

# 东方红悦读

issue 21

2016年2月



## 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

严格风险管理  
发掘固定收益类新蓝海  
为客户把好产品风险关  
更好地满足多元化资产配置需求

合理取舍  
做投资中的防守型选手





## 再见 2015，拥抱 2016

2015 年滴滴答答从身边滑过，带给我们太多感触。倏忽之间，2016 年已经悄然到来。

辞旧迎新总是一个充满回忆和期望的时点。我们回顾的不仅是一段过往的投资历程，一段指数点位的波动起伏，更是对人性的叩问、对理念的考验，以期对新一年有更多启示。

在中国资本市场历史上，2015 年都是一个史无前例的年份。资本市场中，只有不确定性才是确定的。我们能做的是，对市场永远保持敬畏之心。严格甄选具有核心竞争力的优质企业，严守估值纪律，尽力维护持有人利益。

2015 年，公司受托资产管理规模突破 1000 亿元，权益类集合产品长期业绩领先，公募基金产品业绩稳健，吸引了业内领军人才加盟，投资管理能力进一步增强。

当前，中国经济形势并不乐观，资本市场也受到各种复杂因素的影响。“不畏浮云遮望眼”，我们不应当为眼前的困难所干扰，从经济转型升级还是改革开放进程来看，中国资本市场长期健康发展的趋势未变。我们相信未来资本市场将更加关注价值，更加考验专业的投资能力。

我们致力于寻找具有伟大格局观的实践者，找到优秀的公司并长期持有。我们要做的仍然是提高自己的核心竞争力，长期关注并发掘优秀企业的竞争力，真正建立自己的能力圈，建立对行业、公司更深刻的理解，力求对公司未来长期表现做出更准确的判断。

投资的哲学，不在于短期的黑马式的爆发，而在于长期的可持续的复利收益，在于持续的风险控制能力。投资需要耐心与信心，即使是最优秀的企业，成长也是需要时间的。经历考验，时间的玫瑰会绽放的更加灿烂。

# 责任

# 感恩

# 梦想

# 感恩 责任 梦想

# 恭贺新年 猴年大吉 乐岁贺年



**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	<b>Preface   卷首语</b> 再见 2015，拥抱 2016
04	<b>Orient Products   东方红·产品</b> 东方红系列产品开放期一览 2016 年 2 月 - 4 月开放期
06	<b>Orient News   东方红·动态</b> 精彩 2015
08	券商资管盘点：追求绝对收益 布局资产证券化
10	券商资管寻求差异化发展 长期业绩优势凸显
12	<b>Cover Story   东方红·封面故事</b> 严格风险管理 发掘固定收益类新蓝海 团队精细化管理严控风险，关注固定收益市场新品种
17	为客户把好产品风险关 更好地满足多元化资产配置需求 探索 ABS 业务新模式，引领国内证券化市场发展

20	<b>Orient Strategy   东方红·策略</b> 把握投资主线 合理资产配置 投资者可从增量资金入市、高端制造业以及港股等三条主线把握新的投资机会
24	<b>把握配置方向 关注交易机会</b> 把握配置方向和交易机会两大主线，灵活布局债券市场
28	<b>Orient View   东方红·观点</b> 投资主办人看市场 权益类市场成为投资人重要选项，未来市场挑战与机会并存
34	<b>Orient People   东方红·人物</b> 合理取舍 做投资中的防守型选手 投资就像世界杯决赛圈比赛，最终胜出的往往是防守能力突出的球队
37	<b>谨守能力圈 寻找真正“白马”</b> 合理把握投资方向，寻找能让自己安心持有的优质投资标的

40	<b>Orient Public Welfare   东方红·公益</b> 东方红公益基金会启动“爱·早餐”助学计划 爱的早餐传递向善的力量
42	<b>Orient Interview   东方红·媒体</b> 东方红万里行系列活动举办超两百场 分享长期投资经验 足迹覆盖全国
44	<b>Orient Mind   东方红·驿站</b> 信任是无形的财富 投资人的信任是公司生存与发展的基础
46	<b>Orient Books   东方红·书屋</b> 应对不可知的未来——读《投资最重要的事》 霍华德·马克斯的成功秘诀在于控制风险以及避免犯错
48	<b>Orient Wisdom   东方红·智慧 e 站</b> 你永远有两个机会 保持乐观豁达的心态看待人生际遇
49	<b>温暖是双向的</b> 用心温暖他人等于温暖自己



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	2016年开放期(2月—4月)	开放期规则
基金(混合型)		
东方红新动力混合基金(000480)	每个交易日开放	每个交易日开放
东方红产业升级混合基金(000619)	每个交易日开放	每个交易日开放
东方红中国优势混合基金(001112)	每个交易日开放	每个交易日开放
东方红领先精选混合基金(001202)	每个交易日开放	每个交易日开放
东方红稳健精选混合基金A(001203)	每个交易日开放(暂停申购)	每个交易日开放
东方红稳健精选混合基金C(001204)	每个交易日开放(暂停申购)	每个交易日开放
东方红策略精选混合基金A(001405)	每个交易日开放(暂停申购)	每个交易日开放
东方红策略精选混合基金C(001406)	每个交易日开放(暂停申购)	每个交易日开放
东方红京东大数据混合基金(001564)	每个交易日开放	每个交易日开放
东方红优势精选混合基金(001712)	每个交易日开放	每个交易日开放
基金(债券型)		
东方红收益增强债券A(001862)	每个交易日开放(暂停申购)	每个交易日开放
东方红收益增强债券C(001863)	每个交易日开放(暂停申购)	每个交易日开放
东方红纯债债券(001906)	每个交易日开放	每个交易日开放
东方红信用债券A(001945)	每个交易日开放(预计2016年2月16日开放)	每个交易日开放
东方红信用债券C(001946)	每个交易日开放(预计2016年2月16日开放)	每个交易日开放
大集合(偏股型)		
东方红4号-积极成长(910004)	每个交易日开放(暂停申购)	每个交易日开放
东方红5号-灵活配置(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号双向策略(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号消费精选(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(暂停申购)	每个交易日开放
大集合(偏债型)		
东方红增利2号(910018)	2016年1月25-29日、2月1-3日	每年1月、7月的倒数第五个工作日起开放,每次开放八个工作日
东方红增利4号A(910019)	退出:2016年3月9日 参与:2016年3月10-11日、14-15日	增利A开放期分为参与开放期和退出开放期。参与开放期自本集合计划成立后每满6个月的对应日的前面第二个工作日起,共开放4个工作日,增利A退出开放期为参与开放期的前一个工作日

东方红增利6号(910023)	退出:2016年3月7-8日 参与:2016年3月7-10日	开放期为本集合计划成立后每满6个月的对应日(非工作日顺延)及此后的三个工作日。每个开放期的前两个工作日,委托人可以申请办理参与和退出,后两个工作日委托人可以申请办理参与,但不能办理退出
东方红富国1号(910025)	2016年4月25-29日	自集合计划成立日起每满3个月接下来的5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(暂停申购)	每个交易日开放
小集合(偏股型)		
东方红-先锋1号(918002)	暂停申购 2016年2月1日;2016年3月1日; 2016年4月1日	每个自然月的首个工作日
东方红-先锋2号(展期)(918003)	2016年2月1日、2日;2016年3月1日、2日; 2016年4月1日、5日	每个自然月的前两个工作日
东方红-先锋3号(展期)(918004)	2016年2月1日;2016年3月1日;2016年4月1日	每个自然月的首个工作日
东方红-先锋4号(918006)	2016年2月1日;2016年3月1日;2016年4月1日	每个自然月的首个工作日
东方红-先锋5号(918007)	2016年2月1日;2016年3月1日;2016年4月1日	每个自然月的首个工作日
东方红-先锋6号(918008)	2016年2月1日;2016年3月1日;2016年4月1日	每个自然月的首个工作日
东方红-先锋6号II期(918010)	2016年2月1日;2016年3月1日;2016年4月1日	每个自然月的首个工作日
东方红-先锋7号(918011)	2016年2月1日;2016年3月1日;2016年4月1日	每个自然月的首个工作日
东方红明睿1号(918025)	2016年2月15-19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)		
东方红增利1号B(918028)	参与:2016年4月29日、5月3-6日	增利B常规参与期为增利A常规开放期(不含)前的5个工作日
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:2016年2月2日 参与:2016年2月2-5日、15-16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

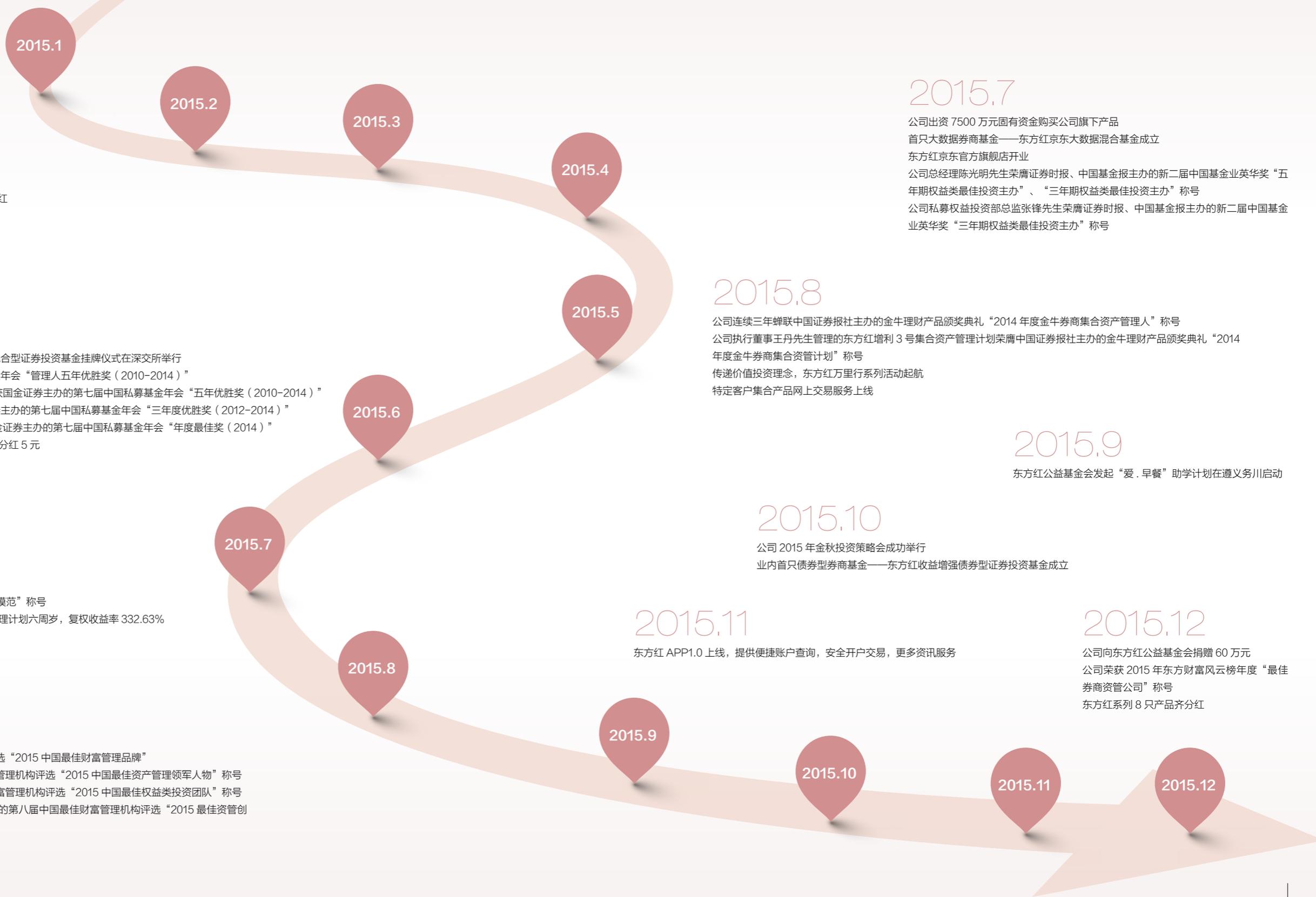
※ 具体开放期以公司公告为准

# THE YEAR

## 精彩 2015

### 2015.1

东方红 - 先锋系列、东方红 - 量化系列多只集合资产管理计划集体分红  
首只“券商基金”迎周岁，东方红新动力每 10 份分红 0.88 元



### 2015.3

东方证券 A 股成功上市  
首只上市券商基金——东方红睿丰灵活配置混合型证券投资基金挂牌仪式在深交所举行  
公司荣获国金证券主办的第七届中国私募基金年会“管理人五年优胜奖（2010-2014）”  
东方红 4 号 - 积极成长集合资产管理计划荣获国金证券主办的第七届中国私募基金年会“五年优胜奖（2010-2014）”  
东方红基金宝集合资产管理计划荣获国金证券主办的第七届中国私募基金年会“三年度优胜奖（2012-2014）”  
东方红 - 新睿 3 号集合资产管理计划荣获国金证券主办的第七届中国私募基金年会“年度最佳奖（2014）”  
东方红 - 新睿 2 号集合资产管理计划每 10 份分红 5 元

### 2015.4

公司总经理陈光明先生荣获“2010 - 2014 年度上海市劳动模范”称号  
明星产品穿越市场牛熊，东方红 4 号 - 积极成长集合资产管理计划六周岁，复权收益率 332.63%

### 2015.6

东证资管 - 蚂蚁微贷（SZ）1 号资产支持证券专项计划成立  
东方红品牌荣获《证券时报》主办的第八届中国最佳财富管理机构评选“2015 中国最佳财富管理品牌”  
公司总经理陈光明先生荣膺《证券时报》主办的第八届中国最佳财富管理机构评选“2015 中国最佳资产管理领军人物”称号  
公司权益类投资管理团队荣获《证券时报》主办的第八届中国最佳财富管理机构评选“2015 中国最佳权益类投资团队”称号  
东方红产业升级灵活配置混合型证券投资基金荣获《证券时报》主办的第八届中国最佳财富管理机构评选“2015 最佳资管创新产品”等荣誉称号

### 2015.7

公司出资 7500 万元自有资金购买公司旗下产品  
首只大数据券商基金——东方红京东大数据混合基金成立  
东方红京东官方旗舰店开业  
公司总经理陈光明先生荣膺证券时报、中国基金报主办的第二届中国基金业英华奖“五年期权益类最佳投资主办”、“三年期权益类最佳投资主办”称号  
公司私募权益投资部总监张锋先生荣膺证券时报、中国基金报主办的第二届中国基金业英华奖“三年期权益类最佳投资主办”称号

### 2015.8

公司连续三年蝉联中国证券报社主办的金牛理财产品颁奖典礼“2014 年度金牛券商集合资产管理人”称号  
公司执行董事王丹先生管理的东方红增利 3 号集合资产管理计划荣膺中国证券报社主办的金牛理财产品颁奖典礼“2014 年度金牛券商集合资管计划”称号  
传递价值投资理念，东方红万里行系列活动起航  
特定客户集合产品网上交易服务上线

### 2015.9

东方红公益基金会发起“爱·早餐”助学计划在遵义务川启动

### 2015.10

公司 2015 年金秋投资策略会成功举行  
业内首只债券型券商基金——东方红收益增强债券型证券投资基金成立

### 2015.11

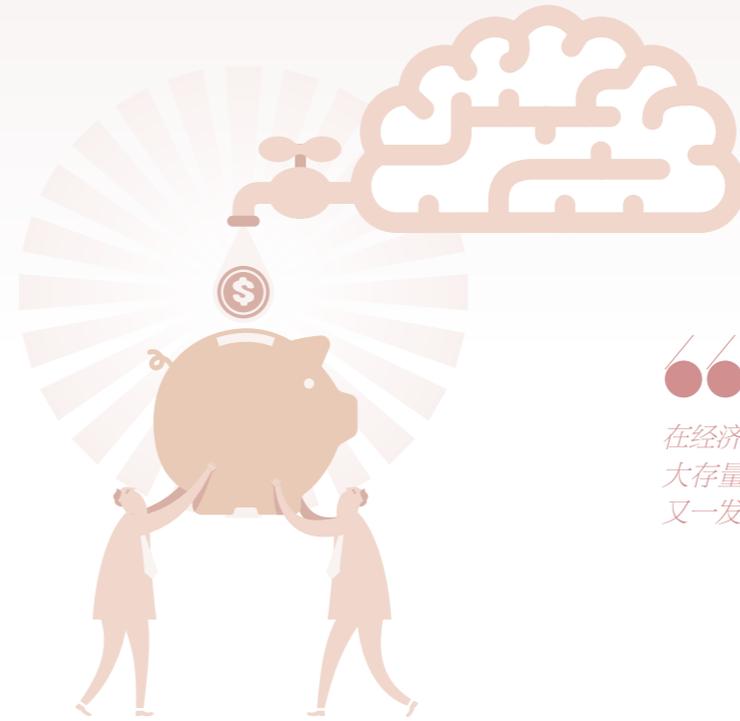
东方红 APP1.0 上线，提供便捷账户查询，安全开户交易，更多资讯服务

### 2015.12

公司向东方红公益基金会捐赠 60 万元  
公司荣获 2015 年东方财富风云榜年度“最佳券商资管公司”称号  
东方红系列 8 只产品齐分红

## 券商资管盘点： 追求绝对收益 布局资产证券化

文 / 上海证券报 记者 吴悦萌



2015年券商资管总规模已超过11万亿，同比增幅达40%。其中，主动管理业务在券商资管业务中平均占比24%。

尽管整体而言券商资管的主动管理业务占比并不高，但有非银行业分析师表示，券商资管业务中以通道业务为主的简单规模增长模式难以持久，券商资管应依托强大的投资研究能力，提升主动管理，扩大主动管理业务，才能在泛资管行业大发展的环境下得到更持久发展。

统计显示，2015年资管总规模达百亿以上的券商中，主动管理业务占比最高的仍属东方红资产管理，主动管理规模占比超过80%。

权益类集合产品的良好业绩展现出券商资管的主动管理能力。经历牛熊市考验、拥有出色的主动管理能力、长期业绩领先的券商集合资产管理计划一直是市场热点。Wind统计显示，成立五年以上的92只权益类券商集合产品近五年的平均收益率达到50.2%，其中有14只收益超过100%。同期上证综指上涨26.52%，沪深300仅上涨20.10%。

主动管理能力突出的东方红资产管理旗下涌现出众多长跑健将。Wind统计显示，在41只同类的偏股型大集合产品近三年的收益排名中，东方红资产管理旗下5只产品跻身前十名。以东方红4号为例，截至2015年12月24日累计净值为48498元，自2009年4月21日成立以来复权净值增长率达413.89%。而同期股票型和混合型基金中排名第一的基金复权净值增长率为294.88%。

分析人士表示，和其他理财品种相比，券商集合产品优势正是

长跑，这与其规模可控、自由度较高的特点以及追求绝对收益的操作理念相关。

### 进军公募基金 引入绝对收益理念

随着公募基金业务牌照的放开，以券商资管为代表的公募基金管理正在崛起。依托券商强大的投研优势、出色的主动管理能力、追求绝对收益的理念，券商资管旗下公募基金投资策略更为灵活，券商系基金呈现出独特优势。

目前，取得公募基金管理资格的券商有9家，其中已有5家发行公募基金，规模超过300亿元。公募业务日渐成为券商资管发挥主动管理能力的主要方式。从规模排名看，首家获得公募基金管理资格的东方红资产管理基金产品发行数量最多、规模最大，已发行12只混合型基金和3只债券型基金，规模超过280亿元。

根据海通证券发布的前三季度基金公司绝对收益排行榜，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。

其中，有一年业绩可查的三只券商系基金，东方红新动力、东方红产业升级、东方红睿丰混合基金成立以来复权净值增长率113.7%、118.1%、89.40%，整体表现稳健。

“券商资管投资管理团队相对稳定，部分公司在集合产品管理方面拥有多年积累，具有较强的主动管理能力。同时，追求绝对收益的理念也植根于团队投资理念之中，更加注重控制下行风险，券商系基金风格较为稳健，有利于获取长期投资收益。”

有分析人士如此分析券商系基金的特点。

此外，充分发挥投资灵活的特性，推进基金产品的创新。2015年东方红资产管理推出了东方红睿阳混合创新封闭基金，封闭三年运作。为了解决封闭期内客户的流动性问题，采取交易所挂牌上市的方式，积极引导客户长期投资。还推出了东方红睿逸混合、东方红睿元混合等定期开放混合基金。

### 发力资产证券化 创新投融资模式

随着资产证券化业务管理规定及配套规则落地，资产证券化业务迎来发展机遇。今年以来，券商和基金子公司已发行百余只ABS产品，券商资管的专项资产计划规模超过1300亿元，较去年规模增长超过200%。

资产证券化在盘活存量资产、降低融资成本、调整财务结构等具有优势，拓宽了企业融资渠道。券商资管可以专项资产管理

在经济盘活存量的大背景下，金融体系和企业的庞大存量资产推动资产证券化业务成为券商资管的又一发力点。

计划的方式担当企业资产证券化的发行人和承销商，还可以担任银行信贷资产证券化的承销商。

较早介入资产证券化并拥有诸多创新的东方红资产管理，2015年继续发力，发行成立了东证资管-蚂蚁微贷1号资产支持专项计划，以设立资产支持专项计划的方式募集资金，购买蚂蚁金服旗下的重庆市阿里巴巴小额贷款公司的小额贷款资产，并以此贷款组合为基础，向投资者发行资产支持证券。

为更好的发展资产证券化业务，东方红资产管理成立了专门的结构与另类融资部，积极开拓了房地产直接融资的渠道，使房地产金融市场呈现商业银行、股票市场、债券市场、信托融资和专项资管的多元化格局。

分析人士表示，在经济盘活存量的大背景下，金融体系和企业的庞大存量资产推动资产证券化业务成为券商资管的又一发力点。

# 券商资管寻求差异化发展 长期业绩优势凸显

文 / 凤凰财经

2015年A股跌宕起伏，但券商资管业绩整体表现良好，发展模式逐渐转移至注重主动管理能力，走差异化发展路径，部分产品长跑业绩表现出色。

## 主动管理模式显优势

随着大资管的深入发展，券商资管已经成为中国资本市场的中核力量，占据大资管版图的1/3。竞争的加剧推动行业的快速发展，券商资管野蛮扩张规模的时代渐行渐远，提高投研能力、扩大主动管理规模正在成为越来越多资管机构走差异化道路的优先选择。

从业务规模上看，券商资管行业规模得到快速增长。中国基金业协会数据显示，截至2015年9月底，基金管理公司及其子公司、证券公司、期货公司、私募基金管理机构资产管理业务总规模约32.69万亿元，其中证券公司资产管理业务规模达10.97万亿元。这一数据相较于2014年的7.9万亿，增幅超过36%。

从业务分布来看，定向资管计划规模在券商资管行业平均占比76%，以专项资管为代表的主动管理业务规模稳中有升。协会数据显示，截至9月底，券商集合产品3076只，整体资产规模1.36万亿元；定向资管计划规模为9.49万亿，产品只数为13764只，而专项业务规模1122亿元。其中专项业务规模增长迅速，比上年增长超200%。

受到券商资管转型升级趋势的影响，有实力的大中券商力求提高主动管理能力，增强整体竞争力。统计显示，2015年资管总规模达百亿以上的券商中，主动管理业务占比最高的属东方红资产管理，主动管理规模占比超过80%。同时，不少大中型券商也纷纷发力，主动管理规模增长过百亿。

其中，能够穿越牛熊市场、主动管理能力突出的权益类集合产品一直是市场热点。Wind统计显示，成立五年以上的92只权益类券商集合产品近五年的平均收益率达到50.2%，其中有14只收益超过100%，同期沪深300上涨20.10%。

以主动管理模式见长的东方红资产管理，旗下权益类集合产品表现出色。Wind统计显示，在41只同类的偏股型大集合产品近三年的收益排名中，东方红资产管理旗下5只产品跻身前十名。截至2015年12月28日，成立满三年的东方红系列16只权益类集合产品近三年平均收益率为148.02%，同期上证指数涨幅55.73%。

某券商非银金融分析师表示，相比于保险、信托等其他资管主体，券商资管更加追求绝对收益理念，投研水平突出，注重控



券商集合产品追求绝对收益理念，坚持在长跑中为投资者赚取超额收益，尤其在择取个股、合理估值、控制回撤等方面具有科学的投资体系和完善的风险控制体系，较好地保护投资成果，引导投资者在长期投资逻辑中获得良好的业绩回报。



制产品下行风险，主动管理能力优势凸显。因此，权益类集合产品不仅能够体现券商资管的投资能力，同时对管理人的风险控制、优化资产配置等多方面形成综合考量，成为价值投资者的优良选择。

## 集合产品频现长跑健将

受到行情影响，2015年券商集合理财市场保持稳定增长。由于注重获取绝对收益，券商集合产品涌现出一批长跑健将。Wind统计显示，在近三年存续的41只平衡混合型集合产品的收益排名中，东方红资产管理旗下6只产品跻身前十名，其中东方红5号、东方红4号、东方红6号、东方红基金宝包揽前四名。

2010年2月5日成立的东方红5号集合资产管理计划，截至12月28日，累计单位净值为30786元，成立以来总回报为220.27%。近三年收益率排名中，东方红5号以222.15%的收益率居同期41只同类集合产品第一；近两年以118.36%的收益率，在同期存续的73只同类集合产品居于前列。

截至2015年12月28日，东方红4号累计净值为44500元，自2009年4月21日成立以来总回报达407.06%，同期上证综指上涨38.18%，投资回报超过同期全部混合型和股票型基金，同期排名第一的基金业绩回报率为332.09%。东方红4号最近三年的收益率分别高达212.11%，在同期存续的41只同类集合产品中均位居第二。

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115.07%和138.33%的成立至今总回报，居同类112只集合产品前列，该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。

东方红资产管理旗下的固定收益类产品业绩也尤为可观。以东方红新睿4号普通型产品为例，Wind数据显示，截至12月28日，该产品今年以来总回报为22.14%，在同类195只产品中排名前10%，在近两年的收益排名中，该产品以99.90%的涨幅排名同类产品前10。

此外，东方红量化系列产品稳抓市场节奏，同样表现出色。截至12月28日，东方红量化系列产品平均收益率为22.68%，其中，东方红量化4号累计单位净值1.3150元，今年以来业绩总回报27.42%，在同期量化集合产品中排名居前。

值得一提的是，该公司旗下FOF产品——东方红基金宝，上涨势头一直保持强劲。Wind数据显示，截止到12月28日，该产品今年以来总回报达54.91%，稳居同类102只产品中排名前十，最近两年、近三年更是以139.13%、171.49%的投资回报率排名同类集合产品第一、第四位。

分析人士表示，券商集合产品追求绝对收益理念，坚持在长跑中为投资者赚取超额收益，尤其在择取个股、合理估值、控制回撤等方面具有科学的投资体系和完善的风险控制体系，较好地保护投资成果，引导投资者在长期投资逻辑中获得良好的业绩回报。

东方红资产管理饶刚：

**严格风险管理 发掘固定收益类新蓝海**

尊敬的各位领导和各位嘉宾，非常感谢今天有机会和大家一起探讨固定收益市场。

现在的固定收益市场对很多人来说，甚至对于全市场在做债券的人来说都是一个难题。我们做了这么多年之后发现，实际上债券市场年年难做，年年做。去年市场经历了一波上涨之后，我们就在想 2015 年的固定收益市场要怎么做。2015 年又是一个债券的丰收年，我们又在想 2016 年该怎么做。或许到 2016 年的这个时候，我们就开始想后年要怎么做。

2015 年四月份过后，债券市场的收益率一直在下行，我们对于债券市场的投资，实际上就是一段天天加仓的过程。从四月份到现在，我们一直在买进债券，其中多是信用债，一两个月之前，我们又大量配置了利率债。无论是利率债还是信用债，其收益率现在都到了一个非常低的位置。十年期国债收益率跌破了 3%，在这以后市场该怎么办？这个时候，市场的空头和多头都出来了。事实上，我们前几天已经减持了前期持有的长期国债。但我判断，中国经济的未来和台湾、日本走过的路是一样的。当一个国家的城市化、主要投资已经结束，整个债券市场的收益率很可能逐步走低，这个过程中需要更多精细化的管理。中国城市化投资大体已经结束，房地产投资在减少，在结构化转型过程中，没有那么多的企业需要资金，加上新兴产业所需要的资金量又小，导致债券利率呈现长期往下走的趋势。前段时间，人民币出现贬值，很多人将一部分钱转到香港继而换成美元。但换到香港去后，发现在香港根本找不到回报不错的投资标的。在香港，找到持有两三年能够获得 3% 的固定收益品种是非常难的事情。但在国内，至少可以找到收益率达到



当一个国家的城市化、主要投资已经结束，整个债券市场的收益率很可能逐步走低，这个过程中需要更多精细化的管理。



4% 的品种。我不知道未来的中国市场会不会出现那种情况，但有这种可能性。

我们在慢慢进入一个真正的低利率时代，而且这个时代持续的时间可能还比较长，未来的固定收益市场和以前就不一样了。2016 年的这个时点会不会出现新低？我想不能排除这个可能性。十年期国债收益率接近 3%，固定收益市场进入了一个受汇率、经济等因素影响的波动区间。在低利率时代，多元化的投资可能就是我们需要关注的。

美国量化产品的兴起，包括对冲基金的大规模发展，也是美国进入低利率时代之后才发生的，中国的情况或许也一样。2014 年和 2015 年，投资债券的收益率能达到 10% 以上，其他产品未必有那么大的吸引力，固收市场的容量很大。我们看到，2015 年上半年整个固定收益市场在固定收益策略以外还涌现出

很多新股策略、分级 A 策略等让投资者在极低风险下获得收益的其他策略。一方面，这些多元化投资策略对于传统的标准化债券产品产生影响。由于投资新股的短期成本高企，2015 年上半年债券特别是国债的收益率一直走的很稳，真正出现大幅上涨的行情应该是在新股暂停后开始的。合理应用新型的多元化策略能够在有限的风险下提升标准化债券的组合收益。但是另一方面，债券的某些优势是其他产品取代不了的。第一，目前还找不到任何一个品种能够取代了债券市场的容量；第二，债券具有相对稳定的收益；第三，债券具有融资的便利性。如果我在市场上发现了不错的投资机会，我随时都可以通过融资进行投资。我们要求一些产品的投资收益率能够达到 8-10%。如果是融资的话，我个人追求可控风险下的收益。债券融资为多元化的投资组合提供了基础。债券容量和流动性的存在，使得债券无论是现在还是未来一定是所有投资中的基础，当然固定收益不仅仅指的是债券。



当一个国家的城市化、主要投资已经结束，整个债券市场的收益率很可能逐步走低，这个过程中需要更多精细化的管理。





本文根据东方红资产管理（拟任）副总经理饶刚先生发言整理。



未来固定收益市场一定是越来越丰富的，这里面有三个要素：能力边界、效率和风险管理。



我们测算了过去三年内各种产品的下浮比例和风险调整后的收益，发现直接持有中债企业债的 Sharp 比率比较高，如果再加上杠杆效应，比例应该更高。这种简单的做法应该是绝大多数投资者的投资策略，但这种做法的优势和性价比在逐步地降低，倒不一定是违约事件的真实发生，但未来面临评级下调的风险。对 2016 年的经济形势，我想还是一个很差的局面，因此 2016 年下调评级的概率有可能逐步增多。银行间和交易所的杠杆资金加起来和股票两融前的最高规模差不多，都是 26 万亿左右。我们认为整个中国在未来几年会面临大面积的违约风险，实质上 2015 年已经有违约事例的出现。这些因素使得我们必须拓宽传统的债券投资思路，寻找新的盈利机会。很多银行或者保险，2015 年做了分级 A、新股的投资，甚至一些海外市场的投资，实际上这些都是新的盈利机会。可以看到，原来做债券的部门一般叫债券部，未来我们基本上听到的是固定收益部或者是定期收益部，我甚至还听说过一个泛固定收益部。整个固定收益的内涵在逐步拓宽。如果说做股票是如履薄冰，战战兢兢。我要说，做债券也是如履薄冰，战战兢兢，因为大家可以接受的

股票波动率比可以接受的固定收益波动率大得多，因此风险管理是极端重要的。

未来固定收益市场一定是越来越丰富的，这里面有三个要素：能力边界、效率和风险管理。

第一个是能力边界。当我们把债券当作本行，当我们拓宽我们的本行，我们的能力边界在哪里？我们是否有能力？这个能力包括投研能力，包括中后台的支持能力，也可能有风险识别能力和风险控制能力。我觉得，该做的事情就做，不该做的事情或者是没能力做的事情且不做。每个团队都要界定好自己的能力边界。我从 2013 年底开始负责过富国基金的子公司。当时做项目发产品做非标几乎是所有基金子公司的通行模式。我的团队没做过，也没有合适的人来做。也许这几年有能力强的人在非标业务上能够获得很好的回报，但是我一单非标业务都没做到，因为我知道自己的能力达不到。

第二个是效率。对于分级 A，行业发展最繁荣的期间是从 2015 年五月底到七八月份。从五月底开始我们就已经有一些合作伙伴，当时我没有投资分级 A 的资金，执行到位已经到八、九月份了，投资分级 A 的机会也很可能就过去了。那时候分级 A 的收益率大概是在 15 到 20% 左右。因此对于新的策略和产品，效率是一个非常重要的视角，有些特定的机会稍纵即逝。

第三个是风险管理。我们需要时时刻刻想着，这个品种最大的风险是什么？当风险和你想的不一样的时候，你是否能够承受得住这些风险？风险管理是最关键的一个环节。固定收益是放在整个资产管理里一个组合的层面来考虑的，整个资产配置是放在风险容忍度的框架下来考虑的。首先根据不同的资产相对价值分析形成大类资产建议，同时对各个组合的目标特征进行调整形成各组合的资产配置策略。通常我们以 VaR 作为计算指标，VaR 是市场波动性的指标，流动性风险、信用风险还需要重新进行评估。整个风险管理是贯穿于投资组合的全过程。组合的资产配置和风险程度有关系，也和产品净值水平有关系。当产品净值还没有开始上涨，而你的风险包容度过大，这样就是不合适的。风险管理一定是独立于投资经理的第三方来做，因为有些时候投资经理做不到客观性和有效性。我们最近发行的二级债基产品，其中的股票仓位管理一定是一个严格的风险管理机制。

我认为目前固定收益市场还有一些新蓝海。

客观来说，新品种往往具备更高的风险收益率。我觉得一定要给予新品种更多的关注。未来的固定收益市场一定是一个新品种层出不穷的地方，比如前段时间的大额可转让存单、可转债等。新品种带来的超额收益来自于两方面。一方面是投资群体受限。一个新品种刚出来时，大量账户购买不了，导致其定价很便宜。持有一段时间以后，可以获得很高的收益。另一方面就是流动性缺乏。你需要评估未来的流动性会不会逐渐改善，如果它的流动性好不起来，你的打算是什么。对于投资群体受

限这一点，我印象非常深刻。

新产品风险识别与流动性管理非常重要。判断新产品是馅饼还是陷阱，需要谨慎地思考。当你觉得某个产品特别好的时候，多想想中间会不会有哪些没有预见的风险。当你觉得某个产品差的时候，多想想未来有没有好的机会出现。未来我们的团队要时时刻刻捕捉信用债市场的机会，捕捉固定收益市场的机会。我认为值得关注的新品种有以下几类。一类是可交换私募债券，其关键是控制公司的质量和流动性。前段时间发的公司债是三年 6% 的收益率，可交换私募债是两年 7.3% 的收益率，未来还可以转股，在整个市场投资者很少的情况下才会出现这种情况。第二类是 ABS（资产支持证券），也是我们一直关注的品种。对于非公开募集的公司债，在整个市场收益率下行的过程中，市场偏好一定会从流动性高的品种转向流动性低的品种，这块也是我们未来需要重点关注的。第三类是折价的封闭式基金。第四类是分级基金大幅折价以及分级 A、B 的合并套利也都是比较好的机会。衍生品套利一定是未来市场上非常好的投资方向。未来我也会专门寻找一直在银行里面负责衍生产品的人加入我的团队。2015 年一定会有衍生产品、对冲基金的发展，虽然现在量小，股指期货也受到若干的限制，但未来可能会被打开。以上是我想到的几个例子，中国固定收益市场未来的新产品和新生事物一定会更多。建立好团队，做好风险控制，一定会有更多的机会等着我们。

后面我想讲讲境外市场的全球化配置。中国的居民在全球化的配置比重太低，银行理财的配置也太低。我觉得未来理财资金出海是一个大势所趋。有些银行目前的海外资产配置可能也就 1%。我觉得未来海外债券相对于国内的债券还是很有吸引力的。考虑到发行主体对境外资金与境内资金信用风险判断的错位，再加上配置需求的错位，我相信银行理财在未来海外投资的占比应该是逐步提升的。

前面讲的这些品种或者市场，说实话规模都比较小，现在仍



我觉得在债券市场大趋势往下走的时候，我们更有必要做原来传统的信用投资，拓展视野，拓展方向，努力地去寻找市场上低风险高收益的标的。



然找不到任何一个市场，能够长期容纳像固定收益市场这么大的规模。我觉得在债券市场大趋势往下走的时候，我们更有必要做原来传统的信用投资，拓展视野，拓展方向，努力地去寻找市场上低风险高收益的标的。只要能够计量风险、控制风险的品种，就都可以纳入固定收益组合的范围。通过配置债券与其他资产的组合，包括股票和固定收益的结合、期权与固定收益的结合、可转债与固定收益的结合，能够改变组合的风险收益特性，从而达到客户需要的目标。

下面我来介绍我们团队的成员。我是四月底加入到东方红资产管理，我们团队还有另外两位成员，第一位是私募固定收益部总监李武先生。他担任过基金公司固定收益副总经理，管理过的市场组合的波动率下浮指标在同行里排名第一。第二位是公募固定收益部总监李家春先生。他获得过中国基金报五年期固定收益投资最佳基金经理称号，注重大类资产配置，旗下管理过的两个基金年年取得超过业绩比较基准的超额回报。我们三个人都有十几年的从业经验，希望能够带领整个团队让东方红的固定收益管理规模蒸蒸日上。

非常幸运的是从四月底到现在，我们得到了几乎所有大型商业银行委托外包的认可。从三四月份到现在，我们的新增固定收益主动管理规模大概 300 亿，全部都是大型商业银行的委托外包，从 2015 年初到现在的业绩也基本上达到了预期的效果。我们的目标就是追求风险收益比最大化。固定收益组合和股票不一样，我一定要强调低风险下的高回报，在每次的回调中控制好回撤。从三年甚至更长周期来看，我们的业绩表现几乎都是市场上最靠前的。风险管理应该是始终贯穿于东方红资产管理所有产品中的，我希望未来我们在东方红资产管理发行的固定收益类的产品都是能够让大家购买之后能够睡得着觉的产品。谢谢大家。

## 东方红资产管理周代希： 为客户把好产品风险关 更好地满足多元化资产配置需求

非常荣幸能和大家交流资产证券化（ABS）业务。起源于 20 世纪 70 年代的资产证券化，以其旺盛的生命力在全世界范围内迅猛发展，被认为是近数十年来世界金融领域最重大和发展最快的金融创新。抓住资产证券化业务难得的发展机遇，东方红资产管理成立结构与另类融资部，吸引业界精英，组建了国内领先的资产证券化团队，致力于通过不断的业务创新，引领国内资产证券化市场发展。

### 证券化市场需求广阔

从去年年底开始，在监管层一系列政策推动下，交易所市场（企业资产证券化）和银行间市场（信贷资产证券化）相继转为注册制/备案制模式，进入常规发展阶段，发行周期与监管要求的预期性大大提高。

政策放开之后，证券化产品发行逐步提速。截至 2015 年 11 月末，交易所市场资产支持证券存量近 1800 亿，已成为固定收益市场重要的投资品种之一。

从原理上讲，资产证券化是以资产信用为基础进行融资，首先是关注资产质量好不好，这就区别于以企业主体信用为判断基础的债券产品。交易所市场的资产证券化产品，按照基础资产法律性质的不同，可以分为两大类。一类基础资产是债权，资产包一般具有分散化的特征。在经济进入下行周期的大环境下，有利于分散、缓释单个主体的信用风险。另一类基础资产是基于企业未来经营性现金流的财产权利，如发电收入、高速公路收费、污水处理收费等，可以结合现金流的历史记录，分析影



本文根据东方红资产管理副总经理周代希先生发言整理。



抓住资产证券化业务难得的发展机遇，东证资管成立结构与另类融资部，吸引业界精英，组建了国内领先的资产证券化团队，致力于通过不断的业务创新，引领国内资产证券化市场发展。



响现金流的相关因素，对现金流作出评估预测。证券化不同于其他固定收益产品的一个重要区别，就在于能够通过相对成熟的方法来衡量资产的风险。

从投资者角度来看，相比短融、中票、公司债，同期限的资产证券化产品在收益率方面有明显溢价，可作为资产配置的一种重要选择。此外，交易所市场的资产证券化产品具有可交易的特性。目前在交易所挂牌的证券化产品，通过协议交易方式进行转让，并可采用场内协议回购的方式质押融资。根据对交易情况的统计，资产证券化产品的流动性，与交易所场内其他固定收益类产品相比没有明显差别。

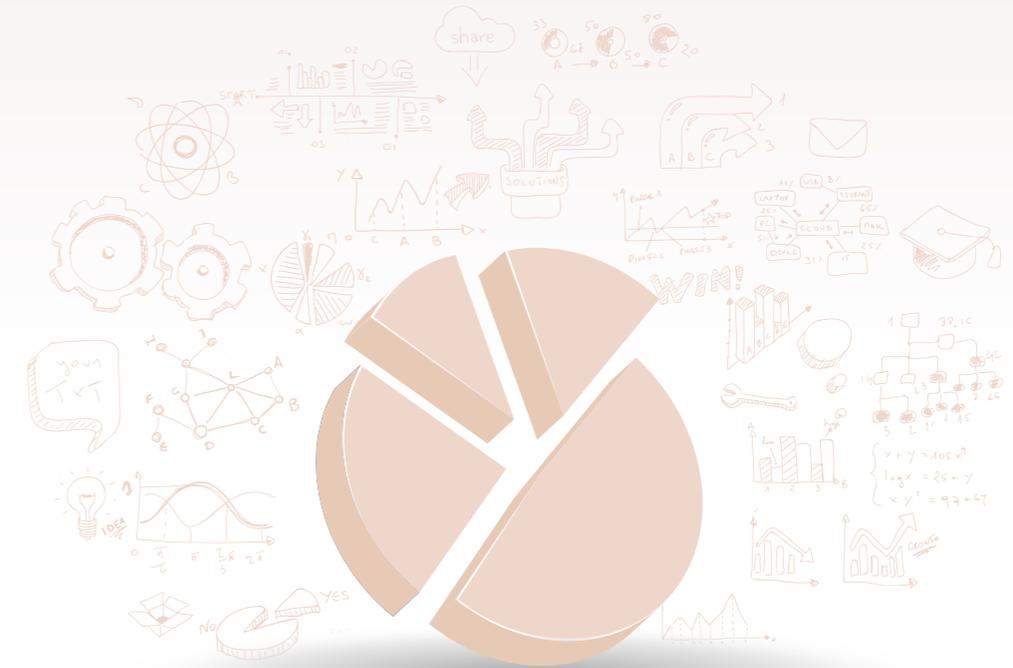
已参与资产证券化业务的投资者，主要包括商业银行、券商、保险、基金、信托公司，还有其他私募机构。投资者群体仍存在广度和深度不足的问题，主要有两个原因：一是目前整个证券化市场的规模不够大，投资者尚未将证券化产品作为一个主流资产进行配置。二是证券化产品交易结构相对复杂，基础资产类型多种多样，对投资者估值判断带来挑战。

## 客户利益至上 严格控制项目风险

风险识别能力、风险判断能力和产品设计能力是一个资产证券化项目团队的核心竞争力所在。东方红资产管理把客户利益至上的原则贯穿到项目筛选、产品设计与持续运作全过程。

在项目筛选环节，我们主要看两个维度。一是关注原始权益人及其主要股东或实际控制人的资信情况、持续经营能力以及业务风险控制机制等。二是关注基础资产的质量、现金流的稳定性与波动因素等。以小贷证券化为例，在筛选项目过程中，不仅仅只看某些时点基础资产的违约率、逾期率等指标——从风险识别的角度来看，这样的动态数据尚不足以判断资产的实际风险状况。比如，一家小贷公司正处于业务扩张的初期，作为计算违约率分母的放贷规模大幅增加，即使初始发放的贷款资产出现大量违约，但只要作为计算违约率的分子的实际违约资产增加的速度相对于分母的增加速度较慢，简单比较起来就会误以为具体某一个时点上表现出来的违约率在下降。我们更多地是结合静态数据判断法，测量若干组贷款的完整周期下的违约率，对资产质量进行判断。

在产品设计环节，如何搭建交易结构，锁定交易价格，寻找买卖双方合理的平衡点，需要资管管理机构来破题。。以我们近期推动的房产投资基金（REITs，海外主流模式是直接持有不动产或者通过持有项目公司股权间接持有不动产）项目为例，在当前国内宏观经济形势和房地产市场环境下，买卖双方对资产价格未来走势的判断存在较大分歧。产品设计环节对物业进行估值时，绝不仅仅只看评估机构出具的估值报告或者卖方提供的成本估价，而是通过现场尽职调查，了解物业实际运营及周边情况，在对影响房价和租金的各种因素进行敏感性分析基础上，综合运用多种估值方法，形成我们内部对物业的估值判断。由这个挤掉水分的估值判断出发作为交易价格的参照基点，以维护投资者利益为导向，设计产品兑付保障机制。



“新常态”下的中国经济，为资产证券化提供了广阔空间，市场的开放催生出丰富的基础资产和交易结构。



## 探索新的业务模式 满足客户多元化资产配置需求

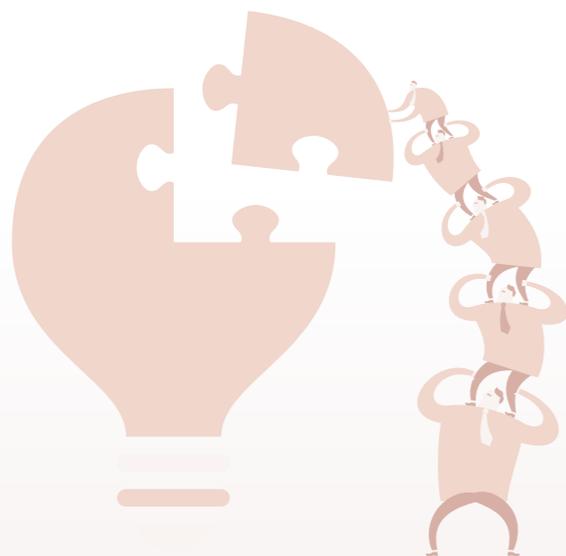
东方红资产管理在资产证券化产品创新领域，始终走在行业前列，在租赁资产证券化、信贷资产证券化跨市场发行、循环结构证券化领域进行了开创性工作，为推动我国资产证券化市场发展，做出了突出贡献。

“新常态”下的中国经济，为资产证券化提供了广阔空间，市场的开放催生出丰富的基础资产和交易结构。东方红资产管理将始终站在行业前沿，通过持续创新，服务于新常态下的企业转型和金融发展。在已发行的基于互联网金融的阿里小贷（蚂蚁微贷）之外，东方红资产管理正在探索推出消费金融、券商融资债权、商业物业 REITs、保障房等新的产品和业务模式，

在总体稳健的产品风格基础上，为投资者提供差异化风险收益特性、覆盖短中长不同期限的产品。

在当前人民币国际化取得重大进展的背景下，资产证券化产品的资金来源将呈现出国际化特点。东方红资产管理将致力于推动国内外资本市场的互联互通，打通境外投资者的投资渠道。通过引入境外投资者，实现资金来源的多元化，并通过境内外投资者的市场化竞争，降低产品发行成本。

展望未来，东方红资产管理将始终站在市场发展前沿，结合团队专业实力，发扬创新精神，为市场输出更加优质的资产证券化产品，满足客户多维度的投资需求，不断推动我国资产证券化市场向前发展。



2016 年年度投资展望

# 把握投资主线 合理资产配置

文 / 东方红资产管理基金经理兼策略师 刚登峰

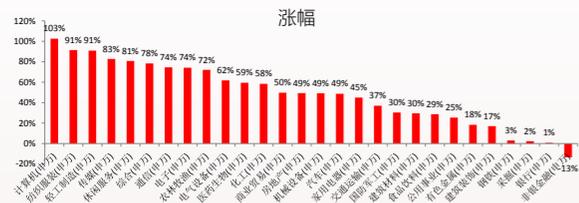


## 市场回顾

从 2015 年全球重要指数方面来看，A 股继续表现强势，上证综指与深证成指分别以 941% 与 1498% 的涨幅领先于其他主要国家的指数表现，创业板指更是以 8441% 的涨幅一骑绝尘。从主要国家的股市表现来看，欧美跟日本略好于美国，而新兴市场国家表现相对弱势，这与新兴市场国家目前面临的经济困难比较相符。美国经济情况最为乐观，但加息还是降低了市场的收益率水平，欧洲日本经济仍有反复，所以宽松的环境得以延续。

2015 年上证综指呈现明显的“三段”走势。

第一阶段：2015 年初至 6 月中旬，市场呈现疯牛状态。在两融资金快速上升，场外配资如火如荼，个人投资者跑步进场的背景下，市场开始单边快速上涨。



第二阶段：2015 年 6 月中旬至 8 月底，股灾状态，在短短三个月不到的时间，市场进入暴风骤雨的去杠杆的过程，大部分股票出现腰斩以上的跌幅。

第三个阶段：2015 年 9 月初至今，市场开始逐步恢复正常状态，市场开始恢复性上涨，结构性机会比较明显。

从行业表现上看，相对于 2014 年，2015 年的行业分化更加明显，全年计算机(103%)纺织服装(91%)轻工制造(91%)传媒(83%)休闲服务(81%)通信(74%)电子(74%)出现巨大涨幅。但是从榜单来看，非银金融出现了 13% 的跌幅，银行也仅仅上涨 1%，采掘(2%)钢铁(3%)表现也差强人意。总体来看，成长风格远远好于周期风格。

## 缘起缘灭 皆因杠杆

综合来看，中国市场上半年的疯牛的重要原因来自于快速加杠杆，从可查的两融资金来看，年初融资余额仅仅在 1 万亿左右的水平，而到了年中高点的时候接近 23000 亿，场外的配资情况应该是同向的而且是数量级相当的。而股灾最重要的原因也是下跌导致杠杆资金连环引爆，杠杆资金快速离场。

9 月份以后，市场逐步恢复正常，货币政策的宽松无风险收益率的下降，以及改革的预期的长期主导因素并没有变化，市场出现了恢复性的上涨。



## 投资环境展望

从国外经济环境综合来看，2016 年国际经济最大的变化在于，美国选择在 12 月份中旬进入本轮周期以来第一次加息，市场已经完全消化了第一次加息，但是第二次加息的节奏跟幅度就尤为重要，在第二次加息之前，全球市场处于短期的靴子落地之后的反弹蜜月期，如果第二次加息快于市场预期，可能会带来全球的流动性冲击。

欧盟、日本的情况依然疲软，欧洲可能像日本一样，由于人口结构的原因与日益严重的宗教冲突，陷入比较长时间的经济低迷。

新兴国家大多不算乐观，一方面美国加息之后对这些国家的流动性有冲击，另一方面这些国家的主导产业受世界经济再平衡的影响比较大，部分国家可能还会有更大的风险在未来一段时间暴露。

从国内经济环境发展的概况来看，未来国内经济将经历增速下台阶后的整固时期，一方面工业增速在下台阶；另一方面服务业的增速在高位维持，第三产业在经济中的比重越来越高，未来美国经济的构成将是中国经济结构转型的样板。

从 CPI 指数方面来看，国内物价水平已经很长一段市场运行在低位水平，从未来一段时间看，除了猪肉价格可能会对物价水平造成结构性的冲击，全面的物价上涨暂时看不到苗头，供给侧的改革传达到价格层面尚需较长时间。

无风险收益率的下降是股票市场的一个重要驱动因素，我们从数据看到了十年期国债的到期收益率已经下降到了相当低的水平，预期未来还有降低的空间但更多的是在低位徘徊。本轮无风险收益率的下降在传递到实体经济时还有一定的时滞，但从理财产品来看，银行负债端的成本也在下降过程中。

无风险收益率下行以后，保险资金投资的固定收益品种的收益率出现了大幅的下降，部分保险公司的资金开始谋求举牌上市公司，通过权益法核算来提高资产端的收益率水平，这个过程由成本相对较高的民营保险公司最先启动，后续将引发整个行业的变化。即便不以举牌的激烈方式，增加权益资产的配置也将成为保险公司的重要选择。

与保险资金类似的情况是银行理财资金。随着规模的不断扩大以及固定收益市场收益率的下降，股票资产成为提高资产端收益率的重要选择之一，如果银行理财资金的股票配置比例从目前的6%提升到10%左右，考虑每年50000亿左右的新增资金，明年流入股票市场的资金将在万亿的级别。这部分资金的偏好于保险资金的偏好有些类似，偏好高分红低估值的蓝筹标的。

而居民在资产配置方面，从不动产往股票资产转移的过程从国际比较的角度来看并没有结束，目前不动产核心城市已经逐步跟国际接轨，未来大幅上升的空间已经被压缩；三四线城市供需存在较大的问题，库存高企，价格存在调整压力。未来再平衡的节奏将受市场短期涨跌影响，尤其是股灾对于大部分人来说认识到了股票资产的较大波动性。

美国 GDP 增速情况



日本经济增长情况



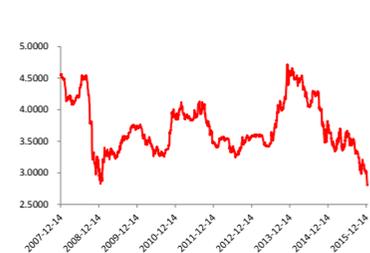
工业增加值：当月同比



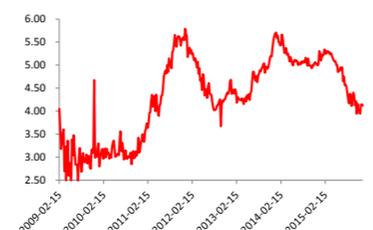
CPI：当月同比



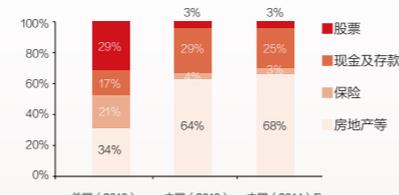
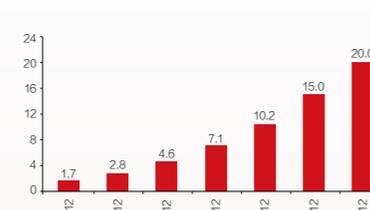
国债到期收益率：10年



理财产品预期年收益率：人民币：大型商业银行：6个月



银行理财产品资金余额（万亿）



此外，从两融数据分析，杠杆高低与市场波动呈现同步的趋势。从融资余额的数据来看，目前的融资余额距离高点还有很高的提升空间。但从融资余额的波动来看，股灾以后市场参与者对于杠杆的认识也更为理性，融资余额不在出现连续单向流入。开始呈现跟随市场波动而同步波动的情形。

## 总结

综上所述，从宏观经济和国内外环境方面看，2016年国际经济环境中最重要的变量来自于进入加息周期的美国，第二次加息的节奏与幅度会对全球流动性与资本市场带来冲击。同时，国内经济情况将延续之前的趋势，经济增速下台阶的过程中要完成转型重任，物价压力暂时对于宽松的货币政策造不成太大的

威胁。此外，无风险收益率下降的趋势仍在，但下行的空间受到挤压，无风险收益率的下降在逐步渗透到实体经济中。

从资金面方面来看，未来保险资金与银行理财资金将成为股市资金最大的冲击变量。固定收益收益率大幅下降后，权益市场的配置成为重要的选项。而居民资产的配置再平衡仍在继续，不动产向权益市场的转移仍有空间，但过程与节奏受制于市场的走向。

经历股灾以后，中国资本市场趋严的监管与更多的风险意识，让杠杆资金从驱动市场上涨与下跌变成同步指标。我们认为，市场在宽松的环境中向下有底，向上有全球流动性的隐忧导致的天花板，缺少了汹涌的杠杆资金上下波动都将更为克制。

## 投资思路

2016年，市场机会看得到，风险也可预见。对于未来的主要投资机会，我们比较重视以下三条投资主线：

首先，目前比较确定性的资金进入的是保险资金的入市，这个从最近的举牌公司的表现已经有所反应，接下来保险公司不一定以举牌的方式大举买入，但增加权益市场的配置是方向；同样的情况的是银行的理财资金，这部分资金同样有提高自己收益率的需求，因此权益市场也是他们提升收益率的重要举措之一，从这个角度来说，增量资金带来一些相对确定的机会，他们青睐的风格以低估值高分红经营稳定的股票为主，这是我们比较重视的一条投资主线。

同时，在符合国家引导的一些行业中，我们也看到国内产业逐步具备了融入全世界的高端制造业的公司。他们有些是承担了国际分工的进一步转移，有些是承担了国家专业领域突破的重任，有些是完成了技术产品的积累开始走向世界，在各自的领域里暂时还看不到发展的天花板，业绩的成长速度跟估值的水平还比较匹配，这也是我们比较看好的第二条投资主线。

第三，香港市场已经连续低迷了多年，随着深港通的开通以及沪港通的深化，香港市场将逐渐迎来转机，香港的标的相对于A股的标的估值上的优势非常大，我们特别重视香港投资标的的筛选，希望走在市场之前去挖掘港股的投资机会，这是我们关注的第三条投资主线。

除此之外，资本市场最不缺的就是最新的概念、最炫的主题，这部分的机会需要结合技术进步的曲线结合资本市场标的的涌现，这部分机会肯定是市场最为追捧的，但把握的难度相对较大。

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。

2016 年年度债市投资展望

# 把握配置方向 关注交易机会

文 / 东方红资产管理基金经理 纪文静

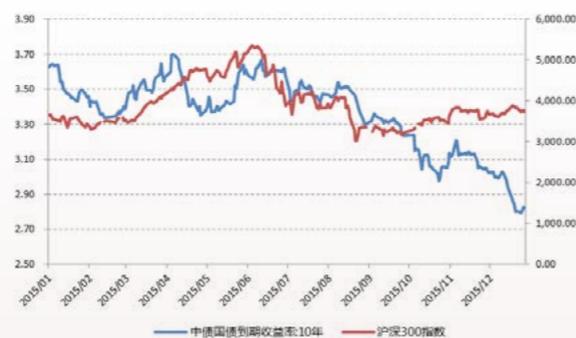
## 2015 年度行情回顾

回顾 2015 年，无疑又是一轮债券牛市。经济增速下行、实体疲弱、通胀低位等基本因素对债市提供了强有力的支撑，在此基本面因素基础上，货币政策全年保持宽松态势，历经了 5 次降准、降息。进入下半年，大类资产配置切换驱动下的行情得以充分演绎，债市急速上涨，收益率直逼 2008 年市场低点。2015 年债券市场可以划分为两个阶段：

第一阶段，股市加杠杆，债市行情平淡：虽然宏观环境支持债券收益率下行，但上半年受到股市走强影响，债券收益率缓慢下行。上半年 A 股行情不断火热，两融以及配资更加助推了股市的暴涨，资金大量积聚到股市。再加上新股收益率较高，分级基金、量化产品等类固定收益类产品对债市资金的分流，地方债务置换带来债券供给量的持续上升，债券市场表现平淡。

第二阶段，股市去杠杆，风险偏好迅速转化，债牛启动：6 月中下旬，发生股灾，证监会清理配资、停止新股发行，相当于减少了类固收产品的供应，投资者风险偏好迅速转化，避险需求上升。资金开始涌入债券市场进行配置，收益率快速下行，进而倒逼理财产品收益率下行，负债端成本下降。机构的配置行为主导了整个下半年。10 年期国债快速下行，而资金利率平稳，期限利差不断压缩，到 2015 年底，10 年期国债已由年初 3.6% 的水平下行至 2.8% 的水平。

图表 1：10 年期国债到期收益率 / 沪深 300 指数走势图



## 2016 年度投资展望

当前中国宏观经济进入增速下行的结构调整时期，进入了不同以往几次经济周期的新阶段。这个新阶段主要特征是有效总需求的严重不足。

### 消费保持稳定——短期难以拉动经济

2013 年以来消费对 GDP 的贡献率开始增长，到 14 年开始超过投资和净出口，成为对 GDP 贡献最大的需求因素。这种消费的增长，一方面是因为投资增速逐渐下滑，另一方面也暗合了经济发展的规律。从国际经验看，中国要跨越“中等收入陷阱”，必须依靠技术进步和产业升级。而在经济结构上，经济增长的主要动力也必须从投资和出口拉动为主转变为消费拉动的内需型增长。

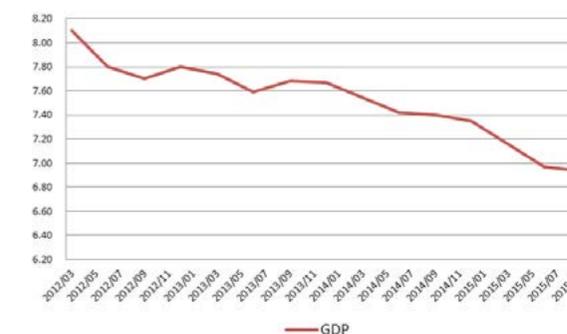
因此，虽然中长期看消费的贡献率将继续增长，但消费的中长期增长还取决于居民实际收入的增长，其变化速度较为和缓，短期内难以成为拉动经济的主力因素。

### 出口对经济增长的贡献总体下降 且改善空间有限

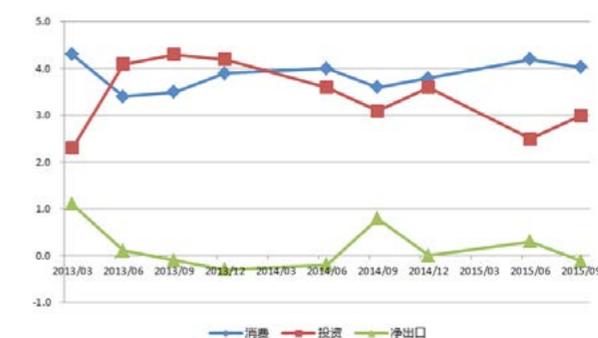
2013 年以来净出口对 GDP 的贡献比例出现显著下降。

这一变化的原因，首先是中国传统的出口主力行业竞争力内生性的下降。过去几年，中国的劳动力成本开始上升，民间对环境保护的呼声也逐渐提高。对环境保护的投入和劳动力成本的提高使得传统劳动密集型、重污染行业逐步往东南亚等区域转移。其次，人民币兑美元逐年升值，加上美国加息预期和加息的逐步落实，导致人民币实际有效汇率持续升值，影响了中国商品出口的竞争力。虽然 2014 年人民币汇率开始贬值，但仅仅对冲了部分跟随美元升值的影响，对出口影响不大。总体上看，中国传统行业出口竞争力的下降是长期趋势。

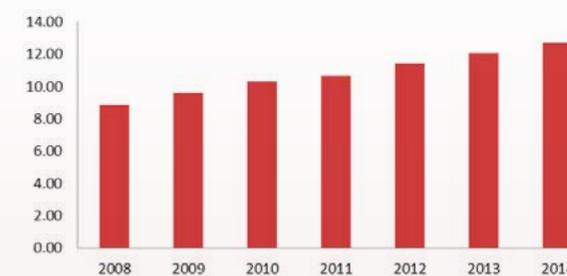
图表 2：中国 GDP 增速持续下行



图表 3：三大需求对 GDP 的贡献率分解



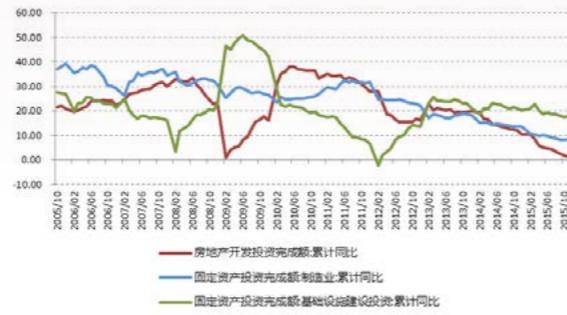
图表 5：房地产去库存压力大



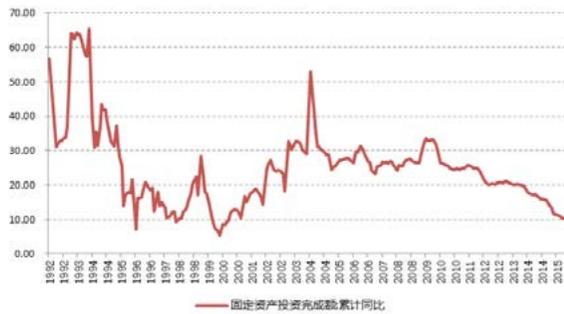
图表 6: 基建对冲房地产低迷



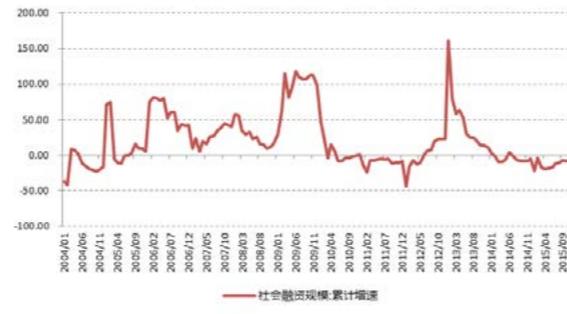
图表 7: 制造业取决于房地产与基建



图表 8: 投资不断下滑



图表 9: 融资需求不断下滑



## 核心的投资需求下降

过往投资需求的主力为房地产投资、基建投资和制造业投资。未来一段时间，房地产投资和制造业投资将处于下行趋势中，而基建投资只能起到托底减缓下行速度的作用。

房地产投资方面，由于库存高企，地产企业主动收缩投资清理库存，造成房地产投资的收缩。

房地产过去累积的巨额库存需要时间消化，高企的库存导致销售到投资传递受阻。人口结构性变化导致刚需推动的自住型购房需求减弱，伴随着房价上涨预期逐步减弱以及较低租售比（一

线城市 2%-3%）影响下的投资需求不振，将导致房地产市场出清困难，进而导致房地产固定资产投资持续低迷。

基建投资方面，在政府“供给侧改革”思路下，基建投资是对冲经济下行的托底手段，而不是抬高总体需求的推手。在经济下行压力得到显著改善前，以地下管网和棚户区改造为代表的基建投资将发挥稳增长的重要作用。

外部看，制造业固定资产投资取决于房地产与基建等终端需求，尤其是房地产投资。在房地产投资增速持续下滑的情况下，制造业投资仍将下滑；内部看，在产能利用率低、盈利水平下降和实际融资成本未大幅下降的情况下，制造业投资将再下台阶。

三者合力的结果，投资增速不断下滑，相应的社会融资需求也出现下滑。

## 汇率的影响

人民币贬值压力的根源在于货币扩张导致的内贬外升，购买力平价显示人民币高估。当前情况下，美国就业状况明显改善，显示美国经济的复苏得到确认。欧元区经济在欧央行 QE 的提振下也逐渐有所起色，经济信心指标和经济动能都有所改善。与此同时，中国经济处于下行的周期，经济基本面支持人民币贬值。从人民币实际有效汇率来看，自 2014 年下半年以来，有效汇率跟随美元走强，存在明显的高估。人民币加入 SDR 后，央行宣布人民币汇率将参考一篮子货币政策意味着人民币将逐

步与美元脱钩。而中美利差压缩后人民币升值预期的逆转将导致资本持续流出，外汇占款负增长趋势难以逆转。

综上所述，2016 年宏观经济下行压力仍然较大。最近召开的中央经济工作会议对明年经济总的定调仍是稳中求进，强调保持经济运行在合理区间，同时将去化过剩产能作为明年经济工作的重要内容。这意味着宏观经济增速不会出现断崖式下跌，政府仍将为经济托底，财政政策或更加积极，人民币持续贬值的预期下，货币政策也有望保持宽松，但政策调控也逐步扭转以往过于强调拉需求的基调，更多开始强调供给侧改革。在总需求不足、总供给改革的阶段，经济会持续寻底，企业部门进入去杠杆的阵痛时期，信用风险在经济寻底和政府供给侧管理改革思路下加速暴露。

## 2016 年投资思路

2016 年我们需要关注以下风险点：（1）大宗商品市场的底部反弹以及股票市场的情绪恢复导致大类资产配置切换可能带来资金的分流；（2）一旦稳增长持续发力、财政支出持续扩大，货币环境继续保持适度宽松，同时供给侧改革管理导致部分重资产行业出清力度加大，就可能出现经济阶段性企稳或者增速超过预期的情况；（3）人民币贬值趋势带来资本外流，国内资产吸引力下降且资金面存在变数。此时债券市场就可能暴露出利率风险。此外，供给侧改革是 16 年的主基调，伴随过剩产能的出清，债券的信用风险也增大。因此 16 年的债券操作需要更加灵活，配置上控制好久期，个券选择上需要更为谨慎甄别。

2016 年固定收益投资主要有以下两条投资主线：

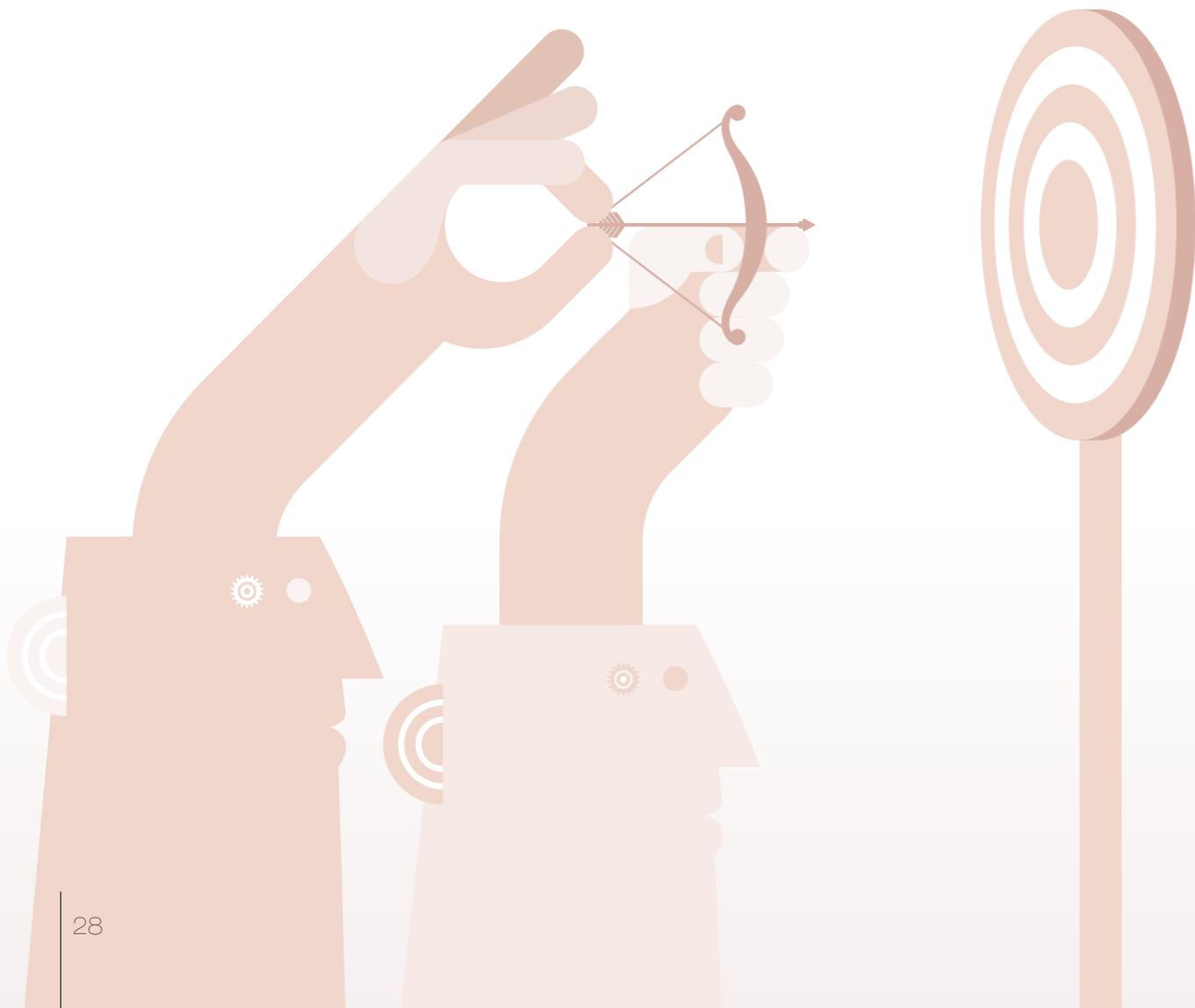
第一，把握配置方向。基础的债券配置仍然以利率债和高等级信用债为主。从券种选择上看，随着我国不同部门之间的杠杆转换，与中央层面、居民层面加杠杆相关的板块、行业其信用基本面将持续改善，如中高行政级别区域城投板块、地下管网建设板块、布局于一、二线城市的大型房企、环保产业、大消费与大健康板块等。此外，资产端收益的下行速度快于负债端成本的下行速度，将促使市场资金不得不向高波动性的权益市场寻求收益率来源。因此更需要重视可转债、可交换债等具有权益市场属性的品种，分享权益市场波动带来的机会。

第二，关注交易机会。经济基本面决定了债券市场不会出现太大风险，但潜在风险点或造成市场波动性上升，市场波动性的上升将带来交易性机会。在当前债券收益率整体处于历史地位的情况下，这种交易性机会更需要重视。

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

国庆长假后伴随着成交量的放大，市场开始活跃，2015年第四季度上证综指涨幅接近16%，深圳成指涨幅接近27%，创业板指涨幅更是超过30%。券商率先成为龙头挑起市场热情，风险偏好逐步提升，随着注册制、战略新兴板、深港通等金融市场的改革和创新的推进，资本市场直接融资服务实体经济的作用得到了市场的关注和认同。

进入十二月后，险资作为市场新增资金频频举牌蓝筹价值股，市场风格也随之切换。产品操作方面，除了之前坚守的价值投资标的之外，还在险资青睐的食品饮料、医药等消费品行业的蓝筹股上增加了头寸。

进入12月之后，无风险收益率进一步下行，10年期国债收益率下探至2.8%区间，或有进一步下降的空间，较为可观的分红收益率叠加新股发行新机制下对现有持仓的打新收益，我们认为蓝筹股仍有一定上行空间。但是，中小板、创业板在本次反弹中幅度较大，估值重新回到高位，我们对此谨慎。

2016年整体流动性将依然保持宽松状态，但实体经济缺乏投资机会，资金仍将在权益市场寻求收益。展望2016年，大小非解禁、注册制推行、再融资放开、战略新兴板、科创板、新三板扩容、中概股回归等将有助增加股票供给。但是，经过连续三年的股市上涨，累积收益可观，而股票估值水平总体偏高，如果实体经济不能发生趋势反转以支撑起目前的估值水平的話，则2016的投资挑战是显然的。现阶段，我们仍将坚持价值投资理念，同时在基本面经历检验的成长股中精挑细选并择时建仓。



JIANG HE ZE

### 姜荷泽 先生

回顾 2015 年，6 月证监会开始清理场外配资引发市场去杠杆，市场出现了闪崩，全年上证综指获得了约 9% 的涨幅，沪深 300 指数上涨了约 5%，而代表中小市值的创业板指数则大幅上涨了 85%。市场风格的割裂到了前所未有的地步。

2016 年的中国经济仍将行走在转型的曲折道路上。无风险利率（十年期国债利率为代表）还将突破历史的低点，“资产荒”仍将是投资者长期面临的困境。权益市场仍将是社会资金不得不选择的一个最大的资产池。但是，我们也必须清醒地看到，整体市场——尤其是创业板为代表的中小市值公司的估值处在历史性的泡沫之中。同时，随着注册制渐行渐近，它将极大的增加股票的供给，很有可能成为未来刺破股票市场泡沫的那根针。加之，政府对杠杆资金的警惕之心，对健康慢牛的期盼都会对 2016 年的股市产生重大的影响。大供给、大需求的 2016 年大概率是一个震荡的慢牛市场，结构化的市场热点会层出不穷。

新经济的发展趋势远未到终点，在这片蓬勃发展的领域中寻找投资机会是 2016 年我们最重要的工作。2016 年，以保险公司、银行理财资金为代表的稳健资金成为重要的新增资金主力。我们相信我们持有的有增长、有估值的蓝筹股会比 2015 年更有机会，会缩小在 2015 年被故事型公司拉开的差距。



YANG DA ZHI

### 杨达治 先生

2015 年第四季度，实体经济表现一如既往的疲软，仍看不到企稳的迹象；利率继续下行，10 年期国债收益率跌破 3%。A 股市场在股灾情绪平复后，各类指数均有所反弹，四季度沪深 300 指数上涨 16.49%，创业板指数上涨 30.32%。其中计算机、基础化工、房地产涨幅较大，钢铁、银行、交通运输涨幅较小。

展望 2016 年，我们认为经济层面将极其复杂：首先，经济周期叠加了政治周期，导致财政政策一定程度上的失效，只有依赖货币政策，但若监管不到位或者引导不够，很多资金到不了实体经济层面；其次，旧经济模式出清不够，依然占用了大量社会资源，新兴板块还很难接接力棒；再次，外部需求不确定性也很高，需要密切关注货币贬值带来的风险和机遇。在此经济背景下，结合资本市场本身的供需，我们认为 A 股市场上下波动幅度可能非常巨大：一方面流动性宽松，实体经济不好的局面依然会维持，资本市场大概率还会比较活跃；另一方面以创业板为代表的大部分股票估值高企，在注册制推出后股票供给也可能超预期。

操作上，我们坚信精选个股的重要性，仍将坚持“幸运的行业，能干的管理层，合理的估值”的投资理念，优选消费升级、人口老龄化、新能源相关以及那些供给侧出清的周期类行业的龙头公司进行布局，力争以合理的价格买入，给投资者带来绝对回报。



ZHANG FENG

### 张锋 先生

2015 年第四季度市场大幅反弹，上证指数上涨 15.93%，创业板指上涨 30.32%。沪深 300 反弹约有 20%。诚如历次的经验，行情总是建立在废墟之上。经过了今年中期的大幅下跌，股市去杠杆基本完成，投资价值也水落石出。

无风险收益率目前在 3% 左右，与过去不同的是，由于供需关系已经在长期内发生变化，目前这个水平的无风险收益率可能还有进一步下降的空间。部分蓝筹股的投资价值仍然很明显。但是，中小板、创业板在本次反弹中幅度较大，估值重新回到高位，我们对此谨慎。

2016 年的流动性将依然保持宽松状态，而实体经济缺乏投资机会，资金仍将在权益市场寻求收益。但是 2016 股票供给将会有大幅增长，大小非解禁、注册制推行、再融资放开、战略新兴板、科创板、新三板扩容、中概股回归等等，这些都显著有异于 2015 年的情况。经过连续三年的股市上涨，累积收益可观，而股票估值水平总体偏高，如果实体经济不能发生趋势反转以支撑起目前的估值水平的话，则 2016 的投资挑战是显然的。



WANG DAN

### 王丹 先生

2015 年四季度收益率下行了近 50BPs，上证指数也有近 16% 的回升，人民币贬值超过 2% 并加入 SDR。市场阶段性的稳定很快被年初人民币的快速贬值和权益类市场的剧烈下跌所打破。这或许是未来整个体系不稳定的预演，预计体系性的不稳定可能持续很长一段时间，其持续时间和广度不完全由国内控制。当下要解决中国国内的问题，某种国际合作甚至主动向外突围是必须的，最终政治层面努力的重要性要多于经济层面。

可以预计的是解决问题的过程中，加杠杆是必须、必然的。不管稳定哪个细分市场，都离不开杠杆。而且杠杆必须是互相替换替代、轮流加上，只有这样才可能具有“障眼法”的作用，为腾挪提供足够的空间。因此，局部监管者为了部门监管需要卡住任何一种新兴杠杆，都可能会引发不可预见的大动荡，因为杠杆环环相扣，彼此影响。

固定收益类市场在年初的动荡中还没有受到波及，只能说这个市场的杠杆规模虽然很大但仍然稳定，还有类似的一个细分市场就是房地产市场。促成这两个市场稳定的原因其实并不如市场大多数人认为的那样坚实，有一点可以确定，就是这两个市场累积的不稳定力量在逐步增强。股票市场是挡在房地产市场前面的战线，一旦崩盘后果非常严重，在股市恐慌的时候买入低估值个股，是各方力量共同指向的投资方式，也是组合未来配置的方向。总体而言，下一步组合配置将更加谨慎，更加灵活。



LIN PENG

### 林鹏 先生

2015年第四季度市场出现触底反弹的走势，以中小创为代表的所谓成长股板块反弹强劲，市场表现出今年二季度股灾前的疯狂状态。虽然我们在上证3000点以下进行了加仓，但总体持仓结构偏向于二线蓝筹股，因此产品净值回升的节奏基本与沪深300接近。

本季度除了创业板出现强劲反弹外，一个新的特点是保险资金频频举牌上市公司，对多家公司的股权争夺愈演愈烈，成为市场活跃的一个重要组成部分。虽然部分险资的投资行为颇受争议，但我们认为，保险资金加大买入上市公司的股权可能是一个标志性的事件。这说明原先存留于实业、信托等领域的资金在“资产荒”的大背景下，为寻求相对高的收益率，开始选择进入原先视为高风险的权益市场。部分蓝筹股因其稳定的业绩，较高的分红率而率先成为这部分资金选择的对象。未来，一方面，低估值的蓝筹品种可能因其稀缺性而提升估值水平；另一方面，低估值、股权分散的一些公司也会重新考虑过去重融资、轻回报的态度，进而逐渐开始考虑股东回报。这都有利于行业龙头、绩优蓝筹重新获得市场青睐。

2016年，我们将会继续坚持价值投资的理念，力求选择优秀公司长期持有，赚公司成长的钱。



ZHU BO SHENG

### 朱伯胜 先生

2015年第四季度，上证综指、深证成指、创业板指、中小板指的涨幅分别为15.92%、26.80%、30.32%和23.81%。但回望全年行情，2015年资本市场堪称跌宕起伏的一年，指数过山车效应明显，对管理人的仓位控制能力和水平提出了更高的要求。

展望2016年的市场，随着资产荒的愈演愈烈，我们相信，相对而言，配置权益资产仍将是居民大类资产配置的一个重要的选择。尽管选股难度比以前可能会有所加大，但结构性的机会可能仍会层出不穷。相对而言，估值不高，有一定的安全边际，成长性较好的标的仍将受到市场的青睐。我们将密切注意国内外经济形势和动态，充分评估各项因素对资本市场的影响，甄选符合国家产业政策扶持方向二线蓝筹以及一些经调整后被市场错杀的成长性较强安全边际较佳的中小盘个股或者风险较低的债券类资产，争取在2016年取得相对较佳的投资收益。



XU XI JIA

### 徐习佳 先生

2015年第四季度A股市场终于迎来红十月，所有指数均开始强劲反弹。几乎所有指数从底部上升到11月底至12月初的高点均超过20%，令牛市有没有结束再次成为一个问题。市场在去杠杆过程初步结束后以较快的步伐完成政策底和市场底的探寻后开始上行，并有上百股票创出新高。总体而言，反映了市场资金缺乏去处的现实和对转型变革的期望。

第四季度东方红量化产品净值基本保持稳定。由于产品特性要求风险敞口较小，且中性操作，使得产品在期货连续大幅负基差的环境下操作困难，目前以锁定收益，等待机会为主。

展望2016年，考虑到期货市场在中金所一系列限制措施下流动性大幅下降，负基差持续存在，完全中性的操作较难获取收益，我们考虑适当放开部分风险敞口或对风格略作偏离，在灵活对冲风险可控的前提下适应新常态，为投资人获取新环境下性价比较高的收益。尽管四季度指数在暴跌后筑底反弹，但市场环境的变化，资金、人气的聚集非一朝一夕之事，未来震荡格局应该会维持很长时间。我们不认可崩溃论，对这次全市场风险教育后的新常态，我们认为市场在延续过去几年形成的大小盘风格二元化的前提下，出现若干新迹象。其中最值得注意的是金融股外的中大盘股中的部分个股的分类或投资逻辑可能从白马成长向白马价值转化。从稳健投资的角度看，我们将在二元市场的新常态下，修正模型假设，对于分化不同的股票类别采用不同的投资逻辑，细分投资品种来为客户积累收益。



GAO YI

### 高义 先生

回顾2015年以来的资本市场，可谓波澜壮阔，市场的跌宕起伏、投资者的悲喜交加、金融危机的若影若现，注定都将载入中国资本市场史册。作为众多机构投资者的一员，有太多的经验教训值得总结，但仅仅是这一惊心动魄的过程，都将是投资生涯的一笔宝贵财富。

2016年宏观大环境与前两年相比不会有显著变化，如经济依然疲弱、流动性保持宽松、改革继续推进等，但这些变量对股市的正向边际影响力明显下降。一些新变量将成为投资者博弈的焦点，例如美联储加息节奏、大宗商品及通胀前景、汇率及金融稳定、股票注册制的推行、供给侧改革的推进等。总体来看，资金仍将围绕权益市场寻求收益，但无疑对风险因素的关注将明显加强。

产品管理上，我们将适度控制仓位、保持均衡配置，主要以定增破发、封基、分级A及精选个股等为主，力争为投资者带来长期稳定回报。



东方红资产管理林鹏：

# 合理取舍 做投资中的防守型选手

文 / 上海证券报 记者 巩万龙

“投资就像世界杯决赛圈比赛，进攻好的球队只是给观众提供了观赏性，最终胜出的往往是防守能力突出的球队。”东方证券资产管理有限公司公募权益部基金经理林鹏对记者表示，受到公司绝对收益理念潜移默化的影响，偏价值的投资风格让自己成为一名注重防守，坚持均衡配置原则的基金经理。

巴菲特有两大投资原则，一是绝对不能亏钱，二是记住第一条。作为拥有超过17年证券从业经验的资深投资经理，林鹏坚持价值为先、均衡配置，能够认清自我能力圈，学会投资取舍，尽可能规避风险。Wind数据显示，截至今年11月30日，由林鹏担任基金经理的东方红睿丰混合基金单位净值1.6590元，累计单位净值1.7100元，今年以来复权净值增长率达53.67%，在同期存续的768只混合型基金中排名前四分之一。

林鹏将投资比喻为世界杯比赛，进攻实力优秀的球队冠军经常中途被冷门淘汰，而最终胜出的往往是攻防均衡的球队；又如一次F1赛事，其中暗含均衡配置科学，最好的车队往往有较为均衡的硬件配置和赛车经验，直道跑得好，弯道同样能胜出。

## 偏价值的防守型选手

格雷厄姆曾说过，投资者与投机者最实际的区别在于他们对股市波动的态度上，投机者的兴趣主要在参与市场波动并从中谋取利润，投资者的兴趣主要在以适当的价格取得和持有适当的股票。

简单来说，格雷厄姆眼中的投资正是基本面投资，脱离基本面的交易均可理解为投机。自1998年加入东方证券研究所以来，行业研究员出身的林鹏研究过TMT、家电和房地产等行业，2005年进入东方红资产管理的前身东方证券资产管理总部，从研究员提升为投资经理，长达10年的基本面研究为他打下坚实的功底。



进攻好的球队只是给观众提供了观赏性，但他们往往被冷门击溃，这有点类似于股市中的黑天鹅事件。过去三届世界杯的冠军球队，拥有近20年来最好的三个守门员，这在一定程度上说明防守好的球队往往能够胜出夺冠，防守才是决定性因素。



早在1996年中国就进入了进入基本面投资的黄金时期，机构投资者普遍比较重视公司基本面的研究。在他看来，投资风格与个人成长背景不无关系，偏价值的投资风格归因于长期跟踪研究公司基本面，而每个人选择的投资道路也要跟个人特点、能掌控的资源 and 周围的环境团队相匹配。“在我研究的过程中，见证了很多公司业绩数十倍的增长从而带来了股价数十倍的增长。1995年的深发展和四川长虹，1999年之后的苏宁电器、贵州茅台、格力电器和美的电器，2010年之后歌尔声学、海康威视、网宿科技等。在公司成长过程中，股东赚到了成长的钱。”正是长期形成的基本面投资理念，林鹏对本轮互联网泡沫保持了几分谨慎，凭着观望的勇气和对价值投资的执着，他管理的东方红睿逸混合基金虽然在六月份市场高位时成立，却没有急于建仓，最大回撤不到5%。

在持仓策略方面，林鹏主张均衡配置。他指出，不指望通过短期内的操作来规避风险或者获取收益，也不想用赌博的心情调仓，让投资组合始终处在微调状态下，保持较低的心理成本。基于均衡配置的投资策略，林鹏过往管理的东方红私募类产品晋龙1号，截至2015年6月底该产品自成立以来累计单位净值收益率309.10%，在同期运作的可比私募产品收益率排名中位于前列。

对于注重防守的习惯，林鹏认为，公司注重客户长期投资回报的实现，更加注重长期业绩的考量。短期的业绩回报是值得期待的，但是更重要的是注重在出现风险时回撤的可能性。当市

场出现某一方向过度的时候，愿意牺牲一定的收益。“今年年初已经感觉到互联网和创业板方面比较过了，持续的热度远远超过想象。但最终市场还是可以去判断的，在6月指数下跌的过程中，由于配置的比较比较均衡，产品的回撤率比较小”，林鹏告诉记者。林鹏将投资比作世界杯决赛圈比赛，进攻好的球队只是给观众提供了观赏性，但他们往往被冷门击溃，这有点类似于股市中的黑天鹅事件。过去三届世界杯的冠军球队，拥有近20年来最好的三个守门员，这在一定程度上说明防守好的球队往往能够胜出夺冠，防守才是决定性因素。

## 投资要有所取舍

从2013年开始，创业板和中小板行情已持续三年牛市，互联网更是成为此轮牛市不折不扣的核心逻辑，众多机构投资者将绝大部分资金重点配置于互联网行情当中。

“PEG估值理论在具体对上市公司进行估值的过程中非常重要。创业板中很多所谓的互联网公司，估值水平眼中偏高。虽然科技类的公司有很大吸引力，能够改变世界，但也在被外界随时改变。”林鹏表示他虽然比较偏好成长股，但是也难以接受完全没有业绩支撑，仅依靠商业模式推动来提升市值的公司。

落实到具体公司，林鹏更加倾向两类企业：一是估值较低的公司；另一种是处在经济状况最好状态下的成长股。对于第一种情况，林鹏认为，一些蓝筹股的PE特别低，虽然低估值代表



投资就像世界杯决赛圈比赛，进攻好的球队只是给观众提供了观赏性，最终胜出的往往是防守能力突出的球队。





公司普遍存在一些瑕疵甚至价值陷阱。但是他愿意在这类可以看到股价底线的公司中等待，在有较高安全边际的前提下，寻找与市场认知度不同的投资机会。同时，对于那些估值较高，但是盈利预期也高的股票，可以在成长最快速的时期参与。林鹏不热衷于主题投资，而是注重选择过往的上市公司品质和诚信，以及收购兼并时显示出的能力；同时，重视上市公司的财务报表分析，找出以往成功案例与标的财务指标做比较研究。

他认为，投资科技类公司，长期看投资风险仍然较大。据统计，2000年美国纳斯达克涨幅前十名的市值超过10亿美元的企业中，目前已有6家消失了，即使目前看起来依然非常成功的Oracle、微软、Cisco，股价也分别下跌了30%-70%。“创业板有上千倍估值甚至是亏损的公司都是正常的，但整个板块都处于高估状态，那么肯定是存在高风险的，对于这类所谓成长股的追逐，要务必小心。”

为了能够更加理性地面对市场，林鹏为自己设定了一些投资原则，设定自己的资源和能力圈，做到有所为和有所不为。首先，不把对大盘的短期走势的判断去作为投资的依据，顶部空仓底部满仓是所有管理人的梦想，但这是不可能持续实现的。其次，不参与最热门的主题炒作。不把紧随市场热点作为自我能力的考验，始终坚持选择基本面过硬的标的，并且均衡配置，不集中持股。第三，不期待从博弈中获利。林鹏表示，博弈包括两种情况，一是市场博弈，包括大盘的择时；二是与上市公司大股东共谋或博弈，除了法律法规严打的内幕交易外，上市公司大股东的利益实现方式较为多样化，机构投资者与其长期共谋或者博弈，有很大的风险。

## 未来机会看传统转型和服务升级

上半年的牛市更像是1999年和2000年的A股，均有流动性改善背景，且当时市场又受到美国纳斯达克互联网行情刺激，这些特征与2015年颇为相似。“6月份的暴跌，第一次告诉机构投资者股票流动性风险是如此之大，虽然现在的持股模式不是之前的违法坐庄，但是因为股东结构的趋同性造成股东行为的一致性，最终机构投资者无法出货导致流动性崩盘”，林鹏表示。

回顾今年牛市暴跌的过程，一些机构集中扎堆持股的方式最终酿成恶果值得反思。林鹏指出，经过本轮暴跌，未来中国不乏投资机会，因为当前中国利率环境依然有利于股市，优质资产也稀缺，随着个股估值进入合理区间，上市公司业绩见底，成长消费类公司有望重新崛起。

“最好的公司，一定是能够解决社会需求和社会痛点的企业。”对于未来A股的投资机会，林鹏认为主要体现在两个方面：首先，缓解制造业劳动力紧缺问题的企业。中国是制造业大国，在未来相当长的时间内制造业仍将在国民经济中占有至关重要的地位，虽然整个产业要向中高端不断攀爬，但是劳动力紧缺定会成为制造业的主要问题。如果哪些公司可以缓解或解决劳动力的痛点问题，那么成长空间将可以期待，比如工业自动化和机器人产业。第二，能够解决服务需求的行业或者公司值得关注。林鹏解释称，随着生活质量的提升、空闲时间确定性的增加和私家车保有量的提升，包括国内社区服务、养老医疗和休闲旅游等在内的服务业才刚刚发展，未来市场空间可以期待。

“没有特别看好行业，因为有些行业看似欣欣向荣，但估值非常不合理。会看自下而上的公司。目前更加看好一些二线蓝筹股，但我对制造业和新兴产业是比较乐观的。”林鹏认为，万科和海康威视等企业在过去几年只是完成了国内成长的一个阶段，未来诸如此类的公司若能向服务转化并且实现国际化，或许可以找到一定的投资机会。

东方红资产管理周云：

## 谨守能力圈 寻找真正“白马”

文 / 上海金融报 记者 陈健

近日A股短期震荡调整，在此市场环境下，投资者该如何投资？为此，记者专访了东方证券资产管理有限公司基金经理周云博士。

资料显示，周云为清华大学生物学博士，证券从业7年，在大消费领域拥有丰富的研究经验，目前担任东方红新动力混合、东方红京东大数据混合等基金的基金经理。

周云表示，虽然无法精确预测市场底，但是经过前期大跌，很多股票的潜在回报率已越来越有吸引力，大类资产横向比较，优质公司股票依然是最值得配置的资产，投资者不妨谨守能力圈，寻找能让自己安心持有的优质投资标的。

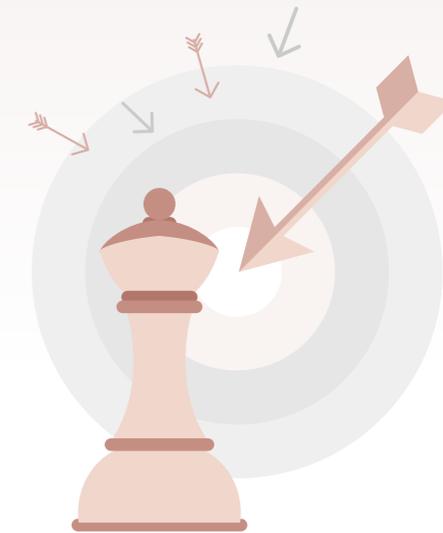
### 超额收益来自于哪里

在周云看来，做投资首先要考虑清楚自己是在“赚谁的钱”，即明确投资收益的来源，才能够合理把握投资方向，谨慎规避投资风险，赢得长期的投资回报。

“做投资首先要思考超额收益从哪里获得，才能确定投资风格和投资方向。”周云说。他根据自己的投资实践，将超额收益的主要来源归纳为如下三类。

第一类是与优秀的上市公司为伍。时间是优秀公司的朋友，从长期投资的角度，投资者能够通过上市公司业绩增长、分红或回购等形式最终实现收益。这类投资，除了耐心之外，最大难度在于如何界定一个公司是否真正“优秀”，即使被过去一段时间证明或者被当前市场广泛认可的“优秀”，也都有可能是漂亮的陷阱。

第二类是针对一些市场预期差到无法再差的公司，可以考虑依靠价值回归和周期性成长来获得投资回报。资本市场的一个特点是经常会对一个公司或行业形成“极端”



做投资首先要考虑清楚自己是在“赚谁的钱”，即明确投资收益的来源，才能够合理把握投资方向，谨慎规避投资风险，赢得长期的投资回报。





目前市场估值风险被大规模释放，未来利率下行的大趋势还将继续，权益类投资将有望成为投资人优选的投资方式，投资者不妨谨守能力圈，寻找能让自己安心持有的优质投资标的。



的一致预期，好的时候是“优点被无限放大，没有瑕疵”，差的时候是“一无是处，缺点又被无限放大”。公司基本上不算太大的波峰和波谷在经过市场情绪的放大后，可能会在股价上形成很大的周期起伏。周云认为，如果投资者能够不受市场情绪的影响，保持客观的态度，结合对公司竞争力和未来趋势的判断，在好的价格基础上，投资即使不算特别优秀的公司也有可能在中短期内获得非常好的回报。

第三类是通过追逐市场热点，主题投资等获得回报。在这种投资方式中，股票更像是筹码，投资者通过博弈挣别人的钱。博弈是零和游戏，如果考虑高换手产生的交易成本的话，那么就只是负和游戏，在成熟市场只有极少数的人能通过这种方式长期获得超额收益。国内由于散户的比例较高，博弈的回报率有时可能超过前两类投资方式，但是稳定性和可持续性比较差。

对于上述三种投资风格，周云坦言自己更适应前两种，未来更倾向于将大部分精力用于寻找第一类投资标的，与优秀企业共成长，努力为投资人带来长期的投资回报。

### 谨守能力圈 寻找真正“白马”

对于普通投资者而言，如何挑选优秀的上市公司？

查理·芒格曾说“投资就是先找到为数不多的几个优秀企业，然后安安稳稳的坐等结果”。在周云眼中，挑选优秀企业并不

是买市场认可的白马这么简单。概括来说，所谓“优秀的公司”，其战略方向和商业模式要符合行业和时代的发展趋势，各方面的执行力要远超竞争对手。“优秀”本身是一个相对的概念，现实中不可能有十全十美的公司，不同的行业属性和发展阶段对“优秀”要求的侧重点也都有所不同，因此投资者不应该拿一把尺子去衡量所有公司。比如一个赢者通吃的行业尚处于野蛮生长阶段的时候，胆子大、锐意进取、快速扩张可能是企业最大的优点，此时如果以“精细化管理”来衡量这个企业优秀与否的话，很可能会错过良好一只牛股。“优秀”也同样具有时代局限性，随着外部环境的变化，企业过去赖以成功的发展经验或商业模式有可能变成未来发展的最大障碍，苏宁电器是比较典型的一个案例。所以投资者除了耐心之外，对行业和时代的发展趋势还要有洞察力和敏感性。

周云表示，选股应当谨守能力圈，因为选股包含了投资者对行业、管理层、竞争对手等很多方面的主观判断，只有在自己熟悉的领域才会有比较高的成功概率。每个人的知识结构、行业经验、人脉资源都不同，决定了每个人的能力圈也不一样，优秀的投资者会一直保持学习的态度，不断的拓展自己的能力圈。

此外，投资者可以把握优秀公司的一些共性，这些共性很多经典的价值投资教科书上都有论述。比如优秀公司容易扎堆在一些“幸运”的行业里，这些行业一般都有这些特征：规模经济、容易差异化、轻资产、技术进步速度不是特别快而且路径可预测等。需求增长快的行业并不一定都是幸运的行业，在很多情

况下，需求的增长无法转化为股东的回报，比如光伏行业，“光伏”的需求也曾经翻倍增长，但是技术壁垒低，技术进步太快，导致行业无序竞争，即使行业龙头最终也无法确立竞争优势，为股东创造长期价值。从这个角度看，对选股而言行业特征比需求增长更加重要。周云介绍，东方红资产管理在选股方面一直秉持“从幸运的行业中挑选能干的公司”的理念。



### 好公司价格贵也不是好选择

“好的投资绝不等于购买好的资产，价格的因素与购买的资产质量一样重要。”周云认为，选择好的公司是一个方面，但如果好的公司价格太贵，也并不是最优选择。例如，如果投资者在1999年年中投资亚马逊，并持有至今，年化收益率不超过11%。由此可见，投资者即使找到像亚马逊这样伟大的公司，但买入估值过高的话，也会让投资变得平庸。

资料显示，一项针对全球11个股票市场（其中包括5个成熟市场，6个新兴市场）估值和回报率关系的研究表明，整体而言，当初始买入估值大于等于30倍PE时，取得回报就变得比较困

难；而当买入估值等于或低于11倍PE时，则未来的回报率就变得很高，而风险也同时下降很多。

“理论上估值有一套科学的方法，但是实际中很难精确运用。”周云说。他表示，投资中更多的是定性判断一个公司的估值是否合理，甚至低估。定性的判断是建立在投资者对公司商业模式的理解（公司是怎么赚钱的），成长路径、市场空间的预测基础上的，然后结合当前市值、市盈率、市销率等估值指标综合得到的。A股投资者比较看重企业的盈利增长速度，PEG是普遍运用的估值方法，但是在预测G的时候，容易有线性外推的倾向。

周云表示，过去几年经济转型成为了全社会的共识，对应资本市场上的表现就是代表新经济发展方向的创业板一路高歌猛进，产生了比较明显的泡沫。在这种背景下，之前关注的方向主要以估值合理的消费行业和面向终端客户的制造业为主。最近，随着创业板的急剧调整，也有不少好公司进入了合理估值的区间，未来也会对此类公司加大研究。

总体来看，周云认为，目前市场估值风险被大规模释放，未来利率下行的大趋势还将继续，权益类投资将有望成为投资人优选的投资方式，投资者不妨谨守能力圈，寻找能让自己安心持有的优质投资标的。



# 东方红公益基金会启动 “爱·早餐”助学计划

文 / 上海证券报



天气转凉，近日上海市东方红公益基金会为“爱·早餐”助学计划的受助学生送出“温暖包”。该助学计划是东方红公益基金会“东方红微光公益”的项目之一，于2015年9月在贵州省遵义市务川仡佬族苗族自治县启动。

据悉，“爱·早餐”助学计划主要资助该县两所中学的100名家庭特别贫困、成绩特别优秀的高二学生，为他们在在校期间提供免费早餐，直至他们高中毕业，为期两年，缓解非义务教育阶段面临的部分生活学习压力。

今年10月，东方红公益基金会实地走访了该两所受助学校，及部分困难学生家庭，了解受助学生情况。同时，东方红员工与受助学生自愿结对子，通过互赠卡片等方式，参与到公益实践中。继发送资助金后，本次送出的“温暖包”包括围巾、帽子、保温包、背包等。

东方红公益基金会由东方证券资产管理有限公司发起设立，成立于2014年11月，主要资助开展助学助教活动，资助开展扶贫济困、赈灾助残等社会救助活动，以及资助开展其他社会公益项目。

事实上，东方红资产管理在发起成立东方红公益基金会之前，已通过向基金会捐赠，及合作设立中欧陆家嘴金融消费者保护基金等方式参与公益实践，累计捐赠资金超过600万元。此外，该公司还先后推出东方红-公益和东方红-新公益等两只集合产品。

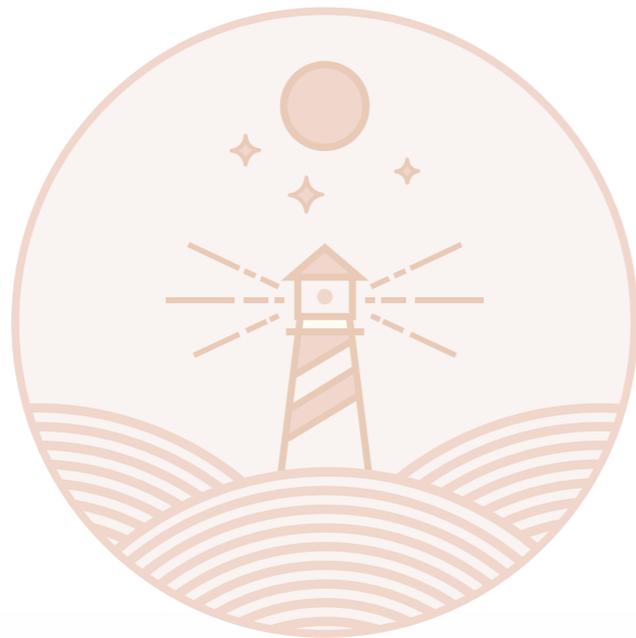
分析人士表示，企业参与设立公益基金会，可以让公益工作更具计划性、系统性、专业性，通过基金会开展组织规范、长期持续的公益项目，不仅可以将社会责任理念融入企业整体战略，还可以让更多需要帮助的群体得到支持。



## 分享长期投资理念 “东方红万里行”系列活动举办超两百场

文 / 凤凰财经

### 东方红 万里行



经历资本市场多年洗礼，长期投资日益深入人心。记者获悉，东方证券资产管理有限公司“东方红万里行”系列活动已举办200余场，通过多种形式与机构投资者、渠道客户经理、普通客户充分交流，分享价值投资经验，倡导合理资产配置和长期

投资理念。

该项活动覆盖全国主要一二线城市和沿海发达城市，获得了渠道客户经理及投资者的好评。



#### 分享长期投资经验 足迹覆盖全国

东方证券资产管理有限公司相关负责人表示，公司一直希望“寻找满意的客户”，通过综合资产管理能力，“让客户满意”，在这一过程中，寻找、培养与资产管理机构投资理念相匹配的客户至关重要，资金性质决定了投资策略，投资人的收益除了取决于管理人的投资管理能力，也取决于投资人本身的投资理念、风险偏好、参与时点、持有时间长短等因素。

该人士表示，“东方红万里行”系列活动是寻找和培养“满意的客户”的重要举措之一。

该活动旨在搭建了分享长期投资经验的桥梁，主要亮点在于：一方面立足于多年投资经验，通过多种形式和途径倡导长期投资理念；另一方面动员了公司众多专业人士奔赴全国各地，与投资者和银行客户经理“零距离”接触，帮助投资者了解和树立长期投资理念，获取合理长期投资收益。

据介绍，为在全国范围广泛开展“东方红万里行”系列活动，团队做了大量准备，总结了过往多年投资实践，选取了众多投资案例，通过图表、数据、生动案例等进行展示。

#### 倡导合理资产配置 相信复利的力量

据介绍，在该活动中，组织者通过大量的数据分析，以清晰的逻辑结构，结合A股市场发展和团队投资实践，突出长期投资的意义，展示复利的力量。

一个普遍存在的现象是，投资者常常陷入择时困境，容易追涨杀跌，往往在市场时入场，导致大部分投资者在相关投资中无法获得合理回报，甚至出现亏损。

据WIND统计，2014年全年权益类首发基金规模共计2363亿，而2015年上半年权益类首发基金规模就达1.3万亿，同时个人投资者开户数今年3月至5月呈现爆发式增长。而另一组数据显示，过去五年A股股票的收益中位数是74.45%，复合年化收益率11.77%。

“有一种投资奇迹叫复利，有一种坚持叫长期价值投资。”业内人士表示，复利被称为世界第八大奇迹，如果每年都能获得年复合收益率26%，坚持投资十年，即可获得十倍的收益。单纯依靠自身来克服人性弱点并不容易，投资者想要分享资本市场长期上涨成果，选择优秀的资产管理机构，进行合理的资产配置，有利于提升投资获胜的概率。

## 信任是无形的财富

文 / 《东方红 悦读》编辑部

“说实话，在来贵公司之前，我心里七上八下、忐忑不安，怕你们不待见我这个不速之客。然而你们的真诚相待让我感受到一种温暖，一种前所未有被尊重的感觉。”作为东方红的一名投资人，潘福田先生将信任交给东方红。

潘福田，浙江杭州人，常年在外从事茶叶生意。在众多闻名于世的茶叶品种中，潘先生唯独钟情于家乡的西湖龙井。他说，龙井的简单透明，即便是外行人也一眼就辨别出茶叶品质的好坏。这是茶叶的品质，也是他做人的操守。



东方红4号从某种意义上对我而言，是一种精神慰藉，它让我更加坚信中国的投资环境会越来越健全，中国的理财产品会越来越向着理性成熟的方向发展。



尽管常年奔波在外，潘福田依然崇尚落叶归根，就连购买理财产品，他也是不远千里回到杭州。与东方红结缘，源于2010年一次偶然的契机。那时的潘福田，涉“市”未深，几乎不了解投资，更不懂如何选择理财产品。正值东方红4号成立1年之际，工行客户经理向潘福田介绍了这款产品，他抱着试试看的态度购买了10万元。

“现在回想起来，我非常感谢那位客户经理，当然更应该感谢东方红团队，给予我如此优异的投资回报。”潘福田表示，2010年行情不好，他在历史同期买的其他产品，大部分到现在还没有回本，部分产品虽已回本，但净值都比较低，像东方红4号这样脱颖而出的产品是比较少见的。

东方红4号成立在一个熊市阴影笼罩的时代，潘福田先生不禁感慨，“我从来没有给自己设定期限，假如多年这个产品还是没有起色，我会采取什么样的措施，因为我一直坚信，坐落在中国金融城的上海，拥有高尖的金融人才，我坚信，东方红资产管理团队经得起市场的考验，所以当客户经理还在担心我承受不了资产的损失时，我早已做好了‘静观其变’的准备。”

时间是最好的证明。长达六年时间里，东方红4号不仅远远跑赢上证指数涨幅，业绩更明显领先于同期所有股票型基金。该产品的投资主办人陈光明先生投资风格稳健，善于把握大趋势下的大概率投资机会，其投资组合偏重于业绩稳定、低估值、高分红的蓝筹公司，而且持有时间周期较长。对此，潘福田真

切的感受到，在熊市的时候，投资经理对东方红4号稳妥的控制，以最小的波动给客户最安稳的心。“有些产品买了，可以好长时间不用去管他，有些产品买了，从此就日日担心牵挂，而东方红4号就是一只我可以放在那里不用去操心的产品。”

潘福田只是众多普通投资者的一个缩影，股市的波动起伏让投资者深深感受到风险的不可预测性，在跌宕中历练成长。在投资的这条道路上，如今的潘福田变得更加理性与沉稳。“东方红4号从某种意义上对我而言，是一种精神引导，它让我坚信中国的投资环境会越来越健康，中国的理财产品会越来越向着理性成熟的方向发展”。

潘福田通过偶然投资一只产品，深入了解东方红团队，建立了彼此之间的信任和默契。今年3月底，工行客户经理又向潘福田传达了东方红中国优势发行的消息，可是等他忙完工作赶回杭州的时候，中国优势已经提前募集结束了，潘福田对此感到非常遗憾。他此行特意来沪拜访东方红团队，希望能够第一时间了解东方红产品的相关信息，更加合理地规划个人资产配置，理性投资。

滴水穿石，信任无价。多年来东方红团队始终以投资者的信任作为公司生存和发展的基础，以专业化为基础，努力为客户带来长期投资回报，让客户满意。千里之行，始于足下，正是因为有许多像潘福田这样的投资人的默默支持，东方红资产管理的路才能越走越宽广。

面临纷繁的投资书籍，该怎样选择呢？我们跟您一样，曾经被这个问题困扰。

为此，我们在办公空间里专门辟出了一间书屋，摆放着资深投资专家精心挑选的各类书籍，从投资家传记到投资理念讲述，每一本书都为我们打开了一扇精彩的投资之门。现在，这个不到8平方米的小天地，已经成了我们团队内部交流、碰撞、分享、沟通的重要空间。

本栏目将带领您走进这间书屋，与您分享陪伴我们成长的财富智慧。

## 应对不可知的未来 ——读《投资最重要的事》

文 / 《东方红悦读》编辑部

“我第一时间打开并阅读的邮件就是霍华德·马克斯的备忘录，总能从中学到东西。他的书籍更是如此。”一向鲜有推荐书籍的沃伦·巴菲特，详细阅读了霍华德·马克斯的著作《投资最重要的事：思考型投资者的非常识》两遍。

霍华德·马克斯比大名鼎鼎的巴菲特小16岁，是一名典型的纽约客。他取得了宾夕法尼亚大学沃顿商学院的金融学学士学位和芝加哥大学的会计与市场营销MBA学位，并于1995年创建美国橡树资本管理公司。公开数据显示，截至2013年12月底，橡树资本管理资产规模逾800亿美元，是当时中国最大基金公司规模的两倍以上，相当于巴菲特管理的伯克希尔-哈撒韦公司资产规模的1/5。他的个人财富150亿美元，相当于巴菲特的1/3。

马克斯的投资业绩接近于巴菲特，投资理念也与巴菲特不谋而合，强调价值投资，追求长期的业绩回报。作为投资界大佬，在马克斯40年充满传奇色彩的投资生涯中，风险控制始终被

置于首位。他认为，杰出投资者之所以杰出，是因为他们拥有与创造收益能力同样杰出的风险控制能力。

虽然大多数人将风险与波动性划等号，但在马克斯眼中，“人们拒绝投资的主要原因是他们担心亏本或收益过低，而不是波动性”，风险首先是指损失的可能性。

落实到具体的投资行为中，不少投资者都会碰到一个本质性问题：投资要求我们决定如何就未来发展配置一个投资组合，但未来是不可知的。不可获知的未来，在一定程度上决定了投资收益的不确定性和未来时间无法预测性。因而，这一切也决定了风险无法精确量化。

然而，无法量化的风险是否一定意味着损失呢？其实不然。虽然投资风险给整个投资过程带来了不确定性，但这并不意味着风险无法控制，也正是由于这种不确定性，才有可能在投资中取得超额收益。对此，马克斯在《投资最重要的事》中明确指出，



马克斯的成功秘诀在于控制风险以及避免犯错。只要能够合理的控制投资风险，减少错误的发生，那么赢者自赢。



风险分为正反两个方面。首先，基本面弱未必导致损失风险。业绩不佳的股票如果买进价格足够低，也能成为一项非常成功的投资。其次，风险可能在宏观环境并未走弱时出现。灾难总是发生在没有花费时间精力去理解自己投资组合基本过程的人身上。

尽管你常常听到周围的人谈论“风险越高，收益越高”的某类产品，但事实并非如此。马克斯认为，依靠高风险投资获得高收益几乎是不可能的，主要原因在于高风险投资如果确保高收益的话，那么它高风险的前提也就根本不存在了！因而，理解风险，进而识别风险、控制风险至关重要。归根结底，投资者的工作是以盈利为目的，聪明地承担风险，能够出色做到这一点，是最好的投资者与其他投资者的区别。

基于风险控制理论，马克斯进一步提出了他的逆向投资观点。即当投资者认识到某一投资风险的时候，因为风险反映到了价格上，风险价格比高，这项投资成功的机会就高。反之，投资者忽略风险，风险价格比就低，失败的几率就高。固然运气确实存在，但便宜的价格可以带来更好的运气。在不确定情况下，最能确保投资安全的方法，就是买入价格一定要低——只有价格足够低，才能保证未来的超额收益。如果有一家经营良好、产品优质的企业的债券或证券，在价格足够低的情况下，霍华德·马克斯认为值得投资。

总体而言，马克斯的成功秘诀在于控制风险以及避免犯错。只要能够合理的控制投资风险，减少错误的发生，那么赢者自赢。



### 精彩观点

投资，就像经济一样，更像一门艺术而不是科学。准投资者们可以学习财务课程，广泛阅读，幸运的话可以得到投资前辈的指点，但是他们只有一小部分人能够获得维持高水平的结果所需的非凡的洞察力、直觉、价值观念和心理意识。要做到这点，就需要“第二层思维”，即与市场普遍观点不一样的逆向思考。

投资只关乎一件事：应对未来。没有人能够确切地预知未来，所以风险是不可避免的。应对风险是投资中一个根本的要素。风险是永久性损失的概率。损失风险主要归因于心理过于积极，以及由此导致的价格过高。损失风险是人们在要求预期收益以及设定投资将价格时最关心的风险。

最大的投资风险存在于最不容易被觉察到的地方。在所有人都相信某种东西有风险的时候，他们不愿购买的意愿通常把价格降低到完全没有风险的地步，广泛的否定意见可以将风险最小化，因为价格里所有的乐观因素都被消除了。当人人都相信某种东西没有风险的时候，价格通常被疯抬至蕴藏巨大风险的地步。

永远不要认为自己可以通过努力完全掌握并预测未来。通常越宏观的问题越无法预知，投资者的时间最好用在行业、企业等相对微观的层面，并做到比别人了解的更多。但了解再多，也不能忽视随机性和概率分布，要防范事态发展不如预期的可能性，避免因孤注一掷而全军覆没。

## 你永远有两个机会

美国加州有位刚毕业的大学生，在冬季大征兵中依法被征，即将到最艰苦也是最危险的海军陆战队去服役。

这位年轻人自从获悉自己被海军陆战队选中的消息后，便显得忧心忡忡。在加州大学任教的爷爷见到孙子一副魂不守舍的模样，便开导他说：

“孩子啊，这没什么好担心的。到了海军陆战队，你将会有两个机会，一个是留在内勤部门，一个是分配到外勤部门。如果你分配到了内勤部门，就完全用不着去担惊受怕了。”

年轻人问爷爷：“那要是我被分配到了外勤部门呢？”

爷爷说：“那同样会有两个机会，一个是留在美国本土，另一个是分配到国外的军事基地。如果你被分配在美国本土，那又有什么好担心的。”

“那么，我若是被分配到了国外的基地呢？”

“那也还有两个机会，一个是被分配到和平而友善的国家，另一个是被分配到维和地区。如果你被分配到和平友善的国家，那也是件值得庆幸的好事。”

“爷爷，那要是不幸被分配到维和地区呢？”

“那同样还有两个机会，一个是安全归来，另一个是不幸负伤。如果你能够安全归来，那担心岂不多余。”

“那要是不幸负伤了呢？”

爷爷说：“你同样拥有两个机会，一个是依然能够保全性命，另一个是完全救治无效。如果尚能保全性命，还担心它干什么呢。”

年轻人再问：“那要是完全救治无效怎么办？”

爷爷说：“还是有两个机会，一个是作为敢于冲锋陷阵的国家英雄而死，一个是唯唯诺诺躲在后面却不幸遇难。你当然会选择前者，既然会成为英雄，有什么好担心的。”

无论人生遇到什么样的际遇，都会有两个机会。一个是好机会，一个是坏机会。好机会中，藏匿着坏机会，而坏机会中，又隐含着好机会。关键是我们以什么样的眼光，什么样的心态，什么样的视角去对待它。对那些乐观豁达、心态积极的人而言，两个都是好机会。对那些悲观沮丧、心态消极的人而言，则两个都是坏机会。

在一座破旧的庙宇里，一个小和尚沮丧地对老和尚说：“我们这一座小庙，只有我们两个和尚，我下山去化缘的时候别人都是对我恶语相加，经常说我是野和尚，给我们的香火钱更是少得可怜。今天去化缘，这么冷的天都没有人给我开门，化到的斋饭也少得可怜。师父，我们菩提寺要想成为你所说的庙宇千间、钟声不绝的大寺怕是不可能了。”

老和尚披着袈裟什么话也没有说，只是闭着眼睛静静地听着。

小和尚絮絮叨叨地说着，最后老和尚睁开眼睛问道：“这北风吹得紧，外边又冰天雪地的，你冷不冷呀？”小和尚浑身哆嗦着说道：“我冷呀，双脚都冻麻了。”老和尚说道：“那不如我们早些睡觉吧！”

老和尚和小和尚熄灭了灯钻进了被窝，过了一个多小时，老和尚问道：“现在你暖和了吗？”

小和尚回道：“当然暖和了，就像睡在阳光下一样。”

老和尚道：“棉被放在床上一直是冰凉的，可是人一躺进去就变得暖和了，你说是棉被把人暖热了，还是人把棉被暖热了？”小和尚一听笑了：“师傅你真糊涂呀，棉被怎么可能把人暖热了，是人把棉被暖热了。”

老和尚问：“既然棉被给不了我们温暖，反而要靠我们去暖它，那么我们还盖着棉被做什么？”

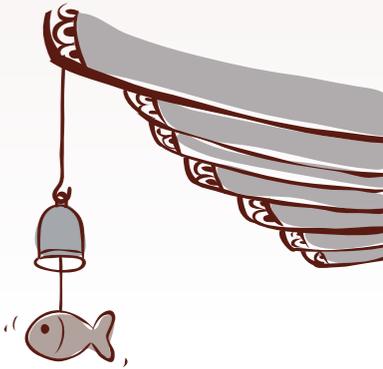
小和尚想了想说：“虽然棉被给不了我们温暖，可是厚厚的棉被却可以保存我们的温暖，让我们在被窝里睡得舒服呀！”

黑暗中，老僧会心一笑：“我们撞钟诵经的僧人何尝不是躺在厚厚棉被下的人，而那些芸芸众生又何尝不是我们厚厚的棉被呢？只要我们一心向善，那么，冰冷的棉被终究会被我们暖热的，而芸芸众生这床棉被也会把我们的温暖保存下来，我们睡在这样的被窝里不是很温暖吗？庙宇千间、钟声不绝的大寺还会是梦想吗？”

小和尚听了，恍然大悟。从第二天开始，小和尚很早就下山去化缘了，依然碰到了很多人恶语相加，可是小和尚却始终彬彬有礼地对待每一个人。

10年以后菩提寺成了方圆十几公里的大寺，有了许多僧人，而香客更是络绎不绝，小和尚也成了住持。

其实在这个世界上，我们都生活在棉被里，别人就是我们的棉被，当我们用心去暖棉被的时候，棉被也会给我们温暖。



## 温暖是双向的

