

东方红悦读

issue 12
2013 年11月



更多即时资讯，敬请扫描二维码关注东方红资产管理微信账号

新常态 新常态 新平衡

热烈祝贺公司首家获证券公司公募基金业务资格



把握新世界

秋，一个收获的季节。在这个季节里，我们喜获证券公司第一张公募基金业务牌照，将为更广泛的投资人服务；我们敲响了东证资管-阿里巴巴专项计划的上市宝钟，在创新的道路上继续前行。

业务的拓展、创新的步伐，背后是长期以来的专注与坚持，正如公司董事长所言，公司的核心价值观和发展思路不会变化。追求绝对收益是我们的根本理念，寻找满意的客户，以专业化投资为基石，让客户满意。

过去十多年来，我们一直专注于核心竞争力的培养，希望打造可复制的人才队伍，并一直坚持做大概率的事。因为我们认为，资产管理行业发展的两大核心驱动力来自于优异的投资业绩和卓越的创新精神。人才队伍建设自然是重中之重，我们不仅注重业务能力的提升，更注重品质的培养和视野的拓展，本期我们特别推荐封面故事。

虽然人不能两次踏进同一条河流，但我们却总愿意停留在自己固有的思维定式里，总对周遭的变化熟视无睹，总在纷繁的矛盾中难以寻找到平衡点。之于投资，我们更需要及时认识变化，勇敢打破旧常识，在纷繁芜杂中保持平衡，学会审时度势，与时俱进。之于工作，之于生活亦然。





Contents

卷首语 Preface

把握新世界

媒体 Orient Interview

01 证券公司首张公募基金牌照出炉
东方红资产管理拔得头筹
专注于核心竞争力的培养

03 券商资管亮相公募舞台 剑指“绝对收益”
泛资产管理时代渐行渐近

东方红·观察家 Orient Observation

05 金融业成功的关键在于视野与品格
寻找满意的客户，让客户满意

封面故事 Cover Story

09 新常态 新常态 新平衡
阅读是连接东方与西方文化的桥梁，是连接新与旧的桥梁，是连接世界美好与希望的桥梁

东方红·策略 Orient Strategy

15 积极布局新一轮结构性行情
以改革为主线，以转型为方向

东方红·产品 Orient Products

20 东方红系列产品近期开放期一览

东方红·观点 Orient View

21 投资主办人看市场
对未来经济改革及由此所释放的发展潜力持乐观看法

东方红·仪式 Orient Ceremony

27 东证资管－阿里巴巴专项计划登陆深交所
有利于推进整个资产证券化业务的快速发展

29 发展资产证券化 盘活存量 服务实体经济
东证资管－阿里巴巴专项计划在深交所挂牌，是一次成功的破题

东方红·专题 Orient Feature

31 东方红资产管理涉水类信贷资产证券化
引入多种创新模式
建立起比较优势，抢占发展先机

34 信贷资产证券化的前世今生
信贷资产证券化的发展已渐入佳境，潜力无穷

东方红·智慧 e 站 Orient Wisdom

37 国王的像
看到优点，善用优点

38 自我欺骗
把自己的特长发挥到极致

东方红·人 Orient People

39 博学笃志 神闲气静
以沉着的勇气和沉静的心态去快乐地拥抱变化

Contents / 东方红 目录

东方证券资产管理有限公司
ORIENT SECURITIES ASSET MANAGEMENT COMPANY LIMITED



主办
东方证券资产管理有限公司

编委会主任
王国斌

编委
陈光明、任莉、姜荷泽、顾凌云

主编
曹玥

责任编辑
吴芳澜、高义、钱慧、王之光、熊倩茜、刘小月

地址：上海市中山南路318号
东方国际金融广场2号楼31层

邮编：200010

总机：021-63325888

传真：021-63326981

电子邮箱：dfhjl@orientsec.com.cn

客服热线：95503

公司网站：www.dfham.com

微博：东方红资产管理 weibo.com/dfham

声明

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

本材料并非宣传推介资料，也不构成任何法律文件。

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

p 03



p 05



p 09



更多服务，
敬请扫描二维码
关注东方红资产管理微信账号

证券公司 首张公募基金牌照出炉 东方红资产管理拔得头筹

66

公司业务创新的三大主要原则是，首先是风险可控；其次是围绕优势领域或能够建立起核心竞争力的领域延伸拓展；三是有适当的利润空间。



创新基因植入机理

东方红资产管理除了十多年来一直专注于核心竞争力的培养，不断提升主动管理能力外，还将创新基因植入团队机理。

今年 6 月底获批的东证资管 - 阿里巴巴专项资产管理计划引发业内广泛关注 and 高度评价。作为管理人，东方红资产管理立足客户需求，通过产品创新，满足了投融资客户的需求，为券商资管服务实体经济，为支持众多小微企业和个人创业者融资进行了有益尝试，实现了多方共赢。

不仅如此，回顾券商资管行业的发展历程，东方红资产管理一直立足于客户需求，致力于创新。2005 年券商大集合产品开始试点，同年作为首批产品的东方红 1 号集合资产管理计划成立；2010 年，业内首只小集合产品东方红 - 先锋 1 号成立；2011 年推出业内首只专注于定向增发市场的东方红 - 新睿 1 号，以及首只折价主题产品东方红 - 新睿 2 号；2012 年，业内首只分级大集合产品东方红 - 新睿 4 号成立，产品创新一直走在行业前列。

东方证券资产管理有限公司总经理陈光明曾表示，公司业务创新的三大主要原则是，首先是风险可控；其次是围绕优势领域或能够建立起核心竞争力的领域延伸拓展；三是有适当的利润空间。

在陈光明先生看来，资产管理行业发展的主要驱动力有二：一是专业的资产管理能力，即通过在特定领域构建比较优势，在同类型中做到最好最优，为客户创造长期、稳健、优良的投资收益；二是卓越的创新精神，即以满足客户需求为导向，凭借卓越的创新能力和通过投资理念和交易方式的创新，最快最好地满足客户的需求或潜在需求。完

首张证券公司公募基金业务牌照出炉。国内首家券商系资产管理公司——东方证券资产管理有限公司再度拔得头筹，成为首家获得“公开募集证券投资基金管理业务资格”的证券公司。

分析人士指出，东方红资产管理一直是券商资管行业的领跑者，自 1998 年起开始从事客户资产管理业务至今，不论从团队建设、产品创新，还是投资业绩都可圈可点，主动管理能力广受投资者好评，此番再次拿下首张公募牌照实为众望所归。

稳健发展源于专注

“作为国内首家获批成立的券商系资产管理公司，东方证券资产管理有限公司本次再次成为首家从事公募基金业务的证券公司，绝非偶然，得益于多年稳健发展。”分析人士说。

资料显示，东方红资产管理的前身为东方证券资产管理业务总部，自 1998 年开始开展客户资产管理业务。随后十

2013 年
首家获得券商基金业务资格

年多里，东方红资产管理团队一直专注于核心竞争力的培养，以追求绝对收益为目标，坚持长期价值投资，致力于在自己能力范围内寻找大概率取胜的投资机会，力争在不确定的市场环境下把握确定性的投资机会。

2012 年
首批获得险资委托投资资格

2010 年
首家获证监会批准设立券商资产管理公司

特别值得一提的是，东方红资产管理团队的人才培养体系，团队自 2007 年开始从著名高校挑选学生进行自主培养，目前已形成科学的人才梯队，并秉持共同的价值投资理念，在业内以专业稳定而著称，投资团队平均证券从业时间超过十年。

2005 年
首批开展券商集合理财业务

2002 年
首批获得客户资产管理业务资格

长期的专注与坚持和长期优异的投资业绩，让东方红资产管理在业内拥有良好的口碑。资料显示，今年 1-6 月，东方红资产管理新成立集合产品超过 15 只，其中半数以上产品均因投资者申购踊跃而提前结束募集，获得中高端投资者的广泛认可。

1998 年
开始从事客户资产管理业务



券商资管亮相公募舞台剑指“绝对收益”

分析人士指出，开展公募业务后，证券公司资产管理业务及产品种类将更齐全，既包括小集合、定向计划、专项计划的私募类产品；又包括 1000 元起点公募基金产品，有望满足更广泛投资人的多层次需求。

资料显示，证券公司资产管理业务主要分为三大部分，一是集合资产管理业务，产品分为 5 万或 10 万起点的大集合产品，以及 100 万元起点、参与人数 200 人以下的小集合产品；二是定向资产管理业务，定向产品主要为客户提供“一对一”的高端定制服务；三是专项资产管理业务，主要以资产证券化业务为主。

此次，证券公司开展的公募基金业务，最直接的变化就是产品投资门槛的降低，以往大集合的投资门槛为 5 万元或 10 万元，而基金的门槛为 1000 元，投资门槛的降低将有利于更多投资者的参与。

“泛资产管理时代，对于投资人而言，将有更加多样化和符合自身需求的投资理财产品可供选择；对于管理人而言，既是机遇又是挑战，差异化竞争、立足优势做出特色将是各类财富管理人的取胜之道。”业内人士对此表示。以证券公司资产管理业务为例，其一直以追求绝

对收益为目标，而基金业主要以追求相对收益为主，此次券商资管的加入有望为公募基金业注入新的发展动力。

据悉，券商资管行业追求绝对收益的理念贯穿于产品设计、投资管理、考核等多个方面。在产品设计上，券商集合产品主要以提取业绩报酬为主，一般规定产品超过一定的年化收益率，管理人才能提取业绩报酬；其次，集合产品一般具有的封闭期，有利于管理人投资管理；第三，考核周期也相对较长，更注重长期业绩。

与此同时，证券公司从事公募基金业务在研究能力、销售渠道、客户等方面拥有一定的比较优势。据了解，此次获得首张证券公司公募业务牌照的东方证券资产管理有限公司，在过去 15 年的发展历程中，一直坚持核心竞争力的培养，走主动管理路线，不断开展产品及业务创新，旗下集合产品超过 40 只，涵盖权益、固定收益、量化投资、FOF、现金管理等多个领域，在业内以专注、发展稳健、长期业绩优异而著称。

对于已经到来的公募业务，东方证券资产管理有限公司总经理陈光明表示，公司将继续坚持一贯发展思路，将投资人回报作为根本立足点，以专业的投资管理能力和卓越的创新精神，为投资人提供多层次多方位的投融资解决方案。完

66

差异化竞争、立足优势做出特色将是各类财富管理人的取胜之道。”



金融业成功的关键在于视野与品格

文 | 中国证券报记者 朱茵



王国斌先生，业内公认的投资界元老，同时也是东方证券资产管理有限公司的灵魂人物，如今他将带领他的明星团队杀进公募基金领域，成为首家“跨界”的券商系资产管理公司。

追求可复制的“绝对收益”是他一贯的坚持，“寻找满意的客户，让客户满意”是他不变的追求，这样一位睿智的顶尖投资人，他的加入将给基金市场带来什么样的意外惊喜？

“让客户满意”

据悉，东方证券资产管理有限公司即将上报第一只公募基金产品。从1998年开始从事资产管理业务，到2010年成立第一家券商系资产管理公司，到如今第一家获得公募基金业务资格的证券公司，业务横跨公募和私募资产管理领域……基金业内不少人感言东方红资产管理不可小觑。

东方红资产管理的发展，一方面得益于金融改革的大背景，另一方面得益于公司多年的专注与坚持。

66

第一，追求绝对收益；第二，团队是可以复制的，业绩是长期的；第三，要找到满意的客户，然后让客户满意。所以不会以规模为导向。

近年来，财富管理门槛正被逐渐打破。2013年6月1日起，证券公司、保险公司以及专门从事非公开募集证券投资基金管理业务的资产管理机构等可以向证监会申请开展基金管理业务，证监会将依法核准其业务资格。两个月后，东方证券资产管理有限公司成为首家获得公募业务资格的证券公司，也是首家非基金公司获得基金业务资格，迈出了泛资产管理进程中实质性和具有标志意义的一步。

作为东方证券资产管理有限公司的董事长，王国斌先生自1998年开始组建团队从事资产管理业务，15年间聚集了一群志同道合并秉承共同价值投资理念的投資人，是业内最为稳定的团队之一。

上一次采访王国斌先生是在三年前，彼时，公司是首家获批设立券商系资产管理公司，对于未来发展，他坦言：第一，追求绝对收益；第二，团队是可以复制的，业绩是长期的；第三，要找到满意的客户，然后让客户满意。所以不会以规模为导向。

三年后，当记者再次坐在他办公室里，他说，开展公募业务是公司的战略选择，是公司业务的拓展和延伸。公司将根据新《基金法》及相关法规的要求进行调整，比如公司组织架构、产品设计、信息披露、合规风控等等。

“公司的核心价值观和发展思路不会变化。”王国斌先生强调说。公司仍将继续以追求绝对收益为根本理念，“寻找我们满意的客户”，以专业化投资为基石，“让客户满意”。他补充说，“让客户满意”其中的含义有两层，一是要为客户带来良好的回报，“我们追求的不是暴利，而是持续的长期的适当的回报”，二是要满足客户多层次多方位的需求。

解密东方红资产管理基因图

在业内，东方红资产管理的一些独特之处不断为外人所关注，除了良好业绩这一不变的标签外，还有在2012年券商资管通道业务大行其道时，他们较少参与，专注于主动管理领域，今年推动的首单小额贷款资产证券化项目，加上这次率先获得公募资格……是什么内在的动力让他们在行业内特立独行？

观察东方红资产管理的发展路径，不难发现，在过去15年的发展历程中，他们一直注重核心竞争力的培养，初期以选股精准、长期业绩优异而闻名于圈内；随后在权益类投资领域建立起的比较优势让公司获得长足发展；今年以来公司的主动管理能力和创新能力，以及专注稳健的发展模式备受赞誉。

作为一家资产管理机构，面对的不仅仅是A股市场的涨跌起伏，还有行业发展的风起云涌，不管是做投资，还是公司发展，要想取得长期持续的胜利并不容易。王国斌先生常告诫员工：在持续的商业“赛跑”中，保持良好的纪录很重要，没有近道可抄。

与王国斌先生交谈，总能感觉他的哲思睿智。对于团队的建设和公司的发展，他总有着常人难以企及的耐心，比如，他强调品格的培养，甚至认为一家公司的力量应源自其内在的品格，因为“能力能让你到达巅峰，但只有品德能让你留在那里。”

和团队几位不同核心成员接触，就会发现一些共性：他们提倡做大概率的事，讲究可复制性；他们讲究练好基本功，丰富完善自己的工具包，做自己擅长的事；他们注重核心竞争力的提升，注重建立自己的比较优势，开展创新业务要紧紧围绕自己的优势领域不断拓展，或是能够建立起自己核心竞争力的领域；他们有理想有梦想，在公司内部提倡“感恩、责任、梦想”，力争做一家受人尊敬的资产管理公司。

发现金融之美

基金业发展至今，已是一个充分竞争的行业，有赞誉也有指责。作为新进入者，而且是一家客户群集中在中高端客户上的券商资产管理公司，东方红资产管理未来的发展路径将是怎样的？

面对这一问题，王国斌先生首先表示，对于整个金融业，包括基金业，人们的看法总是毁誉参半，要么给他们贴上“高帅富”的标签，认为是社会精英，拥有高学历、高薪水；要么就被打入深渊，与自私、贪婪、唯利是图、市场秩序的扰乱者等划上等号。原因在于大家对金融的社会贡献不是很清楚。

如果从金融的本质来看，金融提供必要的激励机制，将分散的个人目标结合在一起，将我们的创意转化成各种重要的产品和服务。金融的存在是为了帮助实现目标。目标可以是支付我们孩子上大学的费用、退休后的经济保障、新开一家咖啡馆、建立一套完整的社会保障体系等等。显然，通过金融，我们能够帮助社会创新、促进繁荣、促进公开、平等，保障每一个人。可以说金融机构与民众之间的联系是维系社会运转的最基础的关系。

“如果我们能在这个体系和大背景下，来思考我们能对整个社会经济做出怎样的贡献，怎样做出更大、更持久的贡献？那么，基金业、整个金融业的从业者才能真正走在康庄大道上。这也是从业者能够感受到的金融之美。”王国斌先生说。

66

中国与世界在政治、经济和社会的联系愈加紧密。这对投资最主要的影响有两点，一是从全球化角度去考虑投资，二是从资产图谱思路去做配置。

今年6月底获批的东证资管-阿里巴巴专项计划就是很好的案例。这个项目主要是为了满足电商平台上小微企业的融资需求。东方证券资产管理有限公司作为管理人，与阿里小贷、其他银行、律师事务所、会计事务所、评级公司等多方合作，最终满足了融资人和投资人的融资和投资需求，让电商平台上每一个经济主体都能平等地享受金融服务，让投资人获得低风险收益稳定的理财产品，也让证券公司更好地服务于实体经济，最终实现了多方共赢。

东方红资产管理团队成员说，董事长常常提醒，很多习以为常的观点和方法，逻辑也可能不一定对；世界在变，经济版图在变，身边的一切在变，但很多缓慢的变化，我们可能不会去想或者不会意识到；此外，还有很多矛盾需要去平衡，比如生活与工作，比如公司战略与战术等等。“拉长时间、大量阅读、独立思考，能够帮助我们构建新的常识、洞悉新的常态、掌握新的平衡。”这是王国斌对公司所有员工的建议。

中国经济正在走出底部

当记者问及目前的经济形势，他直言，中国与世界在政治、经济和社会的联系愈加紧密。这对投资最主要的影响有两点，一是从全球化角度去考虑投资，二是从资产图谱思路去做配置。

对于中国经济，资本市场很多人担忧明年压力比较大，部分外资投行甚至推测中国经济可能会崩盘，但在王国斌看来，这些人士过于悲观，他认为，中国经济本身早就已处在金融危机当中，目前恰恰正在从危机中逐渐走出来。

他认为，去年11月之前，钢贸企业出现资金断裂现象，部分银行的钢贸相关贷款无法正常收回本息，其实这时中国已经进入了金融危机，钢贸危机只是宏观经济出现问题的一系列微观信号中的一个，是压垮骆驼的最后一根稻草。

王国斌先生表示，之所以中国金融危机不像欧美主权债务危机、次贷危机那样全面爆发，原因在于中国的很多市场发展尚不完善，市场是割裂的，而且金融市场的深度和广度都不够，金融链条短、抵押物大都有实实在在的资产，再加上政府信用担保，因此危机发生时一般不会发生连锁反应，各个分割的市场会各自分阶段消化自身的问题，政策也可以轮流去化解。他认为，这其实有利于中国走出危机。

对于经济增长的动力，王国斌先生比较乐观，钢贸的信贷危机已经在逐步消化，光伏行业在复苏，各行业新的支持政策都在陆续出台当中，铁路、棚户区改造、环保、食品安全、医疗健康消费、信息消费和信息安全、上海自贸区、深度城市化、文化娱乐消费等，都得到了政策的大力支持，政府也在加快行政体制改革，这些改革红利都会给中国经济带来强有力的支持。王国斌认为，随着政策逐步明朗，各种泡沫的破裂，中国企业家的创造力在复苏，目前中国经济已经开始从底部往上走，最坏的情况已经过去。

此外，他理解全球经济的命门是石油，而不是仅仅判断美国QE会不会退出。他说，研究宏观经济必须要看国际上各个国家的国际收支状况，以及他们的比较优势、竞争优势何在。中国与十年前相比，竞争对手已经完全改变，这是我们目前碰到的最主要问题之一。美国的竞争优势很明显，它有巨额的服务贸易盈余，这是全球任何国家所没有的。最近谈论较多的TPP协议，也正是美

国为维护自身在服务业贸易领域的核心利益所推动的一个多边贸易协定。此外，美国国外投资回报非常高，说明美国的企业管理效率很高。

但观察其他新兴市场，除中国有强大的制造业能力以外，其他新兴市场国家很多都很脆弱，过去建立的竞争优势并不牢固。中国有巨额的贸易盈余，外汇储备非常庞大，但印度、土耳其、南非、印尼等国的贸易盈余、外汇储备都很少，石油消费主要依靠进口，因此，石油一旦涨价，这些国家的通胀会迅速上升，不多的外汇储备也会被迅速消耗殆尽甚至大规模外流，本币则立即出现显著的贬值压力。中东国家以前的最大买家是美国，但以后最大买家可能会是中国，中东国家与中国的关系也将发生变化。中国未来经济的命运取决于我们能否用我们的产品和服务去换回我们需要的能源和技术。

中国数十万亿居民储蓄存款将逐渐转化为各类资产，理财市场充满巨大机遇和挑战。王国斌先生认为，投资管理人当前迫切需要做的，就是在全球视野之下，建立资产图谱的概念，需要全方位地关注不同领域资产之间收益率的变化，帮助客户更快更及时地捕捉投资机会。完



今天我主要想和大家讲讲投资和大量阅读的关系，不一定对，供大家参考。我们每个人在做投资时，都面临许许多多的不确定性，这些不确定性根源于我们对世界认知的不足。庄子说，吾生也有涯而知亦无涯。对复杂世界的认知需要我们理解新常识、新常态和新平衡，而大量阅读后的独立思考可以帮助我们构建新常识、洞悉新常态、掌握新平衡，从而在投资上能够与时俱进，有的放矢。

构建新常识

投资过程中常识非常重要。我们需要经常反思哪些常识已经不合时宜，常识来自于哪里，我们要经常审视。可以说很多常识在某些意义上存在一些误解和思维缺陷。成语井底之蛙、夜郎自大、刻舟求剑、守株待兔等都是用来形容每个人自身看问题视角的不足，涉及到我们视野的局限性。

井底之蛙觉得天只有井口那么大，因为它看不到别的地方。中国人有很强的夜郎自大的思维逻辑，比如为什么我们会叫中国，因为我们自认为是“中央之国”，我们缺乏拥抱世界的海洋文明。随着生活阅历的丰富，我们会慢慢发现，过去从小学、初中到大学接收的很多常识可能是不对的。经过革命，贵族都杀光了，世界各地的很多建设都没有前瞻性。我们很多大城市小区车位不够、教育、医疗资源不足，公共设施匮乏，这些都是根据当时的常识做的决策。

新常识

新常态

新平衡

本文根据东方红资产管理董事长王国斌先生
内部讲话整理



洞悉新常态

我想说的第二点是新常态。为什么要讲这个？世界在变，但是你变了没有？你若没有进行大量的阅读，你就不会去想，也不会意识到世界在变化，或者有这个念头也是一闪而过，我常提醒大家过去的成功为今天的失败埋下种子，就是这个道理。物极必反的道理也普遍存在，失败乃成功之母，成功也是失败之母。

新常态这个词最先由美国的“债券大王”比尔·格罗斯 (Bill Gross) 提出，我觉得可以成为我们思考问题的框架。因为互联网的普及，尤其是移动互联网，整个世界都在迅速变化中。我们需要及时洞悉我们的工作、学习、娱乐、生活、医疗、出行等方方面面的变化。此刻，对我们而言，最重要的是去理解世界正在演变成怎样的一种新常态，未来 5 年 10 年之后会怎样，很多东西一定会超越我们过去的经验，我们要辨识未来的趋势。投资中要辨识周期或趋势、噪音或信号的异同。新常态就是信号和趋势。

美国著名科学哲学家库恩在 1962 年《科学革命的结构》一书中，开创性地提出了“范式”这一概念，对于我们理解“新常态”的概念有积极意义。在高中时，我偶然的会买了这本书，现在还保存着，它对我后来看待世界的方式影响极大。传统观念认为科学发展具有积累性和直线性特点，而库恩的“范式”分析则指出科学发展具有“革命模式”：首先，范式要建立在重大理论成就的基础上，能为后来研究者提供一个共同的框架；其次，科学研究的转变不是研究对象的转变，这种转变根本在于范式的转变；科学的历史不是知识的连续积累，而是范式替代过程中间断性的转换过程；再次，不同范式之间不存在共同的评价标准。范式在转变过程中有显著的断裂特征，在范式转换期间知识不具备积累性。

对于投资而言，库恩的“范式”规律同样适用于此。因为随着社会、经济、市场的演变，我们的投资策略常常会发生革命性的转变。尽管我们的投资对象几十、上百年来都是股票、债券、商品、外汇，但我们的投资框架则发生了很多次巨变，从价值到投机、从顺势到逆势、周期与主题，而且这种转变也具备“范式转换”的特征，即离散性、间断性、断裂性、非积累性等。促使投资策略转换的根源就在于世界在变，环境在变，新常态在形成。

大家都知道，90 年代之前的二十年，也就是 70 年代，人们结婚时只要有手表、自行车、缝纫机这“三大件”就够了；90 年代是冰箱、洗衣机、电视这新“三大件”；而现在呢，车子、房子成了结婚的必需品。这些变化就发生在我们身边。近年来智能手机的出现，更是改变了我们所有人与世界打交道的方式。

有很多新常态是我们重视的，首先是世界变小了。记得第一次出国时，国内的污染还没有那么严重，但已经感叹国外的绿化和蓝天了，同时感觉外面的世界怎么这么好，彼时中国和国外的差距还十分巨大。当时，国外市场仅有少量低端的“Made in China”的东西；短短十多年时间后，美国到处能见到国产商品；近两三年

66

当我们有很多疑惑时，可以选择通过讨论得到解答，但更多时候还是需要我们自己主动在阅读中扩大视野，突破自己的局限，去寻找新的常识，寻求共性的现象。

价格只是一个边际上的价格，不代表公司全部的估值。股票市场上还存在很多常识，比如供需决定价格里的一个特殊定律——“吉芬现象”，即一种产品的价格上升，需求也随之增加，这种“吉芬商品”在股票市场上比比皆是。不明白这些常识时，很多资本市场的事情都没办法看明白。这些股票市场里的常识，都是需要我们在大量阅读后去思考去感悟的。

当我们有很多疑惑时，可以选择通过讨论得到解答，但更多时候还是需要我们自己主动在阅读中扩大视野，突破自己的局限，去寻找新的常识，寻求共性的现象。我们讲的价值投资也有共性，巴菲特就会运用很多超越我们想象的常识。比如，他重视管理者的品质、重视对财务数据的解读、强调要寻找有护城河、有竞争力的企业，而体现在财务数据上，就是要通过毛利、企业与上下游的关系、预收预付款的情况、库存周转速度以及管理费用的占比等等来辨识护城河。我们自己进行价值投资时，有没有找到共性的常识性的东西来做支撑？这就需要通过大量的阅读去突破我们以前所坚信的所谓的常识，因为我们自出生以来就接收了太多家庭、学校和社会给予的对世界错误的描写图像。

资本市场的常识还有很多，比如自由市场经济体制下的经济周期、消费与人口金字塔的关系等，今天就不一一列举了，我们平常可以再多讨论。总之，常识对我们投资决策很重要，无论是决策时效、工作效率都取决于我们常识正确与否，每过一段时间我们就需要反思。

在哈佛商学院听课，教授讲了个例子。波士顿龙虾很有名，人们捕捞时用一个笼子撒到海里，笼子里放了饵料，过一阵子捕捞上来，再把这个笼子撒到海里。一百多年来，大家都认为，龙虾爬到笼子里就爬不出来了，因此很容易捕捞。事实是否如此呢？有人对此进行了一番研究。他在每个笼子里都装上了摄像头，由于笼子是可以自由出入的，结果发现龙虾始终都是吃了东西就爬了出去，被打捞上来纯粹是因为它们还没来得及爬出去。这就是思维的缺陷，佐证了许多固有的看待问题方式可能是不对的。

这时候要怎么办？我们需要大量的阅读和思考，通过阅读来发现真相，纠正我们脑海里存在的错误的、偏颇的常识。再举个我自己的例子，在去伊朗之前，我觉得伊朗是阿拉伯国家，这个观念在我脑子里存在了很长时间。但事实上，伊朗跟阿拉伯没有关系，你要把伊朗人说成是阿拉伯人，他会跟你急，因为他是波斯人，只是曾经被阿拉伯打败，信奉了伊斯兰教，但他们骨子里认为自己是波斯人。其实这些知识在书上都有，我自己没去读书而已。

还有一些跟投资联系密切的例子，很多人没弄明白。为什么大家兴高采烈地讨论某股票至少会有多个涨停板的时候，在第一个涨停板时就有人会卖掉？为什么大家在讨论某股票会有几个跌停板时，有人在第一个跌停板的时候迅速买进？我们经常把投资价值挂在嘴边，但价值投资有很多前提条件，既要有复利的观念，又要对价格有一个心理预期。还有一个很重要的常识，即价格是由供给与需求决定的，而不是由价值决定的。价值是影响供给和需求的关键因素之一，学过经济学的人都应该熟悉这一点，但却在做股票时经常忽略它们。



又变了，来自孟加拉、墨西哥和菲律宾等等国家的商品越来越多。全球化让世界变小了，我们小时候常说把脚下地球挖穿，对面就是美帝国主义，现在不需要挖了，10 多个小时就可以过去了。这些变化正在塑造一个新的世界，如何去建立新常态和理解这一新变化，需要通过大量的阅读去推翻已有的知识和观念。

其次是世界经济蓝图发生了很大的变化。这十多年来，中国在世界上的经济地位有了极大的提升，第一次去德国、美国时，多数人都会问你是不是日本人，走到哪里老外都会问这句话。现在，只有去美国的小城市才会被问到是不是日本人，去中等城市的话，你还没开口说话，人家就主动用中文跟你搭腔了。

不仅中国在世界经济体量里发生了巨大的变化，俄罗斯、印度、巴西、巴基斯坦、土耳其、南非、印尼也都是如此。三十年前，中国人普遍都受过穷，便总觉得印度、非洲等国也在受穷，但其实他们的生活从来都跟我们不同，所以那代人看世界经济蓝图是有错误的。我们要理解中国人现在是和谁在竞争。比如柬埔寨，劳动力就有很多优势。去柬埔寨过关盖章时，你不得不私下给工作人员1 美元，否则他就懒洋洋地拖延时间。为什么？因为他们公务员的月工资只有 60 美元。这种情况下，1 美元对他们而言意义很大。我们重新认识了世界版图之后，就能清醒地认识到到底是谁和谁在竞争。如今我们很多东西要和印度、巴西、巴基斯坦等国家竞争，这是多么庞大的一群人在和你做着全方位的竞争？我们的人力成本已经没有优势，全球都在进行制造业成本的竞争，我们没有创新将难以为继。这个过程中，我们要对经济的新

66

这些变化正在塑造一个新的世界，如何去建立新常态和理解这一新变化，需要通过大量的阅读去推翻已有的知识和观念。

常态有重新的理解。十年前做国内投资可以不考虑进出口、汇率等问题，但现在做投资，不考虑外汇、进出口贸易，不考虑劳工法、知识产权、社会责任、技术创新，一定会出问题。

再次是中国经济环境也在发生变化，“劣币驱逐良币”的时代正在逆转。过去市场经济体制不健全，监管和惩罚都不到位，我们的企业都是野蛮生长，成王败寇，丛林法则就是过去这个时代企业竞争的首要方式，弄虚作假、坑蒙拐骗、以次充好、不择手段是他们竞争的主要手段。在这种市场环境下，“劣币驱逐良币”是必然规律，乳制品全行业出现三聚氰胺、白酒全行业出现塑化剂等食品安全事件就是一个典型的案例；再比如各种环境污染、工矿事故等事件也层出不穷，因为只有无底线节约成本的企业才能战胜同样无底线的同行。但随着市场规则的完善、随着互联网时代信息交流的成本显著下降、随着社会需求和文明的进步，这些混乱时代成长起来的寡头企业正在改变过去的竞争规则，越来越注重社会责任和品牌影响，良币正在驱逐劣币。互联网行业的演变体现了这一变化，过去都是靠模仿、抄袭打败对手，最近两年则是靠创新、并购来做大做强，竞争对手变成了合作伙伴。这种企业竞争规则的新常态，对我们做投资的影响，同样需要深思。我前几年说的“满目山河空念远，落花风雨更伤春，不如怜取眼前人。”要的就是大家关注已有品牌、有好口碑、有社会责任感的公司，他们大有用武之地的时代正在到来，不要去关注那些概念满天飞，投机取巧的企业。

还有一些新常态，比如我们的金融产品越来越丰富，金融市场越来越丰富，金融杠杆也越来越大；比如未来将由70、80、90 年代的人引领思想、引领消费；比如完全良性竞争后的寡头垄断，这些不再详述。总之我们一定不能停止思考，世界变化，在哪些方面变了，哪些方面跟以往有巨大的改变，我们如何随着世界的变化而改变，这需要每个人通过大量的阅读来提升自己的认识。

掌握新平衡

最后讲一下新平衡，最终的瞄准和决策都是面对一个平衡点进行的。我认为，不论是从客观科学上，还是从主观心理上来看，世界万物都是平衡在两个极端点中间的某个地方。认识世界也罢，处理万事万物也罢，都是在一个新平衡下的取舍决策。

世界在变化，我们每天都要面临无数的小变化和冲突，如果只存在一两个冲突，那么公司或者组织是可以找到一个框架来处理 and 解决的。然而，我们面对的是许多种冲突，其中涉及到更多的是哲学和心理层面，需要个人和组织自身进行平衡取舍。比如，刚工作阶段要平衡家庭、生活和工作的矛盾；工作一段时间后要平衡健康、家庭和工作的时间分配；公司也要平衡战略和战术的矛盾，平衡短期利益和长期利益的关系；平衡股东、员工、客户、公司和社会的责任和利益。面对这么多要处理的矛盾和冲突，一两种硬性的规定是无济于事的，这就是我们平常说的具体问题具体分析。

做投资也是一样，如何布局，其实就是在各个冲突中寻求平衡。顺势、逆势、时机选择、仓位高低，每种投资策略都有特定的前提条件和性格匹配。我们经常说价值投资有致命的缺陷，因为不自负的人做不了价值投资，但自负的人常常会犯下致命的错误，很可能 20 年卓越的战绩就在第 21 年被完全磨灭，这就是所谓的成功乃失败之母。

在投资策略上，有人做长线投资，有人做短期投机，有人做低买高卖，有人做高买高卖，有人做风险分散，有人做集中投资，没有一种策略是十分完善的，都需要在冲突中做到一种平衡。我们要变也不要变，就像进行价值投资时既要坚持自己的理念，但同时还要倾听外界

声音。调研是一种很好的途径，但也要掌握好内心世界与外部环境的距离，既要与他们保持密切的联系，又不能轻易受他们的影响。

人生其实和投资非常类似，每个人每天的思路都是在几个点上拿捏。罗曼·罗兰有一句名言：真正的英雄不是永远没有卑下的情操，只是永远不被卑下的情操所屈服罢了。懒惰是人的天性，逃避风险是与生俱来的本能，这就决定了我们要有所得，我们将始终都面对矛盾的状态，始终要寻找一种平衡。

生活工作中面临着平衡这么多的冲突和矛盾，不可能用一个框子框死，大投资家一定是那些在平衡中分寸拿捏得比较好的，我们要学会审时度势、伺机而动。就个人经验而言，动心起念都得善恶好坏分明，这些本领只有靠阅读和修养才能获得。

大量的阅读能够帮助我们及时认识变化，构建新常态，洞悉新常态，掌握新平衡，最终从总体上把握新世界，尤其在如今信息泛滥的年代，邮件、短信、微信占用了大家很多时间，我更加希望我们能大量的阅读来充实自己，挤出时间来阅读和独立思考。阅读，是连接东方与西方文化的桥梁，是连接新与旧的桥梁，是连接世界美好与希望的桥梁。通过阅读，我们的心态将更加安静、平和，不急躁，不焦躁。新常态、新常态、新平衡是我们适应新世界、走向新时代的思维框架。完

积极布局新一轮结构性行情

——2013年四季度投资展望

文 | 东方红资产管理首席策略师 高义博士



三季度市场表现强劲，各板块均取得正收益，但分化格局继续演绎。促成市场反弹的主要原因是流动性恐慌消退、经济底部回升以及改革预期对风险偏好的提升。

我们对市场环境的看法是：经济短期继续盘整，中长期需关注新一轮复苏的可能性；流动性易紧难松，需关注通胀及海外量化宽松政策退出的负面影响；风险偏好在短期调整后有望继续走强。

投资思路，我们认为在经济没有出现趋势性回升之前，在

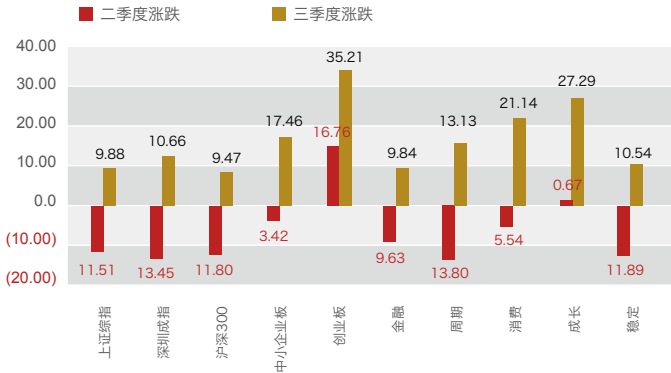
流动性总体偏紧状态下，市场仍将维持结构性行情特征。但考虑部分成长类公司估值过高，我们建议继续以改革为主线，以转型为方向，积极布局新一轮结构性行情，包括垄断行业准入、要素价格市场化、国企改革、土地改革等相关板块，传统行业中建议关注供给收缩类、商业模式改变类以及周期成长类行业，消费类中建议重点关注周期成长消费类行业，对成长类公司以自下而上精选个股为主。

★ 风险因素：政策不达预期 流动性紧张

行情回顾：结构分化格局继续强化

三季度市场表现强劲，各板块各行业均取得正收益，其中上证综指涨幅接近 10%，中小板指数上涨 17.5%，创业板指数上涨 35%。

三季度能够强劲表现的原因包括流动性恐慌消退、经济底部回升以及对改革预期推动的风险偏好。具体来看，流动性方面，银行间同业拆借加权利率（7 天）由 6 月底 12.25% 的峰值迅速回落到相对正常的 3-5% 区间；尽管 8 月新增外汇占款只有两三百亿元，相对年初不可同日而语，但由负转正，以及人民币远期贬值预期收窄，都表明海外热钱回流中国的情形可能又有所显现。经济见底回升，三季度 GDP 增速 7.8%，比上个季度提升 0.3 个百分点，而名义 GDP 的回升幅度则更高，扭转了市场的悲观预期。此外，在自贸区政策的带动下，加上三中全会临近，市场对行政体制、要素价格、金融、财税、土地、国企等改革的预期越来越强烈，相关板块也出现了大幅上涨。



同时，三季度结构分化格局继续强化。从指数看，二季度创业板一枝独秀，涨幅接近 17%，三季度在这一基础上又涨了 35% 以上，可谓强者恒强；而尽管上证综指也有所上涨，但更多反映的是一种反弹特征。从大类行业看，成长、消费一直领涨各个板块。从细分行业看，传媒、商贸、食品等行业表现最强，白酒、保险、建材、公用事业等行业最弱。从一至三季度累计看，这种行业分化更加突出，涨幅较大的行业主要集中在 TMT、食品、医药三个行业，跌幅较大的行业主要是煤炭、保险、有色、钢铁等传统周期类行业以及受反腐等政治因素影响较大的白酒行业；表现好的行业可以超过 100%，而表现差的行业跌幅超过 -20%。

66

从需求看，基建、地产、制造业投资都相对平稳，基建政策、房地产销售和新开工、货币信贷等数据都没有显示出动量变化。消费、外需也是没有显示出趋势状态。四季度经济动量可能有所下降。

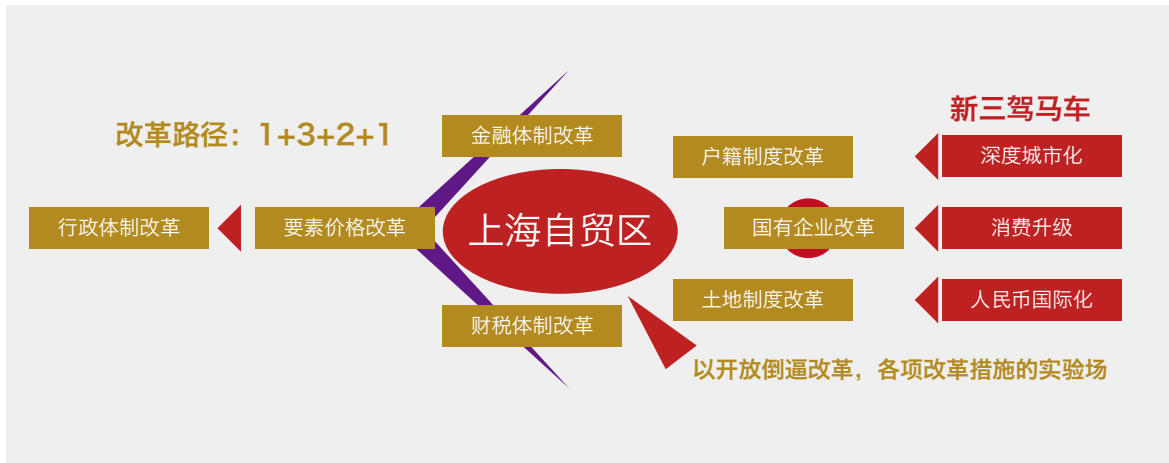
市场环境前瞻

我们继续从宏观基本面、流动性和风险偏好三因素来分析四季度及明年市场所面临的宏观环境。

宏观经济：短期继续盘整，中长期需关注经济新一轮复苏的可能性

短期看，经济可能继续处于低位盘整状态。三季度 GDP 增速增长 7.8%，比上个季度提升 0.3 个百分点，也是年内的一个相对高点，显示出一定的回升趋势。但即使如此，经济的整体波动区间也非常狭窄，从 2012 年以来，GDP 已经连续 7 个季度大体运行在 7-8% 区间，多数时间甚至仅在 7.5-8% 之间窄幅波动，远低于过去 10% 左右的增速。工业增速（近一年波动区间 9-10%，下同）、固定资产投资（20-21%）、消费等增速（12-13%）看，显示出类似的低位窄幅波动特征。因此，经济总体上处在低位盘整状态。

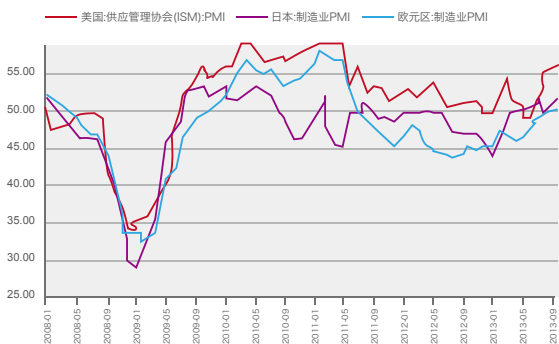
从未来趋势看，今年四季度和明年一季度，暂时没有能打破这种状态的新动力。首先，四季度受制于基数影响，增速可能比三季度略低，如达到 7.6% 左右。明年一季度是经济淡季，经济规模占全年比重相对较低，也不会有特别强的变化。其次，工业库存波动力度不大，无论是企业主营收入还是产成品库存都低位平稳，8、9 月的 PPI 也只是小幅环比回升。再次，从需求看，基建、地产、制造业投资都相对平稳，基建政策、房地产销售和新开工、货币信贷等数据都没有显示出动量变化。消费、外需也是没有显示出趋势状态。最后，9 月份工业增速、PMI、发电量等数据相对 7、8 月有所走弱，也说明四季度经济动量可能有所下降。



从中长期看，近两年经济的这种低位盘整状态与 1998 年前后非常类似，当时也是持续多个季度 GDP 都处在 8% 以下，当时的 PPI 状态也与目前持续同比为负类似。但回头看，1998 年前后恰好是处在新一轮周期兴起之前的底部。因此，未来一两年，我们同样需要关注经济结束盘整并开始复苏的可能性。分析如下：

第一，经济存在向上的空间。当经济处在潜在增速下方时，资源不能充分利用，表现出来的一种特征就是物价偏低。由于我国经济主体以投资、工业为主导，因此 PPI 或 GDP 平减指数相对 CPI 更能反映经济冷暖。目前 PPI 已连续一年半同比为负，而 GDP 平减指数只有 2.4%，远低于历史平均的 4.1%。因此，尽管无法准确衡量未来的潜在经济增速，但物价状态仍反映出经济处在偏低位置，向上仍有空间。

第二，三中全会有望进一步释放制度红利，推动中国经济重新恢复增长。三中全会召开在即，新时期的改革开放路径越来越清晰，可以概括为“三大目标”，“七大方向”。“三大目标”包括深度城市化、消费升级和人民币国际化，而“七大改革”方向包括行政体制、金融体制、要素价格、财税体制、户籍制度、土地制度、国有企业等。上海自贸区则是在高层领导强力推动下的一个改革试验场。明年将是落实三中全会精神的第一年，也是李克强总理代表国务院做政府工作报告的第一年，改革将从朦胧的预期转变为实实在在的落地，改革红利将落地，将使得改革向纵深发展。尽管有些改革会延后，但相当多的改革会进入落实阶段，受益的领域将更加明确。



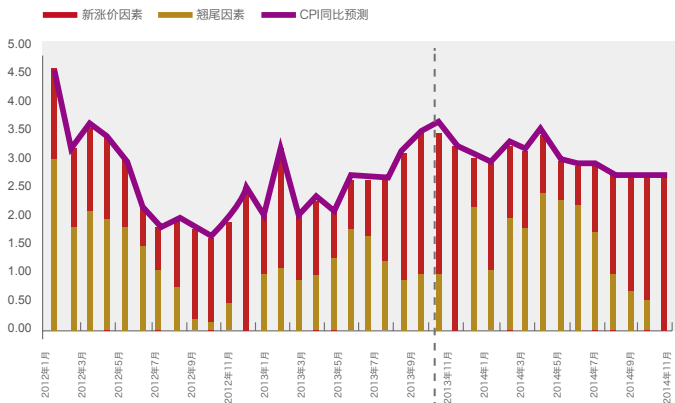
第三，一些周期类行业逐步走出底部，例如草甘膦、染料、氨纶、纺织、光伏、风电等，反映产能过剩在逐步缓解。国务院近期印发的《关于化解产能严重过剩矛盾的指导意见》，将继续推动钢铁、水泥、电解铝、平板玻璃、船舶等过剩行业的产能调整。另外，自 2007 年以来，制造业投资已连续下滑多年，从产能周期角度看，多年投资下滑意味着产能在逐步消化，当产能不足开始显现时，企业盈利会大幅上升，从而带动新一轮产能建设，进而加速经济复苏。

第四，从外需看，欧美日等发达经济体最近一两年复苏趋势较明显。美国 PMI 指数近半年连创新高；日元大幅贬值后，日本制造业 PMI 也强劲反弹；欧元区整体偏弱，但核心国德国经济状态良好，如德国制造业产能利用率已明显回升，边缘国家的国债收益率下降也暗示欧债危机的负面影响在逐步减弱。

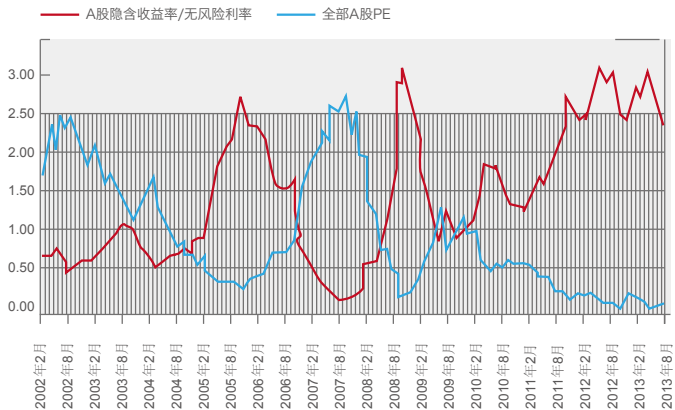
流动性：易紧难松，不排除内外因素干扰下再度紧张

流动性方面，由于经济处在转型过程中，产能过剩行业尚未完全清除，而新兴行业也需要资金投入，两方面都需要资金支持，因此流动性总体处于易紧张难松状态，需要谨慎应对短期波动带来的风险。

首先，6 月钱荒之后，资金价格短期有所回落，但整体平台比前期更高，如票据贴现市场、国债市场等。其次，9 月 CPI 重新回到 3% 以上，未来一个季度可能处在 3.5% 附近，短期将对货币政策形成制约。最后，随着美国经济复苏，美联储将逐步退出数量宽松政策，可能引发资金外流或市场情绪波动。



风险偏好：市场底部、政策预期及赚钱效应可能推动风险偏好上升



WIND 普通股票型基金收益情况 单位：%

WIND 普通股票型基金	最大	最小	平均	中位数
正负收益支数：314/22	89	-21	21	19

风险偏好方面，近期市场处在较微妙的状态：前期市场涨幅较大，与改革相关的主题板块如自贸区、土地改革、国企改革等均有较好表现，市场担心未来政策可能低于预期，故近期市场有所调整。

但如果看得更长远一点，风险偏好仍有可能上升：一是从股债收益率对比看，市场估值水平仍处于底部区域，整体风险不大。经济在底部区域盘整，基本面不会对金融、地产等造成更大的杀伤力；二是短期政策预期透支过度，但市场经过调整后已反映这种不达预期的风险，如果三中全会推出更加实质性政策，市场对明年的预期将更加乐观；三是今年以来市场已显示出明显的赚钱效应，可能吸引更多资金入市，这有利于风险偏好的提升。

市场环境与时行情特征判断

	经济	流动性	风险偏好	市场环境	行情特征
短期	中性	中性偏负面	正面	中性偏正面	结构性行情
中长期	正面	中性	正面	正面	趋势性行情

综上，我们对市场环境的看法是：经济短期继续盘整，中长期需关注经济新一轮复苏的可能性，重点关注指标包括工业产出、制造业投资和工业品价格，微观方面包括一些周期类行业的财务状况和盈利趋势等；流动性易紧张难松，需关注通胀及海外 QE 退出的负面影响；风险偏好在短期调整后有望继续走强。

66

改革开放是大势所趋，短期的波折不会改变中国经济的大方向，一旦经济形成趋势，构成经济主体的上市公司盈利必然复苏，从而对市场产生趋势性的推动。

投资思路及行业配置：积极布局新一轮结构性行情

我们将市场环境和行情判断情况汇总如下，总体上我们对市场偏乐观。短期我们认为市场仍将显示出明显的结构性行情特征，中长期则可能随着经济动力的恢复而出现一轮趋势性行情。短期看结构行情的原因是经济没有趋势、流动性总体不足以推动全局性行情、风险偏好有利于结构性行情；长期看趋势行情的原因是，改革开放是大势所趋，短期的波折不会改变中国经济的大方向，一旦经济形成趋势，构成经济主体的上市公司盈利必然复苏，从而对市场产生趋势性的推动。

从行业配置看，年初以来创业板、TMT、食品等板块涨幅巨大，估值并不便宜，如果对个股没有透彻研究，介入风险较大。我们建议继续以改革为主线，以转型为方向，积极布局新一轮结构性行情：

第一，以市场化改革为方向的行业，包括垄断行业放开准入、要素价格市场化等涉及的行业，包括铁路、石化、电信、金融医疗教育等服务类行业，以及水电气等价格改革类行业。

第二，主题改革类板块，包括涉及国企改革、土地改革等。例如国企改革涉及的公司也需要甄别，需要关注企业的品牌、渠道、技术、机制等是否具备提升价值，同时也需要

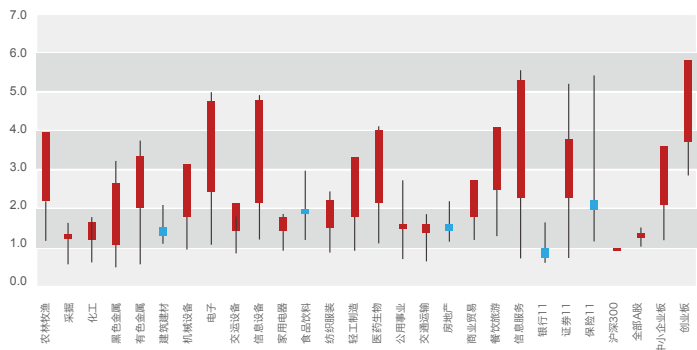
关注所在行业的景气趋势。土地改革则需要关注工业用地升值带来的价值重估机会。

第三，三类传统行业，一是供给收缩类或景气复苏类行业，如草甘膦、染料、光伏、风电等；二是商业模式发生变化的行业，如互联网与传统行业、服务行业相结合创造出新价值的行业，如近期的商贸、医疗等；三是符合经济方向的周期成长类行业，如煤化工、环保、 新能源、高端装备、农业现代化、水电气等市政工程类行业。

第四，精选消费类行业，重点关注周期成长类消费行业，包括纺织服装、商贸等。部分稳定成长类消费行业，如医药、啤酒估值不高，仍可关注。

第五，精选成长类公司，例如与信息服务相关的基础设施，如设备、软件等行业。

第六，存量市场衍生出的相关行业，如汽车服务等。



东方红系列产品近期开放期一览

产品	开放期规则	近期开放
东方红2号（展期）	2009年7月7日起每三个月的最后10个交易日开放	12月19-20日、23-27日、30-31日、2014年1月6日
东方红4号	2009年4月21日起每6个月的最后15个交易日开放	2014年3月底开放（仅赎回）
东方红5号	每个交易日开放	每个交易日（仅赎回）
东方红6号	每年1、4、7、10月的最初5个交易日开放	2014年1月最初5个交易日
东方红7号	每年3、9月的最初10个交易日开放	2014年3月最初10个交易日
东方红8号	每年2、5、8、11月的最初5个交易日开放	11月1日、4-7日
东方红9号	每个交易日开放	每个交易日
东方红公益	每年12月的最初5个交易日开放	12月2日-6日
东方红基金宝	每个交易日开放	每个交易日开放
东方红领先趋势	每年2、5、8、11月的最初5个交易日开放	11月1日、4-7日（仅赎回）
东方红内需增长	每年3、6、9、12月的最初5个交易日开放	12月2-6日
东方红稳健成长	每年2、5、8、11月的最初5个交易日开放	11月1日、4-7日（仅赎回）
东方红先锋1号	2010年1月7日起每6个月的最后5个交易日开放	2014年1月最后5个交易日
东方红先锋2号(展期)	每月前2个交易日开放	11月1日、4日；12月2日、3日
东方红先锋3号（展期）	每月首个交易日开放	11月1日、12月2日
东方红先锋4号	每月首个交易日开放	11月1日、12月2日
东方红先锋5号	2011年1月12日起每6个月最后5个交易日开放	2014年1月最后5个交易日
东方红先锋6号	每年1、4、7、10月的最初5个交易日开放	2014年1月最初5个交易日
东方红先锋6号II期	每年1、4、7、10月的最初5个交易日开放	2014年1月最初5个交易日
东方红先锋7号	每年5、11月的最初10个交易日开放	11月1日、4-8日、11-14日
东方红新睿1号	自2011年9月5日成立起封闭运作2.5年	
东方红新睿2号	每个自然月的最初2个交易日开放	11月1日、4日；12月2日、3日
东方红新睿2号II期	2013年6月20日起每个交易日开放	每个交易日开放
东方红新睿3号	每个自然月的最初2个交易日开放	11月1日、4日；12月2日、3日
东方红新睿5号	每年2、5、8、11月15日起开放五个交易日，若15日为非交易日顺延至下一个交易日	11月1日、4-7日
东方红明睿1号	每年2、5、8、11月的最初5个交易日开放	11月15日、18-21日
东方红量化1号	每个交易日开放	每个交易日开放
东方红量化2号	每个交易日开放	每个交易日开放
东方红量化3号	每个交易日开放	每个交易日开放
东方红现金管理	每个交易日开放	每个交易日开放
东方红新睿4号优先	参与开放期：2012年12月10日起每满6个月对应日的前两个交易日开放；退出开放期为参与开放期的前一个交易日	12月5日（退出）；12月6日、9日（参与）
东方红稳健增值	每年2、5、8、11月的最初5个交易日开放	11月1日、4-7日
东方红增利1号	常规开放期（可办理参与、退出业务）：自2013年1月24日起每满120天后的下一个交易日开放；参与开放期（仅办理参与业务）为常规开放期结束后接下来的5个交易日开放	2014年1月底开放
东方红增利2号	每年1、7月的倒数第5个交易日起开放，每次开放8个交易日	2014年1月底开放

*具体开放期以公司公告为准

投资主办人看市场

陈光明：

经历了六月底的“钱荒”冲击后，市场开始企稳回升，其中个股的结构和风格分化进一步加大，传媒、自贸区、军工、电子等板块均大幅上涨，各种主题投资机会纷呈。进入九月份以来，基于对三中全会的全面改革预期，土地流转、金融改革、放开二胎生育等政策受益个股表现良好，市场总体保持了很高的活跃度，中证 500、中小板、创业板指数创出年内新高。

这一方面得益于三季度以来宏观和货币政策采取了维稳和托底的方式，使得市场利率保持在较低水平，流动性相对充裕；另一方面，海外市场尤其是以新兴产业公司为主的纳斯达克市场表现良好，也对 A 股的类似投资标的有所映射；更为主要的是，经历了长时期大幅下跌之后，部分行业和公司处于基本面和估值的底部区域，只要基本面有些许改善或者改善的预期，就足

以对股价形成正面刺激，例如交通运输、光伏、风电、商业零售、纺织服装等。

三季度，我们继续采取了积极的投资策略，保持高仓位，除了原来一直重配的大众消费品龙头企业、低估值公用事业股之外，还较大力度地参与了上海自贸区、土地流转、金改等机会，取得了明显的投资回报。

我们对中国经济的长期看法仍然为谨慎乐观，虽然长期经济增长率的中枢下移是确定的，但低估值的行业龙头、困境反转型行业和公司，以及大消费和新兴产业内的优秀企业的投资价值亦是非常明显的。同时，我们对未来经济改革以及由此所释放的发展潜力持乐观看法，将自下而上寻找投资机会。

姜荷泽：

在三季度展望中，我们对经济和流动性都表达了我们的担忧，认为股票市场不会有很好的表现。一方面，我们的判断是对的，经济在补库存的驱动下出现短期的企稳，但市场并不认为经济的强势会延续，因为与经济周期相关的周期股表现很羸弱，上证指数也只是有微弱的上涨；另一方面，市场的表现又大大出乎我们之前的判断，市场一直延续今年以来对成长性的溢价，各种主题投资保持活跃，创业板指数连创新高。

我们及时修正了当初的看法，除了坚持自下而上的精选的成长性个股外，着重从本届政府改革的方向中寻找投资机会，重点持有了自贸区建设、铁路改革、配网建设等板块个股，同时

着力寻找出现景气拐点的行业，如光伏、风电、部分化工等，取得了较好的回报。

十八届三中全会前，政策红利的憧憬和经济的短期企稳使得市场的格局似乎还能维持，成长的溢价朝着泡沫化的方向继续演绎。但我们认为，经济转型势在必行，而且转型不能一蹴而就。经济的“低水平”震荡依旧，三中全会后，改革进入推进实施阶段，憧憬被艰难推进取代，市场终究会回归理性。因此，我们四季度将保持谨慎的观点，坚持绝对收益的目标，寻找理性的成长性股票，力争保持净值的稳定上升。

顾凌云：

三季度，宏观经济各项数据显示经济活动较二季度有明显好转，市场高度关注经济转型，资金流入中小市值股票的热情日益高涨，同时上海自贸区等主题投资得到市场高度认同，整体证券市场在经济数据好转的大背景下，做出相对积极的回应。

四季度，我们将根据三季度的业绩增长情况对持仓进行必要的调整，仍将继续顺应人口红利消失和资本市场改革的大潮流，长期积极布局内需消费、新兴服务类行业，坚持自下而上精选具备竞争壁垒的优质公司，争取在四季度取得较好的投资收益。

王丹：



三季度，收益率经历了7月初的短暂下行之后快速上攻收益率曲线变平，信用利差维持低位。究其原因，近期政府主导的公共事业、房地产投资复苏增加了本来已经非常巨大的社会融资边际需求。同时，美国退出QE预期触发的全球收益率上行，在人民币实质上盯住美元的政策下，更加快速敏感的传导至国内。

目前，人民币汇率政策是理解国内经济政策的核心，预计“高汇率，高利率”政策在未来一段时间仍然是最小阻力的组合。我们观察到近期宏观经济有所起色，银行非标资产理财又呈现扩张之势，债券的发行收益率稳步上行，个别地区民间高利贷横行，国内企

杨达治：



大盘在经历6月份的急剧下跌之后，三季度出现了恢复性上涨。虽然在补库存等因素的驱动下，经济出现了短期的企稳，但是市场对经济未来走势的解读依然偏负面，和宏观经济密切相关的建筑建材、采掘、房地产等行业三季度的表现都差强人意，而代表未来方向的新兴产业依然高歌猛进，创业板三季度上涨35%，创历史新高。“海水与火焰”的反差进一步拉大。

展望四季度，一方面我们认为中国经济还在寻

业多发巨额海外投资项目。上海自贸区、深圳前海等资本项目开放的区域建立之后，国内流动性与国际流动性状况联系愈加密切，而海外流动性不能再变好了。此环境下，大家重启本来已经不低的融资杠杆之时，反向操作应是明智的选择。

四季度我们将更积极运用杠杆捕捉投资机会，利用流动性相对宽裕的时节继续降低现有组合杠杆。对于新增投资，我们将更注重标的的流动性和安全性，更多地选取创新性标的进行投资，比如国债ETF，分级基金的A级等；继续持有可转债仓位，我们认为现有持仓已经被低估。

底的过程，全面配置周期股的时机尚未来临，将重点关注那些需求稳定、供给收缩的行业；另一方面成长股估值溢价越来越高，很多个股都出现了泡沫化的倾向，我们将重新审视我们组合中的部分成长股，保留那些市场空间较大、成长性良好、估值在合理范围内的股票，为未来布局做准备。另外，随着十八届三中全会的临近，我们还会重点关注本届政府的改革方向，从中寻找投资机会。在控制风险的情况下，努力为客户创造更大回报。

吴铁：



三季度，股票基金业绩表现良好，但债券市场全线保持低迷。

展望四季度，我们认为四季度初期有比较敏感的向下变盘的可能，主要原因在于经济复苏有可能弱于大家期望，其次在于新股发行的不确定性，其三在于重要会议下跌的惯例。但由于蓝筹股估值太低，大盘可能在四季度前半段下跌后在年底前再次企稳以指数股反击。债券市场则无太大下跌空间，配置盘已可逐步入场吸纳。

新睿系列产品的投资风格是高度重视回撤，高度重视投资标的的性价比。基于我们对四季度的预测，我们在四季度将增加对定向增发的投

张锋：



三季度以来，宏观和货币政策进行了微调，市场利率明显下降，流动性明显改善，市场也开始企稳回升。传媒、电子、军工、自贸区等行业和主题板块大幅上涨，而金融、地产、煤炭、有色等传统周期性行业表现较差，股市的结构分化进一步拉大，中小板和中证500指数于本季度创出年内新高，创业板指数则连续大幅上涨。

三季度尽管宏观指标有所回升，但回升的幅度并不强，而物价指数在9月份有可能重新回到3%左右的警戒水平，一线和全国多数主要大

资，继续保持或增加可转债投资，或可能增加封闭股票基金的比例，同时也会极少量的持有一些生息蓝筹股票。基于对债券市场的见底看法，我们将逐步增加一些杠杆债券基金，不断增加对阿里小贷中间层产品的持有；积累了一定收益后，产品风格将从类二级债基转为类混合型基金。对于防御类产品，时间站在我们这边。

中城市房价在今年连续上涨，反映出物价比经济跑得快的宏观窘境，制约了货币政策的空间，不可能出现持续大幅宽松的状态。在看不到传统周期股有明显空间的情况下，加上海外市场对A股的投射作用，市场转向新兴产业和主题投资。

四季度货币政策将继续保持中性，结构改革将提速，经济结构性优化和总量增长趋于平稳，将自下而上地寻找投资机会。



林树财：



在经历了二季度的央行超预期调控后，三季度以来，宏观和货币政策逐渐企稳，市场利率明显下降，流动性明显改善，股票市场也开始企稳回升。传媒、电子、军工等新兴行业以及上海自由贸易区、土地流转等主题板块大幅上涨，而金融、有色、机械等传统周期性行业表现较差，股市的结构分化进一步拉大。

展望四季度，国际市场的不确定性将进一步展现，包括欧洲主权债务危机、美国债务上限问题和 QE 退出预期等，而四季度恰恰是三中全会

朱伯胜：



展望四季度，从可观察到的宏观数据看，年内宏观经济的高点已过基本成为定局，即四季度经济较之三季度会有一定的环比下滑，从这个角度看，偏周期性的大蓝筹群体可能并不会会有太好的表现。至于市场关心且仍旧纠结不已的资金面，个人倾向于认为后市资金可能有一定的偏紧，但类似二季度末的钱荒风暴再现的概率已不大。

就各指数的表现及相应的策略而言，个人认为，蓝筹股的大规模投资机会不大，更多在于较难把握的交易性机会。大规模地参与创业板的运

会释放政治改革信号的时机，所以四季度必然是震荡幅度加大的一个季度。我们对中国经济的长期看法仍然为谨慎乐观。虽然长期经济增长率的中枢下移是确定的，但合理估值的行业龙头、困境反转型行业和公司、以及大消费和新兴产业内的优秀企业的投资价值亦是非常明显的，同时我们对于未来的经济改革以及由此所释放的发展潜力持乐观看法，将继续自下而上寻找投资机会。

作可能已非理想时机，风险正在急速积聚。相对应地，一些资质远好于创业板、估值不高、成长性不错的中小板个股机会仍值得挖掘。另外对环保、医药、消费品等方向上也可能有一定的投资机会。三中全会召开在即，可能涉及到的相关的主题比如国企改革、土地改革、人口政策的调整方面的投资机会在控制风险的前提下仍值得把握。



林鹏：



三季度大盘走出了探底回升的走势，市场结构性分化的行情特点表现的极为鲜明，一方面创业板指数创出了历史新高，另一方面以金融地产为代表的低估值板块则依然徘徊在股指的历史底部。我们认为，当前的市场表现与 1999-2000 年的行情非常相似，题材股、概念股、成长股异常活跃，这既反映了对于经济增长前景持有怀疑态度的迷茫情绪，也在一定程度上反映出资金对风险的偏好的加大。虽然没有明显的

龙川：



数据加以验证，但我们认为市场正逐渐迎接先知先觉的社会资金的净流入。

展望四季度，拉动中国经济增长的“三驾马车”出口、投资和消费同比增速近期均呈上升趋势，说明拉动中国经济增长的动力稳健有力。国务院研究部署加强城市基础设施建设和促进信息消费，推动文化产业改革，为未来数个季度内中国经济增长提供有力的内需动力，为经济增长势头持续到第四季度提供了有力保障。制造业稳定增长是中国经济稳定增长的中坚力量，近期经济指标均呈上升趋势，说明中国制造业处于扩张状态中，合理预计中国制造业扩张状态将持续到第四季度。

徐习佳：



三季度行情延续了二月末以来的结构化行情，创业板指数和中小盘指数相对上证综指的超额收益进一步扩大，由二季度末的 66% 和 23% 左右，扩展到目前的 87% 和 27% 左右，结构化行情的幅度超过 2010 年的行情。

展望四季度，国际上美联储退出 QE 预期有所模糊，国内央行对流动性收放更加短期化，可

展望四季度，我们认为市场的表现仍将以震荡为主，但需要防范创业板以及成长股泡沫的破灭，同时对传统行业以及低估值板块的重估抱有充分的重视。互联网必将是未来社交的核心、生产组织管理的纽带，但未必只有现在打着互联网旗帜的所谓新兴行业受益，只要直面竞争并善于利用，互联网对传统行业的改善也将起到巨大的作用，而在这个浪潮中占得先机的企业未来将拥有更好的竞争地位。

另一方面，未来政策的不确定将对资本市场产生很大的影响，其中年内 IPO 是否实施将对市场的供求关系和估值体系产生极大的影响。由于中国经济增长面临的国际环境是变化的，主要贸易伙伴经济回升存在不确定性，美联储和欧洲央行对缩减和退出量化宽松货币政策存在分歧，各主要国家公共债务约束了其政府采取进一步刺激经济政策，可能导致新的经济动荡。



东方红资产管理董事长王国斌（右）、阿里小微金融服务集团（筹）总裁胡晓明（左）出席仪式

东证资管 - 阿里巴巴专项计划 登陆深交所

9月18日，东证资管-阿里巴巴专项计划在深圳证券交易所举行了隆重的挂牌仪式。深交所总经理宋丽萍，中国证监会、深圳金融办有关领导，阿里小微金融服务集团（筹）创新金融事业群总裁胡晓明，东方证券资产管理有限公司董事长王国斌、总裁陈光明、联席总裁任莉等出席仪式。

宋丽萍在挂牌仪式上表示，东证资管将阿里金融小额贷款资产进行证券化，从而盘活阿里金融小贷资产，使小贷业

务规模得以持续扩大，形成支持小微企业的可持续金融服务模式成为可能，对于金融市场创新具有重要的示范意义。

东方证券资产管理有限公司董事长王国斌表示，证券公司资产证券化是提升证券公司服务实体经济能力的重要途径，作为金融中介机构，东证资管-阿里巴巴专项计划是与多方合作，为满足小微企业融资需要的有益尝试，让电商平台上小微企业和个人创业者平等享受到金融服务，绽放出金融之美。

阿里小微金融服务集团（筹）创新金融事业群胡晓明表示，小微企业是实体经济中的重要因子，在解决就业、促进创新等环节举足轻重，资产证券化将有效释放阿里小微信贷服务小微企业融资需求的能力，协同更多社会资源服务实体经济。

分析人士指出，资产证券化产品挂牌转让将大大提升流动性，进一步拓宽客户群，运作更加规范透明，有利于推进整个资产证券化业务的快速发展。

今年3月发布的《证券公司资产证券化业务管理规定》明确，证券公司开展资产证券化业务可申请在证券交易所、中国证券业协会机构间报价与转让系统、证券公司柜台市场以及中国证监会认可的其他交易场所进行转让。

本次在深交所挂牌上市的为东证资管-阿里巴巴1号、2号专项计划优先级资产支持证券。资料显示，东证资管-阿里巴巴专项计划根据不同风险收益特征，以大致75%：15%：10%的比例，分为优先级、次优级和次级等三级资产支持证券，其中，本次上市的优先级资产支持证券已获AAA信用评级。

东方证券资产管理有限公司此前公告显示，东证资管-阿里巴巴1号、2号专项计划已分别于7月29日和8月

13日成立，募集资金均为5亿元，其中，优先级资产支持证券份额均为3.75亿元，预期收益率为6.2%，存续期为15个月。据悉，东证资管-阿里巴巴1号至10号专项计划于2013年6月底获批，基础资产为阿里金融旗下小额贷款公司的小额贷款资产，每只专项计划募集资金规模为2亿至5亿元，目前已完成发行两只，获得保险、银行、券商等众多机构投资者热捧。

本次挂牌上市后，持有深圳A股证券账户和基金账户的机构投资者可以通过深交所综合协议交易平台的专项资产管理计划交易专区，参与“东证资管-阿里巴巴专项计划”的转让业务。据悉，东证资管-阿里巴巴1号、2号专项计划优先级资产支持证券的简称分别为“阿里01”、“阿里02”，证券代码分别为“119035”、“119038”，每份面额为100元人民币，采用协议转让方式，转让数量和价格由双方根据规定自行商定，转让价格含预期收益金额。**完**



左起：陈光明、肖芸、胡晓明、王国斌、任莉



发展资产证券化 盘活存量 服务实体经济

深圳证券交易所总经理宋丽萍女士
在东证资管 - 阿里巴巴 1 号、2 号专项管理计划挂牌仪式上的致辞

各位嘉宾、各位同仁，上午好！

很高兴参加本次挂牌仪式。我谨代表深圳证券交易所向东证资管 - 阿里巴巴专项计划的挂牌表示祝贺，向到场的各位嘉宾表示热烈的欢迎！

阿里金融将互联网平台与金融服务有机结合，依托电子商务形成的大数据平台，向中小微企业提供小额、快速、灵活的贷款服务，成功探索了一条解决中小微企业融资困难的新路。东证资管将阿里金融小额贷款资产进行证券化，

从而盘活阿里金融小贷资产，使小贷业务规模得以持续扩大，形成支持中小微企业的可持续金融服务模式成为可能。阿里金融和阿里小贷资产证券化对于商业模式创新和金融市场创新具有重要的示范意义。

当前，我们正处于经济转型的关键时期，金融支持有着重要作用。解决小微企业融资问题，是释放社会活力，推动经济转型的重要课题。今年 7 月，国务院办公厅下发《关于金融支持经济结构调整和转型升级的指导意见》，明确提出盘活资金支持小微企业发展，促进经济结构调整。

8 月 28 日，国务院常务会议进一步提出扩大资产证券化试点，在资产证券化的基础上，将有效信贷向经济发展的薄弱环节和重点领域倾斜，特别是用于“三农”、小微企业等领域，并提出优质信贷资产证券化产品可在交易所上市交易，在加快银行资金周转的同时，为投资者提供更多选择。此次东证资管 - 阿里巴巴专项计划在深交所挂牌，是一次成功的破题。不仅在小贷资产证券化领域率先取得突破，也为多层次资本市场开辟了直接服务小微企业的新渠道，更好支持实体经济发展。

服务中小微企业，推动现代金融服务下沉延伸，更多地惠及广大人民群众和经济社会发展薄弱环节，既有利于实现当前稳增长、保就业、调结构、促改革的总体任务，也有利于促进实现社会公平正义的时代要求。深交所长期致力于建设服务中小企业的多层次资本市场，发挥其对社会资金的引导、带动作用，推动引导基金、私募股权基金、小贷、担保等创新，构建支持中小微企业的综合金融服务体系，提升资本市场对实体经济的覆盖渗透能力和包容性。

资产证券化一直是深交所非常重视的创新业务，将其作为扩展延伸多层次资本市场包容服务能力的重要依托，始终保持专业团队力量，积极与业界合作探索资产证券化试点。阿里巴巴小额贷款证券化在深交所的成功挂牌，为我们提供了宝贵经验，也是对我们前期努力的一次鼓励和检验。深交所已在交易机制、风险管理、投资者适当性等方面做好准备，希望能与监管部门、市场各方共同努力，拓展资产证券化创新的深度与广度，充分发挥其支持实体经济发展的应有作用。

最后，预祝东证资管 - 阿里巴巴证券化产品在后续的设立与运行中获得更大的成功。

谢谢大家！

66

东证资管将阿里金融小额贷款资产进行证券化，从而盘活阿里金融小贷资产，使小贷业务规模得以持续扩大，形成支持中小微企业的可持续金融服务模式成为可能。



左起：王国斌先生、宋丽萍女士

东方红资产管理涉水 类信贷资产证券化 引入多种创新模式

文 | 理财周报记者 蔡俊



备受关注的东证资管 - 阿里巴巴专项计划已悄然发行两期。今年年初，东方证券资产管理有限公司向监管层上报东证资管 - 阿里巴巴专项计划，6月底获得证监会批复，7月29日、8月13日东证资管 - 阿里巴巴1号、2号专项计划已悄然成立，获得机构投资者追捧，募集资金均达获批规模上限。



据了解，此次东方红资产管理涉水小贷资产证券化，在交易结构、运营管理方面引入多种创新模式。分析人士指出，如果券商信贷资产证券化开闸，那么东证资管 - 阿里巴巴专项计划无疑是一次有益尝试，而其管理人东方红资产管理有望在券商信贷资产证券化领域建立起自己的比较优势，抢占发展先机。

破解难题

实际上，由于阿里金融的基础资产比较分散，并且不设最短期流动性强，因此如何对动态分散的资产进行交易结构设计，成为专项计划申请过程中最大的障碍。

据悉，在此之前，阿里金融曾与多家证券公司、基金公司探讨该问题可能的解决方案，但由于没有实质性的有效办法，几番接触最终没有达成合作意向。

然而，当东方红资产管理与阿里金融合作时，公司引进了循环购买基础资产的方式进行运营管理。所谓循环购买，是指基础资产的相关债权获偿后，产品管理人再用获得的资金循环购买新的基础资产，以适应短期资产和长期证券的期限匹配。

东方红资产管理联席总裁任莉告诉记者，循环购买的方式在国外早已出现，去年5月公司与阿里金融探讨时，相关政策并未落地，但公司大胆提出该建议，并不断地与阿里探讨、深交所论证、证监会沟通，最终在现有政策环境条件下创新性地引入该模式。

今年3月，新出台的《证券公司资产证券化业务管理规定》增加了循环购买可用于资管专项计划。具体计划中，“循环购买”落地为管理人以滚动方式投资受让标的资产，即原小贷资产发生债权收益后，标的回收款可以继续由阿里小贷自主投资。

“很多创新的方式其实国外都用过，但如何在现有监管环境下灵活运用，这很有挑战性。”任莉向记者表示。

66

所谓循环购买，是指基础资产的相关债权获偿后，产品管理人再用获得的资金循环购买新的基础资产，以适应短期资产和长期证券的期限匹配。

密切合作

东证资管 - 阿里巴巴专项计划推出的前后期，东方红资产管理始终与阿里金融密切地保持合作。

实际上，推出此次专项计划前，东方红资产管理与阿里金融的合作就早已开始。具体的方式，主要为东方红资产管理先成立一款定向计划投资阿里资产，再运用客户的委托资金与其对接。不过，定向计划中的基础资产并非标准化产品，与专项计划存在一定的差异。

“因为公司与阿里金融有过合作，所以双方有了信任基础。通过定向的合作方式，我们对阿里金融的项目模式、资产特点、团队特点、技术平台、风控体系有了全方位了解。正是有了这些合作基础，才有了今天的专项计划。”任莉表示。

目前，东证资管 - 阿里巴巴专项计划已完成两期发行。由于资产包的动态特点，东方红资产管理对产品的日常管理过程中，引入了自动化的资产筛选系统及支付宝公司提供的资金归集和支付服务，为的是适应阿里小贷基于互联网和大数据的业务模式。

据悉，公司有专门的系统对接和筛选资产，日常监控也都由该系统监控。前期设计上，公司花了相当大的精力，在对接过程中，后台系统与支付宝、托管银行等机构形成相互监控的关系。

而对于专项计划的上市，目前产品的投资者都为机构投资者。任莉认为，随着东证资管 - 阿里巴巴专项计划在深交所上市，借助交易所开放透明的平台，将会吸引更多的投资者参与其中，解决了客户对流动性的需求。



资产证券化前景

经济进入下行周期，如何能够盘活存量成为拉动经济的主要途径，而资产证券化就是一个很好的解决方式。

我国目前的法规体系中，资产证券化主要分为信贷资产证券化、企业资产证券化。其中，信贷资产证券化呼声最高。

所谓信贷资产证券化，是指把一组欠流动性但未来有比较稳定现金流的信贷资产（如银行的贷款等）经过重组形成资产池，并进行信用增级，在此基础上把这组资产所产生的未来现金流作为还款来源，发行可以在金融市场上流动、信用等级较高的债券型证券的过程。信贷资产证券化经历了三个阶段，截至 2013 年 6 月末银行间市场共发行 896 亿元规模的资产证券化产品。

日前市场传言，监管层有意推动券商信贷资产证券化业务发展。分析人士指出，从东证资管 - 阿里巴巴专项计划的基础资产来看，无疑是最复杂的类信贷资产之一，这一方案对券商信贷资产证券化具有借鉴意义，是一次有益的探索。

对此，任莉显得很谦虚，她表示，东证资管 - 阿里巴巴专项主要立足于各方客户的需求，为了满足需求而进行了一定创新。如果正如大家所关注的那样，券商信贷资

产证券化业务能够获准开展，在公司发展过程中，已与多家银行建立起良好的合作关系，拥有较好的合作基础，将在政策法规允许范围内，积极把握机遇，拓展这一业务。

资料显示，早在 2006 年，东方证券就已发行“远东租赁资产收益专项计划”，当年发行后在上交所的大宗交易平台上市流通，为国内最早涉水资产证券化的券商之一。

任莉表示，在金融改革不断深化、利率市场化和“金融脱媒”的大趋势下，各类资产管理业务正逐渐由相互分割，走向相互融合，相互合作。比如，东证资管 - 阿里巴巴专项计划正是券商、银行、会计事务所、律师事务所、评级机构等多方合作的结果。未来，东方红资产管理在开展资产证券化业务的过程中，与母公司东方证券旗下的投行子公司东方花旗紧密联动，东方花旗是一家具有国际化视野的投行，具备较强的专业优势，双方联合合作有利于推进资产证券化业务的开展。

而去年的银证通道业务，东方红资产管理并未像其他券商介入过多，对此，任莉直言：存在即有合理性，但每家公司优势禀赋不尽相同，我们可能更偏重于主动管理领域，同时，创新也是公司发展和业务拓展的关键。完

66

在金融改革不断深化、利率市场化和“金融脱媒”的大趋势下，各类资产管理业务正逐渐由相互分割，走向相互融合，相互合作。

信贷资产证券化的前世今生

文 / 东方红资产管理 产品经理 王堃智



资产证券化起源

资产证券化最早起源于美国，最早出现的时间可追溯至 1920 年代末期的大萧条。当时美国为了救市，建立了不动产抵押贷款次级市场，为资产证券化开启了大门。1932 年美国联邦住宅贷款银行成立，为居民抵押贷款提供信贷支持；1934 年成立联邦住宅管理局，为拥有不动产抵押贷款的银行提供保险机制；1938 年房利美公司（Fannie Mae）成立，1968 年分解出国民抵押贷款协会（Ginnie Mae），并在美国 70 年代利率市场化中发行了第一只不动产抵押贷款债权担保证券。

随着房地美（Freddie Mac）的壮大，三大住房抵押贷款证券专业机构三足鼎立，不断完善和发展了住房抵押贷款证券化（MBS）市场。目前，美国已形成 4 个主要资产证券化市场，即：住房抵押贷款支持证券 RMBS、商业地产抵押贷款支持证券 CMBS、资产支持证券 ABS 和债务抵押债券 CDO。

RMBS+CMBS 住房抵押贷款支持证 商业地产抵押贷款支持证券 10.5万亿84%	ABS 资产支持证券 2万亿16%	CDO 债务抵押债券 0.9万亿7%
---	--	---

我国资产证券化现状

随着 2012 年 5 月，人民银行、银监会、财政部联合下发了《关于进一步扩大信贷资产证券化试点有关事项的通知》，信贷资产证券化重新开闸，其中明确了基础资产的选择注重加强与国家产业政策的密切配合，鼓励金融机构选择符合条件的国家重大基础设施项目贷款、涉农贷款、中小企业贷款、经清理合规的地方政府融资平台公司贷款、节能减排贷款、战略性新兴产业贷款、文化创意产业贷款、保障性安居工程贷款、汽车贷款等。资产证券化开始了新一轮试点阶段，基础资产的范围将继续扩大。

信贷资产证券化关键因素

在证券化的过程中，基础资产的选择和证券定价是至关重要的因素。



◎ 基础资产的选择要兼顾收益性和导向性，既要有稳定可预期的未来现金流，又要注重加强与国家产业政策的密切配合

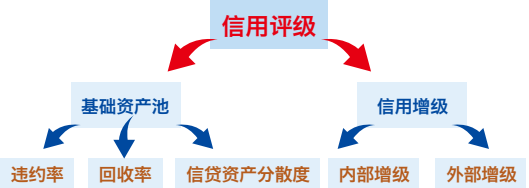
◎ 入选的信贷资产具有较高的同质性

◎除了入池资产的信用质量,还需要对行业集中度、地域集中度和借款人集中度等指标进行有效监控。

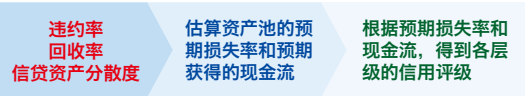
◎ 信贷资产规模大、质量高

◎ **主管机关认可，审批难度小：**一方面，企业贷款资产已经有比较成熟的操作案例；包括国开行、农发行、交通银行等；主管机构认可关注度较高；另一方面，如果选择其他新型信贷资产，建议选择符合国家政策导向的资产类型，比如个人消费贷款等。

在证券定价方面，信用评级是相对最重要的环节。资产支持证券的信用评级主要取决于两个因素：基础资产池风险和信用增级方式。具体如下图。值得注意的是，评级机构的作用不仅在发行过程中，在证券发行后，其仍要对已发行的证券进行持续跟踪，这种监控功能将持续到证券完全偿付之后。



基础资产池的信用风险方面，对单个信贷资产而言，其信用评级取决于未来预期获得的现金流，而预期现金流又取决于该资产的违约率以及违约后资产的回收率。即如果违约率越高，违约后资产的回收率越低，则信贷资产的信用评级越低。对资产池而言，其预期现金流不仅取决于违约率和回收率，还取决于资产池中信贷资产的分散度（相关性）。如果行业（地区）分散度越大（相关性越弱），则整个资产池信用风险越低，相反则越高。因此，基础资产池信用评级主要取决于三个因素，即资产池中信贷资产的分散度、违约率和回收率。在实际操作过程中，信贷资产的行业（地区）分散度数据是较易获得的。而违约率和回收率通常是基于历史数据估算的。比如，穆迪、惠普等评级机构通常参考历史数据，使用蒙特卡洛模拟的方法对违约率进行估算。



资产证券化的发展依赖广大投资者，而投资者是否投资于资产支持证券主要取决于三个方面，即自身的投资意愿、政策约束与二级市场流动性。机构投资者面临的主要政策投资约束、商业银行在资产证券化方面的资本计提问题、以及信贷资产证券化二级市场交易和流动性较差的现状。但不管怎样，信贷资产证券化的发展已渐入佳境，潜力无穷。**完**

尽管基础资产范围有所扩大，但在我国一般贷款证券化是现阶段我国资产证券化试点中的主体，这里所谓“一般贷款”是指对企业的各种用途的贷款，我国的一般贷款证券化属于 ABS，因此，这与美国 MBS 是最大市场、而 ABS 比重较小的情况不同。原因包括：第一，在我国信贷总量中，一般贷款占绝大多数。根据银监会数据，2012 年底，商业银行信贷资产中一般贷款占比为 79.9%，而住房按揭贷款比重为 14.9%、信用卡比重为 2%、汽车贷款比重为 0.3%；第二，一般企业贷款对于商业银行调整信贷资产的行业、地区分布有显著作用，更能满足商业银行现实需要；第三，在我国现阶段，个人住房抵押贷款的资产质量通常高于一般企业贷款，因此，在商业银行绩效考核压力下，银行住房部门不愿把“好资产”用于证券化。

信贷资产证券化参与的主体

信贷资产证券化就其本质而言，是一种“人造债券”，通过出售未来可回收现金流从而获得融资。过程为，发起人将基础资产出售给 SPV，SPV 再以基础资产发行资产支持证券，同时将获得的资金收入反过来用于购买这些基础资产，从而达到发起人出售基础资产进行融资的目的。最后，基础资产产生的现金流入支付给投资者，用于偿还资产支持证券的本金和利息。涉及的机构包括：发起机构、发行机构、贷款管理机构、资金保管机构、证券登记托管机构、投资机构、信用评级机构等。

在我国，一般贷款证券化的发起机构是经营信贷资产的金融机构，主要是商业银行，也包括发放贷款的非银行金融机构，比如发放汽车消费贷款的汽车金融公司、管理不良信贷资产的金融资产管理公司、在集团内部发放贷款的财务公司等。发起机构通过信托机构进行资产证券化，涉及两个主要问题：破产隔离和风险自留。“破产隔离”是指发起机构把已经证券化的信贷资产从资产负债表中转出，对信贷资产终止确认和真实出售。只有真实出售，才能实现破产隔离，投资者的利益才能不受发起机构经营状况的影响。“风险自留”是指由于资产

优先级A A1档 A2档			优先级B	次级	总规模	基础资产类型
13工元	30.40		1.70	3.82	35.92	工商贷款
12中银	15.00	10.13	2.87	2.62	30.62	工商贷款
12上元	8.36	1.14	0	0.50	10.00	个人汽车抵押贷款
12交银	16.10		3.10	2.64	21.84	工商贷款
12通元	16.51		2.49	1.00	20.00	个人汽车抵押贷款
12开元	22.80	29.08	12.00	8.98	72.86	工商贷款
合计	149.52		22.16	19.56	191.24	

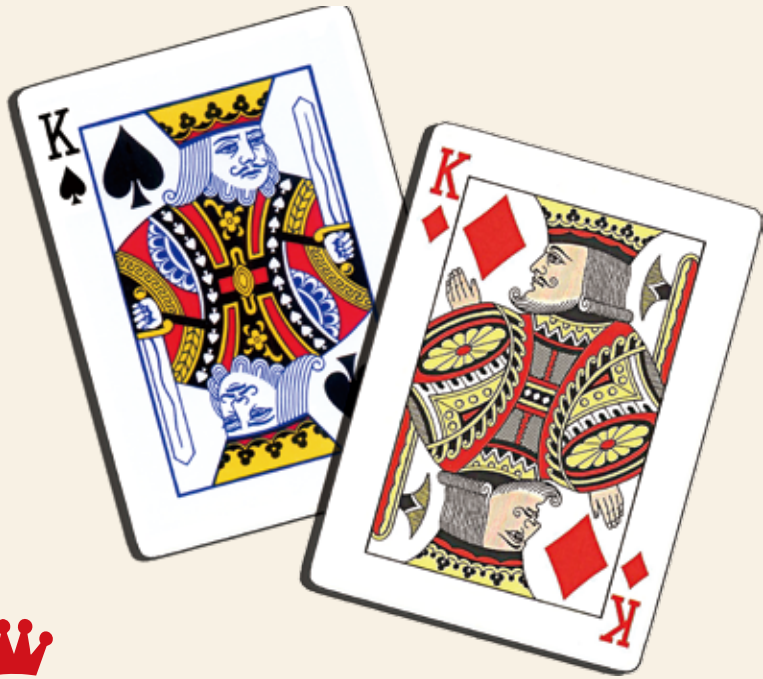
“

资产证券化的发展依赖广大投资者，而投资者是否投资于资产支持证券主要取决于三个方面，即自身的投资意愿、政策约束与二级市场流动性。

支持证券是分级的，发起机构为了表明对证券化项目的信心，和为优先级进行信用增级，通常会持有部分次级档资产支持证券，该比例原则上不得低于每一单全部资产支持证券发行规模的 5%，持有期不得低于最低档次证券的存续期限。

在发行机构方面，是指由专门的金融机构来承担受托机构的功能。发起机构把信贷资产委托给受托机构，受托机构进行证券化活动。金融机构作为受托机构，处于交易结构中的核心地位，一方面，其接受发起机构的委托，发行资产支持证券和偿付；另一方面，又聘请各个机构履行贷款管理、资金保管、证券托管、证券承销、信用评级等职能。贷款管理机构是指对已证券化的贷款进行日常管理的机构，主要是回收贷款的本金和利息。该职能通常由发起机构（商业银行）自己承担，以便发挥其信息优势和与借款人密切关系优势，而且商业银行还可以获得一定的服务费。该过程中由于“出表”，因此贷款管理机构受托管理的贷款非其自身贷款，所以须单独设账、单独管理。现行政策是根据 2012 年发布的《关于进一步扩大信贷资产证券化试点有关事项的通知》规定：发起机构原则上应担任信贷资产证券化的贷款服务机构，切实履行贷款服务合同各项约定。

资金保管机构方面，在证券化交易结构中，需要一个专门的资金保管机构对贷款资金进行保管，并根据投资者所持资产支持证券数量具体配发。由于资金保管机构也通常由商业银行担任，与贷款管理机构相似，因此，2005年4月发布的《信贷资产证券化试点管理办法》特别规定：发起机构和贷款管理机构不得担任同一交易的资金保管机构。此外，由于贷款资金到账和向投资者支付有一个时间差，资金保管机构可以在期间管理资金，但资金运用范围有严格限制。



国王的像[👑]

有一位国王，因为打仗的关系，失去了右眼跟右腿，除了难过以外，他也对自己失去了信心。

有一天，国王决定为自己留下一张画像，于是号召全国的画家齐聚一堂。国王告诉画家们，如果画得好一定重重有赏，但是如果画不好也绝对不宽待。

画家们很害怕，不知道如何把失去右眼跟右腿的国王画好？

这时有一个画家上前告诉国王，他可以把国王画得非常的英挺魁武，国王很高兴的说，那你就画吧！这个画家果真把国王画得非常英挺魁武，但却不真实，画中的国王，竟然右眼跟右脚变得完全没有缺陷。国王非常生气地说，画中的人根本不是他，所以重重地处罚了这位不实在的画家。

后来又有位画家，愿意帮国王作画，这位画家想，国王既然希望看到真实的自己，那我就如实作画即

可。结果这幅图呈现的是一个失去了右眼跟右脚的国王画像，非常恐怖。国王看了之后，心中的难堪涌现，也重重地处罚这位画家。

之后再也没有一位画家敢为国王作画，因此国王更加生气，并表示如果没有办法立刻画出一张令他满意的画像，则要处罚所有的画家。

这时有一位画家说：我很愿意试试看，希望国王息怒。画完成了之后，国王一看大喜，决定好好地赏赐这位画家……原来这位画家，画了一张国王侧身坐在马上，准备出征的英勇画像，也因为侧身的关系，所以巧妙地掩饰了国王失去的右眼跟右脚。

最后的一位画家，看到了国王的优点，善用国王的优点，避开了国王的缺点，使得国王发现到自己还保有的左眼跟左脚，因此恢复了信心，并能乐观的面对未来。我们每个人都该向画家学习，成为看他人优点的高手，来激励他人！[🔴]

自我欺骗[🎭]

美国国际管理集团（IMG）的创建者马克·H. 迈克是世界一流的管理专家，他自己介绍，他从一位好朋友身上学到了不少东西。

这位朋友是位出类拔萃的推销员，只要他一出面，他的魅力就能充满每个角落，你只有把钱花光才会离开。不过他的长处仅此一点，在其他方面，比如说组织、资金使用，对部下的鼓励、业务细节和工作贯彻方面等等都一窍不通。

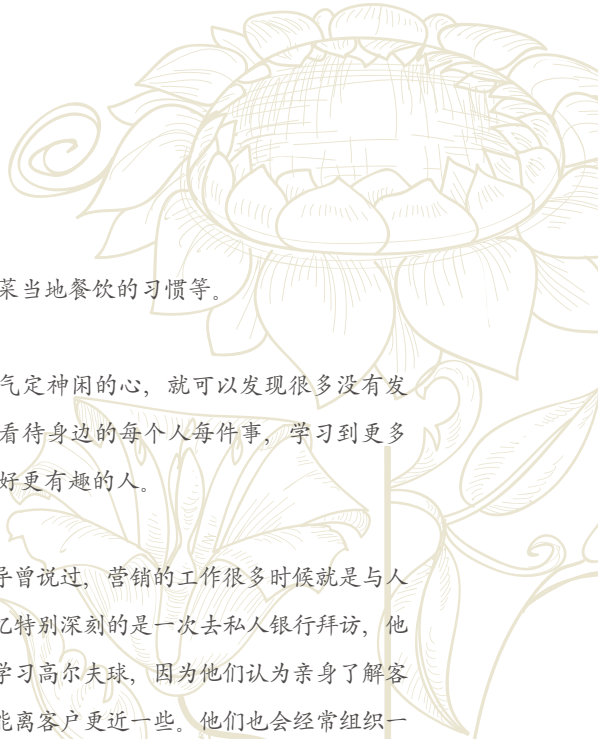
这种人本来可以成为一个公司明星般的销售经理，但绝不是企业家。然而这位先生是个自欺欺人的大师，他过高的估计了自己的能力。连续十年，他不断的组建自己的公司，接下来就是不断的关闭。

更具有讽刺意义的是，他认为自己非凡的销售是人都具备的。对他来说，销售是最简单不过的工作，他认为别人也一样容易。于是他呆在办公室做管理，让别人出去跑销售，结果公司中没有一个人在发挥自己的特长。

一个人不可能面面俱到，十全十美，关键在于努力把自己的特长发挥到极致，而把不足之处的危害降到最低。如果把精力全部花为提高弱项上，收效甚微，反而会影响到别的方面，成为一个毫无特色的人，自然也就难有建树。

有缺陷并不可怕，可怕的是非要从事与缺陷相对应的工作，有特长当然是好事，但把特长弃置不用，便如同没有特长一样。[🔴]





东西，比如如何点菜当地餐饮的习惯等。

有一颗积极向上和气定神闲的心，就可以发现很多没有发现的风景，开阔地看待身边的每个人每件事，学习到更多的知识，做一个更好更有趣的人。

还记得很早以前领导曾说过，营销的工作很多时候就是与人打交道的过程。记忆特别深刻的是一次去私人银行拜访，他们安排了晚上集体学习高尔夫球，因为他们认为亲身了解客户喜欢的东西，才能离客户更近一些。他们也会经常组织一些风水、奢侈品、养身的讲座，这样可以在和客户的交谈中，更多的聊到客户感兴趣的内容，和客户关系更融洽。这对于我的工作也很有启发，因此更觉得营销工作需要广博的知识，沉着的心态，做一个“智深勇沉”、风趣幽默的人，大家才会更愿意和你聊天，你也才会更有自信与别人拉近距离。

广学是强烈求知欲和学而不厌的精神体现，心神闲静是胸襟豁达充满自信的表现，无论是知识还是心态，我需要成长的地方还有很多，愿能一直勇往直前地走在前进的道路上。所以，各位亲，未来还请继续多多指教噢！☺



同事有大大的自信、了不起的谦虚、永不浇灭的热情等等，这些都是心智成长的养料。

除了身边的同事，在这些年的工作中发现，其实在工作中，可以学到东西和培养心态的地方很多。在这些年的工作中，合作银行的领导和同事给予了很多关怀和帮助，从他们身上学到了很多自己工作中未曾想到的内容和欠缺，以及从他们的疑惑中进一步展开学习，加强专业知识。在做培训的时候，有时会遇到同行在我之前做培训，聆听同行的培训既可以了解到对方正在销售的产品，知己知彼，也可以从他人的培训中学到其闪光点和培训技巧。每次出差，从出租车师傅身上也能学到很多东西，比如一些实用的方言，了解哪里有好吃的饭店，还有当地的一些习惯、风俗、交通等等。甚至，有时去饭店吃饭，从服务员身上也能学到

博学笃志 神闲气静

文 | 东方红资产管理渠道发展部区域总监 臧如婷

没有痕迹一样。作为在营销一线团队的一员，对于产品和公司的变化，如果自己不了解，自然无法去向别人推荐。我们身处一个变化的时代，必须以变化的节奏才能踏准节拍。不汲取新鲜的养分，就无法开出漂亮的花朵。

而在这样一个变化的时代，除了主动学习，我们也要以沉着的勇气和沉静的心态去快乐地拥抱变化，这样我们不仅不会被变化吓得手足无措，还能把变化转化为机遇和机会。以“神闲气静”的姿态去拥抱变化，相信“变化”也会变得“慈眉善目”起来。

身处变化的时代，我们需要学习知识和锻炼心态，除了从书本、资料和网络汲取养料，我们更能从他人身上学到很多。还记得刚进公司实习的时候，不知该如何称呼身边的同事，就会喊大家为“老师”。虽然这只是个简单的称呼，但仔细想来确实身边的同事就是能教我很多东西的“老师”。从他们身上学到打电话沟通的技巧，如何更自信地讲PPT，如何更出色地完成一次活动等等，而更重要的是，有些同事让我学到了值得让人尊敬的超级乐观的心态（我是普通乐观心态哈哈），有些同事有很好的积极健康生活作息可供参考，还有些同事有非常欢乐的业余生活，有些



“博学笃志，切问近思；神闲气静，智深勇沉。”这是清人王永彬《围炉夜话》中的句子，也是我比较中意的短语之一。非常广泛地涉猎知识，志向坚毅而笃定，切实虚心地向人请教，并深入思考；心神安详，气度沉静，拥有深刻的智慧和沉着的勇气，这真是相当了不起的一种境界。尤其在自己参加工作后，便越来越能感受到，工作中最需要的的确就是不间断的知识学习和无休止的心态历练。

“好好学习，天天向上”，从小喊着这个口号，长大后觉得这的确是个简单有用的真理。工作和生活中，每一天都需要学习，每天开心地学到一点点，进步一点点，就会觉得日子充实而快乐。2008年毕业后我就加入了东方红团队，一晃都五年过去了，在东方红团队中有好多感触，觉得无论是知识上还是心态上都成长了很多，深刻地感受到未来还需要更好更快地进步更多才行。

“学如逆水行舟，不进则退，不学则殆。”身处行业，深感此为真谛。从传统权益类到固定收益类从行业第一支定向增发“大集合”到第一支折价主题“大集合”，从普通发行到密集发行，从集合理财到公募基金……时间不断向前奔跑，东方红的产品不断创新，公司的面貌也是日新月异，可以学习和需要学习的也就越来越多。

还记得对定向增发的概念从不熟悉到烂熟于心，面对密集发行时的快速知识补给，得知集合理财需要转公募基金后对其进一步地展开了解……每一天都有太多可以学习的，也有太多需要学习的，仿佛跟不上浪潮就会被浪潮淹没得

B. Rewson

到亨吉利买表的六大理由

理由一：专业积淀，规模连锁

亨吉利世界名表中心是专业从事世界名表经销和服务的连锁集团，拥有雄厚的资金优势和良好的经营能力。历经十余年的发展，至今已建成遍布全国 60 多个城市，拥有 250 余家连锁店的名表销售连锁集团。其市场占有率位居国内名表零售业前列，是国内使用统一商号、覆盖地域最广的著名名表销售连锁品牌。国际化的品牌经营理念和卓越的业绩，使亨吉利品牌获得了行业内外人士的广泛关注与认可，企业屡获“中国品牌成长冠军”，“中国品牌价值冠军”“亚洲品牌 500 强”“亚洲名优品牌奖”等殊荣。

理由二：品牌丰富，名表殿堂

亨吉利始终专注于钟表行业，以传播钟表文化、帮助顾客实现高品质生活为己任，与品牌携手共进。长期以来，亨吉利世界名表中心与包括 Swatch 集团麾下的宝玑、宝珀、雅克德罗、格拉苏蒂、欧米茄、浪琴、雷达、天梭、汉米尔顿和雪铁纳等，Rolex 集团的劳力士和帝舵，Richemont 集团的朗格、积家、卡地亚、伯爵、万国和沛纳海等，Kering 集团的芝柏、尚维沙，以及独立品牌萧邦、雅典、宝齐莱、百年灵、柏莱士、瑞宝、艾米龙、蕾蒙威、豪利时和梅花等众多世界顶级品牌和主流品牌建立了密切的合作关系。

理由三：个性服务，高端体验

以“帮助顾客实现高品质生活”为使命，秉承“诚信、规范、专业、温馨”的经营理念，亨吉利人在提供商品的同时，视顾客的要求为工作标准，以服务好每一位顾客为基础。为满足顾客选购和品鉴名表的不同需求，亨吉利独创性地在旗舰店内规划出“销售区、博物馆、VIP 室、展示区、技术服务中心”五大功能版块。在销售区和展示区，顾客可以充分了解不同品牌的风格与文化，选购丰富的表款；在 VIP 室，宾至如归的周到服务伴您细细品鉴精选计时珍品，清雅的绿茶，香浓的咖啡或是醇香的红酒都依照您的喜好调制最佳口感；在博物馆，您可以徜徉時計文化的海洋；技术服务中心则为您提供优质的名表保养和技术服务。

理由四：会员体系，尊贵专享

亨吉利依托 CRM 系统精准的数据筛选和分类功能，建立了完善的会员体系，针对会员的不同喜好及需求，提供相应的维系服务，通过亨吉利会员俱乐部，从日常问候沟通、积分权益尊享到特色沙龙活动的举办和邀约等各个方面为会员打造优异的高端名表消费体验。

理由五：技术团队，优质保障

名表维修与保养是名表消费体验中不可或缺的重要组成部分，亨吉利技术服务团队以知名高校专业教授，全国手表维修技师大赛冠军等专家为核心力量，并汇集众多拥有丰富经验及精湛技巧的高级技师，堪称精英之师。亨吉利所有维修中心均配备先进的瑞士进口仪器设备，采用原装进口零配件，并严格执行国际名表品牌技术操作规范，从根源保证维修质量及顾客权益，得到多个瑞士品牌的官方特约维修授权，并与众多世界名表品牌展开了全面的售后服务合作。

理由六：时间文化，资讯平台

深厚的历史文化内涵和品牌技艺传承是名表产品独有的价值内涵，以此为前提，亨吉利始终致力于在西方精湛制表工艺及文化历史渊源与东方时间智慧与美学之间搭建起“沟通东西方文化的桥梁”，希望成为“爱与美的传播者”与爱表人士分享与交流博大精深的时间文化。目前，亨吉利已推出高端钟表专业杂志《亨吉利时间》（双月刊）以及一年一度的“西艺东韵”名表巡展等专业渠道，作为分享与传播行业资讯，品鉴腕表以及交流心得的绝佳平台，受到了广大爱表人士的广泛关注与喜爱。完

Get a watch , get a world.
Harmony World

拥有一枚腕表 拥有一个世界



亨吉利世界名表中心
HARMONY WORLD WATCH CENTRE



北京/010 64211316 上海/021 63210217 深圳/0755 82068369 沈阳/024 82830709 太原/0351 8699430 西安/029 87203157 沈阳/0471 8134888 福州/0591 8590608 哈尔滨/0451 52905146 乌鲁木齐/0991 2830099 成都/028 83287156 长春/0431 88987487 天津/022 24034766 呼和浩特/0471 6822088 包头/0472 5190258 济南/0531 6050831 石家庄/0311 87796188 烟台/0535 5103308 郑州/0371 8871888 银川/0951 6883031 宝鸡/0917 3802228 咸阳/029 33206659 衡阳/0379 63151138 南昌/025 84738077 桂林/0571 89785710 苏州/0512 83720504 宁波/0574 87355567 无锡/0510 81179645 杭州/0571 9468460 合肥/0551 63891886 嘉兴/0533 86898322 武汉/027 82450173 襄阳/0710 3109991 盐城/0772 6589050 盐城/025 89188878 青岛/0791 6233548 德州/0797 8487137 长沙/0731 82364261 湘潭/0731 58227947 衡阳/0734 8638763 岳阳/0730 298369 娄底/0738 38493677 湛江/0669 88193501 南宁/0771 5825790 贵阳/0851 5631139 广州/020 85593799 佛山/0757 8950786 东莞/0769 27166385 惠州/0752 2872595 三亚/0898 88263916 南昌/0794 3055887 太原/0351 5101129 台州/0576 83637660

