

东方红悦读

issue 10
2013 年 5 月

东方红
财富俱乐部
VIP 专刊



放飞想象力
建立比较优势 构筑核心高地



认知世界 认知自己

季节变幻，传来的都是坏消息：爆炸、地震、疫情、污染、黄金暴跌……各种似是而非的传言加剧了人们的不安。

这个世界变得更坏吗？抑或者只是资讯速度加快带来的假象？多数人都并非这些事件的亲历者，我们看到的文字、视频，听闻的声音共同结构起意识形态中的“另一个世界”。这个世界是现实世界的镜像，让我们想起电影《黑客帝国》，也在哲学范畴中被称作“主观世界”。本期将关注这个意识中的世界，关注视野、规则，以及资讯的传播。

本期封面故事关注到认知世界的视野、规则，以及东方红所担负的责任。文中，作者辩证地解读了认知世界的方法——如何用好“显微镜”和“望远镜”，拓宽视野，同时适应规则的变化。这是一篇关于方法论的文章，充满了智慧和思辨。

去年有段时间，有段话在微博上很流行，无论对错，却值得分享：“你如何看待世界，世界便如何看你……你光明，世界便不黑暗……”的确，在我们认知世界的同时，也在认知我们自己。我们看待世界的视野往往也是我们自身的格局。所以，这个世界并不是太坏，因为东方红和您总是乐观地看待世界，看待生活。不是吗？



感恩 责任 梦想



Contents

卷首语 Preface

认知世界 认知自己

动态 Orient News

01 东方红增利系列集合产品亮相

媒体 Orient Interview

- 03 建立比较优势 构筑核心高地
优异的业绩和卓越的创新精神，将是行业发展的两大核心驱动力
- 06 投资是赏心乐事
他喜欢围绕老百姓的衣食住行去挖掘投资机会

东方红·观察家 Orient Observation

09 看好新兴产业
做投资一定要不断地改善你决策的过程跟思维方式

东方红·策略 Orient Strategy

13 积极观察 等待时机
长期积极布局内需消费、新兴服务类行业，坚持自下而上精选具备竞争壁垒的优质公司

封面故事 Cover Story

- 19 放飞想象力
到底是去做一件重要但不紧迫的事情，还是去做一件紧迫但不重要的事情
- 27 视野、规则及责任
思路开阔，才能在复杂的投资市场中致胜

东方红·观点 Orient View

29 投资经理看市场
继续在长期看好的领域内，坚持自下而上筛选投资机会

东方红·智慧 e 站 Orient Wisdom

- 35 生活是追随与欣赏
- 36 选狼，还是选狮子

东方红·海外 Orient Overseas

37 去杠杆化的必由之路
这是自由市场自我修复的方式

东方红·学习角 Orient School

39 证券公司资产证券化业务转常规
提升证券公司服务实体经济能力，满足社会投融资需求

东方红·人 Orient People

41 与公司同成长
时间是梦想的伙伴，时间是理想的跑道，时间是我与公司同成长的漫漫轨迹

东方红·书屋 Orient Books

43 呼吸信息的空气
每个人如同呼吸空气般汲取着信息，那该是信息革命的又一次飞跃

东方红·未来 Orient Future

45 电视会消失吗？
尝试打通一条自由通往客厅电视的新路

Contents

东方红
目录

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



主办
东方证券资产管理有限公司

编委会主任
王国斌

编委
陈光明、任莉、姜荷泽、顾凌云

主编
曹珏

责任编辑
吴芳澜、高义、钱慧、王之光、熊倩茜、刘小月

地址：上海市中山南路318号
东方国际金融广场2号楼31层

邮编：200010

总机：021-63325888

传真：021-63326981

电子邮箱：dfhjl@orientsec.com.cn

客服热线：95503

公司网站：www.dfham.com

微博：东方红资产管理 weibo.com/dfham

声明

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

本材料并非宣传推介资料，也不构成任何法律文件。

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



News 动态



东方红增利系列集合产品亮相

公司推出“东方红增利”系列集合产品, 今年一季度, 已有东方红增利1号、东方红增利2号、东方红增利4号、东方红增利6号等4只固定收益类产品相继成立, 部分满足了投资人对中低风险产品的需求。



折价主题系列集合产品齐分红

继1月29日东方红-新睿2号公告每10份计划单位份额分红0.5元后, 3月28日, 东方红-新睿2号、新睿3号再度公告, 每10份计划单位份额将分别分红0.4元和0.8元。该两只产品同为去年成立的“折价主题投资”产品, 截至4月1日, 累计单位净值分别为1.1460元和1.1113元。



暂停申购彰显长远发展眼光

为控制产品规模, 保护持有人利益, 东方红-新睿2号、东方红4号、东方红5号公告将暂停申购, 退出不受影响。分析人士认为, 将投资人利益放在首位, 放弃自身短期利益, 将更能形成良性互动, 彰显长远发展眼光。



学习交流定期举行



公司荣誉 管理人长期优胜奖(五年)

为积极鼓励创新, 不断开拓视野, 公司各业务条线结合自身工作, 积极开展学习交流, 营造团队良好学习氛围。公司投研团队举办读书交流会, 每月举办两期, 除投资经理、研究员介绍推荐书目外, 还将不定期邀请外部专家进行讲座; 公司市场团队举办每周产品学习会, 主要围绕新政策法规、产品及市场热点等进行学习和讨论。

3月1日, 在由国金证券和上海证券报联合主办的第五届“中国最佳私募基金年会暨年度中国最佳私募奖颁奖典礼”上, 东方证券资产管理公司荣膺“券商集合理财管理人长期优胜奖(2008-2012五年)”。这是公司继2011年荣获长期优胜奖(2009-2010两年)和2012年荣获长期优胜奖(2009-2011三年)后的再度荣获长期优胜奖。



东方红系列产品 2013年5-8月开放期一览

产 品	开 放 期
东方红 2 号(展期)	6月24-28日; 7月1-5日
东方红 4 号	临时开放期: 5月23-29日
东方红 5 号	每个工作日开放 (暂停申购)
东方红 6 号	6月24-28日; 临时开放期: 5月2-22日
东方红 8 号	5月2-3日、6-8日; 8月1-2日、5-7日
东方红基金宝	每个工作日开放
东方红量化 1 号	每个工作日开放
东方红量化 2 号	每个工作日开放
东方红领先趋势	7月3-5日、8-9日; 8月1-2日、5-7日
东方红明睿 1 号	7月17-18日; 8月15-16日、19-21日
东方红稳健成长	7月3-5日、8-9日; 8月1-2日、5-7日
东方红先锋 1 号	7月1-5日
东方红先锋 2 号(展期)	5月2-3日; 6月3-4日; 7月1-2日; 8月1-2日
东方红先锋 3 号	7月1-5日
东方红先锋 4 号	5月2日; 6月3日; 7月1日; 8月1日
东方红先锋 5 号	7月5日、8-11日
东方红先锋 6 号	7月1-5日
东方红先锋 6 号 II 期	7月1-5日
东方红先锋 7 号	5月2-3日、6-10日、13-15日
东方红现金管理	每个工作日开放
东方红新睿 2 号	5月2-3日; 6月3-4日; 7月1-2日; 8月1-2日 (暂停申购)
东方红新睿 2 号 II 期	6月20日起每个工作日开放
东方红新睿 3 号	5月2-3日; 6月3-4日; 7月1-2日; 8月1-2日
东方红新睿 4 号优先级	退出开放期6月5日, 参与开放期6月6-7日
东方红增利 1 号	退出开放期5月27日、参与开放期5月27-31日、6月3日
东方红增利 2 号	7月26日、29-31日、8月1-2日、5日; 临时开放期: 5月23-28日

具体开放期以公告为准, 临时开放期仅能办理赎回业务

近年来居民财富的迅速积累和投资理财需要的不断增强，为各类资产管理业务提供了广阔的外部发展空间。在监管部门支持券商资产管理业务做大做强背景下，特别是去年新修订的“一法两则”颁布以来，整个行业步入重要发展机遇期。

就证券公司资产管理业务发展现状来看，尽管各项业务获得快速发展，管理资金规模突破2万亿元，但也存在明显的不足，比如专业的投资管理和风险控制能力不强，创新能力不足等。如何充分建立自己的比较优势，打造属于自己的资产管理品牌，券商系资管适合走什么样的创新道路？带着这些问题，我们对国内首家券商系资产管理公司——东方证券资产管理有限公司总经理陈光明先生进行了一次专访。



产品龙头，不断扩展自己的比较优势，最终，公司在产品、投资风格和客户结构上体现出极大的多元化和稳定性，这一经营模式也是国际资产管理行业比较普遍的模式。

后者则在主动型权益领域建立起比较优势，以极其卓越的业绩，成为国际资产管理行业的一颗明珠，该公司管理资产规模超过5000亿美元，权益类产品达70%以上，约有80%的基金长期业绩保持在前1/2，70%的评级在四星以上，显著领先于竞争对手。

虽然这两家公司的发展模式不同，但它们都在特定领域建立起自己的比较优势，并不断延伸和拓展自己的核心优势。其中，最初在债券领域建立起比较优势的Blackrock，通过市场化方式收购兼并优秀公司。而T. Rowe Price则始终坚持“聚焦”策略，一直坚持自下而上的基本面研究，重视长期业绩；拥有异常稳定的投研团队，现有基金经理任职最久五位的任职均值为22年，基金经理离开的最大原因是退休，公司很早就实施了股权激励计划，研究团队保持着行业最低的流动率，它们最终都成为国际一流的资产管理公司。

记者：创新精神如何理解呢？

发展的另一个重要核心驱动力来自于创新精神，即以满足客户需求为导向，凭借卓越的创新能力和通过投资理念和交易方式的创新，最快最好地满足客户的需求或潜在需求。

记者：在金融改革不断深化、利率市场化和“金融脱媒”的大趋势下，各类资产管理业务正逐渐由相互分割，走向相互融合，相互竞争，行业市场化趋势日趋明显。在此过程中，证券公司资产管理业务如何建立起自己的比较优势，如何避免成为大而不强、大而不专的“陷落者”？

● **陈光明：**证券公司从事资产管理业务，相对于银行、基金、保险、信托等资产管理机构，在人力资源、技术资源、客户资源等方面具有一定的先天禀赋优势，如何避免成为大而不强的陷落者，我认为，关键点有二：一是以专业的投资管理和风险控制能力，为客户带来优异的投资回报；二是以卓越的创新精神，更快更好地满足客户的需求或潜在需求。

具体而言，发展核心驱动力一方面来自于优异的业绩，即通过在特定领域构建比较优势，在同类型中做到最好最优，并不断延展和规模化，或是通过市场化方式收购兼并优秀公司，不断做强做大。比如，全球最大的资产管理公司Blackrock（黑岩）和采取“聚焦”模式的T. Rowe Price（普莱斯）都是明显的例子。

记者：能详细说一说？

● **陈光明：**前者初期在债券组合领域建立起比较优势，并规模化；随后，通过向客户提供出色的风险和投资管理解决方案，成功避免了成为“陷落者”；其后，积极并购其他领域的陷落者和低成本

建立比较优势 构筑核心高地

——访东方证券资产管理有限公司总经理陈光明先生

文／《上海证券报》记者 潘圣韬



杨达治：投资是赏心乐事

文 / 《陆家嘴》特约记者 彭洁云

东方既白，黄浦江上的汽笛声响起。伴随着短促有力的“城市之音”，这座金融城渐然苏醒，在两岸直耸入云的伟岸建筑群内，一个个充满野心和梦想的金融人，在波谲云诡中构筑着财富金字塔。

名校高学历是投研人士整齐划一的脸谱。2002年，北大金融工程硕士杨达治加入东方证券，从事投研工作十多年，现在是东方证券资产管理有限公司的资深投资经理。从迷茫的摸索者到自信的点金者，他在投资路上的点滴心路历程，也是这座城市30多万金融从业者的一个缩影。



初涉行业，路漫漫兮

入行10年多，杨达治在中国资本市场的跌宕起伏中体味投资模式的变迁。

1999年，渴望跳脱出纯粹与公式打交道的单调乏味，本科北大数学系的杨达治有意识地开始往金融方向转型，选择了金融工程的研究。这时距离中国第一家基金公司的成立才刚满一年，机构投资者在国内资本市场舞台渐露头角。

他的硕士论文题目是中国可转债市场的效率。在研究过程中杨达治开始了解国内外的资本市场和一些投资大师的人生，随即兴趣盎然，对做投资有了憧憬和向往。“投资经理的人生好像很丰富，可以影响很多人很多事。”他那时这样认为。

记者：在具体的创新方向上，券商系资产管理公司比较适合走什么样的路线，东方红资产管理未来的创新重点又是什么？

● **陈光明：**目前创新的方向很多，我们会有取有舍地开展，那些可以建立起比较优势的，或者因为做得早而能建立起比较优势的，我们就会做。

比如，今年3月证券公司资产证券化管理规定出台，意味着该业务从试点专为常规。这是一个重要方向，不仅能更好地满足社会投融资需求，也有助于推进证券行业的转型发展，提升证券公司的市场竞争力。我们2006年5月发行了远东首期租赁资产支持收益专项资产管理计划，今年初，又上报了阿里巴巴专项资产管理计划，开展资产证券化业务具有比较好的基础。

具体而言，企业资产证券化是我们当前重点要做的，将积极整合内部资源，加强跨部门合作，如投行及相关部门进行项目前期的调查和筛选，我们跟进并负责产品设计工作，这块业务未来空间将会很广阔。

一方面，要在特定领域建立起自己的核心优势，凭借专业的投资管理和风险控制能力，为客户提供长期优异的投资回报；另一方面，要立足于客户真实需求，以卓越的创新精神，推出满足客户各类投资理财需求的产品。



纵观国际资产管理行业发展史，其实也是一部不断满足客户需求的创新史。上世纪70年代中期，在美国股市低迷背景下，Fidelity（富达）于1974年发行了可以用来开支票的货币市场基金FIDIT，成为替代储蓄的重要投资方式，从而带动了美国货币基金的繁荣。

无独有偶，指数基金也是创新驱动的经典案例。1976年，Vanguard（先锋）投资公司发行了第一只有市场代表性的指数基金先锋标普500指数基金，规模超过700亿美元，成为迄今为止全球最大的指数基金，并带动了指数基金市场的不断扩张。1993年，State Street（道富）发行了全球第一只真正意义的交易型开放式指数基金。

我们券商资产管理行业的发展也不例外，优异的业绩和卓越的创新精神，将是行业发展的两大核心驱动力。一方面，要在特定领域建立起自己的核心优势，凭借专业的投资管理和风险控制能力，为客户提供长期优异的投资回报；另一方面，要立足于客户真实需求，以卓越的创新精神，推出满足客户各类投资理财需求的产品。只有这样，才能将证券公司资产管理业务的长远发展基石，构建在坚实的“钢筋混凝土”之上，而非松软的“沙土”之上。

记者：作为国内首家券商系资产管理公司，东方红资产管理在建立比较优势和核心竞争力方面，有哪些探索和可供行业借鉴的经验？

● **陈光明：**我前面讲的，其实也是我们一直努力的方向。

过去十多年来，我们一直坚持核心竞争力的培养，目前已初步在主动型权益领域建立起一定的比较优势，拥有科学专业、稳定性高的投资研究团队，长期业绩优异；去年在巩固权益类优势基础上引入了固定收益团队，并致力于建立起在该领域的比较优势；同时，公司还立足于客户需求，积极推进各项创新业务，致力于为客户提供多层次、多方位的投资理财解决方案。

去年以来，新修订的“一法两则”出台，虽然可以做的事情比以前多很多，但到底选择做什么，却要根据自己的资源禀赋。就我们而言，仍然会专注自己竞争力的培养，坚持走主动管理的路线，不断巩固自己的核心优势，并坚持在核心领域延伸和拓展。

生被寄予厚望的他却不知如何发力，直到2003年价值投资的大旗被以博时基金为代表的机构投资者率先举起。

杨达治记得，真正的行业分析和个股研究应该是从那时开始兴起的。2003年，担任博时价值增长基金基金经理的肖华以挖掘并重仓“五朵金花”一跃成为业内翘楚。2003年一年内，“五朵金花”的最高涨幅超过100%，基金也取得了诞生5年来最辉煌的成绩。

那时博时基金每个季度出一篇策略报告，所有投研人员都争相阅读。“优美，真的很优美。”杨达治这样形容阅读博时研报时的惊艳。在认清了努力方向之后，他开始采取“拿来主义”，整日流连于海外主流证券机构的网站，通过各种途径获取国内外价值投资和估值模型的资料，饥渴地吸收着里面的各种“养分”。到2005年，行业分析和个股研究的基本框架搭建成功，基于“三表”（资产负债表、利润表、现金流量表）的财务分析和估值模型也趋于成熟，杨达治度过了初入行时的迷茫期，步入正途。

知行合一，上下求索

2006年杨达治有了新的角色，从研究员摇身变成掌管1.5亿元资金的投资经理。他深有感触地说，做研究和做投资在心态上有很大差异。前者更多是出于逻辑分析和数据推导出客观理性的结论。而在逻辑分析比较合理、数据比较详实的情况下，后者却最终会由于人的情绪波动等非理性因素，导致市场或个股走势跟此前所想所得大相径庭，投资很考验人性。知易行难，知行合一更难。

“兴趣是最好的老师”，在强烈的兴趣驱使下，他在价值投资的道路上越走越深入，投资理念也不断成熟完善，“幸运的行业 + 能干的公司 + 合适的价格”成为他的选股坐标。在杨达治看来，做投资必须要有大视野，准确把握大趋势，自上而下寻找幸运的行业；要细致入微，自下而上寻找能干的公司；还要沉着冷静、有耐心，因为企业成长需要时间，时间是优质公司的朋友。

多年的投资实践也让他认识到，市场在中长期总是会对投资者的正确判断和认识给予一个正反馈。而另一方面，从事投资也令他时

做投资必须要有大视野，准确把握大趋势，自上而下寻找幸运的行业；要细致入微，自下而上寻找能干的公司；还要沉着冷静、有耐心，因为企业成长需要时间，时间是优质公司的朋友。

刻警醒自己，每个人都有个能力圈，不能固步自封，要乐于接受挑战，不断学习和感悟新的东西。

在市场的潮流变迁中，他也在探索学习不同的投资模式，有观察不同行业在不同经济周期如何反应的“投资时钟”，也有与他金融工程老本行密切相关的量化投资。

杨达治深切地体会到，原来那种大刀阔斧式的投资时代已经渐渐远去。随着机构投资者不断增加，市场有效性越来越强。“我们作为主动投资人，在交易上若还是像以前那么随意，就会被做量化的人‘割羊毛’。”他说。

而以对冲基金为主的私募将来的崛起，也被他认为是不可忽视的一股市场力量，这意味着主动管理人在投资操作上要考虑的因素更多了。

生活各处皆投资

“只要想到隔天早上会有25亿男性需要刮胡子，我每晚都能安然入睡。”这是巴菲特曾经重仓吉列刮胡子时的投资名言。

杨达治也用“投资来源于生活”的法则颇为成功地挖掘了一家并不起眼的公司。

2009年12月，他喜得千金。因为想给孩子补充一些维生素AD，结果好几家医院推荐的都是一款相同的产品。杨达治知道后顿

时对这家医药生产商产生了兴趣。查阅资料后，发觉果真是一家A股上市公司旗下的一块业务，而那时恰好这家公司也正处于发展的拐点。

有了投资想法后，他马上联系这家公司进行了实地调研，在两个月内去了三四次，调研结果让他很满意，其医药业务不仅市场占有率高，而且有继续成长的空间，环保业务也在内部整合后走上正轨。正如杨达治所料，该公司2010年的业绩翻了一倍，之后每年增长都在30%以上。

“可能我是第一个接触这个公司的机构投资者，在我之前，没有人看过这家公司，而现在这个公司已经变成一个白马股了。”直到今天，谈到这只股票，杨达治还是有些掩饰不住的兴奋。在他之后，不少基金公司开始介入，这家公司也成为了一些医药基金的标准配置。

从产生投资想法，到案头研究，再到实地调研，杨达治用“从给孩子补充维生素开始……”的案例完美诠释了一般投资流程的关键前半段。他总结说，通过案头研究去判断一个企业的或有价值，评估其价值有没有被低估，有没有被挖掘，即使被挖掘，是不是还存在低估，这个阶段叫大胆假设。而去实地调研的主要目的，是为了小心求证。

而接下来投资经理要作出的就是投资决策。买还是不买？买多少？是一口气买完还是逐步建仓？决策完之后就是交给交易员去执行，随后的两个流程就是维护和退出。维护阶段是跟踪公司是否按照自己所预计的去发展，是否要修正原有的想法。退出的时机，可能是已经达到你的目标价，或者是远远偏离原来所想。

多年的投资经验让杨达治成竹在胸，他喜欢围绕老百姓的衣食住行去挖掘投资机会，这些标的会让他觉得更踏实。

投资让生活丰富多彩

在杨达治看来，投资是社会政治、经济、人文等各个方面的综合反映，对于兴趣爱好广泛的他来说，可谓是正中下怀。“投资让我的涉猎面更广，不是从事很单一的‘螺丝钉’工作，我很享受这个过程。”他说。

“八小时”以外的杨达治生活很平和安逸。下班后回家吃饭，陪孩子玩耍，之后外出散步半小时，回去之后做例行功课，包括浏览重仓股的公告，关注新的投资标的，了解海外市场行情等。在紧张的脑力劳动之余，他也会抽出时间让自己换脑，与同事打一场大汗淋漓的羽毛球比赛就能全然忘记压力，彻底放松下来。

“只要不出差，我每天的生活都是这么规律。”杨达治认为投资是一件乐事。他笑言，我们注重长期业绩，考核周期也相对较长，氛围比较轻松。

从“投资是艺术”的角度而言，他还很感兴趣于可以接触社会形色人群。“我不会看面相，但是非常想学。现在出去调研企业，对方跟你讲的东西靠不靠谱，要学会甄别，要判断对方是夸夸其谈的人，还是有执行力的人，这块研究做起来就更难了。”



看好新兴产业

——全球杰出华人投资家访谈录之王国斌先生（三）

文 / 理森



66

自然现象有周期轮回，社会现象也有周期轮回，一切都有生命周期，一切皆有季节。



就是做投资一定要不断地改善你决策的过程跟思维方式。在中国做投资很难，非常难。因为我们的社会变化太剧烈。纯粹靠在股市里投资产生像巴菲特这样的投资家，我觉得在中国很难出现，制度环境跟制度基础还没具备。大家真正做投资，也只是最近十年的事情，我们都是处在一个学习的过程中。

主持人：刚才我们说了资本上的两大变化，一个是从卖方时代到买方时代，一个是上市企业可以说是一个敞开供应的时代了，越来越多的企业都可以上市。这个时候从你的选择标准来说，你说要寻找幸运、能干的企业。那么再具体一点，什么样标准的行业、企业是比较幸运又能干的？从比较长的周期的角度来说，你们下一步的投资方向，或者你们特别关注的行业和企业有哪些？

我做投资，入门的时候中国企业还没什么现代企业管理，投资过程中，我对中国企业发展阶段做了个总结。

我一直认为，最近几十年中国企业的进步可以划分成三个交替进行的阶段。第一个阶段是1996年之前，企业依靠寻租，大多以胡雪岩红顶商人的方式经营获利，还不是真正意义上的现代企业。双轨制下的企业，批文是最重要的。现在还有很多这类的企业。

第二阶段就是1996年到2000年，以长虹、海尔、美的、格力为代表，中国出现了与衣、食、住、行相关的真正需求，为满足这些需求的产品开始真正面向市场生产。倪润峰率先运用市场策略，即价格策略，但当时只有一个方向，就是降价。价格战只在一段时间内有效，很快利润就没了。由于企业利润不可持续，当时的股市具有明显的操纵特征。

第三个阶段就是从2000年开始，中国逐步成为全球最大的MBA、EMBA教育市场。我们的企业家在倪润峰时代，只会打价格战，而MBA、EMBA教育打开了企业家的视野，所有国际上先进的管理经验开始在中国企业实践，有一批真正的企业开始成长，经营者开始具备企业家的眼光，开始讲企业战略、人力资源管理、产品设计、营销、广

告等，让自己的企业壮大。在这个阶段，中国出现了一批真正的通过管理带来效益的企业，比如联想、中集、中兴通讯、万科、张裕、上海家化等，企业增长也开始长期化。而社会需求也在进一步提升，汽车、住房、旅游都涌现了大量的公司。

综合来看，整个过程中，中国企业的竞争优势来源是不一样的。自上而下分析，可以看到中国以前所有企业竞争优势的来源之一，要么是政府保护下的垄断，要么就是劳动力成本和低环保要求。但是这几年劳动力成本会不断上升，劳动密集型行业的成本会高速上升；环保要求也越来越高；政府保护也成了过街老鼠。

所以，如果一个行业的产品没有提价能力的话，一定要规避。产品价格没有谈判优势的企业一定很危险，成本上的波动会对他造成巨大的伤害。这个在以前没问题，因为即使企业在价格上没有谈判优势，但在成本控制上可以有优势，加上一些资金壁垒，别人也进不来。但现在在劳动力密集的行业一定要高度警惕。

主持人：现在证券市场这么低迷，有人解释是对中国经济增长的前景和模式的担心，有人解释仅仅是对证券市场的担心。你倾向于哪一种呢，还是两者皆有？

未来是不可预测的。我刚才说要有理想，但不能理想化。中国要成为一个怎么样的理想社会，我想每个人心里都有数，看你是从哪一个角度来看问题。我的观点是，疑虑甚深，问题很多，潜力很大。对比美国，近三十年来每年增长2%、3%的GDP，孕育了30年的大牛市，我们2%、3%的GDP增长，再维持二、三十年没问题吧，找些能确定增长的企业肯定还是办得到的，何况中国这么庞大一个人口基数，市场又培育出来了，这对商业是最重要最有价值的。

孟子说：“五百年必有王者兴，由周而来七百余岁，以其数则过矣，以其时考之，则可矣。”自然现象有周期轮回，社会现象也有周期轮回，一切都有生命周期，一切皆有季节。纵观整个中国五千年历史，历朝历代都一样，盛世维持的时间都不短，在整个中国历史上和平建设的时间从来没有现在这么长。如果不出意外，对资本市场而言，我总体的观点是“盛极则衰，衰极则盛”，这是资本市场自身的规律。不要太悲观，也不要太乐观，所有人都很悲观，绝望的时候，它一定会转向。这就是所谓的投资“贵上极则贱，贱下极则贵”。

当然，在投资上我们自己确实也有很多盲点，我最近做了一个很大的总结，发现自己以前说不定50%的想法都不完全正确。我经常说的一句话



*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。

又比如化工行业，以前在全球竞争优势的来源有两个，一是劳动力成本，二是低环保的要求。而中国对环保的要求在不断的提升，所以这些靠低环保要求作为核心竞争力的企业，当然要提高警惕。

主持人：再具体些呢？有什么特别的关注点？什么东西可以持续观察？

那要看什么行业可以高于GDP增长，哪些企业价格上是有谈判地位的。在竞争行业中，有价格谈判地位、能高于GDP增长的企业一定是处于一个新兴的行业。比如说以前我们国家对环境无污染无所谓，但接下来环境保护的投入会很大，这个行业一定是未来几年内一个幸运的行业，跟环境污染治理有关的行业一定是高于GDP成长的。

我们也非常关心消费，中国老百姓的消费占GDP的比重这么低，这是无法持久的，这么低的比例会危及到整个国家的稳定。消费在GDP的比重一定是要上升的，教育、文化、旅游、娱乐、健康等都是未来非常重要的发展方向。

还有，我们会关心新能源、新技术领域。我们过去是靠高耗能发展的，这无法可持续发展，节能是国家战略。目前很多我们所谓的高技术也许在将来会成为普通行业。在十年前硅谷都是IT（信息技术）公司，但现在硅谷的一半公司可能都是生物制药、基因类的公司，这就是它未来的方向。以前IT互联网是高科技，现在IT就是你做饭时候的油盐酱醋，而数据处理能力将成为竞争的关键。

主持人：最终IT会像我们传统工业社会的水泥一样了。

变成水泥了。未来真正新的东西，就是环保、生物制药、基因工程、文化娱乐提升，还有太空开发等等新领域，中国在科技追赶方面投入巨大。要找幸运的行业，一定要去找未来增长很高的行业。但是，这里面也有巨大的风险，新兴的东西生命周期不一定会长。

主持人：就是说从行业看起来很好，但是公司单个产品来说生命周期都很短。

对。所以这个过程中我们要看它是不是能干，能干的人维持的时间就长一点。我们也有产业周期的，老三样不行了，现在很多人关心的新三样是手机，笔记本电脑，汽车。

主持人：投资新兴产业我一直觉得很困惑的一点，就是新兴产业看起来很美，是幸运的行业，很好的行业，但是到最后反而变成一个很坏的投资。比如说新能源，它看上去是很美的，但投资新能源没一个赚钱的。

这里面最重要的是，资本不稀缺的情况下，又没有什么核心技术，一定会造成这个产业的生命周期剧烈波动。去年日本地震的时候，多少产业出现了问题，日本这些企业掌握了多么重要的工业命脉。任何一个工业链条总有一个关键点，只要把那些关键点找着了，自上而下就可以做分析了。比如苹果，它总有一个最上游的采购，如果盯住那个采购点，整个链条的成长空间就可以很清楚。所以巴菲特的投资真的是非常严谨和纯粹的投资，科技股他不碰，他说不懂的东西他不碰，我们大家都做不到他那么纯粹。

主持人：大家说到整个IT产业，觉得会出现很多很多新的技术，其实到最后回过头来看，大部分企业都没有什么竞争力，而且除了台积电等就那几个长大的，大部分公司的产品都是搞一下就没了，成了周期性公司了。你说的基因类的，或者环保类的公司，我觉得也可能会出现类似的情况。包括你说的一些产业，刚才你的潜台词是说其实也需要很仔细地找到关键点去分析。

不管怎样，要想清楚一条，每个人做决策的时候都是容易犯错误的，要建立在自己是会犯错误的基础上，不能老想着我做什么事情都是对的。

有一本书写的非常好，叫《从资本家手中拯救资本主义》。因为资本家一定是追求垄断的，但是整个社会是不希望有垄断的。在这样一个斗

争中，如果一个企业构筑不出这个垄断优势，那从整个市场角度一定会把它摧毁。这个社会就一直这样斗争着，追求垄断，然后竞争，竞争又让垄断消失这样一个过程。如果历史上在美国做收音机之类的产业始终只有一个企业生产收音机，那它利润保持两百年都没问题。问题是技术一旦开放以后就没有垄断性了，这个产业就变成了另外一个产业。我们举一个更加不现实的例子，原子弹，如果每个国家都生产原子弹的话，它就不会这么珍贵了，它的核威慑力就没有了。所以最好的东西就是别人不能标准化而自己可以标准化的产品。

人要逆向思维并不是一件很容易的事情，“人弃我取，人取我予”说起来容易，做起来很难。“贵上极则贱，贱下极则贵，贵出如粪土，贱取如珠玉”是逆向行动者的最高境界。实践上，逆向思维只有在少数几点的时候才会成功，很多时候需要等待。有时做了正确的决策却不一定成功。大部分时候，比如市场刚一涨你就逆向思维，刚一跌你就逆向思维，那就完了。试一试把目光从热门的或者悲观的市场或者领域移开，去寻找那些未经雕琢的璞玉，或者那些相对不太活跃的市场和领域——你有可能对自己的发现大吃一惊！最好的方式是将逆向思维看成是检验预测是否正确的工具，而不是一个预测工具。

邓普顿有个形象的说法：“如果十个医生告诉你吃某种药，你最好还是吃这种药。如果十个工程师告诉你用某种方法修建大桥，你最好用那种方法修建大桥。但在选择股票时众口一词是非常危险的。如果十个证券分析师告诉你买入某类股票，记住远离它，它的股价必然已经反映出其受欢迎的程度。”

主持人：未来中国资本市场的道路一定是一个逐步转轨的过程，会有一类选手做得特别好，比如价值型选手，可能就有优势，或者是常胜将军？

投资上很难说有长期的常胜将军的，也有很多不同的风格能够短期成功投资。尤其在中国，因为整体上来说中国市场的约束条件很不一般，很不一样。举一个最简单的例子，公司治理。在成熟的资本市场里，公司治理基本上可以用一种常规化的方式看待。而我们中国没有两个公司的治理可以一模一样地分析，一定要具体问题具体分析，这是我们工作量要比别人大得多的原因。就算是性质一模一样的两个公司，某个点上一闪念的想法不一样的话，公司治理就是不一样的。

所以我们还在发展量化投资。统计学和计量经济学可以为客户带来一些非常好的投资思想。如果你不能战胜它，就加入它。相对于定性投资，定量投资的最大特点就是利用数学模型对任何投资思想量化。模型对于定量投资的辅助作用就像CT机等精密的医疗仪器对于医生

“贵上极则贱，贱下极则贵，贵出如粪土，贱取如珠玉”是逆向行动者的最高境界。实践上，逆向思维只有在少数几点的时候才会成功，很多时候需要等待。



的作用。在投资行动之前，投资者先用模型对整个市场进行一次全面的检查和扫描，然后根据结果做出投资决策的选择。

主持人：委托代理关系环境不一样。

对，我们的委托代理关系非常复杂，不管是投资机构自己还是我们的投资对象。你要始终抱着一种强烈的质疑。质疑的概率要非常高，这是我们做投资的时候不确定性最大，让我们最痛苦的一面。在美国做投资，这个问题你也完全应该质疑，但是那种痛苦程度，一定比我们低。

主持人：现在中国讲到治理每个公司不一样，但是从我们投资者角度来说可以把它分类成有一些企业对股价是有诉求的，这类通常是民营企业，有一些是对股价没有诉求，可以这样说吗？

不完全是，它随时都在变。有时候有诉求，有时候没有诉求。但是它什么时候有诉求你不知道，它常态化的时间太短，但在美国它常态化的时间很长。

主持人：但是总体来说它对股价是有诉求的，可以这样理解吧。

不管怎么复杂，总体上一定有诉求，但是是在一个长期的时间内。问题是我们很多公司的管理层实际上在某一个时间段是可以不对股东负责的，中小股东对它还无能为力。比如国企，它的决策过程里面不会考虑这些问题。而民营企业对股价也不一定有诉求的，它们有时候就是把公司当作帮助自己做其他事情的一个平台。所以这里有很多的复杂性，做投资的人如果幸运碰上好的公司，会做得很开心，如果不幸运碰上那些令人难受的公司，会很痛苦的。



66

经济基本面看, 复苏存在波折。相对春节前的预期而言, 节后的经济复苏情况明显低于预期,

行情回顾：震荡走弱

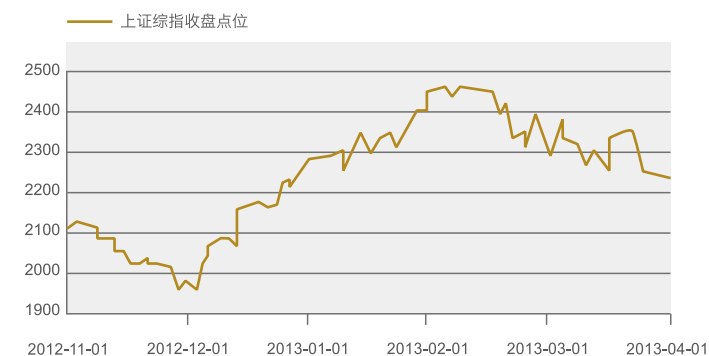
去年 12 月市场强劲反弹, 从底部到当月底市场涨幅约 16%; 随后一个季度市场表现差强人意, 单季下跌约 -1.4%, 期间最高涨幅约 7%, 因此市场已呈现出震荡走弱的格局, 指数围绕 2200-2450 点震荡下行。

市场未能维持前期的强势有以下几方面的原因: 一是各行业估值修复普遍超过 20%, 需要更多利好因素的推动; 二是经济复苏趋势不够明朗, 比预期时间晚、幅度偏弱; 三是政策趋势及影响不明朗。

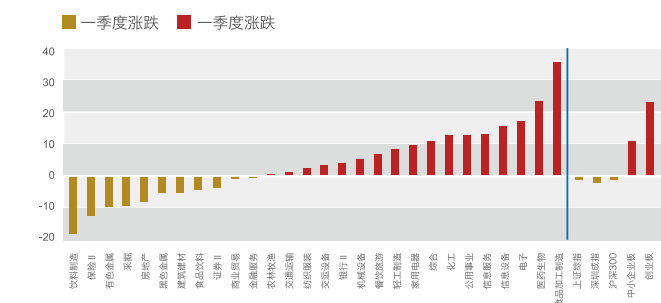
估值看, 由底部到高点, 沪深 300、全部 A 股、中小板和创业板估值分别提高约 23%、25%、30%、35%, 如果考虑到一季度后期医药和中小股票的强劲上涨, 则个别行业的估值修复幅度更大。如果估值修复的趋势要延续, 可能需要二季度出现更多的利好因素来推动。

经济基本面看, 复苏存在波折。相对春节前的预期而言, 节后的经济复苏情况明显低于预期, 例如 1-2 月工业增速只有 9.9%, 低于预期; 3 月 PMI 回升幅度低于历史同期水平; 主要工业品产量、销量和价格偏弱 (如钢铁、焦炭、水泥、工程机械等)、产成品库存又有所累积等。我们重点观测的 PMI 购进价格指数 3 月份出现近 5% 的跌幅, 也进一步印证经济偏弱的特征。

政策趋势不明朗主要有三个方面: 一是银监会新颁布的关于规范银行理财产品的 8 号文, 未来的执行力度及对社会融资总量的影响不明朗; 二是 IPO 何时重启、发行规模和节奏等不明朗; 三是地产调控新国五条政策力度总体偏弱, 但二季度房价走势、新房销量及有无后续更多的调控措施不明朗。



行业涨跌表现出明显的轮动和分化特征。市场反弹初期最强劲的行业是金融地产等绝对估值偏低的大盘蓝筹股为主, 但行情中后期表现强劲的则主要是医药、食品、TMT 和环保、化工等行业, 而金融地产表现较差。另外, 持续表现较差、基本没有行情的行业主要是中上游一些产能过剩的行业, 如有色、煤炭、钢铁、建材等, 以及受景气回落、反腐败等因素影响的白酒。从大类指数看, 分化非常明显, 沪深 300 下跌 -1.1%, 中小板上涨约 9%, 创业板上涨约 21.4%。



2013 年二季度投资展望

积极观察 等待时机

文 / 东方红资产管理首席策略师 高义博士

主要内容：

受估值修复告一段落、经济短期复苏力度低于预期、政策预期不明朗等因素影响, 一季度市场未能维持去年以来的强势反弹, 呈现震荡走弱态势。

二季度, 盈利回升力度存疑、风险偏好可能下降、流动性维持略偏松的格局是市场运行的三大背景, 不确定性较一季度要高一些。行业配置上, 暂时缺乏特别有吸引力行业, 短期策略建议控制仓位、积极观察、优选个股、等待时机。时机可能主要来自两种情景: 一是经济复苏超预期, 则建议加

仓低估值有业绩的金融地产和家电、汽车; 二是在医药、食品、TMT 等消费类行业具备一定调整幅度情况下, 可适度加仓。

中长期角度上, 我们始终建议顺应人口红利消失和资本市场改革的大潮流, 长期积极布局内需消费、新兴服务类行业, 坚持自下而上精选具备竞争壁垒的优质公司。

市场前景：局势不明 积极观察

我们继续沿用盈利、流动性和风险偏好三因素来分析市场趋势。总体上，我们对全年这三因素变化方向及市场走势判断与年初相比并未发生改变，即“两升一平”（盈利回升、风险偏好回升、流动性持平），因此仍然认为全年行情可能好于 2012 年。但在节奏判断上，二季度这三因素均面临一定的不确定性，局势不够明朗，我们建议是适度控制仓位、积极观察、优选个股、等待时机。具体分析如下：

短期角度看，二季度经济可能维持复苏趋势，但复苏力度可能低于预期。

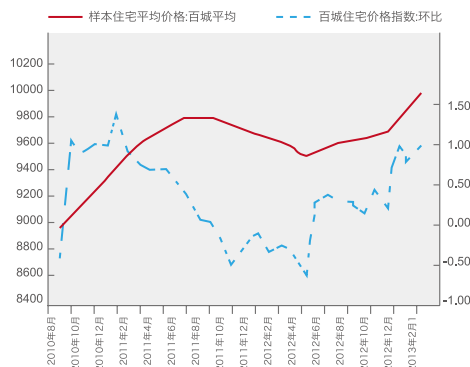
一是补库存力度可能偏弱。近期的一些数据观察显示经济复苏力度偏弱：（1）工业增速 1-2 月合计为 9.9%，结合 3 月以来的工业品价格、发电量等数据推测，1 季度 GDP 增速可能在 7.9% 附近或略低，低于年初 8.1% 的市场预期。（2）3 月 PMI 回升幅度低于往年、PMI 购进价格指数大幅回落、PMI 产成品库存上升。（3）部分中观行业，如螺纹钢库存高出去年同期约 30%，而日均粗钢产量还位于 200 万吨/日的高位；煤炭、水泥等工业品价格位于低位，暂时看不到大幅回升的迹象。有分析认为春节时间偏晚、中西部投资开工晚等可能是 3 月份以来没有明显观测到复苏动力的主要原因，对此我们也部分认同，因此建议 4 月份继续积极观察相关指标。

二是银监 8 号文的执行力度对基建、地产投资的影响存在不确定性。3 月底，银监会公布了对理财业务投资运作的监管办法（8 号文），核心内容是：（1）银行理财资金投资非标准化债权资产的余额在任何时点均以理财产品余额的 35% 与商业银行上一年度审计报告披露总资产的 4% 之间孰低者为上限。（2）资金池产品要在 2013 年底前实现每个产品单独管理、建账和核算，未达到上述要求的理财产品所投非标准化债权资产，比照自营贷款计算风险加权资产、计提资本；向投资人充分披露理财产品投资非标准化债权资产情况。（3）银行不得为非标准化债权资产或股权性资产融资提供任何直接或间接、显性或隐性的担保或回购承诺。如果达不到上述要求，相关业务将被叫停，直至达标为止。

非标准化债权资产主要包括信贷资产、信托贷款、委托债权、承兑汇票、信用证、应收账款、各类受（收）益权、带回购条款的股权性融资等，是最近两年社会融资总量较快增长的重要推动因素。尽管根据部分银行业研究员估计，目前只有少数股份制银行在非标理财方面可能存在超限情况，但结合四部委制止地方政府违法违规融资（463 号文）、证监会加强资管业务监管，以及银监会 8 号文政策来看，银行表外不规范的融资渠道可能会逐步清理并进而影响到社会融资总量。具体的影响程度将取决于政策执行力度以及银行等金融机构的监管套利创新手段，这一点在未来存在较大不确定性。与融资总量密切相关的基建、地产投资可能在未来会受到制约，增速有不达预期的风险。

三是房地产市场不稳定，房地产产业链也有不确定性。房地产价格自去年 6 月开始上涨，最近三个月房价上涨速度加快，一线城市更加明显。为此，国务院早于预期出台了新国五条进行调控，主要是进一步升级限购范围、征收 20% 个人所得税、差别化信贷政策等。但到 3 月底为止，从各地方政府公布的调控细则看，多数以房价涨幅不超过居民可支配收入增速为限，力度低于预期。

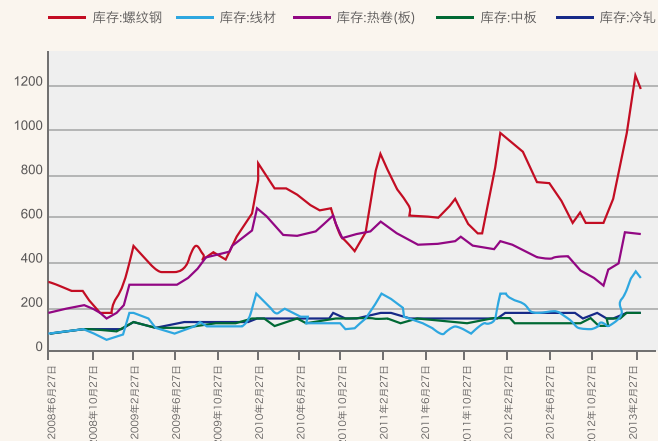
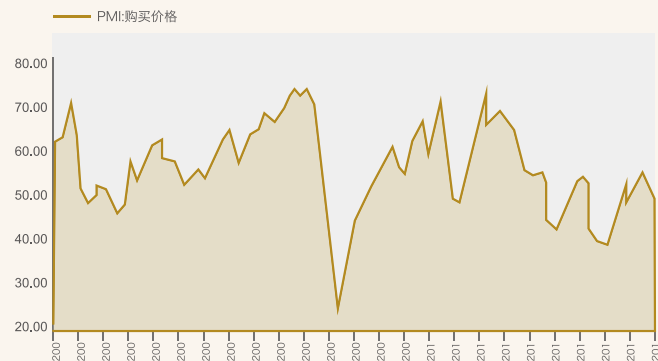
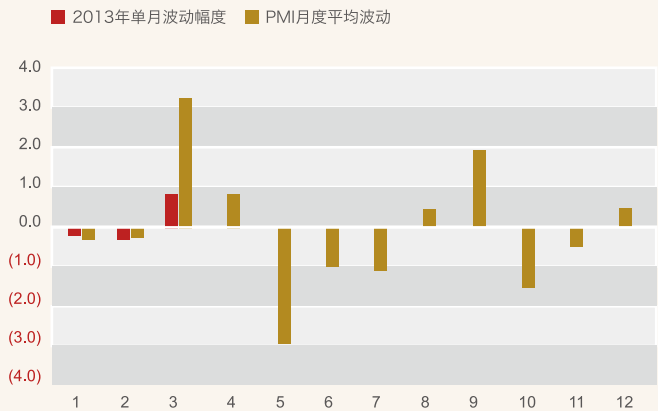
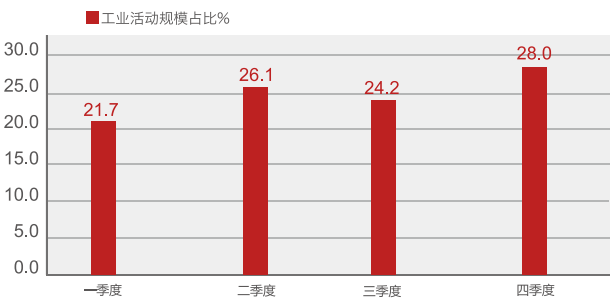
但如果二季度房地产价格继续快速上涨，则调控政策如何应对、消费者购房行为、开发商投资行为均存在不确定性。总体上，在房价和政策的博弈之间，房地产产业链存在不稳定特征，这也是一季度以来房地产板块表现弱于大多数行业的主要原因。



最后，观察 OECD 工业生产指数情况，显示外需仍处在偏弱趋势中，暂时无法构成主导中国经济回升的力量。

因此，短期看，二季度经济基本面存在不确定性，需积极观察补库存、政策力度、地产投资等多个因素的变化趋势，而 PPI 作为经济的顺周期指标，也存在低于预期的可能。因此，企业盈利的恢复程度和时间可能都会低于市场此前预期。

但这并不表示我们对全年就很悲观，一个重要的原因是一季度经济规模平均不到全年的 22%，后面三个季度的经济情况对全年更加重要，需要边走边看。



另外，从中长期角度看，自 08 年以来，中国经济在自身问题积累和外部环境促发下，存在结构调整和转型升级的客观需求。无论学术研究，还是政府相关文件，都对此进行了充分分析和讨论，但真正如何推动转型，却困难重重。正如李总理指出，改革进入深水区，“触动利益问题比触及灵魂还难”，因此，未来经济结构调整和转型升级的过程难免充满波折，短期的经济复苏趋势存在反复也非常正常。

就观察中长期经济角度而言，由于投资边际效率下降、人口红利消失等影响，中长期经济动力将更多依靠劳动生产率和全要素生产率的提高，除了不可预测的大规模技术进步以外，政府推动的改革是否着眼于解放生产力、提高经济效率就成为重要的衡量标准。

流动性角度看，一季度以来呈宽松格局，但二季度存不确定性。一季度流动性偏宽松的原因，一是社会融资总量保持较高增速，1-2 月合计增加 1.8 万亿，比去年同期多 8000 亿；二是外汇占款明显恢复，1 月单月外汇占款达 6800 亿，比去年全年多接近 2000 亿。但二季度流动性存在不确定性，主要来源于前述已提及的银监 8 号文对社会融资总量的影响。我们初步估计短期社会融资总量将维持较快增速，且由于外汇占款增加的影响，流动性对市场形成负面影响的概率要低一些。但 IPO 何时重启、重启规模及节奏都具有不确定性，对市场影响偏负面。

风险偏好角度看，预计会比过去一段时间有所下降：一是市场已积累一定涨幅，多数行业都经历过一轮涨跌，而医药、食品、中小类股票尚未明显调整；二是经济趋势、政策形势等不明朗因素较多，市场需要时间来消化不确定性。

综上所述，盈利回升力度存疑、风险偏好可能下降、流动性维持略偏松的格局是二季度市场运行的三大背景，不确定性较一季度要高一些，因此我们建议投资者适度控制仓位、积极观察、优选个股、等待时机。



行业配置：优选个股 等待时机

低估值且有一定业绩的行业：

银行、保险、地产、家电、汽车

基本面良好的消费类：

医药、食品、TMT（电子、信息设备、信息服务）

基本面一般或较差的消费类：

商贸、餐饮旅游、轻工制造、纺织服装、白酒

中上游产能过剩类：

有色、煤炭、化工、钢铁、建材、机械等

其他：

农林牧渔、交通运输、公用事业

我们认为相对具备一定吸引力的是第一类低估值大盘蓝筹类、第二三类中的优秀个股、第四类中的少数个股、第五类中的农林牧渔和电力、环保等行业。主要理由是：

第一类行业，由于指数已有一定回调，加上估值低具备一定的安全优势，即使二季度市场表现较差，其风险也相对有限。



总体而言我们认为暂时缺乏特别有吸引力的行业，短期策略建议是控制仓位、积极观察、优选个股、等待时机。

第二类行业基本面好，但估值普遍过高（如典型的医药生物和信息设备，其估值均在 35 倍或更高，分别是沪深 300 的 3.5 倍和 3.75 倍，已创历史新高），在市场总体不确定性较大的背景下，行业整体有调整风险；第三类行业基本面一般，估值也没有特别的优势。建议在二三类行业中精选优秀个股，在市场回调中寻找买入机会。

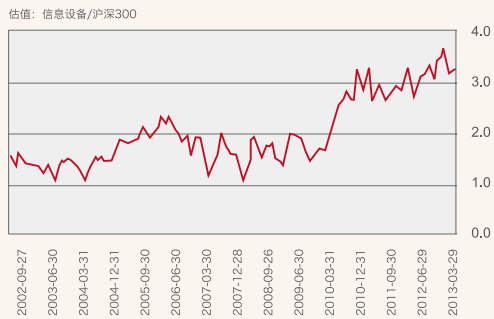
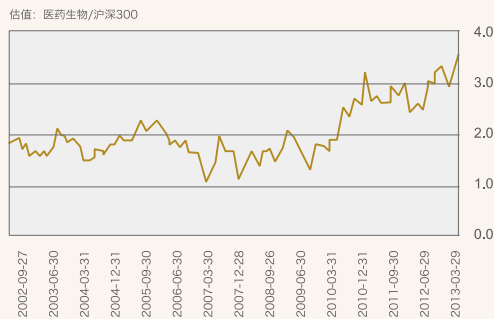
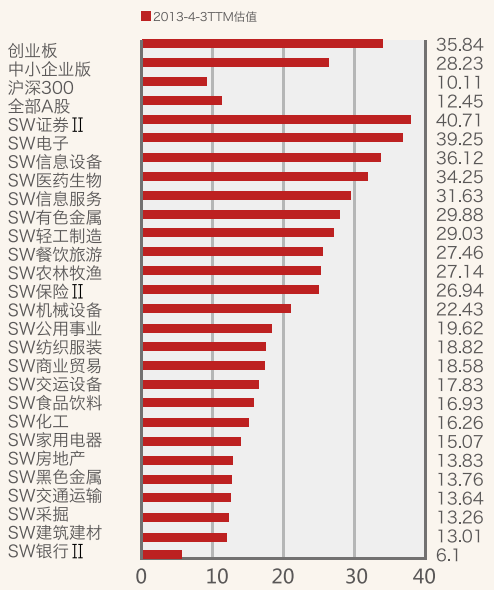
在经济转型大背景下，对第四类行业基本上以看空为主，除非经济有超强预期的复苏，否则建议回避。机械行业中，与军工、高端装备等相关的新兴行业和个股值得挖掘。

第五类中，农林牧渔中的部分行业在经历优胜劣汰的过程，优秀公司可能逐步显现；电力行业在经济弱势、成本下降过程中受益；环保作为政策受益类行业值得关注。

但总体而言，我们认为暂时缺乏特别有吸引力的行业，短期策略建议是控制仓位、积极观察、优选个股、等待时机。时机可能主要来自两种情景：一是经济复苏超预期，建议加仓低估值有业绩的金融地产和家电、汽车；二是在医药、食品、TMT 等消费类行业具备一定调整幅度情况下，适度加仓。

中长期角度上，我们始终建议顺应人口红利消失和资本市场改革的大潮流，长期积极布局内需消费、新兴服务类行业，坚持自下而上精选具备竞争壁垒的优质公司。

二季度风险因素：房价上涨过快、通胀回升过快、政策调控超预期。



放飞想象力

——运用好显微镜与望远镜

根据东方红资产管理董事长王国斌先生内部讲话整理



明天才是节后第一天上班，今天我们提前一天回来开个会，一是想务务虚，大家交流一下，二是想大家提前紧张起来，我们不能打无准备之战。平常常听大家说“很忙、很累”，不过，看大家的精神状态还是挺好的。原因很简单，“累”和“紧张”是两回事。我们看到农民兄弟都神采奕奕，他们虽然很累，但是不会太紧张；而我们这群人谈不上很累，也谈不上有很多体力劳动，但是我们很紧张。当人长期处于这种紧张状态下，就很少能静下来去想：什么是对我们最重要的事。

我经常提醒大家的一件事，就是你手头在应付的是一件重要但不紧迫的事呢，还是在做一件紧迫但不重要的事呢？每天忙忙碌碌，有多少是有价值的呢？我们有没有想过未来将如何变化？如何应对资本市场的巨大变化，是我们每个人需要考虑的问题。

“改革”与“开放”

春节期间，我看了一下《邓小平时代》，确实感受到他非常伟大。他改变了中国，靠的是两点，一个叫“改革”，一个叫“开放”。这个是他的核心思想，他很清楚地知道，对一个组织、一个公司、一个国家、一个社会的进步来说，什么是最重要的。我觉得，对我们公司、我们每个人也都是一样的。我们要持续地进步，一靠改革，二靠开放。始终要改革我们不断僵化的组织，依靠开放不断地促进！只有这样，组织才能持续地参与竞争。要让我们公司和个人不断成长，改革和开放缺一不可。

每个时代都有每个时代的变化主题。过去的十年，有过去十年的主题；未来十年，有未来十年的主题，现在这个时代没有一成不变的，竞争使然。我们在座的年轻人更容易也更应该去把握。如何去把握，首先要组织变革，改革靠什么？靠开放。开放是改革的一种方法论。没有开放，对我们任何一个人来说，就像盲人一样。前几天，俄罗斯出现了陨石，当时很多老百姓第一反应是战争爆发了，这是因为大家没有望远镜，而是用显微镜在看自己生活的世界，对我们来说也是一样。所以，这个过程中，我们需要考虑，哪些是对我们最重要的事，要怎么样来平衡，我们埋头苦干的时候，还是要不断地拿起望远镜。

时代在不停地演变，每个时代有每个时代的主题，我们该如何应对？索罗斯做投资是研究事态规则的变化，寻求转折点，而不是在既定事态规则下下注。我们作为投资人，总是处在两个状态中，一个是在既定规则下怎么玩，另一个则是研究规则的演变，对新形态下重注。

我们国家过去发展的三十年，以及未来的三十年，与我们的现在和将来的事业密切相关。在这个过程中，特别是近三五年来，我

自己也很困惑，我们到底是成为了事业的奴隶？还是来个脱胎换骨去做事业的主人？很多时候我们会屈服于生活和工作、屈服于组织和环境，不敢冒险，不敢走向新的领域。但是，世界在变，所有新的东西不断在你面前走，所有的变革都悄无声息在你面前展现。对资本市场来说，随着实体经济的转型，正在发生一个彻底的、革命性的变化，我们为此到底又做了多少准备？我们还能刻舟求剑多久？我们还是守株待兔吗？改革和开放两个方面我们如何展开？新的《基金法》在今年就要实施了，对我们既是机遇也是挑战，竞争是一切进步的前提，但它带来成功者的同时也带来失败者。我去年一直在说，现在是证券从业者的春天，是证券公司的冬天，垄断的打破带来的是个人创造力的迸发和国民经济的再次提升。

目前，资本市场正在发生本质的变化，最大的变化在哪里？利率和汇率的悄悄自由化，资本市场的不断接地气，金融向个人和民企的开放。资本市场在国民经济中的作用在不断提升，整个资本市场开始接地气，开始为中小企业服务，为三农服务，为国家进一步工业化服务。一旦资本市场接地气后，那么整个资本市场，整个空间有多少，大家可以想一下。我们的养老金、企业年金、我们的各种保险、我们的高额储蓄都将找到合适的去处。

这是一个巨大变化的开始。我们多少人看到了？我们准备好了吗？

认真思考我们的事业

第二个问题，我们将以何立足？我觉得，前面十年，我们很专注。我们的专注也有无奈，因为有人捆住了我们充满活力的手脚，我们被迫在一个小领域专注。但专注也是好事情，耐得住寂寞，抵挡得住诱惑，我们不断加强了基础的核心竞争力。我觉得，对过去几年来说，我们不断在发展我们的显微镜，把我们显微镜做得很好，但是我们没有使用我们的望远镜，没有很好地去看未来的变化。这点现在提出来对我们来说非常重要，必须提出来的。没有望远镜，我们未来的核心竞争力在哪里？我们有没有围绕未来经济和制度的变化去发展新的核心竞争力，去拓展我们每个人的工具？这是新的一年迫切需要我们每个人去考虑的。

再一个，非常严肃的问题，就是我们的盈利模式。我们靠什么跟别人去竞争？跟风起云涌的各种各样的机构去进行竞争？

很显然，这是这几年我们没有解决的困惑，我们靠一个方向做绝对收益这个盈利模式怎么能走下去？我们是做一个方向的，资金又是要求非常短期的，我们有什么能耐比指数做得好？我们有什么能耐比固定收益做得更高、风险更低？没有这些能力、这些能耐，别人为什么要把钱交给你管理。今天之所以提出这个问题，不是说以前不存在、不严重，以前很困惑找不到解决问题的方案，手脚被制度捆住了，没有办法。而今天提出这些问题，是因为我觉得新的制度环境下我们有了解决问题的方案或者可能性，现在有了足够的条件来解决这些问题。

66

依靠开放不断地促进！只有这样，组织才能持续得参与竞争。要让我们公司和个人不断成长，改革和开放缺一不可。



我们以前做投资只有一个维度、一个方向，我们跟指数去比，又被要求绝对收益，我们会很矛盾和痛苦。接下来的市场和制度，将是可立体化，同时有两个方向，同时有多维度，整个资产图谱都美丽地展现在我们面前。所有的这些变革对我们来说都是新问题，而这在国外实际上已经很简单了，他们已经走了三十年，积累了很多宝贵的经验，他们现在可以在太空中看我们。而我们每走一步都要我们自己去探索，我们没法去别人那里学习，去取经。但竞争是同一个起跑线的，这是我们面临的竞争环境。我们怎么办？付出更多心血、让自己有更开阔的心胸、更开放的精神，这些够了吗？，

另一个问题是，我们跟客户之间是什么的关系？我们提出“感恩、责任、梦想”，其中的“责任”表现在很多方面。作为投资人，你是开车人，客户是你的搭车人，你们是一个命运共同体。如果这个车翻了，是车和车同时翻了。这不仅仅是信托责任和信托关系，我们希望，我们与客户是伙伴关系，不仅仅是开车人与搭车人的关系。

去年，在乌镇开会时，当时我和大家讲为什么投资需要有哲学、流程、思想。其中，讲了一点，这些是要对你自己和你的客户负责的要求。你要告诉你的客户、你的伙伴，你是怎么样来防止风险的，怎样来为客户来争取利润的。做企业，老板必须要有使命感，管理层必须要有事业心，而做投资这一行，投资经理一定要抱着使命来做，抱着职业心态来做肯定是做不好的。真正的热爱就会产生使命感，责任感，投资人没有使命感做不好，得过且过，没有使命感的人会被市场踢出去的。

接下来的维度同时有两个方向，所有的这些问题对我们来说都是新问题，但是在国外看来实际上很简单，他们已经走了三十年。



张开我们的想象力

我常说有怎样的资金策略，才有怎样的投资策略。你所有的投资策略，和资金背后的客户是密切相关。有时候，你只能管很小一部分资金，因为你的策略只能管理匹配那样需求的资金。我们以前都是在积累，积累完了以后，该向那个方向延伸，怎样去改革和开放？是我们今年最重要的课题之一。

我们这里很多人 30 多岁，都是年富力强的时候，公司没能提供更大的舞台，我觉得对不起大家。社会也是如此，资本市场没有壮大，因为它没有接地气，对不起国家和人民。但是我觉得，现在开始这个舞台已经逐渐摆在每个人面前了，看你有没有能力去表演。

我们有什么优势？我们的优势在哪里？我觉得我们是有优势的，我们前几年“显微镜”工作做得不错，我们的腿是很粗壮的。看看舞蹈演员，腿很粗很壮，因为只有这样才能做出赏心悦目、眼花缭乱、令人惊奇的动作。我觉得我们有这样的条件，腿粗壮起来了。但是我们没有去开发，我们的视野不够，严重得不够。

在这个过程中，今年非常重要的事，就是要张开我们的想象力。我们很多人分析力很强，但我们的想象力不够。我们这么多人，完全有条件有能力有更奔放的想象力。在投资领域，想象力和分析能力是一样重要的。如果我们这么多人，一人一个月有一个想法，一年就有几百个想法，那我们有很多创造。投资上有一种很重要的策略，像索罗斯的策略，即用想象力去假设，拿钱来试验。我们为何不能这样来做？索罗斯有很多策略，他喜欢研究游戏规则变化的那个点，在一个趋势的转折点上来做判断。

在投资领域，想象力和分析能力是一样重要的。如果我们这么多人，一人一个月有一个想法，一年就有几百个想法，那我们有很多创造。

我觉得在座的所有人，应该去营造一种氛围，真正地把大家的那种想象力去激发出来。我以前跟大家说过一本书——《如果巴西下雨就买星巴克的股票》，逻辑很简单，因为巴西下雨了，水量丰富，咖啡丰收，价格就会下跌，所以星巴克的利润就会上升，就去买它的股票。我们要去寻找背后别人很难看到的相互联系和关系。

在我们这个领域，失败是必然的，死亡是必然的，你在这里走多了，总有一次会栽进去。但是这不重要，错误是会来临的，你要有这样的精神，允许自己犯错。我的要求很苛刻，但是我会原谅，学会原谅自己和别人。曾看到一条微博，云南省保山市市长去云南大学做校长，当别人问他有什么感受时，他说，在当市长的时候，自己说得再错都是对的；但当校长以后，我说得再对，教授们也不觉得我是对的。权利是绝对的，真理是相对的。投资是一个探求真理的过程。从公司行政级别上，可能我比你大，但在对观点的探讨上，我们是平等的，在我们这里，我们是以观点、想象力、分析来衡量我们的对错，而不是用权力来衡量对错。我们是缺乏创造力，真的没有想法？还是不敢提出来，还是怕错，怕领导批



大视野下看变迁

投资者需要寻找适合自己的一套严格的方法。过去两年，我们加强了财务培训，让大家有个共同讨论的基础，也让大家在分析上可以不惧所谓的权威。但在策略上，我们还是提倡百花齐放。比如，做量化投资的龙川，他从大量数据中去分析相关性，不爱去追求其间的因果关系。虽然在另外一些投资上，投资人需要追求非常严格的因果关系。很多人做指数投资，只关心市场的有效性，但索罗斯只关心 1%、2%、3% 市场无效的时候，寻找转折点，寻找趋势，验证对了，就一把进去。我们每个人都要寻找适合自己的很严格的方式。

在这个过程中，非常重要的就是倾听和适应，最近看了另外一本书《下一个倒下的会不会是华为》，任正非送给年轻人三个词——“视野、意志、品格”。其中，广阔的视野非常重要，尤其在做投资的时候。所谓视野，就是研究宏大的趋势。

未来十年，我们国家有很宏大的规划，五年到十年的规划。我们需要用宏大视野看很多东西的演变。你想想今年春节，有多少人移动？30 亿次，我当时说给老外听，他们都很吃惊，地球一半的人动了一次。我们国家 30 年来积累下来太多问题，70%、80% 的江河水已经污染了，谁家周边还有干净的水？我们家里、酒店里、车里、小孩的衣服上到处是甲醛，还有我们吃的东西有多少是放心的？30 年积累的毒在我们体内终将带来各种各样的疾病的系统性的爆发，房屋、桥梁、道路的豆腐渣工程，这些都是未来的系统性风险。人口在将来也会面临一个巨大的爆发，未来 5 年，伴随老龄化的人口，还会有上亿婴儿出生，这些你愿意如何去看待，悲观或者乐观？

未来十年，资本市场也充满了这种情况。所以，你要有宏大的视野，乐观来说，我们大中华区将会是世界上最大的消费市场。悲观来说，我们市场蕴含着极大的金融风险，当然那也是投资人的巨大机会。

横向来看，世界在发生着更大的变化。美国、欧洲、日本、东盟、非洲经济此起彼伏。互联网、大数据、生物基因工程、能源革命风起云涌。每一代人都有自己的主题。如日中天的微软在移动互联网时代到来后也落伍了，再过两三年基因和生物的革命也会席卷整个世界。去年，PE 在中国投资最多的是生物医药，十年前检测一个人基因要花一年时间上亿美金的成本，再过三五年也许只需要 15 分钟，当成本也降到 100、200 美元后，这将会是巨大的变化。

当然还有一个影响世界未来格局的更大力量，那叫中国力量。现在中国很快将成为第一大贸易国，进出口总额世界第一。中国的消费仍然还在不断壮大的过程，有机会挑战最大的消费市场。对我们来说，我希望大家在有显微镜的同时，一定要用望远镜。大家每个人都能望远一点点，大家聚在一起就能看得更远。



勤于思考

总结来说，第一，我们每个人都要有发自内心的使命感，投身到我们的事业中来，一定要有更大的热爱，这不是简单的一份职业，一种简单的职业心态容易被淘汰掉。

第二，每个人要围绕自己的核心竞争力专注起来，但是这不表示对外界不闻不问，事不关己高高挂起的态度，既要能耐得住寂寞，忍得住诱惑，又要张开眼睛看世界。

第三点，最重要的是抱着改革开放的思路，去解放我们的思想，每个人抱着创业精神去做事，大家提出想法，我们来一起分析和评判，通过先做试验，来验证自己的想法是否可行。

最后回到我们前面说的要做怎样的商业模式。从我个人角度来说，我们一定要围绕追求绝对收益的方向来发展我们的策略方法，我们的工具。在这个前提下，我们需要打开我们每一个维度和方向。这仅仅是我个人的想法，如果我们不走绝对收益这条路，我们走不远。那天和一个朋友聊，他说，我们这个行业应该是钱找上我们，但是我们凭什么能做到这一点？如果有一天，钱可以不断地找上门来，那说明我们是真的成功了，但目前我们都是很艰难地探索。

说了这么多，今天的主旨就是希望我们每个人要解放思想，否则大家都会很累。索罗斯和巴菲特有一个特点，只在关键的时候下出关键的赌注，更多的时候他们在思考，我们不能像农夫一样只是勤奋而不思考。

视野、规则及责任

文 / 王之光

文明的发展拓展着人类的视野，也伴随着新规则的不断确立。500 多年前，在长途的航行之后，久违的地平线映入新大陆发现者的眼帘，人类的视野版图一次又一次被拓展。之后，新大陆的秩序和规则在枪炮、战火中确立、改变，通过宪章、宣言等名目繁多的文书确立下来。某种意义上，文明的发展也可以理解为由视野拓展和规则确立推动的社会进步。

视野何用，规则何为？看起来，这在今天不是一个难以回答的问题，但大多数人的回答都模棱两可，似是而非。我们不妨阅读王国斌董事长的这篇长文中关于视野和规则的论述，可谓入木三分。笔者有幸，先于广大读者阅读到这篇长文，受益匪浅。在笔者看来，视野和规则相辅相成，密不可分。有视野、没规则，必是野蛮的丛林；有规则，少视野，只是盲蛙的井底。所以，关于视野和规则，读者不妨从其间的辩证关系入手，给自己留些思考。

从资本市场看，视野和规则则更具其深意。在资本市场中，视野不仅是一个空间的地理概念，更包含了多层次资本市场，多种类

投资工具，多元化投资理念等等，不一而足。前几天，微博上有个“诠释”中文之妙的段子里说：“目光可及之处叫视线，目光不可及之处叫视野。”王董事长则在文中更形象地比喻为“显微镜”和“望远镜”。投资必须将显微镜和望远镜结合起来，既要有分析力，也要有想象力。思路开阔，才能在复杂的投资市场中致胜。

说起规则，或许很多人会理解为强加于想象力这对自由翱翔的翅膀上的“枷锁”，事实上，规则更大程度上是翱翔的“航道”。在孟德斯鸠的《社会契约论》中，规则可以理解作为一种共同遵从的契约，而中国人也有“不逾矩”的说法。在王董事长的文中，则更进一步。他一方面阐释了遵守规则的的重要性，另一方面更强调了适应规则变化的能力。王董事长引用了索罗斯的名言：“做投资是研究规则的变化，不是在既定规则下玩。我们作为投资人，总是处在两个状态中，一个是在既定规则下怎么玩，另一个就是规则始终在变。”可谓是对这一理念的最佳诠释。

的确，在资本市场略有些经验的人便了解，资本市场的规则处于

持续变化之中。这种变化背后的驱动力有监管政策的变化，也有因经济形势、市场形势带来的“游戏规则”的改变，犹如 2008 年的次贷危机，当前的欧债危机，都给资本市场的规则带来巨大的变化。在这种变化剧烈的市场中，尤其考验着投资者应对规则变化的能力。读罢王董事长的阐释，笔者的理解是，在资本市场中，不但要有“天不变，道亦不变”，“不逾矩”的守规、合规意识，更不能墨守成规，要有“穷则思，思则变，变则通”的变化、创新思路。

众所周知，从去年至今，资本市场的变化之剧烈令人赞叹。在这种市场格局下，要赢得市场，赢得客户，视野和规则就尤其显得重要。这也是此文的现实意义之所在。

当然，除此之外，王董事长的文章还强调了他一直以来的观点，即对客户的责任。曾熟读王董事长过往旧文的读者肯定不会感到新鲜，因为这几乎是王董事长文章每次都要提及的要点。但在本篇文章中，王董事长把东方红对客户的责任进一步进行了阐释：

“这不仅仅是信托责任，不是简单的信托关系。我们希望我们与客户是伙伴关系，只不过一个是开车的，一个是搭车的。”这种同路人的伙伴关系赋予了东方红更大的责任，也需要东方红每名员工更大的担当。

于是，当我们把视野、规则和责任置于东方红资产管理的发展格局中来看的话，作为读者，作为东方红的客户，您一定可以读出东方红的诚意和苦心。也希望您能读出您的感悟和心得。

在资本市场中，不但要有“天不变，道亦不变”，“不逾矩”的守规、合规意识，更不能墨守成规，要有“穷则思，思则变，变则通”的变化、创新思路。



投资经理看市场



陈光明

经历了去年 12 月以来的大幅反弹之后，今年一季度市场总体表现为指数振荡和个股行情活跃。上证指数略微下跌，而中小板和创业板指数有明显上涨。

我们一季度继续保持了高仓位运作，核心持仓重点配置在优质的大众消费品龙头企业、家电、公用事业、医药和新兴服务业等方向上，并在金融、汽车等行业进行灵活操作。组合的整体估值合理，兼顾价值与成长，并对风险进行了有效控制，取得了不错的超额收益。

本次经济复苏始自 2012 年 4 季度，到今年年初，经济回升的力度已经有所减弱，这一点从多项中观和宏观指标都可以印证。房地产调控政策、收紧地方投资和对影子银行进行规范将持续对传统周期性行业形成压力，预计政策将在中央项目投资方向上进行一部分对冲，同时进行中长期的结构优化调整，以期拓展经济的长期增长空间。结合目前的低估值水平和改革力度加大，我们对市场持谨慎乐观态度，将继续在我们长期看好的领域内，坚持自下而上筛选投资机会。



姜荷泽

2013 年第一季度，A 股市场先涨后跌，全季上证指数微跌，但是市场存在明显的结构性投资机会。期间，投资者受月度经济数据的影响，在经济复苏力度的判断上来回摆动，导致指数和板块剧烈波动，只有环保、医药、TMT、电器等稳定成长性行业取得不错的收益。我们重点配置了医药、大众消费品、电器、煤化工、电力等稳定成长性行业，在震荡的市场中获得了一定的超额收益。

展望二季度，我们对市场保持谨慎的态度。经济基本面，虽然 4 月份开始旺季效应会促使经济保持弱复苏的趋势，但是银监会的 8 号文对银行的理财产品进行规范，会使得实体经济的资金收紧，从而使经济复苏的前景更加的不明朗，流动性的收紧也降低了市场的风险偏好。IPO 重启的可能性也越来越大，这也成为悬在市场头上的一把利剑。

基于此，我们将逐步降低股票仓位，仍然看好医药、大众消费品、电器、煤化工等稳定成长行业中的优秀公司，周期性行业中，我们看好房地产、电力行业。我们认为，市场趋势性机会基本没有，但是结构性机会充斥全年，我们将保持灵活的仓位，努力寻找机会。



顾凌云

2013 年一季度，宏观经济各项数据继续延续 2012 年第四季度的态势缓慢回升，通胀得到有效控制。我们一季度末的主要行业配置与 2012 年年末差异不大，主要集中在通信通讯，食品饮料，公用事业等行业，在整体市场呈现冲高回落走势中实现了正收益。

展望 2013 年第二季度，我们认为宏观经济本身有重大的转折可能性不大，固定资产投资同比环比数据改善可能性较大，但是由于央行控制货币总量意图明显以及银监会规范银行理财产品的政策，会影响市场的风险偏好。

我们认为，2013 年第二季度，整体市场没有太大机会，将适时降低股票仓位，我们仍将继续顺应人口红利消失和资本市场改革的大潮流，长期积极布局内需消费、新兴服务类行业，坚持自下而上精选具备竞争壁垒的优质公司，争取取得较好的投资收益。



姜轶嵩

2013 年一季度经济走势平稳，债券市场在一季度的行情主要来自于货币市场宽松、CPI 预期、和政策扰动因素，对于经济走势的预期市场趋同性较强。

一季度信用债券上涨明显，目前的信用债，尤其是长周期高收益债，估值已无优势。信用债估值性价比明显下降已经使信用债对资金面、供给面、政策面、市场行为冲击的免疫力下降。

展望二季度，我们认为 CPI 同比可控，尽管二季度的翘尾因素逐月走高，但估计 CPI 同比在二季度仍难回升至 3% 以上，CPI 不会明显拖累债券市场。二季度债市总体看平，利率债的投资价值相对有限，但是由于信用债券的优势已经压缩，利率债券可能存在波段性机会；信用债的配置价值仍在，但由于供给较大，很难继续看多，二季度信用债总体中性配置，目前看二季度的整体信用风险不大，管理层有一定的意愿和能力来防范大规模的信用风险，优先控制久期风险。新领导上台后，银监会的针对理财和城投债投资的政策变化已经在一季度末对市场情绪形成冲击，未来政策面的演变是影响信用债、项目资产收益和需求的关键。



杨达治



吴铁



张锋



林树财

2013 年一季度，市场预期的经济强复苏没有得到数据和政策的支持，主流板块在一段逼空式行情之后没能持续涨势。整个一季度上证指数下跌 1.43%，深圳成指下跌 2.49%，表现不佳；但结构型行情还是比较明显，申万 23 个一级行业中，15 个上涨，8 个下跌，其中医药生物、电子和信息设备分别以 22.52%、16.14%、14.69% 的涨幅位居前三，有色金属、采掘和房地产以下跌 9.03%、8.72% 和 7.69% 位居跌幅榜前三，行业之间分化很大，聪明的“市场先生”对未来中国经济结构的调整进行了强烈预期。

展望二季度，我们对市场整体判断为：经济弱复苏，股市结构市。需要指出的是：随着前期创业板为代表的一批股票大幅上涨，估值水平还是高企，大小非解禁压力、IPO 的重启让我们愈发谨慎，只有那些市场空间巨大、商业模式优秀、龙头地位显著的极少数个股能引起我们的兴趣。

追随大趋势，结合市场涨跌情况，二季度我们看好以下几个方向：品牌消费中部分估值合理的龙头企业，除了食品饮料、家电外，我们把一线地产也纳入了这个范围；铁道部撤销后，企业化运营给铁路运输企业带来的历史性机遇；在农业生产方面发生的历史性巨变给相关企业带来的机遇。

一季度股票市场先抑后扬，本产品总体波动趋势接近市场，但有一定的超额收益。在本季度之初，出于对市场的看好，本产品还持有了部分杠杆基金的进取端以博取超额收益，但从实际效果来看，由于市场比较快地转为弱势，这部分投资未带来好的效果。

二季度预计股票市场仍将低位震荡，大幅上涨和下跌都比较困难，伴随着 IPO 的恢复，可能还有一定的瞬间向下冲击。因此二季度的基金投资，将保持中性的股票基金仓位。

在基金选择方面，二季度将基本保持本产品一贯对于封闭基金的偏好，在适当的时候增加一些有安全边际的开放式基金。股票配置方面，我们以绝对收益为导向，适当增加周期股配置以迎接经济的缓慢复苏。

66

只有那些市场空间巨大、商业模式优秀、龙头地位显著的极少数个股能引起我们的兴趣。

一季度市场震荡分化，上证指数先是延续了去年 12 月以来的大幅反弹行情，但自 2 月份以后，由于经济复苏的力度低于预期，房地产调控政策出台和银行理财市场规范等原因，指数从高位回落，个股机会明显，创业板、中小板指数均有一定涨幅。

一季度经济复苏的势头已经趋缓，而通胀预期仍然高企，再次验证了仅仅依靠传统的政策刺激手段，则经济的周期波动时间越来越短，通胀对刺激政策更加敏感。

中国经济结构性优化的大趋势不可避免，新一届政府在这方面的施政是超预期的，我们对经济和股市的中长期前景持谨慎乐观态度，结合目前的估值水平，将保持积极的投资态度寻找机会。



去年 12 月市场强劲反弹，从底部到当月底市场涨幅约 16%；但一季度市场表现差强人意，上证指数单季下跌约 -1.4%。市场未能维持前期强势有以下几方面原因：一是各行业估值修复普遍超过 20%，需要更多利好因素推动；二是经济复苏趋势不够明朗，比预期时间晚、幅度偏弱；三是政策趋势不明朗，主要有三个方面：银监会 8 号文未来的执行力度及对社会融资总量的影响不明朗；IPO 何时重启、发行规模和节奏等不明朗；地产调控新国五条政策力度、二季度房价走势、新房销量及后续调控措施不明朗。

展望二季度，经济可能维持复苏趋势，但复苏力度可能低于预期。一是补库存力度可能偏弱；二是银监 8 号文的执行力度对基建、地产投资的影响存在不确定性；三是房地产市场不稳定，房地产产业链也有不确定性；四是消费增速平台有下移趋势，经济增速放缓背景下，消费增速可能短期内难以恢复到较高状态；最后，观察 OECD 工业生产指数情况，显示外需仍处在偏弱趋势中，暂时无法构成主导中国经济回升的力量。流动性角度看，一季度以来呈宽松格局，但二季度存不确定性。我们初步估计短期社会融资总量将维持较快增速，且由于外汇占款增加的影响，流动性对市场形成负面影响的概率要低一些。但 IPO 何时重启、重启规模及节奏都具有不确定性，对市场影响偏负面。风险偏好角度看，预计会比过去一段时间有所下降：一是市场已积累一定涨幅，多数行业都经历过一轮涨跌，而医药、食品、中小类股票尚未明显调整；二是经济趋势、政策形势等不明朗因素较多，市场需要时间来消化不确定性。

行业配置上，我们短期相对看好低估值且有一定业绩的行业，包括银行、保险、地产、家电、汽车等，对于基本面良好的医药、食品、TMT 等行业，建议等待估值回到合理位置再整体看好，对其他行业以优选个股为主。



朱伯胜

始自去年 12 月的行情的主线以地产和银行为代表的强周期性股票的估值修复为主。在经济复苏的背景下,强周期性股票的盈利弹性较强。

中期角度看,本轮经济复苏的力度大打折扣。值得注意的是,去年四季度始的经济反弹基本都是依赖于地产及地产产业链的复苏,而“国五条”的出台遏制了复苏进程的推进。理财新规的推出,不但对银行、信托等本身的业务拓展产生抑制,还将对全社会的融资总量及市场的流动性产生负面影响,可能导致未来社会融资成本的上升,从而对市场的估值水平产生压力。从此角度看,去年四季度开始的行情演绎的逻辑已完全转向,即以地产和银行为代表的强周期性股票的估值修复为主的行情基本结束。

展望二季度,随着国内诸多工程项目新开工及开工旺季的来临,估计重卡、水泥等有一定的销售好转,但总体上判断很难形成趋势性的机会。医药板块一季度整体表现较好,行业指数上涨 20% 以上,主要原因还是来自于稳定增长的基本面,但目前接近 30 倍的行业估值也不是理想的介入良机。总体而言,对后市保持适当的谨慎态度,控制仓位,在某些个股及军工、城镇化、环保等主题投资方面适当参与。



林鹏

在对经济未来的预期从强复苏向弱复苏转变,直至近期甚至开始怀疑是否存在复苏,一季度的市场经历了先扬后抑的走势。表现在板块行情上,偏周期的地产、银行、金融、建材、大宗商品类个股普遍冲高回落,而医药、TMT、环保、消费等成长板块则继续大幅超越市场。

我们认为未来指数依然处于上下两难的境地。一方面,权重股的低估值状态遏制向下的空间,另一方面,没有强力经济数据的支撑,蓝筹股很难走出持续性的上涨行情,而成长股的估值过于高企也令投资人十分忌惮。面对这样的市场环境,我们依然采取“自下而上”、“以不变应万变”的投资选股策略,在低估值版块中选择行业竞争格局稳定、成长确定、财务状况合理良好的个股坚定持有。

我们认为,对于价值投资者而言,获取收益无非来自于两条途径:1、以合理的价格买入优秀公司长期持有;2、等待市场犯错的机会,利用别人的恐惧或者贪婪低位买入或者高位减持。基于这样的思路,对于二季度的市场,我们看好地产、电器等低估值板块,重点关注因“禽流感”而被错杀的旅游、养殖等板块。



龙川

自去年 12 月份以来,短短不到 3 个月的这波“快牛”行情,主要源于资金面的推动,但当前市场走势已经出现拐点,整体市场处于右侧交易的初期,前期做多的动力已经趋于消失,未来的供需格局及政策、资金面已经反转,短期内难以有特别明朗的局面。

整体而言,1-2 月份的数据显示经济复苏的路径不会一帆风顺,其向好的前景并未发生改变。但当前市场最大的分歧在于,经济复苏的速度是否能如去年年底市场预期的那么乐观。仅就短期而言,经济反弹将在上半年并不具备任何不确定性,但其内生增长动力依然较弱,消费需求并未出现明显好转,这将成为下半年经济反弹的重要制约因素。如果 3-4 月份经济回暖最终得以延续的话,市场乐观情绪还将会对中端收益率产生进一步引导。

资金面逐步转向中性,下半年趋于收紧。预计整体货币政策向“中性”收敛的概率较趋于加大,下半年通胀如果上穿 3.0% 的话,政策全面收紧的可能性将大幅增加。但二季度资金面还将维持宽松。短期内,经济弱势复苏以及通胀低位运行,将令监管层在资金面和政策面的紧缩上不会有特别大的迫切性。目前虽然公开市场逆回购操作已经暂停,但受结汇需求高涨的影响,外部资金的被动投放还将令整体资金面维持在较为宽松的水平。我们判断资金面还将维持在一个相对低位的水平。尽管相对于前期而言,息差空间已经大幅缩小,但如果持券久期较短的话,风险依然可控。



徐习佳

今年一季度在延续去年 12 月以来的大幅反弹之后,上证指数在春节之后出现回调。市场总体表现出大盘指数宽幅振荡,中小盘和创业板成长股行情活跃的特征。二月份以来,中小盘指数和创业板指数相对上证综指的超额收益明显,分别达到 10% 和 15% 左右,结构性行情明显。

本次行情始于去年 4 季度经济复苏,暂时止步于经济回升力度的减弱。展望二季度,伴随新一届政府的上台,相关房地产调控、地方投资紧缩、规范影子银行业务、重启 IPO 等政策的出台将持续对股票市场,尤其是传统周期性行业形成压力。另一方面,在中长期经济结构调整和改善民生领域国家有望出台相关政策,以期在对冲短期负面政策冲击的同时拓展经济持续增长的长期上升空间。在金融系统风险可控的前提下,结合目前的大盘蓝筹的相对低估值水平,我们对市场持谨慎乐观态度。预计股票市场仍将在低位震荡,中小盘指数和创业板指数的超额收益贡献将逐步缩小,甚至出现瞬间大幅下滑的可能。因此考虑适当增加周期股配置,平衡成长股中积累的风险。

生活是追随与欣赏

有一天,柏拉图问老师苏格拉底:「什么是爱情?」 苏格拉底叫他到麦田走一次,要不回头地走,在途中要摘一棵最大最好的麦穗,但只可以摘一次。

柏拉图觉得很容易,充满信心地出去。谁知过了半天他仍没有回去,最后,他垂头丧气出现在老师跟前,诉说空手而回的原因:「很难得看见一株看似不错的, 却不知是不是最好,因为只可以摘一次,不得已,只好放弃,再看看有没有更好的,到发现已经走到尽头时,才发觉手上一棵麦穗也没有。」

这时,苏格拉底告诉他:「那就是爱情——爱情是一种理想,而且很容易错过。」

有一天,柏拉图问老师苏格拉底:「什么是婚姻?」 苏格拉底叫他到树林走一次,要不回头地走,在途中要取一棵最好、最适合用来当遮阴用的树材,但只可以取一次。柏拉图有了上回的教训,充满信心地出去。半天之后,他一身疲惫地拖了一棵看起来直挺、翠绿,却有点稀疏的杉树。

苏格拉底问他:「这就是最好的树材吗?」 柏拉图回答老师:「因为只可以取一棵,好不容易看见一棵看似不错的,又发现时间、体力已经快不够用了,也不管是不是最好的,所以就拿回来了。」

这时,苏格拉底告诉他:「那就是婚姻——婚姻是一种理智,是分析判断,综合平衡的结果。」

有一天,柏拉图问老师苏格拉底:「什么是外遇?」 苏格拉底还是叫他到树林走一次,可以来回走,在途中要取一支最好看的花,柏拉图又充满信心地出去。两个小时之后,他精神抖擞地带回了一支色彩艳丽但稍稍枯萎的花。苏格拉底问他:「这就是最好的花吗?」 柏拉

图回答老师:「我找了两小时,发觉这是最盛开、最美丽的花,但我采下带回来的路上,它就逐渐枯萎下来。」

苏格拉底告诉他:「那就是外遇——外遇是诱惑的。 它也犹如一道闪电,虽照亮,但稍纵即逝;而且,追不上,留不住。」

有一天,柏拉图问老师苏格拉底:「什么是生活?」 苏格拉底还是叫他到树林走一次,可以来回走,在途中要取一枝最好看的花。柏拉图有了以前的教训,又充满信心地出去。过了三天三夜,他也没有回来。苏格拉底只好走进树林里找他,最后发现柏拉图已在树林里露营扎寨。

苏格拉底问他:「你找着最好看的花?」 柏拉图指着边上的一朵花说:「这就是最好看的花。」 苏格拉底问:「为什么不把它带出去呢?」 柏拉图回答老师:「我如果把它摘下来,它马上就枯萎。即使我不摘它,它也迟早会枯。所以我就在它还盛开的时候,住在它边上,等它凋谢的时候,再找下一朵。这已经是我找着的第二朵最好看的花。」

这时,苏格拉底告诉他:「你已经懂得生活的真谛了——生活是追随与欣赏,对生命中的每一次美丽。」

选狼，还是选狮子

上帝把两群羊放在草原上,一群在南,一群在北。上帝还给羊群找了两种天敌,一种是狮子,一种是狼。

上帝对羊群说:「如果你们要狼就给一只,任它随意咬你们。如果你们要狮子,就给两头,你们可以在两头狮子中任选一头,还可以随时更换。」

这道题的问题就是:如果你也在羊群中,你是选狼还是选狮子?很容易做出选择吧?好吧,记住你的选择,接着往下看。

南边那群羊想,狮子比狼凶劲得多,还是要狼吧。于是,它们就要了一头狼。北边那群羊想,狮子虽然比狼凶猛得多,但我们有选择权,还是要狮子吧。于是,它们就要了两头狮子。

那只狼进了南边的羊群后,就开始吃羊。狼身体小,食量也小,一只羊够它吃几天了。这样羊群几天才被追杀一次。北边那群羊挑选了一头狮子,另一头则留在上帝那里。 这头狮子进入羊群后,也开始吃羊。狮子不但比狼凶猛,而且食量惊人,每天都要吃一只羊。这样羊群就天天都要被追杀,惊恐万状。

羊群赶紧请上帝换一头狮子。不料,上帝保管的那头狮子一直没有吃东西,正饥饿难耐,它扑进羊群,比前面那头狮子咬得更疯狂。羊群一天到晚只是逃命,连草都快吃不成了。南边的羊群庆幸自己选对了天敌,又嘲笑北边的羊群没有眼光。

北边的羊群非常后悔,向上帝大倒苦水,要求更换天敌,改要一只狼。上帝说:「天敌一旦确定,就不能更改,必须世代相随,你们唯一的权利是在两头狮子中选择。」北边的羊群只好把两头狮子不断更换。可两头狮子同样凶残,换哪一头都比南边的羊群悲惨得多,它们索性不换了,让一头狮子吃得膘肥体壮,另一头狮子则饿得精瘦。眼看那头瘦狮子快要饿死了,羊群才请上帝换一头。

这头瘦狮子经过长时间的饥饿后,慢慢悟出了一个道理:自己虽然凶猛异常,一百只羊都不是对手,可是自己的命运是操纵在羊群手里的。羊群随时可以把自己送回上帝那里,让自己饱受饥饿的煎熬,甚至有可能饿死。想通这个道理后,瘦狮子就对羊群特别客气,只吃死羊和病羊,凡是健康的羊它都不吃了。

羊群喜出望外,有几只小羊提议干脆固定要瘦狮子,不要那头肥狮子了。一只老公羊提醒说:「瘦狮子是怕我们送它回上帝那里挨饿,才对我们这么好。万一肥狮子饿死了,我们没有了选择的余地,瘦狮子很快就会恢复凶残的本性。」

羊群觉得老羊说得有理,为了不让另一头狮子饿死,它们赶紧把它换回来,原先膘肥体壮的那头狮子,已经饿得只剩下皮包骨头了,并且也懂得了自己的命运是操纵在羊群手里的道理。为了能在草原上待久一点,它竟百般讨好起羊群来。而那头被送交给上帝的狮子则难过得流下了眼泪。 北边的羊群在经历了重重磨难后,终于过上了自由自在的生活。

南边的那群羊的处境却越来越悲惨了,那头狼因为没有竞争对手,羊群又无法更换它,它就胡作非为,每天都要咬死几十只羊,这只狼早已不吃羊肉了,它只喝羊心里的血。它还不准羊叫,哪只叫就立刻咬死哪只。

南边的羊群只能在心中哀叹:「早知道这样,还不如要两头狮子。」这是一道非常简单的选择题,据我多次亲自尝试的经验,如果拿来问欧美的朋友,大多数人都会选狮子,但是如果拿来问我们自己中国人,大多数人都会选狼(包括我自己)。

领悟到了吗?握有决定权的,才有生机(不过,还要有智慧,作出正确的抉择 ...),否则只有任人宰割的份了,即使强悍如狮子。

Ray Dalio:

去杠杆化的必由之路

文 / Ray Dalio 编译 / 东方证券研究所 杨娜



在经济与政策不确定性不断加大的今天，冷静下来，“思考经济机器究竟是怎样运转，再根据其原理进行反应”，是全球最大的宏观对冲基金 Bridgewater（规模 1220 亿美元）创始人兼 CEO Ray Dalio 所倡导的投资方法。Ray Dalio 是个喜欢分享的人，他不仅提出近三百条管理准则供继任者和大家讨论，更是把自己对宏观的思考总结为一个模板，本文主要内容是他如何解读现在的经济环境。

简单地讲，经济衰退与去杠杆有以下几点不同：衰退（Recession）通常是由于私人领域资本减少而引发的经济活动减缓，又是由于央行采取抗通胀的紧缩政策。所以随着央行政策放松，衰退也就结束了。在此类衰退中，央行掌控以及创造货币和信贷，即掌控货币成本。通过政策鼓励借贷双方，使得信贷提高以及令经济增长恢复到理想水平。

因为低利率可以：1. 降低偿债成本；2. 以信贷支付的成本（每月还款额）降低，从而刺激相关需求；3. 由于利率降低，带来预期现金流折现效应，将抬高产生收入（income-producing）的资产价格，例如股票、债券、房地产，从而产生财富效应，刺激消费支出。

去杠杆（Deleveraging）的表征也是经济活动放缓，导火索是实际资本（例如信贷和权益）缩水，市场缺少有实力的提供资本的人，以及有实力的接受资本的人，所以央行改变货币成本的举措并不能够对去杠杆进程产生实际影响。在这种情况下：1. 很多债务人偿还的货币量，比实际承诺的要多；2. 改变偿债成本以及刺激信贷增长的货币政策，都不管用。

原因是：1. 利率不可能无限降低，也就不足以鼓励消费支出和资本行为（产生通缩性压制 deflationary depressions）；2. 增长的货币会涌向抗通胀资产，而非信贷领域（产生通胀性压制 inflationary depressions）。

去杠杆如何结束？通常出现以下组合：1. 债务重组，减少还贷；2. 增加货币供应量，使债务人偿债更容易；3. 财富重新分配；4. 企业降低成本；5. 风险和流动性溢价大幅上升，促进借贷以及权益投资等资本行为恢复。

一般来说，货币体系有两种：一种是某种大宗商品为基础（通常是黄金），同时包括现金和信贷的 commodity 体系；另一种是 Fiat 体系，只有现金和信贷。第一种很难创造信贷或推动信贷增长，因为公众会对冲政府行为。

通常政府会倾向 Fiat 体系，因为可以拥有更多的权利印钞票，增信贷，改变货币价值以重新分配财富。人类的本性就是及时享受，所以政策很难考量长期收益。于是出现信贷不受约束地增长和债务危机也就不足为怪了。政府只有在货币体系失去控制时，为了缓解债务负担过度印钞，并进一步导致货币过度贬值的情况下，才会回到 commodity 货币体系。纵观历史，由于两种体系各有“苦衷”，政府总是在两种货币体系之间变换，而一旦选定通常会维持相当长的时间。

很多人错误地认为问题出现在心理层面，投资者由于恐慌将投资转向更加安全的资产类别，于是解决问题的方案就是引诱他们。这种逻辑错在两方面：首先，跟大众普遍认识相反，去杠杆过程并不是心理驱动，而是由于信贷、货币、商品和服务的供需发生了现实的变化。

如果央行希望用更多的货币缓解流动性的缺口，只会使债权方担心钱更贬值，解决不了放贷意愿低和偿债能力差的问题。

其次，很多人心目中的“钱”其实不是货币，而是信贷，而信贷是可以就这样“消失的”。我今天刷一下信用卡，产生了信贷的资产和负债，你说这些钱是从哪里来的？没有源头。

政府缺钱，而财富和收入又集中在少数人手中，所以政府自然会向富人征收更多的税。穷人和富人之前关系会异常紧张，舆论（导致政策）从右转向左。所以有句话“经济繁荣，大家都讲资本主义；泡沫破灭，人人都讲社会主义”。

这种做法通常收效甚微，理由两点：第一，这样的财富通常都是非流动型资产，即便是流动性强的金融资产，迫使纳税人卖出流动性强的资产缴税，并不利于资本增加。第二，由于个人收入和资本收入锐减，多收取的税收远远不够。但富人还是会经历真实财富的“损失”，他们会变得异常保守，甚至会将财富转移到境外，或者各种方式避税，或者投资流动性强、对信

贷评级依赖较低的投资品种。

债务国为了保护就业，通常会采取保护主义政策，青睐货币贬值，此时通常会出现资本出逃现象。当货币离开本国时，央行又一次面临选择：印钞会导致货币贬值，不印会导致货币紧缩。最终他们不得不选择印钞。

由于货币疲软再加上投资回报前景不乐观，海外投资者一般倾向逃离债务国。但美国情况不同，因为它的债务是以自己国家货币计价，这样会产生大量需求。但是毕竟债务是承诺要偿还货币，而又没有那么多货币，所以通常以三种方式结束：违约；发行大量货币；偿还债务量大幅减少（债权方放弃）。在此阶段最大的风险就是，由于货币走软外加货币供应量加大，导致短期信用（甚至包括政府短期国债）被市场抛弃，不但没有达到创造更多信贷的目的，反而导致资金涌入抗通胀资产，和资产出逃。

于是央行又一次面对加大印钞的要求，要么支持这种需求，要么允许货币和信贷紧缩导致实际利率上升。此时，政府会建立外汇管控力图阻止上述资本流动，甚至禁止持有黄金，偶尔还会出现价格和工资管控的措施，但所有这些都不利于问题的解决，而不过是经济“扭曲”举措而已。

去杠杆过程的确很可怕、很痛苦，甚至会引发货币战，但这是自由市场自我修复的方式。换句话说，经过对失衡的基本面的改正，可以使经济进入更加健康的状态。通过破产或其他形式的债务重组，债务得到降低，通过降低成本等方式，企业的盈亏平衡点也被降低。金融资产价格降低，同时购买资产和偿还债务的货币供应量增加，资本正常流动得以恢复。

经济和信贷的走软通常很迅速，仅仅两三年时间，但随后的复苏过程却是缓慢的，通常会持续十年。不仅如此，股票恢复至之前高点，更是往往需要二十年时间，因为风险溢价要很长时间才能恢复至去杠杆之前的低位。

66

一旦外汇占款出现持续负增长，中国央行将通过何种管道发行基础货币，也将是一个有趣的问题。如果回购央票的空间有限，法定存款准备金率囿于通胀压力而不能迅速下调，那么是否央行会重新借助再贷款工具呢？



证券公司 资产证券化业务转常规

文 / 东方红资产管理产品部 李盛

3月15日，证监会发布《证券公司资产证券化业务管理规定》，标志着经历了近9年政策演变，证券公司资产证券化业务正式由试点业务专为常规业务。



发展历程

我国资产证券化可以根据监管机构的不同划分为三个部分：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，通过专项资产管理计划展开，主要在交易所市场挂牌交易。

证券公司资产证券化业务，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，通过结构化等方式进行信用增级，在此基础上发行资产支持证券的业务活动。

证券公司资产证券化的发展可以分为四个阶段：2004年的制度基础构建阶段；2005年9月-2006年8月的试点阶段，期间共有10只产品发行，其中包括东方证券2006年5月发行的远东首期租赁资产支持收益专项资产管理计划；2006年9月-2008年的试点暂停与总结阶段，2009年至今重新启动和转常规阶段。截至目前，共计14个专项资产管理计划成功发行，累计融资超过300亿元。

2004 年制度基础构建	2005 年 8 月 -2006 年 8 月 试点	2006 年 9 月 -2008 年 试点暂停与总结	2009 年至今 重新启动和转常规
2004 年 2 月，《证券公司客户资产管理业务试行办法》正式生效施行；10 月下发《关于证券公司开展集合资产管理业务有关问题的通知》 - 启动企业资产证券化研讨论证	2005 年 8 月，首单专项计划“中国联通 CDMA 网络租赁费收益计划”正式诞生 - 截止 2006 年 8 月末，在试点的约一年时间里，专项计划模式的企业资产证券化共推出 9 单，募集资金达到了 260 多亿元	2006 年 9 月以后，证监会暂停专项计划新项目的申报审批，进入总结阶段 2007 年 8 月，证监会向 10 余家证券公司发出了《企业资产证券化业务试点工作指引（征求意见稿）》，力求进一步完善专项计划的各项制度框架	- 证监会主持各类专项研究 2009 年 5 月，证监会下发《关于通报证券公司企业资产证券化业务试点情况的函》及《证券公司企业资产证券化业务试点指引（试行）》 2013 年 3 月 15 日，证监会发布《证券公司资产证券化业务管理规定》，证券公司资产证券化业务常规化

*资料来自证监会网站



*东方红资产管理产品部制图

新规拓展业务范围

2013年3月15日发布的《证券公司资产证券化业务管理规定》，这是继2005年8月开始的证券公司企业资产证券化业务的试点后，对券商资产证券化业务的一次全面松绑。

证监会发布的《<证券公司资产证券化业务管理规定>的起草说明》指出，当前，国内证券公司的传统业务对实体经济和社会投融资需求的服务能力不足。资产证券化业务是提升证券公司服务实体经济能力，更好的满足社会投融资需求的重要途径，也有助于推进证券行业的转型发展，提升证券公司的市场竞争力。因此，证券公司资产证券化业务由试点业务转为常规业务发展已成为现实需要。

松绑具体表现在以下几方面：

一是，基础资产拓宽业务范围。证券公司的证券化基础资产是指符合法律法规，权属明确，可以产生独立、可预测的现金流的可特定化的财产权利或财产。

此次《规定》通过列举的方式列明可以证券化的基础资产具体形态，允许包括企业应收款、信贷资产、信托受益权、基础设施收益权等财产权利，商业物业等不动产财产等均可作为可证券化的基础资产，为实务操作提供了明确指引。此外，还允许以基础资产产生的现金流循环购买新的基础资产方式组成专项计划资产。

分析人士指出，企业应收款、信贷资产、信托受益权、基础设施收益权等基础资产，为券商与银行、信托、企业在资产证券化业务方面的合作奠定基础；商业物业等为以REITs为基础资产的证券化业务推出让出了法律空间；允许以基础资产产生的现金流循环购买新的基础资产方式组成专项计划资产，为信用卡、应收账款的资产证券化提供了便利；以及很多呈现周期变化的现金流可以纳入资产证券化的范畴，比如，有空置期的商业物业租赁收入、有淡季的水电发电收入等。

二是，证券公司从事资产证券化业务的准入门槛降低。《规定》取消有关证券公司分类结果、净资本规模等门槛限制，具备证券资产管理业务资格、近一年无重大违法违规行为等基本条件的证券公司均可申请设立专项资产管理计划开展资产证券化业务，令更多证券公司能够开展资产证券化业务。

三是，资产支持证券流动性增强。为了提高产品的流动性，《规定》允许资产支持证券可以在证券交易所、中国证券业协会机构间报价与转让系统、证券公司柜台交易市场以及中国证监会认可的其他交易场所进行转让。此外，还允许证券公司可以为资产支持证券提供双边报价服务，即证券公司可以成为资产支持证券的做市商，按照交易场所的规则为产品提供流动性服务。符合公开发行条件的资产支持证券，还可以公开发行，并可以成为质押回购标的。此外，管理规定删除了征求意见稿中公开发行的相关条款，意味着目前资产证券化产品可向200个以下的合格投资者非公开发行。

基础资产范围的拓宽、证券公司准入门槛的降低和资产支持证券流动性的增强将有利于活跃整个资产证券化市场，从而推动资产支持证券市场认知度的提升，成为主流的固定收益型投资标的之一。成熟的市场将带来丰富的比较基准，从而进行高效、准确的定价，降低融资人的融资成本，提高发行效率进而形成良性循环。

资产证券化业务是提升证券公司服务实体经济能力，更好地满足社会投融资需求的重要途径，也有助于推进证券行业的转型发展，提升证券公司的市场竞争力。



金融，是唯一一个只要你付出辛苦和汗水，就必定能改变自身命运的行业。

与公司同成长

文 / 东方红资产管理渠道经理 温鑫



时间是梦想的伙伴，时间是理想的跑道，时间是我与公司同成长的漫漫轨迹。当笔尖落在此处时，我已经参加工作两年了，刚加入公司的情景还历历在目，这里回忆几件一直难忘的事情。

2010年10月，我有幸成为公司营销部的一名实习生，虽然不是正式的员工，虽然对业务一窍不通，却同样能感受到东方红不一般的温暖。在领导、同事的包容指引下，我找到了自己的位置，融入了新的集体，也认定了东方就是以后自己可以全身心为之付出的地方。

2010年12月31日周五,新年的最后一天,永远记得的一天，下班前竟意外的提前拿到了OFFER,之前等待的焦虑感一扫而空,换来的却是目标完成后的松懈和空虚。下班后没有立刻回学校,沿着公司往江边走着,不知不觉到了晚上,伴着游行的人群,听着海关大楼敲响的钟声,远望着公司大楼,心早已飘向了未来职场生活,终于成为了东方红的正式一员,还有什么词能形容那时的心情呢？谢谢公司在新年给予我这么好的礼物。

2011年7月，工作并不轻松。我参与了自己第一个产品的销售——先锋7号，负责沈阳工行渠道，业绩挂零。值得总结的地方很多，但最忘不了的是领导给我的鼓励和支持。东北是东方红开拓较少的区域，但也是战略布局中重要的区域。播种的过程自然艰难，但用心培育，春天到来时，每一粒种子都会生根发芽结果。我们的直接领导施轲在这段时间给了很多的支持，一次次抽出时间过来带我走访银行领导，记得有一回，他从深圳赶来沈阳，坐了4个半小时飞机，之后是忙碌的拜访及客户晚餐，然后坐晚上11点的飞机赶到大连，落地已是第二天，连沈阳招行沙总都感叹我们的工作强度，他在产品发行期间，曾经5天走了6个城市。

2011年某一天，我们的客服同事加班到凌晨4点，然后8点半又按时坐在了位置工作，虽然疲劳，但依然有说有笑。每个人都不是铁人，但每个人都有自己不能疏忽的工作。累，并快乐着，这肯定不是一般的公司能激发出来的斗志。

2012年5月，炎热的夏天，南方的深圳。招行将发行东方红-新睿2号，在市场低迷了挺长一段时间之后，这只专注于折价主题的创新产品是一次打翻身仗的机会。施总带领我们4位同事，驻扎深圳一个月。这是我有幸经历的一次成功的发行，在前期产品业绩不支持的情况下，深圳招行销售1.5亿。

过程是非常曲折的，产品创新而又复杂，开始时大家都没底。70个网点需要全部覆盖，但光体力解决不了所有问题，头脑和战术更为重要。首先我们从分行要到了5倍系数，这在招行的大本营——深圳是第一次，到今天也没有第二单出现；接下来是确定目标，从1级支行全面覆盖、2级支行重点突破、即将达标客户经理每日提醒等等，将渠道做过细分之后，每位同事都有了目标感，并且在领导的带领下，我们每天晚上会开会讨论，将目标做动态调整并定好第二天的安排。

发行的一个月之内，施总不但要在幕后制订战术打法，每天还跟渠道经理一样出现在各个网点，财富中心领导、一级支行行长、重点客户经理都会一一拜访。遇到这样的领导，员工岂能怠慢。一天一天，一步一步，一个月下来终于换来了最后的成功，今年发行的东方红-新睿5号，几乎不太需要动员，深圳招行销量轻松突破2.4亿。

收获还有很多，不光只有工作。比如结交了志同道合无话不说的同事，比如年会上我们那用了几个晚上排练出来的小品，当然还有我的特等奖IPHONE 4S_^_^,再比如每周五雷打不动的羽毛球训练，最后我们夺得了2012年上海基金公司羽毛球赛团体第一名，要知道对手基金公司的员工数量可都是我们的几倍以上。

2012年底，有幸聆听了王总在北大讲堂的演讲，有句话给我的印象太深了。当有人问到王总选择金融行业从业的原因时，王总的回答赢得了所有人的掌声。“金融，是唯一一个只要你付出辛苦和汗水，就必定能改变自身命运的行业”。话中包含了很多意思，但所有人都会为其中的励志情绪所鼓舞。

东方红是一个充满正能量的地方，有幸在毕业后加入了一个正确的行业、正确的公司。人生是一场长跑，让我们继续辛苦而快乐的去打拼，创造公司和自己的未来。



呼吸信息的空气

——读《移动浪潮：移动智能如何改变世界》

文 / 蔡乐诚 编辑 / 王之光

东方红 书屋

面对纷繁的投资书籍，该怎样选择？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。



本书作者是美国上市公司——微战略公司的董事长兼首席执行官——迈克尔·塞勒。他在麻省理工学院获得了航空航天工程、自然科学、科技和社会学学位。如同他丰富的学历背景，迈克尔·塞勒同时兼具了多种身份。他既是一位科学史学家，又是一位令人敬畏的知识分子；不仅是一位高科技企业家，还是一位严肃的学者。

在《移动浪潮：移动智能如何改变世界》一书中，迈克尔·塞勒以一位历史学家的深刻和一位技术专家的精准，以及一位首席执行官的务实，为我

们展现了一个未来移动世界的全景画面。极富想象力和前瞻性的观点，值得移动互联网厂商，电脑智能手机公司，甚至所有普通民众去阅读。

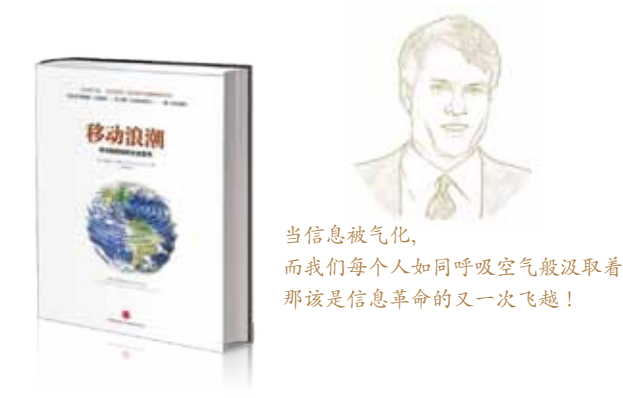
迈克尔·塞勒认为，移动计算技术是带来更广泛信息革命的临界点技术。信息革命的开始可以追溯到15世纪的印刷术，但直到20世纪60年代，随着电脑科技的出现，信息革命才开始加速影响社会。移动计算技术即将成为信息革命推动社会剧变的催化剂。最终，信息被气化，渗透到我们每个人的日常生活和工作中。

最明显的一个变化是计算机技术经历的五次浪潮。从大型电脑、小型电脑、台式电脑、互联网个人电脑，到移动互联网。由此而来，许多产品和服务从实体转化为软件，发行成本降低使得产品和服务可以更广泛地传播出去。特别是相对落后和不发达的地方，移动互联网带来的低成本运营优势，可以让其更好地渗透进较落后的市场。

这对于传统实体运营公司是一个不得忽视的挑战。更多的新加入者凭借着低成本的移动互联网销售模式，轻松打开市场，与传统实体公司竞争。传统的实体公司不得不积极地调整自己的盈利模式和销售渠道，像一个软件公司一样去思考。

作者以芬兰城市——奥卢为例，谈到了纸质媒体受到移动互联网的冲击。2006年，奥卢在公交车、餐厅、车站和剧院装置了1500个标签。市民可以运用近距离无线通信技术选择公交时刻表和地图。他们只要将手机对着演出海报摇一摇，就可以了解到更详细的信息。在学校，学生们触碰标签就可以了解到课表、作业、食堂菜单和每日通知等信息。近距离无线通信技术使获取信息格外容易，并且最终的趋势是全世界实现电子标签化。纸质标签和广告将逐渐淡出人们的视野。就像Craigslist在美国提供海量、免费，几乎是即时更新的分类广告那样，便于使用，高度集中，而且被广泛查阅。

数据显示，纸媒订阅量真正的下跌开始于2005年。此前，报纸订阅量每年大概减少1%。在2005年跌幅达到了2%，2007年达到3%，而2008年达到4%。2009~2010年，635家报社平日报纸的订阅量下跌了8.7%。电视媒介也变得不再那么有吸引力，尤其是对年轻群体，他们更适应和喜欢通过移动互联网来获取信息、享受娱乐。电视观众的老龄化日益明显，



当信息被气化，而我们每个人如同呼吸空气般汲取着信息，那该是信息革命的又一次飞越！

群体逐年萎缩。到2008年，电视观众的平均年龄为50岁。年轻观众们转去了互联网。1948~2008年，美国三大主流电视网播出了150万个小时的节目。视频网站YouTube从2007年12月到2008年5月，6个月的播出时间就已经超过了它们。

迈克尔·塞勒认为移动智能可以为人们生活带来更多的便利和机会。它可以让支付变得快捷安全，人们不再需要去指定的营业网点来办理缴费业务，也不再需要随身携带钱包，只需要手机等移动互联网终端设备就可以完成一系列安全快捷的支付业务。美国的热布卡租车公司就很好地应用了移动支付方式，方便了会员可以在分散的地方随付随租车辆，并将价格精确到小时，最大限度地给予了消费者便利和优惠。

移动智能也可以让更多人享受到优质的医疗。纸质病历档案的数字化将不断推进。早在1991年，美国医学研究所就提出必须实行电子病历档案。然而，直到2010年，美国仅仅只有20%的医生采用电子病历档案。利用移动智能技术的医生可以远程监测我们的健康状况：腕带传感器可以适时不间断跟踪生命体征，并通知医生注意潜在问题。随着移动医疗给美国医疗的价格带来下行压力，被抑制的需求将会爆发。更多的人不再排斥就医，并更快地得到诊断和治疗，对疾病早期的检查和防护也变得更及时，也更便宜。

除此之外，移动智能还能扩大每个人接受平等教育的机会。这将改变人们的学习习惯和学习轨迹。学习不再只是停留于课堂，老师和书本。更广阔的书籍资源、视频课堂、名人讲座都可以在移动互联网上触手可及。无论何时何地，你都可以让全世界最聪明的人为你普及知识和开拓视野。

其实，移动智能技术已经在我们的生活中萌芽新生，一场变革正悄然发生。迈克尔·塞勒对于未来的展望也许并不全然正确，但他大胆的梦想给予我们一个可以参考的未来蓝图。当信息被气化，而我们每个人如同呼吸空气般汲取着信息，那该是信息革命的又一次飞越！

电视会消失吗？



过去十多年来，无数人想尝试打通一条自由通往客厅电视的新路。虽然一直未能成功，但却没人怀疑在不久的将来这将成为现实。

如果从微软1999年的“维纳斯”计划算起，十多年来，相继出现了数字家庭、数字电视、IPTV、机顶盒、OTT、智能电视、互联网电视等多个新鲜名词。

它们的目只有一个：用互联网改变世界的方式，打开封闭的电视产业链、让电视开放，像电脑和手机上网一样自由连接，不受限制的为用户提供数字内容。

尽管全球无数厂商探索过让电视开放的道路，但却无一例外的遭遇无法跨越的路障，堵在了路上。家里的客厅对于互联网，如同一个封闭的平行宇宙，让无数互联网巨头、大佬、枭雄、天才无可奈何。

但近年来，互联网的力量正在快速成长，不仅可以改变美国的大选，而且正改变着中国人的购物习惯。于是，越来越多的声音开始惊呼：电视完了。

他们有着数据做支持。根据艾瑞咨询的数据，2008年北京地区电视的开机率还有70%，而到了2010年这个数字已下降到了30%。

美国也是如此。市场研究公司尼尔森调查发现：2亿多人口的美国已经有大约500万家庭彻底抛弃了传统电视，转而通过PC、智能手机或平板电脑观看流媒体视频，而且这些“零电视家庭”的成员通常比较年轻，一半以上年龄小于35岁。

再看看我们周围的年轻人，还有多少人在看电视？即使是一些很受欢迎的电视节目，年轻人往往也是通过PC或者手机来观看，如大热的《甄嬛传》在全国电视台的收视率最高也不过2%，而它的独家网络播放平台乐视网的点击量则超过了10亿次。

这会带来什么后果？依赖广告收入的电视台已经感受到了压力。大量品牌广告已开始从电视台转向优酷、爱奇艺、腾讯视频和搜狐视频等视频网站，以及百度等搜索厂商，比如，2012年百度的广告收入达222.46亿元，几近央视广告收入269.76亿元。

就连电视台的编辑们也开始担忧了。一篇“7年后电视台会消失吗”的博文广为转载，该文作者大胆预测，电视台在这7年里最先消失的也许是那群极富创造力和动手能力的一线员工，他们陆续从各大电视台辞职，转投到各大网络视频公司，因为网络视频公司给他们更多的制作空间，更好的激励制度。

电视会消失吗？也许真的有这么一天。

（本文根据网络文章整理）

