

东方红悦读

issue 20
2015 年 11 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

价值投资浅见 如何进行长期投资

机构投资者时代来临
资本市场须由“融资市”转向“投资市”
券商资管发展要追求可识别性



放眼未来 坚守价值

枫叶荻花秋瑟瑟，随着徐徐清风，又是一季。入秋以来，二级市场的频繁震荡考验着股民们的心理素质，这种常态化的波动加剧了人们的不安。

然而，人生就像一场马拉松，偶尔的坑坑绊绊并不能阻碍前行的道路，浮躁才是前进的大敌，往往坚持到最后的人才能成为赢家。价值投资亦是如此，需要坚守投资信念方能取得成功。著名的投资大师巴菲特用70年的时间持续研究老牌汽车保险公司，在他投资GEICO公司20年的时间里，市场经历了大起大落，但他并没有因为外部环境的变化和情绪的起伏影响投资判断，最终该公司盈利23亿美元，增值50倍。现实中，我们也许不可能每个人都成为巴菲特，但是可以学习他的价值投资理念和投资态度。

本期的封面故事关注到价值投资、长期投资的重要性以及东方红团队的投资理念。文中，投资主办人客观冷静地看待二级市场的起跌涨幅，从精选优质公司着手，谨慎估值，正确认识自我，避免盲目自信。正如张锋先生所说，“价值投资的方法也许不会让你做到最好，但是一定能够大大提高成功概率。”这是一篇关于投资理念的文章，充满了智慧和思辨。

市场在改变，你在坚守怎样的投资理念？你是否能够在清晰认识自我能力圈的前提下做出正确的投资决策？

放眼未来，坚守信念，我们一直在路上。



责任

感恩

梦想

感恩 责任 梦想



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、杨达治、卢强

主编
吴芳澜

责任编辑
汤琳、高义、杨娜、刘小月、李雪、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。

01	Preface 卷首语 放眼未来 坚守价值
04	Orient Products 东方红 · 产品 东方红系列产品开放期一览 2015 年 11 月 -12 月开放期
06	Orient News 东方红 · 动态 东方红资产管理荣膺多项大奖
07	东方红资产管理京东旗舰店正式上线 首期主打权益类产品
08	权益类基金绝对收益榜单出炉 东方红系列基金表现抢眼
09	长期投资价值凸显 券商集合长跑健将显优势
10	Orient Strategy 东方红 · 观察家 机构投资者时代来临 资本市场将真正恢复到一个以机构投资者为主的时代

14	Orient Strategy 东方红 · 观察家 资本市场须由“融资市”转向“投资市” 让投资者能分享到上市公司的价值创造， 证券市场能更好地发挥资产配置功能
18	Cover Story 东方红 · 封面故事 价值投资浅见 坚持价值投资法，提高成功概率
24	如何进行长期投资 阻挡股市噪音并关注长期投资策略和财务目标至关重要
27	Orient Strategy 东方红 · 策略 布局真正成长 坚持二线蓝筹 坚定对中国资本市场发展的信心，看好具有竞争优势的二线蓝筹股票
32	Orient View 东方红 · 观点 投资主办人看市场 前期市场风险大部分已经释放，投资价值逐渐显现

38	Orient People 东方红 · 人物 不以规模为王 券商资管发展要追求可识别性 十年磨一剑，立志成为一家受人尊敬的资产管理公司
42	寻找满意的客户 研究发现价值，投资实现价值，销售推广价值，服务提升价值
45	量化投资优势日益凸显 利用数学、统计学、信息技术等量化投资办法来管理投资组合
48	Orient Wisdom 东方红 · 智慧 e 站 小事看人生 对不同位置的人应当保持一颗宽容理解之心
49	真正的成功指标 用善念让这个世界充满爱



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

东方红系列产品开放期一览

产 品	2015 年 11 月 -12 月开放期	开放期规则
基金（混合型）		
东方红新动力（000480）	每个交易日开放	每个交易日开放
东方红产业升级（000619）	每个交易日开放	每个交易日开放
东方红中国优势（001112）	每个交易日开放	每个交易日开放
东方红领先精选（001202）	每个交易日开放	每个交易日开放
东方红稳健精选 A（001203）	每个交易日开放	每个交易日开放
东方红稳健精选 C（001204）	每个交易日开放	每个交易日开放
东方红策略精选 A（001405）	每个交易日开放	每个交易日开放
东方红策略精选 C（001406）	每个交易日开放	每个交易日开放
东方红京东大数据（001564）	每个交易日开放	每个交易日开放
东方红优势精选（001712）	封闭期结束后每个交易日开放	封闭期结束后每个交易日开放
大集合（偏股型）		
东方红 4 号（910004）	每个交易日开放（暂停申购）	每个交易日开放
东方红 5 号（910005）	每个交易日开放（暂停申购）	每个交易日开放
东方红 6 号（910006）	每个交易日开放（暂停申购）	每个交易日开放
东方红 7 号（910007）	每个交易日开放	每个交易日开放
东方红 8 号（910009）	每个交易日开放	每个交易日开放
东方红－新睿 2 号（910010）	每个交易日开放	每个交易日开放
东方红－新睿 3 号（910011）	每个交易日开放	每个交易日开放
东方红－新睿 2 号二期（910017）	每个交易日开放	每个交易日开放
东方红领先趋势（910021）	每个交易日开放（暂停申购）	每个交易日开放
东方红稳健成长（910022）	每个交易日开放（暂停申购）	每个交易日开放
东方红－新睿 5 号（910026）	每个交易日开放	每个交易日开放
东方红 9 号（910024）	每个交易日开放（暂停申购）	每个交易日开放
东方红内需增长（910028）	每个交易日开放	每个交易日开放
大集合（偏债型）		
东方红－新睿 4 号（展期）优先级（910015）	退出：12 月 7 日 参与：12 月 8-9 日	优先级份额每六个月开放一次。优先级份额开放期分为参与开放期和退出开放期。优先级份额参与开放期为本集合计划成立后每满 6 个月的对应日的前两个工作日，优先级份额退出开放期为优先级份额参与开放期的前一个工作日。
东方红－新睿 4 号（展期）普通级（910016）	退出：12 月 4 日 参与：12 月 3 日	普通级份额每六个月开放一次。普通级份额开放期分为参与开放期和退出开放期。普通级份额参与开放期分为常规参与期和临时参与期。普通级份额常规参与期为优先级份额退出开放期的前面第二个工作日，普通级份额退出开放期为优先级份额退出开放期的前面一个工作日。

东方红稳健增值（910029）	每个交易日开放	每个交易日开放
大集合（FOF 型）		
东方红基金宝（916001）	每个交易日开放	每个交易日开放
小集合（偏股型）		
东方红－先锋 1 号（918002）	11 月 2 日（（暂停申购））、12 月 1 日（暂停申购）	每个自然月的首个工作日
东方红－先锋 2 号（展期）（918003）	11 月 2-3 日、12 月 1-2 日	每个自然月的前两个工作日
东方红－先锋 3 号（展期）（918004）	11 月 2 日、12 月 1 日	每个自然月的首个工作日
东方红－先锋 4 号（918006）	11 月 2 日、12 月 1 日	每个自然月的首个工作日
东方红－先锋 5 号（918007）	11 月 2 日、12 月 1 日	每个自然月的首个工作日
东方红－先锋 6 号（918008）	11 月 2 日、12 月 1 日	每个自然月的首个工作日
东方红－先锋 6 号 II 期（918010）	11 月 2 日、12 月 1 日	每个自然月的首个工作日
东方红－先锋 7 号（918011）	11 月 2 日、12 月 1 日	每个自然月的首个工作日
东方红明睿 1 号（918025）	2015 年 11 月 16-20 日	每年 2、5、8、11 月这四个月的 15 日开始开放，开放期为五个工作日，15 日为非工作日的，顺延至下一个工作日。
东方红明睿 2 号（918027）	每个交易日开放	每个交易日开放
东方红明睿 3 号（918030）	每个交易日开放（暂停申购）	每个交易日开放
东方红明睿 4 号（918031）	每个交易日开放	每个交易日开放
东方红明睿 5 号（918035）	每个交易日开放	每个交易日开放
东方红新公益（918036）	每个交易日开放	每个交易日开放
小集合（偏债型）		
东方红添利 2 号（918032）	每个交易日开放	每个交易日开放
东证资管－环球 1 号（S45075）	退出：2015 年 11 月 3 日 参与：2015 年 11 月 3 日 -6 日、9-10 日 "	常规开放期为集合计划成立后每年的 2 月、5 月、8 月和 11 月的第二个工作日，参与开放期为常规开放期结束后，接下来的五个工作日。
东方红添利 3 号（918034）	每个交易日开放	每个交易日开放
东方红添利 4 号（918037）	每个交易日开放	每个交易日开放
东方红添利 5 号（918039）	每个交易日开放	每个交易日开放
小集合（量化型）		
东方红－量化 1 号（918012）	每个交易日开放（暂停申购）	每个交易日开放
东方红－量化 2 号（918017）	每个交易日开放	每个交易日开放
东方红－量化 3 号（918026）	每个交易日开放	每个交易日开放
东方红－量化 4 号（918029）	每个交易日开放	每个交易日开放

东方红资产管理京东旗舰店正式上线 首期主打权益类产品

继多家基金公司触网后，券商资管也积极拥抱互联网。东方证券资产管理有限公司公告称，7月10日起公司在京东金融开通官方旗舰店的基金网上直销业务。届时，开立了网银在线钱包账户的个人投资者可通过东方红京东旗舰店办理该公司旗下部分开放式基金的交易、查询等各项业务。

据了解，东方红京东旗舰店首期主打权益类产品，分别是东方红新动力混合基金和东方红产业升级混合基金两款产品，供投资者办理相关业务。与此同时，东方证券资产管理有限公司与京东合作了大数据主动管理型产品——东方红京东大数据混合基金。

对此，业内人士表示，东方红资产管理本次与京东金融携手搭建网上直营店，在拓展公司直销业务渠道的基础上，更好地满足了投资者基金理财的需求，为投资人网上理财提供了更加便捷的方式和渠道。目前东方红资产管理已经开通了官方网站、

微信服务号等多种直销渠道，未来公司旗下将有更多的产品登陆京东直营店。

公开信息显示，截至目前包括东方红资产管理在内，已经有18家基金公司在京东金融开设了基金直销店。值得一提的是，东方红资产管理是首家在京东金融开通网上直销业务的券商资管公司。

据了解，东方红资产管理系业内首家取得公募基金管理业务资格的证券公司。该公司自发行业内首只券商基金以来，公募业绩一直稳居行业前列。Wind数据显示，截至2015年6月30日，该公司旗下共有10只公募基金，公募管理规模329.56亿元。其中，公司旗下成立满一年的两只公募基金——东方红新动力混合基金和东方红产业升级混合基金，近一年总回报率均超过100%，居同类89只公募基金中排名前15%。

东方红资产管理荣膺 “金牛券商集合资产管理人”等多项大奖

近期，东方证券资产管理有限公司凭借出色的综合资产管理能力连续摘得包括中国证券报、证券时报、中国基金报、21世纪经济报道等媒体评选的多项荣誉。其中，东方证券资产管理有限公司荣获年度“金牛券商集合资产管理人”、“2015最佳券商资产管理公司”称号；公司总经理陈光明先生、私募权益投资部总监张锋先生二度蝉联“权益类最佳投资主办”，公司旗下东方红增利3号也荣膺“2014年度金牛券商集合资管计划”称号。



8月1日，由中国证券报社主办的第三届金牛财富管理论坛暨2014年度金牛理财产品颁奖典礼在北京举行。东方证券资产管理有限公司凭借出色的综合资产管理能力荣膺“2014年度金牛券商集合资产管理人”称号，这也是连续第三年荣膺年度金牛券商集合资产管理人称号。同时，旗下东方红增利3号荣膺“2014年度金牛券商集合资管计划”称号。

8月1日，东方证券资产管理有限公司在第八届21世纪金贝奖评选中摘得了“2015最佳券商资产管理公司”大奖。

7月31日，在由证券时报、中国基金报主办的第二届“中国基金业英华奖”颁奖典礼上，陈光明总经理凭借着长期稳健优异的投资业绩荣膺“五年期权益类最佳投资主办”；与此同时，陈光明先生、公司私募权益投资部总监张锋先生同时荣膺“三年期权益类最佳投资主办”称号。这也是陈光明先生、张锋先生连续第二年蝉联上述荣誉。

据悉，上述三项评选均为业内高度认可的权威评选活动。评选由监管部门、专家学者共同组成专家评审委员会，在定量评价的基础上进行定性分析，最终形成评选结果，不仅表彰在当年业绩表现胜出的理财产品，而且更加注重考核优秀业绩的稳定性与持续性，甄选出能够创造优秀回报的资产管理人。



权益类基金绝对收益榜单出炉 东方红系列基金表现抢眼

今年以来，A股市场经历了大涨与大跌，一些绩优基金在今年前三季度表现出了良好的赚钱能力和较小回撤率，其中以东方证券资产管理有限公司为代表的券商系基金整体表现出色，交出了一份不俗的成绩单。海通证券日前发布的2015年基金公司绝对收益排行榜显示，东方红资产管理旗下基金以32.26%的平均净值增长率位列所有基金公司权益类基金绝对收益排行榜前三甲，这也是惟一家闯入榜单前十的券商系资管公司。

混合基金成为前三季最大赢家

单从基金产品类别来看，混合型基金成为了今年前三季的最大赢家。据银河证券研究中心统计数据，截至9月30日，偏股型基金、灵活配置型基金、股债平衡型基金今年以来平均净值增长率分别为14.16%、19.36%、14.73%。

其中，以主动投资管理能力见长的东方证券资产管理有限公司，旗下权益类基金业绩表现更为突出。东方红资产管理旗下成立一年以上的3只券商系基金均获得超过20%的收益率，其中，东方红新动力、东证睿丰和东方红产业升级，前三季度收益率分别为38.32%、26.80%、24.30%。

分析人士指出，券商系基金与传统公募基金相比，更加重视绝对收益，排名考核压力较小，而且管理模式更加灵活。比如，东方红产业升级混合就是我国第一只浮动费率的券商系基金，这样的管理模式将投资业绩与基金管理人的收入挂钩，能够对

基金管理人形成更好的激励，实现基金管理人与投资者利益的“共进退、同冷暖”。

较小回撤率成为绩优基金标签

实际上，今年前三季大盘大幅震荡虽然加大了投资的难度，但也让擅长控制回撤率的基金崭露头角。根据同花顺数据统计，东方红资产管理旗下产品整体表现稳健，今年以来旗下多数偏股类产品回撤比例远低于同类平均水平。

同花顺数据显示，从最大回撤率来看，2015年前三季度所有1032只偏股混合型基金的平均最大回撤率为28.58%，前三季度最大回撤率在40%以上的偏股基金多达409只。东方红资产管理旗下9只偏股混合基金（各类份额单独计算）的平均最大回撤率仅为5.06%，其中包括东方红新动力、东方红睿元和东方红领先精选在内的8只基金均低于同类平均最大回撤率。

据同花顺数据显示，自8月27日以来截至10月9日的触底反弹期间，东方红新动力、东方红产业升级和东证睿丰同期收益率分别高达7.47%、7.03%和9.46%，高于同期公募基金的平均回报率5.36%。分析人士表示，在市场宽幅震荡背景下，像这些呈现较小回撤率但反弹幅度却不低的基金产品，明显反映出基金管理人严格的风控能力和优秀的选股择时能力，后市值得投资者重点关注。

长期投资价值凸显 券商集合长跑健将显优势

今年前三季度，A股市场从年初的高歌猛进到年中的大幅调整，整个券商集合理财产品市场发行速度减缓，产品净值波动加大。不过，以东方红4号为代表的券商集合产品依然取得了良好的长期业绩，成为名副其实的长跑健将。

从产品发行上看，尽管前三季度市场震荡频繁，券商集合理财产品的发行数量仍然超过去年同期。Wind数据显示，截至今年9月30日，市场新发行券商集合理财产品1417只，平均每月成立的产品数量逾70只，4月份至6月份达到顶峰，新成立产品均超过200只。

从产品收益方面来看，受益于上半年牛市行情，主动型偏股券商集合理财产品在市场震荡的背景下仍取得了正收益。Wind数据显示，有数据可查的1179只权益类券商集合理财产品今年以来平均收益率为17.28%，而债券型产品平均收益相对较低，仅为5.18%。

从长期来看，268只券商集合理财产品最近三年平均收益为51.61%。且共有40只券商资资产管理计划收益率翻倍。其中，在近三年存续的198混合型集合理财产品的收益排名中，东方红资产管理旗下5只产品跻身前二十名，价值风格突出的东方红5号、东方红4号分别以166.31%、158.78%的收益率排名第三、第四，大幅跑赢上证指数。

以东方红5号集合资产管理计划为例，该产品成立于2010年2月5日，截至9月30日，累计单位净值为2.6075元，成立以来总回报为170.12%；近三年收益率排名中，东方红5号以166.31%的收益率居同期38只同类集合产品第一。与此同时，东方红4号截至2015年9月30日累计净值为3.9095元，自2009年4月21日成立以来总回报达326.57%，远超同期上证综指19.37%的涨幅；东方红4号最近三年的收益率达158.78%，

在同期存续37只同类集合产品中位居第二。

此外，值得一提的是该公司旗下FOF基金——东方红基金宝。截至9月30日，该产品累计净值达2.0420元，近三年总回报为123.72%，在同类37只平衡混合型基金中排名第四。有基金分析师认为该FOF基金收益远超行业均值，主要得益于其灵活的仓位配置。

业内人士表示，那些整体投研实力较强，风险控制体系相对完善，且在权益类或者固定收益类投资方面具有一定优势的投资管理机构，在本轮市场震荡的过程中显示出了良好的管理能力和风控能力，投资者不妨重点关注。



机构投资者时代来临

——全球杰出华人投资家访谈录之王国斌先生（五）

文 / 理森



王国斌先生，现任东方证券资产管理有限公司董事长。我与王国斌相识超过10年，当时的他，年纪轻轻便已经让年轻的东方证券资产管理业务崭露头角。

1998年，王国斌来到东方证券管理投资业务，这一管就是将近十五年。在经历了南方、万国、中经开等那个时代后，王国斌到东方伊始，就探索投资业务模式及理念的转型。他有理想，但不理想化投资；他最优先考虑，但次优选择；他重视投资过程甚于投资结果。他持续学习和反思，数十年坚守在同一家公司，成为经历早期券商“荒唐”投资时代后没被淘汰、且依然活跃在前线的行业“老将”之一。

有同行这样评述王国斌：“他是业内入行最早的一批老将之一，而且也是多年来历经券商行业冷暖、转型最早、一直坚守在前线、业绩最好、团队最稳定、行业威望最高的人之一”。

在受访者中，我与王国斌认识时间最长、距离最近，但因诸事缠身，多次相约，却总不得相见。终于在2012年元旦过后，我们坐到了他的办公室。俯瞰黄浦江和外滩，聊起低迷已久的股市，王国斌却说：“投资者应珍惜不确定的环境，寻找幸运又能干的价值企业；中国股市的天平，这么多年来首次、并已经正在向价值投资者倾斜。”

主持人：关于识别一些差的公司，规避投资骗局，我觉的你还是很有方法的，市场一转熊，造假的公司就爆出来了。

王国斌：这个过程并非中国独有，美国历史上也是这样，美国当年的掺水股票也是很严重的。投资者在那边买股票的时候，

公司这边还在不断地印股票，这就叫掺水股票。在学校读到过，早期美国有一个铁路股，你去买股票，我这边就不断地印。美国历史上很荒唐的地方也有很多，最近的有安然事件、世通等。

主持人：所以，作为投资者最好从常识角度考虑，可以避开这些骗人的公司。

王国斌：我刚才讲到两个因素，都应该是投资者的常识，但大家都忘了。第一个是复利这个概念很少人去想，因为复利是非直觉的，一名在10年内连续获得10%年回报率的投资者与一名连续9年获得20%年回报率却在第10年损失50%的投资者的财富，谁多？

很少人会愿意去认真计算它，其实是前者多。很多人追求短期的表现，长期很稳定的表现比较难，这就是极速跟稳健之间的关系，有人就喜欢极速。这个也属于个性，一开始就决定你愿意走哪条路。

考虑两种情景。问题一：你选了5只股票，每只投了100万。其中4只是好的投资，一年回报15%，但第5只跌了一半。另一组合是投了5只平淡无奇的股票，每只都只涨了5%。问题二：2008年你用100万开始投资，在2009年是100%的回报，但在2010年亏了30%；另一位投资者2008年底也投了100万，在2009年和2010年均获得20%的回报。谁跑赢了？

问题一中，前者收益是10万，后者则为25万；问题二中，前者收益为40万，后者则为44万。很多人希望每一圈都领先，但最重要的是，冲过终点时，你还在赛道上。



主持人：很多人不喜欢平凡的生活，喜欢刺激的生活。人人想快速致富。刚才你说的中国资本市场未来的挑战也是很大的，未来几年时间如果持续是这样一种模式，一个是卖方市场到买方市场，一个是企业的上市标准降低了，这样的话普通投资者受煎熬的时间还很长。

王国斌：普通投资者受煎熬的时间还会很长。投资管理行业竞争激烈，只有那些擅于此道的投资者参与这场游戏才是明智的，对于任何三心二意的参与者而言，进行积极的投资管理注定要失败。大到投资政策的制定，小到具体证券的选择，周密的分析都是投资活动获利的唯一基础。我不赞成彼得林奇说的那样，普通人也可以像专业人士那样去投资。

所以在这个过程中，资本市场要真正恢复到一个以机构投资者为主的时代。我认为券商在全国各个省市开这么多家营业部的这种方式慢慢就要改变了。

主持人：散户可能真的就要被消灭掉了，因为散户买的股票肯定都是炒得最高的股票。

王国斌：全民炒股时代真的要过去了，身边好多人都不敢碰股票了。以前是博弈的时代，反正股票供不应求，你买在那儿，即便套住了，只要能忍住，总有一天会解放掉的，现在谁会去当股市的解放军呢？

主持人：以前都是属于涨潮的时候，现在属于退潮了，那怎么办呢，这些人脱光裤子走了又好像有点不甘心。

王国斌：第一个是没有解放军了，第二个更重要的是很多企业也没有人接管，很多企业已经没落。企业好不了股价没法恢复，持有股份的那些股东一有机会就会逃离的，到最后交给散户。现在买公司必须要挑剔，要越来越谨慎。

主持人：除此之外一个企业分红的价值也是很重要。说到分红，在中国的金融环境中，你对银行股怎么看？

王国斌：都是一个阶段性的问题。只要利率不市场化，我认为短期内的问题和其他企业是一样的，最大的风险是没法有效地解决它的各个层面的委托代理问题，强制分红与否意义并不大。银行某种意义上可以当作消费品看，品牌、网络都极具护城河效应。而且银行是经济增长的推动者和获益者，我一直在打交道，很多银行的员工的素质都很高。

主持人：机构投资者一定强于个人投资者吗？

王国斌：机构和个人的划分是为方便而言。严格来讲，如耶鲁大学捐赠基金投资总监大卫·史文森（David Swensen）所说，投资中最重要的区别不是区分个人投资者和机构投资者，而是区分有能力进行高质量进行积极投资管理的投资者和无力为之的投资者。很少机构投资者有能力投入大量资源对投资组合进行积极管理并创造出风险调整后的超额收益，能做到这一点的个人投资者较之更少。

正如很多投资大家所阐述的，拥有一套核心哲学是长期交易成功的根本要素。没有核心哲学，你就无法在真正的困难时期坚守你的立场或交易计划。你必须彻底理解、坚决信奉并完全忠实于你的交易哲学。为了达到这样的精神状态，你必须要做大量的独立研究。一种交易哲学不可能从一个人的身上传递到另一个人的身上，你只能用自己的时间和心血去得到它。

在设计一个长期成功的投资策略时，有两个因素是至关重要的。首先，要明确“你的优势是什么？”，投资从很多角度来说和德州扑克一样，是个零和游戏，你所取得的高于市场指数的收益是来自于他人所犯的错误、疏忽或者反应过度，你的聪明才智超过了别人或者你的运气超过了别人。打麻将和德州扑克，

运气掌握在大局中，但技术可以改变运气。如何明确自己的优势，那就要分析自己具备哪些工具包：真正的长期资金，深厚的行业知识，从各种市场和证券资产类别灵活跨越以寻找机会的能力，较强的资源关系开发能力和人脉网络，有完整坚实的投资哲学。

第二个要素是：有能力考虑竞争格局以及市场参与者的行为。了解市场心理学与懂得市场运行机理同等重要。要建立足够的人脉网络。这并不是要求你完全依赖他们，一点也不，而是能够及时地感受一下市场情绪，能够看到市场的参与者们正在想些什么、做些什么，这些信息有可能是无价的。你的注意力和技能在哪里最适用，这取决于其他人的关注点在哪里。田忌赛马，逆向思维是竞争优势最有效的措施之一。价值投资者获得优异业绩的唯一办法是定期地远离大众，但很少有人愿意或者能够做到。



本文摘自《投资之道——全球杰出华人投资者访谈录》（中信出版社2012年8月第1版）。该书由资深投资人理森撰写，历时5年，走访两岸三地，深入华尔街，深度探访12位海内外专业投资圈中口口相传、业绩成就早就获得公认的杰出投资家。该书谢绝任何性质的赞助，旨在通过专业投资者访谈杰出投资者，诠释投资之道，让有心人体会到是什么造就了杰出，感悟投资真谛。



资本市场须由 “融资市”转向“投资市”



编者按

本文为东方证券资产管理有限公司总经理陈光明先生发言整理。

中国金融研究院（CAFR）、上海高级金融学院（SAIF）、深圳证券交易所综合研究所联合主办的“2015 金融智库与实务国际交流会”日前在深圳成功举行。

多位来自全球顶级院校的智库学者，以及几十位来自一行三会、各大交易所、银行、券商、保险、信托、期货、基金、资管、创投、企业界等机构的负责人、经济学家、研究院负责人齐聚一堂，聚焦国内外金融市场的最新热点和前沿趋势，围绕重大金融课题展开深入交流和剖析，以全球智慧有效对接中国金融创新实践。会议现场氛围热烈，研讨成效显著。

在本次会议上，东方证券资产管理有限公司总经理陈光明先生结合多年从事一线投资的经验体会出发，分析了中国资本市场为何牛短熊长的根本原因，并旗帜鲜明地指出：中国资本市场要想长期健康发展，必须要逐渐从“重融资”转向“重回报”，从“融资市”转向“投资市”，让投资者能够从中分享到上市公司的价值创造。

资本市场为何牛短熊长？

中国资本市场是一个重融资的市场，更加偏向于为企业融资，投资者处于相对弱势地位。

从统计数据看，2005 年至 2015 年 6 月底，沪深两市融资总额 5472 万亿元，除债券、可转债发行 4881 万亿元外，IPO、定向增发、公开增发、配股融资总额 596 万亿元，累计分红总额 451 万亿元，2009 年至今累计回购仅 128.94 亿元。如按照“IPO+增发-分红-回购-融资净额”简单计算，期间净融资额达 1.45 万亿元，还未包括分红总额大部分又返回至主要股东。

导致这一现象的一个主要原因是股权投资文化尚未真正形成，市场、制度安排及参与各方没有将股东回报放在更重要的位置。上市公司分红比例整体偏低，回购少之又少，主要股东减持则



是常态，统计显示，2005 年至 2015 年 6 月底主要股东减持总额 12739 亿元，增持仅 1471 亿元。

整体看，上市公司通过资本市场融得的资金总额远大于通过分红、回购等方式回馈给投资者的收益；而投资者正好相反，投入给资本市场的资金额远大于从资本市场获取的收益，这还未考虑印花税、佣金、过户费等交易费用。

事实上，较高的交易费用是市场成为负和游戏的关键因素之一。统计显示，2005 年至 2015 年 5 月印花税约 7289 亿元，2006 年至 2014 年交易佣金约 8900 亿元。以 2007 年为例，当年股票成交总额为 45.41 万亿元，印花税和交易佣金分别为 2062.01 亿元、1739.34 亿元，而当年上市公司分红金额仅为 2823.98 万亿元，交易费用甚至超过了分红总额。从这个角度而言，改善

投资者结构，减少不必要的交易是维持市场正和游戏的关键因素之一。

回顾过去十多年，中国 GDP 保持较高速度增长，但 A 股市场却一直处于牛短熊长状态，背后正是因为长期对股东回报的不重视，导致整个市场难以追求长期回报，轻分红、重融资、高换手率、大幅波动等特征明显，在负和游戏中，长期看散户必然赚少赔多。

中国资本市场的长期健康发展必须改变这一局面，要逐渐从“重融资”转向“重回报”，从“融资市”转向“投资市”，成为一个可投资的市场，让投资者能够从中分享到上市公司的价值创造。



中国资本市场的长期健康发展必须改变这一局面，要逐渐从“重融资”转向“重回报”，从“融资市”转向“投资市”，成为一个可投资的市场，让投资者能够从中分享到上市公司的价值创造。



如何提升投资价值？

股权投资文化是实现资本市场财富保值增值的基础。我们希望通过制度、政策措施的不断健全完善，上市公司、投资者等市场参与各方的共同努力，让整个资本市场逐步变成可投资的市场。

上市公司能够真正站到股东角度，踏实把业绩做上去，通过提高分红比例、回购等方式把利润回馈给股东，不要低效再投资损毁公司的价值，让投资者切实分享上市公司创造的价值。

政府在大力发展机构投资者的同时，还应积极促进其参与上市公司治理、提升投资者回报水平，从而让投资者能够获得稳定的投资回报，而不只是通过波段操作来赚取资本利得。机构投资者本身也应该积极股东行为，在强化上市公司治理、推动上市公司提高回报方面发挥积极作用。

此外，股权投资文化建设应该放在更重要的位置。健康的股权投资文化应该包括尊重股东的文化，鼓励投资人、鼓励投资股权的文化，保护中小投资人的文化以及理性投资、专业投资、价值投资的文化。

作为资产管理人，我们一直希望通过低价买入优秀公司，长期持有，分享优秀公司成长收益，从市场中获取长期、稳定、可持续的收益。

近年来，监管部门出台多项规定，如持续鼓励上市公司现金分红等，体现出对股东回报的重视。总体而言，我们希望通过市场参与各方的共同努力，让整个资本市场逐步由“负和游戏”转向“正和游戏”，投资者能分享到上市公司的价值创造，证券市场能更好地发挥资产配置功能。



价值投资浅见

文 / 中国基金报 赵婷

卢梭说过，成功的秘诀在于永不改变既定目的。价值投资亦是如此。从格雷厄姆到巴菲特，从彼得·林奇到马丁·惠特曼，投资大佬们无一不是明确投资目标，追求绝对收益，才能真正挖掘估值洼地中的“黄金股”，把握长期价值投资的规律和方法。

在张锋看来，价值投资的方法也许不会让你做到最好，但是一定能够大大提高成功概率。

张锋，现任东方证券资产管理有限公司执行董事、私募权益投资部总监、资深投资经理，拥有16年

证券从业经验，先后担任东方红7号、东方红8号等多只产品投资主办人。Wind 数据显示，截至2015年8月12日，上述两只产品自成立以来总回报均超过110%。

作为历经资本市场沉浮十多年的老将，张锋始终坚持价值投资理念，强调获取长期投资回报。总结过往的实践经验，张锋认为运用价值投资的基本方法，能够为持有人赚到实实在在的收益，并较好地控制净值回撤，有利于持有人整体获得正回报。





张锋，东方证券资产管理有限公司执行董事、
私募权益投资部总监、资深投资经理



在张锋看来，价值投资的方法也许不会让你做到最好，但是一定能够大大提高成功概率。



精选优质公司

在张锋看来，精选公司是进行价值投资的第一步。

投资人应该尽可能与优秀的、能够为投资人长期赚取回报的上市企业为伍。这类企业无一例外地拥有强大的竞争优势，能够在面临激烈的市场竞争和行业剧变时保护自己的超额利润，获得超出社会平均水平的利润率，并且积极地回报股东。

相比快速增长的热门行业，张锋更加看重拥有强大竞争优势的公司。毕竟，行业兴衰无定，而最后为投资人带来利润或亏损的是一个具体的公司。如果投资者把投资建立在对行业兴旺的预期上，则有可能在行业兴旺期以较高的估值买入并不具备竞争优势的二流企业，其结果基本上可想而知。至于强大公司的竞争优势来源，其实在经典教科书中早已被先贤们归纳总结出来了，无非就是差异化、低成本、高壁垒、高粘性等等方面。竞争优势也并非一成不变的，有一个建立、加深和消解的过程，也有昙花一现和强大持久的区别。投资人要做的就是严守纪律，把握原则，通过大量繁琐的日常研究工作，不断积累和提升对上市公司的认识理解，并对公司的变化做出准确的识别或者解读，这需要时间和经验的积累。

与这类公司为伍有一个最大的好处，就是时间会成为投资人的朋友。因为这些公司能够在一个较长的时期内创造超出社会平均水平或行业平均水平的利润和现金，并通过分红、回购等等方式来积极地回报股东。哪怕短期内你买的稍微贵了一点，也有机会通过时间来消化买入时的较高估值，最后赚取收益。精选公司并不是说行业不重要，而是如果投资人能够结合行业的兴衰来做判断的话，则有可能做得更好。

谨慎估值和选公司同样重要

选出公司只是完成了买入环节的一半，另一半就是谨慎估值。而且，对估值的纪律要求是越严格越好。

其实股价无非就是某项财务指标乘以某种估值倍数，财务的增长可以被估值的下降所抵消。因此哪怕公司但业绩是增长的，股价也照样存在着下跌的可能性。市盈率从 40 倍下降到 20 倍，就足以抵消掉利润的翻番增长了。况且，市盈率的下降通常和利润增长减速甚至逆转是同时发生的，在 A 股市场上这样的例子早已不胜枚举。这就是谨慎估值的重要性所在。

A 股市场的主流估值思想是 PEG，也就是利润增速越高、给的市盈率也越高。从数学上讲，PEG 方法是正确的，因为利润高速增长会快速降低未来的市盈率水平。但在现实经济环境中，经统计发现，能够长期保持超出平均增长率水平的上市公司其实是寥若晨星，绝大多数所谓的成长型企业在经历了短期的高速增长后就会出现增速下降或者长期徘徊。其实这种现象并非 A 股独有，全世界都如此，原因就在于企业快速增长的来源往往是行业需求的爆发，这无疑会吸引激烈的市场竞争，而绝大部分企业缺乏竞争优势的保护。

企业在不同发展阶段要取得同样的增长率，需要投入的资源 and 面临的 risk 是完全不同的，这就是 PEG 估值方法的重大缺陷。简单化地处理“G”，或者天真地相信“G”可以无额外成本地持续下去，就有可能带来重大的投资风险。在实践操作上，给企业估值时应该对已经发生了的高增长保持充分的警惕，避免误用 PEG 方法。

用现金流贴现的估值方法当然是最准确的，但是在实践中，贴现率是无法准确地确认的。公司与行业情况千差万别，宏观变量也会影响贴现率的变化，所以在确定贴现率的时候必须要考



虑多种因素。但是确定贴现率的思想和其他估值方法应该是一致的。通过自下而上地研究每一个公司，才能确定风险和贴现率，从而尽量接近于准确定价。尽管准确定价是不可能做到的。

接下来就是买入和卖出的工作了。张锋坦言，做价值投资经常必须忍受长时间股价不涨甚至在短期内下跌，一买就涨属于好运气。因为如果每次买入都能快速上涨的话，说明市场上运用类似方法的投资人很多，反过来说你也很难挖掘到价值投资的标的，这是一个悖论。短期无效和长期有效是对立统一的。这时候投资人需要反复思考检讨买入的推理是否存在重大缺陷，如果确信没有重大缺陷的话，那么唯一需要的就是定力和耐心。适度地远离市场是必要的，少去攀比，多点平常心，抱着绝对收益的心态去坚守，往往结果会有出乎意料的惊喜。

“幸运的是，多年的实践下来，我们发现做价值投资需要忍受的时间也很少超过半年，A 股市场对价值投资者的奖赏并不吝啬。”张锋表示，“价格终将反映价值”绝非一句空话，更重要的是，运用价值投资的方法于实践当中，尤其是以组合的方式进行投资，更加有助于控制风险和回撤。张锋认为判断市场是很困难的，而把投资建立在对大盘指数的预判上则是很危险的，面对不可知的市场波动，惟有坚实的企业基本面和谨慎的估值能够坚定持股信心，最终获得收益。



幸运的是，多年的实践下来，我们发现做价值投资需要忍受的时间也很少超过半年，A 股市场对价值投资者的奖赏并不吝啬。



承认认知缺陷，避免过度自信

过度自信是人类的自然天性，人们倾向于对各种活动获得成功的判断要高于客观概率，这可以解释为什么赌场总是不缺少客户。但是过度自信在投资上会带来严重后果。多数人是陷于过度自信而不自知的，但作为投资人必须意识到每个人都存在认知缺陷，对影响股票涨跌的因素的认识是不完整的，总有一些超出预料的事情会打乱原来的预想。

过度自信的现象在股市上随处可见。比如频繁的短线交易，高换手率。没有人能保证大部分的交易决策都是正确的，况且还有高额的交易费用和冲击成本，这些都是对收益的损耗。

又比如频繁地超越能力圈做出投资决策，在自己不熟悉的领域轻率出手。又或者基于一些宏大而难于把握的因素做出决策，比如经常把仓位决策建立在对大盘指数或宏观经济的判断上。这些投资行为都会降低成功概率。

主题投资盛行又是一种过度自信的表现。这类股票从长期来看很少能为投资人整体带来正收益，打开 K 线图一望而知。扣除交易费用之后，投资者在这些股票上玩的只是一个负和游戏。但照样有那么多人乐此不疲，因为他们相信自己一定是那个赢家。但是实际上只有极少数人能够长期在主题投资上赚钱。

最为致命的一种过度自信是投资人普遍会高估自己控制风险的能力。有一个心理学实验，大意是在餐厅里故意拉响火灾警报来测试人们的反应，结果只有极少数人会快速离开。测试中一小部分客人会跑到门口张望，而大多数人只是面面相觑，然后不一会儿又开始正常进餐。在 9·11 事件发生时，上述心理学实验变成了现实。这个例子与历次股市泡沫破裂时的状况何其相似！如果投资人把决策建立在大势研判上，那么事实是每次只有极少数人能够逃顶。

过度自信是投资者必须努力戒除的心理顽疾，要承认我们对投资世界的认知是存在缺陷而且完全无法弥补的。唯一的解决办法就是寻求保护——基本面的保护和估值的保护。要么以合理或便宜的价格买入拥有强大竞争优势的公司，要么去坏到不能再坏的行业里寻找未来的新星，这样的成功率会远大于追逐热门行业和热门股票。

所以价值投资者总是在被市场冷落的地方寻找投资机会，并竭力避免买入高估值的股票。价值投资和逆向思维是同样的逻辑，当运用价值投资的方法，自然而然地就会逆向思考，远离喧嚣，回避热门。当组合里的股票成为热门股时，价值投资者更多考虑的是理性估值和乘机卖出。

张锋表示，A 股市场绝不缺乏价值投资的丰沃土壤。当大多数市场参与者把目光集中在成长股投资上时，很容易以很便宜的价格买到优质的公司。被冷落的低估值的股票是一目了然的，但需要识别真正的价值股和价值陷阱。执拗于价值陷阱之中，何尝不是另一种过度自信呢？所以要保持敬畏心，多一些自我质疑，可以经常进行一些思维训练。“价值投资也许不会让你做到最好，但是一定会大大提高你的成功概率”。



如何进行长期投资

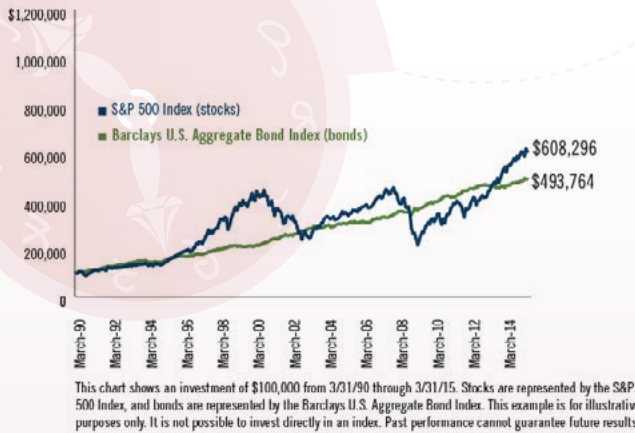
编译 / 《东方红 悦读》编辑部

历史提供了一个建立和维持适合你财务目标的资产配置的经验。

在过去的六年中美国股市大幅上涨。这让一些投资者担心市场究竟可以保持这种升势多长时间。为了使市场更具有挑战性，波动率有所增加。从 2015 年 1 月开始，标准普尔 500 指数已经公布了在三分之一的交易日中收益或损失超 1% 以上的情况。同时，美联储上调短期利率的可能性对许多债券投资者提出了挑战。“对投资者来说，阻挡现阶段股市噪音并关注自身长期投资策略和财务目标比以往任何时候都更加重要，” T. Rowe Price 高级理财规划师 Stuart Ritter 说。

着眼于长期

影响股票价格波动的短期因素很难确定。事实上，在过去的 25 年中标准普尔 500 指数已经下跌五分之一即 20%。然而，从长远来看，股票投资为个人投资者提供了一种分享世界经济增长的方式。试想一下，假如在这 25 年中，你投资 10 万美元在巴克莱美国综合债券指数与标普 500 指数相关的市场中。如果资产被投资于全债券投资组合，资产价值将接近 50 万美元；如果投资于全股票投资组合，账户将价值约 60 万美元，大大超过所有债券投资组合所获的收益（参见追踪 10 万美元增长图）。



让历史做你的向导

为了更好地了解股票在更长时间周期中的表现，就必须要考虑个股的历史业绩。过去的表现不能保证未来的结果；但是，如果我们研究从 1926 年初到 2014 年 12 月 31 日标普 500 指数的变化，能够发现：

自 1926 年以来，股市已经出现 79 次以 10 年为一个时间单位的周期轮动。

自 1926 年以来，股市每 15 年产生正回报。

自 1926 年至 2014 年底，在 59 个以 30 年为时间单位的周期中，股市最弱的表现是仅获得了 8.5% 的年回报率。

这些历史回报显示，个股表现出了韧性和长期的增长潜力。尽管如此，也有一些持有债券的重要原因。

如果你有短期或者中期目标，你能够通过投资这种配置债券来解决近期股市损失的风险。债券通常比现金有更大的回报潜力，比股票更加稳定，这对投资者接近长期财务目标是十分重要的。债券市场的下跌在过去的 89 个一年期周期中，只有 9 个周期。同时，自 1926 年以来在每一个 3 年周期或更长的时间内，该市场产生收益。



继续进行储蓄和投资，保持投资组合，是非常适合你的时间范围的。这些变量可以控制，它们也最有可能确定你的投资目标是否成功。



构建你的投资组合

你的配置应该反映你的投资时间跨度、剩余时间（直到你开始撤回资金时所需要花费的时间）以及你的风险承受能力。适当的分配投资组合可以帮助你最大化增长潜力，规避在时间跨度中不恰当的市场风险水平。一般来说，时间越长，你越应该持有股票、基金或者其他成长型投资产品。一个投资者可以等待 15 年或者更长的时间才开始他 / 她的投资生涯，这种投资人可能会考虑通过买入一个以股票为主的投资组合来追求成长收益。另一方面，一个投资者计划在 10 年内展开投资，可能会考虑一个股票占 60%、债券占 30%，短期投资（比如现金或者货币市场投资）占 10% 的投资组合。

一旦你选择了一个旨在平衡增长潜力和市场风险的适当的资产配置，那么你可以采取一些措施辅助管理企业和部门的风险。经营风险是指一个特定的公司会遇到的困难，从而导致股票价格下跌的可能性。行业风险是机会，利空因素可能会影响到金融市场的特定行业或领域。

业务和行业风险可以采取多种形式。政治、经济、甚至天气都可以对个别公司的日常表现或者整个部门（例如，近期油价下滑已经对能源相关股产生重大影响）产生影响。你能在不放

布局真正成长 坚持二线蓝筹

文 / 东方红资产管理基金经理兼策略师 刚登峰

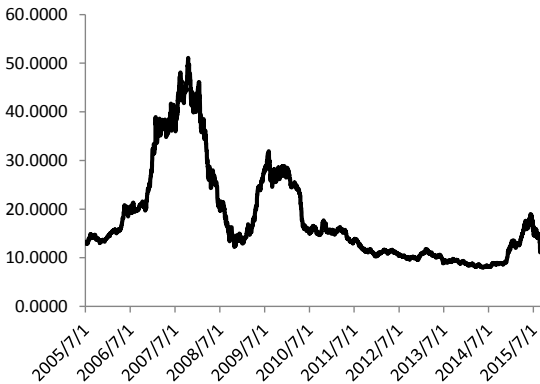
三季度行情回顾

三季度整个市场基本企稳，有必要在这个时点对这轮去年下半年以来的行情进行梳理与总结，在这个基础上才能对未来的行情做出判断。

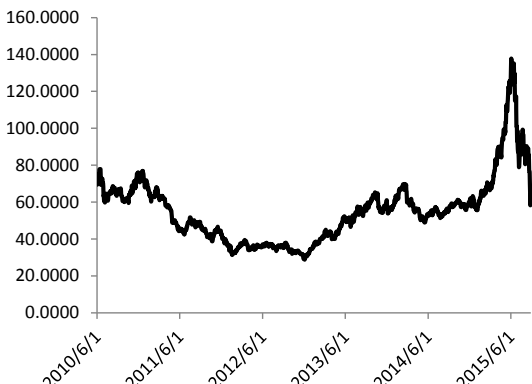
前期上涨逻辑

从估值方面来看，去年下半年行情启动时，沪深 300 指数处于历史最低位，而创业板指为代表的中小股票在经过 13 年大涨后估值不算便宜但处于本身运行区间的中等水平。总体较低的估值是行情启动的估值基础。

沪深 300
000300.SH



创业板指
399006.sz



十年期国债收益率

美国	2.40
日本	0.51
英国	2.18
法国	1.31
德国	0.96
中国	3.57

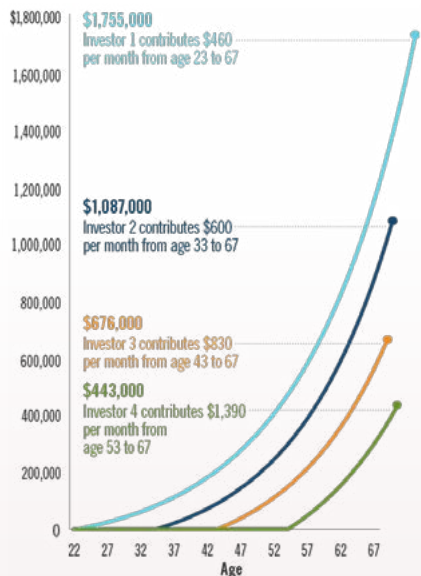
从宏观经济环境与货币政策环境来看：首先，无风险利率本轮周期处于下降通道当中。其次，从中国目前的人口结构来看，整体储蓄率较高导致资金供给面充裕，而经济转型期间资金需求较弱，也支持利率的进一步下行。再者，从市场化改革的方向来看，也是打破刚兑有利于无风险收益率的下行。无风险收益率的下行是行情驱动的动力与货币政策背景。

弃潜在丰厚回报的前提下减少上述风险，不仅在不同市场间分散你的投资，而且在众多行业的股票中保持多样化。这样，你的整体回报不会严重依赖任何一只单独的股票，行业或者部门。“在股票市场中，你要配置多元化的国内和国外股票，”Stuart Ritter 说。“你也可以多元化配置国内和国外债券投资，同时配置不同的信用质量和期限的债券。”然而，多元化并不能保证盈利或防止下跌市场中出现的损失（详情见下文多元化具体内容）。

时间：投资者的最大资源
即使是少量的投资，也可以随着时间的推移显著增长。

四个人在不同的年龄段开始投资，在职业生涯中，他们每个人都在各自的延税账户中放置 250,000 美金。随着时间的推移，更大的复合潜力显现，投资者 1 只需要拿出投资者 4 每个月三分之一的金额，就能在 67 岁时节约 4 倍的投资金额。

假设延税账户每年有 7% 的收益。本图仅供参考，并不代表任何特点的安全性能。



无论你是开发你的第一个投资计划或者审视现有的一个计划，都应该避免市场在时间节点上的诱惑。历史表明，试图接受时间的诱惑可能会破坏一个原本稳健的投资策略。研究 Dalbar 公司可以发现，股票型基金的平均回报率一直落后于市场平均收益率，主要原因是投资者在错误的时间进入和退出市场。很难去把握市场的实际，Stuart Ritter 说，因为市场的行为太复杂，任何人都无法预测。“投资者可能会在没有任何计划的情况下退出市场，但此时恰恰是入市的好时机。”

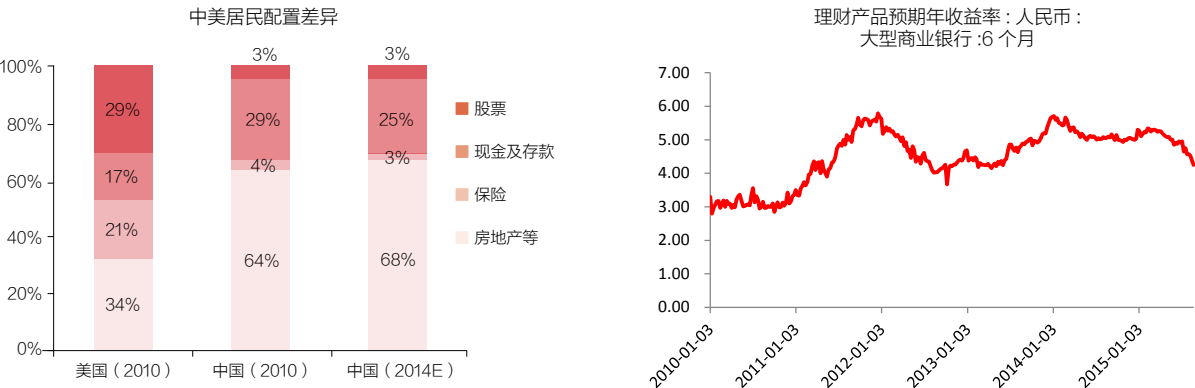
市场反弹也会迅速发生。从过去 15 个熊市（跌幅大约在 20% 以上）的反弹情况来看，标普 500 指数在不到两个月的时间内收回了将近三分之一的损失。如果你选择在下跌中出售股票，你可能会出过潜在的一波强大浪潮。此外，如果你退出市场，恰好错过市场最好的实际，你可能也会错过完全复苏。例如，持续投资标普 500 指数至 2014 年 12 月 31 日，在这 10 年间，将会有 11.38% 的年回报率。但是，投资者错过了市场表现最糟糕的十天进入，那么或许只有 5.91% 的年回报率。

坚持计划

一些投资者质疑股票和债券是否有弹性，因为他们还在过去的几十年中国。假设市场已经从根本上改变，更具有趋同性，投资者在历史大幅波动和经济衰退时期做出投资决策，那么在各种情况中，市场将保持总体上升的趋势。“管理你的投资时，超越一时的波动而将重点放在坚持策略上，”Stuart Ritter 说。“继续进行储蓄和投资，保持投资组合，是非常适合你的时间范围的。这些变量可以控制，它们也最有可能确定你的投资目标是否成功。”

（摘自美国 T.Rowe Price 企业内刊）

从居民财富向权益市场转移的趋势来看，与国际市场相比，我国居民财富的配置呈现房地产比例过高以及股票资产占比过低的特征。而从人口结构与房地产市场本身的运行规律来看，房产的投资预期收益显然经过了最黄金的时期。此外，货币宽松环境下泛债权收益率的竞争力变弱。



从政策面来看，全面的改革是驱动市场风险偏好提升的最重要的社会与政治背景。在社会转型期间，提升了市场对于中国未来发展的信心。

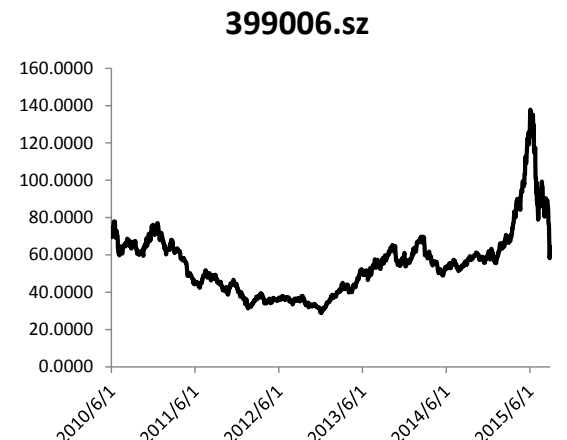
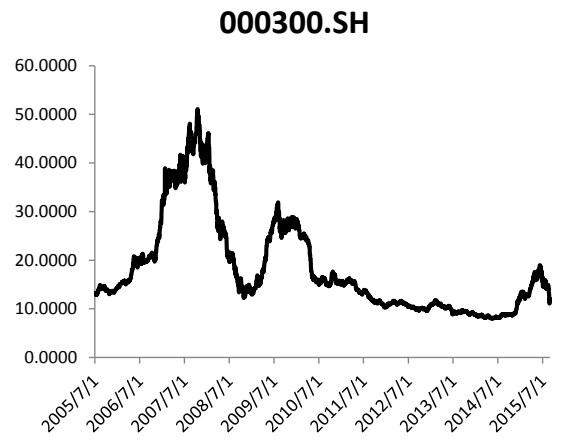
全面深化改革	
行政改革	简政放权，行政审批制度改革
	负面清单，权力清单
	放开价格管制
	政府购买公共服务
财税改革	预算法，硬化预算约束
	中央地方转移支付
	债务约束，允许地方发债
	地方新税种（房地产税等）
金融改革	金融市场化：利率汇率市场化、资本账户开放、人民币国际化
	金融创新：民营银行、存款保险等
	金融监管：影子银行、股票发行注册制等
土地与户籍改革	城市存量土地优化、三旧改造
	农地流转与规模化经营
	集体建设用地入市
	放开二三线城市户籍
国企改革	推进混合所有制，垄断行业对民资开放
	竞争性行业引入战略投资者或股权激励
	加快资产证券化
	上海、广东试点先行

开放社会	
对内：重新划定政府与市场的边界	放开价格管制
	垄断行业对民资放开
	负面清单管理
对外：参与构建新贸易结构	自贸谈判：中韩、中日韩自贸区等
	上海自贸区建设、其他实验区跟进
	海上丝绸之路经济带

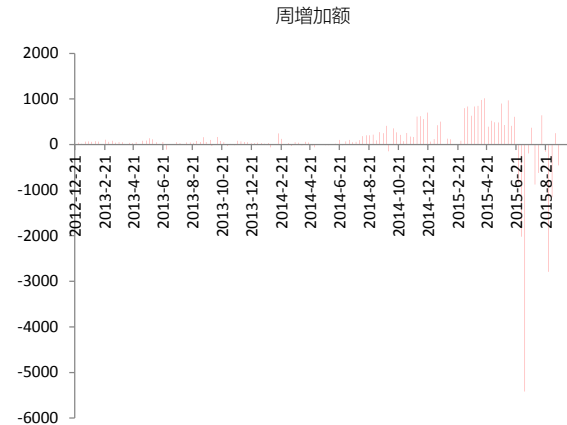
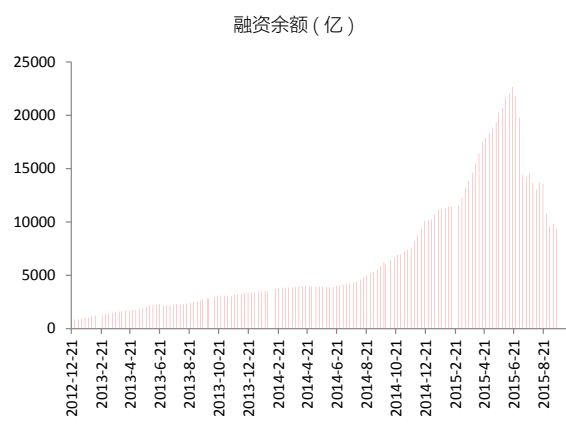
安全中国	
环境安全	前端：能源结构优化、节能减排和产业升级
	中端：循环经济、废物再利用
	后端：污染治理
食品安全	食品安全检测体系
	冷链物流运输体系
	食品安全可溯源制度
信息安全	信息基础设施建设与保护
	互联网信息内容管理与个人信息安全
国防安全	军队建设与社会安防建设
	军工资产证券化与军民融合

近期下跌逻辑

沪深 300 在 6 月中旬估值接近 20 倍，虽然此等水平并不算离谱，但是仍然处于近几年来相对较高位置；一度疯狂的创业板指估值更是达到历史性的 140 倍左右。高企的估值是本轮调整的估值背景。



同时，高杠杆资金入市也给市场下跌带来了较大风险。从可以观测的两融数据来看，在 6 月中旬融资余额达到了惊人的 23000 亿，在一年内增加了 19000 亿；从更高杠杆的场外配资来看，虽然具体数据无从统计，但规模也与场内融资规模相当，而且游离在监管之外，杠杆比例更高。杠杆如此高的背景下，稍大的行情扰动导致了杠杆的连环引爆。从而导致本轮调整非常惨烈。





在市场出现剧烈调整之后，市场有很多负面的解读，而经历过大幅调整之后我们并没有市场那般悲观，下面将市场比较担心的问题给出我们的解读。

从杠杆到泡沫

市场在短时间内的剧烈调整，基本将配资杠杆消灭干净，而且证监会也开始严厉打击场外非法配资；场内的两融资金也从23000亿的峰值水平下降到了10000亿左右的水平。去杠杆过程接近尾声。但市场开始担心快速去杠杆导致的迅速下跌引发对于股票高估值的去泡沫化过程，如果按照极端的估值测算估值进一步下跌的空间还不小。

我们认为，以创业板为代表的部分股票估值依然相对比较高，但是经过大幅下跌之后以沪深300为代表的一批蓝筹公司的估值再次回到相对较低的水平。部分估值较低的公司从分红收益与本身竞争力的角度来看，都具有了一定的投资价值，这部分股票开始带领市场有望逐步企稳。

汇率的波动

人民币汇率贬值引发市场担忧人民币币值不稳定，从而引发资本外逃、资产价格暴跌以及经济的重创，出现97年东南亚金融危机类似的影响。但是97年泰国金融危机是典型的小国危机，危机爆发的传导顺序是出口恶化、增长回落、外债上升→股市下跌→国债收益率倒挂→汇率贬值→房价下跌→金融危机全面爆发。而中国作为大国经济，无论是经济对外依存度，还是外汇储备与外债的情况，都远好于其他小国。

我们认为，中国短期的人民币贬值主要是相对于其他新兴国家汇率一年内出现了大幅的升值，主观上调整汇率。人民币短期

不会持续贬值，中长期汇率平衡取决于劳动生产率的提升，也即取决于中国经济的转型升级，对此我们很有信心。

短期看，我们有能力应对汇率波动。相对外汇储备而言，我国外债总额有限，大规模资本外逃风险很小，从而人民币汇率持续贬值风险很小。截至2015年3月末，我国全口径外债余额为16732亿美元，其中本币外债余额占48.1%，接近一半。同时，根据世行发布数据，2010年中等收入国家的平均债务率、负债率、偿债率、外汇储备与短期外债的比例分别为69%、21%、10%和137%，而我国2014年数据分别为35%、8.6%、1.9%和562%，远好于其他国家。因此我国外债可持续水平高，汇率持续贬值风险不大。

中长期看，我国是制造业大国，产业链齐备健全，且正在转型升级过程中（例如纺织、家电、机电设备、汽车、高铁等相关产业），具备持续创造外汇收入的能力。即使是2005年以来

的人民币升值周期中，中国的出口占全世界比例也持续上升（达到12%以上），出口竞争力并未由于人民币升值而下降。人民币一定幅度的贬值可能会进一步增强出口竞争力。

市场风险偏好性永久性下降

市场在短时间内的剧烈调整后市场信心遭受极大挫折，风险偏好者在很长一段时间内下降到很低的水平而且短期内难以提升。

但是，我们认为，新一届政府对于资本市场的定位达到前所未有的高度，资本市场在经济转型升级的过程中将被寄予很高的期望。同时，本届政府曾多次及时果断地维护股市稳定，而历史上政府极少出现在二级市场真金白银大规模救市的情况。政府对于搞活证券市场决心很大。无风险收益率的继续下降与居民财富往权益市场倾斜的大趋势都还在发挥作用。市场需要恢复的是信心。



总体结论

经过大幅下跌以后以沪深300为代表部分股票的估值水平回落到合理甚至偏低的区间，对于市场没有必要过于悲观。

无风险收益率的下降、居民财富向股票市场的倾斜的大趋势没有变化；新政府对于资本市场的支持与较高的定位有利于市场风险偏好的重新上升。对于中国资本市场的前景有信心。

通过我们多年实践，我们对于坚持选择具有竞争力的商业模式、拥有优秀管理层的公司，在合理估值买入的主流投资理念充满信心。

后市看好的方向

我们认为以下几个方向将会越来越受到市场的认可：新能源汽车、具有创新能力的制药企业、具有全球竞争力开始走向跨国企业的高端制造业、承接海外高端制造国产化的制造龙头，以及着眼国内消费的消费业龙头等。

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。

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

2015 年三季度整体行情跌幅较大，区间内各主力指数（上证指数、深证成指、创业板指数）的跌幅均接近 30%，其中上证指数下跌 29%，上证 50 下跌约 25%，创业板指数下跌 27.14%。创业板自九月初见底之后反弹超过 20%，而沪深 300 反弹仅有 13%，市场的弹性仍然来自中小创股票。

三季度各项经济指标继续下滑，经济下行压力仍然较大。预计本季度的 GDP 增长将比上半年再下一个台阶，上市公司业绩也将大概率低于预期。旧的经济增长模式已经越来越难以为继，需求不足和产能过剩导致各行各业 ROE 持续下降，而新的增长动力对宏观整体的拉动作用仍然太过有限。

从政策上看，三季度资本市场出现了很多行政金融政策，证金出手救市、多次调整股权期货交易条款、场外配资退出、场内配资的逐步清理等等，然而在股市自身去杠杆的负反馈效应下，在政策频繁变化不明朗的预期下，行情演绎也是极具戏剧化，千股停牌、千股跌停、千股涨停，投资者的情绪将市场的波动不断放大。

不过，在三季度中的整体业绩表现中，我们之前基于公司基本面、估值、分红等要素选择的价值投资标的都获得较好的相对收益。伴随着大盘的成交量持续的萎缩，去杠杆的过程可能已经过了一大半了，上证指数的下跌幅度将较为有限，投资价值也开始逐渐显现，可能已经进入了个股投资的较好阶段。

我们预计将有反弹行情。目前市场利率水平持续下降，对股票上涨形成制约的因素一是羸弱的企业基本面，二是风险偏好较低。我们看好加快国企改革进度来提升风险偏好，如果能够找到业绩持续增长的个股，则可以积极投资。



JIANG HE ZE

姜荷泽

先生

经过7月和8月疾风暴雨的去杠杆后，市场在9月企稳并展开温和的反弹。经济持续下行，流动性持续宽松是我们一直面对并将在较长一段时间内需要面对的宏观背景。

我们倾向于认为，在杠杆比率下降后，市场的波动会下降；虽然经济转型的道路很艰难，但是我们对政府推进市场化改革的共识和决心持谨慎乐观的态度，这将推动市场的风险偏好复苏。

整体而言，我们认为市场进入重建阶段，存在结构性的投资机会。投资方向上，虽然宏观经济整体失速，但是以互联网为代表的现在服务业，环保，高端制造业却是蓬勃发展，这为股票市场的结构性行情提供了经济基础。我们的策略将重点关注这些行业中估值合理，有核心竞争力的优秀公司。



YANG DA ZHI

杨达治

先生

三季度A股经历了前所未有的震荡，市场情绪波动巨大，数个交易日出现了千股涨停或跌停的情况，八月下旬，A股经历了一波急速下跌，指数再创新低，市场的悲观情绪蔓延，风险偏好进一步降低。

展望未来，国内的宏观经济情况依然不容乐观，短期看不到企稳的迹象，和宏观经济密切相关的一些行业甚至出现了负增长；但是另一方面流动性异常宽松，国债利率持续下降。在此背景下，我们认为A股未来的投资机会可能更多的来源于风险偏好上升所带来的估值提升。

关于未来的投资方向，一方面等待合适的价格布局一些长线优质标的，另一方面在有安全边际的情况下，关注一些中短期的投资机会。在有安全垫的情况下会适当提高仓位，努力为客户创造绝对回报。



ZHANG FENG

张锋

先生

三季度市场继续大幅下跌，区间内各主力指数（上证指数、深证成指、创业板指数）的跌幅均接近30%，虽然见底之后有所反弹，但市场弹性仍然来自中小创股票。

三季度的各项经济指标继续下滑，预计本季度的GDP增长将比上半年再下一个台阶，上市公司业绩也将大概率低于预期。旧的经济增长模式已经越来越难以为继，需求不足和产能过剩导致各行各业ROE持续下降，而新的增长动力对宏观整体的拉动作用仍然太过有限。

从中期来看，本次股市调整会对居民消费和中小企业进行实业投资产生负面影响。在汇率方面，经历了短期内快速贬值之后，尽管央行又重新启动汇率升值预期，但随着人口红利消失，人民币汇率也开始面临中长期内的贬值压力。虽然短期内不会有明显反应，但在一个较长时期内将成为重要的投资参考因素。

不过，对于投资者而言，目前指数水平已经释放了大部分的市场风险，许多股票投资价值逐渐显现，或已进入个股投资的较好阶段。我们预计将有反弹行情。目前市场利率水平持续下降，对股票上涨形成制约的因素一是羸弱的企业基本面，二是风险偏好较低。我们看好加快国企改革进度来提升风险偏好，如果能够找到业绩持续增长的个股，则可以积极投资。

王丹

先生



WANG DAN

九月份，国际政经环境的不确定已经通过大宗商品的剧烈波动反应了出来。同时，八月公布出来的经济数据显示中国经济向下滑落的速度在加快。产能过剩行业信用风险爆发已经蔓延至中央直属企业。值得注意的是长期利率债收益率下行和信用利差（特别是交易所公司债信用利差）的持续收窄。

我们对于这种变化的理解是：首先，市场仍然担忧短期流动性的波动且对长期经济走势悲观。其次，要警惕委托代理制度下的道德风险。银行理财资金绝对和相对发展速度都显得过快。大量资金“赌国运”，直接或间接或者幻想出来的国家信用成了资金最好的去处，而且，这些资金甚至都是通过直接或间接或者幻想出来的国家信用从百姓那里以“负债”的形式募集来的。越来越多的个体风险被系统风险化了，几乎成了现代版的“巧授连环计”。经济体仍然没有摆脱负债过多，负债链条过长，产生自由现金流的资产过少的困局。

如果现在大部分资产是通过某种不合理的报酬结构经由委托代理机制决定最终投向，并由此造成过多的资金追逐过少的资产，我们宁愿远离众人。就大类资产而言，香港股市虽然是国际资本交易中国相关风险的主战场，但香港上市的某些中国公司仍具有更好的风险收益特性。最近我们看到基建重启，这些举措有助于把风险转移到远期，但并未减少。不排除当下有些投资行为可能带来不错的收益，但考虑到市场风险和现有组合内投资工具的单一性，较难做到有序退出不利头寸，因此投资经理将更加关注风险控制。



LIN PENG

林 鹏 先生

第三季度中国股市经历了巨幅的震荡和下跌，究其原因，表面上是管理层去杠杆造成市场失血而引发股灾，实际上是过度投机造成估值远远脱离合理水平后的回归。回顾及思索本季度的行情，我们无法不慨叹市场自身力量的巨大以及群体疯狂可能带来的巨大杀伤。

在产品半年报中，我们已经提示过互联网泡沫可能破灭，但实际的情况依然远远超出我们的想象。尽管已经通过仓位控制和结构调整规避了一部分系统风险，但组合依然产生一定幅度的净值回撤，这也充分说明了市场的不可预测性。

对于市场后市的走势，短期较难看清。一方面，中国经济展望不佳，全球金融动荡，而且股市整体估值水平仍未达到可接受的程度，悲观情绪弥漫；另一方面，国家对救市的态度依然坚决，似乎给予足够的支撑。对此，我们化繁为简，从最淳朴的公司基本面角度出发，在最悲观迷茫的时期选择与那些值得托付的优秀公司相伴而行，我们相信长期与这些公司站在一起，能够平滑掉市场的波动甚至系统风险。

市场是不可测的，我们在 2015 年第四季度希望通过努力，为持有人奉献一份满意的年度答卷。



XU XI JIA

徐习佳 先生

2015 年三季度 A 股市场风云突变，资金牛在配资去杠杆过程中戛然而止。大小盘指数普跌，其中以上证 50 为代表的超大盘指数在国家队护盘资金保护下在后半季度企稳，较中盘小盘指数录得相对收益。沪深 300 指数全季下跌 28.39%，跌破 2009 年高点。中证 500 指数下跌 31.24%，仍然高于前期历史高点。中小板指数和创业板指数的行情演绎与中证 500 类似，大幅下跌后出现企稳迹象，分别下跌 26.57% 和 27.14%，本轮下跌较最高点跌幅约 50%。所有指数对应成交量均为历史次高，资金流出现象明显。

展望 2015 年四季度，考虑到市场暴跌后监管环境的变化和融资生态链的断裂，我们认为市场环境和资金、人气的聚集还需要时间，短时间内 V 型反转难度较大，更多可能出现熊市反弹，震荡筑底的局面。但我们不认可崩溃论，对大盘指数的中期趋势在目前这个点位并不悲观。在这次全市场风险教育后，个股未来可能出现沉淀分层，分化严重。我们从稳健投资的角度看，在维持均衡配置的前提下，将注重精选业绩能够兑现的品种，并通过不断进行相对价值套利来增强超额收益，为客户积累收益。



ZHU BO SHENG

朱伯胜 先生

2015年第三季度，发端于六月中旬的股灾效应继续发酵，沪深股市继续暴跌，上证指数，深证成指，中小板和创业板指数分别下跌 28.63%、30.34%、26.57% 和 27.14%。。

展望未来的市场，随着清理配资行动接近尾声，市场的极度恐慌心态将逐渐恢复，资本市场也将迎来修复机会。观察近期的宏观数据，指标进一步趋弱，货币政策进一步宽松比如降息降准等应该是可以预期的，而且国家层面保增长的措施也在紧密出台，我们认为这不但将解决市场的流动性问题，对资本市场中的诸多行业和个股也将带来投资机会。

临近三季报发布期并临近年底，我们将充分评估各项因素对市场的影响，更加仔细地甄选受益于符合国家产业政策扶持方向及估值不高的新能源、高端装备等行业的个股以及一些成长性较强，安全边际较高的中小盘个股，避免业绩地雷，力争在第四季度取得较好业绩，回报投资者。



GAO YI

高 义 先生

三季度以来，市场延续六月行情继续下行，跌幅近 30%，各行业呈现普跌状态。九月以来，市场在盘整中逐步企稳，市场情绪开始回暖。

短期看，我们认为，四季度行情值得期待：一是市场前期大幅调整后，泡沫减小，部分个股进入价值区间；二是场内外去杠杆过程基本结束，抛压大幅减轻；三是流动性较为宽松，大类资产比较看，权益类风险资产吸引力上升；四是随着十三五规划、国企改革细则、稳增长措施推进，市场信心和风险偏好有望逐步回升。

下一步产品管理上，我们将适度控制仓位、保持均衡配置，主要以定增、封基、分级 A 端等折价品种为主，继续在新能源汽车、先进制造、饲料养殖、互联网、休闲服务、环保等成长类行业中精选个股，力争为投资者带来长期稳定回报。

不以规模为王 券商资管发展要追求可识别性

——访东方红资产管理联席总经理任莉

文 / 证券时报 梁雪



东方证券资产管理有限公司（以下称东方红资产管理）一直在券商资管行业内扮演“领头羊”角色，创造过业内多个第一：首家获批成立的券商系资管公司、“新基金法”实施后首家获得公募基金业务资格、发行业内首只“券商基金”东方红新动力混合基金，以及发行首单小额贷款资产证券化产品等。

今年是东方红品牌成立 10 周年暨东方红资产管理成立 5 周年。东方红资产管理联席总经理任莉接受证券时报记者专访时说，“一切才刚刚开始，券商资管未来的路还很长”。当谈到资管业务未来发展时，她表示，大资管时代不再是一个追求规模的时代，券商资管的发展路径必须要追求差异化，追求可识别性。

团队建设求精而美

2007 年 2 月，任莉从美国归国来到上海，加入东方证券资产管理业务总部（东方红资产管理前身）。当时国内券商集合资产管理业务尚处于试点阶段，东方证券的资管业务才刚起步，仅有东方红 1 号、东方红 2 号两只集合理财。



随着东方红资产管理受托规模屡创新高，公司发展步入提速期。十年磨一剑，东方红资产管理将在客户体验和产品创新方面持续发力，目标是成为一家受人尊敬的资产管理公司。



据了解，当时东方证券资产管理部门只有 20 多人，其中有 10 多人做投研工作。任莉加入团队时，该公司正在筹备东方红 3 号的成立与发行工作。当时，金融危机引发的股市风格切换影响整个行业。作为市场的参与者，券商资管产品发行频率缓慢，一家券商一年都很难发行一只产品。

2009 年 4 月，东方红 4 号 - 积极成长集合资管计划顶住压力开始募集。面对市场震荡带来的募集压力，任莉与团队成员及时与各销售渠道、营业部沟通，奔走了几十个城市，跑遍大大小小的银行网点和支行营业部，对渠道进行耐心的培训和讲解。多年来，东方红 4 号以优异的长期业绩稳居同类产品收益前三名。

据了解，东方红资产管理团队虽然已历经资本市场 10 余年的历练，但是包括董事长王国斌、总经理陈光明在内的每一个成员，仍保持创业热情。东方红团队注重核心竞争力的培养，重视员工在企业成长过程中自我价值的实现，所以，多年来核心团队流失率也一直处于行业中较低水平。截至目前，东方红资

产管理团队已超过 150 人。

任莉表示，目前东方红团队已形成以投研为中心，销售和中后台工作全面支持的业务模式。虽然东方红投研团队的人员规模并非行业最大，但是，单兵作战能力普遍高于行业平均水平。

据了解，东方红资产管理旗下的投资经理，有比较完善的成长发展体系，考核周期相对较长，短期业绩起伏高低并不作为投资经理的评价标准。同时，东方红资产管理投资方向多元化，团队中不乏多位资深投资经理担任两只以上产品投资主办人的情况。

提供综合投融资解决方案

随着我国金融市场开放程度的提高，投资人的资产配置需求也发生了改变。为了满足投资人不同风险偏好和资产配置类型的需求，原有资管业务外延不断扩展，大资管时代正式到来。券商资管作为大资管时代的重要参与者，产品类型不够丰富，不



过，已从最初的集合理财计划逐步延伸到公募基金、专项资产管理计划等。

2013年6月新修订的《证券投资基金法》实施，给券商资管、保险资管、私募证券投资基金管理机构等三类机构开展公募基金管理业务带来了福音。随后，8月份东方红资产管理便成为首家获得公募基金业务管理资格的券商资管，并于同年12月发行了业内首只券商基金。新规的推出一方面拓宽了券商资管业务范围，但也对券商资管本身的投资经营和风险控制提出更高要求。

据了解，东方红资产管理已发行的集合产品数量由2只增至近40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。在权益类投资优势领先的情况下，还充实了公司固定收益类、量化投资类、专项资产管理等多个投资领域。

在任莉看来，资产证券化业务是证券公司服务实体经济的重要方式。近年来，立足专项业务，东方红资产管理拓展了资产证券化业务，致力于为客户提供投融资解决方案。

任莉表示，支撑东方红资产管理稳步发展的是公司追求长期绝对收益的投资理念和“受人之托，代客理财”的服务宗旨。不同于国内大多数基金公司和券商资管追求业务规模、重视通道

业务的发展路径，东方红资产管理一直坚持主动管理，发挥权益类投资优势。

“随着东方红资产管理受托规模屡创新高，公司发展步入提速期。十年磨一剑，东方红资产管理将在客户体验和产品创新方面持续发力，目标是成为一家受人尊敬的资产管理公司。”任莉称。

券商资管差异化角逐

在任莉看来，券商资管作为大资管时代的一类参与机构，发展前景十分广阔。当前投资人资产配置的需求正在爆发式增长，银行存款不断转移至个人理财端，正是资管行业井喷的契机。不过，任莉说，在这个机遇与挑战并存的时代，“券商资管有其优势，也有其短板。”

任莉向证券时报记者分析，券商资管公司诞生于综合性的专业金融机构，客户资源、业务种类和支撑根基扎实。与银行储蓄和存贷的单一业务模式不同，券商的“资产管理基因”更加丰富。券商资管依托在券商的金融服务机构平台之上，金融服务意识和财富管理意识是与生俱来的，加之证券公司辅经纪、投行、创新等综合业务发展支撑配合。所以，券商资管比银行、保险等的资管业务专业性更强。



不过，跟公募基金相比，任莉说，券商资管的社会接受度和认可程度还不足。由于受到基金法的约束，基金公司从设立起，品牌形象就具备规范性、宣传性和普及教育性，品牌更加深入人心。就这点而言，券商资管品牌的接受程度短期内无法与公募相提并论。不过，券商进行私募性质的资产管理的专业性又比公募基金强。

任莉称，“简而言之，券商资管具备专业性、资源整合、资本金雄厚等优势。但是，要突破行业发展的限制仍需要时间。”

针对未来券商资管的发展思路，任莉表示，大资管时代券商资管需要走差异化竞争路线。在行业快速扩张的阶段，同质化的竞争将越来越弱，“术业有专攻”，强者恒强，优胜劣汰。

任莉提出，相比之下，“精而美”的券商资管公司会有独到之处，核心竞争力的凸显能够保证公司处于不败之地。“大资管时代不再是一个追求规模的时代，券商资管的发展路径必须要追求差异化，追求可识别性。”

在任莉心目中，一家优秀的资产管理公司除了目标明确外，还必须要有勇往直前的创新能力。比如，近年来东方红资产管理发力专项业务，开启业内小贷资产证券化业务的先河，为中小企业提供了更多的投融资解决方案。

据了解，东方红资产管理接下来将围绕个股期权、优先股、新三板等创新工具，开发出更多符合客户投资理财需求的新产品。

寻找满意的客户

——访东方红资产管理董事总经理卢强

文 / 中国基金报 李沪生

“研究发现价值，投资实现价值，销售推广价值，服务提升价值。”东方证券资产管理有限公司董事总经理、渠道发展部兼机构业务部总监卢强说。

在他看来，寻找与资产管理机构投资理念相匹配的客户至关重要。所谓什么样的资金策略决定了什么样的投资策略，客户的收益除了取决于管理人的专业投资管理能力，也取决于客户本

身的风险偏好、参与时点、持有时间长短等多重因素。

卢强表示，从资产管理机构的销售工作而言，一方面，需要不同丰富完善产品线，提供不同风险收益特征的产品，为客户提供综合投资理财解决方案，满足客户的需求；另一方面，寻找认同公司投资理念的客户，也将从另一个维度提升投资理财获胜的概率。



东方红投研团队常年一直坚持价值投资，多年的工作下来，积累了大量的客户，也得到了广大渠道的认同，所以即使短期业绩有一些压力，但能够为渠道和客户所理解。投研的长期业绩优异，也为销售工作带来了更坚定的信心和广阔的市场。



专注的力量

卢强表示，自己非常幸运，能够服务于这样一家专注的资产管理机构。

公开资料显示，东方证券资产管理有限公司是业内首家券商系资产管理公司，2013 年又成为首家获得公募基金管理业务资格的证券公司。

在他眼中的东方红资产管理团队，是一支追求绝对收益和长期投资价值的精锐之师。

卢强认为，相对于市场工作，公司对投研工作的重视是毋庸置疑的，任何时候投研都应该摆在资管公司的第一位。在成立至今的漫长时间里，东方红资产管理的投研相关人员占比始终保持在公司总员工数量的 50% 以上，这在行业内非常少见。

“在我看来，人才是行业发展的第一要素，整个行业归根到底就是人才的竞争。此外，我觉得投研是需要不一样的重视，因为无论是机构工作还是渠道工作，始终是围绕着业绩核心展开战略部署。简而言之，对投研再怎么重视也不为过。”

在坚持打造主动管理核心竞争力的理念下，东方红资产管理曾经放弃了主动开展通道业务、快速扩大资产管理规模的契机，“从长期来看，这些业务对我们主动管理核心竞争力的打造帮助不大，反而需要全司上下花大量的时间出去找项目，而这类业务的附加值有限，可持续性有待推敲，所以在非常短的时间我们决定不主动推动做这一块的业务。”时至今日，尤其是近期银行存贷比考核的弱化，无不验证着团队选择的客观。

当然，从规模上来看，这一块业务的战略放弃对于东方红来说是丢掉了很大一块蛋糕，虽然最新数据显示东方红规模创下新高，站上了 1000 亿元的门槛，但是相比目前动辄数千亿的同行来说，东方红的短期规模仍存在距离。

但卢强表示，人的精力毕竟有限，应该选择能够大概率做好的事情坚持做好。在决定放弃了通道业务的主动拓展之后，公司在全行业权益类投资的优势得到进一步加强和巩固。“在 2013、2014 年，整个市场都流行固定收益产品的时候，只有我们在硬着头皮发行权益类产品。”而时至今日，渠道和客户说：东方红的牛市来的早一点。

东方红投研团队常年一直坚持价值投资，多年的工作下来，积累了大量的客户，也得到了广大渠道的认同，所以即使短期业绩有一些压力，但能够为渠道和客户所理解。投研的长期业绩优异，也为销售工作带来了更坚定的信心和广阔的市场。

坚持是最重要的事

“研究发现价值，投资实现价值，销售推广价值，服务提升价值。”卢强对中国基金报记者说。

如果说投研业绩是公司稳健发展的发动机，那么销售工作一定是强有力的助推器。据卢强介绍，东方红资产管理对渠道工作给与了高度重视，包括机构部和渠道部在内，公司的销售团队约有 30 人左右。卢强坦言，在熊市中，产品销量不好，销售工作的压力最大。但是，团队要求每个销售人员都必须切实做好投资者预期引导，与客户一起克服熊市中的失落心理。

从销售工作来说，最大的难点是服务。因此，公司上下，客户体验的思想贯穿于每个人心中。卢强强调，销售工作本身一定是非常有价值的。无论是投研团队，还是销售团队，都必须把客户的利益摆在第一位，换位思考，客户体验是指导实际工作的最重要导向标。

我国股市一直牛短熊长，投资人往往在低点赎回，高点进入。卢强坦言，一般而言，投研工作和销售工作在同时进行的时候，一定有一端是困难的。比如，市场有句话：难发的时候好做，好发的时候难做。销售难做时，投资一般就有机会；而销售容易时，投资就将遭遇挑战。两者中，销售难是难自己，投资难就是难客户。“所以我们就坚定选择提前布局，尽量将销售的困难留给自己，给投资更大的机会给持有人赚取合理回报”，卢强表示。

坚持是销售本身最重要的工作。对销售人员来说，处理一件客户投诉是轻而易举的，但若天天接到数以十计的咨询电话，人的心态和耐性必然会受到考验，工作难度很大。因此，卢强要求团队必须时刻保持工作激情，以勤奋作补充，合理控制节奏，把每一个客户电话当做第一个电话来接听，保持足够的耐心，努力解决客户的问题。

综合而言，“我们的销售团队主要为三类客户进行服务。首先，为渠道客户提供以增值服务为基础的顾问式渠道营销；其次，为机构客户提供具有东方红资产管理特色的个性化增值服务；第三，为终端客户提供即时资讯为核心的客户咨询服务”，卢强表示。



客户需求是创新的起点

创新能力是资产管理机构发展的核心驱动力之一。销售部门最贴近市场和客户的需求，因此往往在推广价值的同时能够及时发觉时下所需，看到客户的需求，而这些需求很可能是一只新产品的起点。

近日，继业内首只小额贷款资产证券化产品完美收官之后，东方红资产管理再次发力 ABS 业务，旗下东证资管—蚂蚁微贷（SZ）1 号资产支持专项计划已经获得交易所无异议函，并于 6 月 12 日发行成立。

这一举措再次引发业内关注，“机缘巧合，实际上阿里之前已经和若干同行开展探讨和推进，但最后结果我们做出来了。第一单类资产证券化并不容易。”卢强坦言。他认为东方红资产管理能够最终成功或归因于公司多年来在创新上下的苦工。“创新非常重要，但并不是发展的捷径，反而是一件非常不容易的事。”

“实际上没有哪一只产品是简单的，我们做了许多工作，厚积薄发，看上去简单的事情实际上包含着很多新意。比如在 2011 年 -2012 年之间，市场全线疲弱，权益类产品非常难发，我们看到定向增发、可转债、大宗交易等折价主题类的投资机会。”卢强说，“虽然当年发行产品的数量非常少，只有东方红新睿 2 号、3 号、4 号的发行，但这些积累在 2013 年得到了爆发。”

资料显示，发展至今，东方红资产管理已成功打造了多只业内第一的产品，包括最早发行的券商行业首只专注定增的产品、行业第一只专做折价策略的产品、第一只分级大集合，包括首家获批公募基金牌照以及去年新发的行业首只券商基金以及第一只权益类三年期封闭式基金。

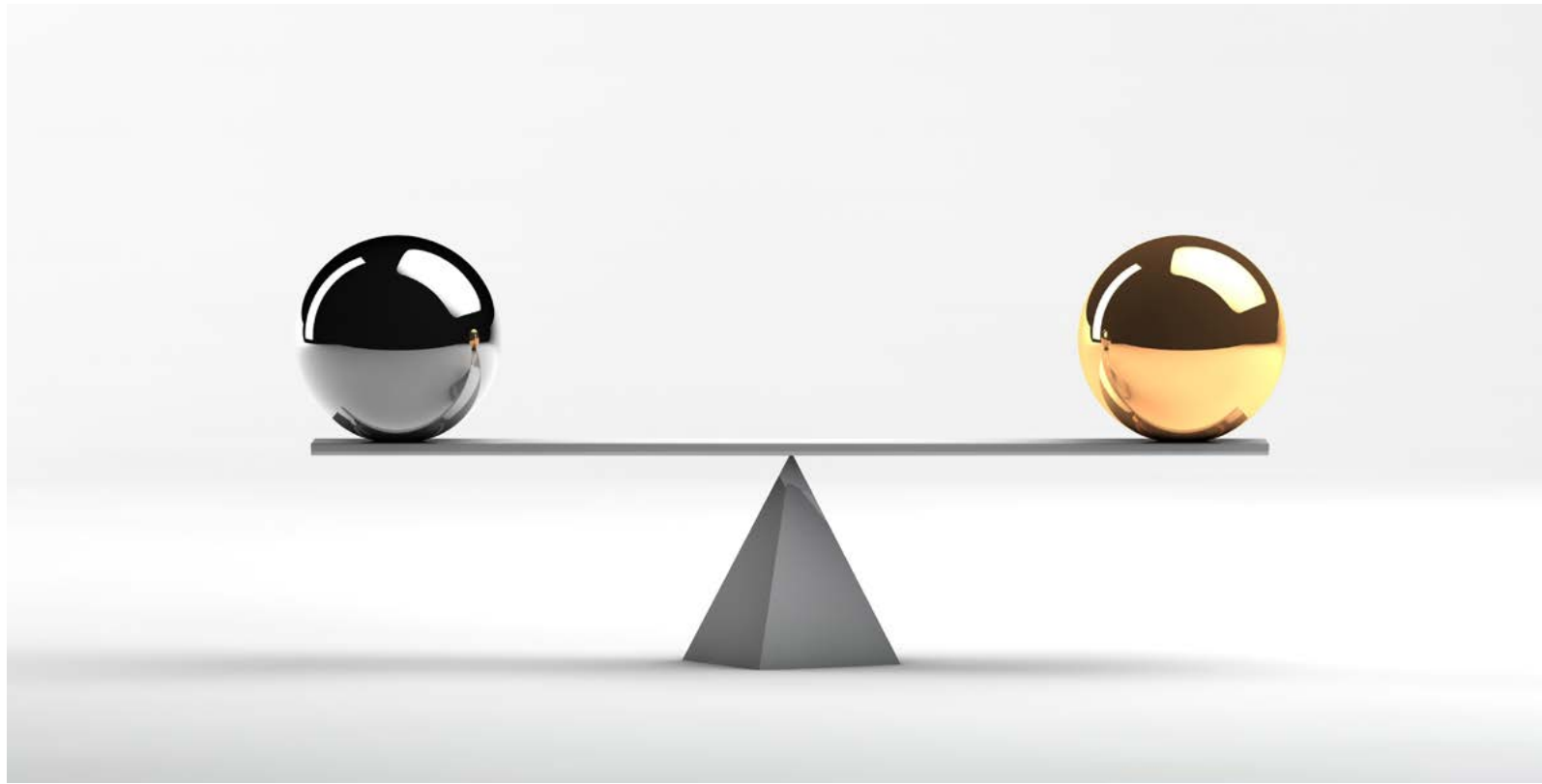
谈及公司近期产品的发展，卢强透露，公司将一如既往的不追求产品的数量和规模，而是结合对市场的判断去做一些布局，“最近可能会做一些固收、量化类产品，在目前市场情绪下，我们不会简单的迎合市场，还是要坚持引导客户做资产配置，我们的持有人和他们的资产绝对都是不同的，不是每个人都对市场有足够的了解和风险承受能力。”

“投资是一辈子的事”，卢强说。

量化投资优势日益凸显

——专访东方红资产管理执行董事、量化投资部总监徐习佳

文 / 国际金融报 宋璇



6 月中旬以来，A 股从“连环暴跌”到宽幅震荡，不少公募基金和私募产品遭受重创，不过，“意外”的震荡也给量化投资带来难得的发展机遇。根据私募排排网的数据，超过半数的股票量化产品在 6 月实现正收益。同期，其他股票型产品中，实现正收益的产品数量占比只有 1/4。量化投资会不会在波诡云谲的 A 股市场中脱颖而出？

在海外市场，量化投资已经拥有 40 余年的历史，在业绩的有力支撑之下，美国量化投资的总规模在 2000 年 -2007 年间实现快速增长。中国进行量化投资的历史则只有短短 15 年。不过，在东方证券资产管理有限公司执行董事、量化投资部总监徐习佳看来，“经过三波发展浪潮，中国的量化投资已初具规模。



随着中国资本市场规模增加、金融衍生品数量的增多，以及大数据技术的发展，量化投资的高性价比特征将逐步凸显出来。”

“高冷”的技术派

徐习佳拥有丰富的量化投资经验，其参与管理的东方红量化 2 号、3 号、4 号产品，在 6 月中旬以来的下跌中表现突出。数据显示，6 月 12 日 -7 月 7 日，上述 3 款产品中，回撤率最大的约为 2.22%。

在徐习佳眼中，与传统投资策略相比，量化投资策略有着显著优势。

所谓量化投资即利用数学、统计学、信息技术等量化投资办法来管理投资组合。投资组合的构建注重对宏观数据、市场行为、交易数据进行分析，利用数据挖掘技术、统计技术、计算等方法处理数据，以得到最优的投资组合和投资机会。

“传统的投资讲求精研个股，而量化投资讲究的则是广而博。目前，A 股市场上已有 2700 余只股票，即便有卖方分析师的支持，想要实现全行业的研究覆盖，存在一定难度。剩下的股票里有金矿怎么挖掘，就可以依靠量化投资。”徐习佳表示，量化技术投资不仅可以实现对海量信息的准确处理，同时，还能对海量数据之间的关联作出快速判别。此外，在市场交易机会的把控和监测上会更加及时，反应会更加迅猛。

量化投资还有一个比较突出的优点就是能够剔除主观因素。“精研一只或者几只股票很容易对股票产生感情，但是机器交易更多遵循模型，纪律性较强，能够克服人性的弱点和情绪的影响。”徐习佳说。

虽然是理工科出身，但徐习佳似乎也有一颗文艺的心。在他看来，投资是科学和艺术的结合，在量化投资中，建立模型是发挥艺术想象，印证这个想象会用科学的手段。“传统投资都是通过投资经理经年累月的感悟来修正投资理念，而量化投资只要拥有有足够多的数据，可以通过技术来不断验证，再修正。这样的方式让量化产品的性价比更高”。

小试牛刀

自从 1971 年巴克莱投资管理公司发行世界上第一只指数基金，至今量化投资在海外已有 40 余年历史。美国量化投资爆发式发展是在 2000 年 -2007 年间，总规模增加了 4 倍之多。

在数十年的发展历程中，最经典的传奇莫过于被投资界称为“量化投资之王”的詹姆斯·西蒙斯。这位世界顶级数学家，依靠对数学模型的深刻理解，一手打造了华尔街“赚钱机器”文艺复兴科技公司，并依靠公司旗舰产品大奖章基金 20 年的超群表现赢得无数赞誉。

数据显示，自 1988 年成立直至 2010 年西蒙斯退休，大奖章基金年均回报率高达 35%，不仅远远跑赢大市，还较索罗斯和巴菲特的操盘成绩高上十余个百分点。

中国首支量化投资基金出现在 2004 年，2009 年之后量化投资基金开始步入快速发展时期。

徐习佳认为，中国量化投资发展经过了三个发展浪潮。第一波是以不追求绝对收益为目标的类指数基金。这包括一些早期的 ETF 基金。

第二波是试图做主动性投资的量化基金，也获得很好发展。“2011 年，A 股市场还缺乏对冲工具，同时在管理人方面也缺乏明星效应。但从去年开始，市场的整体氛围出现变化。从排名来看，在排名前十的公募基金中，有三个是量化基金，这与量化基金在公募基金中的整体规模是不匹配的，可以说量化产品的表现非常突出。它们最突出的特点是在牛市中获得超额收益的概率更大，而熊市中下跌风险也相对可控。”



所谓量化投资即利用数学、统计学、信息技术等量化投资办法来管理投资组合。投资组合的构建注重对宏观数据、市场行为、交易数据进行分析，利用数据挖掘技术、统计技术、计算等方法处理数据，以得到最优的投资组合和投资机会。



第三波是追求绝对收益的产品，通过衍生品，寻找市场机会，为投资者提供了一个在熊市和牛市都能赚钱的产品。

据私募排排网统计，目前市场上股票量化投资产品大约有 51 只，占整个基金规模的数量还非常小。从市场容量上看，目前国内的公募量化基金不多，私募领域的量化投资产品更多。

不过，徐习佳认为，私募产品在风险控制方面存在一定的不足，因此，投资者在选择产品时，需要更加谨慎。

突破正在路上

为何国内公募基金和券商资管等大型金融机构在量化投资方面的步伐较慢？

徐习佳认为，主观上来看，与国外投资者相比，国内投资者对量化投资的认识还不充分。

“换句话说，投资者并没有意识到量化投资高性价比的优势。”徐习佳举了非常生动的例子。如果有 A、B 两款产品，A 产品波动率是 1，收益率是 10%，B 产品波动率是 5，收益率是 20%。更多的投资者肯定会选择收益率为 20% 的产品。然而，在国外，投资者则会选择收益率是 10% 的产品。因为资产管理机构会在其中加入杠杆，当 A 产品的杠杆加到 5 倍时，在考虑成本的情况下，A 产品的收益会超过 40%，将远远超过 B 产品 20% 的收益率，这意味着投资者在承担相同风险时，收益大大增加。

不过，徐习佳也坦言，想在国内实现上述操作的可能性较小，

原因有两方面。一方面是衍生品相对较少，而衍生品里内涵的借钱成本相对较低；另一方面是在缺乏衍生品的情况下，可以通过结构化的方法来设计产品，但这就要求优先端的成本更低，可是，国内优先端的成本却较高，在次情况下再加入杠杆，将使风险加大，同时也会造成投资者对杠杆的误解。

因此，徐习佳表示，在配合现有监管框架的情况，可以通过结构化的手段和客户需求来进行量化投资产品的设计和开发。

结合目前 A 股市场的环境，徐习佳认为，针对当下大盘涨跌不明朗的情况，会寻找机会对冲部分系统性风险，等到市场稳定之后，则会推出一系列的产品。

目前，东方红资产管理设计了四类产品。第一类是当市场向好时可以进行灵活对冲的产品；第二类是 50% 不进行对冲交易，50% 获取阿尔法收益。第三类是完全对冲的产品。第四类则是完全没有市场和行业风险敞口，靠选股产生的阿尔法为客户提供收益，这种产品是风险最小。

徐习佳在采访中多次提到阿尔法收益，对普通投资者来说这是一个相对陌生的概念。

所谓的阿尔法收益，指与市场风险无关的收益。据介绍，现代投资组合理论将一个投资组合的收益分为两块：与市场风险相关的收益（即源于 β 的收益）和与市场风险无关的收益（即源于 α 的收益）。其中， β 收益相对容易获得，因此提供获取 β 收益的产品费用也较便宜，如指数基金、ETF 等，管理费用都日趋低廉；而获得 α 收益则难得多，因此相关产品，如对冲基金等的管理费就相对昂贵。



小事看人生

一只小猪、一只绵羊和一头乳牛，被关在同一个畜栏里。有一次，牧人捉住小猪，它大声号叫，猛烈地抗拒。绵羊和乳牛讨厌它的号叫，便说：“他常常捉我们，我们并不大呼小叫。”小猪听了回答道：“捉你们和捉我完全是两回事，他捉你们，只是要你们的毛和乳汁，但是捉住我，却是要我的命呢！”

立场不同、所处环境不同的人，很难了解对方的感受；因此对别人的失意、挫折、伤痛，不宜幸灾乐祸，而应要有关怀、了解的心情。要有宽容的心！世界再宽广也没有人的心胸宽广！

真正的成功指标

鲍伯开着红色闪闪发光的拖车翩然抵达，我们一起开着车子回到营地。我跳下拖车转过身时，才十分惊讶地发现，鲍伯必须靠夹板和拐杖的支撑才能下车，他的下半身根本就完全瘫痪！他拄着拐杖走向我们的旅行车，我脑海中再度浮出一堆数字，不知他这次善行要花我多少钱！

“喔！只是电池没电罢了！只要充电一下，你们就可以自由上路了。”鲍伯把电池拿去充电，利用中间的空档，他还变魔术逗我女儿，甚至从耳朵中掏出一个两毛五铜板给她。他把接电的电线放回拖车上时，我过去问他该付多少钱。

“喔！不用了。”他答，我愣在那里。

“我该付你钱的！”我坚持。

“不用”他又说了一次，“在越南的时候，有人帮我脱离比这更糟的险境——当时我两条腿都断了，但那个人只叫我把那份情传下去，所以你一毛钱都不欠我；只要记着，有机会的时候，要把这份情传下去。”

时光拉回二十年后，回到我忙碌的医学院办公室，我时常在这里训练医学院的学生。一个从别州学校来的二年级生辛蒂，到我这里来实习一个月，以便和她母亲一起住一段时间，她母亲就住在医院附近。我们刚刚一起探望过一个因酗酒、吸毒而入院的病人，正在护理站讨论可能采取的治疗法，忽然间，我注意到她的眼中满是泪水。

“你不喜欢讨论这类事情吗？”我问。

“不是，”辛蒂抽泣着，“只不过那个病人有可能是我母亲，她也有同样的问题。”

午餐时间我们单独躲在会议室内，探讨辛蒂母亲长期酗酒的悲

惨历史。辛蒂一把鼻涕、一把眼泪，很痛苦的掏心掏肺，把她家里过去几年的愤怒、尴尬、仇视，说给我听；我请辛蒂的母亲来治疗，燃起了她的希望，我们还安排她母亲去见一位训练有素的心理顾问。辛蒂母亲在其他家人的强力鼓吹下，总算同意接受治疗，入院几个星期后，她整个人焕然一新、彻底改变。辛蒂的家庭原本濒临破碎的边缘，但这之后，他们第一次见到了希望的曙光。

“我该如何报答你？”辛蒂问。

我想起被困在雪地里的这辆旅行车，以及那位下半身瘫痪的善心人士，我知道自己只有一个答按可以回答：“就把这份情传下去吧！”

