

东方红悦读

issue 17
2015 年 2 月

东方红
财富俱乐部 Vip 专刊

感恩责任梦想

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



订阅号，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



坚守价值投资 追求绝对收益

金融海归的追梦之路

从东证资管－阿里巴巴专项计划
看证券公司互联网金融发展模式

2015

为未来做准备

走过 2014，扑面而来的是更富变化、更具挑战的 2015，如果要为未来做些准备，不妨先仔细思考以下问题。

你未来的客户什么样？他们的需求和行为与今天有何不同，例如到了 2020 或者 2030 年，他们最大的预期是什么？他们在哪儿？对于网络下长大的一代，有哪些应对策略？

整个行业的价值链会发生怎样的变化？你愿意在其中扮演怎样的角色？这会否或者将如何影响你与现在合作伙伴的关系？

你提供的“产品”以及服务模式有没有适应客户的变化？假设客户无论是储蓄还是投资的需求都更加广泛，你的产品线能否满足？

在新的市场环境下，你的品牌以及市场影响该如何跟进？如果你在某一地区已经取得客户的信任，该如何利用这些优势扩展到其他市场？

随着客户对信息和个性化需求的增加，如何提高运营的效率，与此同时，你的运营模式能否迅速应对危机？如何利用内部和外部的数据，以保持与客户的沟通？

这是一个监管层和客户都在加强风险意识的时代，如何在不扼住创新的前提下，强化风控意识？你觉得监管会朝怎样的方向演进？

你会需要怎样的人才，与今天有何不同，他们在哪儿？要怎样吸引他们？

在所有演进过程中，市场会出现怎样的风险？你打算改变哪些游戏规则？

责任

感恩

梦想

感恩 责任 梦想



	Preface 卷首语		Cover Story 东方红 · 封面故事
01	2015，为未来做准备	18	从东证资管－阿里巴巴专项计划看证券公司互联网金融发展模式 发展互联网金融是拉近与终端用户距离、提高服务水平、增强客户粘性的重要手段
	Orient News 东方红 · 动态		
04	走过 2014		
	Orient Interview 东方红 · 媒体		
06	券商基金登场 资产证券化扬帆	25	备案制后首批资产证券化产品出炉 首单个人汽车租赁债权资产证券化产品
10	坚守价值投资 追求绝对收益 倾向于投资有稳定分红政策的上市公司	27	抢滩资产证券化蓝海 届时新增量有望达到 1500 亿
14	金融海归的追梦之路 我们始终在路上，用心投资，用爱经营		
	Orient Products 东方红 · 产品		
	东方红系列产品开放期一览 2015 年 2 月 -5 月开放期	29	
	Orient Strategy 东方红 · 策略		
	宜将剩勇追穷寇 利好股市上涨的这些因素依然存在并在自我加强中	30	

	Orient View 东方红 · 观点		
34	投资主办人看市场 价值为盾，成长为矛，均衡配置，精选个股		
	Orient Translation 东方红 · 精译求精		
40	《巴伦周刊》2015 年初投资圆桌会议 看高手过招，更有可能品出“做人胜过作品”的一面		
	Orient Feature 东方红 · 专题		
44	互联网如何改变投资管理行业 数据与技术为投资专业人士提供了洞察世界与辨析投资标的的窗口		
	Orient Wisdom 东方红 · 智慧 e 站		
48	装满石头的篓子 不要总把过去的负担背在身上，放在心上		
49	人人都该知道的七大人生哲学		



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、吴比

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 service@dfham.com

客服热线 4009200808

公司网站 www.dfham.com

微博 东方红资产管理 weibo.com/dfham

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

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。

走过 2014

2014.1

1/28

业内首只券商基金——东方红新动力混合型证券投资基金成立。截至12月31日，单位净值为1.430元。

THE YEAR

2014.3

3/4

业内首只专注于定向增发的大集合产品——东方红-新睿1号集合资产管理计划完美收官，2.5年存续期累计收益率+31.46%，同期上证指数收益率-18.07%，同期沪深300指数收益率-22.10%。

2014.6

6/6

业内首只浮动费率券商基金——东方红产业升级混合型证券投资基金成立。截至12月31日，单位净值为1.429元。

2014.7

7/6

公司荣获《中国证券报》2013年度金牛“券商集合资产管理人”称号，东方红4号荣获“三年期金牛券商集合资管计划”桂冠，东方红-新睿2号、东方红-量化2号、东方红8号荣获“2013年度金牛券商集合资管计划”称号。

7/16

公司荣获《证券时报》2014中国最佳财富管理机构评选“中国最佳资产管理券商”称号，东方红5号荣获“中国最佳权益类资管产品”称号，东证资管-阿里巴巴专项计划荣获“中国最佳资管创新产品”称号。

7/28

公司荣获《上海证券报》2013中国证券期货市场品牌价值榜“券商综合管理实力”奖，东方红5号荣获“最佳混合型券商集合理财计划”奖。

7月包揽“三大报”最佳管理人大奖

8月
呼叫中心、
服务号上线

首个由券商系资产管理公司推出的独立呼叫中心上线。公司在原东方证券客服热线95503转3的基础上，新增全国统一客服热线4009200808，旨在为客户提供更加专属的专业化客户服务。

公司在微信订阅号（dfhzcgl）基础上新增设的服务号（dfh_zcgl）上线，持有人账户绑定后，可查询到账户资产信息，实现基金交易。

10/23

业内首期小额贷款资产证券化产品完美收官。东证资管-阿里巴巴10号专项资产管理计划成立，至此，10只专项计划合计募集资金50亿元，满足了数以百万计小微企业和个人投资者的融资需求。

12/17

东方红系列7只集合产品分红，东方红先锋1号、量化2号等2只产品每10份派发0.3元，东方红7号、8号、东方红基金宝、先锋6号和先锋6号II期等5只产品每10份派发0.2元。

12/22

公司第四只券商基金——东方红睿阳混合型证券投资基金正式发售。

12/10

备案制后首批资产证券化产品——东证资管-安吉租赁1号资产支持专项计划正式发售。

2014.9

9/19

公司第三只券商基金——东方红睿丰混合型证券投资基金成立，提前结束募集，募集资金超过16亿元。截至12月31日，单位净值为1.126元。

2014.8

11/11

由公司参与发起设立的上海市东方红公益基金会正式获批，这也是首家由券商系资产管理公司参与发起设立的公益基金会。

11/22

由中欧陆家嘴国际金融研究院和中国金融消费者权益保护研究中心联合主办，东方证券资产管理有限公司和上海金融业支持的“2014陆家嘴金融消费者保护论坛”举行。

11/24

公司首只OTC产品——东证资管-东固1号集合资产管理计划成立。

2014.11

2014.12

12/22

12月22日，公司第四只券商基金——东方红睿阳混合型证券投资基金正式发售。



券商资管年度盘点

券商基金登场 资产证券化扬帆

文 / 上海证券报记者 潘圣韬

2014 年呈现出股市、债市双牛格局，券商集合产品整体业绩靓丽，多家管理人旗下产品整体业绩抢眼。从行业发展看，随着大资管时代进程的加快，券商资管在原有三大主要业务基础上新增了公募基金管理业务，并推出了千元起点的券商基金产品，其产品类型进一步齐全。与此同时，服务于实体经济的资产证券化业务也由审批制改为备案制，有望成为券商资管业务的重要增长点。

THE YEAR

券商基金登场 资管业务范围扩容

2014 年券商资管业务范围扩容迈出了实质性的一步。2014 年 1 月，首只券商基金——东方红新动力混合基金成立，参与资金起点 1000 元。

券商资管开展公募业务后，再加上原有的小集合、定向计划、专项计划等私募类产品，其业务种类和产品种类将更齐全。

更加全方位的投融资解决方案。

更齐全，从参与资金门槛来看，既有 1000 元的券商基金产品，又有 5 万或 10 万起点的集合产品，100 万起点的小集合产品，以及“一对一”的定向产品，还有链接起融资方与投资方的资产证券化产品，有利于提供

新《基金法》实施 2013 年 6 月实施后，时隔两个月，东方证券资产管理有限公司成为首家获得公募基金管理业务资格的证券公司，意味着券商资管的业务范围正式扩容，在原集合资产管理业务、定向资产管理业务、专项资产管理业务等三大主要业务的基础上新增了公募基金管理业务资格。

截至 2014 年底，已有 6 家券商先后获得公募业务资格。在产品方面，继 1 月东方红新动力基金成立后，6 月，东方证券资产管理有限公司旗下的第二只基金东方红产业升级混合成立，Wind 数据显示，该两只基金分别成立于 2014 年 1 月和 6 月，截至 12 月 31 日单位净值分别为 1.430 元和 1.429 元，表现稳健。随后，浙商证券等也推出了券商基金产品。

这也为基金行业带来了新气息。券商资管的管理团队一直坚持追求绝对收益理念，这一理念正逐步植入其推出的券商基金产品。公开资料显示，东方红产业升级混合引入了浮动费率，东方红睿丰混合基金更是封闭三年运作。这些产品，不论是管理人还是产品设计，都多少隐含着其追求绝对收益、注重长期收益的特征，与中高门槛、追求绝对收益的集合产品一脉相承。居民的投资理财需求多样，也需要多样化的产品，有投资人形象地说，券商基金“好像 1000 元买到私募的感觉”。作为新一类基金产品，券商基金获得了部分投资人的认可甚至追捧。公开资料显示，东方红睿丰混合基金就提前结束募集，募集规模超过 16 亿，远超其募集上月 8 亿的平均规模；浙商汇金转型成长基金募集规模也达 158 亿元。

分析人士指出，券商资管开展公募业务后，再加上原有的集合、定向计划、专项计划等私募类产品，其业务种类和产品种类将

备案制落地 资产证券化迎来爆发元年

2014 年，券商资产证券业务正式迎来了备案制，这是继 2013 年从试点业务转为常规业务后又一重要的制度变革。

11 月 19 日，证监会正式发布了《证券公司及基金管理公司子公司资产证券化业务管理规定》及配套工作指引，取消事前行政审批，实行基金业协会事后备案和基础资产负面清单管理。分析人士指出，备案制的实施将提升证券化产品的发行效率和降低发行综合成本，为资产证券化业务打开广阔的发展空间。

资产证券化业务，是指以特定基础资产或资产组合所产生的现金流为偿付支持，通过结构化方式进行信用增级，在此基础上发行资产支持证券的业务活动。其产品在满足融资方需求的同时，也为投资人提供了一类投资理财产品，满足了投融资双方的需求。

12 月初，备案制实施尚不足一月，已有农信 - 公益小额贷款资产专项、东证资管 - 安吉租赁 1 号专项等首批资产证券化产品出炉。其中，东证资管 - 安吉租赁 1 号专项计划的基础资产池为安吉租赁与承租人的车辆融资租赁合同，也是首单全部以个人汽车租赁债权为基础资产的证券化产品。

券商资产证券化业务的基础资产正在不断扩展，正成为盘活存量资产，服务实体经济的重要方式之一。以 2014 年完成发行的东证资管 - 阿里巴巴 1-10 号专项计划为例，该专项为业内首单小额贷款资产证券化产品，合计募集资金规模达到上限 50 亿元，满足了数百万计小微企业和个人创业者的融资需求。

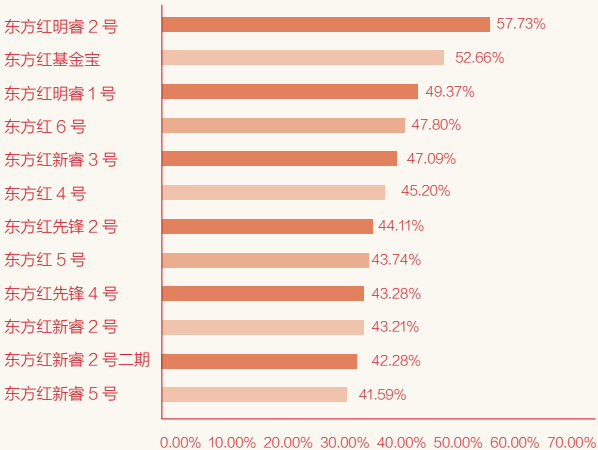


东方红系列产品 2014 年年度成绩单



比比收益，
你红我更红

东方红系列产品 2014 年收益率一览



基金产品
别样红

东方红新动力
混合基金

2014 年收益率
43%

成立于 2014 年
1 月 28 日

东方红新产业
升级混合基金

2014 年收益率
43%

成立于 2014 年
6 月 6 日

东方红 4 号
成立以来复权
收益率 237.20%

东方红 5 号
成立以来复权
收益率 112.48%

一年更比
一年红

2014 年东方红系列成
立一年以上的 24 只权
益类集合产品平均收
益率 **38.12%**。

2013 年东方红系列成立一
年的 18 只混合型集合产品
平均收益率 26.48%。

简 称	最近两年	
	总回报（%）	排名
东方红 5 号	111.05	1/379
东方红 4 号	105.17	2/379
东方红 6 号	85.24	6/379
东方红新睿 3 号	84.97	8/379
东方红新睿 2 号	75.79	11/379
东方红基金宝	72.56	14/379
东方红先锋 1 号	70.02	16/379
东方红 8 号	66.60	19/379
东方红先锋 6 号 II 期	65.93	20/379
东方红先锋 6 号	65.24	21/379
东方红先锋 5 号	63.19	24/379

数据源自：Wind 资讯，截止 2014 年 12 月 31 日

上海证券研究报告预计，2015 年将成为券商资产证券化的爆发元年，届时新增量有望达到 1500 亿元。分析人士指出，随着备案制的落地，券商资产证券化业务有望成为证券公司的重要利润增长点之一，而此前深耕该业务领域并建立起比较优势的证券公司将有望占得先机。

东方红系列整体业绩靓丽

2014 年，受益于 A 股市场的强劲走势，券商集合产品呈普涨格局，在主动投资管理领域，东方红系列整体业绩靓丽。Wind 统计显示，东方证券资产管理有限公司旗下东方红系列集合产品整体业绩突出，其中，该公司旗下成立一年以上的 24 只权益类产品平均收益率达 38.12%，居集合资产管理人前列，延续了 2013 年整体业绩优异格局。

从单只产品收益率看，Wind 统计显示，东方红明睿 2 号、东方红基金宝、东方红明睿 1 号、东方红 6 号、东方红 - 新睿 3 号、东方红 4 号、东方红 - 先锋 2 号、东方红 5 号分别以 57.74%、52.66%、49.52%、47.78%、47.11%、45.20%、44.11% 和 43.74% 的年内回报率领跑同类产品。

受益于 2014 年下半年股市强势上行，集合产品整体交出了一份漂亮的成绩单。Wind 统计显示，有一年业绩可查的 1396 只集合产品，平均收益率为 15.40%；获得正收益的集合产品共计 1304 只，占比超过九成。

东方红基金宝投资主办人高义博士表示，2014 年我国股市在全球市场表现中一枝独秀，主要原因为，一是流动性从偏紧转向宽松，债券牛市逐步过渡到股票牛市；二是改革预期强烈提升市场风险偏好；三是股票市场持续出现的赚钱效应对增量资金有明显吸引力；四是从大类资产角度看，房地产及产能过剩行业资金可能正在转向权益类市场。

据悉，东方红资产管理团队自 1998 年开始从事资产管理业务，一直专注于主动管理能力的提升，尤以权益类投资能力被业界所称道。截至 2014 年底，东方红系列各类权益类产品近 30 只。

记者查阅发现，东方红系列产品不仅仅是 2014 年整体表现优异，Wind 统计显示，2013 年，在上证指数下跌 6.75% 的背景下，东方红系列当年成立一年以上的 18 只混合型产品平均收益率达

26.48%，而且在混合型集合产品前 20 名中占据 11 席，显示出优异的综合投资管理能力。

不仅如此，多只产品长期业绩优异。Wind 统计显示，东方红 5 号和东方红 4 号分别以 111.05% 和 105.17% 的收益率在近两年同类集合产品业绩回报中排名第一和第二；此外，数据还显示，东方红 4 号自 2009 年成立以来复权收益率已达 237.20%，在同期同类集合和基金产品中稳居第一。

除了经典权益类产品，东方红资产管理推出的折价主题投资系列产品也有不俗表现，其中，东方红新睿 2 号、东方红新睿 3 号分别以 87.46% 和 93.35% 的成立至今总回报，居同类 273 只集合产品前 10%，该类产品致力于挖掘市场中定向增发、大宗交易、可转债等折价主题投资机会。

2014 年，证券公司开始推出 1000 元参与起点的基金产品。东方红资产管理再度在业内率先推出了券商基金产品，其中，成立于 2014 年 1 月和 6 月的东方红新动力混合基金和东方红产业升级混合基金，截至 2014 年底均获得 43% 的收益率，同样表现稳健。

关于 2015 年的投资机会，东方红基金宝投资主办人高义表示，继续看好市场表现。具体而言，首先，宏观环境仍有利于市场：一是预计经济增长可能继续低位盘整，但硬着陆风险或预期都相对较低，原因是外需、基建、地产及制造业投资作为对冲经济下行的力量一直在发挥作用；二是改革相关政策推动下，经济结构调整和转型升级可能进一步加速；三是石油等大宗商品价格疲软下，通胀将维持低位；四是经济需求减弱和央行主动增加资金供给，预计利率和社会融资成本下行趋势将延续。

其次，改革预期持续发酵以及显著的赚钱效应将继续推动增量资金入场。第三，大类资产角度看，地产等过剩产能行业资金、银行、保险和信托理财资金以及国际市场资金可能会增加权益市场的配置。最后，沪深 300 指数为代表的大盘股整体估值不到 12 倍，处在低估区域，仍具备较大的上行空间。

高义表示，从中长期看，随着自上而下的改革、自下而上的创新以及国际经济环境的改善，我国经济有望逐步走出阴霾，重新恢复活力，预计权益类资产严重低估的状态将逐步修复。



东方证券资产管理有限公司总经理陈光明： 坚守价值投资 追求绝对收益

文 / 中国基金报记者 杨波

“什么样的上市公司有未来？
什么样的公司没有未来？
有未来的公司，什么样的价格是合适的？
这是价值投资最核心的问题。”

“没有什么不可以买的，关键是价格。
标的物到底值多少钱？
你要定得出价钱，要对一个产业、一家公司有一个评估。”

“必须承认的是，蓝筹股增长的空间有限，其价值更多体现在分红和回购。
我们倾向于投资有稳定分红政策的上市公司。”

“作为机构投资者，我们非常希望分享上市公司的利润和成长，
而不是通过市场博弈投机赚钱。” 东方证券资产管理有限公司
总经理陈光明开宗名义地说。

虽然中国股市多年来一直在 2000 点左右徘徊，陈光明却获得
了骄人的业绩，他管理的东方红 4 号五年期收益高达 112%，东
方红 5 号三年期收益达 42%，在同类产品中均排名第一，展现
出他优异的投资能力。

东方证券资产管理有限公司旗下产品的整体业绩也十分出色。
据统计，从 2005 年发行第一只集合理财产品到现在，9 年来，
该公司旗下产品加权资产平均年回报率接近 20%，总回报接近
9 倍。

虽然业绩优异，但对于市场，陈光明始终保持一种战战兢兢、
如履薄冰的心态。“对于变化无常的市场，要懂得敬畏。” 陈
光明说，成绩属于过去，而未来并不可知。

16 载坚守投资一线

1974 年出生的陈光明自 1998 年硕士毕业就加盟东方证券，开
始了投资生涯。“很幸运，很早找到了事业上的归宿。” 他说。

从最初的研究员到投资经理，他见证了市场的涨跌起伏，但从
朴素的思想出发，主动选择了一条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最初实践者之
一。

因为投资业绩出色，2005 年，陈光明升任东方证券资产管理业
务总部总经理。这一年，第一批券商集合理财产品面世，东方
证券资产管理业务总部发行了第一只集合理财产品—东方红 1
号，此后这只产品取得了 2 年复合投资收益率高达 299.88% 的
业绩。

2006 年，陈光明前往哥伦比亚大学学习，这让他有机会近距离
了解美国市场，也有时间远离 A 股市场，冷静客观思考，这次
学习让他对投资有了新的领悟，使他更加坚定地选择了价值投
资之路。回国后，他的风格更加鲜明，更加专注于上市公司和
行业基本面的研究。

陈光明渐渐远离喧嚣的市场，“市场在炒什么，上市公司在讲
什么故事，我并不是太关心，其他基金经理干什么事情，我也
不太知道。” 除了阅读大量的报告与实地考察公司外，他也会
花时间跟实业界或投行界的朋友交流，在他看来，投行跟企业
相对更接近，对公司管理层也更了解。

其间，他带领公司获得快速发展，截至 2013 年底，东方证券资
产管理有限公司管理资产规模超过 400 亿元，涵盖公募基金管
理业务、集合资产管理业务、定向资产管理业务和专项资产管
理业务，旗下集合产品超过 40 只，专项业务领域推出的东证
资管—阿里巴巴专项计划为首只小额贷款资产证券化产品，走
在券商资产证券业务发展的前列。不仅如此，他本人管理的东
方红 4 号、东方红 5 号等产品获得了优异的长期业绩。

从业 16 载，像陈光明这样仍坚守一线非常难能可贵。“因为需
要，更是因为热爱。” 他说。



追求可持续发展

坚守价值投资，追求绝对收益，也让东方证券的资产管理业务形成鲜明的特色，随着政策的逐渐放开，逐渐成为券商系资管

的领头羊。

2010 年，东方证券首家获批设立券商系资产管理公司；2012 年，东方证券资产管理有限公司首批获得可受托管理保险资金投资管理

人资格；2013 年，东方证券资产管理有限公司成为首家获得公募基金业务资格的券商系资管公司。

“我们希望为投资人赚钱，严格控制下行风险。”陈光明说。公开资料显示，2013 年，东方证券资产管理有限公司旗下 18 只混合型集合产品平均收益率为 26.48%，在 251 只混合型集合产品 2013 年收益率排名前 20 的产品中，东方红系列产品占据 11 席；私募产品海洋之星 1 号以 240.91% 的收益率夺得 2009 年~2013 年五年期收益冠军，上证指数同期仅上涨 16%。

在获得公募基金管理业务资格后，截至目前，东方证券资产管理有限公司已发行东方红新动力、东方红产业升级、东方红睿丰等 3 只公募基金。9 月 19 日成立的东方红睿丰提前结束募集，募集规模超过 16 亿元。该基金为三年封闭的混合型基金，三年封闭期间，投资人只能在基金上市交易后通过深交所转让基金份额，不能申购赎回基金份额，这意味着投资人的钱要封闭三年。

陈光明说：“在市场刚刚变暖初期，这并不容易，有很多老客户认购，这是对我们的信任。”

在他看来，优秀资产管理公司的主要核心驱动力，应是优异的业绩和卓越的创新精神的结合，而投资回报是发展的根本立足点。

“在公募基金的发展上，我们不会追求规模，而会一如既往做好业绩，为持有人赚取良好回报，为更多的老百姓提供理财服务。”陈光明表示，只有努力做好投资，为投资人赚取长期可持续的回报，真正保护好投资者的利益，公司才能获得良性发展。

独立思考坚守价值

在陈光明身上，有两种似乎矛盾的气质：一方面，他温和亲切，另一方面，他也很个性。

“以前是说得多，现在则是听得多。”陈光明笑道。在他看来，独立思考的能力是一个价值投资者最重要的品质。“人性天生就在追求认同感，要保持独立性、不盲从不跟风，非常不易。”陈光明感慨地说，“我可能生来就比较独立吧，从小就不喜欢听别人的安排。”

天生的独立性再加上十多年的市场磨练，陈光明已形成了自己笃定的投资理念和投资方法，他有一个非常朴素的信念：价格终将反映价值。因此，在近年中小板、创业板大受追捧之际，陈光明却始终偏爱传统产业。公开披露的报告显示，东方红 4 号的重仓股为国投电力、川投能源、宇通客车、上汽集团、恒瑞医药等这样传统行业的公司。

这类看上去有些过时的投资让陈光明收获颇丰。“就算是最传统的水电股，只要买得足够便宜，也一样能让你赚到钱。”陈光明说。记者发现，以国投电力为例，其股价从 2014 年 1 月 2 日的 3.91 上涨到 10 月 8 日的 6.93 元，涨幅近 80%，像国投电力、上海汽车这样传统行业的公司，都为他管理的组合带来了不菲的收益。

为什么敢买这些传统产业的股票？陈光明说，道理很简单，虽然电力和汽车都是传统行业，发展空间有限，但并不表示这些行业的公司不增长了，像国投电力、上汽集团，近年来利润都有大幅增长。他说，如果一家公司每股盈利 1 元时股价为 10 元，10 年后如果每股盈利增长到 10 元，股价就应该涨到 100 元，这就是传说中的 10 倍股，“我们就是要赚这样的钱，赚上市公司增长的钱”。

陈光明说，东方证券资产管理有限公司多年来一直致力于“赚上市公司增长的钱”。2008 年底，因三聚氰胺事件，伊利股份亏损，股价暴跌，公司却在底部买入，2013 年，伊利股份每股

盈利 1.65 元，公司市值也由 50 亿增长到 800 亿，增长了十几倍。

耐心，是价值投资者另一个重要的品质，有些股票买入一年多，价格可能仍在底部徘徊。“我们是赚公司成长的钱，并不想炒一把就走。”陈光明说，“重仓股至少要往前看三年，因为公司的价值和价格从背离到回归需要很长时间，只要你相信自己看对了，就要敢于等待，好公司需要‘养’着，只要你没看错，它一定会长大，一定会给你回报。”

现在，小盘股的羊群效应依然明显，“市场偏离度越大，越会下手。”陈光明表示，反过来，太热的地方我们不会去，现在投机性比较强的一些小股票，已经比较危险，虽然价值回归的过程可能比较复杂，我们不会去参与这样的博弈。”

当然，陈光明与他的团队也面临短期与长期的平衡问题，“我们不会因为短期业绩不好，给投资经理太多压力，如果你在做正确的事情，就要坚持。”

关注 A 股投资者的未来

对于短期市场波动，陈光明并不太在意，他更关心股市本身的健康发展，暴涨暴跌的市场在陈光明看来就是一个财富转移的市场。“如果像 2006 年、2007 年那样来一轮暴涨，未来的结果只能是暴跌，钱可能都被产业资本、炒家赚走了，老百姓却难免出现高位套牢的命运。”

“A 股市场应该建立起真正的股东文化，上市公司要实实在在地为股东赚取利润和回报。”陈光明说，就像投资人把钱给我们管理，就应该好好赚回利润分给大家，而不是想尽一切办法去圈钱，而对股东的回报看得很淡。如果资本市场的基石上市公司对股东回报长期一直不重视，那么就很难建立一个长期可持续的投资市场。

这也许是东方证券资产管理有限公司的文化，东方证券资产管理公司董事长王国斌先生也曾多个场合呼吁，要关注中国投资者的未来，推动市场健康良性的发展。



金融人·中国梦

金融海归的追梦之旅

——记三八红旗手、东方证券资产管理有限公司联席总经理任莉女士

任莉女士，北京大学学士、美国芝加哥大学工商管理硕士，现任上海东方证券资产管理有限公司联席总经理、上海市东方红公益基金会副理事长，荣获 2012 年度上海市“三八红旗手”称号。

文 / 新闻晚报记者 刘珍化

“感谢任莉团队！”

2013 年 9 月 18 日，深圳证券交易所，宋丽萍总经理在挂牌仪式致辞中特别感谢说。当日，在中国证监会、深交所有关领导的见证下，上市宝钟敲响，东证资管 - 阿里巴巴 1 号、2 号专项计划挂牌仪式隆重举行。

该项目是业内首只小额贷款资产证券化产品，东方证券资产管理有限公司作为管理人，大胆创新，与阿里小贷、银行、律师事务所、会计事务所、评级公司等多方合作，让电商平台上数万计的小微企业和个人创业者能平等地享受金融服务，实现了多方共赢。

对此，宋丽萍总经理高度评价说：“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。”

而此前，中国证监会主席肖钢在国务院全国小微企业金融服务经验交流电视电话会议上特别提到：“近期东方证券资产管理公司对阿里巴巴小额贷款公司的小额贷款资产进行证券化，并在深交所上市交易，为支持众多小微企业和个人创业者融资进行了有益尝试。”

该项目的负责人正是任莉。

任莉，现任东方证券资产管理有限公司联席总经理。早年毕业于北京大学、后获美国芝加哥大学管理学硕士学位的她，2007 年加盟东方证券资产管理业务总部（东方证券资产管理有限公司前身）至今。

任莉常说自己是幸运的，就如团队选股思路“选择幸运且能干的价值公司”一样，进入一个幸运的行业，并与能干、有梦想的团队一起工作。

回顾过去七年来的发展历程，正是证券公司资产管理行业的重要发展机遇期：

2007 年，证券公司资产管理行业仍处于试点期，东方红资产管理团队虽自 1998 年就开始从事资产管理业务，当时旗下已有大集合产品 2 只，人员 20 余人。

2009 年，整个行业由试点转为常规，集合产品的审批速度转常规，审批时间大大缩短；100 万起点的小集合产品应运而生，东方红资产管理团队率先成立了首只小集合产品东方红 - 先锋 1 号限额特定集合资产管理计划。

2010 年，东方证券资产管理有限公司作为首家证券公司资产管理公司正式成立，组织架构的飞跃，为行业长远发展奠定了坚实基础，这也成为整个行业发展的标志性事件。

2012 年，新修订的证券公司资产管理业务“一法两则”发布，集合产品由审批制改为备案制，产品发行提速；此外，产品首度允许分级，东方红资产管理团队再度率先成立了首只分级大集合东方红 - 新睿 4 号集合计划。

2013 年，证券公司资产证券化业务经过多年试点正式转常规，团队推出的东证资管 - 阿里巴巴专项计划，荣获上海市金融创新二等奖。

2013 年 6 月，新基金法实施允许非基金管理公司开展公募基金业务，8 月东方证券资产管理有限公司再一次成为首家获得公募基金业务资格的证券公司。

证券公司资产管理行业发展进程中，总是能找到东方红团队的身影，东方红团队也因为多年持续努力而赢得多方赞誉，先后荣获了全国五一劳动奖状、上海市劳模集体、最佳资产管理人奖等一系列荣誉，任莉本人荣获上海市“三八红旗手”称号。

在任莉看来，公司赢得的赞誉和业务的全面拓展，得益于团队一直坚持核心竞争力的培养，着力构建自己的比较优势，并始终围绕自己的优势领域或能够建立起比较优势的领域拓展业务，坚持有所为有所不为，坚持在自己能力范围内行事，致力于寻找大概率的成功机会。

这背后源于团队长期的专注与坚持，更凝结着任莉等团队主要领头人的智慧与远见。

任莉加盟东方证券时，彼时东方红团队还是东方证券的一个业务部门，5、6 位员工包揽从产品设计、申报发行、销售服务，再到后勤保障等诸多环节的工作。拥有国际化视野的任莉，上任伊始，就开始着手组建团队，搭建市场推广与服务体系。不仅如此，每逢产品发行，任莉总是身先士卒，冲锋在第一线，常常大半个月拉着行李箱奔波在全国各地，一年飞行曾经超过 100 次，是名副其实的“空中飞人”，她常说：“处于创业期，既要有大的发展战略和规划，更要全力以赴做好执行。”





《中国金融消费者保护报告 2014》发布



论坛现场



吴晓灵



任莉

11月22日，由中欧陆家嘴国际金融研究院和中国金融消费者权益保护研究中心联合主办，东方证券资产管理有限公司和上海金融业支持的“2014陆家嘴金融消费者保护论坛”成功举行。

全国人大常委、财经委副主任委员，中欧陆家嘴国际金融研究院院长吴晓灵在出席论坛时表示，充分简洁的风险提示是金融消费者保护的关键。在金融消费者保护中，契约精神是第一位的，投资者、借款人、监管机构都应该恪守契约精神。市场化的金融改革、公正透明司法是金融消费者保护的根本途径。

在本次论坛上，《中国金融消费者保护报告 2014》正式对外发布，这也是我国第一部由第三方机构发布的、独立的消费者保护报告。吴晓灵介绍，该报告的特点是，首先特别研究了暂时不处于金融监管范围内的民间融资活动中的个人合法权益保护问题。其次，书里评述了近年来中国的金融消费者保护法律、法规、规章、规范性文件、自律规则等内容。第三，整理了部分典型的金融消费权益保护案例。第四，提出了一系列的政策建议，特别注重案例研究，通过案例研究引导法律法规和司法的走向。吴晓灵认为，监管机构应加强对金融机构的行为监管，但金融监管应有边界；应该加快立法步骤，以典型案例推动司法进步，并形成有效的行业组织和行业规范。

东方证券资产管理有限公司联席总经理任莉在出席“2014陆家嘴金融消费者保护论坛”时指出，保护金融消费者刻不容缓，需要监管部门、金融机构、投资人、融资人等多方的共同努力，其中，金融机构应该承担更多责任，作为资产管理机构，应肩负起“受人之托、代人理财”的信托责任，以投资人的利益为先，通过专业能力和创新精神不断满足投资人的投资理财需求，实现客户资产的保值增值，此外，金融产品要充分提示风险，将适合的金融产品配置给适合的投资人。

据悉，近年来随着居民财富的不断积累，投资理财需求日益增长，金融消费者保护成为了社会舆论与监管机构关注的焦点。2013年7月1日，由东方证券资产管理有限公司与中欧陆家嘴金融研究院联合设立了“中欧陆家嘴金融消费者保护基金”正式运作，该保护基金的宗旨是开展金融消费者保护相关理论研究，完善金融消费者保护法治环节，推动金融消费者保护体系的构建，实现金融体系的健康发展，服务于上海国际金融中心建设。过去一年多来，“中欧陆家嘴金融消费者保护基金”通过整合社会力量，主要通过发布金融消费者保护的研究报告、举办金融消费者保护的学术论坛、开展金融消费者保护的典型案例评选等，积极推动构建金融消费者保护体系。

经过长期的持续努力，截至目前，东方红市场团队已近50人，既有拥有经验丰富经验的基金业人士，又有毕业于北大清华等著名高校的青年才俊，涵盖产品设计、市场推广、产品销售、机构销售、后台运营等多个领域。专业、高效、协作，善于打硬仗，与之打过交道的人士纷纷感叹“东方红的投资团队一流，市场团队也是一流的”。

在行业高速发展期，任莉一手组建起来的市场团队和市场推广与服务体系，为公司各项业务拓展奠定了坚实的基础。

七年来，公司业务由证券公司资产管理业务，拓展至公募基金管理业务，其中，集合产品数量由2只增至40余只，拥有了“东方红”、“东方红先锋”、“东方红新睿”、“东方红增利”、“东方红量化”等多个产品线系列，涵盖权益类、固定收益类、量化投资类等多个投资领域，产品长期业绩优异，能够为客户提供综合投融资综合解决方案。

团队产品创新能力居行业前列，除了首只小集合、首只分级大集合、首只小额贷款资产证券化产品，还积极根据市场变化和投资人需求推出创新产品。2011年在发行市场整体低迷的背景下，任莉带领团队率先推出了业内首只专注于定向增发的大集合产品东方红-新睿1号，一周完成募集，募集资金超过18亿元；2012年又推出业内首只专注于“折价主题投资”的大集合产品东方红-新睿2号，得益于优异的投资业绩，该两只产品获得持有人的高度认可。

除了集合资产管理业务，任莉还积极拓展定向资产管理业务和专项资产管理业务。

其中，定向业务主要为客户提供“一对一”的专业投资管理服务，并依托该平台开展股权质押融资和其他债权、收益权类资产融资业务，2012年公司首批获得保险资金委托投资资格；专项资

产管理业务则立足于资产证券化平台业务，为客户提供投融资解决方案，东证资管-阿里巴巴专项计划的推出，让公司建立起在资产证券化领域的先发优势。

随着2013年公司公募基金业务资格的获批，任莉又带领团队着手准备证券公司首只公募基金产品，2014年1月首只券商基金东方红新动力成立，募集资金超过11亿元，再一次走在行业前列。工作中的任莉既有湖南人特有的果敢和拼搏劲，又有美式的幽默感和亲和力。她注重管理，注重公司制度建设的完善、公司治理结构的优化和团队文化的建设，在她看来，卓越资产管理公司离不开高效的内部管理、科学的治理结构。

任莉十分注重内部文化建设，积极推进公司营造“感恩、责任、梦想”的团队文化；注重团队学习，定期举行的投资经理交流会、产品学习会等都是广受欢迎、实用性强的“加油站”。

随着各项业务的不断发展，公司正积极肩负起企业公民的责任，为贵州贫困地区小学修建操场校舍、捐赠学习用品，为上海金盾基金会捐赠善款，与中欧陆家嘴国际金融研究院联合成立中欧陆家嘴金融消费者保护基金，2014年公司参与发起设立的上海市东方红公益基金会成立。

“东方欲晓，莫道君行早。踏遍青山人未老，风景这边独好。”这是任莉最喜爱的句子。爱上海，爱东方红，并倾注满腔心血和全部智慧，这就是任莉，因热爱而全力以赴，因专注而异常美丽。

面对成绩与荣誉，任莉显得十分低调，她表示，这些都属于过去，属于团队成员们，同时离不开券商资管行业快速发展机遇期，离不开上海建设国际金融中心的大环境。展望未来，她希望通过身体力行的努力，传递一种理念，体现一种担当，积极推进金融改革创新，服务经济社会发展，用心投资，用爱经营！

从东证资管－阿里巴巴专项计划 看证券公司互联网金融发展模式

文 / 上海东方证券资产管理有限公司 曹玥 李盛 杨玺
(摘自《中国证券》2014年第8期,该杂志由中国证券业协会主办)

从国外券商的发展历史来看,证券公司的创新离不开与之相匹配的经济发展环境、资本市场的产品 and 市场基础、体制机制的创新以及监管的创新等。美国证券业在适应制度与环境变迁的过程中积极应对,围绕经营模式调整、组织形式创新、产品与服务创新三大主线,井然有序地完成了以创新促转型的行业调整过程。虽然经历了2008年的次贷危机后,美国投行在监管和风险控制方面更加谨慎,但纵观整个金融创新历程,优质投资银行想要在竞争中脱颖而出,就不能在行业飞速发展的过程中拘泥于谨小慎微的保守政策、满足于延续过去行业革新跟随者的身份,而必须成为创新的引领者。

近年来我国金融领域最引人瞩目的创新多发生在互联网金融领域,余额宝、P2P、网上开户等互联网金融创新产品在赚足眼球的同时,也冲击着传统券商一成不变的业务思维和业务模式。5月16日,2014年券商创新大会在北京召开,“互联网证券”

业务被提上会议议程。创新大会前一日公布的《关于进一步推进证券经营机构创新发展的意见》中明确提出“积极利用网络信息技术创新产品、业务和交易方式,探索新型互联网金融业务”,定下了券商发展互联网金融的基调;创新大会则将这一发展方向细化为三项任务,包括支持证券经营机构开展互联网证券业务试点,制定互联网证券业务自律规则;制定《众筹融资管理暂行办法》及《互联网证券监管办法》;修订《证券公司网上证券信息系统技术指引》。

证券公司发展互联网金融,一方面能够利用互联网平台的广泛性、渗透性更好地为小微企业服务,支持实体经济发展;另一方面能够扩大经纪、资管等业务的客户基础,为客户带来更便捷的投资理财服务体验。对于证券公司本身而言,发展互联网金融是拉近与终端用户距离、提高服务水平、增强客户粘性的重要手段。

一、以东证资管－阿里巴巴专项计划为例探索证券公司发展互联网金融的可行模式

(一) 小微企业融资难问题

小微企业是我国企业的重要组成部分,但融资难始终是困扰小微企业生存和发展的重要不足之一。在经济增速下滑的宏观背景下,小微企业融资难问题直接关系小微企业的生存状态,引起政府与社会各界的密切关注,也是经济社会发展中亟待解决的一个突出问题。

由于小微企业规模小、生命周期短、实体资产少,加之财务制度不健全等特点,在传统银行融资体系中,小微企业一直处于弱势地位,据中国人民银行统计,截止2013年6月末,小微企业贷款余额仅占全部企业贷款的28.6%。除了银行贷款之外,股票、债券等资本市场融资平台的高门槛也让大多数小微企业难以触及。

在融资途径受限的情况下,不少小微企业求助于民间借贷。在小微企业集中的广东、江苏、浙江等地区,这种现象尤为突出。不少小微企业甚至将民间借贷作为首选的融资渠道。但是,民间借贷高成本、不规范、利益链条复杂等问题又会极大地增加小微企业的经营负担和风险。

(二) 小额贷款公司的发展状况

近些年来,在国家相关部门的支持下,监管层一方面积极规范民间借贷市场;另一方面大力发展小额贷款公司,多方着手纾解小微企业的融资压力。特别是小额贷款公司,其服务的客户群体几乎全部为小微企业,凭借灵活高效的信贷审核及放款程序、可有效吸纳民间资本参与等特色,近些年取得了迅猛发展,得到了不少小微企业的认可。

据中国人民银行统计,截至2013年末,全国共有小额贷款公司7839家,贷款余额8191亿元,全年新增贷款2268亿元。其中,江苏、辽宁、内蒙古、安徽、河北五省区的小额贷款公司数量均超过400家。其中江苏省有小额贷款公司573家,贷款余额1142.9亿元,是我国31个省市区中小额贷款公司数量最多、贷款余额最多的省份,而江苏也同样是国内小微企业数量众多的

省份。从这一数据看,小额贷款公司的发展与小微企业的发展呈现高度的相关性。

但在发展过程中,小额贷款公司的经营和发展也面临明显瓶颈,主要表现在两个方面:一是小额贷款公司的经营杠杆有限。由于小额贷款公司不能吸纳存款,放贷资金全部来自于股东资本金、银行贷款和股东借款。小额贷款公司常常面临“无钱可贷”的困境,同时直接影响小贷公司的ROE,使得一些小贷公司通过违法违规发放“高利贷”来博取高回报;二是小额贷款公司的风险控制能力存在局限性。由于小额贷款公司的客户群体大多数为小微企业,经营风险较大,财务数据失真,小额贷款公司的风险控制难度较大,但由于多数小贷公司管理水平不高,同时人力物力有限,导致小贷公司的风险控制能力存在较大的局限性。

(三) 阿里小贷的运作模式

为了克服小额贷款公司发展的掣肘,一些互联网巨头开始探索将小贷公司的业务与互联网结合,实现线下业务的线上改造,大大拓宽了客户群体,分散了风险;同时,互联网公司充分利用自身优势,利用大数据等技术对借款人信用资料进行分析记录,提高了风险控制能力。

以阿里巴巴为例,其作为国内最大的电子商务集团,通过设立浙江阿里巴巴小额贷款股份有限公司(以下简称“浙江阿里小贷”)和重庆市阿里巴巴小额贷款有限公司(以下简称“重庆阿里小贷”)(以下浙江阿里小贷和重庆阿里小贷统称“阿里小贷”),立足于互联网金融平台开展小额贷款业务,为其平台上的众多小微企业提供融资服务。

浙江阿里小贷成立于2010年3月,重庆阿里小贷成立于2011年6月。阿里小贷面向阿里巴巴、天猫网和淘宝网平台上的商家提供信用贷款、订单贷款等多种贷款产品,截止2013年4月30日,阿里小贷开业至今累计获贷客户数2403万户,累计发放贷款803.08万笔,累放金额8102.3亿元;余额客户数438万户,贷款余额11.48万笔,金额197.8亿元(不包括已转让贷款资产),户均贷款金额在5-15万之间,平均贷款期限80天左右。按照金额计算,整体不良率为1.23%。



由于其模式与平台具有垄断性，其客户群体限定在电子商务小微企业，在一定程度上规避了前述小额贷款公司所受的局限。比如其通过网络而非实体开展业务，使得其辐射范围突破了地域限制，理论上可以覆盖全部在阿里巴巴电子商务平台开展业务、具有一定信用等级的商户；再比如其以数据和网络为核心基础，充分利用其天然优势，即阿里巴巴 B2B、淘宝、支付宝等电子商务平台上客户积累的信用数据及行为数据，引入网络数据模型和在线视频资信调查模式，通过交叉检验技术辅以第三方验证确认客户信息的真实性，将客户在电子商务网络平台上的行为数据映射为企业和个人的信用评价的做法，在一定程度上提升了征信的可信度，增加了对客户违约的防范手段，提高了风险控制水平。

在信贷风险防范上，阿里小贷建立了多层次的微贷风险预警和管理体系，并预提超过 250% 的风险拨备资金用于防范可能出现的信贷风险。具体来看，阿里小贷将贷前、贷中以及贷后三个环节节节相扣，利用数据采集和模型分析等手段，根据客户在阿里巴巴 / 淘宝网平台上积累的信用及行为数据，对客户的还款能力及还款意愿进行较准确的评估。同时结合贷后监控和网络店铺 / 帐号关停机制，提高了客户违约成本，有效地控制了贷款风险。

目前阿里小贷提供信用贷款和订单贷款两种贷款产品。阿里小贷的贷款资产集中反映了小微企业数量多、贷款金额小、贷款时间短等特征，也通过对信贷技术的持续不断创新，进一步完善了信贷流水线，建立起真正的“信贷工厂”，使得大批量为小微企业服务成为可能。

尽管阿里小贷在业务模式方面有具有独特优势，但在同等监管政策下，阿里小贷也面临“放贷资金有限、融资难”的问题。特别是在阿里巴巴电子商务平台“年中大促”、“双十一促销”等大规模营销期间，电子商务商户对资金的短期需求量出现集中爆发（2012 年“双十一”期间，天猫与淘宝网单日销售额超过 191 亿元），阿里小贷的资金压力会骤然增加。2012 年至今，阿里小贷曾通过信托增资等形式进行过融资，但由于受到可融资额度与资本金的比例限制等因素，难以成为解决融资难问题的长效手段，进而直接影响对小微企业的融资服务水平。

（四）结合互联网技术的小额贷款资产证券化运作模式

小额贷款公司是民间资本为小微企业服务的主要形式，但是小额贷款公司的发展面临资金不足、辐射范围有限和风险不易控制等问题。通过探索将小额贷款资产进行证券化，可以有效盘活小额贷款公司的贷款资产，利于控制风险。同时结合互联网大数据等先进技术，又能为资产证券化业务链条中建立信用模型、筛选基础资产、完善风控机制等环节提供支持。东证资管-阿里巴巴专项资产管理计划获得证监会批复，至今已成功发行 8 期，该计划以证券公司资产证券化业务为载体，借助阿里小贷的小额贷款资产管理平台和专业管理能力，为电子商务平台上的小微企业提供融资服务，具有很强的示范意义。本部分将以东证资管-阿里巴巴专项资产管理计划为案例，说明运用互联网金融和资产证券化来服务小微企业融资、支持实体经济发展的运作模式。

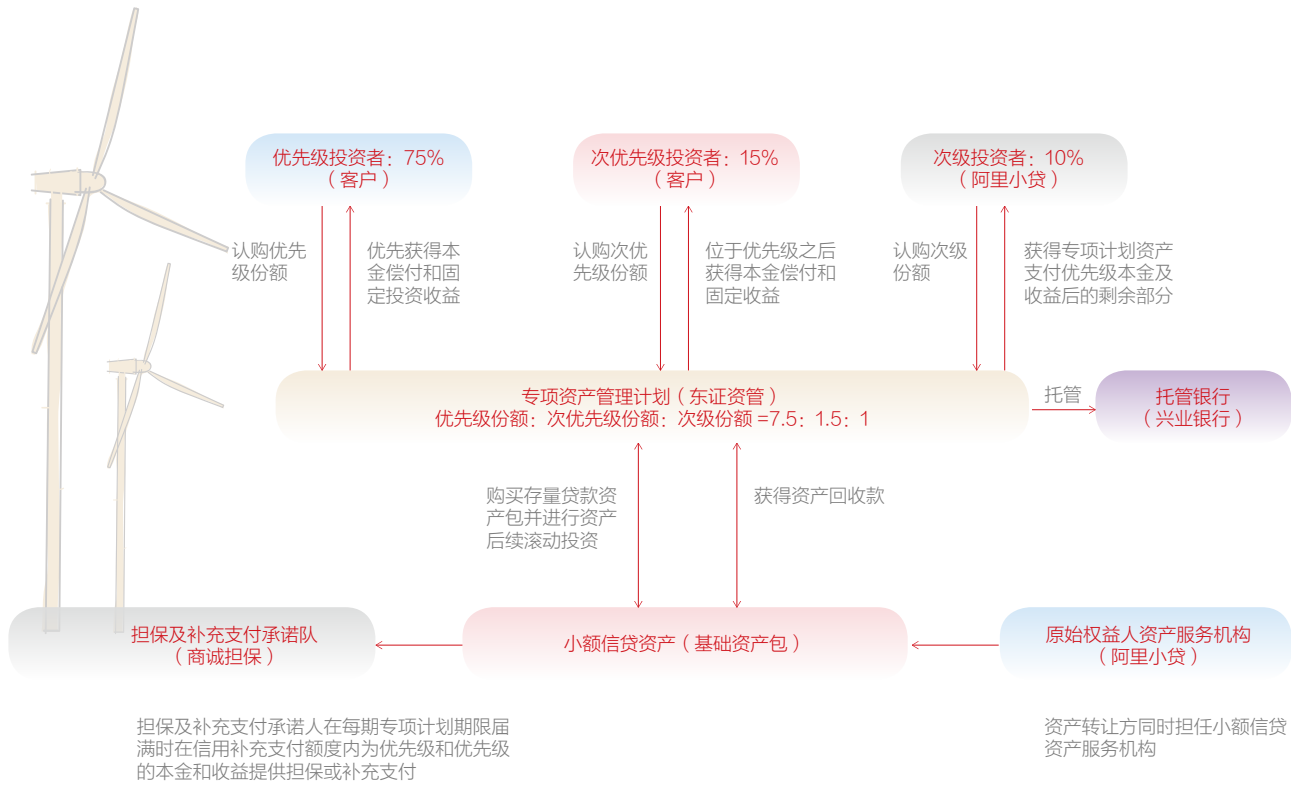
资产证券化业务是资本市场为实体经济服务的重要金融工具，目前已成功实现了高速公路收费、污水处理收费、电力收益、入园凭证等资产的证券化，为实体经济发展、基础设施建设提供了有力支持。阿里小贷通过将小额贷款资产进行资产证券化，将优质贷款组合（包括本金与收益）出售给专项资产管理计划，以此贷款组合为基础，向投资者发行证券，然后回笼资金再去做贷款。借助资产证券化，等同于是让电子商务平台上的小微企业和个人创业者，间接获得了资本市场的融资支持。将小额贷款资产进行证券化后，阿里小贷可从资本市场获取可贷资金，进一步扩大业务规模，更好地为实体经济提供金融服务。小微企业作为阿里小贷的主要客户，将受益于资产证券化产品的发展。

二、东证资管 - 阿里巴巴专项资产管理计划的运作模式

东证资管-阿里巴巴专项资产管理计划是依据《证券公司资产证券化业务管理规定》，从业务需求和市场需求出发，在合规和风险可控的基础上进行创新，从交易结构、投资管理、风险控制和发行销售方面对进行专门优化，面向有一定风险承受能力和收益需求的机构投资者群体推广和发行资产支持证券的专项资产管理计划。产品概况及主要特点如下：

（一）专项计划基本情况

东方证券资产管理有限公司（以下简称“东证资管”）通过设立专项计划并以管理人身份，分 10 期发行总额不超过 50 亿元



（人民币，下同）、存续期不超过 3 年的资产支持证券，每期发行规模控制在 2 至 5 亿元，每期期限 1 至 2 年。每期优先级、次优先级、次级资产支持证券的份额比例均为 7.5 : 1.5 : 1，其中优先级与次优先级资产支持证券向境内合格机构投资者发行，次级资产支持证券向重庆阿里小贷或浙江阿里小贷（本计划原始权益人）定向发行。各期募集资金用于向原始权益人（每期在重庆阿里小贷与浙江阿里小贷中选择一家作为原始权益人）购买基础资产，即原始权益人因通过阿里巴巴、淘宝网和天猫网平台向借款人发放小额贷款而合法享有的债权资产。

东证资管-阿里巴巴专项资产管理计划，通过资产证券化手段，依托阿里小贷平台，在严格风险控制的基础上，服务于大量无法在传统金融渠道获得贷款的“弱势群体”，满足其对“金额小、期限短、随借随还”的小额贷款需求。相比于以往的资产证券化项目，东证资管-阿里巴巴专项资产管理计划主要在基础资产、交易结构、发行模式和日常运营等四个方面进行创新：

一是专项计划基础资产为阿里巴巴旗下两家小额贷款公司的小额贷款资产，具有金额小、期限短等显著特征，是国内首个以该类资产为基础资产的证券公司资产证券化项目；

二是与传统资产证券化项目相比，该专项计划在交易结构方面最大的特点在于循环购买基础资产，使得资产支持证券的期限更能适应金融市场上投资者的需求，也大大提升了资金的效率；

三是在发行模式方面，专项计划采取了统一结构、分期发行的模式，更好的满足阿里巴巴平台上的小微企业的资金需求节奏，同时平滑一次性发行带来的集中风险；

四是日常运营方面，专项计划引入了自动化的资产筛选系统和支付宝公司提供的资金归集和支付服务，更好的适应阿里小贷基于互联网和大数据的业务模式。



（二）专项计划交易结构

东证资管作为管理人，委托基础资产转让方即阿里小贷作为基础资产服务机构，对基础资产进行管理，包括但不限于基础资产资料保管、对借款人应还款项进行催收、运用前期基础资产回收款滚动投资后续资产包等。专项计划资产支持证券到期后，管理人按照合同的约定将基础资产的收益分配给专项计划资产支持证券持有人。担保及补充支付承诺人在期限届满时在一定的担保及补充支付额度内为优先级和次优先级资产支持证券的本金及收益提供担保和（或）补充支付。

（三）统一结构、分期发行的意义

东证资管-阿里巴巴专项资产管理计划分为 10 期发行，每期产品交易结构一致，每个专项计划存续期 1 至 2 年，发行规模控制在 2 亿至 5 亿元。发行时间由阿里小贷根据融资需求确定；发行规模及期限根据市场情况确定，并且与阿里小贷的资产规模和资产质量相挂钩。

阿里小贷的小额贷款业务正处于稳定增长阶段，资产规模与资金需求都将处于持续的动态调整之中，如专项计划采取传统的一次发行，将造成募集规模受限，也无法匹配阿里小贷的持续融资需求。分期发行的方式能够与阿里小贷的资产余额、资产增速相匹配，保证专项计划基础资产质量，为原始权益人降低融资成本。先期发行的产品也有利于投资者提高对该产品的风险认知，并具有一定的风险分散作用。

（四）基础资产的循环购买

基于阿里小贷的业务模式和特点，其小额贷款资产最长期限为 1 年，并且大部分贷款具有可提前还款、按日计息的特征。为了提高专项计划整体收益率，专项计划采用了循环购买基础资产的模式，即每日用归集的基础资产回收款购买新的基础资产，保证在专项计划存续期内绝大多数资金能够通过持有的小额贷款资产获得相应的利息收入，从而提高专项计划的总体收益，更好的保障专项计划优先级和次优先级资产支持证券的到期偿付。

我们从阿里小贷过往发放的，已经到期的贷款中随机抽取了 30000 余笔进行验证，并进行了久期分析。结果显示：订单贷款的平均资金占用时间介于 6 至 7 天之间；淘宝、天猫信用贷款的平均资金占用时间介于 70 至 80 天之间；阿里信用贷款由于存在等额本息还款等方式，平均资金占用时间在 180 天左右。假设东证资管-阿里巴巴 X 号专项计划发行规模 2 亿元，期限 1 年，基础资产平均年化利率为 20%，其中阿里信用贷款比例为 40%，则正常情况下，在 1 年的存续期中，专项计划受让新的基础资产的资金来源于之前所受让基础资产的借款人偿还的本金和利息。在这种情况下，任意时点上，专项计划所持有的基础资产存量金额不会超过 24 亿元。按照阿里信用贷款年周转率 2 倍，其他贷款年周转率 5 倍计算，在 1 年的存续期内，累计受让的基础资产总额不超过 8 亿元，相当于专项计划发行规模的 4 倍。

专项计划对循环购买基础资产设置了严格的程序和相应的风险控制措施。每一次购买基础资产时，资产服务机构应向计划管理人发送该次拟购买的基础资产清单；计划管理人应对该清单予以审核，经确认后，向资产服务机构发送后续购买指令，列明其允许购买的基础资产清单，并授权资产服务机构在该份清单的范围内执行后续购买。另外，专项计划基础资产池的逾期率和不良率将被实时监控，并在触及一定阈值后，对基础资产的合格标准进行调整，甚至停止循环购买基础资产。

此类交易结构在海外市场实践中已有类似的成熟应用，以信用卡资产担保证券为代表，可解决短期贷款资产和长期证券化产品的期限匹配问题，在国内资产证券化市场则是首次尝试。

（五）风险控制措施

东证资管-阿里巴巴专项资产管理计划的业务风险主要为基础资产即小额贷款资产的信用风险、利率风险、现金流预测风险等，在项目的交易结构设计和后续的计划管理环节中，设置了以下几个方面的措施和要求来控制相关风险：

1. 原始权益人对借款人进行严格审核。借款人经营业务在阿里巴巴、淘宝和支付宝平台上开展，阿里小贷能够对借款人实际经营状况、真实的现金流状况进行实时的监控，从源头上遏制信用风险的产生。

2. 严格按照资产选择标准受让小额贷款资产。基础资产必须权属完整、明晰，借款人信用记录良好，专项计划所受让的基础资产必须达到高度的分散性和一定的收益率。

3. 采用内部分层和外部补充支付两种增信模式。根据不同的风险、收益特征，专项计划的资产支持证券分为优先级资产支持证券、次优先级资产支持证券和次级资产支持证券，次级资产支持证券的本金及收益最后获得偿付，为优先级和次优先级本金及收益提供安全垫；担保及补充支付承诺人提供一定比例的有限额度担保及补充支付。

4. 对专项计划所受让的资产包进行实时监控。设置相应的预警线，超过预警线后调整基础资产准入标准或停止再投资于同类资产。若存续期内的专项计划基础资产风险数据过高，管理人将暂停发行后续专项计划。

5. 提高投资者适当性管理要求。保障投资者具有相应的风险承受能力，优先级资产支持证券认购起点为人民币 500 万元，次优先级资产支持证券认购起点为人民币 2000 万元，面向机构投资者发行，转让环节提高投资者单笔成交申报的最低数量至 5 万份（每份面额 100 元）。

三、东证资管-阿里巴巴专项计划的意义和启示

从实际效果而言，东证资管-阿里巴巴专项计划不仅是对服务小微企业的小额贷款模式的创新和突破，其意义将超越贷款业务本身，为小微企业，特别是电子商务类小微企业发展起到积极促进作用，为证券公司发展互联网金融提供了一种较为可行的思路。

首先，东证资管-阿里巴巴专项计划是对电子商务类小微企业融资的行业解决方案的有益探索。由于阿里小贷依托于国内最大的电子商务平台-阿里巴巴开展业务，东证资管-阿里巴巴专项计划可服务数量众多的电子商务类小微企业。根据阿里小贷估计，东证资管-阿里巴巴 1 号至 10 号专项资产管理计划，将募集 20-50 亿元的资金，可以服务至少 50 万家电子商务类小微企业。表面上看，通过资产证券化方式进行资产转让，将使得阿里小贷的实际放款量超出《关于小额贷款公司试点的指导意见》等小贷公司监管规定的限制，但换一个角度看，在专项计划中，阿里小的仅就其持有的次级资产支持证券部分承担风险，相对于银行吸收存款、同业拆借等刚性融资方式而言，有十分明显的差异。随着该专项计划运作进入正轨，东证资管-阿里巴巴专项计划将有可能成为电子商务类小微企业融资的行业解决方案，成为电子商务小微企业融资的“东证-阿里”模式。

其次，东证资管-阿里巴巴专项计划的推出和运作将促进小微企业的规范经营。阿里小贷利用数据化的运作模式解决小微企业融资需求将成为趋势，这不仅具备执行的基础，也能将众多小微企业在网络平台上积累的信用发挥社会价值，引导小微企业重视经营信用，促进企业合法守信经营。东证资管-阿里巴巴专项计划的推出将帮助阿里小贷覆盖更多的小微企业，在更大范围内促进小微企业的规范经营，改变小微企业信用低、不规范的固有印象，具有良好的社会效果。



备案制后首批资产证券化产品出炉

随着新规的发布，证券公司资产证券化业务将有望成为证券公司的重要利润增长点之一，上海证券研究报告预计，2015 年将成为券商资产证券化的爆发元年，届时新增量有望达到 1500 亿元。

备案制后资产证券化正全面提速，新规后首批资产证券化产品出炉。东方证券资产管理有限公司近日公告称，东证资管 - 安吉租赁 1 号资产支持专项计划已获得上海证券交易所的挂牌转让无异议函，将于 12 月 10 日起正式发售，这也是备案制实施后发行的首批资产证券化产品。

资料显示，在东证资管 - 安吉租赁 1 号专项计划中，东方证券资产管理有限公司作为管理人，以设立资产支持专项计划的方式募集资金，按照合同约定，用于购买原始权益人安吉租赁所持有的优质车辆融资租赁债权，其资产支持证券将在上海证券交易所挂牌交易。该专项计划主承销商为东方花旗证券有限公司。

首单个人汽车租赁债权资产证券化产品

11 月 19 日，证监会正式发布《证券公司及基金管理公司子公司资产证券化业务管理规定》及配套工作指引，取消事前行政审批，实行基金业协会事后备案和基础资产负面清单管理。分析人士指出，备案制的落地，将提升证券化产品的发行效率和降低发行综合成本，为资产证券化业务打开广阔的发展空间。

截至 12 月 9 日，备案制实施尚不足一月，已有农信 - 公益小额贷款资产专项、东证资管 - 安吉租赁 1 号专项等首批产品相继出炉。

从东证资管 - 安吉租赁 1 号专项计划的产品结构看，其根据不同的风险、收益和期限特征分为优先级、次优先级和次级等三种资产支持证券，三者比例约为 80%: 15%: 5%。其中，优先级、次优先级资产支持证券分别获得 AAA、AA 市场评级，将面向机构投资者发售；次级由原始权益人安吉租赁持有。资产支持证券面值、参与价格均为 100 元。

公开资料显示，安吉租赁实际控制人为上汽集团，由上汽集团下属的上海汽车工业销售有限公司全资控股。截至 2014 年 9 月 30 日，安吉租赁的车辆融资租赁业务已经拓展至全国 134 个城市，已为 2 万余名客户提供融资租赁服务，金额超过 30 亿元。

据了解，东证资管 - 安吉租赁 1 号专项计划的基础资产池为安吉租赁与承租人的车辆融资租赁合同，这也是首单全部以个人汽车租赁债权为基础资产的证券化产品，资产分散，风险可控。

再次，东证资管 - 阿里巴巴专项计划不仅惠及小微企业，也将实现多方共赢。通过东证资管 - 阿里巴巴专项计划，不仅为阿里小贷提供了长效的融资解决方案，也有利于管理人、托管人等获得稳定的管理、托管费收入。该专项计划在创设过程中，始终将风险控制放在首位，并且从多个方面进行了改进和创新，将有效实现风险可控前提下的多方共赢。

最后，东证资管 - 阿里小贷专项计划的推出将进一步推动对互联网金融的创新。东证资管 - 阿里小贷专项计划依托于互联网平台，通过互联网信用评价等进行征信，通过网上支付手段（支付宝）进行资金划付，服务于电子商务类商户，是将互联网金融优势充分发挥的一次有益尝试。如果离开互联网，一家传统的金融机构要在短期内拓展 50 万家小微企业客户，具有很大难度。未来，如果实现东证资管 - 阿里巴巴专项计划资产支持证券在互联网平台销售，该计划将成为一个完全的互联网金融产品，为证券公司互联网金融的发展探索新路，积累经验；这一类收益风险定价合理、内部风险控制较好的优质产品，或将在互联网平台上得到认可，成为管理人的“拳头产品”，聚集人气，扩大证券公司的客户基础，与管理人其他产品的销售形成协同作用。

值得重视的是，在东证资管 - 阿里巴巴专项计划的设计和形成过程中，管理人、托管人、原始权益人和包括会计、律师在内的各方面都发现或者遇到了一些问题，在解决问题的过程中也遇到了一些困难和阻碍，虽然有些方面解决得不尽如人意，也能够为资产证券化业务助力小微企业融资带来一些启示。

在基础资产的购买和循环购买方面，由于小额贷款金额小、数量多，东证资管 - 阿里巴巴专项计划采用程序化、自动化的方式进行资产的审核和转让，这必然可能存在由于数据失真、甚至是一物二卖带来的风险，也对基础资产数据的准确性和规范性提出了很高的要求。阿里小贷依托阿里巴巴、淘宝、天猫等电子商务平台，同时借助支付宝公司的在线支付功能，其业务

在资金运营和监管方面，东证资管 - 阿里巴巴专项计划引入支付宝账户进行资产转让交易和资产回收款的归集，利用其便利性，更好的适应基于电子商务平台进行小微企业贷款的特性。

模式具有独特性，在其庞大的数据基础上，阿里小贷的小微贷款在规范化和批量化方面相对于其他小微贷款具有明显的优势。国内包括京东在内的其他电子商务平台也在小微贷款、供应链融资等方面开始了探索和尝试，东证资管 - 阿里巴巴专项计划的模式能够为该类小微贷款的发展提供一定的借鉴。对于传统的小额贷款公司，在业务规模、规范方面存在或多或少的不足，在类似的资产证券化业务方面存在一定障碍，需要类似于行业协会之类的组织进行引导，形成合力，促进业务规范。若能建立类似于企业应收账款质押及转让登记和公示系统的全国统一系统，将对小微贷款的转让和证券化带来极大的便利，进而促进行业发展，服务更多小微企业。

在资金运营和监管方面，东证资管 - 阿里巴巴专项计划引入支付宝账户进行资产转让交易和资产回收款的归集，利用其便利性，更好的适应基于电子商务平台进行小微企业贷款的特性。但在此种模式下，商业银行作为专项计划的托管银行，在托管职责上不可避免的会有一定的缺失，可能由于第三方支付平台和原始权益人之间的关联关系导致利益冲突，进而带来风险，如何解决该问题值得进一步研究，管理人、托管人、投资者、原始权益人直接的相互独立和制衡是此类业务长远发展的基石。



抢滩资产证券化蓝海

文 / 理财周报记者 章银海

资产证券化业务兴起，各大券商角逐力度不断加强。除了项目资源外，信托公司相关人员成为各家券商重点招揽对象。券商行业今年以来“春风”不断，资产证券化业务便是其中之一。上海证券分析师应楠殊预计，2015 年将成为券商资产证券化的爆发元年，届时新增量有望达到 1500 亿。

东方证券资产管理有限公司董事总经理曹明在接受记者专访时直言，资产证券化将成为券商资管的下一片蓝海，众多资产管理机构竞争的主战场。监管层扩大了资产证券化业务主体以后，未来大资产管理领域中或将出现不同风格的资产证券化业务管理人。

券商资管下一片蓝海

继证监会发布资产证券化业务管理规定及配套规则之后，沪深两大交易所近日又出台了相关业务指引，监管改革方案正在一步步落实。

此次新规之后，券商无疑是最大的受益者。“期待已久的券商资产证券化创新将迎来新的爆发。”上海证券应楠殊预计 2015

年将成为券商资产证券化的爆发元年，届时新增量有望达 1500 亿。尽管券商自 2005 年就获准发行相关资产证券化产品，但是受到暂停、行政审批等因素影响，券商资产证券化业务发展滞缓，产品规模数量远不及银行信托。据记者统计，截至 2014 年 11 月 25 日，券商发行存续的资产证券化产品共有 37 只，规模总计 647 亿元；银行信托发行存续的资产证券化产品 83 只，规模 3183 亿元。值得注意的是，目前券商存续的资产证券化产品中有一半是今年发行。各家券商对资产证券化业务非常重视，不断研究探索。

“今年以来去参加各种资管会议，大家讨论最多的就是资产证券化。未来资产证券化是盘活存量资产、服务实体经济的重要方式，也是券商资管业务的一个重要方向，随着政策措施的不断放开和完善，基础资产范围将大大拓宽。”东证资管董事总经理曹明向记者坦言，资产证券化将成为券商资管的下一片蓝海。“这将打开券商的新业务，资产证券化业务有望成为继双融和股票质押融资之后，又一快速放量的资本中介业务，为券商增加杠杆提供业务空间。”申银万国方面表示。在市场看来，监管层取消事前行政审批，实行基金业协会事后备案和基础资产负面清单管理是突破的重要一步。

上海证券交易所目前挂牌产品的基础资产类型包括租赁债权、基础设施收费权和企业应收账款等。据透露，上交所内部成立了专门的资产证券化业务工作推进小组，与企业及市场机构保持密切沟通，全力推进资产证券化业务发展；工作小组在融资租赁债权证券化项目方面具有丰富的经验，为东证资管 - 安吉租赁 1 号专项的论证提供了大力支持。

资产证券化提速增量或破千亿

资产证券化业务，是指以特定基础资产或资产组合所产生的现金流为偿付支持，通过结构化方式进行信用增级，在此基础上发行资产支持证券的业务活动。

据介绍，我国资产证券化根据监管机构的不同可以大致划分为三个部分：一是，受人民银行和银监会监管的，为银行系统实现的信贷资产证券化和不良资产证券化，以信托作为载体，在银行间市场进行交易；二是，向银行间市场交易商协会备案发行的资产支持票据和项目收益票据，在银行间市场进行交易；三是，受证监会监管的证券公司资产证券化业务，通过资产支持专项计划展开，主要在交易所市场挂牌交易。

随着新规的发布，证券公司资产证券化业务将有望成为证券公司的重要利润增长点之一，上海证券研究报告预计，2015 年将成为券商资产证券化的爆发元年，届时新增量有望达到 1500 亿元。

据了解，东证资管 - 安吉租赁 1 号专项的管理人东方证券资产管理有限公司，除了在主动投资管理领域建立起比较优势外，近年来一直加强在资产证券化业务领域的拓展。该公司有关负责人此前曾表示，公司资产证券化业务涵盖前端承揽、产品设计到后续运营的整个流程，同时还与其母公司东方证券及旗下投行子公司东方花旗证券紧密联动，在资产选择、客户销售、交易服务等多个业务环节实现资源优势互补，而东证资管 - 安吉租赁 1 号专项的主承销商正是东方花旗。

公开资料显示，2013 年，东方证券资产管理有限公司推出的东证资管 - 阿里巴巴 1-10 号专项资产管理计划，为业内首单小额贷款资产证券化产品，截至 2014 年 11 月底，该十只专项计划成功完成发行，每一只募集规模均达到 5 亿元上限，合计募集资金规模 50 亿元。此外，早在 2006 年，东方证券还推出远东首期租赁资产支持收益专项资产管理计划。分析人士指出，新规下资产证券化业务将成为券商资管业务的下一片蓝海，而在该业务领域建立起一定比较优势的证券公司将占得先机。

新规下资产证券化业务将成为券商资管业务的下一片蓝海，而在该业务领域建立起一定比较优势的证券公司将占得先机。



东方红系列产品开放期一览



产品	2015 年 2 月 -5 月开放期	开放期规则
东方红 4 号 (910004)	每个交易日（仅赎回）	每个交易日开放
东方红 5 号 (910005)	每个交易日（仅赎回）	每个交易日开放
东方红 6 号 (910006)	每个交易日（仅赎回）	每个交易日开放
东方红 7 号 (910007)	每个交易日	每个交易日开放
东方红 8 号 (910009)	每个交易日	每个交易日开放
东方红 9 号 (910024)	每个交易日	每个交易日开放
东方红基金宝 (916001)	每个交易日	每个交易日开放
东方红领先趋势 (910021)	每个交易日（仅赎回）	每个交易日开放
东方红稳健成长 (910022)	每个交易日（仅赎回）	每个交易日开放
东方红内需增长 (910028)	每个交易日	每个交易日开放
东方红稳健增值 (910029)	每个交易日	每个交易日开放
东方红 - 新睿 2 号 (910010)	每个交易日	每个交易日开放
东方红 - 新睿 2 号二期 (910017)	每个交易日	每个交易日开放
东方红 - 新睿 3 号 (910011)	每个交易日	每个交易日开放
东方红 - 新睿 5 号 (910026)	每个交易日	每个交易日开放
东方红 - 先锋 1 号 (918002)	2 月 2 日、3 月 2 日、4 月 1 日、5 月 4 日	每月首个交易日开放
东方红 - 先锋 2 号（展期）(918003)	2 月 2-3 日、3 月 2-3 日、4 月 1-2 日、5 月 4-5 日	每月前两个交易日开放
东方红 - 先锋 3 号（展期）(918004)	2 月 2 日、3 月 2 日、4 月 1 日、5 月 4 日	每月首个交易日开放
东方红 - 先锋 4 号 (918006)	2 月 2 日、3 月 2 日、4 月 1 日、5 月 4 日	每月首个交易日开放
东方红 - 先锋 5 号 (918007)	2 月 2 日、3 月 2 日、4 月 1 日、5 月 4 日	每月首个交易日开放
东方红 - 先锋 6 号 (918008)	2 月 2 日、3 月 2 日、4 月 1 日、5 月 4 日	每月首个交易日开放
东方红 - 先锋 6 号 II 期 (918010)	2 月 2 日、3 月 2 日、4 月 1 日、5 月 4 日	每月首个交易日开放
东方红 - 先锋 7 号 (918011)	2 月 2 日、3 月 2 日、4 月 1 日、5 月 4 日	每月首个交易日开放
东方红明睿 1 号 (918025)	2 月 16-17 日、25-27 日，5 月 15 日、18-21 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 (918027)	每个交易日	每个交易日开放
东方红明睿 3 号 (918030)	每个交易日	每个交易日开放
东方红明睿 4 号（918031）	每个交易日	每个交易日开放
东方红 - 量化 1 号 (918012)	每个交易日（仅赎回）	每个交易日开放
东方红 - 量化 2 号 (918017)	每个交易日	每个交易日开放
东方红 - 量化 3 号 (918026)	每个交易日	每个交易日开放
东方红 - 量化 4 号 (918029)	每个交易日	每个交易日开放
东方红增利 1 号 A（918018）	5 月 14 日（退出）；5 月 14-15 日、18-21 日（参与）	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（918028）	5 月 7-8 日、11-13 日（仅参与）	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（910018）	2 月 2 日 -4 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（910019）	3 月 9 日（退出）；3 月 10-13 日（参与）	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（910023）	3 月 9-10 日（退出）；3 月 9-12 日（参与）	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
东方红富国 1 号（910025）	4 月 27 日 -30 日、5 月 4 日	2013 年 4 月 25 日起每满 3 个月后续开放的 5 个交易日开放
东方红新动力混合基金 (000480)	每个交易日	每个交易日开放
东方红产业升级混合基金 (000619)	每个交易日	每个交易日开放

※ 具体开放期以公司官网公告为准

“实行审批制的时候，一个项目产品经过材料递交审核、意见反馈等流程至少得 2 个月，最长甚至 2 年以上。过长的审批周期使很大一部分企业转而选择其他融资方式。”一名券商资产证券化业务人士坦言。

毫无疑问，审批改备案将极大降低发行门槛和发行综合成本，从而承接非标转标的资金需求。申银万国统计称，非标转标中有近 25 万亿的非标资产提供丰厚的基础资产池。但是流动性不足依然是一个无法回避的问题。尽管券商资产证券化产品可以在交易所挂牌交易，但是由于参与主体及产品种类不多，整个市场交易并不活跃，成交量很小。

“以前券商把更多时间精力用于前端市场开拓，忽略了发行后在产品的交易流通环节对投资人提供的服务，资产支持证券交易并不活跃。”曹玥向记者表示，这将影响前端与客户沟通交流的谈判，减弱竞争力。她认为，未来资产证券化市场将是一个前后端充分联动的市场，不再像以前仅注重一端就可以解决问题。未来伴随不同模式的作用，资产管理机构将会在业务开展过程中不断根据自身的优势禀赋，选择不同的细分业务方向。比如有的资产管理人会专注在资产端对行业、偏好分类；有的则会把很多精力和资源投入至后端解决流动性的问题。

不过，近日上交所下发的业务指引中明确资产支持证券质押式回购，无疑为提高流动性制造良好的开端。同时表示目前上交所内部已经成立专门的资产证券化业务工作推进小组，与企业及市场机构保持密切沟通。

资管机构竞争主战场

目前国内资产证券化运作主要分两种：一类是由银行或四大资产管理公司发起，信托形式发行的信贷资产证券化产品，在银行间债券市场交易；另一种是券商资管以专项资产管理计划的形式发行企业资产证券化产品，在沪深交易所市场挂牌交易。

据记者统计，目前至少已有 15 家券商资管发行了资产证券化产品。其中，中金公司 198.4 亿元存续规模居首，中信证券、东证资管分列二、三位。与中金公司、中信证券等绝大多数券商依靠大型企业债权作为基础资产不同，东证资管是业内首家获

批开展小额信贷资产证券化的资产管理人，与阿里巴巴合作发行东证资管 - 阿里巴巴 1 号 -10 号专项资产管理计划。

日前上述 10 号专项资管计划成立，募资 5 亿元。至此，该系列已全部完成募集，共 50 亿元。已成立的东证资管—阿里巴巴 1-10 号专项优先级资产支持证券均已在深交所挂牌上市。另据相关负责人透露，东证资管还有一些项目储备，目前已上报沪深交易所。在证监会发布的资产证券化业务管理规定中，监管明确将资产证券化业务管理人范围由券商扩展至基金子公司，市场主体再扩容。

对此，不少市场人士担心资产证券化业务市场竞争加剧。曹玥并不否认彼此间的竞争关系，认为资产证券化业务未来将成为众多资产管理机构竞争主战场，但在业务开展初期还是以培育市场为主，合作多于竞争。未来在大资产管理领域中，或将出现不同风格的资产证券化业务管理人。这种风格会带有特别鲜明的管理人风格烙印。

据曹玥介绍，东证资管倾向于围绕公司优势领域拓展业务，建立比较优势。“公司资产证券化业务是在原来权益类主动管理相关业务优势上的延伸。我们团队自 1998 年就开始从事客户资产管理业务，不管是投研团队，还是对上市公司的研究与覆盖等，都具有优势，所以会将这方面的优势延伸和运用到资产选择、风险定价及控制领域。”

此外，东证资管资产证券化业务涵盖前端到产品设计到后续运营整个流程。除了机构销售业务部、产品部、运营部等部门协作外，还与母公司东方证券及旗下投行子公司东方花旗紧密联动，在资产选择、客户销售、交易服务等资产证券化的多个业务环节实现资源优势互补。国泰君安资管则朝全面化方向发展。“我们 2013 年专门设立结构融资部，并从信托公司引进一些成熟人才从事这块业务。”其相关负责人告诉记者，公司很多项目来源于营业部分支机构推荐，与投行债券承销业务部协同合作。

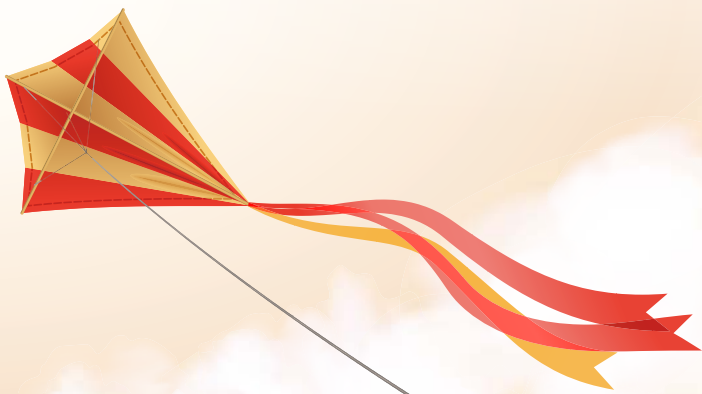
随着资产证券化业务兴起，各大券商对此角逐力度不断加强。记者获悉，除项目资源外，信托公司相关资产证券化业务人员成为各家券商重点招揽对象。



2015 年年度投资展望

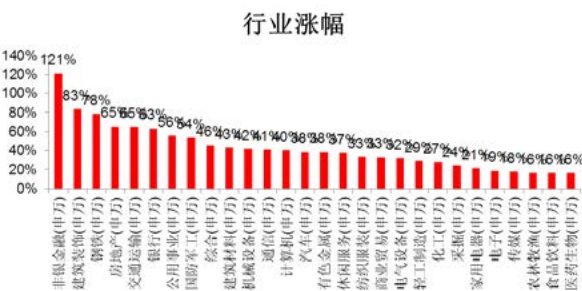
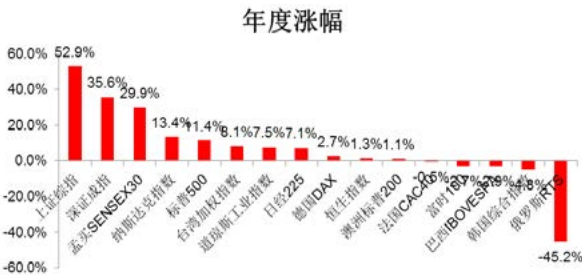
宜将剩勇追穷寇

文 / 东方红资产管理投资经理兼策略师 刚登峰



2014 年行情回顾

2014 年全球重要指数中，A 股呈现一骑绝尘的态势，上证综指与深成指分别以 52.9% 与 35.6% 的涨幅遥遥领先于其他主要国家的指数表现。主要国家的股市表现中，体现出美国好于欧洲日本，欧洲日本好于新兴国家的态势，例外是中国 A 股与印度市场表现比较出色，俄罗斯股市则受油价大幅下跌拖累，出现巨幅下跌。



2014 年上半年上证指数在 2000-2200 点窄幅震荡，同期创业板在年初惯性上涨后也开始大幅的调整，整个上半年比较缺乏明显的机会，变化在 7 月份以后，随着融资融券的快速提升，沪港通的开通、产业资本等各方资金不断入市，上证指数展开了 1000 点的波澜壮阔的行情。

2014 年下半年周期性行业大逆转，非银金融全年以 121% 的涨

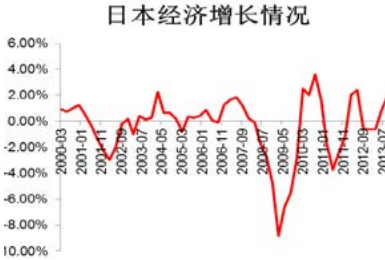
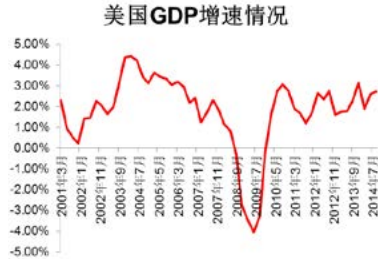
经济差也有牛市，尤其是在“流动性走向宽松趋势”叠加“改革预期”时更是如此，1996-2001 年震荡上行即是典型案例。

改革预期强烈提升风险偏好，无风险利率下降跟股市大类资产配置中越来越具有吸引力有利于资金流入股市，最两年小票的赚钱效应引发资金加速入市，这些条件导致了过去一年证券市场的繁荣。

2015 年投资展望

国际范围来看，美国经济一枝独秀，但复苏的基础尚待确认，从风险点的角度来说，美国逐步退出宽松的政策，进入加息周期是个风险点，如果一旦出现对新兴市场的流动性会带来一定的冲击。欧盟日本的情况则没那么乐观，依然无法摆脱经济羸弱的局面，继续宽松的货币政策目前看是这些国家的优先选择。新兴国家中俄罗斯受油价影响较大，经

济状况不乐观，但如今的俄罗斯已非 98 年可比，国家的经济实力跟外汇储备都强大很多，目前来看在可控范围之内，应密切关注进一步的进展。



主要内容

2014 年下半年 A 股演绎了大盘股的绝地反击，上证指数从 2000 点一路高歌到 3200 点，在主要国家资本市场里十分亮眼。从主要的逻辑来看，主要是强烈的改革预期之下，流动性宽松的货币环境中，股市的大类资产配置价值凸显，各类资金进入股市所致。

从未来一段时间来看，利好股市上涨的

这些因素依然存在并在自我加强中，主板指数有望突破 2009 年的 3478 高点，并将向更高的位置冲击，这个过程中，前期滞涨的大盘蓝筹依然会是主力，但是市场的热点已经开始往二线蓝筹扩散，并且较早开始调整的一些白马成长股的吸引力也逐步增强，市场有望良性过渡到这些个股。

从风险点的角度来看，美国在 2015 年

年中左右有可能进入加息周期从而带来全球流动性的波动，国内来看房地产投资的低迷将经济的短期增速拖入超预期的极低区间，虽然可能性很小但不能排除，除此之外，在下一轮通胀苗头出现之前，股市的环境看起来都是安全的，应该抱有更积极的态度。

风险因素

海外突发性风险 经济过快下滑



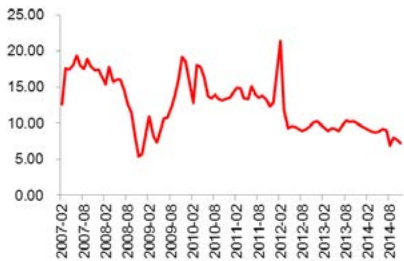
国内经济在下台阶之后，在中速的台阶上波动，目前来看下台阶后的中枢已经比较明确在 7% 左右的水平，小的波动只是短周期地产周期等方面的影响，在这个水平上经济进一步失速的风险相对较小。国内物价指数徘徊在比较低的水平，目前 CPI 已经波动到相当低的位置，这为货币政策的腾挪留足了空间。

从大宗商品价格的走势来看，原油与铁矿石等重要品种都在波动向下的趋势中，从而让全球的经济都处于较低的通胀环境当中，各国都面临经济疲软而通胀环境较好的局面，因此货币政策的进一步宽松将成为一致的选择。从国内情况来看，中国正值经济转型的关键时期，大宗原材料价格暴跌创造的低通胀环境也为产业转型创造了良好的条件，货币政策腾挪的空间也更大，一定的经济增速为经济转型保驾护航。

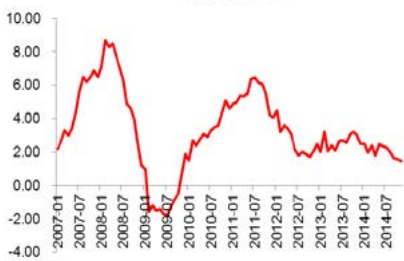
无风险收益率的下降是本轮行情的一个重要的指标，从十年期国债的到期收益率水平来看，还有进一步下跌的空间。本轮无风险收益率的下降更多的还是在银行间市场层面，尚未传到到实体经济，政策上也需要进一步引导无风险收益率的下降，展望 2015 年这一过程仍将持续。

两市最新的融资余额为 10500 亿左右的水平，融资余额的上涨过程与股指的上涨非常一致，因为融资加杠杆是本轮行情的另一个引擎，目前来看距离 1.3 万亿的测算融资上限尚有差距，而且随着券商的再融资扩充资本，这个上限还会继续向上修正。

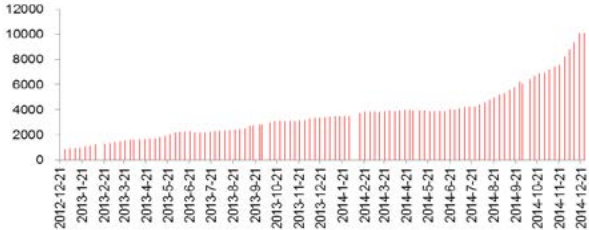
工业增加值:当月同比



CPI:当月同比

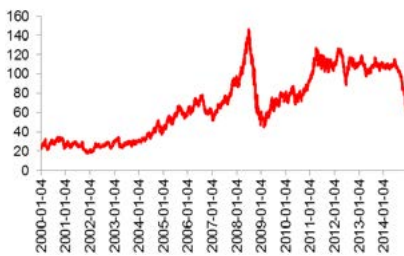


融资余额(亿)

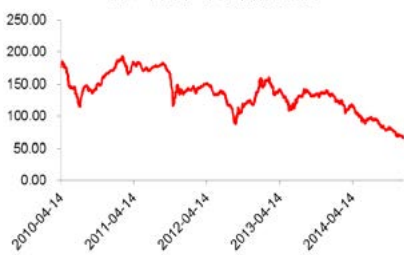


沪港通开通以后，会有更多的海外资金通过沪港通的渠道进入 A 股市场，这个过程刚刚开始，多数海外机构还在内部制度的梳理与准备中，展望 2015 年这部分资金有望超出市场预期。2015 年 A 股有望纳入 MSCI 等国际被动资金的配置，从而带来较大体量的增量资金，随着沪港通以及未来的深港通等条件具备后，这一概率在增大。从国内居民的资产配置来看，居民配置不动产的比例在全球来看也处于较高的水平，而股市作为估值洼地将成为居民资产的流入标的。

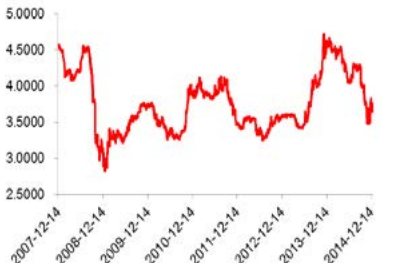
布伦特原油结算价走势



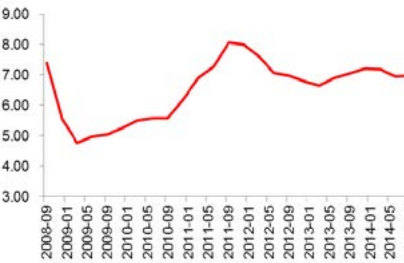
普氏铁矿石价格指数



国债到期收益率:10年



金融机构人民币贷款加权平均利率



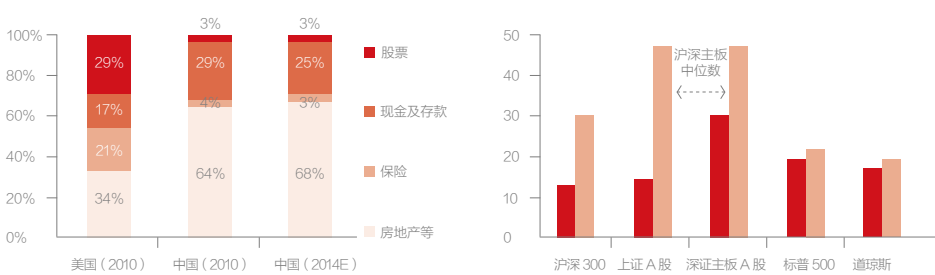
2015 年投资策略

对于大蓝筹,我们的看法是估值的修复刚刚走完一半,对于银行、保险等代表的大蓝筹，虽然股价经历了一波反弹，但是估值还是很低，大大低于国际可比的水平，随着无风险收益率的下滑，还有进一步恢复的空间，我们会保留一定的配置。

水电等公用事业行业，从行业属性来看，市场对于其估值的水平认知还不够，这是一个盈利非常稳定的行业，而且从经营性现金流的角度来说非常好，由于在折旧政策上的保守态度，导致实际的现金流情况远好于利润的情况，所以在分红政策上还有进一步提升分红的空间。对于这类分红比率高、盈利稳定的

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

PE (整体, TTM) PE (中位数, TTM)



企业，市场还没有给予合理的估值，我们继续持有这类股票。

家电汽车等高端的制造业，我们看好部分中国企业逐步具有了国际行业龙头的气质，也具有了国际的竞争力。这类公司同样经过了固定资产的投入期，开始了高盈利高分红的阶段，随着国际资本的进入，这类行业的估值也有进一步提升空间。

医药、消费、TMT 等行业是长期的配置方向，从国际对比的角度来看，我国未来在这些行业将会诞生重量级的公司，我们关注到的一些企业开始具备了长期投资的价格区间，将自下而上的选择个股，逐步加大这部分股票的配置比例。

投资主办人 看市场

文 / 《东方红 悦读》编辑部



CHEN GUANG MING

陈光明

先生

四季度市场发生了大幅逆转。受到降息刺激大类资产配置转换的影响，大量外围资金流入股市，上证指数走出了一轮大幅上涨的行情，以金融为代表的大盘蓝筹股带动上证指数大涨 37%，两市成交金额也不断创出历史新高。相反，创业板下跌约 5%，过去两年来持续上涨的中小市值股票有见顶的迹象。大盘股和中小盘股票之间的估值差距显著收窄。

四季度的政策面相比之前有显著变化，央行降息给出了货币政策放松的明确信号。在财政政策方面，大项目审批的进度明显加快，“一带一路”战略的提出也给了市场充分的想象空间。11 月中旬沪港通正式开始实施，海外资金的选股理念也对 A 股长期以来的投资理念产生了影响。在多重因素作用下，过去长期被压制的蓝筹股估值出现了大幅修复。

在目前的指数水平上，大盘蓝筹股的估值水平已经趋于略为偏低或接近合理水平，中盘蓝筹股仍有上升空间，我们也将重点关注优质成长型公司的投资机会。



JIANG HE ZE

姜荷泽

先生

出于经济稳增长的需要，央行实行宽松的货币政策，市场无风险利率下降是 2014 年市场走牛的基础，尤其是房地产以及基建去杠杆的产业政策，使得相比实业、信托等资产，权益资产的前景更为诱人。

展望 2015 年，经济去杠杆步入中后期，经济虽然仍在底部徘徊，但筑底的迹象越来越明显，货币政策宽松的空间和自由度进一步上升，无风险利率仍有下行空间，股票市场虽然有较大涨幅，但是我们认为股票市场仍然是最有吸引力的市场，指数震荡上行的趋势没有结束。

自下而上看，经过几年的调整，A 股市场已经出现一批具备投资价值公司。我们特别重视两类公司，一是估值低，分红稳定的价值股，这些股票最近虽然有一定涨幅，但是估值仍然很合理，考虑到未来的增长，仍然有上涨空间；二是一些代表产业发展方向的公司，尤其是和互联网紧密结合的公司，它们面临的市场巨大，优秀的管理者应大有可为。



YANG DA ZHI

杨达治

先生

一般来说，在股市中赚钱的方式有三种：惯性、均值回归和持有获利。其中，惯性是短期、均值回归是中期、持有获利是则是长期。均值回归比长线持有获利容易，因为后者需要洞察未来，而前者只需分析现在。价值投资也不一定要长线，因为价值回归有时慢有时快。成长投资才一定要长线，因为企业成长需要时间。

整个 2014 年，我们都在强调蓝筹股的投资价值，因为我们相信均值回归一定会起作用，但当大盘蓝筹的代表指数上证 50 一个季度就上涨了 59.4% 之后，这种估值的修复或许已经完成了大部分。

展望 2015，在国家深化改革、经济结构转型的大背景下，那些长期的投资主线给优秀的企业提供了成长壮大的机会，找出这些企业，投资并分享他们的成长，才是投资的圣杯。2015 年，我们将以“价值为盾，成长为矛，均衡配置，精选个股”为投资策略，重点关注以下几方面的投资机会：一是中国承接全球产业转移和制造实力提升带来的投资机会；二是各种消费市场中孕育的巨大投资机会，尤其是人均收入提升后消费升级带来的各种投资机会；三是互联网深度渗透后，传统产业转型、嫁接新商业模式的机会；四是国有企业深化改革使得资产盈利能力提升带来的投资机会。



ZHANG FENG

张锋

先生

四季度的市场风格出现逆转，大盘蓝筹股的估值修复行情带动了上证指数上涨了 37%，而过去两年大幅上涨中小板和创业板指数均下跌。大小盘股之间的估值差距有所收窄。四季度财政和货币政策均出现了放松信号。沪港通的实施和降息导致新增资金大量进入股市。由于蓝筹股的估值水平长期被压低已经极具投资吸引力，因此出现这一轮估值修复行情并不意外。

短期来看，我们在股票配置方面仍将以低估值蓝筹股为主，同时开始放宽对市盈率的限制，关注一些 2-3 年的时间周期内具有更加明确成长空间的个股。



WANG DAN

王丹

先生

四季度，我们注意到中央政府提出的多项刺激增长政策逐渐被市场认可，民间融资的资金链断裂的新闻不绝于耳，同时，地方政府债务的清理政策越来越明确。人民币兑美元实现了一定程度的贬值，但相对其他主要非美货币仍然在升值。市场普遍期待的货币政策放松力度和频率都比市场预期要差，市场流动性波动大。我们对整个图景的解读是，在成功限制地方的信贷扩张冲动之前，中央政府仍避免进行全面宽松，只是运用“一带一路”、高铁等中央级别的投资来对冲紧缩效应。

然而局面可能比想象中更糟。市场更容易看到并参与其中的是房价的止跌和股市的繁荣，深层次的经济低效率和潜在亏损往往容易被人们忽视，问题在于什么时候潜在亏损要暴露在资本市场面前。

2015 年，我们认为权益市场和中长期利率债仍然是整个资产序列中相对被低估的品种。权益投资仍围绕具有系统重要性的产业和公司布局，并考虑被忽视和错杀的具有竞争力的公司。权益类市场波动将变大，仓位的择时调整会增多。中长期利率债更注重其配置意义，减少波段操作。信用类资产整体被高估，特别是地方政府债务，整个化解的路径本身不确定性比较大，我们会择时降低其持仓比率。



LIN PENG

林 鹏 先生

2014 年第四季度，市场风格出现了巨大变化，以大盘金融、建筑、大宗商品等周期性板块为代表的大盘蓝筹股出现了强劲的上漲行情，帶領上证指数突破 3000 点，市场出现了久违的量价齐升的牛市氛围。我们认为，持续 2 年的中小市值股票股价与估值的抬升，使得蓝筹股的投资价值越发凸显。随着房地产市场步入调整期成为全社会的共识，大量资金开始涌入股市，估值处于洼地的大盘蓝筹股首先成为配置的对象，从而带动了权重股指数的飙升。

对于 2015 年一季度的走势，我们谨慎乐观看待后市。首先，虽然指数短期内涨幅很大，但低估值板块的估值水平仍然处在合理范围内，因此后市指数难以出现较大幅度的下跌空间。但以估值修复为表现形式的这波上涨可能已近尾声，后市我们更看重基于公司基本面的价值挖掘。其次，大多数竞争性行业龙头公司构成的二线蓝筹板块估值已经极具吸引力，未来随着这批公司从国内龙头企业逐步成长为全球冠军，市值成长的空间同样很大；另外，部分中小市值、创业板中的优秀成长公司的股价也开始与估值匹配，具备长期持有的价值。



ZHU BO SHENG

朱伯胜 先生

2014 年四季度，沪港通正式推出，吸引海内外资金加速入市，融资融券业务继续火爆，加之央行临近 11 月底的超出市场预期的降息，进一步刺激投资者的做多情绪，股市暴涨，盈利效应显著。

展望未来的市场，鉴于宏观数据指标进一步趋弱，货币政策进一步宽松比如降息降准等是可以预期的，这不但将解决市场的流动性问题，也将为资本市场中的诸多行业和个股带来投资机会。在紧密跟踪国家宏观政策的前提下，我们将充分评估各项因素对大陆资本市场的影响，甄选受益于货币政策宽松预期的大金融板块的优质个股以及符合国家产业政策扶持方向的新能源、高端装备等行业的个股以及一些成长性较强的中小盘个股。



XU XI JIA

徐习佳 先生

2014 年四季度行情分化严重，大盘超大盘指数火爆上涨，中盘小盘指数出现不同程度下跌，大小盘风格偏差出现 2009 年以来的极端状况。宽基指数中上证 50 指数最强，全季单边上扬，涨幅达到 59.39%，接近 2009 年高点。沪深 300 指数全季上涨 44.17%，也已接近 2009 年以来的最高点。中证 500 指数上涨 8.27%，在创出历史新高后出现回落，但仍显示强势整理状态。中小板指数和创业板指数则分别下跌 2.56% 和 4.49%，留下一根 400 点（约 8%）和 200 点（约 13%）左右的上影线，但均在 5 年线后止跌。四季度行情的特征就是彻底扭转了 2009 年以来行情中的小盘股对大盘股的风格强势，两市成交量创出历史新高，是历史最高季度成交量的两倍，反映了市场扩容，新资金流入和融资盘加入的局面。

展望 2015 年第一季度，考虑到对房地产限贷政策的调整，资金面的相对宽松，政策面放松信号明显。同时沪港通的正式实施，深港通的预期和 ETF 期权的上市交易均可能进一步改变市场资金对蓝筹股的需求，因此我们对大盘指数表现不悲观。但去年四季度市场的大幅上涨需要一定程度的修正，同时年报行情的展开，也有利于成长股业绩的兑现和对未来成长性的挖掘，我们从稳健投资的角度看将维持均衡配置，并偏重对业绩能够兑现并且股价在四季度中滞涨的部分公司的挖掘。



GAO YI

高 义 先生

2014 年股市表现强劲有以下几个原因：流动性从偏紧转向宽松，债券牛市逐步过渡到股票牛市；改革预期强烈推升风险偏好；持续两年的赚钱效应对增量资金有明显吸引力。

展望 2015 年，我们继续看好市场表现。宏观环境仍有利于市场：经济平稳、改革加速、通胀低位、资金宽松；大类配置切换可能带来增量资金；大盘蓝筹估值还有上行空间，小盘成长股经过调整后已逐步进入配置区间。

中长期看，随着自上而下的改革、自下而上的创新以及国际经济环境的改善，中国经济有望逐步走出阴霾，重新恢复活力，预计权益类资产严重低估的状态将逐步修复。

投资策略上，在当前较为复杂多变的市场环境下，我们将首先保持组合的灵活性，在稳定持有部分优秀开基、折价封基和可转债的基础上，根据市场情况，我们会通过阶段性参与 ETF 基金、杠杆基金以及优选成长类个股来把握投资机会，并适时、适度利用杠杆工具以增强投资收益。



《巴伦周刊》 2015 年初 投资圆桌会议

编译 / 东方红 精译求精

宏观讨论

低油价是可以降低能源成本，对消费者来讲是利好，但这部分钱一定会花出去么？低油价会明显打压这几年作为亮点的能源行业的资本开支和就业（欧洲也会有一些项目因此搁置），油田的高薪岗位也会受到影响。沙特放任低油价最初也许是出于政治目的，例如以此遏制伊朗，以其 7500 亿美元的储备，他们也许还可以撑一段时间，甚至不排除已获得包括奥巴马在内的其他国家领袖的首肯。也不会没有经济的考虑，以沙特为首的 OPEC 希望借低油价挤出其他新兴能源和新兴势力（利比亚，伊拉克等），以维持自身的长期利益。这其中很多产量都有一年的对冲保护，不妨到今年 6 月再看（下一次 OPEC 会议）。对沙特阴谋论的推论还是有质疑的，油价曾经从 2008 年 7 月的 147 美元，直降至当年底的 32 美元，并非这些产油国能够承受之痛，应该主要还是供需变化导致。美国供应从日 500 万桶升至 930 万桶，而亚洲国家需求又明显降低。低油价对实体经济的影响需要一段时间才能体现出来，接下来会是食品价格下降，根据加油站的草根调研，大家买啤酒明显增加。新兴市场作为能源进口国应该会受益，要么政府补贴减少，要么消费者直接受益。同时出现油价暴跌和货币贬值（比如日本），通胀应该没有那么令人担心了。

随着油价大幅走低，石油美元也会减少，每年有 1.5 万亿美元的水平，这些钱（流动性）的缺口，影响的不仅是页岩油产业，还有全球的金融市场。主权基金从 2007 年的 3.2 万亿涨到了 2014 年 9 月的 6.8 万亿，其中 59% 与石油、天然气等收入有关，他们到处投资股票和债券，现在随着油价蒸发，他们会不会要卖出点什么？这种数量级的需求各国央行顶得上么？流动性的其他方面，金融危机以前，华尔街手中用于做市的债券量有 2500 亿，在更加严格的监管措施下，现在这部分只有 500 亿；而同时公募的债券基金从 1.7 万亿，翻番至 3.5 万亿。在投资者准备进行资产配置的时候，如果实在不愿意持有现金，也应该尽量选择流动性好的债券，否则买卖恐怕不会像之前那么容易。

股票市场也是一样，美联储停止购买计划，流动性推高的 P/E 也会随着流动性溢价的提高而受到压制。流动性风险越来越大，出售资产越来越困难，总会在某一时点集中体现。

日元过去两年贬值近 50%，压低了全球的通胀水平，但日本经济并没有迎来全面增长（如果一个国家货币贬值了 50%，经济还没有明显改善，那一定是出了不小的问题）。需要说明的是，日本的出口按日元是上升了，但按美元还是降低。正如日本股市虽然涨幅不小，但投资者需要对货币进行对冲，否则依然会亏损，或者同时做空日元，做多日股。去年日本人口减少了 20 万，为 1947 年以来之最。食品价格上涨（50% 以上进口），工资并没有上涨，使实际收入近几个月出现明显下降。安倍可以推进日元贬值，但财政刺激，和改革就没那么容易了（从这个角度讲，欧洲同理）。安倍倒是很努力改变机构资产配置，而且通过人员排兵布局实现自己的计划，1.3 万亿日元的政府养老金由 100% 债券，转为 50% 配股票，政府还“鼓励”各类领养养老金也多元化配置。

利率展望（比尔格罗斯），央行过去二十年一直用的是斯坦福教授 John Taylor 的 Taylor 法则，即政策利率（policy rate）应该是 2%，再加上通胀率，也就是央行一直暗示的 3.75% 到 4% 的水平。这太高了，十年期国债的名义利率将来会维持 2% 的水平，也就是基本与通胀持平，债券投资者将不会获得风险溢

价的补偿。联储也只能一步步试探市场的反应。

一年前，大家都不看好债券，结果三十年期国债总回报 30%，十年期 12%，被投资者回避的公用事业类股也涨了 30%，在社交讨论群都不会引起围观的 REITs 涨了 26%。整体看，选股型基金跑输了指数，对冲基金更不理想，而且他们上半年抱怨波动性太低没有施展空间，下半年波动性来了，表现更差。以美元计，印度和巴基斯坦股市涨幅都超过 30%。别问为什么，这是各国央行调控下扭曲的市场，所有的地方都有结构性机会。回到美国本土，苹果涨了 38%，但 IBM，亚马逊和通用都下跌，感觉有点像漂亮五十，集中在少数标的上。共和党现在控制了参众两院，对资本的吸引力加大，这样进来（海外）的钱不会去配小盘股，他们还是会涌入大盘股，在大的行业上进行配置。中小盘股去年表现并不好，Russell 2000 现在是 22 倍市盈率，标普 500 是 16 倍左右。如果价值型选手选股困难，证明市场估值还是比较充分的。

欧盟议会成员中有三分之一反对欧元以及集权制度，目前这一比例在上升。过不了几年，一定会有人（国家）说，够了。瑞士央行的决定就是这样的代表，瑞士经济本身没有问题，继续货币宽松意味着房地产和股票价格推高，为后续暴跌埋下伏笔。现在虽然首当其冲会面对经济衰退，但长期看将能够释放经济活力，以及发展高附加值产业。

具体标的讨论

Bill Gross' Picks

Fund/Ticker	Price/Yield
Janus Flexible Bond / JFLEX	1/9/15
Pimco Municipal Income / PMF	\$10.62/3.0%
BlackRock Build America / BBN	14.41/6.7
Schwab U.S. TIPS / SCHP	22.40/7.0
Estimated	54.68/1.0.
Source: Bloomberg	

为了显示公正，我推一只老东家的基金，Pimco Municipal Income fund (PMF)，封闭型，我自己从 2001 年成立持有至今，分红稳定，免税，市政收益债收益水平 2-4% 都属于正常，这只产品由于使用杠杆（35%），才会有 6-7 的收益。



Meryl Witmer's Picks

	Price
Company/Ticker	1/9/2015
Gildan Activewear / GIL	\$55.52
Graphic Packaging /GPK	13.93
Houghton Mifflin Harcourt / HMHC	18.87
Cengage / CNGO	23.00*
*As of 1/8/15	
Source: Bloomberg	

推荐两家跟教材相关的公司，而且是刚刚完成破产重组（这领域真的挺好），Houghton Mifflin Harcourt [HMHC] 和 Cengage [CNGO]，分别是针对 pre-K12 和高校市场。Houghton 市值 27 亿，企业价值（enterprise value）23 亿，每股相当于趴着 2 块现金。Cengage 市值 18 亿，企业价值 36 亿。这两家公司都受益于教材市场从印刷转向数字。首先他们是如何走到破产这一步的呢？差不多十年前，PE 们很看好教材市场，买入后自然就要加杠杆，而众所周知，买教材的钱主要来自州和地方政府财政收入，经济衰退这部分的开支也随之减少；高校的教材市场则受到来自网络租书的挑战。那么高的杠杆，也只能宣布破产进行重组。目前，这两块市场都是三足鼎立，所以格局不错。数字化教材开始普及，在德克萨斯州，Houghton 70% 畅销的数学教材是数字版本。Cengage 2014 年有 19% 的收入来自数字内容。据研究显示，数字化的教材内容更容易被学生接受。很多高校甚至强制使用数字化作业和题库。当然对公司而言，无需印刷和仓储本身也可以提高利润。从会计的角度，市场对公司实际盈利能力存在严重低估。如果是印刷的教材，收入和成本当期可以全部确认。但对于数字化产品而言，收入要递延至合约周期（通常为六年），而成本则多算在当期。以 2014 年前三季度为例，报出来的营收只增加了 3%（每股亏 20 美分），而如果加上递延的部分，实际增加了 25%。而递延部分就是数字化教材，未来也不会增加很多成本。而且现有的会计制度对大量摊销费用也不够公平，因为实际没有流出那么多现金。教材需求超出市场预期，与此同时 K12 领域政府在每名学生头上的支出

仍处于历史低位，最低点为 47 美元，现在是 55，低于过去十年平均 62 水平。追加 5 美元对于现在政府来讲应该是合理预期，以 5500 万学生，42% 市场份额计算，可以每股增厚 30 美分。公司现在还推出专门针对家长的配套材料，这一块空间和利润也会可观。我们给 14-15 倍，股价从 18.5 看到 26-28。Cengage 给 12-13 倍，从 23 看到 31-34（公司刚刚发放一笔每股 3.85 的特别分红）。

FELIX ZULAUF'S PICKS

	Price/
Investment / Ticker	1/9/2015
iShares 20+ Year Treasury Bond ETF / TLT*	\$131.07
U.S. Dollar Index Future (Mar. '15)**	92.15
Buy U.S. dollar / Short Singapore dollar**	\$1=S\$1.33
Market Vectors Gold Miners ETF / GDX***	\$20.71
Gold (spot, per ounce)***	\$1,223.25
Market Vectors Retail ETF / RTH****	\$72.05

*Sell after stock-market correction. Zulauf expects the U.S. stock market to correct by about 15% in the first half of the year.
**Buy in phases as the dollar corrects.Zulauf expects the dollar to correct in the first quarter and then rally into late-2016.
***Hold only until the middle of 2015.
****Buy after U.S. stock-market correction.
Source: Bloomberg

主流经济学家认为美元走强是因为经济好于其他国家，或者即将走上加息通道，其实他们并没有说出美元强势的真正原因。从格林斯潘到伯南克维持极低利率，终于让美元成为全球公认融资货币，所有公司都发美元债，国际清算银行统计，全球私人领域目前有 9 万亿美元 的债。不管未来美元为什么走强，真正美元的牛市，是所有发行债券的公司为了对冲保值而买入美元的那一刻。如果把美国经常项目赤字看做美国向全世界提供美元的体现，可以说新增的美元供给在减少。市场会在某一个时点意识到加息其实不是非做不可，届时美元会回调（假设今年一季度发生），但很快会反弹。我不会在这个点位买入美元，

但对于其他希望保持美元仓位的投资人，可以开始逐步建仓。做多美元有各种方式，可以买入美元指数，不过我推荐的是买入美元，同时做空其他某种货币，比如新加坡元。大家一直认为新加坡是个经济和货币都很稳健的国家，而没有意识到新加坡货币政策正在发生的变化。新加坡的房地产近期明显回落，政府有理由注入流动性（贬值），在建国 50 周年之际保持良好形象。新加坡与中国经济关系紧密，也就是说受中国（人民币贬值）影响会更大。美元一旦走强，新加坡这样的国家会率先走弱，真正弱的国家说不定反而会晚些才受到影响。如果因为美元走强而股市调整，建议关注 Market Vectors Retail ETF (RTH)，里面权重最大的是沃尔玛，家得宝和药店连锁 CVS。美元强势期间，零售往往是表现最好的板块之一。

ABBY JOSEPH COHEN'S PICKS

	Price/
Company / Ticker	1/9/2015
Carter's / CRI	\$84.81
FedEx / FDX	172.66
Quest Diagnostics / DGX	68.39
Acuity Brands / AYI	151.5
Siemens / SIE.Germany	€ 93.10
Palo Alto Networks / PANW	\$125.82
Source: Bloomberg	

推两个油价下跌受益品种，很明显的比如 FedEx[FDX]，此前客户可能青睐更便宜的方式，现在就会选择优先运输方式，对公司来讲三至四年可以提高毛利三个点，弊端是很多大基金公司都重仓。不是很明显的低油价受益标的比如医疗诊断公司 Quest Diagnostics [DGX]，公司主打就是低价牌，所以顺应奥巴马医改法案，市场份额在增加。又推出了所谓神秘测试，即基因等各种专项检测，这部分毛利会高些。公司有 2000 多家定点医院，检测用血液运输成本可以降低，所用树脂塑料管也是自己生产的，这部分成本也下降。从博弈（资金轮动）的角度讲，实验室及服务是这两年医疗板块中表现最差的子版块。公司规模比较大，更容易消化监管增加的成本。

SCOTT BLACK'S PICKS

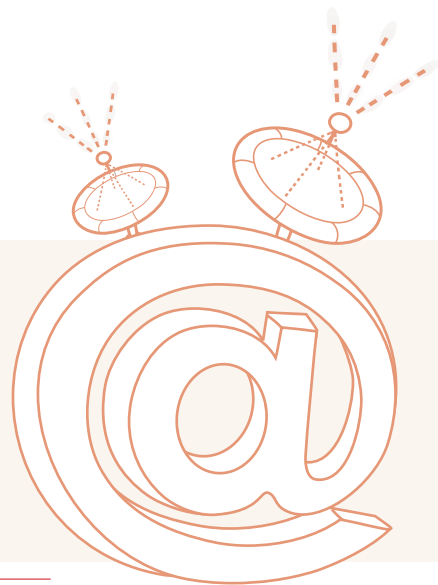
	Price/
Company / Ticker	1/9/2015
Viacom / VIAB	\$71.67
Microsemi/MSCC	28.02
Customers Bancorp / CUBI	18.25
Ares Capital / ARCC	15.84
Source: Bloomberg	

Viacom 是我现在手里唯一的一只大盘股，我知道这里其他人也有。分业务板块来看，媒体网络的收入占 73%，营业利润贡献占 95%，换句话说影视娱乐（含 Paramount Pictures）分别贡献了收入和营业利润的 27% 和 5%。Viacom 旗下的频道包括 MTV, MTV2, VH1, CMT, Nickelodeon, Spike 等等，用户覆盖 9500 万家庭。top50 的有线网络中，Viacom 占 11 个；对在 18-49 岁所谓最佳收视群体而言，top30 的有线网络中，Viacom 占 8 个。公司未来三年收费已经锁定 70%（MSO multiple-system operator fees）。影视业务很难预测，Viacom 采取的方式是推出动画电影进行缓冲，近期筹划的电影包括汤姆克鲁斯等大牌的作品。公司 CEO 表示尼尔森等统计没有涵盖掌上电脑等观影“新市场”，他说的有一定道理，这对公司未来应该算加分。过去三年已经回购了 110 亿美元的股票，预计今年还会回购 20 亿。现在大概 300 亿美元市值，股息率 1.84%，11.5 倍 PE，EV/EBITDA 9 倍，相比较而言，迪斯尼 12 倍，大部分媒体类公司也都在 11-12 倍水平。ROE 今年能到 59%，ROA14%，杠杆 31 倍，利息备付率 7.8 倍。虽然影视收入很难预估，但对现金流的影响不会太大。市场对这家公司最大的担心在于公司发行的 A 类股票绝大部分（5000 万中 4050 万）是 Sumner Redstone 通过 National Amusements 持有，虽然 91 岁的他依然精神很好，但他离开后继承人如果为了流动性卖掉手里的股份，A 类股票的其他少数持有人的利益怎么保护？最近不是没有这样的案例，瑞士的一家粘胶剂公司 Sika，在被另一家公司收购的过程中，后者通过溢价收购控股家族手中的股份，而排挤其他股东。



互联网如何改变投资管理行业

2014年10月23日，由东方证券资产管理有限公司、东方证券研究所、通联数据联合主办的“互联网如何改变投资管理行业”论坛在上海东郊宾馆举行。本文摘录部分精彩内容，以飨读者。更多精彩内容详见《东方红 悦读》第16期。



数据在投资管理中的作用

文 / 王政（通联数据总经理）

我们先回顾一下去年的诺贝尔奖获得者 Shiller 教授的模型，股票的价格由公司未来现金流，资金成本和情绪指标决定。以前我们做投资的时候，主要关注盈利、资金成本和市场情绪，这几个数字还是比较简单的，无需先进的技术。当市场参与者都在关注这几个指标时，市场的反应就非常及时，以此方法投资就不再有优势，投资研究就开始关注能够预测这三个指标的驱动因素，但数据量就大幅增加，所以计算机出现了以后，我们用计算机的方法处理财务报表、研究报告、市场行情、新闻等等数据，建立具有早期预测性的指标，这个维度就从原来的三个变成了成百上千个了，数据量大大扩大。现在我们很多的量化模型都已经在用这种方式做投资。

随着量化投资的普及，市场参与者又开始用类似的指标和数据在进行投资，市场同涨同跌的风险在加大，投资研究开始关注能够预测这些因子的因素，想象一个公司的销售数据，底下有很多产品和指标，驱动这些指标的因素也很多，每往前走一级的话，数据量的增加都是一个几何的维度，这就需要建立新的模式。我们已经不能像以前那样根据投资规律建立模型了，我们更多是用计算机帮助我们动态地发现这些模型，而不是我们人为地根据相关指标一个个去建立模型。就像一位基金经理只能覆盖几十个股票一样，量化模型也没有办法研究成千上万甚至上百万的指标。这就是从基本面，到量化，再到大数据时代投资的最根本的变化。我们正在进入一个智能量化投资的时代。

大数据背景下，我们还可以思考以下几个方面：第一就是我们数据量非常大，覆盖面广，

通过大数据分析，首先需要建立起知识图谱，把所有的投资标的都连接起来，这是我们在投资里最基础的网络，这个关系非常复杂，需要对所有的非结构化数据进行分析，然后建立起一个完整的关系图谱。在此基础上，需要动态跟踪实时新闻，捕捉各类事件，进而建立起事件影响在关系网上传导的机制。在投资的时候，我们要遵循投资理念，还要做价值投资、主题投资、事件驱动投资、情绪投资等等，但是我们的操作方式和以前相比会有根本的改变。我们将更多依赖大量数据和智能分析的技术帮助我们快速找到投资机会，直接进行投资。

未来的投资有两个主要的方向，一个是资产管理模式将更加去中介化，投资者和资产管理者之间会直接面对面沟通交流；另一个是未来的投资会更加智能化，利用机器学习、人工智能的方式帮助我们做投资研究和投资决策，也就是以人工智能和机器学习为依托的智能金融。

最后做一个简单的小结。信息与通信技术的发展，带来了数据量爆炸式的增长，大数据和智能计算将让投资管理行业面临着前所未有的改变和挑战。投研将逐步完成从小样本到全样本，从定期到实时的历史性革新；大数据分析最重要的价值在于处理效率和覆盖范围。机器覆盖的范围是整个市场，而非局限于某个行业或某些个股。它能第一时间推送出投资人所关注的信息，而非滞后性静态数据；本质上，大数据只是服务于人类的工具和技术。通过机器学习和智能数据分析，我们希望把投资者从一些体力劳动（如读研报、看新闻）中解放出来，把他们的智慧放在更加关键的地方，例如研究个性化的投资策略。

大数据及百度百发

文 / 季峰（广发基金百度百发基金经理）

中证百度百发策略100指数，是中证指数公司与百度、广发基金合作编制并对外发布的互联网大数据指数，是目前国内首只真正利用大数据挖掘技术开发的互联网金融产品，兼顾了互联网、大数据和量化分析的三种属性。基本策略上，我们认为国内市场个人投资者较多，容易形成情绪化投资；国内股市受政策影响较重，讲究预期，投资者情绪在A股市场证券定价中具有重要作用。百度金融大数据，从某种意义上说是度量投资者情绪的量化方法之一，可用以反映投资者的投资意愿或预期。



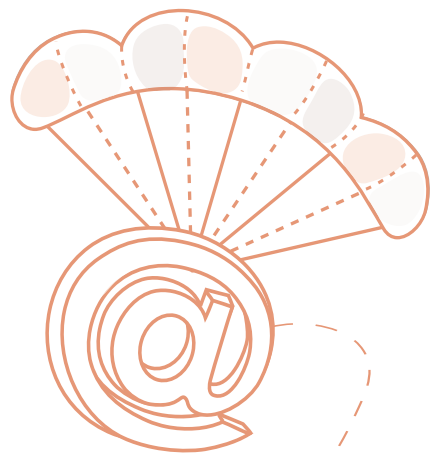
百度百发100指数每个月定期调仓一次，数据的来源是百度金融大数据和A股金融数据。在大数据因子的基础上选用了A股的八大类财务因子和动量因子，构建了基于互联网大数据驱动的综合情绪模型，保证100支股票基本面上的优良，并采用了动量策略和反转策略，基本思路是，当市场处于左侧探底过程中，超跌个股的表现一般弱于大盘，即出现超跌不反弹的情况，而随着超跌个数的增加以及跌幅深度的增加，市场的恐慌情绪会逐渐蔓延和放大，表现在关注度上会出现大幅增加和大幅减少。而当市场处于右侧创新高过程中，涨幅居前个股的表现一般强于大盘，而涨幅个股往往会表现出动量效应，随着涨幅个数的增加以及涨幅深度的增加，市场的乐观情绪会逐渐蔓延和放大，表现在关注度上会出现大幅增加。因此通过BFS模型将左侧和右侧交易中反弹及动量概率大的股票挑选出来即可构造出一个投资组合。

百发100指数的样本股在各个市场板块相对比较分散，能够相对较好的代表当前A股的整体价格变动趋势。相比沪深300指数，百发100的行业分布更均匀，金融地产配置较少，工业、原材料、可选消费等代表经济转型方向的重点行业明显超配。2009年初至2014年9月30日，百发100指数2009年至今已经取得了744.47%的收益，远高于同期上证综指取得的10.09%的累计收益，高于沪深300指数4.08%的累计收益。从分年度数据看，百发100指数牛市涨幅大、熊市跌幅小，表现出“领涨不领跌”的指数特点。与其他核心指数相比，百发100指数最大回撤较小，且回本时间较短并屡创新高。

未来互联网以及大数据的应用将会改变传统投资产业。互联网聚集海量、及时、准确的数据信息，为投资提供了更为广阔的研究空间。而大数据驱动的投资尚处于起步阶段，希望投资者给予这一领域更多的包容和关注。

66
信息与通信技术的发展，带来了数据量爆炸式的增长，大数据和智能计算将让投资管理行业面临着前所未有的改变和挑战。

99



互联网众筹

文 / 杨勇（众筹模式发起人）

中国式众筹的源头在 1898 咖啡馆。这种众筹模式具备以下特征：项目众多、资金量大、大批精英参与、操作性及可控性强。1898 咖啡馆创立之初，采用众筹方式是为了解决活动场地和运营经费的问题，对参与筹资的北大创业校友承诺等额返卡、股份均等和五年不倒闭。项目也建立了从执委会、监事会、秘书处到职业经理人团队的完整组织架构。从经营情况来看，1898 咖啡馆运营一周年产生了巨大价值，大大增加了校友间合作机会，形成有利于创业的生态圈，并让主流精英开始关注中国式众筹，事实上实现了对众筹概念的重新定义。

众筹，字面意义上指大众筹资。普通意义上的大众筹资由于中国的文化、制度、法律等因素的制约进展缓慢。2014 年可以作为中国众筹元年，一八九八咖啡馆带动了中国式众筹的兴起。众筹的本质是筹集资源，不同层次上包含了物质资源、人力资源以及社会资源。当前国内的众筹主要模仿美国的众筹模式，在网络平台上实现众人参与的筹资，也就是陌生人众筹。这种模式下由于中国人契约精神差和众筹法制不够完善等等因素效果并不佳。更适合中国国情的众筹方式是熟人圈众筹，国人对熟人圈内口碑的在乎能够形成牢固的榫卯结构。新型众筹方式带来了社会组织及创业方式上的巨大变化：首先，众筹是介于私人公司和公众公司之间的新形态，它解决了传统社会组织中存在的资金少、团队差、资源集中、效率低、体制僵化等问题，重塑了一种新型组织结构；另外，众筹对创业的改变和帮助也是非常大的，它很好解决了企业生存难、成长遇瓶颈、发展缺动力等等难题。其中的逻辑在于，对项目来说，众筹项目资金 1 亿，资本充裕，能为股东提供的各种服务，是大钱办小事；对投资人来说，出资 50 万，可享受 1 亿规模服务，获得资源、人脉、机会等股东福利，实现了小钱办大事。对众筹的理解可以分成 4 个维度：一种高效融资的手段、资源配置的方式和先进生产力，更重要的，它是一种全新的生活方式，未来将渗透到社会组织的方方面面。

众筹模式是为中国而生的，它完美适应了中国人的圈子文化，也必将成为中国的自我救赎。从创业者的角度来说，传统创业需要寻求缺少资源，而众筹创业则是把缺少资源变为股东。因此众筹能够成为中小企业的救星并激发创新创业的激情。众筹对专业人才也具有很高的价值：传统模式下资本和权力更具话语权，而众筹模式下有能力、实干家拥有了话语权。从整个社会的意义上，众筹的价值体现在盘活资源、提高效率，创造需求、拉动投资，促进 GDP 增长、增加就业、降低 CPI，改变传统经济组织、社会组织方式，促进民生的发展和社会的和谐。

对中国式众筹来说，募资只是开始，核心在于运营。它的推进首先需要吸引主流精英的了解和参与，使他们成为众筹出资人，然后出资支持有能力者通过众筹创业。法律意义上，这种众筹模式只做熟人圈，且参与者不超过 200 人，参与者出资金额高并具有风险识别的能力，所以出现法律问题的风险小。未来也希望通过立法推动众筹新的模式的产生。



众筹模式是为中国而生的，它完美适应了中国人的圈子文化，也必将成为中国的自我救赎。

社交网络与投资管理

文 / 方三文（雪球创始人）

雪球并不是资产管理公司，而是一个移动互联网的应用。它把投资产品和投资者，上市公司与投资机构链接起来，在互动中获取信息并持续产生新的信息，实现内容的不间断生产。雪球上的私募工厂是一项三方合作的业务，通过建立独立散型帐户，开展正常交易，并由第三方公证业绩，雪球使用者的投资选股能力能以一种较客观的方式展现，为投资者提供参考。到目前为止上线的 28 款产品总体回报的水平以及回撤的表现已经跑赢了私募行业的平均水平。同时，雪球用户生产的大量信息使得官方信息的生产和发布不再具有必要性，原本的传统媒体型业务团队转变为一个实践化的投资团队，i 美股基金由此产生。接下来的雪球在投资管理领域的布局重点在于将碎片化的交易信息结构化为可交易的策略，在保证对组合收益长期监控的同时实现组合配置和交易时间点的复制，组合创建者与采纳者的利益联系也由此产生。

雪球并不是资产管理公司，而是一个移动互联网的应用。它把投资产品和投资者，上市公司与投资机构链接起来，在互动中获取信息并持续产生新的信息，实现内容的不间断生产。



汇聚创始人，引入投资者，招募经理人，并在和大银行合作中发展壮大。

在互联网时代，财富管理需要更加重视散户，通过互联网金融聚少成多。未来深化金融改革的主要内容可概括为两个方向：一是增加金融服务供给与提高效率；二是维护金融稳定与金融安全。整个改革需要处理好二者关系，在二者之间寻求平衡。互联网金融创新需要注意的突破点包括成本端、客户体验、大数据以及移动互联网。考虑到金融风险的外部性、滞后性、传染性和不对称性，金融监管也需要与时俱进以保护消费者权益，防止金融犯罪，维护公平竞争。



在互联网时代，财富管理需要更加重视散户，通过互联网金融聚少成多。

互联网时代的财富故事

文 / 温信祥（央行金融研究所副所长）

当前中国处于财富快速增长的时期，财富管理大有可为。回顾马云的成功经验，作为一个金融外来者，他成功进入金融领域，并开拓新的理念、模式和领域，把贸易流和资金流结合，在小微贷款、消费贷款等方面积累了客户优势、IT 优势和大数据优势，实现了信息流、物流和资金流的三流合一。这个过程同时具备天时地利人和三方面的因素：从 2003 年至今 10 年，支付宝的成立与创新与国际同业基本同步，与国有银行股改上市同步；公司处于市场经济意识强、民营经济发达的浙江；从商务部黄页开始就



装满石头的篓子

一个人觉得生活很沉重，便去见哲人柏拉图，以寻求解脱之道。

柏拉图没有说什么，只是给他一个篓子让他背在肩上，并指着一条沙石路说：“你每走一步就拾一块石头放进去，看看有什么感觉。”那人开始遵照柏拉图所说的去做，柏拉图则快步走到路的另一头。

过了一会儿，那人走到了小路的尽头，柏拉图问他有什么感觉。

那人说：“感觉越来越沉重。”

“这就是你为什么感觉生活越来越沉重的原因。”柏拉图说，“每个人来到这个世界上的时候，都背着一个空篓子，在人生的路上他们每走一步，都要从这个世界上拿一样东西放进去，所以就会有越走越累的感觉。”

那人问：“有什么办法可以减轻这些沉重的负担吗？”

柏拉图反问他：“那么你愿意把工作、爱情、家庭还是友谊哪一样拿出来呢？”那人听后沉默不语。

柏拉图说：“既然都难以割舍，那就不要去想背负的沉重，而去想拥有的欢乐。我们每个人的篓子里装的不仅仅是上天给予我们的恩赐，还有责任和义务。当你感到沉重时，也许你应该庆幸自己不是另外一个，因为他的篓子可能比你的大多了，也沉重多了。这样一想，你的篓子里不就拥有更多的快乐了吗？”那人听后恍然大悟。

人生在世本来拥有很多的幸福和快乐，不要总是把过去的负担背在身上，放在心上。要用乐观的心态，多去想快乐的事情，你就会发现心中自然轻松了许多。

活在当下

生命并不是从出生到死亡的这段时间，而是你呼吸着的时时刻刻。现在——此时此地——就是你所有的人生。所以在生命的每一分钟，都应该生活在充实、善良和平静之中，而不是恐惧和遗憾。此刻你可以尽你所能做到最好，因为谁都指望不住，包括你自己。

拖延会让你成为昨天的奴隶

当你积极主动的时候，昨天就好像一个好朋友，帮你卸下背上的负担。所以要做什么事现在就开始吧，以后你会感激你自己的，相信我，明天你会为今天就开始行动而感到高兴。

失败只是成长的课堂

那些受过挫折却仍然怀有希望的人，那些尝过失败滋味却仍然拥有信仰的人，那些受过伤害却仍然相信真爱的人，美好的东西终会降临到他们身上。因此，永远都不要为生活中已经发生的事情后悔；这些事情已经无法改变、抹去或遗忘。把这些经历都当作教训，继续有风度的前进。

最重要的朋友是自己

幸福是自己的感受，无需他人的批准。在和周围人建立健康的关系前，你首先得和自己建立一种健康的关系。你要觉得自己眼中的自己是有价值和受欢迎的，这样你在他人的眼中就是一个自信的形象，才能自信的与他人交往。

行为见人心

生活中有一些人总是说话很得体，但是最后你认清他还是通过他的行为。因此要注意人们的行为。他们的行为会告诉你你需要知道的所有东西。

人人都该知道的
七大人
生哲学



破茧成蝶的美好生活都有伤痛

你会失败，会成功，会犯错误，你活着，你在学习。你是人，就不会十全十美。你会受到伤害，但你还活着。想想你还活着，这是多么珍贵的权利——能呼吸，能思考，能享受，能追寻你喜欢的东西。人生的旅途中难免会有悲伤，但也有很多美好。即使受到伤害，我们也要保持前进的姿态，因为我们永远也不知道在人生的转角处会有什么在等待着我们。

时间和经历会抚平一切伤痛

对于你来说，负面事件之所以这么难以承受，是因为你的人生经历还太少。我并不是说这些经历不重要，只是从不同的角度来看待它们。你要明白的是，现在在你看来足以压垮你的痛苦，随着人生阅历的增长终会成为过去的一部分，在你的记忆中逐渐淡化。