

东方红悦读

issue 15
2014 年 8 月

东方红
财富俱乐部
Vip 专刊



订阅号，坐享更多资讯



服务号，尊享账户信息

敬请扫描、搜索“东方红资产管理”一键关注微信账号

光荣与梦想

每一份成功背后，
都来自于长久、持续的努力

4th
四周年

感恩同行 坚守初心

7月28日，我们迎来成立四周岁生日；作为团队，我们已经走过了十六个年头，在这个喜庆的日子里，特别感恩一路相伴而行的朋友们。

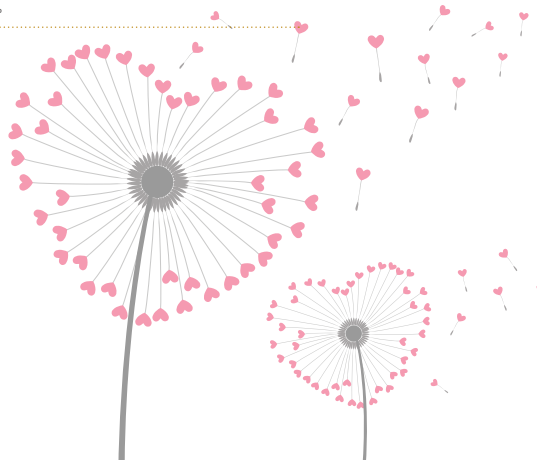
回首行业发展，试点与放开，创新与发展，不觉感叹那些逝去的日子，那些波澜壮阔的大事件和大发展，就在我们身边，而且我们有幸参与其中。一路走来，不论如何风云变幻，如何起伏变迁，我们始终不忘初心，不忘“受人之托、代人理财”的本源，这也让我们走得更加专注和坚定。

回首公司发展，收获与赞誉，风雨与彩虹，每位同行人的支持与信任都给予我们无限的力量与动力，让我们的每一次迈步都更加坚实和稳健。我们深知，这些信任来之不易，唯有不断专注于核心竞争力的培养，着力提升专业能力，切实构建核心竞争力，才能凭借卓越的综合投资管理能力，回馈信任，为投资人创造持续回报。

当前，中国经济步入转型发展期，在过去三十多年经济高速发展过程中，所辛苦积累的巨额居民财富以及存量资产，都应得到妥善保管和利用。但经济转型发展必将是财富重新分配的过程。资产管理机构应依托自身的专业能力，为投资人和机构提供多层次投融资解决方案，盘活存量资产，让资产保值增值。

作为资产管理机构，一路走来，我们始终不忘初心，坚持着自己的坚持。未来，我们仍将继续坚持我们的核心价值观，即以投资业绩为导向，不受做大规模的诱惑；始终以最专业的态度勤勉尽责，坚持在长跑中胜出；始终以投资者的信任作为公司生存和发展的基础，不辜负投资者的信任，致力于为客户带来长期投资回报。

我们坚信，在前行道路上，坚持初心，专注迈步，必能收获灿烂。





Contents

	卷首语 Preface
01	感恩同行 坚守初心
	东方红·动态 Orient News
04	公司荣获多项荣誉
	东方红·媒体 Orient Interview
06	中国投资者有没有未来？ 希望一个以投资者为中心的市场可以最终建立起来
	东方红·观察家 Orient Observation
08	希望不是以泪洗面而告终 经济制度所有的活动都建立在一个简单的原则上，就是激励作用

	东方红·封面故事 Cover Story
14	光荣与梦想 每一份成功背后，都来自于长久、持续的努力
20	采金者 长期投资取胜的关键在于坚持做大概率的事
	东方红·策略 Orient Strategy
24	短期向好 哑铃配置 阶段性投资机遇仍值得把握，建议哑铃型配置
	东方红·观点 Orient View
29	投资主办人看市场 相对看好高分红的大盘蓝筹股

	东方红·智慧 e 站 Orient Wisdom
35	卓别林：当我真正开始爱自己 无须再害怕自己和他人的分歧，矛盾和问题，这就是“生命”
	东方红·投资小札 Orient Notes
36	消费品的成长路径：重复购买率与口碑相传 超额收益率往往和产品快速放量阶段相对应
	东方红·专题 Orient Feature
38	塞斯·卡拉曼的管理之道 看价值投资者如何用人、如何投资
	东方红·生活 Orient Life
44	德州扑克与投资 从德州扑克看投资策略





订阅号，坐享更多资讯



服务号，尊享账户信息

敬请扫描、搜索“东方红资产管理”一键关注微信账号



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

主编
曹玥

责任编辑
杨娜、吴芳澜、高义、钱慧、王一桑
熊倩茜、刘小月、王飞飞

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：dfjhlc@orientsec.com.cn

客服热线：4009200808

公司网站：www.dfham.com

微博：东方红资产管理 weibo.com/dfham

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

本材料并非宣传推介资料，也不构成任何法律文件。

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

News 动态

7月16日，上海证券报主办的“2013年中国证券期货市场品牌价值榜评选”揭晓，公司荣誉“中国券商理财金榜综合管理实力大奖”，该榜单唯一的年度“最佳混合型券商集合理财计划”奖花落东方红5号－灵活配置集合资产管理计划。

7月11日，证券时报主办的“2014中国财富管理高峰论坛暨最佳财富管理机构颁奖典礼”在深圳举行，公司荣誉“中国最佳资产管理券商”称号，东方红5号－灵活配置集合资产管理计划荣获“中国最佳权益类资管产品”奖，东证资管－阿里巴巴专项资产管理计划1-10号荣获“中国最佳资管创新产品”奖。

7月6日，中国证券报社主办的“金牛财富管理论坛暨2013年度金牛理财产品颁奖典礼”在北京举行，公司荣誉“2013年度金牛券商集合资产管理人”称号，东方红－新睿2号集合资产管理计划、东方红－量化2号集合资产管理计划、东方红8号双向策略集合资产管理计划等三只产品荣获“2013年度金牛券商集合资管计划”称号；东方红4号－积极成长集合资产管理计划凭借出色的长期投资业绩摘得“三年期金牛券商集合资管计划”桂冠。



东方红系列产品 2014 年 8—11 月开放期一览

(具体开放期以公司公告为准)

产品	2014 年 8 月—11 月开放期	开放期规则
东方红 4 号	每个交易日（仅赎回）	每个交易日开放
东方红 5 号	每个交易日（仅赎回）	每个交易日开放
东方红 6 号	每个交易日（仅赎回）	每个交易日开放
东方红 7 号	每个交易日	每个交易日开放
东方红 8 号	每个交易日	每个交易日开放
东方红 9 号	每个交易日	每个交易日开放
东方红基金宝	每个交易日	每个交易日开放
东方红领先趋势	每个交易日（仅赎回）	每个交易日开放
东方红稳健成长	每个交易日	每个交易日开放
东方红内需增长	每个交易日	每个交易日开放
东方红稳健增值	每个交易日	每个交易日开放
东方红新睿 2 号	每个交易日（仅赎回）	每个交易日开放
东方红新睿 2 号二期	每个交易日	每个交易日开放
东方红新睿 3 号	每个交易日	每个交易日开放
东方红新睿 5 号	每个交易日	每个交易日开放
东方红-先锋 1 号	8月1日；9月1日；10月8日；11月3日	每月首个交易日开放
东方红-先锋 2 号（展期）	8月1日、4日；9月1-2日；10月8-9日；11月3-4日	每月前两个交易日开放
东方红-先锋 3 号（展期）	8月1日；9月1日；10月8日；11月3日	每月首个交易日开放
东方红-先锋 4 号	8月1日；9月1日；10月8日；11月3日	每月首个交易日开放
东方红-先锋 5 号	8月1日；9月1日；10月8日；11月3日	每月首个交易日开放
东方红-先锋 6 号	8月1日；9月1日；10月8日；11月3日	每月首个交易日开放
东方红-先锋 6 号Ⅱ期	8月1日；9月1日；10月8日；11月3日	每月首个交易日开放
东方红-先锋 7 号	8月1日；9月1日；10月8日；11月3日	每月首个交易日开放
东方红明睿 1 号	8月15日、18-21日；11月17-21日	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
东方红明睿 2 号	每个交易日	每个交易日开放
东方红明睿 3 号	每个交易日	每个交易日开放
东方红-量化 1 号	每个交易日	每个交易日开放
东方红-量化 2 号	每个交易日	每个交易日开放
东方红-量化 3 号	每个交易日（8月1-10日仅赎回）	每个交易日开放
东方红-量化 4 号	每个交易日	每个交易日开放
东方红富国 1 号	10月27-31日	2013年4月25日起每满3个月后接下来的5个交易日开放
东方红增利 1 号 A	9月16-19日、22-23日（参与）；9月16日（退出）	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
东方红增利 1 号 B	参与开放期：9月9-12日、15日	常规参与期：增利 A 常规开放期（不含）前的5个工作日；临时参与期：特定情况下由管理人公告确定；临时赎回期：由管理人公告确定；临时退出开放期：集合计划出现合同变更时由管理人公告
东方红增利 2 号	7月25日、28-31日；8月1日、4-5日	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
东方红增利 4 号 A	9月10-12日、15日（参与）；9月9日（退出）	参与开放期：成立后每满6个月的对应日的前第二个交易日起开放，每次开放4个交易日；退出开放期为参与开放期的前一个交易日
东方红增利 6 号	9月9-12日（参与）；9月9-10日（退出）	成立后每满6个月的对应日（非交易日顺延）及此后的3个交易日开放，前两个开放日可办理参与和退出业务，后两个交易日仅可办理参与业务
东方红新动力混合基金	每个交易日	每个交易日开放
东方红产业升级混合基金	每个交易日	每个交易日开放



中国投资者有没有未来？

本文为中国基金报记者张佳根据东方红资产管理董事长王国斌先生于2014年6月20日在由中国基金报主办的首届中国机构投资者峰会暨财富管理国际论坛上的主题演讲整理而成。

最近我一直在思考一个问题，那就是如果我是一个老百姓，或者从我父母、我家人的角度来考虑，一个普通的投资者在中国投资有没有未来？

首先要明白的是，金融业的本质是什么？我觉得金融业的本质就是通过某种激励机制，让分散在老百姓各处的钱聚集起来，让分散的个人目标撮合起来，完成对个人、组织和国家经济发展都有益的事情。

我们的市场有没有完成这些结合？这是我们要考虑的问题。我们今天讨论的是机构投资者跟财富管理，如果老百姓的投资没有未来的话，“皮之不存毛将焉附”，我们这些人的未来在哪里？如果机构投资者不考虑老百姓的利益，仅从短期角度来看，这个问题很简单，可以靠不同机构之间的博弈来获取收益。但我们的养老金、企业年金，我们的养命钱敢放到这个市场里来博弈吗？敢放到这个市场里只靠零和游戏来运作吗？这是我们不可回避的问题。

回到投资者本质的问题，投资是放弃或者牺牲今天的消费来换取未来收益的一种行为。所以对未来有没有信心是投资的本质，你不能相信未来，就不能进行投资。那怎样才能进行一种可信赖的投资呢？

传统资产投资无非通过两种方式获利，一种方式来自传统资产本身给你的收益，如利息、分红，还有收益的自然增长，这是一种获利方式。另外一种方式是通过市场低买高卖，通过资本利得获利。前一种方式在方法论上是可重复的，可持续的，后一种方式则是不可持续的、不可重复的。耶鲁大学教授史文森在《机构投资者的创新之路》中说，在美国传统资产配置时，盈利产生于市场本身，也就是来自于资产自身带来的收益，不是来自于积极的投资管理，跟你的投资技巧、投资天赋、投资能力没有任何关系。美国沃顿商学院教授西格尔在《投资者的未来》一书的开始就做了一个很大的总结，告诉大家，从1873年到2004年这一百多年的时间，美国97%的股市收益来自于分红及分红再投资，3%的收益来自于资本利得。史文森与西格尔的观点是吻合的。

从这一结论上看，我们的市场跟美国差距很大。给我10分钟的讲演时间，所以没法用PPT，我的PPT主要是三部分：一、迷茫的过去，多情反被无情恼；二、冰冻三尺，剪不断，理还乱；三、投资者的未来，多歧路，今安在？

江作良刚才已提到，我们投资者很无奈，为什么我们的市场总是牛短熊长，股市和经济增长长期背离。最令人痛心的是，我们的统计显示，股市在2005年-2007年的大牛市下，老百姓居然损失惨重。面对未来，我们更是行路难、路难行。当我们从非常遥远的未来回望历史、回望今天，也许我们会发现现在很幸运，全体中国人在实现中国梦，五千年以后回望中国我们可能只记得这件事情。我们也可以想一想，五千年后回望现在，中国的投资者有没有未来？我不希望投资者在历史上的记录是再次面临灾难，如果按现在发展下去，即便上证指数从目前的2000点涨到4000点，老百姓仍然难逃亏损的命运，在一个靠博弈获胜的市场，老百姓是没有未来的。

2013年的一个统计显示，所有大的经济体股市的分红率，只有中国分红率是低于一年期存款利率，无论市盈率有多低，如果一个市场只融资不分红，或者分红率不高，就没有内在价值。所以，要么市场利率下降，提升股市的内在价值，要么股票价格下降，让分红率得以提升。市场价格高的原因，要么是供给不够，要么是利率太高，从这个角度来说，所以只有放开供给端，市场才能通过调整来提高内在收益。在这个简单意义上，一个有内在价值的市场是可以建设出来的。

请高善文博士来告诉我们，美联储公布的数据，美国股市的净融资这几年都是负的，分红和股份回购远超融资。美国有很多很多热门的股票市盈率比我们高得多，数量和幅度远超我们，但并不妨碍整个市场产生内在收益。一个以投资者为中心的市场是可以建设出来的，市场自身得以运行，就是由于参与者可以在激励改变时改变他们的行为，经济制度所有的组织活动都建立于通过改变激励机制来改变参与者行为这个简单的原则上。如果约束和激

励机制没有建立好实质性的变动关联，各种混乱就会自然产生。我认为，最重要的是放开市场供给，让资本市场价格发现和引导功能真正发挥作用。

美国市场有70多万个选择品种，分成两部分：一部分是产品需求推动的企业，这部分估值不高，另一部分是通过技术创新，由供给创造需求的企业，这部分企业需求多大根本就是个未知数，估值就很高，也是增长的真正来源。

我们的IPO把这部分企业全限制掉了，推给国际市场了，墙内开花墙外香。一种貌似保护投资者的行为恰恰是对投资者的伤害，保护投资者就是要给投资者足够多的选择！如果监管者主要站在“融资者”的角度考虑问题，而没有设身处地站在“投资者”的角度考虑问题，资本市场缺乏“以人为本”的监管理念，规章制度缺乏遵从人性的复杂性的专业逻辑，不能通过有效的激励行为来鼓励所有参与者相互促进，那么在执行过程中就会因为“立法者、监管者、专业人士、普通投资者”等“人”的参与，发生意想不到的变化，事与愿违的事就会层出不穷。比如说，市场流动性的来源是由于市场参与者对同一问题看法不同，差异越大，流动性越好，这些人性的复杂性根本就应该顺应它，而不是去规范它，统一它，定价就是这么个问题。

金融企业的主要功能之一是要替老百姓管理他们通货膨胀的风险，为投资者谋划收益最优的投资组合，一个理性的可信赖的市场应该能够提供这样的选择。中国的投资者有没有未来？我没有结论，我提出来的希望和大家分享，我们每个人都有责任去思考。我不担心机构投资者有没有未来，五年十年我们中一些人可以通过博弈过得很好，我们有世界上最伟大的投资者，他们把40%的当前消费放弃了用于换取未来的收益，我们机构投资者是很幸运的。但是我们老百姓呢，我们的养命钱呢？

中国的投资者理应有一个光明的未来，希望一个以投资者为中心的市场可以最终建立起来。📍

文 / 东方红资产管理董事长 王国斌先生

希望不是以泪洗面告终

编者按

本文为作者五年前参加由中国证券业协会、美国沃顿商学院联合主办的“证券业领导力与管理高级研修班”的学习汇报小结。今年正好是该项目十周年，刊出此文，是以为记。

“中国目前的外汇储备有1万多亿美元，也就是美国欠了中国这么多钱，这笔钱美国终究是要还的，但历史上这种关系，多以泪水而告终，希望中美之间不是如此。”这是2009年6月8日在第五期宾大沃顿商学院——中国证券业协会项目结业仪式上，项目联合主任之一、沃顿商学院金融实体中心联席主席弗兰克林·艾伦 (Franklin Allen) 教授在最后致辞时，对我们善意的提醒。

很荣幸，2009年3月12日至6月12日，我们到费城参加了“证券业领导力与管理高级研修班”，沃顿商学院是全球青年才俊梦寐以求的“一登龙门，便身价十倍”之所，这样的深入学习，确实受益良多。

沃顿给我们设计安排了能够使我们了解美国金融市场历史、理论、结构、投资与衍生品、公司财务、风险管理、风险资本、人力资源、领导力等课程，同时也安排了到美国金融机构和商务中心的参观访问，到教授家中做客等文化交流活动。该项目诸多课程的设置，虽与我们在国内学习过的EMBA并无太大的差别，但“纸上得来终觉浅，绝知此事要躬行”，几个月的学习，我切身感悟的是存在于图表、公式以外的美国的经济、社会、文化以及美国人民的真实生活。

在美国学习期间，全球金融风暴愈演愈烈。中美之间存在的巨额贸易顺差和中国持有的大量美元储备，使得中美关系愈来愈成为世界上最重要的双边关系之一。

国内很多人、很多舆论为此沾沾自喜，自以为是。但通过在美国的学习以及对美国社会，经济、文化的切身感受，我更愿意把教授的提醒看成是警告。

金融企业的全部内容就是管理风险

美国的市场经济经过 200 多年的发展和完善，已经形成了高度的选择自由、竞争充分、法制完善的市场经济。我们学习过程中的大量课程，就是围绕这一经济制度，从本质上深入地分析和解释。这些学科帮助政府和机构有效地进行金融市场的管理运转，为我们提供了将美国资本市场的基本理论与现实实践进行对比的机会，也提供了中美两国证券市场交流和相互理解的机会。

通过学习，我深深感受到，金融企业的全部内容无非就是管理人类事务不确定的风险，而不是最终消除风险。只有那些能够发现、认识金融风险，并能在管理风险方面建立起竞争优势的公司，才能够经受金融风暴的侵袭而屹立不倒。

综观近几十年的历史，世界唯一的常量就是变化，就是经济发展的不可预见性。由于人性自身存在的缺陷，人类自

己创造出的任何制度和组织必然会有缺陷，这种缺陷是风险的内在滋生源。另一方面，基于不稳定的市场价格，繁荣与萧条的经济循环周期，新技术所带来的机遇和威胁，以及咄咄逼人的市场参与者对利润的冲动，动荡将贯穿金融市场的整个过程。风险就像地下能量一样，聚集到一定程度就会喷发。

沃顿商学院的教授告诉我们，美国的金融市场体系已经破产过几次了。事实上，迄今为止世界上还没有一个不曾破产过的样板。而美国每次破产后，金融体系都能得到重建，最终更健康地前行，成为领导世界的国家。巴菲特在他的股东会上说，美国的历史大概有两百年，可能有了十五次金融危机，在 19 世纪经历了六次衰退，当时称其为衰退，现在叫做恐慌，虽然衰退和恐慌会不时发生，但这不等于是一个没有止境的无底洞，在每个世纪里都有一些不景气的年头，但是好年份多过坏年份，这个国家就不会停止前进，他认为在中国和美国都是这样的。

危机根源之一在于激励不对称

既然美国已经有了完善的制度安排和实践，为什么还会爆发这样严重的金融危机？这方面学者专家做了很多研究，我们在学习中也与各方人士进行了很多探讨。在现代金融活动中，金融企业是金融市场的核心中介。我们在沃顿的短短三个月，涉及了资本市场的经济学原理，现代金融工具的创新、金融机构的设置和运营、金融法规的制定和实践、西方社会的多年实践经验教训，一一在我们眼前呈现。

人们不得不问：此次危机又何以累积到如此严重的境地？我想有一点大家都在避免多谈，那就是美国的金融机构中的激励不对称问题。由于金融企业规模的庞大，金融企业越来越成为公众公司，公司的所有权已经变得如此分散，没有哪个股东能够真正对公司负责，以至于股东－代理人问题严重。



在投资银行贝尔斯登 (Bear Stearns) 陷入偿付危机的时候，时任董事长吉米·凯恩 (Jimmy Cayne) 却选择在前一个周末去底特律参加一场桥牌联赛。事实上，从房贷的第一个链条开始，就没有人认真负责。

可以说股东和代理人这一矛盾始终在经济生活中时隐时现。过度的激励，鼓励了机构管理层采取激进的经营措施，为了短期的利益，拿股东的钱肆意冒险，加上金融机构作为商业中介，提供服务多是以乐观扩张为基础的融资服务，他们从本质上讲是经济活动中的极端乐观主义者，这最终累积了极度的泡沫而崩盘。而我们国家的经济体问题则是出在股东－代理人的另一极端，这一极端虽然目前没有造成系统性泡沫，但违规违法行为在政府和市场参与者中也常常发生，其造成的各种损失比起资本泡沫带来的危害有过之而无不及。其真正的原因则正好是激励不足，干劲不够，创新匮乏。

经济制度所有的活动都建立在一个简单的原则上，就是激励作用。我们无法否认激励的重要性，它是人类本性的一部分。市场自身得以运行就是由于参与者可以在激励改变时改变他们的行为。如果约束和激励机制没有建立好实质性的变动关联，那就容易造成道德风险的积累；即便过度限制也会使低效、浪费、贪污等不断发生，从这一层面看，也会造成系统性风险的不不断累积，最终导致严重经济衰退。

引入竞争 改善激励机制

要最大化减少这些不同人性造成的风险，中外历史已经证明纯粹靠监管并不能解决所有问题。巴菲特说过，监管是金融系统中非常重要的一部分，但是监管的效率则很难确定，“如果我被任命为一名监管者，配备 100 名最优秀的员工，每天我从那些大型企业机构那里得到他们的投资头寸，掌握他们在股票、衍生品或外汇的投资组合，我也无法告诉你，他们到底在干什么。”思考这一问题，我想最

66

综观近几十年的历史，世界唯一的常量就是变化，就是经济发展的不可预见性。由于人性自身存在的缺陷，人类自己创造出的任何制度和组织必然会有缺陷，这种缺陷是风险的内在滋生源。

99

重要的是仍然以促进对市场的竞争为方向，从各个角度不断引入竞争，改善对政府和企业的治理和激励机制。

著名学者张维迎在《理解和捍卫市场经济》一文中用我们的语言告诉我们，市场经济在人类历史上怎样创造了奇迹。另一方面他解释说：“什么是市场？市场就是好坏由别人说了算、不由你自己说了算的制度。在市场上，任何人不为别人创造价值，就不可能获得收入。所以你必须努力为他人创造价值。价格提供了一个信号，什么东西有价值，什么东西没有价值，要在市场上考验，要由买的人说了算。没有人愿意超出你为他服务的价值来付出价格。当两个企业竞争，我们说某一个企业更有优势的时候，意味着这个企业能为消费者创造更多的剩余价值，即消费者剩余。企业之间的竞争，是为消费者创造剩余价值的竞争……市场经济的第二特点，是陌生人之间的合作，市场经济中，不光有一只‘看不见的手’，还有一只‘隐形的眼睛’。也就是说，陌生人之间能够合作，是因为有一双隐形的眼睛在监视我们，每个人必须好好表现，对自己的行为负责。过去对市场经济的批评，往往是由于人们只知道前一个因素，而没有看到后一个因素的作用，所以，认为市场上一定有欺诈，无商不奸。而事实上，我们今天看到，市场经济越发达的地方，人们越注重自己的信用。尤其是企业，要在市场上取得成功，必须建立很好的声誉。如果他的声誉不好，没有人信赖他，就会被淘汰。”



即便在金融风暴肆虐的当下，美国的经济社会生活也为此提供了非常好的教材。美国那些金融机构即便在奄奄一息下，其对专业的精深了解、对人性、制度的理性自然的掌握分寸、战略的高瞻远瞩，无不令人敬畏。一旦活转过来，必将是我们竞争的大敌！如果我们现在不抓紧时机，勇于竞争，放开竞争，在竞争中把我们自己做强做大，终有坐以待毙、轰然倒塌的可怕的一天。

■ 建立好市场机制 鼓励竞争

相比较美国，我们国家的证券市场起步不久。作为一个从业人员，我们的责任应该是建立起一个真正有效的资本市场，这一市场要能够确保资本流向能创造财富，提高国家和人民未来收入的建设性项目上。

在这个过程中，自身的风险管理是其中最重要的一环之一。“最高级别的谨慎……是最好的头脑与最好的心灵结合。”亚当·斯密在《道德情操论》中已经指明了方向。如何未雨绸缪，在提高效率的同时，又把风险降至最低，从现在起将时时考验着管理者的能力和品格。

风险管理就要像人类预防地震一样，事前要对房屋的防震能力做好设计，要“瞻前顾后”，同时建立好地震预报中心，

对地震板块进行监控，预报要做到“报忧不报喜”；同时要组织培训防震知识，组织各种防震演习；既有防震应急措施，也有灾后重建办法。如此，我们才能在八级以上地震一样的金融风暴中不伤筋动骨。而政府的责任则是建立好市场机制，鼓励竞争，鼓励我们的机构在竞争中成长。

美国的市场经济和中国的市场经济虽有不同，但我们目前面对的金融危机带来的经济困境是相同的。摩根大通董事长兼首席执行官杰米·戴蒙在致全体股东的信中说：人们尽管批评有关对策的时机、方式以及连贯性极为简单，但我们明白能于困难甚至危急时刻采取果敢行动已经非常不容易。

西奥多·罗斯福总统在近一个世纪之前曾经说过：“荣誉并不是属于那些给批评的人，亦不是属于那些指出强者是如何给绊倒，或实干家哪些方面还可以做得更好的人。荣誉是属于那些参与其中，满面尘土、汗水和鲜血的人，属于那些勇敢奋斗、会犯错、屡败屡战的人，因为任何成就都必先经过错误和不足，荣誉是属于努力奋斗的人、懂得什么叫热情、奉献的人、献身给崇高事业的人、成功的时候懂得什么叫丰功伟绩、即使失败也败得光彩的人。因此，他们永远不应与那些不知道胜利为何物，也未尝失败的冷漠、胆怯之徒相提并论。”

曾国藩老先生 100 多年前用寥寥数语就道尽了 we 面临危机时最重要的要素：“天下事在局外呐喊议论总是无益，必须躬自入局，挺膺负责，乃有成事之可冀！”我们希望，我们能够在百年难遇的困难面前继续保持果敢作风，寻找适当的解决方法。

资本主义的鼻祖亚当·斯密曾这样描述那些通过商业和金融活动而获取回报的人：“他们的动机是美好的、伟大的、高尚的，值得大家为之艰苦奋斗，值得我们为之热切盼望。”在美国我们仍然可见 Apple、Berkshire Hathaway 这样的机

66

西奥多·罗斯福总统在近一个世纪之前曾经说过：“荣誉并不是属于那些给批评的人，亦不是属于那些指出强者是如何给绊倒，或实干家哪些方面还可以做得更好的人。”

99



构和 Steve Jobs、Warren Buffet 这样的个人，但我们很难想象今天可以用这样的词语来描述我们的资本市场中的机构和个人。当我们面对越来越开放的国内国际市场，我们只有把我们国家的强大建立在历经五千年而不衰的价值、美德和我们的信仰的基础之上，不断强身健体，我们才能最终避免以泪洗面！



“仓廩实而知礼节，衣食足而知荣辱”。三个月的美国之行，还有一个最大的感受是那个庞大的国家自然环境极为优越，高速公路四通八达，物质极度丰富甚至到奢侈浪费的程度。虽然我们开玩笑说他们的土地才耕种了 200 年，而我们的土地已经耕种了 5000 年，土地肥沃程度大为降低，老天爷待我们不厚。不过，美国的繁荣来自于人民的创造力，制度是第一生产力。

对比下来，更多的感慨是美国人民彬彬有礼，校园活力四射，人们互相信任、乐于助人，社会创新层出不穷，一切基础设施的建设、法律制度的制定都是以人为本作为出发点。

我们曾聊到浦东机场新航站楼一期刚开通时，发现厕所在楼下，拖着大行李的旅客极其不方便，这样的设计不可思议。不过，这样的情况美国历史上也曾经经历过：几十年前，美国黑人还没有选举权，如今，奥巴马成了美国总统；芝加哥五大湖也曾经污染严重，类似我们的太湖或滇池，如今碧水拍岸，群鸟飞翔，绿树成荫，景色宜人；黄石公园的狼也曾经被皮毛商赶尽杀绝，后来实施了狼回归自然计划，现在公园里狼、熊出没，野牛成群结队，蔚为壮观。

既然我们已经意识到问题的所在，我们完全有理由相信，若干年后，我们一定有能力把祖国建成苏轼所描述的美景：“耳得之而为声，目遇之而成色。取之无尽，用之不竭，是造物者之无尽藏也，而吾与子之所共适。”🍷

光荣与梦想

文 / 《东方红 悦读》编辑部

2010年7月28日，浦江之畔。

东方证券资产管理有限公司成立仪式在上海华尔道夫酒店低调举行。当揭牌嘉宾缓缓倾倒荧光香槟时，大屏幕上，“东方红资产管理”的标识从“地平线”上冉冉升起。

此刻，掌声响起，经久不息。

每一份成功背后，都来自于长久、持续的努力。

在这一刻之前，这一脱胎于东方证券资产管理业务总部的团队已经持续努力了12年。

1998年，业务部门设立，开始从事资产管理业务。随后12年间，A股市场跌宕起伏、多轮牛熊更迭。这一经过市场洗礼的团队已在业内享有盛誉，不仅长期业绩优异，而且团队稳定可复制，经过长时间沉淀，他们拥有共同的文化和愿景，最初进入团队的毕业生已成长为投资经理、总经理助理，甚至是总经理。

这一刻，不仅是东方红资产管理团队的重要时刻，更是整个证券公司资产管理行业的重要时刻，是行业发展具有里程碑意义的事件。

■ 蹒跚起步

回顾行业发展，如果从 1995 年中国人民银行开始批准证券公司从事资产管理业务算起，证券公司资产管理行业发展已经走过了 15 年历程。

2001 年 11 月，中国证监会发布了《关于规范证券公司受托投资管理业务的通知》，第一次界定了资产管理业务；2003 年 5 月，中国证监会发布了《关于证券公司从事集合性受托投资管理业务有关问题的通知》，对资产管理业务进行规范。

2003 年 12 月 18 日，中国证监会发布的《证券公司客户资产管理业务试行办法》指明了行业发展路径，界定了券商资产管理业务类型，即为单一客户办理定向资产管理业务，为多个客户办理集合资产管理业务，为客户办理特定目的的专项资产管理业务；进一步明确了投资者与证券公司、证券公司与资金托管人之间关系为信托关系。

操作层面上，该试行办法规定，具备资格的证券公司不但可以为单一客户办理定向资产管理业务，经中国证监会同意作为试点单位的，还可以为多个客户办理集合资产管理业务，以及为客户办理特定目的的专项资产管理业务。

除了已广泛开展的定向业务外，集合业务和专项业务开始试点起步。

2004 年 10 月 21 日，中国证监会发布《关于证券公司开展集合资产管理业务有关问题的通知》，标志着集合资产管理业务试点正式启动。

2005 年，广发理财 2 号、光大阳光、东方红 1 号等首批集合资产管理计划获得批复，开始募集并成立，迈出了集合资产

管理业务发展的实质性一步。这一年，修订的《证券法》第 125 条第 6 项明确规定证券资产管理是证券公司业务之一。

东方红 1 号集合资产管理计划，是东方红资产管理团队公开募集的第一只集合产品，最低参与资金 10 万元人民币，从产品设计看，追求绝对收益的理念非常明晰。东方红 1 号合同约定，管理人以自有资金参与计划的 10%，并承担有限责任；当集合计划发生亏损时，由管理人自有资金认购部分先承担损失；当年化投资收益率小于或等于 2.25% 时，管理人不得提取业绩报酬，同时免收管理费。

从运作来看，东方红 1 号的确不负众望、一炮而红。2 年存续期，299.90% 的累计收益率，这是东方红 1 号交出的傲人成绩单。紧随其后，2006 年 7 月成立的东方红 2 号，3 年存续期内，同样实现了 136.25% 的累计收益率。这让“东方红”这个品牌在业内声名鹊起，成为券商资产管理行业的佼佼者。

与此同时，专项资产管理业务也开始试点，2004 年完成制度基础构建后，2005 年 9 月开始试点，至 2006 年 8 月，共发行 10 只专项资产管理计划，其中，包括 2006 年东方证券推出的远东首期租赁资产支持收益专项资产管理计划；2006 年 9 月至 2008 年为试点暂停和总结阶段。直到 2009 年试点才开始重启，截至 2013 年 6 月，共有 14 只专项计划发行，累计融资 300 亿元。

■ 步入舞台中央

集合资产管理业务的试点一直持续，直到 2009 年。这一年，监管部门逐步放开和鼓励资产管理业务的发展：产品审批方面，年初监管部门放开了对集合产品存续期、规模等的限制；产品审批流程转为常规化；产品类型方面，新增了参与资金起点 100 万元、参与人数 200 以内的限额特定集合资产管

66

这一年，新推出的小集合产品大放异彩。当时报道显示，2010 年 1 月，东方红－先锋 1 号限额特定集合资产管理计划正式完成募集，成为业内第一只小集合产品，不仅如此，东方红－先锋 1 号以 24.94% 的累计净值增长率一举夺得当年 170 多只存续集合产品的收益冠军。

99

理计划（“小集合”）；管理人组织架构方面，允许成立独立的证券公司资产管理公司。

回头来看，2010 年，这一被媒体誉为券商资产管理“元年”的年份，仍是一个值得铭记的重要年份。

这一年，产品数量明显增加。据《上海证券报》的报道：朝阳永续统计数据显示，2010 年共有 96 只券商集合理财产品发行，加上此前市场上的 47 只存量产品，券商集合理财产品 2010 年的总量超过 170 只；扣除 11 只限定性理财产品，主要投资股票、基金的 160 多只非限定性集合理财产品的平均业绩为 2.82%。产品数量的快速增加也让追求绝对收益的集合产品逐步步入了中高端投资者的视野。

这一年，新推出的小集合产品大放异彩。当时报道显示，2010 年 1 月，东方红－先锋 1 号限额特定集合资产管理计划正式完成募集，成为业内第一只小集合产品，不仅如此，东方红－先锋 1 号以 24.94% 的累计净值增长率一举夺得当年 170 多只存续集合产品的收益冠军。这只小集合产品正是来自于东方红资产管理团队。

这一年还有一个重要时刻属于浦江畔的这个璀璨夜晚。这年 4 月，中国证监会正式下发《关于核准东方证券股份有限公司设立证券资产管理子公司的批复》，经过 3 个月的筹备，7 月 28 日，东方证券资产管理有限公司正式揭牌，这家由

东方证券出资 3 亿元、在原东方证券资产管理业务总部基础上设立的公司，成为国内首家券商系资产管理公司，实现了管理人在组织架构上的飞跃。

自此，券商资管正式步入理财市场的舞台中央。

■ 全面放开

这仅是全新征程的又一个起点。两年之后，2012 年，资产管理业务迎来全面放开之年。

这一年，行业迎来了制度环境的重大突破。2012 年 10 月 19 日，中国证监会正式发布了《证券公司客户资产管理业务管理办法》、《证券公司集合资产管理业务实施细则》及《证券公司定向资产管理业务实施细则》（简称“一法两则”），这距离 2003 年《证券公司客户资产管理业务试行办法》的发布近十个年头。

“一法两则”中，产品由行政审批制改为报备制、投资范围扩大、允许产品分级、允许集合计划份额转让等具体规定，令证券公司资产管理业务全面驶入快车道。

集合产品发行数量明显增加，中国证券业协会的统计数据显示，2012 年新发行集合理财产品 216 只，较 2011 年的 109 只实现了快速增长。集合产品类型更加丰富，2012 年

11月，东方红-新睿4号集合资产管理计划成立，成为第一只成立的分级“大集合”产品，实现了客户收益的分层，优先级份额享受约定收益，次级份额杠杆撬动超额收益。集合业务的高速发展态势一直持续到2013年6月1日新修订《基金法》的正式实施。

不过，当时的行业发展亮点，并非集合业务，而是一直被公众知之甚少的定向资产管理业务。统计数据显示，2012年定向产品规模为16847.3亿元，而前一年2011年仅1305.8亿元，同比猛增近12倍。而2012年集合和专项产品规模分别2052亿元和35亿元。另一方面，开展定向业务的证券公司由2011年的48家增至2012年的83家，一批证券公司因定向业务的积极发展而在行业中异军突起。

定向业务规模的爆发式增长，首次将资产管理的规模推升至万亿大关。来自中国证券业协会的统计数据显示，截至2012年底，证券公司受托客户管理资金总额为1.89万亿元；同比增长570.5%；证券公司受托客户资产管理业务净收入26.76亿元，同比增长26.6%。

在行业快速发展中，资产管理机构纷纷根据自身的资源优势禀赋，选择适合自身的发展路径。以东方证券资产管理有限公司为代表的资产管理机构，沿着专业化差异化的发展路径不断前行。

走向灿烂未来

如果说2012年是资产管理业务的全面放开之年，那么2013年则是资产管理业务的创新发展之年，这一年，行业制度环境再一次迎来了重大变迁。

最先传来好消息的是专项业务。2013年3月，中国证监会发布了《证券公司资产证券化业务管理规定》，标志着经过近十年试点的专项资产管理业务正式转为常规业务。

2013年7月，东证资管-阿里巴巴1-10号专项资产管理计划获批，作为首只小额贷款资产证券化产品，满足了淘宝、天猫等阿里巴巴集团旗下电商平台商户的融资需求。专项业务成为证券公司服务实体经济的重要方式之一。

紧随其后的是2013年6月1日新修订《证券投资基金法》的正式实施，为证券公司资产管理业务打开了另一扇门，那就是公募基金。

证券公司、保险等资产管理机构可申请开展公募基金管理业务资格，这也意味着证券公司资产管理机构可以发行面对更广泛投资人的基金产品，参与资金门槛降至1000元，由此站上一个为广泛投资人群服务的理财舞台。

2013年7月，第一家获中国证监会批准开展公募基金管理业务的非基金类资产管理机构诞生，这家机构正是3年前第一家获批成立券商系资产管理公司的东方证券资产管理有限公司，再次成为行业发展的又一重要里程碑。2013年底，首只券商基金——东方红新动力混合基金获批发行，迈出了实质性的一步。

回顾证券公司资产管理行业的发展历程，始终秉承着“受人之托、代人理财”的本源，不断提升主动管理能力，以专业精神、创新精神，致力于为投资者创造持续回报。坚守初心，必将迎来灿烂未来。

- 大事记 -

2010-2014



>> 我们不断破冰，走在行业发展前列。

2010年7月28日，东方红资产管理在原东方证券资产管理业务总部的基础上、由东方证券股份有限公司出资3亿元成立，是国内首家获批设立的券商系资产管理公司。

2012年7月，《保险资金委托投资管理暂行办法》颁布；在保监会10月举行的授牌仪式上，东方红资产管理成为首批获得“可受托管理保险资金投资管理人”资格的资产管理机构。

2013年6月，新修订的《证券投资基金法》正式实施，符合条件的证券公司、保险资产管理公司、私募证券投资基金管理机构等机构，可以直接申请开展公募基金管理业务；8月，东方红资产管理成为业内首家获得开展公募基金业务牌照的证券公司；12月，业内首只券商基金——东方红新动力混合基金获批发行，次年1月成立，在彼时低迷的市场环境下募集资金超过11亿元。

>> 我们不断创新，立足需求推出多只创新产品。

2011年9月，业内首只专注于定向增发市场投资的大集合产品——东方红-新睿1号成立，于2014年3月到期结束，在两年半存续期内，东方红-新睿1号在同期沪深300指数下跌22.10%的背景下，取得31.48%的累计收益率，漂亮收官。

2012年5月，业内首只专注于“折价主题”投资的大集合产品——东方红-新睿2号成立，将重点挖掘大宗交易折价、封闭式基金折价、可转换债券价格明显低估、定向增发和定向增发破发等折

价主题投资机会。

2012年12月，业内首只券商分级“大集合”产品——东方红-新睿4号成立，实现客户收益分成，其中，优先级份额旨在追求相对稳定的收益，普通级份额则用杠杆撬动超额收益。

2013年6月，业内首只小额贷款资产证券化产品——东证资管-阿里巴巴1-10号专项资产管理计划获批。

2013年9月，东证资管-阿里巴巴1号、2号专项计划优先级支持证券在深交所隆重挂牌上市。截至2014年6月，该专项计划已发行8只，募集资金总额40亿元，每只均达到产品上限。

>> 我们崇尚“感恩、责任、梦想”的团队文化，积极承担社会责任。

2011年4月，公司向上海公安金盾基金会捐赠540万元，用于上海公安机关英烈、因公牺牲、负伤、特困民警家庭的优抚慰问以及优秀民警的奖励等。

2013年7月，公司出资100万元与中欧陆家嘴国际金融研究院联合设立了中欧陆家嘴金融消费者保护基金。该基金致力于金融消费者保护的相关研究、金融消费者保护的学术论坛、金融消费者保护的典型案例评选和其他关于金融消费者保护的事宜。过去一年，该基金会举办多场研讨会，并联合中国人民银行金融消费者权益保护局和上海金融业联合会推出了“2013年金融消费者权益保护十佳案例征集活动”，目前已完成案例评选，将于2014年推出《中国金融消费者保护报告2014》。

采金者

文 / 《金融时代》杂志记者金文龙

投资的本质源于未来的不确定性，在某种程度上就是一种概率游戏，因此，明智的人不应该把钱押在小概率的事件上，长期投资取胜的关键在于坚持做大概率的事。



我国的采金，主要是在矿石中采金。

金在矿石中的含量极低，因此为了提取黄金需要将矿石破碎和磨细，并使用重选和浮选的方法，从矿石中将黄金分离出来。而我国 80% 以上的金矿企业采取的方法，是采用优先浮选和混合浮选，即用氰化法提金。

在矿石中采金，可以用氰化法。而从股市中采“金”呢？有没有十拿九稳的方法？

十拿九稳，岂不成了股市的神话？

而陈光明和他的东方红资产管理团队练就了用自己的采“金”绝技，绝技正是价值投资。

东方红资产管理团队成立于 1998 年，期间，A 股市场经历数次牛熊更迭，但东方红资产管理团队却在漫漫熊途中胜似闲庭信步，为持有人带来了丰厚的回报，使东方红团队在群雄纷争、逐鹿的激烈竞争中脱颖而出，独擅胜场。

翻看东方红资产管理团队的发展历程，是与“开拓”、“第一”等词语联系在一起的：1998 年起开始从事客户资产管理业务，2002 年首批获得客户资产管理业务资格，2005 年首

批开展券商集合理财业务，2010 年成为国内首家获批成立的券商系资产管理公司，2013 年成为首家获得公募基金管理业务资格的证券公司。同时，团队先后捧回“全国五一劳动奖状”、“上海市劳模集体”、“最佳资产管理人”等多项荣誉。

他们始终坚持自己的信念和理念，从中国经济中长期发展的视角，来审视短期股票市场的涨跌和沉浮的现状，然后理性地进行长期投资，追求绝对收益。

坚持长期价值投资

世纪之交的 A 股市场坐庄盛行，成立不久的东方红资产管理团队从朴素的思想出发，主动选择了一条截然不同的路——即以基本面研究为基础、分散化投资的投资方法，成为 A 股市场中价值投资的先行者和最初实践者之一。

烟台万华是一个生动案例。该公司于 2001 年 1 月上市，主要从事 MDI 为主的异氰酸酯等系列产品的研发、生产和销售。团队看好该公司的理由，一是公司掌握了核心技术，二是公司拥有非常优秀的管理团队，三是公司所在行业的发展空间特别广阔。回头来看，该公司的确成为 A 股市场中优秀公司的代表之一。东方红资产管理团队自从烟台万华上市不久就开始投资直到 2007 年。据笔者初略估算，6 年多的投资让团队获利 10 多亿元。

市场起伏，牛熊更迭，团队不断坚定价值投资理念，投资理念和选股方法也逐渐形成体系，并日臻完善，简单而言，即投资“幸运的行业 + 优秀的管理层 + 合理的价格”三者兼具的公司，在选择上市公司上，会从上市公司所处行业、商业模式、管理层、估值等多个维度来综合考量。具体而言，即主要是看公司所处的行业特征如何，是否有较大发展空间；公司的商业模式如何，是否具有可持续发展的能力，是否经得起未来的考验；管理层是否足够优秀，是否拥有与自己行业特征相匹配的能力；最后是看估值，“选到好公司，买入的价格也至关重要”。

在牛短熊长的市场中，坚定的价值投资理念是一盏明灯，能让你的投资走得更远，甚至具有先见之明。

2008 年，在市场普遍感到绝望时，东方红资产管理团队率先挖掘成长股；2007、2008 年，市场在暴涨暴跌中迷失方向，团队慧眼独具，率先布局内需和消费升级有关的上市公司。近年来，经济下台阶，市场持续低迷，团队看到的是市场竞争格局的变化，优势企业地位的提升、产业结构的调整与升级，以及 A 股市场的国际化和香港化的大趋势。

“做投资不是做博弈。”这是东方红资产管理团队成员极为深刻的感受。笔者查阅相关资料发现，2006-2007 年间，东方红资产管理团队先后投资了驰宏锌锗、宝钛股份等一大批黑马，并逐渐以“选股精准”而闻名于圈内。

对此，东方证券资产管理有限公司总经理陈光明直言，早期的确抓住过一些黑马，但近年来，随着管理资金规模的不断扩大，黑马对整个资产规模的贡献度有限，因此，已经逐渐选择中市值的股票。而在投资时间上，笔者发现，他手中的股票很多都是拿了 3-5 年的品种。

伊利股份是又一案例。2008 年金融危机之后，股市持续低迷。由于“三聚氰胺”事件的曝光，整个牛奶行业陷入了最低迷的境况。作为行业龙头的伊利股份亦不能幸免，其市值跌至 50 亿元左右。在市场极度的悲观中，陈光明却看到了投资机会。在他看来，牛奶是我们的必需品，婴儿可以喝外国的奶，但成人不能不喝。如果要选择，伊利将是首选品牌。伊利股份拥有庞大的消费群、最强的销售渠道，是国内乳制品行业最好的品牌。尽管受三聚氰胺事件、坏账计提等因素影响，伊利股份年度亏损达 10 个亿，但如果负面影响逐渐消除，国人对牛奶的需求量仍是巨大的，未来发展的潜力巨大。事实上，伊利第二年就恢复得很好，利润增长了一倍。而在此之前他已经持续跟踪伊利股份三、四年之久。为此，据笔者初略估算，过去四年多，扣除送配等因素，伊利股份的股价整整翻了 9-10 倍，东方红资产管理团队浮盈至少 10 亿元。

谦虚的陈光明直言，资本市场充满了不确定性，投资并不是一件简单容易的事，难以确保每次投资都准确无误。不过，价值投资可以帮助我们获得较大概率的取胜机会。“拉长时间来看待，跳开市场短期波动，如果坚持正确的投资方法，并专注于此，那么取胜的概率将会更大。”

对于短期因素触发的投资机会，陈光明一般不会太关注。他说，如果一家公司具有长远的发展潜力，那么就完全可以用时间来换空间。比如，现在买的股票肯定是为了未来。作为一个股票投资者，你必须具备在不确定的市场环境中能找到确定的东西的能力。

在他们看来，投资这些公司往往能以时间换空间。如果从拉动时间来看，对于成长性的公司往往会看得更清晰。如市场上，质地优良的成长股市盈率普遍在 25 倍至 30 倍之间，假设出现一轮 15% 左右的急跌，成长股估值降到 25 倍。到了下一年，如果公司的业绩预测能增长 50%，其动态市盈率一下子就降至 16 倍；若再过一年，公司业绩又增长 50%，股票的动态市盈率仅 10 倍，这笔投资的胜算就变得相当之大。这样，时间将是你的良师益友。

陈光明曾非常形象地比喻说，上市公司好比一件物品，你必须拿秤去称。如果你的方法正确并一直专注于此，那么当你看着一件物品，市场标价一斤，而你掂量实际上才半斤，那肯定是贵了；相反，如果市场标价半斤，而在你看来应该有一斤，那肯定值得投资。而如何让自己掂量得更准，必然需要你的方法正确，并一直专注于此，自然会有准确的判断标准。

他常说，我们要一直孜孜不倦地像皮匠一样，扎扎实实的把质量抓好。或许正是因为他们的坚持、专注和极强的责任心，东方红团队才会在万马齐喑的低迷弱市中一鸣惊人，在业内闻名遐迩。

打造可复制的团队

竞争，说到底就是人才的竞争。

东方红资产管理团队一直希望能够打造一支可复制的人才队伍。他们深知，在激烈的市场竞争中，资产管理行业最核心的竞争力在于人、在于团队。如果人选对了，团队建好了，取得可持续的稳定业绩的概率将会大大增加，人才的可复制性是团队的精髓所在。经过多年的努力，团队已经聚集了一批资深的投资经理，他们有着成熟的投资理念、广阔的视野，并对行业的演进和上市公司的看法，有着深入的理解。

2002 年，北京大学硕士生杨达治加盟东方红团队，在团队价值投资理念的熏陶下，从迷茫的摸索者成长为极具自信的点金者，并成长为公司执行董事、研究部总监、资深投资经理。他执着于攫取行业演进中潜藏的投资机会，并获得了丰硕的成果。他坦言，要循序渐进，自上而下寻找幸运的行业；要细致入微，自下而上寻找能干的公司；还要冷静耐心，因为企业成长需要时间，时间是优质公司的极佳朋友。

除了成长起来的投资团队成员，2007 年起，团队开始陆续从北京大学、清华大学、上海交大、复旦等著名高校挑选潜质与专业俱佳的毕业生进入研究团队，团队老成员手把手地“传、帮、带”，让他们感受团队共同的理想、目标和氛围。姜荷泽也是一毕业就加盟团队的老成员，目前任公司总经理助理，为了能够更好地带好团队、培育好新人，他曾有一年时间没有担任任何产品的投资经理，而是潜心负责研究团队的培养工作。对于这一安排，姜荷泽深感肩上沉甸甸的责任。“感情留人、事业留人、待遇留人，留人必须要有留人的艺术。”姜荷泽说。

团队为成员们规划了阶梯式的职业发展路径。从研究员到投资经理，团队为每一个有志于投资事业或专心做事的员工提

供了充分展示自我的舞台。团队给予新成员足够的成长时间，不急于要求他们在最初的一、两年里为团队做出贡献，但要求他们要有广阔的视野和大的格局观，要求他们扎实调研、谨慎分析，鼓励他们形成自己独立的投资观。如今，最初第一批研究员已升至投资经理助理、投资经理。

在团队中，欣赏别人的优点、包容别人的缺点是每个人的座右铭。在投资上，团队从不苛求每个投资经理的投资风格，相信条条大路通罗马，每种不同的风格和策略都能成功，关键是看投资经理的品性和投资策略能否做到完美统一，团队鼓励投资经理发挥各自特长，形成每个人完善的投资逻辑框架。

在良好的团队氛围中，新团队成员迅速成长，他们以高度契合的团队文化和投资理念成为团队新的中坚力量。由此，团队不仅形成了科学的人才梯队，同时也是业内稳定性非常高的团队之一。成立独立子公司后，公司吸引了一批志同道合的投资人加盟，在巩固权益类投资优势基础上，相继组建了量化和固定收益团队，投资版图日臻完善。

高度稳定和人才荟萃的团队，为公司各项业务的快速发展奠定了坚实基础。截至目前，东方红团队先后推出 40 余只集合产品

和多只定向产品，居业内前列，团队管理资金规模超过 400 亿元，在管理人权益类集合资产管理计划资产规模排名中稳居第一。

展望未来，坚持价值投资理念在股市中采“金”的东方红资产管理团队踌躇满志。陈光明还担任中国证券业协会资产管理业务专业委员会副主任委员，对于整个券商资产管理行业的发展，他认为，发展核心驱动力主要来源于两方面：一是优异的业绩，即要求管理人在特定领域所建立起的比较优势，力争在同类型中做到最好最优，并不断延伸和拓展、规模化，此外，还可在政策法规允许范围内，通过市场化方式收购兼并优秀公司，不断做强、做大；二是卓越的创新精神，即以客户需求为导向，通过投资理念和交易方式的创新，最快最好地满足客户的现实需求和潜在需求。

回顾过去十多年来的发展，东方红资产管理团队长期专注于核心竞争力的培养，始终坚持价值投资，以追求绝对收益为目标，不断巩固自己在权益类投资领域的核心优势，并坚持围绕核心优势领域不断延伸和拓展各项业务，构筑起核心“高地”。明天，东方红团队将会取得更加辉煌的业绩。（内容略有删节）



2014 年三季度投资展望

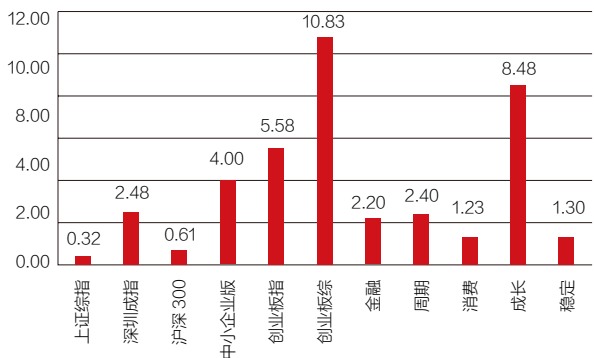
短期向好 哑铃配置

文 / 东方红资产管理 高义博士

行情回顾：市场 V 形反弹 主要股指均现涨势

二季度行情走出了 V 形反弹的走势，主要指数均出现上涨，其中又尤其以创业板、中证 500 为代表的成长股及主题类板块涨幅较大。具体来看，上证综指微涨 0.3%，创业板指（偏大的成份股）上涨 5.6%，创业板综（所有创业板个股）上涨 10.8%；从风格看，也是成长类板块一骑绝尘、涨幅最大，金融、周期板块表现适中，消费类和稳定类板块只有小幅上涨。

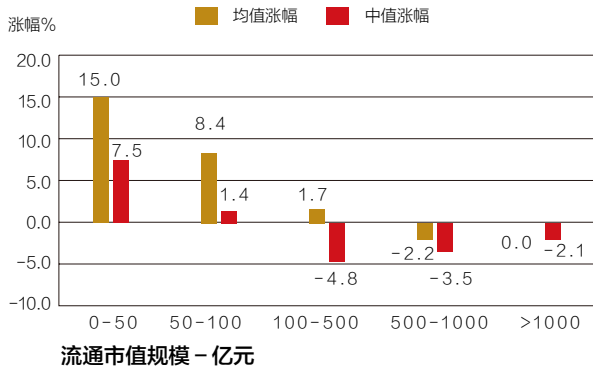
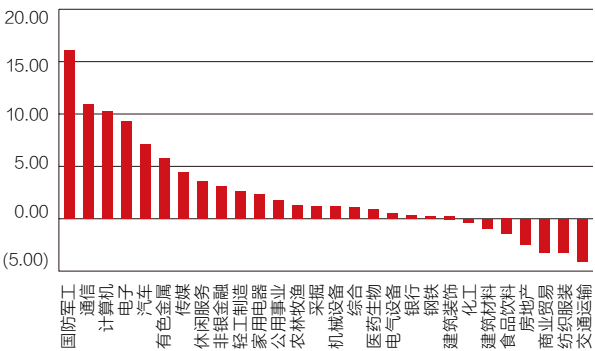
二季度涨跌



从行业情况看，表现最好的是国防军工、通信电子、汽车、有色、传媒等，表现最差的是交运、纺织服装、商贸、地产、食品饮料等。表现好的行业具备明显的主题题材类特征，如军工、信息安全、新能源等；同时，涨幅大的股票也集中在流通市值小的个股上，如 50 亿流通市值以下涨幅显著高于其他规模个股，大市值股票涨幅远远落后，反映出较强的炒作特征。

二季度市场反弹的原因，一是经济趋弱下，“微刺激”政策力度不断加码，使得市场对经济企稳的信心有所恢复，金融风险暴露概率下降；二是央行定向再贷款、定向下调存款准备金率、商业银行调整资产配置等原因，使得二季度流动性非常宽松，十年期国债利率明显下降；三是海外市场同步出现反弹，美股映射对市场情绪有所带动。

二季度涨跌



主要内容：二季度行情走出反弹走势，主要指数均出现上涨，其中以创业板、中证 500 为代表的成长股及主题类板块涨幅较大，大市值股票涨幅远远落后，市场显现较强的主题概念炒作特征。

前瞻看，三季度市场环境仍然较好：基数效应下，三季度 GDP 仍有压力，预计微刺激政策仍将延续；流动性宽松态势不会改变；资产轮动角度看，权益类资产仍处在回升趋势中。风险点一是地产市场继续下行，二是主题概念炒作中断。

当前经济环境下，投资者显然有足够多的悲观理由，但阶段性投资机遇仍值得把握，建议哑铃型配置：一类是大盘蓝筹类个股，选择标准是估值低、业绩稳、分红高，有利好政策推动；一类是中小成长股，短期仍然是市场偏好所在，但应注意其投机失败带来的风险。

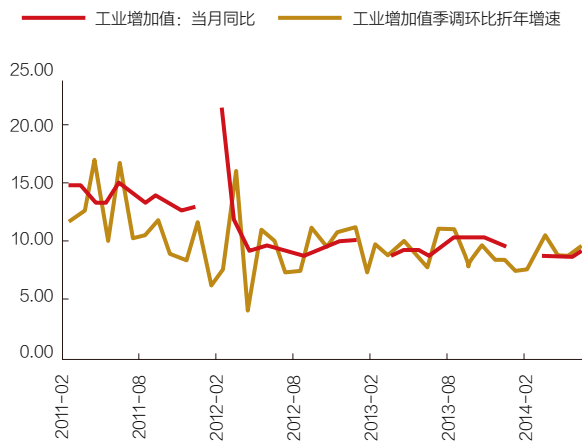
风险因素：房地产市场低迷 主题炒作结束

市场环境前瞻

当前市场环境相对一季度和二季度初期有明显改善，主要体现在以下几个方面，一是政策加码渐超预期，二是经济略有企稳迹象，三是金融环境开始改善，资产轮动过程清晰。

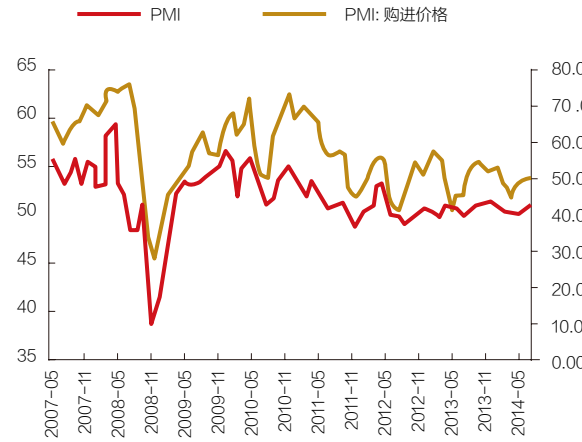
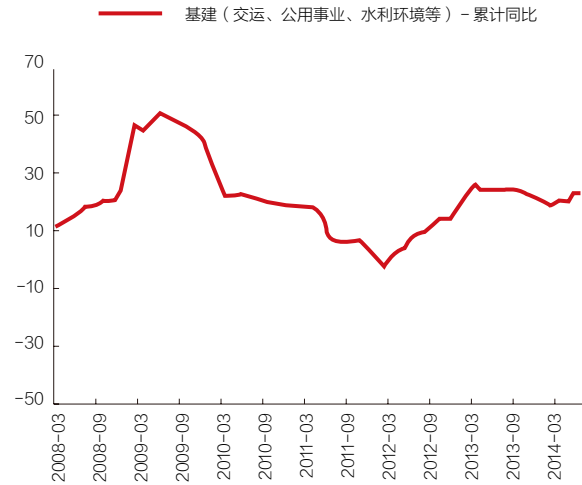
政府“微刺激政策”逐渐加码

具体表现为：1 月央行提出的地方法人金融机构开展常备借贷便利 (SLF)、利率走廊机制（央行明确提出隔夜、7 天、14 天的利率上限为 5%、7%、8%）；3 月两会上政府提出微刺激政策以支持扶持基建和棚改；4 月央行定向下调农村和县域金融机构准备金率；5 月再贷款政策下达，同时全国各地房地产限购政策出现小幅松动；5 月中旬央行进行窗口指导，支持银行对首套自住购房的房贷；6 月中旬再次定下调准备金率；银监会讨论调整“存贷比”计算规则；6 月初人民币中间价开始从年初以来的贬值趋势转变为升值趋势；6 月底，银监会同意国开行设立住宅金融事业部，发布《关于调整商业银行存贷比计算口径的通知》；6 月 30 日，政治局会议，讨论财税、户籍、纪检等改革方案，涉及经济领域改革主题，或预示改革将再次升温，通过促改革、调结构助力稳增长。另外，二季度一些地方政府也开始通过各种变相措施放松房地产限购。



经济略显企稳迹象

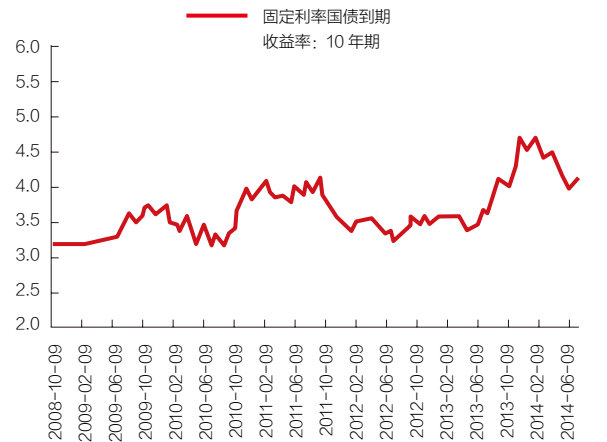
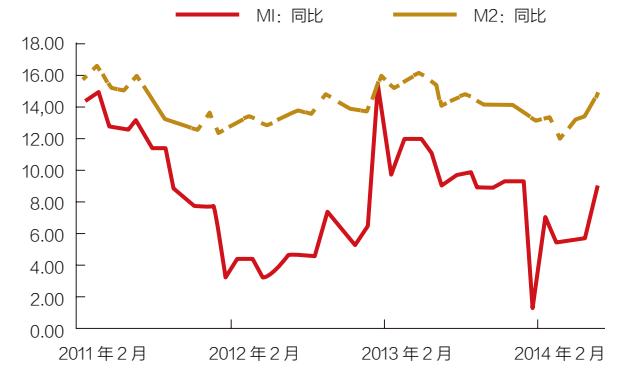
主要体现在 GDP、工业、投资、PMI、外需等数据上。例如，二季度 GDP 为 7.5%，略好于市场预期；6 月工业同比增速为 9.2%，比上月回升 0.4 个百分点，好于市场预期，如果年化为对 GDP 的影响，则大约相当于 0.1 个点的 GDP；6 月基建投资平稳回升，制造业投资明显反弹；PMI 二季度连续 3 个月小幅反弹；外需环境持续改善，国内出口数据开始转好。



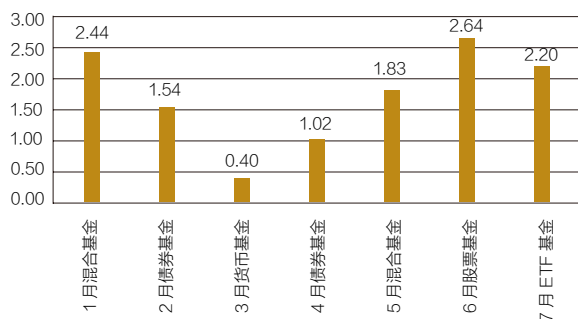
金融环境开始改善 资产轮动过程清晰

在央行 SLF、利率走廊、定向降准、再贷款等多项措施下，年初至今流动性环境较去年明显改善，10 年期国债利率下行约 50 个 BP；M1、M2 等货币供应指标均有所回升；上半年新增社会融资 10.5 万亿，比去年同期多 4000 亿左右，新增贷款比去年同期高 13%。

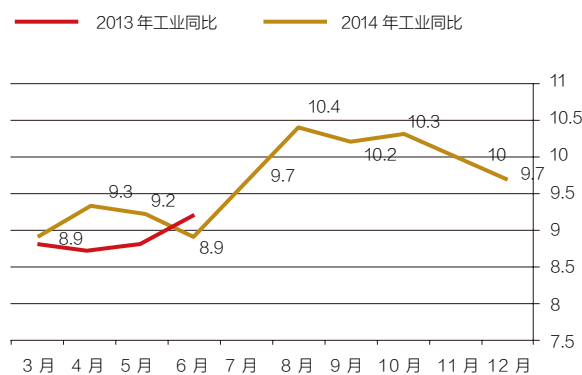
从资产轮动过程看，以分类基金指数涨幅为例，年初以来市场明显沿着货币 - 债券 - 股票的大类资产进行轮动，目前看，股票资产仍然是表现最好的资产类别。另外，从国内外股市联动角度看，5 月中旬以来，以美股 nasdaq 指数为代表的成长股，都经历了一次明显的反弹回升过程，目前看起来也还在趋势当中。



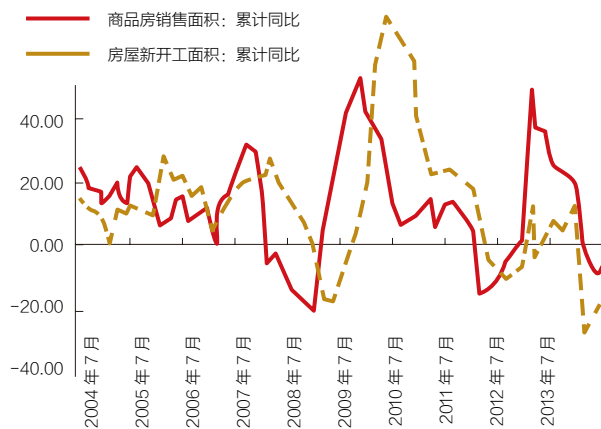
当月最佳资产及收益率%



前瞻来看，预计政策环境仍将维持刺激态势，流动性环境不会明显紧张。主要原因是，去年3季度GDP和工业增长基数升高，使得今年3季度的GDP增速压力较大，如果二季度的微刺激效果没有显现，则三季度GDP增速可能会下滑至7.3%左右，对于完成全年7.5%的GDP增速目标不利。因此，预计政策环境仍将宽松。



风险点主要包括两点：一是房地产市场低迷，近期同比数据降幅趋缓，但如果下半年销售、开工继续下行，则可能对上下游产业链和金融稳定造成一定影响；二是市场主题概念炒作气氛浓厚，这种风格下，市场上行的持续性较差，容易受情绪影响形成较大波动。



投资思路：短期向好 哑铃配置

自上而下看，在当前经济环境下，投资者显然有足够多的悲观理由，但阶段性的投资机遇仍然值得把握，年初以来的债券资产牛市有逐步向股票资产轮动的趋势，三季度宏观环境仍然有利于股票市场。

投资策略方面，建议哑铃型配置：一类是大盘蓝筹类个股，选择标准是估值低、业绩稳、分红高，有利好政策催化；一类是中小成长股，短期仍然是市场偏好所在，但以概念、主题炒作为主，风险较高。

从行业层面看，短期建议关注以下一些行业：一是短期维稳政策相关板块，如政府主导投资的军工、铁路、特高压、能源替代、智慧城市、环保等行业；二是去IOE等计算机、网络安全主题；三是短期处在景气状态的TMT行业，如苹果产业链等。中长期角度看，建议重点关注以下几类行业：一是涉及垄断行业的放开、混合所有制、沪港通等改革带来的机遇，主要是金融、能源、医药、教育、文化、传媒等服务业；二是被互联网改造和升级的传统行业，如商贸、旅游、物流；三是衣食住行、娱乐医疗保健等传统的内需消费类行业；四是具备中国制造、世界市场的行业，如家电、高铁、汽车、仿制药等。



投资主办人看市场

文 / 《东方红 悦读》编辑部

陈光明：

二季度市场见底回升，以创业板、中小板为代表的小市值概念股涨幅较大，市场活跃度提升。主要原因是宏观稳增长的政策有所调整，流动性好转，市场利率明显下降。但经济活动亦缺乏持续性的亮点，长期增长的压力仍然存在。因此，虽然中大盘蓝筹股出现了估值修复，但小市值股票的各种概念主题层出不穷，股价表现明显好于大盘蓝筹股。

展望三季度，在现有水平基础上，估计市场利率下行的空间已不大。宏观稳增长的政策对经济企稳的作用也有限，尤其是从长期来看，经济增长继续保持在7%以上的难度越来越高。在这种背

景下，我们认为高分红且业绩有稳定增长的部分蓝筹股将具有明显的投资价值，同时我们也认为新兴产业领域内也将有少数公司能够获得持续的成长，具备市值扩张空间。

预计三季度市场仍然以结构性行情为主，我们重点关注高分红的大盘蓝筹股、沪港通、国企改革等相关投资机会。



姜荷泽：

二季度市场企稳反弹，结构分化延续。主要原因是经济企稳、政策加码和海外市场反弹，尤其是政策加码力度和节奏均超出市场预期，流动性环境明显改善，使得投资者悲观预期得以修复，主板企稳回升、创业板大幅上涨。主要基金指数均取得正收益，尤其是债券类基金涨幅较大。

展望三季度，经济仍有下行压力，短期稳增长政策和长效机制措施将继续保持一定力度，流动性将维持偏松态势，市场环境或略好于二季度。预

计市场存在一定的结构性机会，我们相对看好业绩稳定的高分红大盘蓝筹个股、以及国企改革、沪港通、新能源、高端机械设备、信息安全、苹果产业链等相关板块。

在折价主题投资系列产品的组合配置上，我们仍将遵从折价套利思路，主要配置已具备战略性投资价值可转债品种，适度增强其股性比例，继续挖掘优质定增股票，适时通过灵活配置部分折价封基、分级基金及优秀个股来把握阶段性投资机会。



张 锋：

二季度指数总体处于区间震荡，先跌后升。主要原因是在2月份资金利率见顶之后有一个明显回落。定向降准和财政政策略有放松，对二季度的宏观经济也起了一定的支撑作用，二季度的宏观数据略好于一季度，扭转了超预期下滑状况。因此，各类风格股票均有一定的估值反弹。创业板和中小板的中小市值股票表现较为活跃，在各类投资主题的刺激下，不少小市值股票的估值不断抬升并创出新高。

目前的市场利率水平已经较低，三季度难以有进一步下降。稳增长的政策也已出台，加上新股发

行，预计三季度的政策环境为中性，市场仍以结构性机会为主。

从长期看，由于潜在水平的制约，经济增长率更有可能是逐级下降。在此种情况下，传统行业里的多数公司可能面临的是需求增速越来越低，但是从供给角度看，我们认为那些有能力保持一定增长率的低估值蓝筹股具有稀缺性。同时，中国的经济转型阶段可能涌现出诸多新兴产业机会，我们希望能够把行业的机会和公司的核心竞争优势结合起来，寻找出未来的长线品种。



杨达治：

二季度，股指先抑后扬，尤其是在证监会宣布IPO发行节奏及总量控制后，以创业板为代表的中小市值股票迎来了一波强力反弹。整个二季度，申万A股指数上涨2.7%，创业板综合指数上涨11.27%。

正如我们在一季报中提出的那样：“两会之后，一些改革和刺激经济的政策已经或即将陆续出台并贯彻下去，市场底应该也为时不远……”。二季度，更多利好陆续出现，如经济区间管理、经济结构转型初见成效、长端利率继续下行以及新股供给可控等等，但市场由于惯性还处在熊市思维，对这些都视而不见或者反应不足。市场先生

就是这样，像个钟摆，总游离于过热和过冷之间，在理性位置停留的时间总是很短。

展望三季度，通过大类资产比较，投资时钟指向股票市场：房地产面临向下的拐点，非标资产风险逐步暴露或者收益下行，债券处于牛市尾部，只有股票资产处于历史低点。结合七、八两月是中报披露季，会给市场带来更多新信息，我们认为三季度股票市场可为，产品将继续提高权益配置比例，行业上继续坚持“追随大趋势，寻找新动力”的思路，精选其中龙头企业布局未来。此外，我们认为不论是大盘蓝筹和小盘成长都有机会，关键在于选股。



林树财：

二季度，国内股票市场呈现结构性特征，期间沪深300指数冲高回落，单季度跌幅0.88%，创业板指数探底回升，单季度涨幅5.79%。从行业角度分析，以计算机、通信和电子为代表的信息服务领域涨幅居前，全季度取得10%以上的涨幅；房地产产业链在经历一季度的大幅反弹后出现了一定的回撤，单季度下跌4%，此外食品饮料、纺织服装等行业也出现了小幅回落。市场依旧关注房地产和固定资产投资放缓所带来的对实体经济的冲击，不良率的提升也给股份制银行的走势造成负面影响。在接近年中的时期，新股发行制度的改革所带来的市场短期冲击，回吐了较大的二季度涨幅。

展望三季度，在欧洲进行继降息以后的加大量化宽松的大背景下，汇率相对走强的概率提高，与之对应的国内利率环境大幅走低的概率也在降低，这与国家微刺激的政策导向相吻合，系统性的行情并不存在较好的政策和流动性土壤。然而从结构性角度来看，随着国企改革的深入，中央和地方国企的治理结构改善和提升空间依然较大。同时互联网所带来的与传统产业垂直融合的机遇也正逐步显现，生物医药的中长期价值也依然存在。整体保持较为积极的权益配置头寸，结构上兼顾稳定增长类和新兴成长类这两种资产类别的配比。



王 丹：

二季度，债券市场走出了一波牛市行情，无风险利率下行接近 80bps，信用利差收窄。

牛市已经运行了三个多月，需要审视两个问题。首先，随着政策放松，无风险利率是否已经足够低。其次，目前哪些固定收益类资产的投资者已经太“拥挤”。

第一个问题，就实际利率而言，中国目前不论是国际比较还是国内资产大类之间的比较，无风险利率都是高的。这一点在国际资本流动中得到了验证，我们看到近期大量的境外套利资金涌入国内。通胀情况比较复杂，如果没有政府财政支出的超常增长，我们看不到太多通胀的压力。

最近几年国家财政政策和货币政策的波动对名义利率风险的贡献越来越大。政府正在试图让名义无风险利率下行，但是在操作的过程中，我们看到越来越多的不透明和行政性手段。不透明和行政性实质上增加了经济体系运行的成本和摩擦，这些又会抬升名义利率，而且抬升的方式越来越不可预测。特别是人民币国际化过程中，国内政策可以触发很多非预期的资本流动，国内货币财

朱伯胜：



随着一系列保增长微刺激措施的出台，市场对经济企稳的预期明显加强，市场流动性明显改善，资本市场在二季度的反应相对积极。上证指数探底回升，中小板和创业板指数回升幅度较大。总体而言，结构性分化更加明显，主题投资大行其道。

展望未来，经济可能仍有一定的下行压力，市场仍有变数。因本届政府实施的经济刺激远非 2008 年那般强有力，强周期类行业和企业效益很难有大幅度的改善，此类行业和企业股价上升动力不足。又因上证指数的主要成分股多为此类个股构成，因此上证指数在可预见的短时期内并不会有较大幅度的上升空间。从投资者情绪及未

来发展空间考量，市场机会可能仍会集中于主题投资及一些流通市值相对偏小、受宏观经济周期波动影响较小的中小市值成长股里。

第二个问题，近期几乎所有的固定收益类资产都获得了不错的上涨。有的品种市场可能忽视了一些风险。比如城投债，普遍解读是地方债放行之后，城投公司历史使命完结，其后继现金流由地方债保证，该类债券被低估。这论点有些一厢情愿。因为我们看到城投公司的改制也在进行中，如果新主体改制成普通的国有企业，并继承了老主体的债务，地方财政如何去面对城投公司改制前后的不同债务就是一个问题。市场普遍的解读仅仅是对这个问题回答的一种假设。

对于可转换债券，近期涨幅大，越来越多的市场人士也开始看好，短线可能需要调整。前期的涨幅更多反映的是无风险利率的下行，由于大盘转债正股估值仍然很低，转债所蕴含的长期期权的估值也偏低，我们仍然认为其有投资价值。

三季度，组合将维持基本仓位并适当波段操作，如有机会则增加 ABS 等创新型品种的持仓。



林 鹏：

目前，市场处于涨跌两难的境地。

一方面，市场普遍对于经济长期增长的前景抱有怀疑和悲观的态度，而短期又受困于房地产是否会崩盘这样一个无法证伪的命题。这样的情绪环境下，完全无法有新增资金进入股市，导致市场整体估值中枢难以提升，上证指数总是面临死守 2000 点这样一个尴尬的境地。

另一方面，对经济结构调整的预期使得一批似乎不受宏观经济影响的板块表现异常活跃，军工、教育、基因制药、新能源汽车等板块中相当数量的个股不断地刷新着历史新高。同时，在不断的

“微刺激”之下，市场利率水平地缓慢回落，这也使得一批估值最低、分红率高的板块默默地在走强。这两类参与群体、价值取向完全不同的股票的走强，使得过去 2、3 年连续强于大盘并给投资者带来丰厚回报的一部分蓝筹消费、医药、家电股遭到减持。

我们认为，尽管价值投资理念在今年二季度遭到前所未有的挑战，但决定股票价格的长期因素仍然是公司能否成长，频繁地参与市场博弈难以在长期为投资者带来回报。在所有人都在抛弃的时候，也许是我们该坚持的时候。

徐习佳：



2014 年第二季度行情反复，沪深主要大中盘指数都显现出震荡上下且波幅不断收窄的走势。创业板指数则延续春节后的调整行情，直到五月中旬完成阶段调整开始反弹，走出一段 IPO 重启前的活跃行情。今年二季度上证综指上涨 0.74%，深证成指上涨 2.14%，沪深 300 指数上涨 0.88%。中小盘指数和创业板指数分别上涨 4.35% 和 5.79%。中小盘指数和创业板指数相对上证综指仍有超额收益，但期间超额收益的累计出现波动，五月上旬一度出现负超额收益。总体而言，市场板块超额收益的稳定性下降，需要投资人根据市场环境的变化及时做出调整应对。

展望 2014 年第三季度，鉴于 IPO 靴子部分落地，且市场资金面在经历去年年中危机后有了较为充分的准备，市场短期资金供需达到弱平衡。宏观层面上国内传统经济转型步入深水区一段时间后产能过剩局面不再进一步恶化，但同时新经济新商业模式的建立和成长将逐渐取代市场的期待。因此，微观层面上传统行业困境反转概念和具有实际竞争优势的新经济新商业模式将会成为市场

热点，并形成对股市的上行动力。未来一段市场行情的演绎必然会反映中国经济自身的转型和在世界分工体系中的变迁。为此，我们将继续关注在经济调整周期中的受益行业和业绩能够兑现的增长行业，在适当控制组合预期波动率的前提下，实现积极数量投资，获取风险收益性价比较高的收益。



失去灯光后， 我们拥有了 **满 天 星 星**

有个七十岁的日本老先生，拿了一幅祖传的珍贵名画上节目，要求“开运鉴定团”的专家鉴定。他说，他父亲说这是名家价值数百万元的宝物，他总是战战兢兢地保护着，由于自己不懂艺术，因而想请专家鉴定画的价值。结果揭晓，专家认为它是赝品，连一万日元都不值。主持人问老先生：“你一定很难过吧？”来自乡下的老先生，脸上的线条却在短短时间内变得无比柔软，憨厚微笑道：“啊！这样也好。不会有人来偷，我可以安心地把它挂在客厅里了。”老先生的自我解嘲让我感慨：“失去，竟然可以比拥有轻松。”

据说，有一个富翁，为了教每天精神不振的孩子知福惜福，让他到当地最贫穷的村落住了一个月。一个月后，孩子精神饱满地回家了，脸上并没有带着被“下放”的不悦，让富翁感到不可思议。爸爸想要知道孩子有何领悟，问儿子：“怎样？现在你知道，不是每个人都能像我们过得这么好吧？”

儿子说：“是的，他们过的日子比我们还好，因为——我们晚上只有灯，他们有满天星空。我们必须花钱才买得到食物，他们吃的是自己的土地上栽种的免费粮食。我们只有一个小花园，对他们来说到处都是花园。我们听到的都是噪音，他们听到的都是自然音乐。我们工作时精神紧绷，他们一边工作一边大声唱歌。我们要管理佣人、管理员工，他们只要管好自己。我们要关在房子里吹冷气，他们在树下乘凉。我们担心有人来偷钱，他们没什么好担心。我们老是嫌菜不好，他们有东西吃就很开心。我们常常失眠，他们睡得好安稳。所以，谢谢你，爸爸，你让我知道，我们可以过得那么好。”

在我们拥有的时候，总是害怕着失去，但也许必须借由失去，我们才能够不再画地自限，反而拥有更多美丽的经验。这叫做积极性的自我安慰。失恋了，斤斤计较你辜负我多少，我有哪些不甘，是人之常情，但分手自有分手的理由，何不在痛过之后自我安慰：“以前老是担心会分手，现在没什么好担心了；以前总在抱怨他对我不好，现在我再也不必受到不好的对待；以前只能守着一株草，现在到处都可能芳草。”

如果不要只着眼于一时的失去，失恋，失业，失婚，都可能带来更宽阔的视野。只要不失去生命，我们依然大有可为。我一直相信一句老话：“如果老天爷为你关一扇门，一定会为你开一扇窗。”虽然，大部分的时候，从门到窗的距离，可能超乎想象的长，我们还是要找到那条路。从门，走到窗口那边，才会看到一大片蓝天。蓝天，原本就在，只是我们一直把自己关在房子里。

忙的时候，想要休息；度假的时候，想到未来；穷的时候，渴望富有；生活安逸了，担心结果不如预期；看明白了，后悔当初没有下定决心；不属于自己的，常常心存欲望；握在手里了，又怀念未拥有前的轻松；生命若不是现在，那是何时？愈是简单的快乐，愈可以经久不变；不用苦苦追求快乐，就是一种幸福喔！

你以前是什么样的人，是上帝送给你的礼物；你以后是什么样的人，却是你送给上帝的礼物。💡

卓别林： 当我真正 **开 始 爱 自 己**

当我真正开始爱自己，我才认识到，所有的痛苦和情感的折磨，都只是提醒我：活着，不要违背自己的本心。今天我明白了，这叫做“真实”。

当我真正开始爱自己，我才懂得，把自己的愿望强加于人，是多么的无礼。就算我知道，时机并不成熟，那人也还没有做好准备，就算那个人就是我自己。今天我明白了，这叫做“尊重”。

当我真正开始爱自己，我不再渴求不同的人生，我知道任何发生在我身边的事情，都是对我成长的邀请。如今，我称之为“成熟”。

当我真正开始爱自己，我才明白，我其实一直都在正确的时间，正确的地方，发生的一切都恰如其分，由此我得以平静。今天我明白了，这叫做“自信”。

当我真正开始爱自己，我不再牺牲自己的自由时间，不再去勾画什么宏伟的明天。今天我只做有趣和快乐的事，做自己热爱，让心欢喜的事，用我的方式，以我的韵律。今天我明白了，这叫做“单纯”。

当我真正开始爱自己，我开始远离一切不健康的东西。不论是饮食和人物，还是事情和环境，我远离一切让我远离本真的东西。从前我把这叫做“追求健康的自私自利”，但今天我明白了，这是“自爱”。

当我真正开始爱自己，我不再总想着要永远正确，不犯错误。我今天明白了，这叫做“谦逊”。

当我真正开始爱自己，我不再继续沉溺于过去，也不再为明天而忧虑，现在我只活在一切正在发生的当下，今天，我活在此时此地，如此日复一日。这就叫“完美”。

当我真正开始爱自己，我明白，我的思虑让我变得贫乏和病态，但当我唤起了心灵的力量，理智就变成了一个重要的伙伴，这种组合我称之为，“心的智慧”。

我们无须再害怕自己和他人的分歧，矛盾和问题，因为即使星星有时也会碰在一起，形成新的世界，今天我明白，这就是“生命”！💡



消费品的成长路径：

重复购买率 与口碑相传

文 / 东方红资产管理投资经理 周云博士



在 2C 的行业中，很多产品的成长路径里都有一个“超预期”的放量过程。王老吉 2004 年之前销售额不到 2 亿，2005 年开始短短几年时间突破百亿；云南白药牙膏规模在 3 亿之前有所徘徊，但是 2009 年突破 5 亿之后，从 5 亿到 20 亿的过程几乎一气呵成；光明莫斯利安 2013 年的增速超预期，这个超预期的增长过程似乎还在延续。事实上，不光是食品饮料或者日化，服装品牌、消费电子、甚至是旅游景点的游客增长（丽江 1994 年到 1999 年游客人次由 20 万增长到 280 万，其中有交通改善的原因）也都有类似的特征。

当然，在明星产品光鲜的成功背后，是更多产品的失败案例。消费品的成功和失败受很多因素的影响，似乎连事后总结都很难，更遑论提前预判。本文希望化繁为简，剔除一些相对不重要的因素，建立一个唯象的框架去理解消费品的成功或失败，及其发展路径。

消费品能否做大有一个指标相当关键，对快消品而言这个指标是“重复购买率”（假设为 r ），对其他消费产品而言这个指标可以理解为“消费后的推荐度”。“重复购买率”高的产品，随着推广的进行，会积累越来越多的回头客。企业所要做的事情就是吸引消费者完成首次购买，手段包括广泛的铺货、优化终端陈列、以及加强广告宣传等等。吸引消费者首次购买，一般而言是一件费用投入很大的事情。我们假设企业成功吸引一个首次消费者所花费的平均费用为 F 。同一款产品， F 的大小也会因企业而异，它实际反映的是企业的综合推广能力，包括渠道的成本、广告投放的效果（第 0 真理时刻）、终端陈列的生动性（第 1 真理时刻）等。

简单起见，对于回头客的消费，我们假设企业所需要的维护费用为 0。同时我们假设每销售一件商品企业获得的毛利额为 P ；第 n 期首次消费者的数量为 $A(n)$ ，重复消费的消费者的保有数量为 $B(n)$ 。那么第 n 期企业的盈余可以简化为：

公式 a: $Y=[A(n)+B(n)]*P-F*A(n)$ / 其中: $B(n)=B(n-1)+A(n-1)*r$

在推广初期， Y 是一个负数，代表企业需要净投入。对于重复购买率 r 比较高的产品，随着时间的推移，积累的回头客数量 $B(n)$ 越来越大，在 Y 有约束的情况下（企业每期净投入的资源是有限的），意味着企业可以投入更多的费用，来吸引更多的首次购买者来加速 $B(n)$ 的积累。当 $B(n)$ 积累超过一定的阈值，可能会发生神奇的事情，让我们想象一下：

某一天我们发现，身边的很多朋友都开始不喝可乐，改喝一种叫“王老吉”的凉茶饮料，于是我也去尝试了一下，发现确实不错，于是我也成了“王老吉”的忠实粉丝。

在这个过程中，“我”的首次消费源自于朋友之间的口碑宣传，并不依赖于企业的边际费用投入。而社交圈的口口相传，具有非常明显的网络效应， $A(n)$ 在这个过程中会呈几何级数的放大，且无需企业投入额外的费用。当产品的推广进入这个阶段的时候，那么其“放量”的速度可能会超过所有人的预期；而且理论上，社交性越强的产品，放量的速度应该越快（王老吉的放量速度远超云南白药牙膏）。

基于上面的分析，我们可以看出一个优秀的消费品企业所应该具备的基因：能推出“重复购买率”高的产品，并通过有效的营销手段使其尽快达到“口碑相传”的阶段。从消费品的角度考虑，小米的成功之道恰恰也在于此，公司几乎将所有资源都倾注于了上述两个方面，并借助互联网将这两方面都做到了极致（一方面极度重视产品的用户体验，用户参与产品开发和改进；另一方面利用互联网营销，使产品一上市就进入了口碑相传的阶段）。

同时我们也可以归纳出消费品失败的几个原因：

第一、产品的重复购买率很低。在某些领域，消费者的需求多样而又善变，比如品牌女装，这些领域产品的重复购买率很难提前预判，一个品牌或产品的成功具有更多的偶然因素。而在另外一些领域，比如自然景点观光，消费者的审美观可能趋同，那么可预测性将会强很多。

第二、产品的重复购买率很高，但是企业的综合营销能力很差（体现为 F 很高）而又资源有限（无法承受 Y 长期为负，参见公式 a），导致没有顺利完成产品的导入期。

第三、产品的重复购买率很高，但在建立足够的品牌辨识度之前被竞争力更强的对手模仿。

如果产品的重复购买率 r 很低，甚至为 0，那么公式 a 将变为：

公式 b: $Y=(P-F)*A(n)$

重复购买率为 0 的这种极端的情况下，每一个消费者的购买行为都需要获得费用支持，只有“吸引消费者的平均费用 F ”小于“从消费者身上挣来的利润 P ”时，推广过程才能顺利进行。重复购买率低的产品也有可能被做大，这要求企业具有非常强的组织和

营销能力（ F 小于 P ）。但是这种不建立在产品粘性基础上的规模非常不稳定，历史上三株口服液也曾做到过 80 亿的规模，但没有产品力的支撑最终是昙花一现。

“重复购买率”是如此重要的指标，那么它由哪些因素决定呢？本质上，“重复购买率”是由消费者的行为决定的；宏观方面，消费者的行为受时代和社会背景的影响；微观方面，消费者的行为由产品本身的差异（产品力）、对产品认知甚至情感的差异（品牌力）所决定。在消费者可以明确体验到产品间差异的情况下，“重复购买率”主要由产品本身决定，即由“产品力”决定。另外一些情况，产品本身的差异很小，或者消费者很难直接体验到产品间的差异，但是企业在做宣传时，可以影响消费者对产品的认知甚至情感（产品本身有没有差异没关系，只要消费者认为产品有差异就行了）；那么在这一种情况，“重复购买率”可能更多的由“品牌力”决定。

上述第一种情况下的产品也可以拥有品牌，但是这种情况下的品牌一般不能产生溢价，只是增加产品本身的辨识度，降低消费者的搜索成本。第二种情况下的产品品牌往往可以产生一定的溢价，例如：

- 与“面子”有关的一些消费品，消费者愿意支付溢价以获得优越感，比如奢侈品品牌，白酒等。

- 消费者非常关心产品质量，但产品质量的差异很难直观的感觉到，这种情况下品牌可以为产品的品质背书。比如牛奶（不是所有牛奶都叫特仑苏）、阿胶（东阿阿胶一直比其他品牌贵）、中药饮片（同样的饮片贴同仁堂的牌可能会贵很多）等。

消费品是一个“牛股”辈出的领域，资本市场明显超额收益率往往和产品快速放量阶段相对应。笔者上文所提的一个简单框架，希望能对读者有所帮助或启发。📌

周云博士，东方证券资产管理有限公司投资经理，清华大学生物学博士，证券从业 5 年，历任东方证券股份有限公司资产管理业务总部研究员，东方证券资产管理有限公司研究员。

塞斯·卡拉曼的管理之道

编译 / 东方红 精译求精



问：我们先来定义一下什么样的人在你眼里算人才？

答：首先来谈研究员，然后再谈投资经理。

关于研究员我们要看综合素质，不过慢慢发现更多的是筛出不合适的，而不是筛出合适的。虽然有时候也说不清楚为什么不合适，但还好来面试的人很多，我们基本可以做到给出拒绝的具体理由。总体来讲，我们找的是那种未经雕琢的聪明才智。当然团队精神也很重要，现在流行在一个地方干一两年就出去自立门户，所以我们会要求你有强烈的意愿成为团队中的一员。我们也会强调价值观和道德观，而且会通过一些题目测试对方是否存在一些这方面的盲点。还有一种很受重视的素质叫做想法的流畅性

(ideational fluency)，就是测试天生的好奇心和面对问题能否提出不同的解决方案（比如将来会主动考虑对冲等等）。还有常识，有些人很聪明，但真的是缺乏一些常识。如果是投资经理，巴菲特在给他的继任者的工作描述中说的是，“此人应该能够想象从未发生的事情。”这一点真的非常非常重要。我们（也包括很多人）最成功的那些投资，吸引力不在于业绩多么明确，而在于向上的空间大于向下空间。找到这样被错误定价的，风险回报比具有吸引力的标的需要能力和意志力。

问：你选人的“命中率”怎样？人员流动率呢？会不会需要对级别之类的时不时做出调整？

答：首先要说人员流动有时候是有益处的。

前不久就有一位合伙人提出要走，因为他觉得外面的一个与投资无关的项目很有意义，而我觉得既然他已经不能全身心投入这里的工作，离开也是好事。因为这里每个人都很忙碌，而我认为除了家事，工作应该是每一个人头等重要的事。作为老板你应该包容一点——人的兴趣都会发生变化，更何况，随着财富的增长，或者职业进入不同的阶段，本来工作的热情和动力就存在下降的风险。虽然我们这里还没有大规模出现这种情况，但我可以想见这件事的发生。有的员工陆续置办第二套和第三套房产，我会（至少）大致留意下这样的事情。

虽然嘴上说可以理解，但我还是觉得人员流动是件很糟糕的事情。因为你花了大量时间、精力去培养人，但他们未必给你创造了应有的价值。合伙人在一起久了，你知道沟通会容易到什么程度么，“这件事啊，就像八年（或者十二年）前……”很多事情已然成为这家机构共同的记忆。如果这样的“记忆”离开，对于沟通效率带来的损失可想而知，而更“危险”的是，带着你所不熟悉的新“记忆”进来的人，要如何赢得大家的信任。信任不是谁说给就能给的，是一点点挣来的。有种现象我觉得很“神奇”，有些机构能够短时间内拉来 50 亿或者 100 亿资金，瞬间就能建立起百人规模的团队，这些人之间互相没有联系 / 故事 / 历史。就算我说的有些夸张，你知道这样做的风险有多么，你要如何确定每个人心里的打算（算盘）跟公司利益相一致，你要如何确定就算找到了一位真正的投资大家，他能不能与他人相处，各种类似的问题……

我只参与投资人员的招聘，所以我只能谈投资团队选人的“命中率”。我们已经有几年没有劝退人了，这是一件值得高兴的事情。为此我们做了很多工作，每一个岗位都要面试 25 至 50 个人，能有这么多潜在面试者来，一方面因为我们的声誉还不错，另一方面也是由于公司所在地周围（波士顿）机构比较少。对于投资经理的招聘，我一般是通过熟人推荐，所以我可以通过各种方式长期观察他们。现在这里大概三四名投资经理管了一半的钱，这方面我不担心过度集中，他们是一直以来业绩最好的。

这里我需要指出，研究员和投资经理的区别之处（对这一点再怎么强调都不过分），对于研究员，无法识别风险并不是最严重的问题，因为我需要从研究员那里得到的首先是事实和分析，其次才是观点。而投资经理如果没有识别出风险（过于集中，没有对冲等等），会是致命失误。我们也有过几位研究员实在令人失望，所幸后果还好（处理），但我亲眼见过其他公司的一些投资经理做出的糟糕判断实在令我吃惊。这里其实有一个比较难以接受的现实——你的手下做研究员可能特别出色，但他的确无法完成其他（更大的）任务。

问：你觉得投资主要是门艺术，技能，还是科学？

答：我觉得首先也最重要的要是门艺术，其次是技能，最后是科学。

所谓科学层面，指对价值进行评估，并根据模型算出哪只证券出现折价，这些现在商学院刚毕业的学生都学得会。而有些细微之处会导致最终结果出现错误，而且会是一些内行看来很低级的错误。

所谓技能，对于价值投资而言，主要指的是自律。巴菲特说过，投资就像参加一场没有裁判的比赛，你可以一直“投”下去，但也可以说，今天没什么值得投的，第二天继续还是没什么值得投的，直到等到股价达到你的心理价位，这样的技能非常重要，但可能很枯燥，很无聊，就像我们招人面试了一年也没有录用一个人。除非有个大窟窿等着你赶紧去填，否则你一定得训练自己长期思考的框架和技能。

终极是投资艺术，从一项投资中提炼出两到三个投资主题，而且直达事物本质，这不是艺术是什么？我们最好的研究员可以在一两天之内学会之前没有听说过的主题。没错，这个行业有专家，而且有些最好的对冲基金公司会在各个行业都聘用专家，我们对于这样的做法和选择表示尊重。但我们更喜欢通才，从更广的角度分析问题，能够带来更多的价值。比如我们的人会有更多的选择，他可以说“我不喜欢股票，我觉得要照这样分析，不如去做垃圾债。”

问：关于薪酬，有两种极端，一种是具体到每一笔交易，完全按贡献分配；另一种是大锅饭。你们属于哪一种？

答：这几年投资这边不断地加人，他们的贡献也越来越大。我们力争在合伙人层面寻求相对平均，我会高一些，其他人基本在一个范畴内，资历浅些的合伙人也会慢慢达到平均水平。要严格按贡献的话，会很难实现信息共享（比如有人认识上市公司管理层，或者有人对投资某些行业有经验教训等等），从而对最终的整体业绩产生一定影响。而如果一概平均分配只能“鼓励”向贡献少的看齐。最近我们演变成合伙人按相对固定比例，然后另拿出一部分特别贡献奖给个别人。有时候大家的业绩差别实在有些大，所以我还会进行微调。我也不想变来变去，但我又知道一成不变的制度相当于自杀。我们这里的好处是大家都认为公司好才是真的好，所以比较享受在这里工作，而不是整天想着出去自立门户。毕竟能够拿到一大笔钱，即使数目没那么精确，大家应该也还挺开心的。

问：优秀的球员在最巅峰状态，一般都不会去做行政管理的事情，你说我们这个行业为什么就不这样呢？

答：你是说我一边做球员，一边开俱乐部是吧。我以为你会问我做得最正确的决定是什么。（问：那你就自己回答吧）这个问题我仔细想过，我觉得最成功的那个决策是十八年前找了一位合适的 CFO。他像我擅长投资一样擅长他



的领域，可以让我专注投资。我不可能知道该招怎样的 IT 岗位，上哪个系统，办公场所怎样扩张等等。我只是不断地把我能想到的影响公司运营的问题抛给他，比如如果几个人同时离开怎么办？资金使用情况？波士顿或者大厦被攻击怎么办？他要是被车撞了怎么办？他完全能够解决我这些疑虑，而且我们两个都很好地利用放权，见客户的时间最多 1-2%。我的长期目标是 10-20 年之内公司离开我依然运作正常。

问：你们最大的特点是现金比例高，讲讲这背后体现的决策流程吧。

答：现代人总喜欢“运作”资金，我曾经开玩笑地说，与他们相比，我们就像沙发土豆，基本不动。我们不用什么模型，只知道一个最基本道理，价格越高，竞争越激烈，届时能够认真思考的时间就会越少。除了拿 1% 做空个别控股型公司（做多母公司，做空子公司），我们完全是自下而上：设一个风险回报的门槛，如果风险低，要求回报一般就好；风险再高，要求的回报更高；风险很高，必须有非常高的回报。我们的原则就是如果不是风险很低，或者回报很高，宁可不投。有对冲基金的朋友跟我说，你们的“模型”是不错，可我们的客户不会答应啊。所以这就是我们花了很多力气的地方，我们一直在做投资者教育，虽然这并不是唯一思考投资的方式，但这就是我们的方式。所以我只要观察每天放到我面前的自下而上的投资标的的密集程度就可以感受市场，如果标的像洪水一样涌进来，那我们需要提高投资门槛，否则将来合作的经纪商推荐再好的标的，你只能抱歉地说我们没钱了。为了培养长期的合作关系，你肯定希望在那样的时刻依然能够出手。

问：你见过的最优雅的顶住压力完成目标的事情是什么？

答：说了你别把我扔出去。美军驻伊拉克最高将领，他的这份工作你和我压根不会接受，而他完成任务过程中面对的质疑我们也无法想象。迄今为止，我们可以说他完成得很出色。💪

编译／东方红
精译求精

塞斯·卡拉曼 2013 年年报摘要 —— 悬而未决



在经济数据喜忧参半和美联储政策处于转折点的大背景下，投资者对接下来股市的展望，已经成为某种心理映射，与其说关于股市，不如说关于他们自己。

如果你生来乐观，而且没有遇到过令你不开心的市场，记性又不好，那你可能会觉得现在的股市很有吸引力：市盈率已经不低，但没有高得离谱；联邦政府和州政府的赤字都在降低；消费者的资产负债表在修复；房地产市场复苏，一些地方甚至超过前期新高；我们已经在摆脱能源依赖方面取得进展；联储保持低利率，令投资者除了股市无处可去。标普较 2009 年春最低点已经涨了三倍。而且美联储去年 12 月 taper 后，市场依旧强势，这说明 QE 是有效的，一旦经济或者市场回来，美联储一定会来救的。总之，现在和能够看到的未来没泡沫。

但如果你生性悲观，牢记的是保本而不是增值，熟悉市场的历史，你可有得担心了。短期利率接近零带来的影响虽然未知，但一定深远。美联储已经公布的 taper 方案过于温和，而且有太多不确定性，我们根本无法断定其有能力在不造成恶劣影响的情况下退出 QE。财政刺激计划确实推动了消费，也推高了企业营收和利润，但对于这种注水的盈利水平究竟该给多少倍的市盈率？明显应该低些才对。席勒（经过调整，适用于观测长期水平）PE 已经超过 25 倍了，这样的水平历史上只出现过三次，分别在 1929 年，2000 年和 2007 年三次崩盘之前。从各种指标看，美股都是达到历史很贵的水平。有些怀疑精神的人一定不会忽视市场上到处可见的泡沫，大量垃圾债的发行，更不用说像 Netflix 和特斯拉这些时髦公司足以令人流鼻血的估值。对市场概括就是，几乎所有资产类别，风险都在加大，而且潜在收益不足以匹配。金融市场和实体经济之间的差距越拉越大。

■投机也玩快闪

股市投机从来不难找到同盟者。以日为单位的交易员，趋势投资者，和热钱等多股势力见证了美国、日本和欧洲股市最好的年份之一。虽然失业情况较前一年几乎没有改善，但去年几大估值创新高已是家常便饭（标普，道琼斯和罗素分别为 45 天，52 天和 66 天），三大股指算上分红再投资，2013 年的收益分别为 32.4%，29.7% 和 38.8%。标普 500 更是自 1997 年以来表现最好的一年。最后那几周，估值已经失去重力作用，股价像坐上火箭一样。像过往所有牛市一样，最受欢迎的几只股票已经挣脱了一切束缚。

■投机泡沫和 Dot-Com2.0

每个人对市场的展望与他的阅历，性格和在股市中的经历有很大关系。我们的判断是美联储持续的刺激政策和主动压抑市场波动的举措已经催生了一轮投机泡沫。保证金债务占 GDP 的比例已经创下历史新高，230 只 IPO 同比增加 59%，已经接近 2007 年 288 的记录水平。

举几个例子，Twitter 发行 26 元，第一天涨至 45 元，去年最终收于 64 元，按照 2015 年预测收入算，只有 20 倍，但这家至今未盈利的公司今年才有望盈利 5000 万，照这样算应该超过 500 倍的估值。对冲基金和公募基金又开始抢在上市前投资，这些互联网公司的估值，也只有上市后涨到天价才说得通。亚马逊的市值现在是 1800 亿，2013 年 15 倍左右，Netflix 是 181 倍，特斯拉是 279 倍，LinkedIn 是 145 倍。

是，Netflix 开始自制影视作品，但这些电影并没有超出我们的观感体验。你一定也听说一个二十出头的年轻人把他的互联网公司卖了上亿，还没有上市的 Snapchat 愣是拒绝 30 亿美元的收购要约。硅谷又开始看中商业计划了，就是那些会赚钱的故事，而且这些公司比真金白银赚钱的实体经济企业又开始贵了。

■不祥之兆

最近美国投资者情绪调查显示（基金经理和投资顾问致投资者信），看空的声音创下自 1987 年以来新低。当市场上涨提升养老金，公募基金账户，也让主流财经媒体异常火爆，对冲基金经理奖金暴涨之时，这些难道不会影响大家的客观判断么？依我看，美联储倒不如直接公布认为合理的指数水平，省得一项项颁布政策，市场最终还会回调。

■欧洲问题，没解决

如果看投资者情绪，你应该不会得出这个结论。有一个卖方研究员喊复苏喊得很响，但 2012 年 7 月，同样这个人预测 2013 年希腊 90% 概率会脱离欧盟。而希腊的政府债券从 2012 年中期的底部已经涨了 5 倍。不过我们关注的是，令人痛苦的调结构已经 6 年了，债务与 GDP 的比例依然是 157%，高于 2008 年 105% 的水平。德国的这一比率是 81%，2008 年是 65%。欧盟的评级近期又被标普调降了，失业率依然 12%。所以问题没解决。

那些国家怎么样了？银行储蓄仍然冻结，国内依然公投脱离欧盟，乌克兰和土耳其的社会动荡日益加剧。默克尔不久前自己说，欧洲有 7% 的世界人口，产出占 25%，社会支出却相当于 50%。所以问题没解决。

■比特币和黄金

只有在牛市，网络货币才有可能一年涨 100 倍。华尔街日报称之为密码货币的迷局。大多数卖方现在都提供比特币研究报告，相关基金也迅速成立，最近有家比特币平台公司招聘广告写着，“具备相关经验更好，但不作为必须要求。”这样的投资标的我们错过也不会不开心，不过也想分析其逻辑合理的一面。

以美元和日元为代表的纸币，事实上可以无限制印刷，那它

们比这种网络货币好在哪里。美元和日元，背后有政府发行的合法性支撑，但现在政府如此不值得信赖，实在没有加多少分。黄金至少几千年来被认为具有储藏价值，有“品牌”，同时又不是只存在网络世界中，不受政府意志主导。本来应该作为纸币的替代品，但去年却下跌了 28%，反观未经市场和历史检验，投机氛围严重的比特币却涨疯，这点确实很讽刺，也让我们想不通。

■由电影《楚门的世界》（Truman Show）想到的

这是一部 1998 年的电影，金凯瑞饰演的角色完全不知道自己就生活在一个大大的摄影棚内，周围从环境到邻居一片祥和幸福的景象。主角的生活被直播给全球各地的观众，他周围的所有人都是精心安排的演员。当真相逐渐浮出水面的时候，Truman 愤怒，崩溃，一切陷入混乱。

今天，各国央行就是资本市场这部《楚门的世界》的导演和监制。2013 年的这个版本简直要为伯南克赢得最受欢迎大奖，而投资者过得比原版电影还幸福。唯一有瑕疵的是，如果你也算主角（经济学家，基金经理，交易员，市场权威人士），我们对周围的一切并不是完全一无所知，美联储和财政部公开讨论“通过操控金融市场，推高经济增长，创造财富效应。”虽然每个人都应该看上去很开心，但还是有一些人提出异议，不过他们会被嘲笑，所有利空消息被无视。越来越觉得现在的金融市场是地地道道的《楚门的世界》，根据华尔街日报的报道，11 月发行的抵押债券中，美联储就购买了 90%。

Jim Gran 说，“美联储可以改变外表，但改变不了事情的本质。” John Phelan 说，“一个世纪以前，美联储诞生是为了防止金融市场动乱，但今天他们一手促成了这一切。”虽然大家都知道眼前的一切是假象，但毕竟每个人都这么开心，投资回报这么诱人，除非知道别人都要收工离开摄影棚，否则谁愿意自己离场呢。”演员会不会不按照剧本，节目会

66

但如果你生性悲观，牢记的是保本而不是增值，熟悉市场的历史，你可有得担心了。短期利率接近零带来的影响虽然未知，但一定深远。

99

一直受全球观众的欢迎吗，会不会没有素材支撑下去……当表演结束的时候，大家会反思，一直自欺欺人的演员会很生气，甚至跳脚。而我们只希望别再有续集。

■总有一天

总有一天金融市场会下跌（再一次），政府不再将推高股价作为目标。总有一天量化宽松会结束，资金成本不再是零。总有一天投资者会面对亏损，谈的是保值，而不是投机。总有一天固定收益工具的收益会与风险匹配。总有一天职业投资人会意识到恐慌会蔓延。六年前那场金融危机的幸存者曾经发誓多一分谨慎，少一分贪婪，不再那么短视。我们一点也不惊讶所有的教训都是那么短暂，市场不可避免地经历贪婪与恐惧的周期。你我能预言这场表演的结束么，不能。但我们知道这一切一定会结束。而且可以肯定，当趋势逆转的时候，几乎没有人准备好从容应对。📍



德州扑克与投资



编译 / 东方红 精译求精

德州扑克与投资的密切相关性，在华尔街不仅不是秘密，已然已成为“教义”。

有些公司用来招聘员工，还有些公司用来培训交易员。CNN Money 2004 年举办了一次特殊的德州扑克大赛，请来 4 位深信 “poker-is-investing” 的基金界大腕，Bill Gross, Bill Miller, Mario Gabelli (Barrons' 杂志 年度投资圆桌会议常客)，和 John Rogers。同时邀请两位职业牌手 Johnny Chan (刚刚蝉联 WSOP 冠军)，Jennifer Harman (女)。

一位前 WSOP 冠军总结职业牌手要懂得三点：

- 1、赢钱最多是 6:4 的赢面 (优势在长期可以得到最优体现)；
- 2、管好筹码；
- 3、了解自己优劣势并选择合适策略。

金融危机爆发前曾是华尔街唯一一位连续 15 年跑赢大盘的基金经理 Bill Miller 听到后惊呼扑克与投资如此惊人相似。

如何知道自己有 60% 的胜算呢，起手的牌最好是有最多的 “outs”，很多德州扑克的玩家很喜欢 Big Slick，一张 A，一张 K，虽然最后可能不及两对，但一旦牌面再多一张 A 或 K，胜算就大多了。John Rogers 做价值投资看重的就是股价的上升空间。那些 outs 最多的公司包括市盈率低，或正在经历转型或管理层变动的公司，或推出新产品的公司。比如 Caesars Entertainment，他在 2001 年底买入，当时经历恐怖袭击后这家 casino 公司股价从 15 元跌到 8 元，公司引入新的管理团队，宣布将专注利润率更高的地产，后被 Harrah's Entertainment 收购，Rogers 该笔投资回报为 150%。“轮到你 call 时，有时需要创造性”。

Poker 没有绝对，起手牌再好也有可能输掉。谈到投资（此处可理解为分散投资），投资不同行业、市值、地区以保证资产长期安全。不过不可否认的是，当你觉得胜算大时，还是应该加码，玩的过大或过小往往只在一念之间，但只有最出色的玩家才能做到游刃有余。

Bill Gross 做债券多年，他曾说“市场会非常不理性，所以要做好准备。所以当你的胜算大时，应该赌大点，大到不致毁掉你，但足以帮你确立地位”。回顾 2004 年初，债券价格已经在五年内升了 35%，但很多投资者依然表示乐观。但 Bill Gross 对政府赤字很是担忧，于是决定分散投资。当年二月公开宣布对自己管理的债券基金失去信心（根据基金约定，不得做巨大改变），已将自己手中的部分基金份额出手。

果然，四五月开始，债券收益率上行，价格暴跌。但是到了六月初，Bill Gross 改变立场，认为太多担忧通胀的资金已经流出市场，价格又有吸引力，于是强势加仓长期债券。“经济的确会放缓，但债券价格又一次出现吸引力”。果然到了 2004 年下半年，债券价格又一次上升。

最终 2004 年 PIMCO 的 Total Return 基金收益率 7.4%，跑赢 71% 同类。“你要留心 giveaway，那些信号泄露玩家真正的意图。在我看来，投资中 giveaway 时刻就是通胀基本面已发生变化，但价格还没有做出反应。”

Poker 玩家通常分为四类：

- 1、Calling Stations，每把都玩，这些人时间长一定会输得很惨。
- 2、Rocks，牌不好的时候不跟，只有非常好的牌才玩，但也从来不会 all in，这种人会赢但不多，因为看牌成本相对高。
- 3、Maniacs，很多时候都会跟，胜算比第一种要大，因为加注时其他玩家会选择放弃，但也会输得很大。
- 4、最后一种是大玩家，牌很好才会玩，而且会玩得很大。如果牌一般，只有在成本低的情况下才会继续跟。偶尔也会

输得大些，但长期来看，损失会降到最低，同时实现盈利最大。

Bill Miller 认为这四类玩家在投资者中也可以一一对应。Calling Stations 对应贴近指数交易，但这种主动管理成本过高，注定跑输大盘。Rocks 对应一板一眼的价值投资，不会有非常出色的表现。Maniacs 对应趋势投资，趋势有利时赚大钱，但出现科技股泡沫的情况，很可能彻底出局。最后，很多投资者都会认为自己属于第四类 best player。Bill Miller 是么？他买入认为最有可能跑赢市场的股票，只要最初逻辑依然成立，就坚守仓位。就像 Google 上市时，所有人都说无法验证这件公司的前景，但 Miller 买入 12%IPO，截止目前已为他带来 116% 的回报。

Rock 的致命伤在过于谨慎，Maniac 在过于冲动，而我们每个人是哪种性格呢？“很多人来世上走一遭，连自己是怎样的人都不知道，他们一直以为自己是‘别人’。赌，第一要做的事就是与自己‘交心’”。

F.Scott Fitzgerald 曾说：“智商最高的人，能够同时容纳两种完全对立的观点，该怎样还怎样，不会出问题。”对于 poker 玩家和投资者，可能还需要做更多，即你不仅需要了解自己，还需要了解对手。Rock 加注，你就该放弃。Maniac 加注，你手里的牌又不错，胜算可能在你这边。

Gabelli 就是这样的投资者，你虽然不知道交易对手是怎样的人，但可以通过积累了解公司和行业的行为方式。2000 年 Gabelli 买入刚刚被拆分出来的 Pulitzer 报业公司，股价当时是从 43 跌到 34。很多人都认为报业属于垂死边缘，但 Gabelli 不以为然，他相信报业公司只要建起自己的网站，可以抵抗互联网竞争。果然 Lee Enterprises 宣布收购 Pulitzer，折合每股 64 元。这需要等待。最终，Gabelli 成为这次特殊 Poker 对抗赛的冠军。他的感悟是，投资与 poker 还有另一点很相似，没有任何一种策略，技能甚至聪明才智能够常胜，这也许就是运气，“上帝总是以种种奇怪的方式成全我”。🎲