挖掘、强调长期投资，从“幸运的行业+优秀的公司+合理的估值”角度选择优质个股并长期持有，建立了自己的投资原则：第一，关注行业发展，发掘前景广阔、有较大成长空间、竞争格局较好的行业；第二，选择优质的上市公司股票，关注上市公司的核心竞争力，分享优质公司长期盈利增长的收益；第三，对估值进行科学的研究和分析，选择价格合适的标的；第四，长期持有优质股票，淡化市场短期波动影响，降低换手率。

在价值投资理论中，价格始终围绕内在价值这一中枢上下波动，价值投资长期有效，但短期不一定有效。因此，东方红资产管理注重积累内功，不断提升准确评估投资标的内在价值的的能力，透过表象看本质，规避市场短期博弈，在市场短期大幅波动、上市公司受到压力之时，给予优秀公司信心和支持，陪伴优秀公司渡过低谷期。

东方红资产管理还主动将ESG可持续投资理念融入到长期价值投资理念中，持续关注在环境保护、社会责任和公司治理方面表现优秀的企业。公司自2019年就加入了联合国责任投资原则组织（简称UN PRI）。2019年11月公司荣获新浪财经首届中国ESG金质奖“责任投资最佳资产管理机构奖”。今年2月，东方红资产管理发行了公司首只ESG主题基金——东方红ESG可持续投资混合型证券投资基金，以主题投资的形式进一步践行ESG可持续投资理念。

建立长期考核机制 深入开展价值投资实践

相匹配的投资观和业绩观，是价值投资、长期投资得以贯彻的重要基础。在《资本市场价值投资与长期投资倡议》中，上交所和东方红资产管理等参与机构还共同倡议机构投资者坚持正确的投资观和业绩观，建立长期考核机制，不片面追求短期业绩或规模排名；资产管理机构应当自觉遵守投资契约，对标业绩基准，保持风格稳定。这一倡议有助于促进和完善机构投资者的业绩观和考核机制。

东方红资产管理经过多年长期价值投资实践，建立了一套与之匹配的长期、客观和完善的考核机制，注重考核长期收益，短期业绩在考核中占比很低，重视事中的过程管理而不仅仅是事后的考核，推动投研人员掌握正确的价值投资方法，并提供充分的成长空间。目前东方红正在推动建立一个更加开放、多元和去中心化的平台，为每一位投资经理公平地赋能，让投资经理可以在平台上成长，实现个性化发展，并保持组织的活力。

对于投研领域的建设，东方红资产管理提出将立足于三点：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。

基于丰富的实践和积累，东方红资产管理取得了出色的长期业绩，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”；2021年公司获得《证券时报》第16届明星基金奖“五年持续回报明星基金公司”、《上海证券报》第18届基金金奖“金基金·TOP公司奖”和《中国证券报》第18届金牛奖“固定收益投资金牛基金公司”。

根据银河证券基金研究中心2022年4月发布的《基金管理人股票投资主动管理能力长期评价榜单》，截至2022年3月31日，过去七年，东方红资产管理的股票投资主动管理能力位居参评管理人第二，股票投资主动管理收益率163.13%，年化收益率14.82%；过去六年股票投资主动能力居于参评管理人第五，股票投资主动管理收益率达到135.84%，年化收益率15.37%。

推广长期封闭产品 引入长期资金

长期资金与价值投资是相辅相成的，价值投资的实施需要与之相匹配的长期资金，投资标的价格最终会向内在价值靠拢，但

价值回归需要较为充分的时间。

针对价值投资和长期投资的特点，上交所和参与机构通过《资本市场价值投资与长期投资倡议》提出，资产管理机构应当积极提升投研能力，开发更多适配价值投资和长期投资的产品，满足广大投资者的需求。

多年来，各家资产管理机构在积极开发和推广适合价值投资和长期投资的产品，东方红资产管理在封闭运作产品方面进行了深入实践。封闭运作产品是引入长期资金的重要途径，推动长期价值投资的实现，还可以帮助投资者实现实际收益与产品收益的匹配。

从2005年6月东方红资产管理发行的首只集合资管产品就采用了封闭运作、定期开放的形态；2011年8月发行了首只封闭两年半的集合资管产品。2013年东方红资产管理取得公募基金管理人资格后，2014年9月在业内首发了三年创新封闭式权益类基金，成为第一家发行长期封闭运作权益类基金的管理人。

目前，东方红旗下封闭运作的权益类基金已经形成了层次丰富的产品系列：东方红“睿”系列包含三年创新封闭式、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；在三年定开型基金的运作基础上，东方红将长期封闭运作与满足客户的灵活申购意愿进行结合，推出了三年持有期权益类基金——“智”系列；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，在引导长期持有的同时，又给予投资者自由申购的机会。

东方红资产管理旗下长期封闭的权益类基金的产品数量与规模处在行业领先，截至2022年3月31日，在主动权益类公募基金中，三年以上定开型及持有期型的基金有18只，规模832.88亿元，占公司主动权益类公募基金总规模的65.55%。（来源：基金2022年一季报）

东方红资产管理还积极引入长期的养老资金，将养老投资业务作为战略布局之一。东方红成立了基金组合投资团队，汇聚了业内财富管理、多资产投资、基金选择的资深专家，根据不同客户的风险偏好与投资期限，提供有针对性、动态调整的一揽子基金组合产品。2020年6月份，公司同期发行了3只目标风险型养老FOF，涵盖稳健、平衡和积极三种类型，是全市场唯一同时发行一个系列不同风险等级养老FOF的公司。东方红资产管理还将开发养老目标日期型产品，为广大投资者提供不同风险层次、不同锁定持有期的多元化选择。

开展专业投资者服务 引导投资者理性行为

中国资本市场30多年的发展中，资产管理行业不乏对价值投资、长期投资的实践，并贡献了一大批长期收益可观的产品，但是大多数投资者并没有分享到完整的长期收益。人性弱点带来的认知偏差和行为偏差，导致投资者追涨杀跌、持有期短，错过了产品的长期收益，也为价值投资、长期投资的实施带来影响。

为了引导投资者正确认识和参与价值投资、长期投资，在《资本市场价值投资与长期投资倡议》中，上交所和东方红资产管理等参与机构发出倡议，资产管理机构应当以客户利益为中心，合理引导投资者的申赎行为，提升对价值投资和长期投资的认同感；积极发挥评价引领示范效应和舆论引导作用，促进全市场投资风格向价值投资和长期投资转变；积极开展投资者教育，引导全市场树立理性的投资观念和合理的投资回报预期。

在投资者引导方面，东方红资产管理自诞生以来持之以恒地开展专业服务工作。从2005年东方红首只集合资管产品开始，东方红团队就探索开展投资者引导工作，传播长期价值投资理念。2008年国际金融危机爆发，东方红团队深入客户服务一线，为客户分析国内外市场形势，普及价值投资理念，以实际行动与投资者携手共渡难关。2015年8月A股市场剧烈波动，东方红资产管理启动“东方红万里行”客户服务活动，深入银行网点、券商营业部、企事业单位等，帮助投资者理解长期价值与短期

波动的关系，陪伴投资者度过艰难时刻，以长期持有实现穿越周期。

“东方红万里行”客户服务活动是业内最早一批全面开展的系统化专业服务活动，至今已累计举办了近一万场线下交流活动，覆盖全国上百个城市，注重投前引导和投后陪伴，主要围绕价值投资、长期持有、资产配置和基金定投这四大模块开展。

除了线下活动，“东方红万里行”还增加动画、社区互动、在线直播等线上交流新形式，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。

东方红资产管理积极参与行业课题研究和经验分享，2020年公司作为特别支持单位，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）》，报告近20万字，为资管行业的投资者引导和服务贡献力量。

面对资本市场的波动起伏和资产管理行业的快速发展，价值投资和长期投资应当成为资产管理机构的投资原则。值此5月15日“全国投资者保护宣传日”之际，东方红资产管理积极响应，与上海证券交易所、众多机构一起联合发布《资本市场价值投资与长期投资倡议》，将发挥示范效应，共同坚持和持续践行价值投资和长期投资理念，引导市场风格向价值投资和长期投资转变，促进我国资本市场高质量发展。

未来，东方红资产管理将继续坚持长期价值投资、不断升级和完善投研体系、优化产品线和专业服务工作，坚持做难而正确的事情，努力为持有人提供更好的投资体验，更好地肩负起机构投资者的责任和使命。





东方红资产管理总经理张锋： 以投研体系进化升级求解“新考题”

文 / 中国证券报 徐金忠

“价值投资始于2005”，在东方红资产管理的LOGO下，有这么一行字。此言不虚，如果书写国内价值投资的历史，东方红资产管理是无法绕过去的一家公司。

但是，诚如东方红现任总经理张锋所言，事物发展总是呈波浪式前进和螺旋式上升的，从历史经验来看，国内任何一家资产管理机构都很难在某个领域内持续多年保持领先状态，东方红也正在经历自己发展的周期：它表现为经历了高峰之后的一种正常回归——这并不意味着沉寂，而是再出发之前的蓄力。在经历了市场聚焦之后，公司

需要进行持续的升级和革新。张锋很坦诚：东方红资产管理肇兴于价值投资以及一系列的经营和管理创新。但是，价值投资理念的具体落地需要不断的完善和进化，其中至关重要的是要打造一个开放和多元的投研体系。公司的经营和管理在新的内外部形势下也需要进行更新和迭代。东方红对此有着清醒的认识。基于此，当下的东方红正在努力以进化升级的投研体系，解答行业发展、竞争加剧带来的“新考题”。

毋庸置疑，东方红是资产管理行业的一名“好学生”，这位“好学生”的资源禀赋优异，而且价值观端正、人心齐整。公司的进化升级的过程需要多长时间？张锋认为，这个过程已经舟行中流、人到半山。目标和方向非常清晰，而且意志坚定。

事实上，如果站在局外来看，东方红有太多的理由继续待在舒适区：价值投资旗帜高举、品牌认知鲜明、投资人高度认可和持续陪伴。但是“东方红人”勇于思考、自省，勇于改变、升级。舒适区固然让人留恋，穿越荆棘必有磨砺，但这正凸显公司锐意革新的勇气和担当。相信待他年“潮平两岸阔”之时，“东方红人”将继续不负当下的上下求索、孜孜不倦。持有人也将受益于不断进化升级的东方红资产管理，享受到“更好的投资体验”。





资产管理机构的“周期”

对于行业历史中的成功典型，一般人的认识容易线性化和静态化。对于东方红资产管理，这一国内价值投资领域具备“里程碑”意义的资产管理机构的认识，同样会有这样的偏差。

2005年，“东方红1号集合资产管理计划”发行，“东方红”品牌由此诞生，成为拉开国内价值投资帷幕的一个重要的标志。在以后的岁月里，初声高远的东方红资产管理，即便是面对各种市场的变幻、机会的诱惑，其“坚守长期价值”的精神内核未曾改变。

张锋在回顾这段历程时言道，东方红资产管理肇兴于价值投资和一系列的经营和管理创新。“以客户利益为中心”、“坚守价值”、“注重长期”这样的理念贯穿了东方红的投资、产品设计、营销服务、内部考核等整个业务链条。长达数十年的坚持，也为东方红刻画了鲜明的文化烙印。但是，随着近年来公司的内外部形势出现新的变化，东方红也亟需与时俱进地进行创新和升级。“就拿投研来说，整个基金行业在进步，竞争对手在进步，如果我们自己进步缓慢的话，那就必然会落后。单纯的投资理念并不能解决组合构建的具体问题，组合管理需要靠行业研究和个股研究来落地。我们有部分投资经理对过去经验的总结是不够全面的，比如说‘自下而上’，对企业的研究或许比较深入，但实际上任何企业的发展不可能脱离宏观和产业背景而独立存在，如果不能系统地掌握这个背景的话，我们的投研框架就是不全面的。张锋认为东方红资产管理需要更全面地总结和完善方法论，整个投研体系的能力建设、人才培养以及组织管理都要为此做调整。”

“我们一直对标的是业内优秀的公募基金管理公司，我们的业务和收入结构跟公募基金没有区别。而且公司定位为专注于主动管理的资产管理机构，我们不追求大而全，而是要不断巩固我们在主动权益、主动固收和资产配置方面的核心竞争力，打造持续成长的能力。”这是张锋对东方红资产管理的定位。“这个市场太大了，够我们做一辈子的。”

“在主动权益管理方面，过去几年我们已经拥有了一批全市场主动管理的基金，在持续地管理好这些产品之外，我们还将补充一些长期看好的行业基金，比如消费、医药、ESG基金等。但是，一切以投资者利益为先，东方红即使在行业基金的布局上也是会有所取舍的。如果是一些新兴的行业基金，则希望通过产品设计与销售安排做出不一样的风险收益特征，以便更好地保护投资者。在主动固收方面，我们团队的投资理念比较完善，人员架构完整，思维活跃而多元，将继续努力为持有人获得风险调整后的最大化收益。在FOF等资产配置业务方面，坚持打造风险与收益匹配的产品线，与主动权益、固定收益产品形成差异化互补的产品矩阵，努力推动资金来源和投资者的多元化。”

东方红资产管理落地定位显得底气十足。“资产管理行业增长前景好、市场大，行业年化增速在10%以上。行业格局远远未定，从中美资本市场规模、头部资管公司的规模以及市场份额占比来看，中国资产管理行业发展前景依然十分广阔。当下国内即使是头部资产管理机构的市场占有率都很低，给我们的空间仍然很大。当然，相比对于市场蛋糕持续扩大的关注，我们更加重视的是要努力提升自身的竞争力。”张锋表示。



打造投研的开放体系

那么，东方红资产管理进化升级的主要抓手在哪里？答案很清楚，就是要提升投研能力。投研作为资产管理机构的立身之本，同样是东方红进化升级的核心。

“2020年，我们提出权益投研发展的三个支撑，第一是价值投资理念下的多元化，第二是投研高度融合的一体化，第三是专业化基础上的规模化。今年我们的做法就更加具体了，要升级投研体系，主要就依靠三点：能力建设、人才队伍、过程管理。”张锋言简意赅。

“我们要推动建立一个更加开放和多元的平台。”张锋认为，“这个平台要拥有全方面的能力，而且平台一定是去中心化的，能够为每一位投资经理公平地赋能。有能力的基金经理可以不断在平台上成长，实现个性化的发展，当然他也要承担相应的结果，否则基金经理永远长不大。这会使得我们的投资组合更加丰富，投资风格也更加多元。这是一种开放体系，而只有开放体系才能实现熵减，才能涌现出人才，组织的活力才得以保持。”

在能力建设方面，推动“自上而下”的宏观和产业研究视野，与“自下而上”精选个股相结合。“选股不能脱离对产业和行业的理解，否则就是低头走路但没有方向。举个例子，今年如果对产业方向缺乏判断，就会犯在教育股、互联网股上的战略性错误。”张锋也坦率地表示，要推动这个体系建设新的能力，需要投资部和研究部付出极大努力，“首先是思想认识上的转变，这个过程从去年就已经开始了”。

在人才队伍方面。张锋表示，将继续坚持以内部培养为主，积极引入外部优秀人才。对内，要更加重视“培养”而不能放羊。其实培养人是非常消耗管理者精力和体力的，尤其在投资这个主要依赖于个人思想和能力的行当，“但是没有办法，东方红处在这个阶段，再难也得做”。对外开放，东方红需要广纳英才，“第一流人才的生长更多靠的是他自身的觉悟”，这类人的加盟对我们的平台是很大的提升。

第三是过程管理。张锋介绍说，东方红会延续长期考核的做法，我们有比较完善的指标。但是一定要认识到，长期考核是有前提条件的，“它的前提是要掌握正确的价值投资方法”，如果离开这个前提谈长期考核，那就会画虎不成反类犬。因此相对于事后的考核，事中的过程管理其实更重要。

不仅是权益团队的进化升级，东方红还将加强固收团队和FOF团队投研力量建设，强调团队内部协作与不同团队之间的协作。

“相信我们的目标一定能实现，原因有两点：首先我们的股东，无论是东方证券还是中能集团都对东方红一如既往地支持和鼓励；其次是来自公司的文化，东方红从来都有一种不甘人后的精神，我们的同事们的内驱力十足，且心态开放，具备不断学习和进化的能力，东方红的管理层对于公司转型升级的努力，目标一致且团结齐心。”



待他年“潮平两岸阔”

接任总经理岗位之后，张锋深感压力和责任。在他看来，一家资产管理机构的发展，归根到底是治理问题和管理问题。东方红的治理结构没有变化，所以管理的革新至关重要，顶层设计的前瞻势在必行。包括张锋在内的东方红资产管理团队严格要求自己，希望以管理的革新和体系的升级，激发组织和个人的活力。

张锋表示，公司仍然将坚持“专业投研+专业服务”的双轮驱动，除了构建多元开放的投研体系之外，东方红已建立多年的专业服务体系也会继续推广和完善。

据介绍，自2005年有一定封闭期的东方红1号发行，东方红资

产管理就开展专业的客户陪伴与服务工作。2008年，国际金融危机爆发，为缓解客户的恐慌情绪，东方红资产管理深入客户服务一线，在市场艰难之时陪伴客户，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，截至2021年底活动已近万场。

人才是公司业务发展的根本支撑。东方红需要一大批有竞争力的优秀人才能够在投研、销售、服务、管理等各方面对标公募基金行业头部机构的水平。对于“家文化”的理解，张锋认为除了以人为本、厚待员工之外，应该更多的是培养人、造就人，让员工拥有强市场竞争力，这才是公司对员工最大的负责。“家

面对客户，我们要坚持‘客户利益为先’的初心，提供长期可持续的合理回报，带给客户更好的投资体验。东方红资产管理会继续坚持‘专业投研+专业服务’双轮驱动的路径，夯实品牌形象，发挥品牌优势。投研是核心，努力打造专业、多元、开放、高度融合的投研一体化平台；围绕投资管理能力发展业务，不断拓展产品矩阵；在专业服务体系的基础上，实现与投资管理能力匹配的资金多元化。

文化”的目的应该是公司与员工相互成就。

那么，东方红资产管理的进化升级进行到了哪一步？“船行中流、人到半山”，这是张锋的判断：方向是明确的，我们也没有退路，船行中流只能求进、人到半山唯有上行。

在这个过程中，投资者始终是东方红最核心的关切。“我们做的所有动作都是为投资者利益考虑，只有投资者好了，公司才能有发展。”东方红一直以来在这个问题上都是毫不含糊的，这也是东方红在经营中的核心原则。在2021年，东方红资产管理已经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。

“面对客户，我们要坚持‘客户利益为先’的初心，提供长期可持续的合理回报，带给客户更好的投资体验。东方红资产管理会继续坚持‘专业投研+专业服务’双轮驱动的路径，夯实品牌形象，发挥品牌优势。投研是核心，努力打造专业、多元、开放、高度融合的投研一体化平台；围绕投资管理能力发展业务，不断拓展产品矩阵；在专业服务体系的基础上，实现与投资管理能力匹配的资金多元化。”张锋总结表示。

信心比黄金贵！东方红资产管理胡雅丽： 应保持政策稳定可预期 券商要更高质量地归位尽责

文 / 券商中国 许盈

近日，就“提振市场信心 稳定资本市场”的话题，券商中国记者专访了东方红资产管理联席总经理胡雅丽。

胡雅丽表示，本次金融委会议直面市场关切，明确了监管预期，大幅提振了市场的风险偏好，在关键时刻对稳定金融市场信心起到了关键作用。

针对稳定市场预期问题，胡雅丽提到，在资本市场的长久发展过程中，信心比黄金更重要。在当前国内外环境复杂严峻的背景下，信心更是资本市场平稳运行的第一保障。在经济和市场平稳运行阶段，市场有涨有跌是自然规律，这个阶段保持政策稳定、连续、透明、可预期，则有利于投资者不受干扰、理性地规划自己的资产配置和投资计划。在市场出现非正常的恐慌状态时，则有必要立即出台有针对性的措施，消解市场恐慌情绪，提振市场信心，防止出现资本市场特有的、因信心缺失而导致的“多头踩踏”、“流动性枯竭”。

胡雅丽还谈到，当前国际形势变化对我国资本市场的影响主要有以下几个方面：一是美联储加息，全球流动性回流美国，对内地市场带来一定压力；二是俄乌局势动荡，全球地缘政治、经济、金融、产业链、外汇储备安全等都受到严重挑战；三是原油、粮食等大宗商品大幅上涨，国内面临的通胀压力加大，稳增长的难度随之加大；四是中美审计监管问题引发的中概股下跌导致的连锁反应。

“上述这些问题的出现，既有偶发性，也有必然性，很可能还仅仅是中国金融对外开放过程中遇到的一部分小问题。而本次国常会强调‘高度重视国际形势变化对我国资本市场的影响’，将为市场的平稳运行与加速开放增添主体信心，奠定制度保障。”胡雅丽说。

1、国务院金融委3.16会议研究了宏观经济运行、房地产企业、中概股、中国政府继续支持各类企业到境外上市、平台经济治理、香港金融市场稳定问题等相关问题。您最关注哪一方面？能否就其中1-2个方面谈谈您的理解，以及政策建议。

胡雅丽：本次金融委会议直面回应了市场关切，明确了监管预期，大幅提振了市场的风险偏好。资本市场近期走势，也反映出这次会议在关键时刻对稳定金融市场信心起到了关键作用。

综合国内外情况而言，此前市场关于2022年稳增长等投资逻辑虽然有所分歧，但是整体基调是平稳的。由于3月央行维持LPR不变，叠加1-2月多项宏观指标均好于预期，导致市场担忧“稳增长”相关政策出台放缓。与此同时，海外地缘冲突不断演进、中概股面临监管风险、疫情出现反复等因素也大幅加剧了市场的恐慌情绪。金融委会议强调，“保持经济运行在合理区间，保持资本市场平稳运行”，进一步推动提振市场整体预期。

具体来看，本次金融委会议提到了较多领域的内容，我想针对房地产企业、平台经济治理和疫情防控方面简要阐述下我的理解：

首先是房地产方面。房地产仍是目前“稳增长”的薄弱环节。1-2月我国商品房销售额下降19.3%，国有土地使用权出让收入下降了29.5%，地产行业的下行压力尤为凸显，而要实现全年5.5%的GDP目标，需要充分发挥房地产行业资本形成的重要作用，作为产业链最长的房地产行业必须要实现较大力度的企稳回升才能完成。金融委会议针对房地产问题，强调“要及时研究和提出有力有效的防范化解风险应对方案，提出向新发展模式转型的配套措施”，中央层面对于化解地产风险的态度已经十分明确。

我们认为，随着对于地产行业供给端和需求端的纾困政策不断出台，未来房地产行业的下行风险有望得到缓解。从供给端来

看，需要多渠道拓宽房企融资来源，“三道红线”、“贷款集中度”、“预售资金监管”等监管政策执行层面需进一步优化；从需求端来看，考虑到房地产销售是房地产企业拿地和开工的前置条件，仅仅针对房地产企业的纾困政策可能无法在短期内提振地产投资需求，因此未来可以更多通过“因城施策”的方式展开对地产需求侧的政策支持。当然，在出台托底政策的同时，仍应严守“房住不炒”底线，防止房价过快上涨。

平台经济治理方面，随着监管政策的不断出台，防止资本无序扩张初见成效，未来对于平台经济的引导预计将更加明确。金融委会议强调，“红灯、绿灯都要设置好，促进平台经济平稳健康发展，提高国际竞争力”，我们认为政策对于平台经济的支持态度是不变的，监管未来将重在引导，通过设置红绿灯的模式来引导资本“有序扩张”。未来可重点支持企业向硬科技突破和海外市场拓展等方向发力，提升我国产业的全球竞争力。在这一过程中，如果监管层的思路能够更加清晰地向大众进行传递，将极大缓解市场的恐慌情绪。

此外，针对疫情防控方面，国内外目前存在一定的争议。我们认为，应立足中国国情，根据疫情最新动态情况，采取最有针对性的防控措施，及时优化防控策略，力争做到用最小代价实现最大防控效果。同时，应加强疫苗接种，加快新冠特效药物研发，适度引进进口特效药，努力扩大医疗资源冗余储备，为将来进一步开放做好充分准备。针对受疫情影响较大的中小微企业和个体工商户以及广大劳动者，应进一步加大减税降费、补贴和民生保障支持力度。

2、3月21日，国常会听取了国务院金融委汇报，指出要高度重视国际形势变化，对我国资本市场的影响。其中提到“加大稳健货币政策对实体经济的支持力度”“保持政策稳定性”“稳定、透明、可预期的发展环境”“采取有针对性措施稳定市场预期、提振市场信心”等关键词。对于稳定市场预期、提振市场信心，您认为应采取怎样措施，有哪些建言？



在资本市场的长久发展过程中，信心比黄金更重要。在当前国内外环境复杂严峻的背景下，信心更是资本市场平稳运行的第一保障。

胡雅丽：对于稳定市场预期、提振市场信心，我们认为国常会提到的“保持政策稳定性”以及“采取针对性措施”等内容非常重要，也很必要。

在资本市场的长久发展过程中，信心比黄金更重要。在当前国内外环境复杂严峻的背景下，信心更是资本市场平稳运行的第一保障。在经济和市场平稳运行阶段，市场有涨有跌是自然规律，这个阶段保持政策稳定、连续、透明、可预期，则有利于投资者不受干扰、理性地规划自己的资产配置和投资计划。在市场出现非正常的恐慌状态时，则有必要立即出台有针对性的措施，消解市场恐慌情绪，提振市场信心，防止出现资本市场特有的、因信心缺失而导致的“多头踩踏”、“流动性枯竭”。当前阶段，不论是国内还是国外，尚存在着一些资本市场最担心的不确定因素。国内方面，一是担心稳增长力度不够，经济无法顺利企稳；二是疫情反复散发、对工作、学习和生活等方面造成焦虑。国际方面，一是担心俄乌动荡局势升级，影响到中国经济发展的良好环境；二是担心平台经济治理、中美审计监管问题引发的中概股大幅下跌波及香港及内地市场。

对此，我们认为上述担心不无道理，也反映了资本市场信心不足的一些方面，因此要针对这些担心出台一系列措施，扭转预期，提振信心。

3月21日召开的国常会进一步明确了此前金融委会议的政策基调，强调稳定市场预期、提振市场信心，我认为可以从基本面改善和预期管理两个角度来进行探讨：

从基本面改善的角度看，宏观经济的企稳和产业监管的趋缓是支撑市场信心的基础。宏观经济层面，稳增长是2022年的政策重点，我们认为货币财政应继续发力，同时基建和地产托底政策也应进一步出台，以此对冲疫情反复导致的消费下滑。产业监管层面，中央经济工作会议强调了正确认识和把握共同富裕、防止资本无序扩张等多个政策，未来有收缩效应的政策应更加谨慎出台，缓解监管政策对特定产业的负面影响。

从预期管理的角度看，更加密切的沟通机制有助于缓解市场情绪，稳定市场预期。国常会强调“开展政策取向一致性评估，

防止和纠正出台不利于市场预期政策”，此前的金融委会议也表示“凡是对资本市场产生重大影响的政策，应事先与金融管理部门协调，保持政策预期的稳定和一致性”。我们建议未来可从两方面着手，一方面，不同部门出台监管政策之前可进行更多沟通，减少行业监管政策对资本市场的过度冲击；另一方面，监管层可与业界进行更为广泛和深入的交流，传递政策监管意图，稳定市场预期。

3、国常会、金融委“3.16”会议中，提到“高度重视国际形势变化对我国资本市场的影响”“中国政府继续支持各类企业到境外上市”“中概股”等与境外资本、市场相关的问题。随着中国金融对外开放水平的提升，中国资本市场及中国企业即迎来发展机遇也面临国际挑战，如何看待本次会议精神的导向？有何建议？

胡雅丽：随着中国金融对外开放水平的提升，中国资本市场及企业既迎来发展机遇也面临国际挑战。而值得注意的是，国际局势的变化将使市场的波动特征更加复杂，与此同时，中国企业在海外上市过程中面临的监管挑战，客观上将影响资本市场与企业基本面的稳定。

具体来看，当前国际形势变化对我国资本市场的影响主要有以下几个方面：一是美联储加息，全球流动性回流美国，对内地市场带来一定压力；二是俄乌局势动荡，全球地缘政治、经济、金融、产业链、外汇储备安全等都受到严重挑战；三是原油、粮食等大宗商品大幅上涨，国内面临的通胀压力加大，稳增长难度随之加大；四是中美审计监管问题引发的中概股下跌导致的连锁反应。

上述这些问题的出现，既有偶发性，也有必然性，很可能还仅仅是中国金融对外开放过程中遇到的一部分小问题。而本次国常会强调“高度重视国际形势变化对我国资本市场的影响”，将为市场的平稳运行与加速开放增添主体信心，奠定制度保障。对此，我们提出以下四方面的政策建议。第一，坚持资本市场

双向开放的政策方向，持续优化各类长线资金配置中国市场的制度环境，重视资本市场繁荣对经济信心的传导机制作用。第二，加强对国际风险研判，建立与开放程度相匹配的市场风险监测与防范机制，引导金融机构优化风控流程。第三，积极推进中美双方就中概股监管问题的沟通与协作，稳定投资者与上市企业的预期，共同保护全球投资者合法权益，促进两国市场健康稳定发展。第四，针对平台经济，应尽快完成大型平台公司整改工作，加快明确红绿灯机制和范围，避免泛化红绿灯制度，真正做到监管规范、透明和可预期，打消资本疑虑，提振信心和投资需求；同时引导平台经济大力发展和服务于数字经济，提高我国国际竞争力，推动我国经济高质量发展。

4、在您看来，当前证券行业迎来怎样的历史性发展机遇？您认为证券公司应如何实现高质量发展？同时，面对新的市场环境，证券公司应如何践行责任与担当？

胡雅丽：资本市场成为国民经济的枢纽，提高直接融资占比成为了“十四五”的重要任务。而资本市场关联度高，对市场预期影响大，在稳经济、稳金融、稳预期领域发挥着关键作用。证券公司作为融资中介、投资中介，联通千行百业，在新一轮资本市场改革开放中将迎来历史性发展机遇，更好地服务实体经济。

具体来看，第一，经济是金融的基础。“十四五”时期我国将加快构建以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局；中央经济工作会议提出必须坚持高质量发展，坚持以经济建设为中心，坚持稳中求进。中国经济的稳定发展和转型升级，为深化资本市场改革、提高直接融资占比提供了基础。第二，资本市场进一步改革开放，将吸引更多企业发行融资，也将吸引国内外更多的投资者参与市场交易，促进市场交易活跃度，提高投融资效率。第三，在房住不炒政策指引下，居民资产配置将加快进入资本市场的步伐，为证券行业发展带来机遇。



东方红资产管理希望能够通过持续的努力，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。

面对新的环境，证券公司也应践行社会责任与担当，具体要做到以下几点：

第一，在以信息披露为中心的注册制改革下，证券公司的价值发现能力将愈发重要。通过中介机构充分的尽职调查、行业研究、估值分析，将让资本市场的定价功能更加合理。预计全面注册制将于今年落地，这需要证券公司更高质量地归位尽责。第二，在股票交易体系中，证券公司应引导长期投资，充分发挥价值投资优化资源配置的作用，推动长期资金入市，完善综合金融服务转型。机构投资者的发展壮大，零售业务向专业化转型，将促进形成成熟的买方市场，提高资源配置效率，证券公司需要加快转型，由传统的通道业务向全生命周期、全价值链的综合金融服务转型。

第三，防范化解金融风险，维护国家金融安全，需要证券公司更加努力。一方面应加强风控制度建设和风险统计监测，建立全面、系统的风险监测预警体系。另一方面及时正确解读政策形势，稳定市场预期，防止资本市场出现明显波动和下滑。

东方红资产管理作为国内首家获中国证监会批准设立的券商系资产管理公司，也是首家获得公募基金管理业务资格的券商资管公司，在实践中也有一些心得体会。我们认为，资产管理机构应当坚定履行信托责任，立足专业化，寻求差异化竞争，不断提升“专业投研+专业服务”的核心竞争能力，围绕自身优势确定战略重点，打造专业投研团队，深化产品布局能力，持之以恒开展专业服务，构建公司自身的“护城河”，为投资者创造长期可持续回报。事实上，资产管理机构一方面坚定价值投资，夯实主动管理能力，能够进一步赋能优质企业、赋能实体经济；另一方面，通过不断完善投资者引导与陪伴体系，赋能广大投资者，帮助投资者充分分享优秀企业长期成长的收益，实现财富长期保值增值，切实把握资产管理行业的蓝海时代，推动中国资本市场的健全与完善，为我国经济高质量发展贡献一份绵薄之力。

东方红资产管理希望能够通过持续的努力，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。

投资中国正当时

2022年以来，受到内外环境等多重因素影响，资本市场面临的不确定性增加，在这“百年未有之大变局”中，如何正确看待短期的不确定因素与中长期逻辑之间的关系？如何理性面对资本市场的剧烈震荡？优质企业长期发展的逻辑是否依然有效？伴随着疫情防控常态化，未来经济发展和资本市场又将何去何从？

5月5日起为期两周，东方红权益投资团队多位基金经理重磅发声，为广大投资者带来投资策略最新解读。

INVEST
CHINA

东方红资产管理秦绪文： “不应该再悲观下去” 看好年内 A 股投资机会

文 / 中国基金报

今年以来，受到国内外经济、地缘政治、新冠疫情等多重因素影响，A股市场波动剧烈，消费、制造、科技、新能源等行业内上市公司的股票大幅度下跌，资本市场大幅承压，上证综指一度跌破3000点，投资者情绪低迷。

在这“百年未有之大变局”中，如何理性面对资本市场的剧烈震荡？5月5日，东方红资产管理权益团队投资策略解读联播周正式开启。在首场直播中，围绕当前市场关心的热点问题，东方红资产管理公募权益投资部总经理、基金经理秦绪文以《保持乐观 寻找风险收益比高的投资机会》为题，针对目前市场的估值水平、潜在的风险收益水平进行了深度分析与探讨。

“我们看好今年接下来时间内的A股市场投资机会”，秦绪文表示，在当下位置，不应该再悲观下去，应该主动地去承担市场风险，选择风险收益比高的投资标的，去把握潜在投资回报率已经不错的投资机会。具体到投资板块而言，则看好银行、大宗商品、能源、光伏、锂离子电池等行业的投资机会。

看好年内 A 股投资机会

近段时间以来，受到内外部环境诸多因素影响，A股投资者的风险偏好快速下降，市场波动比较大。此外，2021年下半年以来，大宗商品价格已经处于上涨的趋势当中，今年的俄乌冲突更是加剧了全球能源、工业金属和粮食等大宗商品供应紧张的局面，价格进一步上涨。4月中下旬，人民币开始快速贬值。所有这些因素，加剧了国内输入性通胀的压力。

不过，在秦绪文看来，自上而下来看，中国宏观经济长期稳健增长的大趋势没有改变，中国政府有智慧、有能力平衡好经济发展和疫情防控之间的关系，在抓好疫情防控的基础上，积极落实各种促进经济增长的政策，使宏观经济重新回到平稳、健康增长的轨道上，“我们对此非常有信心。”

对于接下来的A股市场，秦绪文表示很看好。

“我们看好2022年接下来时间内的A股的投资机会”，在秦绪文看来，在稳增长的宏观政策的加持下，中国经济有望恢复健康增长的态势。

Wind数据显示，A股的估值水平已经处在比较低的位置上。截止到4月29日，A股剔除金融服务业的PE（TTM）水平为24.64倍，PB（LF）水平2.15倍，均处于历史均值水平以下一倍标准差附近。创业板PE（TTM）水平为60.19倍，PB（LF）水平3.77倍，低于历史均值水平；科创板PE（TTM）水平39.23倍，PB（LF）水平3.91倍。

“我们很难判断短期市场的涨跌，但是我们可以结合自上而下和自下而上的投资逻辑，从宏观流动性变动趋势、风险偏好的变化趋势、行业基本面变化情况和估值水平等多方面进行观察”，在秦绪文看来，站在当前时点，可以找到很多基本面强劲、估值合理甚至低估的投资标的。

“当下位置，不应该再悲观下去”，秦绪文表示，应该主动地去承担市场风险，选择风险收益比高的投资标的，去把握潜在投资回报率已经不错的投资机会。

当前市场很多行业估值已非常具有吸引力 可以考虑长期布局

在秦绪文看来，经过前期的大幅度的下跌，市场整体的风险溢价水平已经非常高；很多细分行业，无论是传统行业，还是新兴行业，例如银行、煤炭、石油、工业金属、光伏、锂离子电池等细分行业，基本面强劲，行业内大量的优质上市公司估值已经非常有吸引力。

自下而上来看，一些行业，如以能源领域为例，因为受到全球碳达峰、碳中和的大的政策环境的影响，产能投资长期停滞不前，需求平稳增长，但是产能压力已经很大。2022年以来又叠加了俄乌冲突的影响，在需求的淡季阶段产品价格非常坚挺。就

国内而言，随着国家稳增长的政策逐渐执行到位，对能源的需求还是非常乐观的，“我们认为在能源领域还存在不错的投资机会”。

此外，在电动车产业链，由于年初的时候担心上游原材料价格暴涨会影响终端产品需求，产业链上的各个领域，如动力电池、隔膜、结构件、正极、电解液等各个环节，股价普遍较高点回调30~40%。在秦绪文看来，拉长时间看，电动车产业还处在快速成长阶段，成长性和盈利能力都非常好，这个行业还是值得长期看好的。“站在目前的位置，这些公司的交易拥挤度显著下降，我们可以去选择细分行业竞争格局比较好，有竞争优势的公司，考虑开始长期布局”。

秦绪文认为，投资标的选择不能僵化。每一年，不同板块的景气度是不同的，估值水平、交易拥挤度也是不同的，同时宏观流动性环境和风险偏好都在动态变化中。作为基金经理，需要结合宏观流动性、风险偏好、不同行业的景气度情况、估值水平、交易拥挤度等因素，找出风险收益率比高的投资标的，用这样的标的构建组合。

“我们对投资标的选择没有倾向性，无论传统行业还是成长性行业，都有可能成为我们的投资方向”，其表示，不会以买成长股或价值股为目的，不会给自己贴标签，指引自己标的选择的标准永远是公司的基本面和估值水平，以及宏观流动性和市场风险偏好程度决定的估值体系。

长期紧密跟踪光伏、风电、电动车等成长性行业的 投资机会

秦绪文表示，在全球大力推进碳达峰、碳中和的宏观背景下，光伏、风电、电动车行业的需求依然处在快速成长阶段，长期看好光伏、风电、电动车领域里的投资机会。

在其看来，投资成长性行业，要从“大周期”和“小周期”两

个维度去考虑问题。大周期看的是行业的发展阶段，决定了行业内公司的估值中枢水平；小周期看一、两年维度的具体公司的基本面情况和估值水平的匹配度，决定了具体的某一时段是否应该买入或者卖出。

以电动车动力电池领域为例，从大周期的角度来看，该行业仍然处于产品渗透率快速提升的阶段，目前全球电动车的渗透率约为8.5%，未来三年仍然是快速成长期。从小周期的角度看，2021年下半年以来，产业链上各个环节的上市公司的估值水平已经明显偏高，产业链上的各个环节，利润都呈现爆发式增长的态势，各路产业资本纷纷涌入。这将导致动力电池产业链上很多环节短期出现供需错配的局面。未来两、三年的维度，在动力电池产业链上竞争格局恶化的环节，虽然需求上升很快，但盈利能力将快速下降。虽然电动车行业依然处在上升大周期，

但并不是产业链上所有环节都值得投资，只能去寻找那些竞争格局较好、有竞争优势、能向下游传导成本压力的公司带来的投资机会。

“自上而下的看，我们将长期紧密跟踪这些成长性行业，动态寻找竞争格局良好，产品属性好，估值合理的环节上的投资标的”，秦绪文表示，将始终动态追踪风险收益率高的投资机会，注重组合的均衡性。

在其看来，投资组合不能一成不变，要根据宏观的流动性、风险偏好倾向，中观的行业景气度，以及公司竞争优势、估值水平等因素进行动态调整。2022年以来，随着股价大幅度的回撤，光伏、电动车产业链、半导体、军工等行业内的上市公司，风险收益比已经很高，隐含的投资回报水平已经非常有吸引力。

风险提示：

本材料中包含的内容仅供参考，信息来源于已公开的资料，我司对其准确性及完整性不作任何保证，也不构成任何对投资人的投资建议或承诺。市场有风险，投资需谨慎。材料内容仅供一般参考，前瞻性陈述具有不确定性风险，不代表任何投资建议或建议，本公司不对任何依赖于本材料任何内容而采取的行为所导致的任何后果承担责任。

东方红资产管理李竞： A股市场现企稳契机 看好这些投资方向

文 / 中国基金报

投资中国正当时！5月10日，东方红资产管理权益团队投资策略解读联播周第二场直播开启。在直播中，围绕市场解读和行业分析，东方红资产管理公募权益投资部基金经理李竞以《坚定信心 做多中国》为题展开分享。

在李竞看来，尽管当下经济可能遭遇“最坏的时代”，但对投资来说，可能反而是“最好的时代”。其表示，从估值和基本面来看，当下A股正在显现企稳契机，看好新能源、国潮崛起、顶奢等三大投资方向。

A股市场现企稳契机

“这是最好的时代，也是最坏的时代”，直播伊始，对于近期国内外局势，李竞引用了狄更斯的名言来描述。在他看来，政

革开放、国富民强，市场经济百舸争流，当代中国正走在民族伟大复兴的道路上，毫无疑问正在经历最好的时代；而与此同时，某种程度上也是“最坏”的时代，如房价高企、物价飙升、工资涨幅缓慢；在大型城市，年轻人面临较为沉重的就业和置业压力。从中短期来看，中美关系、政策严控、疫情反复、美国加息、俄乌战争，这些都是多年罕见的灰犀牛叠加黑天鹅事件。美联储转鹰和加息、中美关系紧张、政策进一步严控，使得资本市场面临估值下行和资金出流的压力。而从中长期来看，人口红利过去，老龄化上升，赤字债务上升，中美贸易冲突；今年的大学毕业生人数，可能超过新生儿人数。

但是，危中有机。在其看来，尽管经济遭遇寒冬，但对投资来说，可能反而正是最好的时代。其表示，当下，A股市场正在出现企稳的契机。李竞表示，就A股估值而言，从近10年维度来看，

中证800风险溢价再次接近平均值上方一个标准差，之前几次触及这个区域是2013年前后、2018年底、2020年3月，都是市场阶段性底部区域。从基本面角度来看，中国已经是全球第二大经济体，很多产业和公司具备全球竞争力，工程师红利和勤劳致富的精神还在，劳动参与率依旧全球领先；此外，尽管经济面临短期困难，一项项新的技术突破却让我们看到全球经济的希望。而这些都是市场企稳的契机。

“眼下在实体与资本的寒冬中，希望能变压力为踏步前进的动力，更少关注静态的估值与竞争壁垒，更多顺应大势，寻找时代的机会”，李竞表示，“中长期维度，我们对中国经济的自我修复能力和活力有信心，对企业家克服和适应天灾及外部因素的能力有信心，同时对管理好产品亦有信心”。

李竞表示，投资一般都是长期的，短期往往是投机，做时间的朋友，才能把握住盈利的概率。

看好新能源、国潮崛起、顶奢等三大投资方向

在直播中，李竞将市场和投资比喻成“人和狗”的故事。“市场像被牵住的狗，有的时候会往前跑，有的时候会往后跑，但是一定会顺应主人的方向，会不断围绕中枢收敛”。

在其看来，经过前期的下跌，市场已经逐步放出企稳信号，未来，可关注新能源、国潮崛起以及顶奢三大投资方向。

其表示，就新能源板块而言，从全球角度来看，中国已经度过政策扶持阶段，进入产品力提升阶段，且欧美的政策也在好转，更重要的是，新能源是少有的欧美中日共同认可发展的行业。此外，日本、韩国等国家，在人均GDP达到1万美元时，都出现了国货崛起的势头，国产化化妆品、鞋服甚至汽车迎来机遇。而对于中国而言，国潮的崛起具有“天时地利人和”的特征。在其看来，随着中国国力的提升，在人均GDP超1万美元后，国货消费观念有显著提升，此为天时。而在生产端，中国拥有世界上最完备的服装生产供应链，掌握丰富的生产制造经验，

风险提示：
本材料中包含的内容仅供参考，信息来源于已公开的资料，我司对其准确性及完整性不作任何保证，也不构成任何对投资人的投资建议或承诺。市场有风险，投资需谨慎。材料内容仅供一般参考，前瞻性陈述具有不确定性风险，不代表任何投资建议或建议，本公司不对任何依赖于本材料任何内容而采取的行为所导致的任何后果承担责任。

近年来也在积极进行工厂自动化升级；在研发设计端，本土品牌高度重视科技研发以及新面料开发，并通过引入国际化设计师、搭建年轻的自有设计师团队来提升设计能力。随着国际化，目前我国非常多的本土服装品牌产品力已跻身世界一流水平，此为地利。而从从消费品属性和产品属性来看，我国本土品牌行业增长快，渗透率高，且具有文化认同感，此为人和。

不仅如此，李竞也表示看好顶奢行业。在其看来，从顶级奢侈品最近数期的财报来看，受宏观大环境影响较小，且有顶奢品牌明确表示不降低价格，维持身份象征。

“以某知名奢侈品品牌为例，两年多的疫情，导致其客户结构产生变化，表现出来的趋势是，只有超高净值客户数量和购买量提升，在这种客户结构的趋势下，该品牌打算顺应超高净值人群的偏好，一方面继续在高端产品线发力，另一方面继续剔除日益减少的无收入客户群，保持整体产品重心偏向高端，进一步满足超高净值客人的心理满足。”

此外，李竞表示，互联网板块，也值得长期关注。

港股是投资中不放弃的战略高地

近一年来，尤其是今年以来，港股市场遭遇明显回调，且一度逼近2016年初的低点，经历“至暗时刻”。在李竞看来，尽管港股近两年表现“让人伤心”，但香港市场依然是基金投资中不能放弃的战略高地，作为国内比较早重点投资港股的基金管理人，东方红资产管理对于港股的提前布局是比较重视的。

其表示，港股市场中有较好的消费类公司，有中国的科技巨头，且越来越多的科技类和新兴产业公司会选择在港股二次甚至一次上市。

“这些大量的新经济公司和产业趋势是我们一直以来特别需要研究和关注的，是因为它们发展的背后存在时代的逻辑”，李竞表示，有许多趋势是时代所造就的，我们一定要去跟上时代，这样一旦出现机会，我们才能有效地把握住。

东方红资产管理孙伟： 当下是 A 股布局良机 看好消费行业的投资机会

文 / 凤凰财经

今年以来，受到国内外经济、地缘政治、新冠疫情等多重因素影响，A股市场波动剧烈，消费、制造、科技、新能源等行业内上市公司的股票大幅度下跌，资本市场大幅承压，上证综指一度跌破3000点，投资者情绪低迷。

在这“百年未有之大变局”中，如何正确看待短期的不确定因素与中长期逻辑之间的关系？新形势下，消费行业存在哪些投资机会？5月17日，东方红资产管理权益团队投资策略解读联播周第三场直播开启。在直播中，围绕市场行情和消费等行业分析，东方红资产管理公募权益投资部基金经理孙伟以《把握长期视角下的消费投资机会》为题展开分享。

孙伟表示，当前资本市场处于对长期预期的悲观和短期流动性影响下造成的恐慌位置，但长期而言，当下也是比较好的布局

时点。“目前多类资产绝对估值回到合理位置”，在其看来，疫情延后了本轮经济复苏的时点，但是不会改变周期。具体到投资方向而言，其相对更看好消费行业，特别是受到疫情影响大的长期逻辑清晰的子行业。

当下是 A 股布局良机 多类资产绝对估值回到合理位置

在孙伟看来，当前资本市场处于对长期预期的悲观和短期流动性影响下造成的恐慌位置，但长期而言，当下也是比较好的布局时点。“目前多类资产绝对估值回到合理位置”，孙伟表示，基于公司的合理估值和对未来比较好的愿景，在现在的位置不会考虑减仓。

孙伟指出，2020年以核心资产为主流的投资思路在市场得到迅速的复制，这对市场整体的投资方式、后市的资金偏好有一定的影响。2021年则发生了一些逆转，市场对部分估值较高的标的开始出现分歧，比如医药、消费的部分子行业以及当时的互联网。这其中部分原因是国家去年对一些行业执行了收紧的政策，比如互联网、教培、地产等，并且相关政策的坚定程度是较为超预期的。受此影响，市场从去年春节后进入了为期约一年半的小型衰退期。

在其看来，经过了一年左右的调整，目前很多资产的绝对估值从高估回归到合理状态，与海外同类公司相比吸引力较大。孙伟表示，虽然金融、经济数据并没有完全改善，疫情下社会也没有恢复常态化，但是市场对种种负面信息的反馈较为充分。短期来看市场很难预测，但拉长来看，应该对市场乐观一点。

看好消费行业的投资机会

“疫情的影响一定是一时的，我对中国社会和经济的韧性有信心”，直播中，孙伟表达了对今年经济前景的信心。在其看来，疫情延后了本轮经济复苏的时点，但是不会改变周期。其表示，春节前消费数据已经有所改善，具有超预期表现，但疫情爆发对于消费造成了一定压力。不过，等到疫情防控取得成果，经济会呈现复苏态势，各项数据都会有一定改善。虽然很多消费场景的复苏需要时间，制造业和周期性行业受疫情影响较深远，但整体恢复的态势不会改变。

与此同时，在孙伟看来，从国内外形势来看，今年以往的减法动作将变为加法动作。投资方面，地产、互联网平台经济、双碳环保领域，都有正面政策出台。在政策定调的前提下，今年的市场逐渐从政策底进入到基本面底，但疫情仍然是一大扰动因素。

在投资方向上，孙伟表示，相对更看好消费行业，特别是受到疫情影响大的长期逻辑清晰的子行业。其指出，从历史来看，

消费是一个很稳定的行业，很多是刚性需求，这个逻辑现在也没有发生大的变化，且消费行业估值已经过了一年的调整消化，稍微拉长一点来看，在稳增长的政策前提下，消费板块仍值得期待。

孙伟表示，相比欧美、日韩，中国消费行业目前还处于成长期，国货兴起、消费代际变化导致年轻人对于消费品的选择有所不同以及高端消费品的生命力旺盛都对消费行业的发展起到助推作用。“整体来看，消费和宏观经济联系比较紧密，具有后周期属性，数据滞后于经济情况的变化，消费行业的复苏关键在于疫情的常态化治理”。

现在是布局港股的好时机

直播中，谈及对港股的投资，孙伟表示，从价值投资的角度来看，现在是布局港股的好机会。在其看来，港股市场在过去经历了种种负面消息带来的调整，负面反馈比A股要透彻，从当下时点来看，保持对港股的关注是有意义的。

其指出，从估值来看，港股在全球范围内是数一数二的低估值，这与香港市场的特性有一定关系。孙伟表示，港股是用港币购买中国资产，行业相对较少，有大量的非龙头公司。港股的定价模式与A股完全不同，且其主要参与者以外资为主，散户贡献非常低，和海外上市的中概股相比，港股整体在公司质量方面更好一些，绝大多数进入港股通的都是比较大的公司。相比中概股，港股私有化的可能性更低，市场反弹时投资者更可能获得相应的收益。

“从价值投资角度来看，港股市场有非常好的投资机会”，孙伟表示，经历多种负面消息带来的调整，港股对负面信息的反馈比A股还要透彻，不过，港股市场的各种负面因素也要考虑，任何人的财产布局不会是无限长的时间，但是保持对港股的关注度也是很有意义的。

风险提示：

本材料中包含的内容仅供参考，信息来源于已公开的资料，我司对其准确性及完整性不作任何保证，也不构成任何对投资人的投资建议或承诺。市场有风险，投资需谨慎。材料内容仅供一般参考，前瞻性陈述具有不确定性风险，不代表任何投资建议或建议，本公司不对任何依赖于本材料任何内容而采取的行为所导致的任何后果承担责任。

东方红资产管理王延飞： 现在是配置权益类资产的好时机 看好两大方向

文 / 中国基金报

今年以来，受到国内外经济、地缘政治、新冠疫情等多重因素影响，A股市场波动剧烈，消费、制造、科技、新能源等行业内上市公司的股票大幅度下跌，资本市场大幅承压，上证综指一度跌破3000点，投资者情绪低迷。

在这“百年未有之大变局”中，如何正确看待短期的不确定因素与中长期逻辑之间的关系？如何理性面对资本市场的剧烈震荡？新形势下，哪些行业还值得关注？5月19日，东方红资产管理权益团队投资策略解读联播周进入收官阶段。在直播中，围绕新形势下的行业机会和投资思考等，东方红资产管理公募基金权益投资部基金经理王延飞以《新形势下的投资思考与总结》

为题展开分享。

王延飞表示，从估值角度的风险收益比来看，现在是配置权益类资产的好时机。就投资方向而言，其相对更看好疫情后的稳增长相关领域和投资方向，分别为在稳增长条件下，与经济相关度比较高、政策环境边际在改善、竞争格局优化的领域，以及自身竞争能力强+环境压力下不受损、甚至受益的企业。

在王延飞看来，投资是“翻石头”的过程，要花精力、花时间了解行业和公司背后的核心竞争力，而新的市场形势下，也需要不断进化投资策略，与时俱进。

现在是配置权益类资产的好时机

王延飞表示，今年是外部环境非常复杂的一年。从国际来看，俄乌冲突引发资源品价格波动，叠加前几年资本开支缩减形成了高通胀的压力，此外，中美关系引发逆全球化担忧。而就国内而言，疫情扰动了正常经济秩序。

但尽管如此，在其看来，经济基本面最差的时点或已过去。王延飞表示，从估值角度的风险收益比来看，现在是配置权益类资产的好时机，风险收益比较高。

“微观来看，很多企业受疫情扰动的影响，短期的盈利受损，出现大幅下滑的情况，但短期一次性的盈利波动对企业的整体价值影响占比一般很小”，王延飞表示，资本市场永远是向前看的，最悲观的时刻往往就是市场的机会，“由于受到交易、情绪等影响，股价的波动远远高于企业内在价值的波动，但这也是获得收益的来源”。

在其看来，虽然很难判断市场最底部，但每一次市场的大跌都是悲观情绪的释放，周期循环往复之下，在便宜的时候买入，剩下的交给时间，耐心等待，最终获得收益是大概率的事。

不断进化投资策略 看好两大方向

面对复杂的经济和市场环境，王延飞表示，会坚持对行业、公司和估值的要求，但投资策略也会与时俱进，会结合内外部的环境影响因素，叠加更多的思考维度，做到自下而上与自上而下的结合。

在投资方向上，王延飞表示，相对更看好疫情后的稳增长相关领域和投资方向。基于大的环境的变化，主要有两大方向，分

别为在稳增长条件下，与经济相关度比较高、政策环境边际在改善、竞争格局优化的领域，以及自身竞争能力强+环境压力下不受损、甚至受益的企业。

以地产行业为例，王延飞认为，过去房地产受到去杠杆、限购、银行融资限制等因素的影响，目前政策端来看，从去除房地产泡沫到目前泡沫化势头得到根本扭转，改善力度较大；此外，从需求端来看，暂时不会出现大幅下降；从供给端来看，则会出现极大的改善，“这一次行业出清将会导致很多公司退出市场，行业集中度会大幅提升，未来房地产公司之间分化程度会加大”，王延飞表示，在其看来，房地产行业的分化程度会史无前例，剩者为王，留下来的公司将会陆陆续续开始加大拿地的动作，还有一些可以从存量项目中再分配。

在直播中，王延飞表示，投资是“翻石头”的过程，要花精力、花时间了解行业和公司背后的核心竞争力，持续地做行业 and 公司的比较，最后选择质地最优的公司。在其看来，看一个行业，要看其底层逻辑，是否具有核心竞争力，与行业的标签无关。好赛道往往符合好行业好公司，但是价格通常比较高。“对于优秀赛道的公司，有一些优秀的公司已经落入到投资区间；有一些仍然需要观察和等待”。

王延飞表示，将会坚持好行业、好公司、好价格的投资逻辑不会变，不过，其同时指出，在投资中也会结合内外外部环境，叠加更多的维度，进化投资策略。

“从大的方面来看，外部要考虑中美关系变化对各个行业的影响；内部要考虑公平效率并重、共同富裕的主基调对各个行业的影响，所以做决策的时候需要把这些维度考虑进去”，王延飞表示，任何的投资方法都与时代背景息息相关，希望自己的投资方法也能与时俱进、与时代相匹配。

风险提示：

本材料中包含的内容仅供参考，信息来源于已公开的资料，我司对其准确性及完整性不作任何保证，也不构成任何对投资人的投资建议或承诺。市场有风险，投资需谨慎。材料内容仅供一般参考，前瞻性陈述具有不确定性风险，不代表任何投资建议或意见，本公司不对任何依赖于本材料任何内容而采取的行为所导致的任何后果承担责任。



东方红资产管理胡伟： 高质量发展固收业务 在大资管时代有所作为



文 / 上海证券报 李雨琪

2022年，对于资管行业来说具有特殊的意义。从“资管新规”的出台到落地实施，三年过渡期已平稳结束，大资管行业也由此正式开启新纪元。

资管行业焕新颜的背后，是无数资管人的坚守与创新。身负使命的青年中坚，随着时代浪潮不断乘风破浪，在通往未来的道路上奋勇拼搏。他们代表着资管行业的“新”实力，引领行业向阳而行，坚定履行“受人之托、代客理财”的本源职责。

“经历了市场的起起伏伏以及债券周期，我觉得最终要把获得的产品收益转化成持有人收益，做一个有社会责任的、靠谱的资产管理人”，近日，东方红资产管理副总经理胡伟在接受上海证券报记者专访时表示。

尽管已经拥有17年固定收益投研经验，但作为一名80后，胡伟仍然在探索创新和精进专业的道路上前行，努力为持有人获得长期稳健的合理回报。在他看来，在大资管时代，固收业务要走得稳、走得远，就必须依靠自身的持续创新能力，深耕专业，打造属于自身的核心竞争力，实现高质量发展，努力在这个百年未有之大变局中有所作为。

高强度的工作之余，胡伟热爱运动、旅游和阅读，特别是打乒乓球。他认为，乒乓球的技巧在于“稳、准、狠”，投资亦是如此，追求稳健的投资风格，遇到风险可控的机会时，也要敢于出手。

回归固收本源

追求风险可控下的稳健回报

十年磨一剑，出鞘必锋芒。

2004年，胡伟开始从事债券投资研究，2009年正式管理货币基金，随后投资管理范围扩展到一级债基、保本基金，再到管理二级债基、偏债混合基金，而他也从一名普通的基金经理成为了一只固收精锐部队的掌舵者。如今，胡伟已成为东方红固收团队的领军人物，负责统筹固收业务的发展和团队的构建。

“我的固定收益端投资生涯，是从低风险资产开始，到后面逐步进入相对高风险的资产。在这个过程中，培养了我的大类资产的组合管理能力”，胡伟告诉记者，在管理产品期间，他经历了市场的大幅波动，深刻体会到了固收类产品追求绝对收益的重要性。

胡伟清楚地记得，那是2013年一季度末，债券市场延续了2012年的牛市，“当时市场上并未出现新的利好因素，我就先把组合的久期和杠杆都调下来，提早降低了组合的仓位。而债券的牛市一直持续到2013年的5月份，当时许多人觉得我们太左侧了。之后由于对非标严格监管及流动性的收紧，导致6月份‘钱荒’出现了，债券市场也出现一大波调整；但当时我们还有些组合可以放钱出去，那时获得了比较高的收益。”

不骄不躁是胡伟给人的第一印象。面对公募基金短期化排名的现状，他说到，“我始终敬畏市场。我觉得短期排名是有运气的成分，也会导致投资经理过分追求短期极致的投资业绩而忽视风险。投资中要尽可能规避一些不确定性的风险，或者降低对组合的冲击，我们要让错误造成的损失在可控范围内”，面对公募基金群雄逐鹿的竞争压力，胡伟时刻保持清醒。

在产品管理方面，胡伟则希望操作的正向贡献能大于负向贡献。“投资中不可能每一年都踏准节奏，只要我们的正向贡献是大于负向贡献，长期的业绩稳定性和持续性都会比较好。我做了十几年债券投资，一直是追求风险可控下的稳健回报”，胡伟表示，要回到固定收益产品的本源，按照产品的定位来做投资。

尽管开年以来，权益市场短期受新冠疫情、地缘政治冲突、美联储加息超预期等外部因素的扰动，风险资产波动较大，部分固收+产品净值也由此受到影响，但在胡伟看来，“固收+”业务的潜在市场空间仍然很大。

胡伟直言，“固收+”并非看上去那么简单，无论是高风险的权益资产，还是低风险的债券类资产，都会波动，如同今年以来‘固收+’产品的回撤。因此，能否穿越资产波动周期且依然实现一个稳定的收益率，能否让客户继续认可这类产品非常关键，“所以在这类产品的管理中，投资纪律很重要，另外也需要客户对不同风险收益特征产品形成合理的收益预期。”

“我个人挺看好这个产品类型，长期来说，传统理财客户的风险承受度不高，预期收益率目标也不是很高，这样‘固收+’的潜在市场空间会很大”，胡伟表示，随着国内疫情的缓解，“稳增长”相关政策逐步加码，市场将从极端悲观的情绪中走出来，中长期来看权益资产投资回报较债券类资产更有吸引力。“基于这样的观点，我们在市场调整中，结合产品的属性，逐步开始增加了权益类资产的配置”。

十几年的固收生涯，胡伟也有压力很大的时候。面对工作的压力，胡伟坦言，“基金经理其实也是普通人，行情比较极端、业绩压力比较大的时候，我们也会适当的远离市场，让自己平

心静气一点，看看书，看看电影或者约上三五好友聊聊天放松一下。如果相信股价能长期反映事实，就不要过分关注市场每天的波动，这样可能会让自己心情好一点”。

除了热爱运动外，胡伟也喜欢阅读各类书籍，包括哲学类、传记类和投资类书籍。“我最近在看塔勒布的《黑天鹅》和《反脆弱》，这些书可以帮助我们理解并应对世界的随机性和不确定性。”胡伟说。

在胡伟看来，阅读是非功利的，持续的阅读或许对投资有帮助，但只能是通过智慧的累积自然而然产生的潜移默化效应。

正如“黑天鹅之父”塔勒布所说，你无法预测未来，但是可以为未来准备，让不确定性站在你的一边。

打造长期高效协同的精英团队

注重可持续的人才梯队培养

孙子兵法有云，上下同欲者胜。

人才是资产管理行业的核心资产，对于固定收益投资来说，更加需要层次完善的投研团队，打造可持续性的人才梯队。整体来说，团队的投资经验和专业能力非常重要，不仅需要有多数深厚积累的领军人物掌舵，也要有一众管理经验丰富的基金经理，还需要一批勤勉的专业人士在每个细分领域精耕细作。

要实现这样的团队配置，对资产管理机构来说，相当不容易。

据胡伟介绍，目前，东方红固定收益团队拥有超过30名投研人员，已配齐了从公募基金、私募产品、信用评级、宏观研究及基金组合投资的诸多资深专家，多位核心成员从业年限超过10年。

经过多年的建设，东方红固定收益团队已成为一支长期高效协同的精英团队。不仅建立起从研究到投资的高效转化机制，同时还着眼长期、放眼全局，人才配置不局限于现有产品线，而



是在业务整体规划的基础上，配备不同专业特长的人才，注重多元互补。

团队建设和价值观方面，胡伟表示，第一，要建立统一的文化和投资理念，注意控制波动，追求风险调整后收益最大化，力求产品的长期绝对收益；第二，以长期绝对收益为考核目标，不追求短期业绩排名，给予投资经理相对较长的考核周期，而且不只考察个人管理的产品业绩，更注重考察其对团队的贡献，推动整个团队业绩的提升。第三，要求投研人员勤奋认真，能够不断地学习和思考，能够持续调研和跟进，拥有自己的判断力，并乐意与团队分享和协作。

业务布局方面，胡伟也介绍了东方红固收团队的三大立体化投资策略，一是以宏观研究为指导的债券交易策略；二是以风险控制为基础的多元资产配置策略；三是以个券研究为基础的信用债投资策略，致力于为投资者实现资产长期稳健增值。

“今年，我们一方面将继续围绕专业投资管理能力丰富产品矩阵；另一方面，继续优化产品运作策略给客户更好的投资体验。除此之外，我们也将继续夯实投研团队及人才梯队的培养”，胡伟表示。

推动固收业务高质量发展 做有社会责任的、靠谱的资产管理人

2022年，资管新规正式实施，打破刚性兑付、先破后立，我国的财富管理市场正式走向以净值化、资本市场标品投资为代表的新时代。

4月26日，证监会官网发布《关于加快推进公募基金行业高质量发展的意见》（以下简称《意见》）。《意见》提出，支持公募行业差异化发展、壮大公募基金管理队伍、提高中长期资金占比等，16项事关公募基金行业长远发展和高质量发展的详细举措，旨在推动公募基金行业从高速发展转向更聚焦于“高质量发展”。

胡伟认为，随着《意见》的发布，对于券商资管来说，一方面，更多的机构有机会申请公募基金管理资格，面临着新的发展机会；另一方面，也将面临资产管理行业更加激烈的竞争。

“随着牌照逐步放开，资管行业的竞争将更加聚焦于专业化与高质量，头部效应也将愈发明显。要想突围，就需要依靠自身持续创新能力，深耕专业资产管理能力，发展差异化路线，打造属于自身的核心竞争力，努力在这个大时代能够有所作为”，胡伟说道。

在胡伟看来，高质量发展固收业务，需要建立统一的文化和投资理念，

坚定长期、高效协同，着重夯实投研能力，需要从投资者利益和需求出发，基于自身禀赋，打造核心竞争力，同时要不断完善产品谱系和生命周期覆盖，加大中低波动型产品开发创设力度，为行业参与养老金第三支柱提供有力支持。

“专业是东方红资产管理对投研人员的核心要求，我们的固收团队实现了宏观、大类资产配置、信用、转债、基金研究等全维度的研究覆盖，注重控制风险和回撤，在这个基础上再去争取可持续的稳定投资业绩”，胡伟表示，对于资产管理机构而言，一方面要根据风险收益特征，进一步丰富产品矩阵，不断满足投资人的多元诉求；另一方面，也应当积极推动公募养老FOF产品等创新业务发展，引领长期投资理念，服务投资者生命周期、满足居民财富管理的基本需求，提升A股市场的定价效率，推动资本市场发展。

守得云开见月明，静待花开终有时。东方红资产管理始终坚持“客户利益至上”的原则，着眼长期，坚定价值投资。“经历了市场的起起伏伏以及债券周期，我觉得最终要把获得的产品收益转化成持有人收益，做一个有社会责任的、靠谱的资产管理人”，胡伟表示。

东方红资产管理孔令超： “固收+”核心在于构建 多资产协同配置体系

文 / 中国证券报 徐金忠



“‘固收+’产品的管理体系是一个多资产协同配置的系统化工程，尽量降低组合里不确定因素的风险暴露，追求风险调整后收益最大化以及多策略的最优配置。”近日，东方红资产管理固定收益团队的基金经理孔令超在接受记者采访时表示，“固收+”产品的资产配置主要看未来的不确定性，考虑各种情况出现的可能，判断在综合概率前景分布下何种效果更好，强调估值和安全边际。

在东方红固收团队中，孔令超是一位视野广阔、研究深入而布局灵活的基金经理。他2011年7月从北京大学金融学硕士毕业后就开始从事宏观经济和固定收益领域研究，历任平安证券研究所策略研究员、国信证券研究所策略研究员，2016年8月开始担任公募基金的基金经理。

基于多年的研究，孔令超在宏观经济研究、大类资产配置、股票和可转债投资研究方面有深厚积累。他善于通过自上而下的分析确定组合中大类资产配置，在股票和可转债的配置上追求风险调整后收益，投资风格稳健。

“固收+”追求多资产的最优配置

谈到大类资产配置，孔令超告诉记者，资产配置和择时是两个完全不同的理念。择时是预测未来可能出现哪种情景，在这种情景下哪些资产会受益然后去配置这些利好资产；资产配置是综合考虑组合在各类前景下的收益和风险预期，在不确定的前景下选择一个最优的配置方案。因此资产配置的组合往往会更加均衡，更加注重风险的对冲和分散。

孔令超认为，资产配置是一种复杂而值得提倡的理念，“固收+”产品的管理中资产配置是关键。“固收+”产品中的股票和可转债仓位需要放在整个组合中来综合考虑，并进行配置。如果分开配置，单一资产的最优配置选择，不一定是多策略的最优配置，单一资产即使表现很好但是放在组合里表现未必好。

“我们需要深入研究不同资产之间的相互关系和风险要素，利用债券、股票、可转债等不同资产之间的关系、不同影响因子之间的关系，降低组合里不确定因素的风险暴露和净值波动。”



孔令超指出东方红旗下“固收+”产品的权益和固收仓位均由固收团队统一配置和管理，能够更系统化进行多资产协同配置。

他进行了举例，比如对于“固收+”产品的权益部分，其管理模式就与纯粹的权益类产品会有很大的不同。他所管理的“固收+”产品长期都没有配置很高比例的成长股，并非因为不喜欢成长股，而是因为成长因子的表现与流动性环境的相关性非常高，而债券资产表现与流动性环境也是正相关的，当股债这两部分都非常依赖于流动性环境时，不利于整个组合的平稳性。如果“固收+”产品超配很多成长股，在流动性非常好的时候，会因为股票、债券同时上涨取得非常好的表现，但当遇到类似流动性收缩的环境，债券、股票都表现不好时，组合的波动就会很大。

过去几年，市场上“固收+”产品持仓股票的估值越来越高，但孔令超所管理的产品的权益类持仓处于逆市场潮流的状态，更加注重安全边际，倾向于配置低估值的标的。

多举措合理控制波动风险

“固收+”产品的特点是中低波动、风格稳健，因此风险控制特别重要。孔令超谈到自己对产品的风险控制时表示，主要是从两个方面开展：

第一，自下而上的角度，在选基础资产之后，就会对估值要求更高一些。他在进行配置时，除了宏观假设，对估值考虑也较多，倾向于在资产便宜时配置较重的仓位。这种思路，当资产价格从便宜跌到特别便宜时，可能产品净值的回撤并不会很小，比如2019年6月转债从很便宜的估值继续下跌。但随着估值上涨到较高位置，组合中配置比例会逐渐下降，因此在高估值资产下跌时，产品净值回撤可能相对小一些，比如2021年开始逐步对一些估值不断走高的权益资产进行减仓。

第二，自上而下配置组合的时候，针对组合的一些不同因子，

尤其是在不确定性较大的一些因子上，他会通过配置一些对冲资产去降低整个组合的风险暴露。面对市场极端事件，如果是胜率很低的情况下，希望组合在各种环境下能有相对较为稳健的表现。比如俄乌冲突，其实基金经理事先很难判断战争会不会真的爆发，但因为组合中的债券部分要是对冲通胀风险，所以他会长期配置一些跟油价正相关的资产，这种资产在面临俄乌冲突这种极端情况时相对来说表现会好一些。

为了更好地控制风险，孔令超表示，在做大类资产配置时，基于宏观基本假设，配置时不是仅仅考虑这个基本假设中哪些资产可以获得收益，只去投资这类资产。而是仍然会去考虑看错的风险，合理地去分散资产，他所管理的组合很少在某类资产上重仓。

股票配置需考虑组合整体情况

在“固收+”产品的管理中，孔令超主要负责大类资产配置、股票和可转债仓位的管理。在权益类资产的配置上，孔令超主要从自下而上和自上而下两方面着手：自上而下的角度，一方面基于配置宏观因子的角度，通过行业配置分散不确定性敞口；另一方面基于组合投资的角度，分散化配置高性价比的品种。从自下而上的角度，选择各个行业的优质企业，作为长期持有的品种。

孔令超告诉记者，“固收+”产品的权益仓位部分的配置，他总结出策略：

第一步：根据整个组合产品的性质，包括预期回报、波动控制目标，来确定产品长期的权益仓位、行业配置的中枢。例如二级债基相比股债平衡型基金对控制回撤的要求更高，因此权益中枢更低一些。

第二步：平均每年展望未来一到三年的宏观环境，根据展望来调整配置的权益比重和行业情况。比如2019-2020年，产品

资产配置是一种复杂而值得提倡的理念，“固收+”产品的管理中资产配置是关键。“固收+”产品中的股票和可转债仓位需要放在整个组合中来综合考虑，并进行配置。如果分开配置，单一资产的最优配置选择，不一定是多策略的最优配置，单一资产即使表现很好但是放在组合里表现未必好。

超配了权益仓位，2021年降到了标配。

第三步：如果市场估值水平发生很大的变化也会做相应调整。

“‘固收+’产品中的股票管理模式和权益类基金是完全不同的，配置股票的时候一定要考虑整个组合的情况。”孔令超表示，出于产品对绝对收益的要求，选股时他会更注重安全边际。在股票池的基础上，具体配置资产时会考虑未来一两年的宏观环境和估值水平，以及组合的一些需要，来形成最终的投资组合。

孔令超在选股时没有行业偏好，会从组合层面考虑行业分布，但在行业选择上与权益类基金不同，并不会因为看好某些股票就配置较高比例，而是从整个组合的角度控制各行业比例。

孔令超指出，今年他和市场主流对于流动性的预期并不相同，年初的债券利率水平、股票估值、转债估值等可能都隐含了很强的流动性宽松假设。当流动性环境不再贡献正贝塔时，资产的选择会更重要，便宜的股票资产主要在一些传统行业，市场可能低估了这些行业盈利的持续性和稳定性，比如电信运营商、地产运营、电力公用事业等。而今年随着市场估值的下降，一些成长性行业的配置价值也在提升，组合逐渐提升了在传媒、计算机、电子、医药等行业的配置比例。

合理评估转债品种性价比

“东方红固收团队对转债的重视度一直很高，在‘固收+’产品中，我没把转债作为一类单独的资产，权益仓位也包含了转债根据弹性计算的权益敞口，在行业配置等各方面都是将股票和转债合并考虑的。”孔令超表示。

对此，他进行了详细解释，一个需要配置20%权益仓位的组合，理论上可以只买20%的股票，也可以只买40%的弹性为0.5的转债，如何进行配置取决于转债的估值水平。比如2019年组合持仓里权益部分的转债持仓占比较高，因为当时转债估值较低，但随着转债估值不断提升，到2020年之后就变成股票为主，转债逐渐下降。

谈到当下转债市场的情况，孔令超表示，目前转债市场整体估值处于历史中枢偏高位置，相比而言股票估值更具优势，因此二级债基和混合基金一季报中披露的转债持仓主要是偏债性的品种，因为存在套利机会所以配置了一些。

作为固收团队的基金经理，孔令超表示，管理“固收+”产品并不容易，基金经理需要具有强大的学习能力和研究视野，不断地接触新事物，投资框架也需要不断升级，在研究和实践中持续累积价值。

东方红资产管理江琦： 深度研究 前瞻性布局医药行业



文 / 中国证券报 徐金忠

潮水褪去，才知道，谁是随波逐流，谁是作舟泛海。在医药投资的狂潮湮灭之时，才能看到专业投资者为什么如此坚定。“也许在大家眼中，现在的医药是让大家失望的板块，不想看的板块。在我眼中，现在的医药，有很多可挖掘的机会，有中短期的低估值板块好转的机会，有长期的高成长的机会。”东方红资产管理的医药基金经理江琦日前在接受中国证券报记者采访时，这样说。

医药投资，这一被认为最典型“长坡厚雪”的赛道，已经被实践证明，它并不是一个随意驾驭、随意轻取的领域。如果说下跌能够给行业带来什么，那么在江琦看来，就是医药赛道投资消退，医药专业投资崛起。江琦认为，医药投资的时代来临，而基于产业的深度研究和前瞻性布局将是专业的投资者把握投资机会的利器。

医药投资的广度和深度

如果是一眼看穿、一竿到底的领域，江琦对于医药行业的投资，不会有这么坚定的信心。正是因为医药行业的广阔和纵深，江琦才会徜徉其中、求索其中。

在江琦的视野里，医药行业可以分为十八个细分子板块，每个子板块不同，受到的驱动因素不同，可以不同的驱动因素和政策周期，自上而下选择子板块的贝塔。“低估值、稳定成长的领域，有化学药、原料药、中成药、药房、医药流通、血液制品等；高成长的子板块有医疗服务、CXO 医药服务外包、疫苗、医疗设备、制药装备等；科技创新驱动的长期成长板块则涵盖

了创新药、创新器械、上游供应链原材料及设备等等。”江琦为医药板块“分门别类”。

条分缕析后，江琦先给出了她对于医药行业的一个结论性认知：“成长，是医药永远的风格，跟随产业趋势的发展、公司快速成长是医药投资最重要的收益来源。产业发展很重要，但是公司不是一成不变。”。

结论背后是对规律的观察和把握，在这里，时间的维度，被纳入进来，以观察医药投资的共性与特性。

“2013、2015 年的时候，引领医药投资的是和现在几乎不一样的成长股，为什么？医药中最牛的公司和现在大家耳熟能详的成长股多数不一样，只有少数可以经历不同市场检验，背后的逻辑是：符合当时的政策、产业发展最快、增速最快的公司比较容易成为当时市场的风口，往往也是超额收益的重要来源。”江琦表示。

另外，以成长为特征的医药投资，并不是一贯如此，而是有其阶段的幻化。江琦观察到，在极端的时候，医药行业的低估值板块也有机会。比如，2017 年的医药市场就是一个承上启下的时候。彼时，在经历过 2015 年之后，2016 年的医药市场是一个混沌期，到了 2017 年上半年则是低估值绝对占优，但同时从当年的一季报之后，高成长逐步被发现，二季度之后开始全面反映，医药逐步进入了真正的创新驱动行业发展的新时代。

“医药，讲求的不是风格切换，而是顺应产业趋势，寻找符合

产业趋势发展的投资机会。就算在低估值风格的时候，成长也一样有机会，前提是增长要快、估值合理、壁垒要高。”这是江琦通过观察所掌握的规律。

深度研究和前瞻性布局

提炼江琦的医药行业研究方法，深度和前瞻性是其中的关键词。“研究有复利效应，医药行业投资的超额收益应当来自于深度研究和前瞻性布局”，江琦这样总结研究的意义。

观察江琦的履历，深度和前瞻性研究正是她的“看家本领”。据悉，江琦是上海交通大学生物工程专业本科、金融学专业硕士研究生，具有“专业+研究”的复合背景。她拥有 11 年医药行业研究经验，历任海通证券医药行业分析师、中泰证券研究所所长助理兼医药行业首席分析师，并曾在中欧基金任职。2020 年 12 月，江琦加盟东方红资产管理，任权益研究部医药行业组长。

依凭深度研究和前瞻性布局，江琦希望做到的是在医药行业长期成长的大背景下，抓住行业里增长最快的领域和公司。在江琦看来，医药是个不断变化的行业，成长非常重要，投资需要敏锐的感知力，能够自上而下选出最好的板块，同时能够自下而上挑选一些有长期成长空间、管理层治理结构完善、有长大潜力的标的。

“确认基本面拐点，确认向上或向下的趋势，是我们经历很多调研论证、进行推演而来的。立足于产业，多方论证，犯错误的概率会降低，选择正确的概率会增大。一个长期的产业趋势和公司成长趋势，是我们最大的收益来源。”江琦表示。

站在当下，专研医药行业的江琦指出了当下医药行业投资的机会。“疫苗板块，关注大品种放量，随着新冠疫苗接种影响逐步降低，大品种相关的疫苗公司有望迎来业绩反转；上游供应链原材料及设备，由于技术进步解决工艺和原料问题，伴随未来产业发展而快速发展；CDMO 板块，代表中国医药有技术壁垒的高端制造业，在全球有一定竞争力，属于高成长的板块；医疗服务，政策压力解除，解决未被满足的医疗需求，快速成长的子行业；创新药和创新器械，通过技术创新增加供给，解决临床需求问题，真创新的公司有从小长大的机会；检验诊断板块是疫情控制的获益板块，政策压力小，目前估值较低；药店之前因为疫情而受损，在疫情得到控制的背景下，将继续扩张和连锁化，目前也处于估值低位；中药、化学药板块，可以寻找低估值有变化、可持续兑现的公司；原料药的估值同样处于低位，且行业公司技术实力提升的趋势显现。”江琦表示。

对于在不同市场环境下如何进行医药主题基金的投资管理，江琦认为，投资是一个不断学习进步的事情，长时间足够积累、不断学习、保持敏感，才能真正做好对行业变化的精准把握。



2022年第二季度宏观策略展望

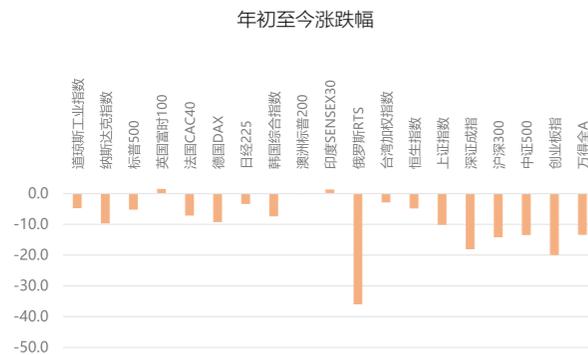
保持耐心 重拾信心

文 / 东方红资产管理 权益研究团队

行情回顾

1. 市场总体回落

今年一季度以来，国内资本市场总体呈现下跌态势，年初至今，上证指数下跌 10.6% 左右（截至 3 月 31 日，下同）。全球其他主要指数绝大多数呈现下跌态势，其中俄罗斯指数跌幅最大。大类资产方面，商品总体以上涨为主，尤其是以原油为代表的能源化工，以镍、铝为代表的基本金属，以豆粕、菜粕、棕榈油为代表的农产品等均大幅上涨，贵金属黄金、白银也有所上

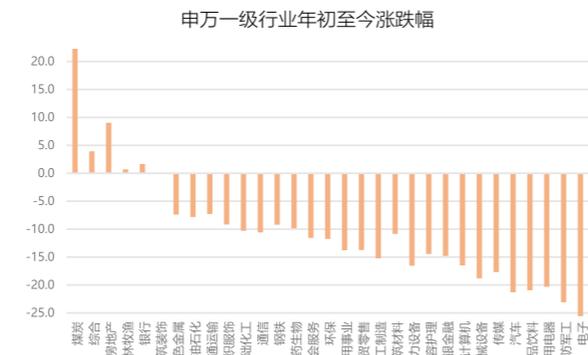


数据来源：Wind，东方红资产管理，数据截至 2022 年 3 月 31 日

涨。美元指数上涨近 2.5%，人民币兑美元维持稳定。中国 10 年期国债收益率维持 2.8% 附近波动，美国 10 年期国债收益率则从 1.5% 快速上升到 2.3% 左右。

2. 多数行业表现不及预期

今年一季度，主要行业呈现普跌态势，表现不及预期，平均跌幅达 10.4%，中位数跌幅达 11.6%。表现较好的是煤炭、综合、房地产、农林牧渔、银行、建筑装饰、有色、化工等，表现较差的是电子、军工、家电、食品饮料、汽车、传媒等。



数据来源：Wind，东方红资产管理，数据截至 2022 年 3 月 31 日

3. 行业主题轮动较快

今年一季度，行业和主题轮动较快。上证指数年初以来经历了两次反弹，一次是在春节后，另一次在 3.16 金融委会议之后。其间，主要领涨行业均有所变化。春节前涨幅靠前的是银行、地产、建筑等低估值稳增长板块，跌幅较大的是“新半军”、医药等高成长高景气板块；春节后，这些跌幅较大的板块均有所反弹，而煤炭、有色、环保、公用事业、化工则异军突起。3 月 4 日开始行业普跌，之前涨幅较大的有色、钢铁大幅下跌，

而医药、新能源则相对跌幅较小。金融委会议之后，反弹靠前的则是房地产、农林牧渔、煤炭等，公用事业、食品饮料、计算机、钢铁等则反弹乏力。主题热点较多，但多数持续性不强。年初以来，低估值稳增长、高估值高景气、疫情复苏、新冠特效药和疫苗、资源品通胀等主题均先后有所表现。但截至目前，除煤炭、有色、化工等资源品相关板块外，其他热点均持续性不强。



数据来源：Wind，东方红资产管理，数据截至 2022 年 3 月 31 日

代码	名称	年初至今涨跌幅	年初至今春节前	春节后至3月3日	3月4-15日	3月16-31日
801950.SI	煤炭	22.3	-4.5	20.1	-11.8	10.2
801180.SI	房地产	9.0	0.3	2.5	-13.9	16.0
801230.SI	综合	3.9	-6.2	13.4	-7.9	3.8
801780.SI	银行	1.6	2.3	0.6	-11.8	5.8
801010.SI	农林牧渔	0.7	-2.9	6.6	-13.0	6.0
801720.SI	建筑装饰	0.0	-1.9	5.4	-10.7	2.4
801170.SI	交通运输	-7.3	-2.8	8.1	-13.0	-0.6
801050.SI	有色金属	-7.4	-9.6	14.5	-16.9	0.7
801960.SI	石油石化	-7.8	-4.1	7.8	-14.5	-0.2
801130.SI	纺织服装	-9.2	-5.6	7.4	-13.1	-0.1
801040.SI	钢铁	-9.2	-6.4	7.8	-15.9	-0.7
801150.SI	医药生物	-9.9	-14.1	4.1	-7.4	4.0
801030.SI	基础化工	-10.3	-9.8	8.8	-13.3	-0.3
801770.SI	通信	-10.6	-7.8	6.5	-12.3	-0.8
801710.SI	建筑材料	-10.9	-6.8	0.5	-14.6	4.8
801210.SI	社会服务	-11.6	-6.0	5.9	-14.5	2.7
801970.SI	环保	-11.8	-9.4	9.4	-14.4	-0.8
801200.SI	商贸零售	-13.7	-5.7	1.7	-14.6	0.3
801160.SI	公用事业	-13.8	-11.6	9.0	-12.8	-3.5
801980.SI	美容护理	-14.4	-14.3	1.4	-13.7	5.1
801790.SI	非银金融	-14.8	-6.6	-3.6	-12.9	2.7
801140.SI	轻工制造	-15.2	-9.0	3.0	-12.5	-0.9
801750.SI	计算机	-16.5	-8.0	1.0	-13.4	-2.1
801730.SI	电力设备	-16.5	-9.5	-0.7	-10.0	-1.5
801760.SI	传媒	-17.7	-13.3	-0.6	-13.0	3.6
801890.SI	机械设备	-18.8	-11.5	3.7	-14.8	-1.6
801110.SI	家用电器	-20.3	-4.3	-6.2	-16.9	0.1
801120.SI	食品饮料	-20.9	-11.2	-4.1	-14.0	-2.5
801880.SI	汽车	-21.3	-11.5	-2.6	-15.6	-0.2
801740.SI	国防军工	-23.1	-17.7	4.3	-13.3	-2.8
801080.SI	电子	-25.6	-13.5	-2.8	-13.4	-4.3

数据来源：Wind，东方红资产管理，数据截至 2022 年 3 月 31 日

原因分析

年初以来，资本市场和多数行业板块表现不尽如人意，我们认为原因主要有以下几点：

1. 估值因素

过去三年市场累积涨幅较大，估值扩张较大，投资者有一定收益。主要指数及绝大多数行业都有正收益，电力设备、食品饮料、电子、有色、化工、社服、军工等都有翻倍以上涨幅。大多数行业估值明显扩张，尤其是社服、电力设备、综合、汽车、商贸零售、农林牧渔、美容护理、食品饮料等行业估值扩张幅度较大。因此，持续上涨几年后，加上估值偏高，市场自身有调整需要。实际上，除新能源以及有色、煤炭、化工、钢铁等周期板块在 2021 年维持大幅上涨外，部分 2019-2020 年大幅上涨的行业，如食品饮料、家电、医药生物、社会服务等行业在 2021 年 2 月 18 日后就开始了调整消化估值的过程。

代码	名称	过去三年涨幅	三年估值升幅	2021年底估值	2018年底估值
801730.SI	电力设备	258.1	144.4	55.3	22.6
801120.SI	食品饮料	200.5	94.8	44.2	22.7
801080.SI	电子	174.3	56.0	36.1	23.2
399006.SZ	创业板指	165.7	126.6	63.3	27.9
801050.SI	有色金属	135.3	28.1	29.4	23.0
801030.SI	基础化工	130.0	52.3	20.2	13.2
801210.SI	社会服务	128.9	234.3	86.7	26.5
801740.SI	国防军工	123.4	34.6	72.1	53.6
399001.SZ	深证成指	105.2	77.3	28.9	16.3
801980.SI	美容护理	99.8	95.3	55.2	28.3
801880.SI	汽车	95.9	133.3	31.5	13.5
801710.SI	建筑材料	95.2	44.0	14.8	10.2
801150.SI	医药生物	94.9	42.2	35.1	24.7
801890.SI	机械设备	86.5	13.1	26.8	23.7
881001.WI	万得全A	82.4	53.0	20.1	13.1
000905.SH	中证500	76.6	25.4	20.4	16.2
801950.SI	煤炭	65.7	17.8	9.5	8.0
801110.SI	家用电器	65.6	68.6	18.0	10.7
801750.SI	计算机	64.7	41.7	53.3	37.6
000300.SH	沪深300	64.1	37.0	14.0	10.2
801010.SI	农林牧渔	63.6	97.3	51.3	26.0
801230.SI	综合	62.3	143.5	61.1	25.1
801140.SI	轻工制造	54.1	48.6	23.0	15.5
000001.SH	上证指数	45.9	26.4	13.9	11.0
801960.SI	石油石化	42.6	7.8	13.4	12.4
801160.SI	公用事业	39.5	47.4	28.6	19.4
801040.SI	钢铁	37.7	64.2	9.5	5.8
801760.SI	传媒	30.1	48.5	31.5	21.2
801790.SI	非银金融	27.3	-3.6	14.5	15.0
801170.SI	交通运输	20.6	-8.0	14.9	16.2
801970.SI	环保	19.5	15.1	22.4	19.4
801780.SI	银行	13.5	1.2	6.0	5.9
801770.SI	通信	13.3	9.0	38.3	35.2
801720.SI	建筑装饰	4.9	-5.2	9.7	10.2
801200.SI	商贸零售	3.6	117.1	32.5	15.0
801130.SI	纺织服装	2.9	7.4	20.2	18.8
801180.SI	房地产	-3.6	-5.6	8.3	8.8

数据来源：Wind，东方红资产管理，估值为 TTM 估值，时间区间为 2019-2021 年

2. 经济因素

经济快速下行，市场信心不足。在高基数，宏观政策由宽松转向稳健，能耗双控约束下的拉闸限电，疫情反复散发，房地产、互联网、教育培训行业严格监管等多重因素影响下，2021 年宏观经济显现出较为明显的放缓趋势。如果这种趋势没有明显改善，或给股市继续带来一定的下行压力。



数据来源：Wind，东方红资产管理



数据来源：Wind，东方红资产管理

投资者对宏观政策的预期不稳定。2021 年底，中央经济工作会议后，市场一度非常亢奋，对稳增长政策的力度、出台节奏预期过高，“速胜论”思想过重，导致市场走势一不达预期，投资者情绪就由过度乐观转为消极悲观，“投降论”思想抬头。

实际上，年初以来的行业快速轮动，持续性不强，也间接反映了投资者这种不稳定的情绪。

疫情反复散发、房地产行业至今表现疲弱，也让投资者对稳增长信心不足。年初以来，疫情反复散发，近期全国各地大约有 30 个城市疫情相对较为严重，部分地区疫情还有阶段性扩大迹象。这些地区合计占全国 GDP 体量的 20-30% 左右。此外，房地产销售额、新开工、土地购置面积等均继续回落，表现疲弱。2 月居民中长期贷款为 -459 亿元，属于有数据以来首次负增长。这些事件，都让投资者对未来经济稳增长信心不足。



数据来源：Wind，东方红资产管理，数据截至 2022 年 3 月 31 日

3. 外部因素

外部因素复杂多变，是近期引发市场快速下行的主要因素，主要包括三个方面。

一是美联储加息节奏超出预期，全球流动性回流美国，美股遭遇大幅调整，给内地、香港市场带来一定压力，尤其对高估值板块的负面影响较大。

二是俄乌局势动荡，近期愈演愈烈。短期影响最大是原油、粮食等大宗商品价格大幅上涨，对本已偏高的通货膨胀构成更大的压力，国内稳增长难度随之加大。长期影响更不容忽视，俄罗斯被踢出 SWIFT、外汇储备被冻结等事件发生，使得全球



数据来源：Wind，东方红资产管理，数据截至 2022 年 3 月 31 日



数据来源：Wind，东方红资产管理，数据截至 2022 年 3 月 31 日

地缘政治、经济金融、产业链、外汇储备安全、国与国的信任等都受到严重挑战。部分投资者甚至担忧中国受到连带制裁，风险偏好下降，主动降低了对新兴市场的配置仓位。

三是中美监管机构对中概股的审计问题，以及反垄断、防止无序扩张等平台经济治理问题等因素，使得市场担忧中概股的投资逻辑，引发在美上市中概股连续大幅下跌，间接影响港股和 A 股。

4. 市场因素

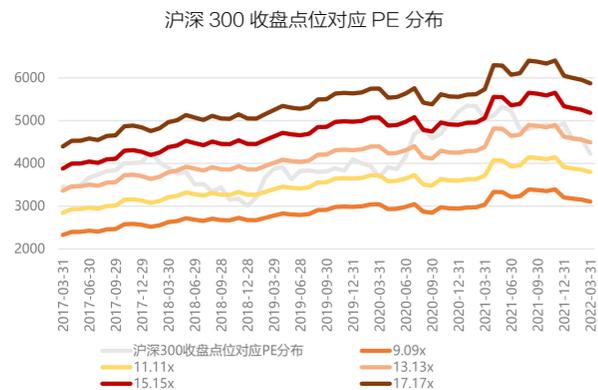
年初以来，机构调仓较快，热点不够稳定持续，市场成交量下降，赚钱效应消失，基金发行数据不佳等因素，也使得投资者风险偏好下降；个别军工上市公司业绩不达预期，个别医药公司担忧被制裁等，悲观情绪笼罩之下，这些行业也由此引发普遍性下跌。

市场展望

年初以来市场走势不及预期，大多数投资者仍然非常悲观，而我们认为，短期走势或许还有反复，但一些积极因素正在发酵。短期来看，我们仍保持中性判断，但就长期趋势而言，我们则充满信心。积极因素主要有以下几个方面：

1. 市场估值已回落到相对偏低位置

近五年，沪深300TTM估值高点在2021年1月初的16.4倍附近，低点在2018年底的10.2倍附近，当前估值已回到12.3倍附近，处于历史的中低位置。WIND全A当前估值17.5倍，近5年高点在23.6倍，低点在13.14倍，处于历史中等偏低位置。而中证500和创业板指均回到近5年历史低位19倍、51倍附近。因此，总体来看，市场估值尽管没有全部回到历史低位，但也回到了相对偏低的位置。



数据来源：Wind，东方红资产管理，数据截至2022年3月31日

2. 对全年经济稳增长有耐心和信心

经济年中见底回升，实现全年目标概率较大，投资者对政策节奏和力度应合理预期，既要有耐心，也要有信心。

一是库存周期规律预示今年经济见底回升概率较大。从过往周期规律看，一轮库存周期一般3-4年，其中上行2-3年，下行

1-2年半左右。中国经济自2021年1季度见顶后，在稳增长政策推动下，今年中左右见底概率较大。

二是稳增长将是贯穿2022年宏观经济的主线。今年是二十大召开之年，稳增长是重中之重。

三是稳增长政策正在发力，效果将逐步显现。

宽信用在路上，流动性维持充裕：过去几个月已进行1次降准、1次降MLF、2次降LPR，以及1月信贷和社融的大量投放。

财政政策积极发力：今年以来专项债靠前发力明显。截至3月31日，我国地方债发行量为1.82万亿元，超过去年同期的两倍，其中新增专项债发行超过1.2万亿元。从投向来看，今年新增专项债用于基建投资的比例明显加大，对相关领域投资提振效应将持续显现。

四是政府对房地产的相关表述已明显变化，房地产有望接力基建投资稳增长。尽管房地产至今表现仍较为疲弱，前期经济增长主要靠基建发力，但我们预期，如果二季度经济增长相关数据表现不佳，则房地产继续放松概率较大，房地产销售、新开工、投资等数据年内有望前低后高。

五是疫情散发有一定的随机性。国内此轮疫情仍处于攻坚拉锯阶段，对部分地区的生产生活造成阶段性影响，国家对此积极应对，特效药、疫苗、更新的防疫政策都在持续推进。近期深圳已逐步回归正常的工作和生活秩序，其他各地政府已采取积极措施应对，相信本轮疫情将很快消退。乐观来看，年初以来的疫情演变，也将给后续疫情防控措施的优化，积累宝贵的经验。

3. 政策积极回应市场关切，呵护态度凸显

近期，面对市场波动，金融委、国务院先后召开会议，研究宏观经济运行、房地产企业、中概股、中国政府继续支持各类企业到境外上市、平台经济治理、香港金融市场稳定问题。金融

时间	内容
2020/8/16	首提“房地产泡沫是威胁金融安全的最大‘灰犀牛’”。
2020/12/1	要坚决抑制房地产泡沫，房地产是现阶段我国金融风险封面最大的“灰犀牛”。
2021/3/2	房地产领域的核心问题还是泡沫比较大，金融化泡沫化倾向比较强，是金融体系最大的“灰犀牛”，很多人买房不是为了居住，而是为了投资投机，这是很危险的。但2020年房地产贷款增速8年来首次低于各项贷款增速，这个成绩来之不易，相信房地产问题可以逐步缓解。
2021/6/10	那些炒作外汇、黄金及其他商品期货的人很难有机会发家致富，正像押注房价永远不会下跌的人最终会付出沉重代价一样。一些地方房地产泡沫化金融化倾向严重，相当数量的政府融资平台偿债压力很大，部分大中型企业债务违约比例上升，加剧了银行机构的信用风险。
2022/3/2	地方政府隐性债务状况趋于改善，房地产泡沫化金融化势头得到根本扭转。一批高风险企业和违法违规金融机构得到有序处置。去年以来房地产市场出现调整，这对金融业来说是好事，但也不希望房地产市场的调整太剧烈，希望能平稳些。

数据来源：东方红资产管理整理

委会议强调，“保持经济运行在合理区间，保持资本市场平稳运行”。这些会议，直面回应了市场关切，明确了监管预期，有利于稳定市场预期、提振市场信心。

4. 中长期继续看好中国前景和资本市场

中期角度，与经济周期一致，股市随经济的库存周期运行的规律也较为清晰。从过去几年看，一轮股市周期大致也是3-4年，其中上行2-3年，下行1-2年半左右。例如最近的两轮均是如此：2016、2017年上涨，2018年下跌；2019、2020年上涨，2021年至今下跌。如果这一规律继续有效，则今年可能是新一轮股市周期见底回升的起点之年。当然，未来是否会符合预期，仍存在着不确定性。

从更长期的角度来看，改革开放40年以来，中国经济高速发展，创造了人类社会发展的奇迹；长期稳定的政治、经济、社会环境，越来越成熟的市场经济，以及巨大的市场规模、统一的消费市

场等，这些优势都为中国资本市场长期稳健发展奠定了基础。

5. 市场和行业展望

综上所述，今年以来，市场整体持续弱势。长期累积因素、经济下行趋势、疫情扰动频现，外部环境复杂多变，这些的确在短期内对市场造成了不利影响，甚至部分外部因素到目前为止，不确定性仍然很大，尤其是俄乌局势演变，是否会发生极端情况，仍超出大多数人的预测能力。

但我们同样需要看到高层稳经济、稳市场的决心和行动，经济增长和外部环境的改善不是一蹴而就的，需要时间，市场也需要观察、逐渐转变认知。

就股市而言，A股的这轮调整，或许已反映了大部分悲观预期，风险得到了较为充分的释放，估值已具备一定性价比。短期市场可能仍将维持震荡运行态势，或许有反复，但类似前期那样

的快速大幅下跌可能已告一段落，后续市场进入震荡磨底阶段的概率较大。从中长期角度看，今年可能是一个比较好的建仓机遇期。

从短期来看，我们相对看好消费、医药、信息技术、资源品、新能源、高端制造、稳增长等板块的投资机会。其中消费、医药、信息技术等属于相对长期看好品种；资源品具备一些新的长期变化，值得重视；新能源、高端制造等仍在景气趋势；稳增长则偏向于自上而下的配置需求。

消费、医药、信息技术等优秀赛道，一般会作为基本仓位长期持有。尽管短期表现不佳，但从过去10年、5年、3年等长周

期角度看，消费、医药、信息技术等行业涨幅均相对靠前，这些行业仍然值得重点关注，且经过近一年多的调整，目前估值也已接近合理水平。如果经济如期在下半年企稳回升，则消费等品种预计基本面也会相应改善。

资源品方面，主要是新旧能源转换过程中，中长期“绿色”通胀带来的资源品投资机会正在显现。过去多年，全球对“双碳”转型和ESG投资的导向，使得传统能源供给不足，传统行业长期资本开始不足，带来价格上行压力。而新能源存在长期高效但短期低效的矛盾，也会在一段时间推动传统能源价格中枢上行。此外，主要矿产劳动力人口接近峰值，推动工资-通胀螺旋。以铜为例，开采品位下降、能源成本和人工成本提升，推动边际成本居高不下，铜价波动中枢也相应上移。

新能源、高端制造等行业，仍然是国家产业政策重点支持的对象，目前仍处景气趋势当中。它们自身也开始具备一定的内生增长能力，同时经过年初以来的调整，估值也回到相对合理水平。

稳增长相关板块，估值较低，在当前政策友好阶段，具备自上而下的配置价值。中期随着经济企稳迹象开始明显显现、外部环境（如美联储加息预期、俄乌局势等）逐步稳定后，稳增长板块可能会让位于之前的高景气、高增长板块，如新能源、半导体、军工等相关板块。

证券简称	2012年-2021年	2017年-2021年	2019年-2021年
能源	-13.6	4.0	37.7
材料	181.2	63.6	132.1
工业	160.1	20.4	89.9
可选消费	168.0	8.8	61.6
日常消费	332.0	163.7	166.1
医疗保健	300.3	54.1	95.5
金融	150.8	28.5	32.2
信息技术	382.4	44.1	115.8
电信服务	6.0	-40.2	-1.5
公用事业	138.5	22.1	52.7
房地产	96.4	-21.9	2.9

数据来源：Wind，东方红资产管理

风险提示：

本材料中包含的内容仅供参考，信息来源于已公开的资料，我司对其准确性及完整性不作任何保证，也不构成任何对投资者的投资建议或承诺。市场有风险，投资需谨慎。读者不应单纯依靠本材料的信息而取代自身的独立判断，应自主做出投资决策并自行承担投资风险。本材料所刊载内容可能包含某些前瞻性陈述，前瞻性陈述具有一定不确定性。

2022年第二季度宏观策略展望

稳增长初见成效

文 / 东方红资产管理 固定收益研究团队

2022年 一季度债券 市场回顾

今年一季度，债券市场的分歧与波动较上个季度明显放大。春节前，10年国债收益率首先在全面降息落地和央行积极发声烘托的宽货币氛围内大幅下行，最低点探至1月24日的2.675%；春节过后，又在社融创造“开门红”叠加广州房贷利率下调引发的宽信用恐慌下开启调整，最高点触及3月10日的2.85%；进入3月中下旬，海内外多空交织，债券收益率进入盘整状态。总结来看，对于一季度债券市场而言，重要的影响因素包括：

第一，宽货币在年初超预期兑现。去年12月1年LPR下调5bps之后，市场对于后续降息、尤其是今年1月17日MLF到期续作时降息的预期就持续高涨，已经引导债券收益率多数下行。从预期落地情况看，1月17日OMO和MLF同步下调10bps（而非5bps），叠加OMO和MLF分别操作1000亿元和7000亿元（单日净投放2900亿），货币政策宽松的幅度还是超出预期，呈现明显的“增量降价”特征。此外，1月18日官方关于货币政策的积极发声更是为宽货币预期“添了一把火”，使得降息兑现后的债券收益率继续大幅下行。从发声内容来看：一是对于政策强度的表述，强调“充足发力”，“把货币政策工具箱开得再大一些，保持总量稳定，避免信贷塌方”；二是对于政策节奏的表述，强调“靠前发力”，“要抓紧做事，前瞻操作，走在市场曲线的前面，及时回应市场的普遍关切”，即政策可能集中在上半年出台；三是对于准备金率的判断，明确提到“空间变小了，但仍然还有一定的空间，可以根据经济金融运行情况以及宏观调控的需要使用”。有了宽货币保驾护航，春节前的债券市场做多逻辑较为顺畅。

图1：一季度国债收益率走势



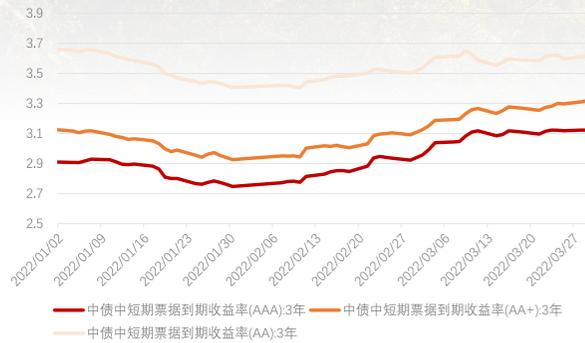
数据来源：Wind，东方红资产管理

图2：一季度国债期限利差走势



数据来源：Wind，东方红资产管理

图3: 一季度信用债收益率走势



数据来源: Wind, 东方红资产管理

第二, 节后房地产政策趋于缓和。去年12月中央经济工作会议关于房地产市场的定调, 除了坚持“房住不炒”以外, 还增加了“支持商品房市场更好满足购房者的合理住房需求, 因城施策促进房地产业良性循环和健康发展的”正面表态, 标志着房地产政策迎来拐点。今年春节过后, 行业缓释政策开始不断出台, 包括银行发放的租赁住房贷款不纳入红线, 全国性预售资金监管政策发布, AMC参与风险房企救助, 全国范围内多个城市房贷利率下调/首套房首付比例下调, 新市民文件下达等, 进一步确认房地产政策底的到来。当然, 与前两轮2008年和2014年全国性救市相比, 这一轮地产放松到目前为止的力度还是偏弱, 且从政策底到市场底(比如销售数据的明显好转)还

需要时间。考虑到地产在信贷和经济领域举足轻重的影响, 放松地产无疑加深了市场对于宽信用和稳增长进度的担忧, 成为春节后债券市场的扰动因素。

第三, 美联储正式步入加息周期。过往经验表明, 尽管国内货币政策强调“以我为主”, 但较难与海外主流趋势背道而驰, 即美联储加息周期内尚未有过国内降息的先例。3月中旬债市博弈宽松情绪一度高涨, 其中一个原因在于美联储启动加息之前可能是国内最后的“抢降息”窗口。从结果来看, 3月美联储议息会议如期加息25bps, 而国内降准降息操作并未如期落地, 考虑到再往后5月美联储一次性加息50bps以及启动缩表计划的可能性较高, 国内货币政策放松将面临更多掣肘, 成为春节后影响债市的扰动因素。

信用债方面, 与利率债走势整体一致。年初在流动性充裕环境下, 信用债市场实现高额净融资, 收益率水平普遍下行创新低, 3年期AAA品种估值由1月初2.91%下行16bps至月末2.75%, 为2020年6月以来新低; 低等级信用品种下行幅度更大, 3年期AA品种下行25bps至月末3.41%。节后信用债跟随利率债调整, 且低等级信用品种上行幅度更小, 由此AAA/AA评级利差大幅压缩至50bps。地产板块方面, 政策端利好持续释放, 但板块下跌情绪仍浓, 利差修复远未到位, 关注最可能受益于销售及资金压力改善的主体, 未来利差可能出现滞后修复。

国居民消费意愿的负面影响将逐步显现, 目前美国密歇根大学消费者信心指数已来到历史极低位; 另一方面, 不能指望资本品出口上升抵消消费品出口回落: 从历史数据看, 美国资本品和消费品的进口在多数时间都是同向变化的, 换言之, 终端的消费者需求对企业资本开支行为有较大影响。尽管后续服务消费的表现可能优于实物消费, 但由于多数服务业属于劳动力密集型产业, 资本开支不足并不是约束其供给的首要因素, 因而其对资本品需求的提振作用有限。所以对于年内出口对经济的贡献应保持谨慎。

投资方面:

1) 地产投资: 今年以来多地出台了降低首付比例、提高公积金限额、放松限购和限贷标准、下调房贷利率等利好地产行业的政策, 这对避免地产销售的进一步走弱有积极作用。尽管目前三四线城市的地产销售仍然较弱, 但部分一二线城市的地产销售已出现复苏迹象。对应用到房企的投资行为, 从土地成交溢价率看, 部分城市土拍也有所回暖。考虑到整体的预售资金监管政策在实际落实中并未有明显松动, 居民的房价预期和购房意愿修复也需要时间, 对年内地产投资的表现应保持谨慎。但随着地产监管政策取向更加积极, 地产投资或将持续边际改善。

2) 制造业投资: 3月下旬财政部和税务总局联合发布公告, 进一步加大增值税期末留抵退税政策实施力度, 将先进制造业按月全额退还增值税增量留抵税额政策范围扩大至符合条件的小微企业(含个体工商户), 并一次性退还小微企业存量留抵税额, 这有助于提振制造业企业资本开支意愿。技改投资(1-11月占全部制造业投资的41%)和下游需求具有成长性的高技术制造业投资(2022年增长22.2%, 比制造业投资整体增速高8.7pct, 拉动制造业投资增长4.5pct)将支撑整体制造业投资。

3) 基建投资: 截至3月下旬, 年内已披露今年重大项目名单省份的总投资额累计已超过8万亿元。根据统计局数据, 1-2月国内投资新开工项目个数同比增长1.1倍, 新开工项目计划总投资增长62.8%。结合3月中上旬铜杆企业开工率整体回升, 订单逐渐回暖, 钢材开始去库, 水泥价格和水泥企业出货率也开始反弹来看, 基建形成实物工作量的速度确实在加快。基建投资将成为拉动内需的关键变量。

消费方面, 疫情反复, 对就业贡献较多(根据第四次全国经济普查系列报告, 中小微企业吸纳的就业人数占到全部企业就业人数的八成)的中小微企业景气度偏低仍是阻碍消费复苏的主要因素。根据央行2022Q1对城镇储户的问卷调查, 倾向于“更多消费”的居民占比较2021Q4下降1pct, 倾向于“更多投资”的居民占比较2021Q4下降1.9pct, 而倾向于“更多储蓄”的居民占比较2021Q4上升2.9pct, 显示居民消费意愿仍然偏弱。考虑到疫情形势的不可控, 对年内居民消费的复苏仍应保持谨慎。

图4: 美国密歇根大学消费者信心指数已来到历史极低位



数据来源: Wind, 东方红资产管理

图5: 高技术制造业带动整体制造业投资



数据来源: Wind, 东方红资产管理

2022年
二季度
投资展望

经济下行压力仍在, 关注政策对冲力度

1. 宏观经济出现企稳修复迹象, 政策仍有较大可操作空间

3月以来, 高频数据显示基建形成实物工作量的速度在加快, 部分一二线城市的地产销售有所复苏, 局地土拍也出现回暖。货币和财政等总量政策继续支撑经济, 房地产监管政策也呈现积极变化。疫情反复, 地缘政治冲突, 通胀压力仍是目前经济面临的主要下行风险。

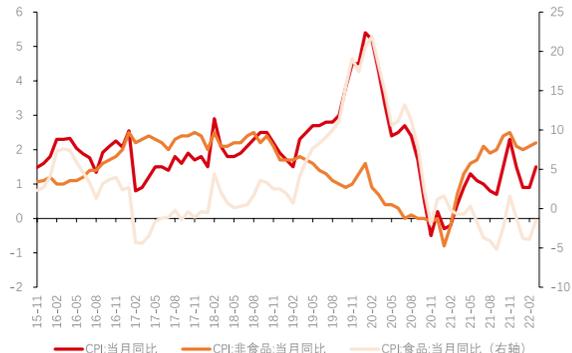
出口方面, 根据对出口企业的草根调研, 2月以来海运资源的紧张状况和高库存均有明显改善, 因此出口订单走弱将在年内逐步在出口增速上兑现。实际上, 这在2022Q1的出口增速已有所体现。展望2022Q2, 新出口订单仍面临一定的下行压力: 一方面强通胀, 宏观政策退坡对美

图 6: 房地产销售整体回暖需要时间



数据来源: Wind, 东方红资产管理

图 8: 预计 2022Q2 的 CPI 同比中枢上移

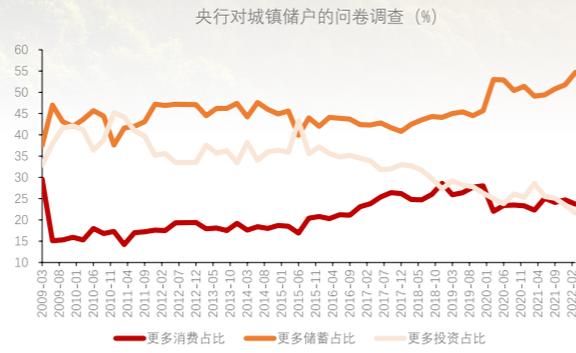


数据来源: Wind, 东方红资产管理

2. CPI 同比中枢在 2.5% 附近, PPI 同比中枢在 7.2% 附近

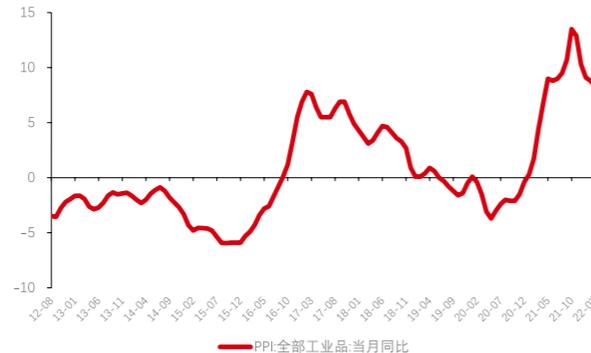
CPI 方面, 2022Q2 可能仍然不会看到猪肉价格拐点来临。一方面, 商品猪价格在 2021 年 10 月中旬反弹后, 二元母猪和仔猪价格就停止下跌, 表现坚挺, 表明养殖端可能还在补栏后备母猪或者外购仔猪进行育肥。考虑到补栏的后备母猪要经过 3-4 个月的育肥才能配种, 成为能繁母猪, 因此能繁母猪存栏量数据有反转的风险。另一方面, 3 月以来国内疫情反复, 对食堂、餐饮等需求影响较大, 二季度本身也是猪肉消费的淡季。即使疫情形势改善后, 终端需求有所恢复, 但考虑到规模猪企在 2022 年的出栏量增长目标仍然较高, 可能会出现竞争出栏从而压价的情况。核心 CPI 同比与领先 8M 的 PPI 同比有较好的拟合关系, 因此核心 CPI 上涨将对冲猪肉价格的可能下跌对 CPI

图 7: 居民消费意愿偏弱



数据来源: Wind, 东方红资产管理

图 9: 预计 2022Q2 的 PPI 同比中枢下移



数据来源: Wind, 东方红资产管理

的拖累。预计 2022Q2 的 CPI 同比中枢在 2.5% 附近。

PPI 方面, 考虑到俄乌在核心利益上存在冲突, 俄罗斯在正战场上的进展速度也低于预期, 预计俄乌战争的焦灼态势可能持续。而即使俄乌间的和平进程取得阶段性成果, 西方对俄罗斯的制裁可能也不会短期内结束, 加之欧佩克的实际增产能力有限, 预计 2022Q2 原油价格仍将保持在高位。预计 2022Q2 的 PPI 同比中枢在 7.2% 附近。

3. 货币政策取向不会明显调整, 财政政策的实际支出强度并不低

随着美联储货币政策的收紧, 2021Q4 以来中美利差快速收窄, 目前中美 10 年国债利率已倒挂。在这一背景下, 海外央行货币

政策在国内货币政策考量中的重要性应当有所上升。但考虑到目前国内经济仍面临疫情反复、地缘政治冲突、通胀压力等风险, 以及需求收缩、供给冲击、预期转弱等三重压力, 预计货币政策大幅转向收紧的可能性也较低, 可能会维持目前稳健偏宽松的货币政策取向, 以支持全年经济增长目标的实现。

今年财政政策的实际支出强度并不低, 尽管名义上一般公共预算的赤字率在 2.8%, 较 2021 年还下降了 0.4pct, 但由于进行了跨年度调节, 仅中央本级财政调入一般公共预算的资金就达 1.267 万亿元, 实际的赤字率达到了 4.6%, 处于历史偏高水平。积极的财政政策将通过拉动政府消费及基建投资支撑国内经济。

2022 年 第二季度债券 投资策略

当前经济处于寻底阶段, 一系列先行指标如制造业 PMI、社融增速和 M1 增速已经于去年 10 月见底, 年内按照政府工作报告确定的“GDP 目标增速 5.5%+ 财政支出扩大 2 万亿以上 + 因城施策促进房地产业良性循环和健康发展”的目标要求, 经济有望继续恢复, 时间并不是债市的朋友。但是短期内, 经济恢复基础尚且薄弱, 除了财政政策和产业政策需要配合发力, 货币政策也有望继续宽松以维稳增长, 使得债市呈现一个震荡格局。

关注四条主线的变化, 将为二季度债市引导更明确的方向:

1) 政策表态会否有调整。关注一季度经济金融数据的表现, 以及央行一季度例会和 4 月中央政治局会议关于经济前景、疫情形势和宏观政策的判断调整。

2) 货币政策操作空间能否重新打开。新年伊始超预期降息之后, 货币政策却进入了静默期, 在目前经济恢复出现阻力以及 3 月疫情影响来袭的情况下, 尚未看到进一步降准降息的操作。考虑到美联储步入加息周期, 国内货币政策操作或需考虑对人民币汇率及资本流动的影响, 能否有进一步放松动作暂难确定。

3) 信贷和社融增长能否稳固。一季度宽信用过程“一波三折”, 信贷结构也有待改善。尽管去年 11 月以来社融增速已经见底, 但此后仅有两个月份的新增贷款同比多增, 且 2 月居民中长期贷款历史上首次出现负增长, 企业中长期贷款也持续同比少增。

4) 房地产市场需求能否回暖。近期多地下调房贷利率加点或放松购房政策等, 房地产“市场底”有待确认, 如统计局最新公布的 1-2 月商品房销售面积同比增速仍偏低, 为 -9.6%, 未来房地产市场 (尤其是销售端的量价回暖) 将是利率关注焦点。

策略应对方面, 当前债券市场继续处于胜率不低、赔率较低的牛尾阶段, 即趋势尚未扭转, 但博弈空间已经压缩。建议以票息策略为主, 可在有安全边际的前提下适当参与由基本面和政策预期差带来的波段机会。

风险提示:

本材料中包含的内容仅供参考, 信息来源于已公开的资料, 我司对其准确性及完整性不作任何保证, 也不构成任何对投资人的投资建议或承诺。市场有风险, 投资需谨慎。读者不应单纯依靠本材料的信息而取代自身的独立判断, 应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本材料所刊载内容可能包含某些前瞻性陈述, 前瞻性陈述具有一定不确定性。

重磅解读：个人养老金制度落地，开启“个人养老金”时代

文 / 品牌部

4月21日，国务院办公厅发布《推动个人养老金发展的意见》，推动发展适合中国国情、政府政策支持、个人自愿参加、市场化运营的个人养老金，与基本养老保险、企业（职业）年金相衔接，实现养老保险补充功能，协调发展其他个人商业养老金融业务，健全多层次、多支柱养老保险体系。

这预示着，“个人养老金”时代即将开启，对于健全多层次、多支柱养老保险体系具有里程碑意义。东方小红整理了一份关于个人养老金制度的解读，与大家一同分享个人养老金制度的相关知识。



从制度设计的角度来看，“第一支柱”国家基本养老金由政府主导，覆盖人群广、兜底保基本；“第二支柱”职业养老金由企业发起，是针对就业者附加的养老金计划；“第三支柱”个人养老金，是个人自愿参加、自主投资的养老金制度，是个人利用金融产品投资增加养老保障的有效形式。

个人养老金制度的发布背景

Q: 什么是养老的“三大支柱”？

国家基本养老金、职业养老金和个人养老金，并称养老保险体系的“三大支柱”。从制度设计的角度来看，“第一支柱”国家基本养老金由政府主导，覆盖人群广、兜底保基本；“第二支柱”职业养老金由企业发起，是针对就业者附加的养老金计划；“第三支柱”个人养老金，是个人自愿参加、自主投资的养老金制度，是个人利用金融产品投资增加养老保障的有效形式。

Q: 为什么要大力发展个人养老金？

当前我国已初步建立起包括基本养老金、职业养老金、个人养老金的三支柱养老保险体系，但发展不均衡问题突出。我国养老金高度依赖第一支柱，公共财政负担大；第二支柱企业年金覆盖人群有限，职业年金刚刚起步；第三支柱个人补充养老金发展滞后。

人口老龄化是我国今后较长一段时间的基本国情，政府支出难以覆盖快速增长的养老金缺口，为了保证养老金的长效发放，补充养老金需要承担更多的职责，个人养老金体系亟待进一步发展。

从全球经验来看，第三支柱是养老体系中富有效率的部分，是增强养老金制度灵活性、壮大养老金规模的重要一环。我国“个人养老金”模式在基金、保险和银行领域分别进行了多种形式的尝试，为全方位落实个人养老金发展提供了各方面的经验和信心。

个人养老金制度的正式出炉，意味着参与第三支柱的金融机构与金融产品的范围进一步扩大，有助于丰富产品形态，从而增加公众的选择，提高个人养老金的市场运行效率。

个人养老金制度解读

东方红资产管理认为，个人养老金作为对基本养老保险和企业（职业）年金的重要补充，旨在提高老年收入水平和生活质量，是推进我国多层次、多支柱养老保险体系建设的关键一环。

个人养老金覆盖面广，通过个人账户制度实现自愿参加、自主投资、税收激励等市场化运营机制。其中，自主投资是其区别于其他类型养老金的重要特征。个人可以自主选择购买符合规定的储蓄存款、银行理财、商业养老保险、公募基金等与自身养老规划和风险收益偏好相适应的金融产品，力争实现养老资产的长期保值增值，以满足退休后的养老需求。

个人养老金制度将进一步推动长期资金入市，为基金行业带来更多长期稳定资金，促进资本市场的健康有序发展。

Q: 哪些人可以参加个人养老金?

在中国境内参加城镇职工基本养老保险或者城乡居民基本养老保险的劳动者，可以参加个人养老金制度。

Q: 什么是个人养老金账户?

个人养老金实行个人账户制度，缴费完全由参加人个人承担，实行完全积累。参加人通过个人养老金信息管理服务平台（以下简称信息平台），建立个人养老金账户。个人养老金账户是参加个人养老金制度、享受税收优惠政策的基础。

个人养老金资金账户可以由参加人在符合规定的商业银行指定或者开立，也可以通过其他符合规定的金融产品销售机构指定。个人养老金资金账户实行封闭运行，其权益归参加人所有，除另有规定外不得提前支取。

Q: 个人养老金缴纳的上限是多少?

参加人每年缴纳个人养老金的上限为12000元。人力资源社会保障部、财政部根据经济社会发展水平和多层次、多支柱养老保险体系发展情况等因素适时调整缴费上限。

Q: 个人养老金有税收优惠吗?

国家制定税收优惠政策，鼓励符合条件的人员参加个人养老金制度并依规领取个人养老金。

Q: 个人养老金可以投资哪些产品?

个人养老金资金账户资金用于购买符合规定的银行理财、储蓄存款、商业养老保险、公募基金等运作安全、成熟稳定、标的规范、侧重长期保值的满足不同投资者偏好的金融产品，参加人可自主选择。参与个人养老金运行的金融机构和金融产品由相关金融监管部门确定，并通过信息平台和金融行业平台向社会发布。

Q: 个人养老金怎么领取?

参加人达到领取基本养老金年龄、完全丧失劳动能力、出国（境）定居，或者具有其他符合国家规定的情形，经信息平台核验领取条件后，可以按月、分次或者一次性领取个人养老金，领取方式一经确定不得更改。领取时，应将个人养老金由个人养老金资金账户转入本人社会保障卡银行账户。

参加人死亡后，其个人养老金资金账户中的资产可以继承。

养老目标基金如何服务个人养老金

Q: 养老目标基金有哪些优势?

养老投资立足长远，与公募基金长期价值投资的理念高度契合。公募基金积极参与养老第三支柱建设，为我国养老体系改革积极探索市场化、可持续的运作机制。自2018年以来，公募基金管理人陆续推出了养老目标基金。

与其他金融机构相比，养老目标基金在养老第三支柱建设及相关金融产品开发、管理方面具有以下特点：

以FOF形式运行，有效分散风险。养老目标基金采用基金中的基金（FOF）形式运作，以各类公募基金为投资标的，通过持有其他证券投资基金从而间接持有股票、债券等资产。

投资范围广泛，资产配置多元化。养老目标基金投资范围广泛，通过一只产品可以实现多元化资产配置，减少投资者研究、选择资产和择时的烦恼。

封闭运作，利于长期持有。为了更好地实现长期资产配置，实现收益最大化，养老目标基金都采用定期开放的运作方式或设置投资人最短持有期限。同时，养老目标基金鼓励投资者长期

持有，特别是目标日期基金，设了目标退休日期。避免短期投资，引导投资者享受长周期的投资收益。

定位明确、监管严格。养老目标基金要求公司成立满2年、公司治理稳定、投资研究团队不少于20人等等，这使得养老目标基金具有专业化基金管理、风险二次平滑的作用。

Q: 养老目标基金产品有哪些?

养老目标基金主要可分为两大类，一类为目标日期基金，另一类为目标风险基金。

目标日期基金会设立一个目标日期，代表预计退休的年份。随着目标日期的临近，资产中权益类资产的配置比例将逐渐下降，从而降低组合风险。投资者在选择目标日期基金时，只需要选择与自身预计退休时间相对应的基金就可以。

目标风险基金的资产比例不随时间发生变化，通过控制不同资产的比例来努力维持风险水平恒定。常见的目标风险有“稳健”、“平衡”、“积极”等不同风险等级，投资者可以根据自身风险偏好进行选择。



东方红资产管理一直在路上

Q: 东方红资产管理在养老业务布局上做了哪些准备?

秉持客户利益至上的原则，东方红资产管理始终坚持长期投资、价值投资，将养老业务作为战略布局之一，是市场上较早布局公募基金养老产品的机构之一，也是中基协养老金委员会的成员单位，努力为个人养老金业务的发展建言献策，积极承担机构责任。

在理念契合方面，东方红资产管理始终坚持以客户利益为先的原则，着眼长期投资，这与养老投资的基本理念高度一致。

在投资端，东方红认为，价值投资是实现资源配置的有效手段，通过践行长期价值投资，努力服务养老金第三支柱建设。多年坚持走主动管理、苦练内功终有收获，东方红系列产品成为市场广受好评的投资理财产品，积累了品牌口碑。

东方红内部已成立基金组合投资团队，汇聚了业内财富管理、多资产投资、基金选择的资深专家，将资产管理和财富管理相结合，从客户视角出发，根据不同客户的风险偏好与投资期限，为客户的财富增值目标提供有针对性、动态调整的一揽子基金组合产品。

在产品研发端，当行业还没有推出养老目标基金时，东方红出于把投资者利益放在首位和让投资者赚到钱的目标，已经做了很多和养老目标基金立意一致的事情。

2011年A股市场低位震荡，东方红就开始思考：价值投资长期有效，但也需要长期资金的配合，给予时间实现价值回归，如何通过产品设计帮助投资者获得较为确定的长期回报？

我们是市场上第一家发行较长封闭运作周期权益基金的管理

人，考虑到投资者过度择时，总是赚不到钱的情况，对权益产品设置了较长的封闭期，要求封闭3年，后来发展到5年；从创新封闭式基金，到定期开放，到持有期基金，截至2021年年底，作为国内长期封闭权益类基金的领跑者，公司在此类产品数量、产品规模上都位于行业首位。

除了创设产品，也是出于解决投资者往往在高点买入，低点不敢买、甚至还要赎回的问题，我们努力和销售机构一起控制产品发行节奏，在市场疯狂的时候对产品限规模，甚至不发产品和关申购；在市场低点，发行困难的时候，发行产品，并且鼓励投资者以定投的方式参与，平滑成本，养成投资好习惯。

在监管机构批复养老目标基金之后，东方红也结合自身对于市场情况和投资者的理解，研发、创设相关产品。2020年6月份，公司响应协会养老产品系列化运作的号召，同期发行了3只养老FOF，是市场唯一一家同时发行一个系列不同风险等级养老FOF的公司。我们第一个养老系列产品的名字叫做“颐和”，取意颐养天和、颐养天年的意思。

目前，东方红资产管理已发行三只系列养老FOF产品，并向监管提交了养老目标日期型产品的申请，努力为广大投资者提供不同风险层次、不同锁定持有期的多元化选择，分别为：

东方红颐和稳健养老两年 FOF | 基金代码：009174

份额设置两年锁定持有期以上 10-25% 权益仓位

东方红颐和平衡养老三年 FOF | 基金代码：009183

份额设置三年锁定持有期以上 45-60% 权益仓位

东方红颐和积极养老五年 FOF | 基金代码：009184

份额设置五年锁定持有期以上 65-80% 权益仓位

东方红已经建立起较为完善的目标风险型基金产品线——东方红颐和和养老 FOF 系列，力争为投资者提供风险收益特征清晰的个人养老投资服务；此外，过去一年东方红内部自主研发了养老目标日期型基金下滑曲线，充分考虑公司权益投资能力与养老投资的长期需求，为公司未来养老投资业务布局奠定了坚实基础。

在客户引导与陪伴方面，“东方红万里行”系列客户服务与引导活动，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，分享价值投资案例、资产配置的理念，剖析投资中的心理误区，引导客户长期投资。

在推动行业个人养老金业务层面，早在2018年，在中国基金业协会的主办和号召下，为了帮助投资者实现有尊严地养老，东方红资产管理参与承办第二届“养老金与投资”论坛暨《个人养老金：理论基础、国际经验与中国探索》发布会，以“资产配置新时代”为主题，号召行业共同探讨资产配置的新机遇、新挑战，聚焦养老第三支柱建设，助力养老投资体系发展。

同年，公司参与了中基协个人养老金白皮书的撰写与发布。此外，公司还翻译了多篇海外个人养老金业务的论文，并参与《关于养老目标基金系列化发展的分析》、《养老金融产品比较研究》等报告的撰写。

公募基金在我国已有二十多年的发展，也是市场上最成熟的专业机构投资者。运作规范透明的公募基金产品一直以来都是全球养老金投资管理中的重要方式，特别是在第三支柱中发挥着极为重要的作用。

作为公募基金管理人，东方红始终秉承价值投资、责任投资、长期投资理念，积极参与国家养老金体系建设，推进公募基金服务于个人养老投资，实现个人养老金长期保值增值。

未来，伴随着个人养老金制度的落地，东方红将通过更加坚实的投研实力、更加丰富的产品体系、更加完善的客户服务，为更多的投资者带来专业化的金融资产管理服务，为社会养老金事业贡献更大的力量。

风险提示：

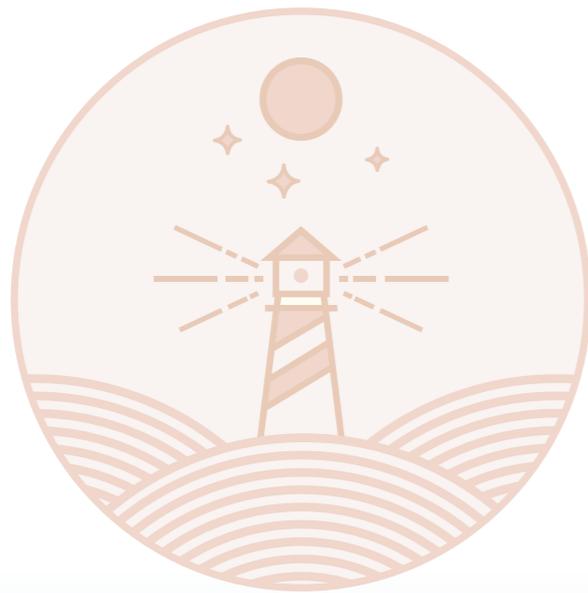
上述东方红颐和系列养老 FOF 基金为混合型基金中基金，是目标风险型基金，其预期收益及风险水平高于货币市场基金、货币市场基金中基金、债券型基金及债券型基金中基金，低于股票型基金和股票型基金中基金。上述基金“养老”的名称不代表收益保障或其他任何形式的收益承诺，上述基金不保本，也不保证最低收益。

基金的过往业绩及其净值高低并不预示未来业绩表现，基金管理人管理的其他基金的业绩不构成对本基金业绩表现的保证。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。投资者投资基金前，请认真阅读《基金合同》、《招募说明书》、《基金产品资料概要》等文件。如需购买相关基金产品，请关注投资者适当性管理相关规定、提前做好风险测评，并根据您自身的风险承受能力购买与之相匹配的风险等级的基金产品。

市场大幅下跌之时，我们可以做什么？

文 / 品牌部 万晶

东方红 万里行



今年以来，股票市场的下跌让投资者感觉迷茫和纠结，美国加息、国际地缘政治形势变化、国内疫情带来的影响何时能够恢复？权益类基金何时能止跌？投资者该如何决策？

面对这些疑问，我们不禁想来重新检视一下投资的真正内核。



正确认识权益投资的收益来源

其实，投资权益类基金，收益主要来自于三个方面：

- 第一，来自于基金所投资的上市公司股票的成长收益，由于公司生产经营状况良好、盈利不断增长推动内在价值的增长。
- 第二，基金所投资的股票提供的分红。
- 第三，在股市中低买高卖所带来的价差收益。

当股票市场出现下跌时，其实投资者只需要思考两点：股票市场长期发展逻辑是否发生了根本改变，你所投资的基金是否出现了投资思路的重大变化，如果没有，那么你无需过于担心。

1998年，巴菲特在佛罗里达大学商学院做了一场经典的演讲，巴菲特把重要的投资哲理用非常通俗易懂的比喻来告诉大家，有很多处谈到了长期投资，这些内容我们今天重温起来，依然极具启迪意义。

比如：

- 1、有的生意，我看不出十年后会怎样，我不买。一只股票，假设从明天起纽约股票交易所关门五年，我就不愿意持有了，这样的股票，我不买。
- 2、人们买完股票后，第二天一早就盯着股价，看股价决定自己的投资做得好不好，糊涂到家了。买股票就是买公司，这是格雷厄姆教给我的最基本的道理。记住，你买的不是股票，而是公司的一部分所有权。只要公司生意好，而且你买的价格不是高得离谱，你的收益也差不了，投资股票就这么简单。
- 3、我更愿意看到市场下跌，大跌的时候更容易买到好货，更容易把钱用好，要投资股票，这是你必须首先学会的一个道理。
- 4、有的人把买股票当成看赛马，那无所谓了，但如果你是在

投资的话，投资是把资金投进去，确定将来能以合适的收益率收回资金。

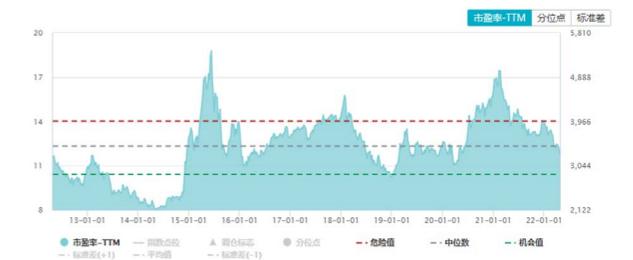
基金投资者要获得长期复合收益，也需要成为一名长期主义者。只要你对基金管理人、基金经理及基金产品做过认真的筛选和研究，在这些基本条件没有发生改变的情况下，其实不用过于担心基金产品短期的涨跌变化。

今年以来，俄乌冲突、美联储加息、国内疫情扩散等因素导致市场震荡下跌。当下，无论是沪深300还是中证500指数，估值水平达到了一个历史较低水平，配置价值在逐步凸显。

以沪深300指数为例，一年多前的市场高位时，2021年2月19日市盈率（PE-TTM）为17.41倍，位于过去十年99.14%的分位。而2022年4月22日，沪深300指数的市盈率已经跌至11.85倍，低于过去十年的平均市盈率12.25倍了。

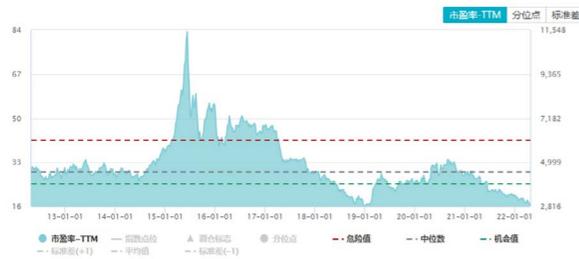
同样，4月22日中证500的市盈率（PE-TTM）为16.63倍，而过去十年的平均市盈率为32.04倍，处于过去十年市盈率的0.78%分位，估值性价比非常明显。

沪深300近十年市盈率图表：



注：数据来源Wind，统计区间2012年4月23日至2022年4月22日

中证 500 近十年市盈率图表：



数据来源：Wind，统计区间 2012 年 4 月 23 日至 2022 年 4 月 22 日

从估值的角度来看，相比一年前，现在的主要市场指数，如沪深 300 指数、中证 500 指数的投资风险已经得到了很大程度的释放，投资性价比可能更高了。

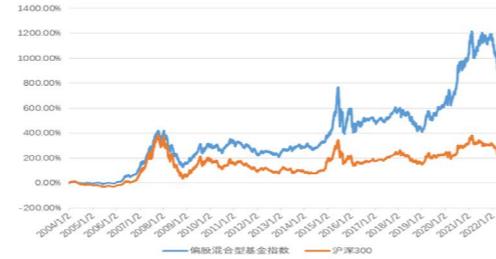
分析审视所持基金并锻炼良好心态

客观来说，没有一位手里持有基金的投资者愿意看到市场下跌，市场下跌意味着亏钱。然而，股票市场一直是高波动的市场，没有只涨不跌的市场，出人意料的走势是市场的常态。

在中国经济长期向好的背景下，尽管市场不乏波动和挫折，但资本市场的长期投资前景仍然是非常乐观的。当下的波动可能对投资者情绪产生了较大的负面影响，此时保持平和的心态就显得至关重要了。

值得一提的是，公募基金产品作为专家理财的代表，长期来看，更体现出专家理财的优势。以 Wind 偏股混合型基金指数（885001）为例，该指数以 2003 年 12 月 31 日为基日从 1000 点开始，截至 2022 年 4 月 22 日，达到 9758.03 点。这意味着如果投资者投资于该基金指数对应的产品，18 年多收益接近 10 倍。但是这期间偏股混合型基金指数也曾出现了多次大幅波动和调整，只不过每次下跌之后，仍然能够继续曲折向上攀升，最终呈现不错的长期收益。

偏股混合型基金指数与沪深 300 指数自 2004 年以来走势：



数据来源：Wind，统计区间 2004 年 1 月 2 日至 2022 年 4 月 22 日

只有在良好的投资心态下，我们才能更客观地分析市场、分析自己持有的基金，在合适的位置做合适的选择，才能更好地做到长期持有，做时间的朋友。

持有主动管理型基金的投资者，在这个震荡调整期，可以从基金管理人和基金经理人手去分析审视所持有的基金：

基金经理的投资风格是否发生较大变化？

基金的投资组合中的标的是否发生较大变化？

基金经理的过往业绩如何？风险控制能力如何？

经过一番检视，我们才能做到“优胜劣汰”，留下真正的好基金。

对于我们所面对的股票市场，投资者也应当有更加成熟理性的

心态：

第一，市场是不可预测的，我们需要敬畏市场。

从 A 股市场的历史表现来看，市场的不可预测性表现得非常明显，市场一直都在动态变化，我们对“敬畏市场”四个字应该

有更深刻的认识。正是由于市场的不可预测性，投资者需要保持谨慎，不要试图通过预测市场涨跌、进行择时操作来战胜市场。我们应该保持一个良好的心态，坚定长期投资理念。

第二，坚守自己的投资逻辑，不因市场涨跌而改变。

价值投资者关注的是投资标的的基本面，只要确定基本面没发生变化，价格低于内在价值，可以越跌越买。市场下跌的时候，投资者一定要清楚自己的投资逻辑，如果不够坚定，一会儿加仓，一会儿赎回，频繁操作，就很容易反复亏损。

第三，评估自己的风险承受能力。

评估自己的风险承受能力。很多投资者在选择基金时只看过往收益，盯着年化收益率，而对基金的投资风格、承担的风险却不甚了解。当投资者亲身经历市场大跌时，经历煎熬、焦虑、

纠结的情绪考验，可以真正审视自己能承受多大的回撤，适合投资什么类型的基金。

第四，做好资产配置，组合适度多元化。

做好资产配置，组合适度多元化。不同资产之间存在一定的负相关性，合理地、多元化地进行资产配置，比如权益类基金、固收类基金、货币基金的合理搭配，能够较好地分散风险，同时捕捉更多的市场机会。

投资是一件长期的事情，投资者要坚守信念，保持健康理性的

在中国经济长期向好的背景下，尽管市场不乏波动和挫折，但资本市场的长期投资前景仍然是非常乐观的。当下的波动可能对投资者情绪产生了较大的负面影响，此时保持平和的心态就显得至关重要了。

同心守“沪”，向善而行

三月以来，全国各地疫情反复，上海也经历着抗疫两年来最艰难的时期，疫情形势的发展牵动着每一位申城居民的心。在这场没有硝烟的战争中，无数一线工作者和志愿者“疫”无反顾组成守“沪”者联盟，以最美逆行者的姿态冲锋陷阵，全力以赴保卫着这座城市，保卫着每一个我们。秉承“感恩责任梦想”的企业文化价值观，东方红资产管理及全体员工都在为这场疫情防控攻坚战贡献自己的力量，共同筑牢疫情防控的战斗堡垒，共同期盼早日迎来如常的生活。

积极履行社会责任 开展防疫关爱项目致敬一线抗疫工作者

新冠肺炎疫情来势汹汹，为生活在上海的人们按下了“慢行键”，但与此同时，有一群人正拼尽全力奔跑起来。在这场没有硝烟的疫情阻击战中，广大疾控人员、医务工作者闻令而动、逆向而行，投身抗疫最前线。他们用无畏与无悔筑牢疫情防线，守护着整座城市每一个人的安全。同时，在这场抗疫战中，弱势群体的保障和服务工作也得到了社会各界的关注。全市养老机

构封闭管理期间，广大养老护理员老吾所老，逆向前行，奋战在养老服务和疫情防控的第一线，同心协力、日夜坚守，通过严格的封闭式管理和细致的内控措施，用家人般的贴心和温暖默默守护老人们的安全与健康。

病毒无情，申城有爱。在非常时期，东方红资产管理积极承担社会责任，秉承基金人服务社会的理念，响应上海市基金同业协会的倡议，同心聚力，通过公司旗下东方红公益基金会向上海市医药卫生发展基金会捐赠30万元，进一步支持“上海基金业致敬白衣天使专项基金”，帮助和激励奋战在本市抗疫最前沿的疾控人员和医务工作者。与此同时，公司积极响应上海市民政局部门的号召，通过旗下基金会开展养老机构护理员防疫关爱项目，为200名坚守岗位的一线养老护理员提供疫情关爱津贴，希望能够为坚守岗位的他们送去一份温暖与贴心问候。

逆行驻场 守护持有人的每一份信任

随着上海疫情防控管理要求的不断升级，在公司疫情防控领导



疫情之下，东方红上下齐心，团结友爱，共同对抗这场没有硝烟的抗疫阻击战；非常时期，东方红用责任、信念和坚守，谱写出一个个动人的故事与精彩瞬间；特殊阶段，东方红“疫”不容辞，奉献担当，为金融服务平稳有序，维护投资者利益保驾护航。疫情无情，每个人都是一束光，点点微光终将汇成照亮时代的炬火。

小组的统一部署和领导下，公司三月中旬开始推行部分线上办公，此时，包括经营管理层和基金经理在内的大多数同事依然坚守岗位，驻场办公。办公室里，行军床已成标配；网络云端，协调工作之余也总是多了一句“注意防护”的问候。而从四月全市进一步实施分区域封控管理至今，公司核心业务岗位的35位领导和同事（其中有9名同事响应第一轮复工复产号召回归岗位）便开启了7*24小时的驻守，以公司为家，保障各项业务平稳有序运转，切实保护客户利益。他们中有来自权益和固收团队的基金经理和投资经理，也有来自交易、信息技术、合规、风控和客户服务等公司业务支持模块的中后台同事们。“市场在哪里，我们就在哪里”，疫情之下的东方红人始终牢记自己的责任使命，以实际行动坚定履职，奉献担当，为客户的每一份信任保驾护航。

挺身而出 请缨社区战“疫”

从来没有从天而降的英雄，只有挺身而出的凡人。疫情封控期间，居家办公的东方红人也没“闲下来”，积极响应所在街道

及居委会的号召，投身社区战“疫”一线。其中，有开展小区防疫信息和物资采购信息宣传工作的公司领导，有配送物资保障居民正常生活的基金经理，有作为“团长”解决特殊时期物资难题的销售精英，还有作为楼组长协调楼栋居民开展各项防疫工作的中后台同事。攻坚战中，职场之外的东方红人同样冲在前线，志愿服务，温情关爱，高效行动，绝不畏缩，为社会尽责，为抗疫工作贡献力量。

疫情之下，东方红上下齐心，团结友爱，共同对抗这场没有硝烟的抗疫阻击战；非常时期，东方红用责任、信念和坚守，谱写出一个个动人的故事与精彩瞬间；特殊阶段，东方红“疫”不容辞，奉献担当，为金融服务平稳有序，维护投资者利益保驾护航。疫情无情，每个人都是一束光，点点微光终将汇成照亮时代的炬火。

我们相信，“信心”是最好的疫苗，万众一心，跬步千里，每一颗奋斗的种子都会努力生长，破土而出，带来新的硕果累累。

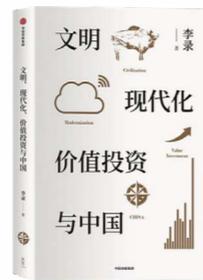
面临纷繁多样的书籍，该怎样选择？我们跟您一样，曾经被这个问题困扰。

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。

东方红悦读会荐书四则

4月23日是世界读书日，东方红资产管理开展了为期一周的“东方红读书周”线上分享活动，以书友会，阅见更好的自己。以下四篇荐书均来自读书周线上分享。



读《文明、现代化、价值投资与中国》，坚持做长期正确的事

本书的可读性非常强，且远远超出了投资经典的范畴，更像是经济学领域的人类文明简史。其上篇从人类文明的演化，推演经济文明的过去和未来，可谓气势磅礴，立意恢宏，脍炙人口。而作者希望从中引导读者建立的，正是价值投资中最为重要的复利思维。贯穿近万年的农业文明因马尔萨斯陷阱的存在，最终走向衰落；而工业文明给予人类的馈赠就在于只要能保持货

币总量提升、维系自由市场、保障机会平等制度，就能依靠复利的机制持续创造价值。上篇最后落脚在中国改革开放四十多年来的文明演进奇迹，游弋于文明演进的历史洪流中，对中国未来几十年经济文化、社会政治可能的演进方向做了顺理成章的设想。

下篇的演讲和书评集锦，进一步展示了作者对价值投资的深刻理解。“在鱼多的地方捕鱼”的投资原则，和站在文明发展基础上看多中国的伟大洞见，都成就了其“中国巴菲特”的美誉。股票价格代表的是市场对公司价值的评估，每次出现因过度悲观或乐观情绪带动的市场涨跌，都是价值投资者获取长期超额收益的重要来源；投资的本质是对未来的预测，因此需要留有足够的安全边际；价值投资者应明确树立自己的能力圈，在能

力圈范围内投资，同时尝试不断拓展自己的能力圈。

投资是如此，人生亦是如此。价值投资的理念放在生活中便是一种信仰的投射：不流连沉溺于短期的、表面的诱惑，用足够的耐心和智慧去迎接每一次起伏，坚持做难而长期正确的事。愿我们都能做人生路上的价值投资者。



读《逃不开的经济周期》，感受并尊重周期的力量

本书通过丰富生动的经济故事再现了经济周期发展历程，读来更像一本三百年来经济学的编外史。“经济周期”概括来说，是出现在市场经济国家的，整体性、周期性的经济波动。这个概念如今很容易被解释，但事实上，从经济周期这种现象出现，到它作为一个专门的概念被提出，经历了漫长的探索过程。面对经济危机的反复出现，学者们起初认为每一次危机都是由特定的冲击或者失误造成的，是可以规避的；但朱格拉的研究成果让人们意识到，危机的发生是周期性的，繁荣、衰退、萧条、复苏的循环轮动，经济发展的循环往复更像是一种“逃不开”的宿命。各经济学派对于经济周期的探索方向，也逐渐从“逃离”转向了“共生”，试图寻找经济发展的规律。

全书通过丰富的金融历史故事，向我们展现了经济周期的真实

存在。经济波动是必然存在的，可能被干预或修正，但无法彻底消除。尽管经济学家们一直致力于寻找领先于周期的经济学指标，希望通过预测实现对危机的提前干预，但危机仍旧不时地发生。

正如“创新理论”鼻祖约瑟夫·熊彼特所言，“周期并不像扁桃腺那样是可以单独摘除的东西，而是像心跳一样，是有机体的核心。”了解过去的周期，接受市场发展的规律，给我们许多启示。市场是复杂而难以预测的，而周期循环的思想告诉我们，繁荣与衰退一直都会相生相依，困境也一定会过去。承认周期的存在，尊重周期的规律，知道我们身在何处，克服市场短期波动下滑带来的心理震荡，把握未来的趋势，才能踩准投资节奏，帮助我们更有效地进行资产配置。



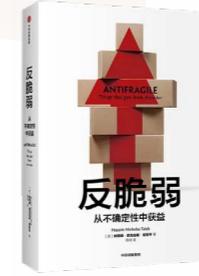
读《长线：资本集团的成功之道》，关注长期，以人为本

作者在书中深入浅出地介绍了资本集团的发展历程、独创的多元顾问制度、企业文化价值观、投资理念、组织结构、管理智慧等方面内容，同时还用较多的笔墨描绘了集团背后一些传奇人物的鲜明形象。与其他公司传记不同的是，本书没有以编年顺序展开，而是分成了不同的主题，以便更加有侧重、系统性地阐述。在作者梳理的诸多成功因素中，有几点尤其值得关注：

- 1、注重长期：这是资本集团的核心价值观。集团创始人乔纳森·贝尔·洛夫莱斯深知，只有始终如一地为投资者真正的长期利益服务，才能打造一个强大且不断成长的行业巨人。因此，他将呵护客户的长期利益深深内化为资本集团的文化基因，坚决对短期有利可图但长远来看会伤害投资者的行为说“不”。尤其是当大多数共同基金对个人投资者鼓吹短期的绩效、明星基金经理、大打广告来树立品牌识别度和公共认知度的时候，资本集团却在让自己的销售队伍默默地向投资人灌输长期投资的理念，构建信任。最重要的是，他们给自己设定了合理的发展预期，那些在牛市中输掉的市场份额，都会在日后的熊市中通过产品创新和相对较高的客户留存重新夺回来。
- 2、尊重人才，以人为本的管理：一个投资公司赖以生存的基本就是其员工的能力、性格、动力和价值观。资本集团深谙这一点，因此公司在人员聘用上非常严谨认真，希望通过较为“漫长”

的招聘周期及入职培训计划，帮助面试者和公司双方互相充分了解并确认“合适”。对于最终加入的人才，公司鼓励他们充分发挥所喜所长，创造条件给他们找到自己位置。比如在资本集团，不是每一位研究员都要转换到基金经理的岗位才算晋升和发展，每一条路都由个人选择，当研究员认为自己准备好的时候，也可以兼任基金经理。资深研究员不仅薪酬与基金经理没有差别，而且地位也会相应体现。与其说资本集团从事的是投资行业，不如说其着力于开发个人和团队能力，以便让他们做出最佳的投资决策，并为客户提供最优质的服务。

3、创新分散风险的组织模式——“多元顾问制度”：这一制度可以被称作资本集团的革命性创新，设计缘由是为了解决公司发展一定规模所面临的个人膨胀、企业机会主义、以及基金经理灵活度下降等问题。简单来说，就是将每一只基金分成几个不同的部分，分别由不同的基金经理管理，基金经理可以对自己负责的部分（通常是他们最擅长的部分）直接做出自主决策。这个制度的优点在于杜绝了对明星基金经理的依赖、增强了激励，使得评定结果更客观，也增进投资组合的多元化等。从结果来看，这个制度被证明是一个非常完善且有效的工具，不过，该制度实施起来异常复杂，并非可以轻易学习模仿，但其中有关分散风险、增进组合多元化、灵活管理的核心思路仍值得引以为鉴。



读《反脆弱》，拥抱未知，从不确定性中获益

对于本文开头的问题，《反脆弱》一书提出了新的认知：风险是无法提前规避的，一切事物都会从波动中获得收益或遭受损失，事物的发展从来都是非线性的，只有理解风险，提高自己的反脆弱性，才能利用风险获得收益。

塔勒布把所有事物分成了三类，分别是脆弱类、强韧类和反脆弱类。这种分类的方法很特别，也是塔勒布反脆弱研究的基础。脆弱类的事物喜欢稳定的环境，一旦环境发生变化，很容易被摧毁。比如，在希腊神话中头顶悬剑的达摩克利斯，就是脆弱的。那把剑由一根马尾巴毛系在房梁上，随时可能落下取他性命，只是没人知道它什么时间落下。第二类是强韧类的事物，这类事物不随环境的变化而变化。浴火重生的凤凰就是强韧的。第三类事物，也是本书重点探讨的，就是反脆弱类的事物。外界的环境越波动、越随机、越混乱，反脆弱的事物不但不会受到伤害，反而能利用这种波动的环境茁壮成长。神话中每次被砍去一个头就会再长出两个头的九头蛇怪就是反脆弱的，外部攻击不但没有消灭它，反而会让它更强大。

因此，如果要在充满不确定性的环境中不断成长，每个人、每个组织都需要拥抱未知，把自己变成一个反脆弱的系统，在挫折中成长。所谓“越挫越勇”，就是这个道理。

那么，如何建立自身的反脆弱系统？本书给出了三步建议：降低脆弱性，采用杠铃策略，以及理性积极地出击，这三个步骤层层递进。降低脆弱性是指要减少让自己暴露在致命风险当中的概率，从源头降低遭遇危机的概率。降低脆弱性后，就可以采取第二步——杠铃策略。杠铃两头重中间轻，对个体而言，则是指需要重视极好与极坏两种极端情况，规避中庸情况。例如，你可以把大部分的精力与资源放在收益确定、风险足够小的事情上，同时把少量资源放在风险很高、收益也可能很高的事情上，最后放弃那些中等风险和中等收益的事情。第三步，如果想获得更多收益，则需要理性积极地主动出击，在遵循杠铃策略的基础上，通过有意识地试错，控制损失成本，设法提高遭遇正面“黑天鹅”事件的几率。

诚如桥水基金创始人瑞·达利欧所说，“确保发生不可接受情况（即毁灭或灾难）的概率为零”。我们无法提前预知风险，负面“黑天鹅”事件随时可能发生，但提升自己的反脆弱性，可以帮助我们理解风险，拥抱未知，并在不确定性中不断成长。