

东方红悦读

issue 09

2013 年 2 月

东方红
财富俱乐部
Vip
专刊

感恩责任梦想

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

非常时期话投资

券商资管创新应着重构建核心竞争力



责任

感恩

梦想

66

经济学的思维方式可以用一句话概括：世界上没有免费的午餐。

济活动”，而是更广泛的“人类活动”，他所希望探讨的是在人类互动里所呈现出的状态以及所透露出的一些特质，希望能归纳出生动有趣的“经济思维”。

保罗·海恩希望掌握人际互动的特性，包括隐藏在整个景象下的规律，以及相关支持的条件。因此，海恩不是一个参与者，而是一个“旁观者”。他静观其变，然后阐明人类行为和社会现象在动静之间的特性。

更难能可贵的是，与萨缪尔森、曼昆等经济学家的经典经济学教材写法截然不同，保罗·海恩放下学院派的矜持倨傲，以自身多年的教学经验为基础，致力于让经济学变得更亲切、更平民化。他避开数学公式、图表、术语等让读者望而却步的东西，而将经济学的教学重心放在“思维方式”上，使用需求、机会成本、边际效应、比较优势等概念搞清楚我们身边日常世界的意义，致力于帮助普通读者了解经济学最核心的精髓，并教大家将之运用于实际问题。

在保罗·海恩看来，经济学家对于真实世界的了解不比商业经理人、技工、工程师和其他让事情实现的人对真实世界的了解多。经济学家知道的是事情是如何组合在一起起作用的。经济学概念让我们更清楚地了解我们观察到的事情的意义，更加一致、连贯地思考广大范围内的复杂的社会互动。

的时候，如果我们尝试用经济学的思维方式，去思考现实经济中的各种问题，并做出决策。也许，你会发现判断变得更加理性和果断，甚至，更加明智。

什么是经济学的思维方式呢？在北京大学张维迎教授为该书撰写的序言中说，经济学的思维方式可以用一句话概括：世界上没有免费的午餐。其理由是：绝大多数物品都是稀缺的，只有通过以其他有价值的东西为代价才能获得，做任何事情也都是有成本的。

我们只能在不同的选择中权衡，不仅个人选择需要权衡，公共政策和法律制度的制订也要权衡。比如，明智的选择——从现有的资源中尽可能多地获取自己想要的东西；节约的选择——要求比较采取其他选择时的预期额外成本和预期额外收益。

保罗·海恩认为，对这种思维方式的理理解就是经济学对社会科学革命性贡献，它有助于我们增进对周遭世界的理解。经济思维本身也离不开经济学的基本内容，本书从思维方式入手介绍了各种经济学知识，从个人到社会、从微观到宏观、从主流的观点到非主流的看法、从历史到现实，而其巧妙的切入点和深入浅出的讲述方式，让读者感觉焕然一新。

著名经济学家熊秉元说，保罗·海恩的故事和买卖没有直接的关系，而是人类日常生活的一部分，海恩所关心的不是狭隘的“经



感恩责任梦想

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

感知新变化 把握新机遇

当您收到这本杂志时，已是农历春节。东方红资产管理恭祝您及全家：新春愉快，幸福安康！

近年来，国内经济正在经历增长方式转变和产业结构调整，各行业进入充分竞争时代，楼市股市等各类资产集体步入调整通道。但我们也看到，调整孕育希望，改革释放活力：2012年，金融改革金融创新、多层次资本市场建设全面推进，股市步入价值重构期，各参与主体认可的价值正逐渐成为衡量股价的唯一标准；修订后的券商资产管理业务“一法两则”正式发布，行政审批取消、投资范围适度扩大，新一轮行业大发展序幕全面开启。

扑面而来的变化就如迅速串红的流行词，我们唯有感知变化，调整思维方式，方能把握机遇。因为，我们不能用经济上升期的思维习惯和行为模式去应对调整期的经济挑战；我们也不能用股票稀缺时代“零和”博弈的投资思维和投资方式去应对价值重构期的市场环境；我们需要“拥抱变化，与时俱进”，需要“拥抱理想，珍惜当前”。

眼前，财富管理的绚烂画卷已徐徐展开。作为管理人，我们一直专注于核心竞争力的培养，始终将客户回报放在首位，致力于在长跑中胜出；作为投资人，我们不妨绘制一张资产图谱，一张由国债、储蓄、企业债、公司债、股权、实业投资、股票、PE投资、对冲基金、房地产、艺术品等组成的图谱，帮助我们寻找更优的配置方式。

站在2013年这一全新的起点，让我们携手感知新变化，把握新机遇，共赢财富未来！



Contents

卷首语 Preface

感知新变化 把握新机遇

动态 Orient News

- 01 首只券商分级大集合出炉
东方红新睿4号拔得头筹

媒体 Orient Interview

- 03 券商资管创新应着重构建核心竞争力
券商资管的产品定价能力、风险评估能力将成为最重要的持续发展因素

东方红·观察家 Orient Observation

- 05 资本市场转向买方时代
随着整个社会资本回报的平均化，股市从风险收益角度看将越来越有吸引力，价值投资者将迎来真正的春天

东方红·策略 Orient Strategy

- 09 两升一平 此消彼涨
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
- 15 市场回暖 逢低积极配置
单边逼空的大阳线后，市场迅速结束行情的可能性不大

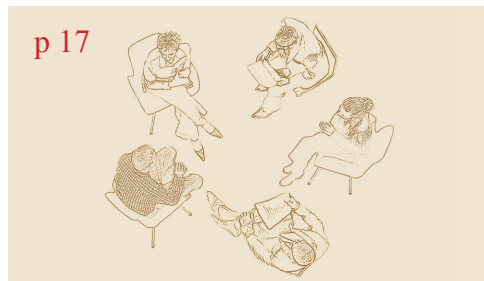
封面故事 Cover Story

- 17 非常时期话投资
“东方红·中国经济与资本市场沙龙”在北京大学成功举行
- 19 王国斌先生主题演讲实录
资产图谱应成为每个投资人最关心的一张图谱
- 23 高善文先生主题演讲实录
试图从对历史的回顾和总结之中找出未来市场变化方向的线索

p 5



p 17



p 39





东方红·观点 Orient View

- 29 投资经理看市场
2013 年风险偏好上升是大概率事件，股票可能会是表现最佳的资产

东方红·智慧 e 站 Orient Wisdom

- 35 魔鬼与农夫
让他拥有比他需要的更多，就可以引发他人性中的贪婪
- 36 我们并非无知，只是知而未行
我们所认知的已足够引导我们享受快乐的人生

东方红·海外 Orient Overseas

- 37 全球最赚钱投资经理的投资经
永远从错误中学习

东方红·人 Orient People

- 39 拥抱正能量
一个微笑、一次拥抱、一句鼓励，传递与分享的都是温暖与力量

东方红·书屋 Orient Books

- 41 身边的经济学——读《经济学的思维方式》
关注人们的选择以及这些选择的结果，并要发现在其背后起作用的原理

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

曹玥

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：dfhjhlc@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



首只券商分级大集合出炉 东方红-新睿4号拔得头筹

东方红-新睿4号12月10日公告成立。该产品是券商资管新规明确允许集合计划分级以来,首只成立的券商分级大集合产品。

所谓分级产品,主要特征在于将客户收益进行分级,一般而言,优先级投资收益率确定,类似定期存款;而普通级将在满足优先级收益后享有剩余收益,具有一定的杠杆效应,表现出风险较高、收益较高的特点。

资料显示,东方红-新睿4号存续期为两年,优先级份额每半年开放一次,推广期参与客户最初半年内的基准年化收益达4.7%,表现出风险较低、收益相对稳定的特点;普通级份额获得剩余收益,带有适当的杠杆效应,预期收益要高于普通纯债型产品,管理人投入自有资金参与普通级份额。



持续努力赢得多方赞誉

2012年,东方红资产管理团队先后荣获上海证券报“第四届中国券商理财金榜”2011年度综合管理实力大奖、证券时报“2012中国最佳财富管理机构”中国最佳资产管理机构奖、国金证券“第四届中国最佳私募基金”券商管理人长期优胜奖(2009~2011三年)、理财周报“2012中国券商金方向奖”中国券商最佳资产管理团队奖、第一财经“2012年

第一财经金融价值榜”年度券商理财品牌奖、和讯网“2012年度第十届中国财经风云榜”最佳资产管理券商奖等多项荣誉。

东方证券总裁助理、公司总经理陈光明先生荣获上海金融系统创先争优“优秀共产党员”称号;公司副总经理任莉女士荣获上海市“三八红旗手”称号。





提升证券账户闲置资金收益率 东方红现金管理成立

东方红现金管理集合资产管理计划是专为东方证券营业部客户量身打造的一款现金管理产品,旨在为客户证券账户中的闲置资金提供增值服务。

证券交易,流动性佳;投资标的为现金类和固定收益类资产,管理人还投入 500 万元自有资金参与,资金安全性高,无参与退出费用,季季分红,收益看得见。

该产品在不影响投资人正常证券交易的前提下,在交易日收盘后自动将签约投资人的闲置保证金,投资于银行协议存款等高安全性的资产,获得更高的收益。投资人参与东方红现金管理只需一次签约,便可通过系统自动生成参与、退出指令,让账户闲置资金自动理财;资金 T+0 可用、T+1 可取,不影响正常

该产品推动了投资服务创新,“开市投资、收市理财”的 24 小时投资理财模式大大提升闲置资金收益率,直接利好于投资人,也是各营业部提升客户粘稠度的重要增值服务。该产品已于 12 月 11 日成立,成立后每个交易日开放,投资人仍可随时参与。



东方红系列产品 2013年1-4月开放期一览

产 品	开 放 期	开 放 期 规 则
东方红 2 号 (展期)	2012 年 12 月 19 日、24-28 日、31 日; 2013 年 1 月 4 日、3 月 21 日 -22 日、 25-29 日、4 月 1-3 日	自 2009 年 7 月 7 日起每 3 个月的 最后 10 个工作日开放
东方红 4 号	2013 年 3 月 28-29 日、4 月 1-3 日、 8-12 日、15-19 日	自 2009 年 4 月 21 日起每 6 个月的 最后 15 个工作日开放
东方红 6 号	2013 年 3 月 25-29 日	每个自然季度的最后 5 个工作日开放
东方红 7 号	2013 年 3 月 1 日、4-8 日、11-14 日	每年 3、9 月的最初 10 个工作日开放
东方红 8 号	2013 年 2 月 1 日、4-7 日	每年 2、5、8、11 月的最初 5 个工作日开放
东方红-先锋 1 号	2012 年 12 月 26-28 日、31 日、 2013 年 1 月 4 日	自 2010 年 1 月 7 日起每 6 个月的 最后 5 个工作日开放
东方红-先锋 2 号	2013 年 2 月 4-8 日、18-22 日	自 2010 年 2 月 24 日起每 6 个月的 最后 10 个工作日开放
东方红-先锋 3 号	2012 年 12 月 27 日 -28 日、31 日、 2013 年 1 月 4 日、7 日	自 2010 年 7 月 8 日起每 6 个月的 最后 5 个工作日开放
东方红-先锋 5 号	2013 年 1 月 7-11 日	自 2011 年 1 月 12 日起 每半年最后 5 个工作日开放
东方红-先锋 6 号	2013 年 1 月 4 日、7-10 日、 4 月 1-3 日、8-9 日	每年 1、4、7、10 月的 最初 5 个工作日开放
东方红-先锋 6 号 II 期	2013 年 1 月 4 日、7-10 日、 4 月 1-3 日、8-9 日	每年 1、4、7、10 月的 最初 5 个工作日开放
东方红-新睿 2 号	2013 年 1 月 4 日、7 日、2 月 1 日、4 日、 3 月 1 日、4 日、4 月 1 日、2 日	每个自然月的最初两个工作日开放
东方红-新睿 3 号	2013 年 1 月 4 日、7 日、2 月 1 日、4 日、 3 月 1 日、4 日、4 月 1 日、2 日	每个自然月的最初两个工作日开放
东方红 5 号、东方红量化 1 号、东方红现金管理、东方红基金宝		每个交易日开放

具体开放期以公告为准





券商资管创新 应着重构建核心竞争力

访东方证券资产管理副总经理 任莉

文 / 中国证券报记者 朱茵

“今年券商资管的产品定价能力、风险评估能力将成为最重要的持续发展因素。”东方红资产管理有限公司副总经理任莉在接受中国证券报记者采访时表示，在经历了2012年的创新开闸规模快速增长后，券商资管能否继续在快车道上疾驰将取决于上述两项能力。

立足客户需求 在优势领域延伸

“券商资管新规发布前，产品发行需要审批，券商做好规定动作就好；新规发布后，似乎意味着券商什么都可以做。其实不然，这里面有一个整理思路的过程，对于任何公司来说，如何抓住发展机遇都是一个梳理和延伸自己核心竞争力的过程。”任莉说。

任莉表示，资管新规颁布后，券商资产管理业务能够运用的工具和方法增多。券商资管的三大业务，集合资产管理、定向资产管理和专项资产管理，除了能够满足客户的投资理财需求，还可以通过创设产品来满足实体经济的融资需求；对于客户而言，通过券商资产管理业务，不仅可以实现投资理财，还可以盘活资产，满足融资需要。



新规定的颁布给券商资管带来了重要发展机遇。过去两个多月来，券商资管的产品创新和产品发行数量的确都步入快车道。以东方红资产管理为例，12月10日旗下东方红-新睿4号集合资产管理计划成立，这也是行业内首只分级大集合产品，其8亿优先份额仅两日就抢购一空。同期还成立了东方红现金管理集合资产管理计划等产品。这些产品均满足了客户的真实需求。

在任莉看来，券商资管业务创新的实质，需要立足于客户的真实需求或潜在需求，依托管理人专业的投资管理能力和风险控制能力，实现客户的资产管理需求。近年来，东方红资产管理在巩固权益类投资优势的基础上，重点发展了量化投资团队和固定收益投资团队，产品线更趋丰富，涵盖不同风险收益特征的产品，满足客户多层次多方位的投资理财需求。

培养核心竞争力 管理风控并重

中国证券报记者了解到，业内一些领先的券商正在申报一些新型资管产品，在将企业资产打包的同时，寻找有理财需求的资金。通过产品创设，将二者结合起来，既可以帮助客户盘活资产，降低融资成本，又可以丰富投资者的理财需求。

“券商资管各项业务创新，对管理人的资产管理能力和风险控制能力都提出了更高的要求。”任莉说。投资管理能力和资产管理公司的核心竞争力所在，取决于人才、机制、产品设计、风险管理、历史经验等多种综合因素，这将外化为产品的定价能力；而风险控制能力是各项创新业务成功开展的坚实基础，是创新业务能否健康、可持续发展的重要保证。

资料显示，东方红资产管理是国内第一家获批成立的券商系资产管理公司，在过去近三年时间里，已率先建立了独立的公司治理结构和风险控制体系，拥有较完善的合规与风险管理制度。

“风险控制能产生效益，也能创造价值。”在任莉看来，创新业务的成功开展，离不开有效的风险控制和合规管理，离不开风险识别、风险定价、风险处置等一整套风险综合评估体系，同时需要将风险控制贯穿到创新的各个环节，坚持“风险可测、可控、可承受”。

据介绍，东方红资产管理对创新业务的合规与风险管理进行重点追踪、监控，力争把风险控制在可承受范围内；而针对创新业务开展过程中可能存在的风险，做好相应的风险处置预案；同时，公司加大对业务人员的合规与风险管理培训力度。

业内人士表示，东方红资产管理在过去十多年的发展历程中，虽然管理资金规模不是最大，但在行业发展中能够脱颖而出，与其一直专注于核心竞争力的培养密切相关。

面对新的发展机遇，任莉表示，公司的发展思路一直很清晰，就是做自己擅长的，在优势领域延伸，或者今后能培养起自己的核心优势，注重核心竞争力的培养。

她表示，券商资产管理业务的发展，从短期看，需要抢抓各项业务创新、产品创新的发展机遇，有快速起跑能力；从长远来看，要建立定价能力和核心竞争力，有长跑的耐力，客户的需求需要管理人的管理能力来实现，因此，东方红资产管理多年来始终坚持核心竞争力的培养。目前，在各项业务创新开展过程中，公司也始终坚持三大主要原则：一是风险可控；二是要有自己的核心竞争优势，或今后能够建立自己的核心竞争力；三是有适度的利润空间。

“要自己做擅长的事和大概率的事。”任莉表示，在专业化分工越来越精细化的今天，个人和公司都需要在特定领域建立起自己的专长，而这种专长，对于资产管理公司而言，正是优秀的资产管理能力和风险控制能力。此外，在公司发展和各项业务开展过程中，还需要时刻牢记概率，选择做大概率的事，这样成功的概率也会随之增加。

任莉说，券商资产管理的各项业务创新也不例外，只有那些立足于客户需求、在自己能力范围之内或能够发展起核心竞争力的领域内行事，并能带来适当利润的业务创新才能够获得可持续发展。发展方向清晰之后，接下来就是将公司人力、物力、财力配置向这一领域倾斜，依托具备专业精神和创新能力的人才队伍，全面开展产品创新、机制创新和服务创新，为不同客户提供多层次、多方位的资产管理服务。





——全球杰出华人投资家访谈录之王国斌先生

资本市场转向买方时代

文 / 理森



我与王国斌先生相识超过 10 年,当时的他,年纪轻轻便已经让年轻的东方证券资产管理业务崭露头角。

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

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

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

主持人：回头来看，你经历了券商主导的时代，也经历了基金主导的时代，现在正在经历基金、规范化的券商和私募，甚至大股东共同主导的股市，你如何理解当前的资本市场，你碰到过哪些挑战？你们为什么取得这么好的业绩？

我们始终都在探索建立一个拥抱不确定未来的团队，我们都是是一群热爱投资的人。我不在意我们当期表现有多好，而在意我们能在这个行业待多久。在我们这个领域，如果一个人有耐心在一线做投资 10 年、20 年，甚至做更久的时间，那他必将是市场上最有声望的投资家。我们从 1998 年起就这么想，我们希望能够在这个行业长期做下去。

在资本市场长期投资生存其实是一件非常难的事情，我经常对员工说，我现在感觉这个行业挺好，因为你每天有变化，有期待，你不知道明天会发生什么事。但是这个行业有两个毛病，每天过得太快，大部分时间在看资料，看完资料就交易了，交易完一转眼 5、6 个小时就没了。一年一转眼就过去了。第二个不好的地方，真正让你舒心的日子不会太多，因为从投资角度来说，每个成功的投资都会伴随折磨的过程。因此，价值投资者才能让自己心理踏实多一些。

主持人：中国股市只有 20 年，而别人有 200 年的历史。中国正处在一种转轨时期，股市也是从一个高估值到一个市场合理估值的过程，会面临着很多的挑战。因为经济周期波动很大，市场本身估值波动也更大。这种情况下，比如说一个成长股，之前的情况给他三、四十倍市盈率，突然之间变成 15 倍的市盈率或者更低了，那这种情况下你们怎么办呢？在碰到这个挑战的过程中你们怎么样建立、完善、并坚持你的价值投资体系？

我觉得中国股市从 2007 年“股改”完成以后，进入了一个很大的分水岭。从前年开始，我经常说整个资本市场已经从卖方时代转向了买方时代了。因为“股改”没有完成以前，股票是供不应求的，大家可以博弈取胜，可以有很多荒唐的做法，被套住了也没问题。因为股票供不应求，只要有耐心，总是有人来当解放军。

但从 2007 年开始，股票供给出现了转变。在某个意义上说，股票已经变成了开放式的供给，就是卖方市场逐步向买方市场转化。这个过程必然会导致估值重构，很多投资者对此仅仅是一闪念而过，把它忘了。2011 年的痛苦源于此。进入买方时代的时候，我们整体的估值，还是处于一个卖方时代的估值，是供不应求状态的估值。这样的估值必然要重构，这个“温水煮青蛙”的过程正深刻地影响着现在，并且还会继续下去。目前大部分人还只在心里担心，并且都只是一闪而过。最受伤害的将是我们的个人投资者，他们在后知后觉中会有大面积的价值损毁过程。

主持人：大家都心存侥幸，策略上准备的没那么快。

监管机构、交易所、证券公司、上市公司、基金公司、保险公司、社保基金、财经媒体、财经公关、个人投资者等等构成了资本市场生态圈。在这样一个生态链中二级市场是整个生态链上最脆弱的一环，如果一只证券的生命周期像一根火柴，那么 IPO 是刚刚点燃，后面是不断在传递的，二级市场的投资者，接到的是已经快要烧到头的那一段，很可能就会烧到你的手。



※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。



主持人：烧到的是手，接过来的是灰烬。

所以要很清楚地认识你是处于一个什么样的位置，要知道在如此危险的境地中应怎样保护自己。

从2007年开始的第二个演变的过程也很可怕。以前中国企业的竞争里面有一个要素，企业只要有钱，生存就没问题。由于获得资本并不容易，资金是你的竞争优势之一，是你的壁垒。但2007年出现了一个巨大的变化，就是中小板和创业板上市。巨大的财富效应，加上近三十年的改革开放积累的社会财富，使得风投大规模出现，只要一个经营模式，有30%以上的毛利，7-8%的净利，就一定有PE或者是风投来投资。如果没有核心竞争力，企业非常容易出现产能供过于求。所以，从2007年以后很多中小板的企业生命周期非常短，收入在增长，但毛利不断下降，最后“大非”只有出逃一条路。我曾经开玩笑说，如有100家上市公司没人愿意当大股东时，我们的估值重构将会告一段落。

主持人：大部分上市的企业是一代不如一代了。

所以，在这些因素作用下整个资本市场转入了一个买方时代，很多企业有可能就一蹶不振了，加上证监会对重组的不断规范，我们整个股市可能要真正回到一个价值投资的时代，这股市会“香港化”，有很多股票会变成仙股。

在卖方时代，上市公司在与投资者博弈时，上市公司的地位压过投资者，但是当这个市场变为一个买方市场时，所有的上市公司确实需要去正视投资者。我觉得这是整个资本市场一个巨大的变化。

这个过程会很缓慢地进行。但这个趋势一定是不变的。资本市场交易的是金融产品，其内在价值的不确定性、越来越多复杂金融产品出现、金融资产的高速换手，这三个问题促使金融领域成为外行冒充内行、欺诈盛行的肥沃土壤。如今，在互联网的强大作用下，博客、在线网站、个人大户、交易经纪人、媒体帮助我们这个行业高速增长，但同时也造就了轻率的、充斥着不实信息的投资文化。我们正在高速进入“去专业化”的时代。这一现象，使得看到资本市场买方时代到来的人并不少，但真正拥抱变化和实施转变的人却不多。

主持人：是啊，尤其是刚过去的2010、2011年两年，绝大多数人都看到了或感觉到了买方时代的到来，但最后都越陷越深，整个基金行业也损失惨重。

大众太过热衷于短期的操作，70年前凯恩斯在他的《就业、利息和货币通论》中就已经极富洞察力和预见性地做出了精辟的分析。他说：“在今天，根据真正的长期预期而进行投资已经困难到很难成为现实的程度，那些企图这样做的人，肯定要比那些试图以超过群众的精确程度来猜测群众行为的人，花费远为更多的精力、并且会冒更大的风险。在智力相同的情况下，前者可能要犯较多的灾难性的错误。其次，生命的期间是不够长的——人类的本性需要快速的成果；在快速赚钱方面，存在着特殊的热情。”





所以不去预测在长期之后一项投资的收益，而仅仅对几个月后根据社会成规用以决定股票的基础加以预测——这种机智上的斗争（凯恩斯称之为选美或叫停游戏），并不一定意味着把群众的鱼肉去填充专业经营者的肠胃，斗争可以在专业经营者之间进行。专业的投资者就被迫致力于在新闻和社会气氛中来预测即将来临的某些因素的改变，因为这些因素被经验证明为最能影响市场的群众心理。

在一个以所谓的流动性为目标进行组织的投资市场中，这是一个不可避免的结果。在传统的理财守则中，肯定没有比流动性崇拜更加不利于社会的条目了。”这正是对目前众多投资者栩栩如生的写照。我年轻时曾开玩笑说，做什么就怕人多，就是炒股不怕人多，人越多越有利于机构。

华尔街有句古谚语：在盲人的国度里，有一只眼睛者就是国王。巴菲特也认为，要深刻理解个人和机构投机者的行为，因为他们的行为无意中为价值投资者创造了机会。因此，买方时代的到来，会使得我们价值投资者渐入佳境，但是这个过程伴随着极为痛苦的回归的过程。当然，在可以多元化选择的今天，对于有准备的人也许是很好的机会。

主持人：就是说对于价值投资者来说，终于熬到这一天，整个游戏规则开始向有利于他的方向转了；但与此同时，这段时期估值体系又会因为买方时代的到来，发生整体下移或重塑的变化。

对。

主持人：所以价值投资者在这轮“温水煮青蛙”过程中也很难幸免于难。

谁也不能幸免于难，没有谁能幸免于难，但价值投资者会恢复得很快。而且，随着整个社会资本回报的平均化，股市从风险收益角度将越来越有吸引力，价值投资者将迎来真正的春天。

主持人：这个时候怎么活下来呢，怎么让自己能活到解放那一天呢？

“规则决定竞争”。不同的市场阶段，会有不同的游戏规则，需要有不同的策略与之相匹配。比如，在股票供不应求时，博弈是能够赚钱的，那么可以跟很多人去博弈，然而过了这个阶段后，光靠博弈是不够的。所以在投资上你一定要想办法保护自己，最好的方式就是一定要寻找有护城河的企业。

投资上你一定要想办法保护自己，最好的方式就是一定要寻找有护城河的企业。





2013 年一季度投资展望

两升一平 此消彼涨

文 / 东方红资产管理首席策略师高义博士



主要内容：

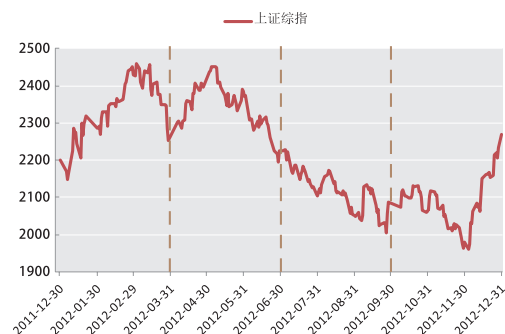
受均值回归、经济回升、风险偏好提高等因素影响，金融地产引领四季度行情，市场迎来强劲反弹。2013 年影响市场的三大因素可能“两升一平”，即企业盈利回升、风险偏好回升和无风险利率走平，市场表现可能好于 2012 年。

行业配置上，由于流动性总体并不宽松，结构性行情可能性更大。我们主要依据行业景气、估值位置和机构仓位三因素来选择阶段性最优行业。短期由于经济、政策均无法

证伪，预计市场风格将延续低估、大盘类行情，看好金融、地产、家电、汽车、水泥、机械和电力等行业。但如果这些行业机构配置过高或估值上升过快，我们则建议自下而上逐步增加被机构抛弃的食品饮料、医药生物、餐饮旅游、商贸和 TMT 行业，以应对可能出现的风格切换。中长期仍看好内需消费、高端制造、新兴服务等行业。

※2013 年风险因素：房价上涨过快、通胀回升过快、政策预期过度





行情回顾：绝地反弹

在经历连续下跌后，四季度市场终于迎来反弹，尤其是 12 月 4 日反弹至 12 月 31 日，涨幅接近 16%。2012 年全年上证综指上涨 3.17%，从季度分布来看，也主要来自最后一个月上涨，具体是：一季度 2.88%，二季度 -1.65%，三季度 -6.26%，四季度 8.77%。

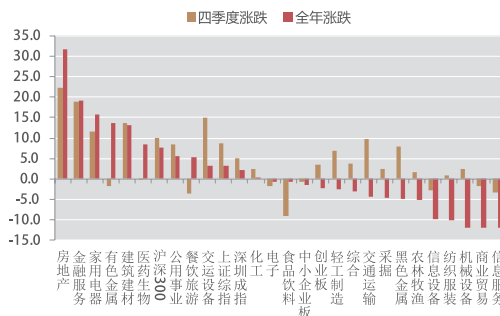
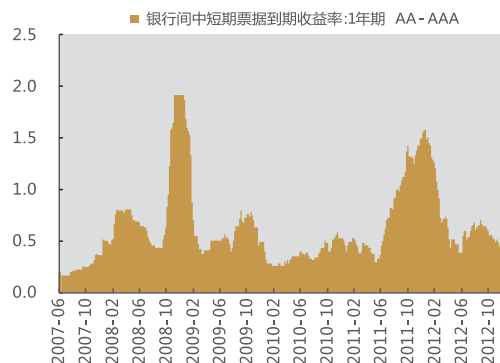
市场能够强势反弹，有以下几方面原因：第一，均值回归的力量。市场整体估值处于历史底部，股市潜在收益率达到无风险利率（十年期国债收益率）的 2.6 倍，符合历史底部特征，市场出现反弹的概率较高。

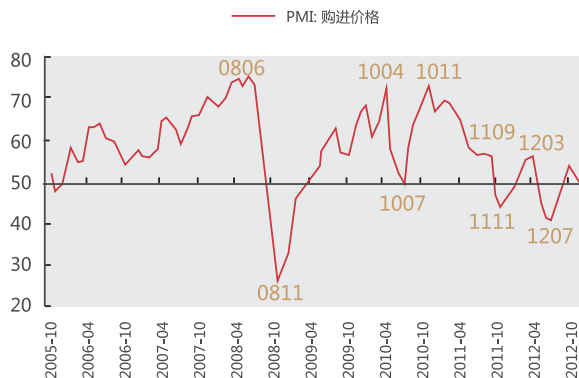
第二，连续两月的经济数据反弹，确认了经济在三季度已经见底。工业增速分别比 9 月回升 0.4 和 0.9 个百分点，并首次回升到 10% 以上；在基建和地产投资带动下，固定资产投资小幅反弹，消费也有所回升；发电量也从 9 月 1.5% 回升到 11 月的 7.9%。

第三，十八大的召开，加上中央领导一系列坚持市场化改革方向的讲话，提高了市场对政策的预期，风险偏好有所加强。

第四，部分银行理财产品兑付延期后，对影子银行的监管有所加强，市场也对其风险有更多的认识，这在一定程度上缓解了理财市场对资金的分流。

行业涨跌呈现分化格局。从四季度来看，涨幅较大的行业主要是地产、金融、汽车、建材和家电，这些行业的共同特征是估值低，特别是银行板块，PB 接近 1 倍，PE 低于 6 倍，处在历史底部。跌幅较大的行业包括食品饮料、餐饮旅游和 TMT 行业，其中，食品饮料主要是受塑化剂影响较大的白酒影响，餐饮旅游在三季度旺季有所回落，而 TMT 主要受苹果新产品反响不佳影响。





从全年来看，地产、金融、家电、有色、建材、医药和电力表现较好，尤其是地产、金融和家电，涨幅超过 15%。地产受销售超预期和政策稳定无利空带动，金融则与估值低、创新多有关，家电则是行业结构好、估值低和受地产行业带动所致。全年跌幅较大的行业主要是商贸、机械、纺织服装和 TMT 板块。

市场前景：两升一平

企业盈利：逐步回升

由于宏观“量”、“价”见底回升，2013 年企业盈利水平将逐步回升。

经济已经企稳，2012 年 3 季度 7.4% 的 GDP 增速可能是未来一年内的低点。我们经常观测的一个指标是 PMI 购进价格指数，这一指数在最近几年都能很好的指示经济的短期拐点。下图中的数字代表年份和月份，可以看出在 2008 年 11 月、2010 年 7 月和 2011 年 11 月，伴随 PMI 购进价格指数的反弹，经济也在短期出现回升。

最近一次反弹出现在 2012 年 7 月份，预示着经济已经开始显现出回升迹象。另外，从最近两个月工业增加值增速推测，2012 年 4 季度 GDP 增速可能接近 7.8%，比上一季度上升 0.4 个百分点。

2013 年经济增长的动力主要来自库存回补、基建投资和房地产投资三个方面：

库存回补

工业企业产成品库存增速自 2011 年 10 月持续下降，2012 年 9 月份增速已低于主营业务收入增速。同时，PPI 环比自 2012 年 7 月份以后降幅收窄，预示企业去库存意愿降低，去库存可能告一段落，库存回补可能在 2013 年一季度展开。当然，在经济下台阶的大环境下，企业库存短期回补并不代表趋势性的回升，但在一段时间将起到拉动经济增长的作用。对于库存回补的力度，我们将重点观察以下一些指标，如水泥出货量和价格、粗钢产量和价格、有色煤炭和化工产品价格、资金紧张程度、PPI 环比幅度等。

基建投资

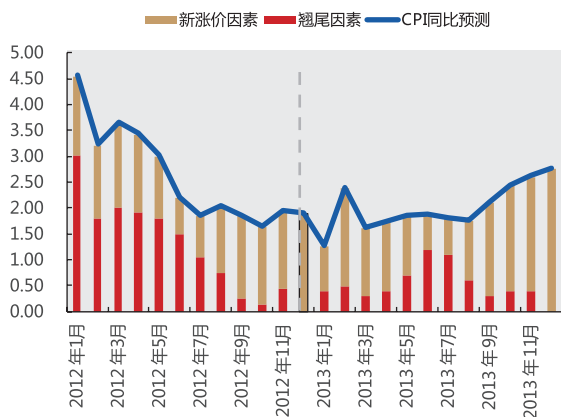
基建投资约占总投资的 22%，主要取决于政策支持力度。中央经济工作会指出“要增加并引导好民间投资，同时在打基础、利长远、惠民生、又不会造成重复建设的基础设施领域加大公共投资力度”。

铁路可作为基建投资强度的典型观察对象：2012 年 6、8、9 月政府曾三次调增铁路投资，预计全年 6300 亿。早前一些传闻 2013 年铁路投资为 6000 亿，但最近传闻 2013 年铁路投资在 7000 亿左右，幅度明显增加。



经济已经企稳，2012 年 3 季度 7.4% 的 GDP 增速可能是未来一年内的低点。





对于基建投资的强度，后续可观察中长期信贷和债券增长情况、市场资金价格水平、发改委项目批准情况等。

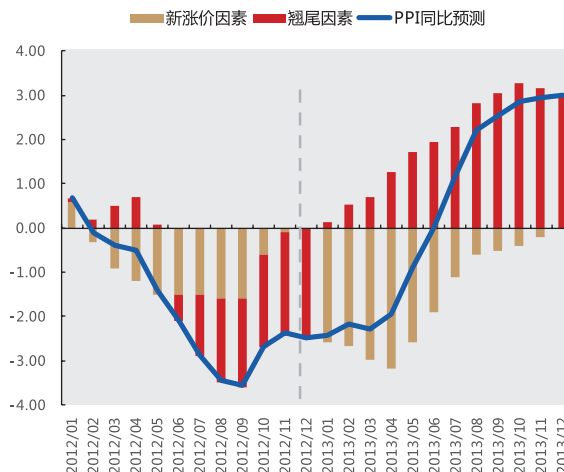
地产投资

地产投资约占总投资的 25%，对投资、经济整体影响巨大。2012 年以来房地产销售面积累计达 9.2 亿平米，累计同比增长 2.4%，11 月单月销售增速达 30%，大幅超越预期。在销售带动下，开发商现金流开始好转、新开工面积增速企稳回升，一些大的开发商也陆续加大拿地规模。考虑到销售的持续复苏和开发商库存水平的下降，预计 2013 年地产投资会好于 2012 年。

可能的负面因素：

制造业投资占总投资的 34%，是投资的重要组成部分。但制造业投资主要受盈利驱动，具有后周期性，2012 年以来增速逐月下行。在总体产能过剩背景下，制造业投资很难大幅回升，但如果政策能加大改革力度，真正放开行业准入，不排除制造业投资增速企稳回升的可能。消费同样具有后周期性，预计 2013 年可能小幅下滑。出口方面，OECD 工业领先指数仍未拐头回升。2012 年出口增速累计 7.3%，2013 年预计增速仍在 10% 以内。

从“价”角度看，PPI 与企业盈利增速存在同步效应。我们按历史平均环比趋势作为预测基础，可以发现，2013 年物价将逐步回升，



但出现严重通胀风险较小。市场对 2013 年平均预期是 CPI 2.8%（2012 年 2.7%），PPI 0.8%（2012 年 -1.6%）。

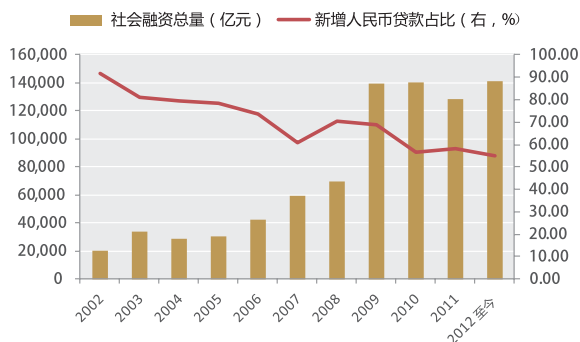
短期的波动，如猪肉等食品价格、经济冷热带动的工业品价格波动，都会相应改变 CPI 和 PPI 的波动幅度，但不改变通胀运行的大致趋势。

因此，从短期的“量”“价”关系看，2013 年企业盈利将呈现逐步回升的趋势，对市场构成利好。

无风险利率：改善可能不明显

从政策角度看，2013 年政策环境偏暖，中央经济工作会提出 2013 年要“实施稳健的货币政策，要注意把握好度，增强操作的灵活性。要适当扩大社会融资总规模，保持贷款适度增加，保持人民币汇率基本稳定，切实降低实体经济发展的融资成本”。

但从信贷环境看，银行主动投放信贷（量增价跌）或企业主动减少需求（名义 GDP 增速下降），这两点 2013 年条件并不具备。信贷投放：按 99.5/10 万亿分别测算，2013 年底信贷余额增速为 14.3/15/15.8%，2012 年底为 15%，增速平稳。信贷价格：经济企稳资金需求上升，贷



存比约束、信贷额度控制和利率市场化对银行放贷能力构成约束并提高了银行成本，因此，银行加权贷款利率难以明显下行。

资金供给体系变化在一定程度上能改善流动性环境、提高资金效率。贷款对融资总量的影响在下降，2012 年前 11 个月社会融资总量累计增速为 22.6%，新增贷款增速为 13.5%，社会融资高出 9 个百分点。2002 年新增贷款占融资总量的 92%，但 2012 年已经降到 55% 左右。根据中央精神“适度扩大社会融资规模”，按照 2012 年增速外推，2013 年社会融资规模将达到约 19 万亿，如果 2013 年信贷为 9 万亿，则信贷占比将继续下行跌破 50%。尽管如此，由于非银行信贷的融资项目其风险可能更高，因此融资成本也很难降低到加权贷款利率水平以下。例如，信托类融资成本至少都在 7% 以上，高的时候甚至达到 15% 左右，远高于贷款利率。因此，资金供给体系变化能在一定程度上改善流动性环境，但幅度可能有限。

这里需要区分社会融资成本绝对值及其边际变化对股市的不同影响。边际变化：假定政策的支持力度足够大，社会融资成本可能小幅下降，对股市环境有边际改善作用，影响的是股市的短期波动。绝对水平：即使 2013 年有小幅下降，但利率市场化过程远未结束，因而会继续对股市资金形成分流，这可能在较长时期都是如此。

另外，股市供求关系失衡也将对市场构成压力。2012 年年初至今融资接近 5500 亿元，最近三年融资规模接近 2.5 万亿，占 1992-2008 年总和的三分之二；2012 年年初至今 IPO 公司个数接近 150 家，超过多数年份；未来还有 800 家公司在排队等待 IPO；即使不考虑尚在排队的 IPO 公司，未来 12 个月仍有 2.2 万亿的市值需要解禁，占目前总市值的 9.7%。

因此，总体来看，流动性及股市供求关系，对 2013 年市场并不构成利好，至多是中性影响。

风险偏好：存在回升可能

我们认为 2013 年市场的风险偏好可能会提升：① 经济在 2012 年 3 季度见底确定性较大，2013 年经济增速低于 7.4% 的概率较低，经济回升将推动风险偏好提升。② 市场整体估值较低，已反映较多的风险因素，利空对市场的进一步打压可能有限。③ 新任中央领导上任后，亲民、务实的作风赢得了社会广泛称赞，同时发表了一系列坚定改革的相关表态，明确提出“改革是中国最大的红利”，市场以上涨的方式进行了积极“响应”；另外，市场也对十八届三中全会进一步落实改革框架抱有强烈预期。因此，我们认为市场风险可能会有所提升。

综上所述，2013 年影响市场的三大因素可能“两升一平”，即企业盈利回升、风险偏好回升和无风险利率走平，因此，市场表现可能好于 2012 年。从市场节奏看，3、4 月份需重点关注经济回升强度以判断盈利回升的持续性，9、10 月份需重点关注三中全会政策预期及落实情况以判断风险偏好变化的方向。另外，上半年需关注房价，下半年需关注物价，二者都可能改变政策预期，从而对市场形成风险。



在轮动的行情格局中,我们需要关注三个方面的内容,一是行业基本面景气趋势,二是绝对估值和相对估值情况,三是行业的机构配置是否过低或过高。



行业配置：此消彼涨

由于流动性总体并不宽松,预计2013年市场仍难以趋势性上涨,更可能形成“此消彼涨”的结构性行情。这在2012年行业分化中已有明显表现,例如一季度金融地产上涨,二季度消费行业上涨,三季度普跌,四季度再度回到金融地产家电等低估值行业,2013年可能仍会如此轮动。

在轮动的行情格局中,我们需要关注三个方面的内容,一是行业基本面景气趋势,二是绝对估值和相对估值情况,三是行业的机构配置是否过低或过高。

第一,从行业基本面景气看,随着经济企稳回升,多数行业基本面都会有所改善,但由于经济回升幅度不大,且主要依靠基建和地产投资带动,因此,我们认为离地产、基建产业链越近的行业景气改善程度可能越高,如地产、家电、建材、装饰、家具、工程机械、汽车和重卡等行业,而有色、煤炭、钢铁、化工等上游行业离核心产业链较远,基本面改善可能不明显。

股票方面,前一类行业有基本面支撑可能持续性更强,后一类行业则可能主要靠预期推动,不达预期时风险更大。另外,银行随经济回升坏账风险降低,尽管利率市场化对盈利有一定压力,但短期估值很低,仍有较大的估值修复空间。保险、证券将继续受益于金融改革和创新,同时大盘上涨、交易活跃也构成利好。

第二,从估值情况看,绝对估值和相对估值较低的行业包括银行、保险、地产、建材、家电、食品饮料及沪深300代表的大盘蓝筹板块。

第三,从机构配置看,2012年3季度机构重点配置的是食品饮料、电子、医药生物等行业,这些行业4季度普遍表现不佳。根据行业涨跌情况看,2012年4季度机构应重点配置了金融、地产、建材、家电等行业,而对食品饮料、医药、餐饮旅游等消费类行业可能有一定减配。如果2013年3、4月份经济回升不达预期或房价过快上涨使得政府加大调控力度,则消费类行业可能重新获得青睐。

因此,综合来看,在短期经济、政策均无法证伪背景下,金融、地产、家电、汽车、水泥、机械和电力等行业会继续有较好表现。但如果这些行业的机构配置过高或估值上升过快,我们则建议自下而上逐步增加被机构抛弃的食品饮料、医药生物、餐饮旅游、商贸和TMT行业,以应对可能出现的风格切换。

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。



基金月评

市场回暖 逢低积极配置

文 / 东方红资产管理 资深投资经理吴铁



基础市场综述

2012 年 12 月股市大幅逆转上扬，不仅 12 月是月阳线，整个 2012 年的年线也转为阳线，与我们预期接近的是，蓝筹价值股成为本轮反弹的领头羊。截至 2012 年 12 月 31 日收盘，上证综合指数收于 2269 点，全月上涨 14.6%；深圳成份指数收于 9116 点，上涨 15.35%；深圳中小板指数收于 4237 点，上涨 15.18%；深圳创业板指数收于 714，上涨 17.65%；沪深 300 指数收于 2523，上涨 17.91%。

海外市场基于圣诞橱窗效应，普遍上涨。截至 12 月 31 日，道琼斯工业平均指数全月上涨 0.6%，标普 500 全月上涨 0.71%；德国

DAX 指数上涨 2.79%，伦敦金融时报指数上涨 0.53%，法国巴黎 CAC40 指数上涨 2.36%。恒生指数上涨 2.84%。

基金市场表现

12 月份基金表现相对略差于股市。但考虑到基金的仓位前低后高，仓位调整的灵活性还是值得称道的。截至 12 月 31 日，中证基金指数上涨 10.04%，中证股票型基金指数上涨 14.16%，混合型基金指数上涨 11.06%。12 月债券基金指数全月显著上升 1.71%，这主要应该受益于股市上涨带来的可转债的收益；货币基金的收益平均上涨 0.31%。

66

由于本轮中小市值股票上涨幅度还不大，在一季度年报季里中小盘的黑马会层出不穷，因此，善于择股的投资者可以在高送转板块中冲浪滑



申万竞争优势、中欧中小盘、长城品牌优势涨幅位于 12 月普通股票基金的前三，月涨幅为 20.93%、20.77%、20.55%。上投摩根中国优势、新华优选分红、鹏华中国 50 位于混合型基金前三，月涨幅为 19.25%、18.59%、18.45%。华安可转债 B、华安可转债 A、中银转债增强 A 分级位于本月债券基金前三，月涨幅为 8.76%、8.71%、7.59%。

后市展望

对于基础证券市场，我们认为，1 月将继续 12 月的上扬行情。在 12 月单边逼空的大阳线后，市场迅速结束行情的可能性不大。如果 1 月中旬出现震荡可继续逢低买入。据我们了解，目前除基金以外，其它投资机构的仓位都不高，皆有一些加仓的需求，因此 1 月如果出现震荡，预计幅度也比较有限，回撤 50 点即可介入。

由于本轮中小市值股票上涨幅度还不大，在一季度年报季里中小盘的黑马会层出不穷，因此，善于择股的投资者可以在高送转板块中冲浪滑水；如果缺乏这个能力，购买指数基金或者与大盘强相关的保险股也是一个选择。对于行情结束的信号，个人觉得新股恢复发行将是个大风险点。

1 月份债券市场一般会表现不错，主要的原因无非是资金面比较宽松、新债一般供给不足，另外所谓春节长假带来的抢息效应也有

利于债券市场。此外，可转债会伴随着股票市场的上涨而上涨。因此，债券基金本月上涨基本定局。但个人在这里不推荐债券基金，主要的考虑是股市上涨可能买债券基金的机会成本比较高。

对于指数基金，建议逢低加仓。在热点开始分化后推荐中小盘 ETF。杠杆基金中推荐代表中小市值股票的信诚中证 500B 用于抢反弹，另外，折价比较大的瑞福进取和长盛同庆 B 适合胆小的投资者介入。对于杠杆基金的稳定端，一般来说，大盘反弹度过最初阶段后，分级基金稳定端一般也会降低折价从而带来超额收益。分级基金稳定端目前在众多机构资金套利运作下趋于合理，几个热门品种收益应该比较接近。信诚沪深 300A 由于其独特的对手端无上拆条款，有长期投资价值，可惜由于规模较小只适合小投资者。

封闭式股票基金年均折价非常高，因此，预期 1 月表现将强于基金平均水平。2013 年将到期的封闭股票基金总折价率稍低，重点推荐 2014 年到期的老封闭基金，如金鑫、天元、裕隆等。

货币基金一直表现良好，推荐传统优质货币基金如万家、南方等。



非常时期话投资

——“东方红·中国经济与资本市场沙龙”第十期主题演讲实录

文 / 《东方红 悦读》编辑部



11月15日,“东方红中国经济与资本市场沙龙”第十期研讨会“非常时期话投资”在北京大学英杰交流中心阳光厅成功举行,吸引了超过400名校内外嘉宾到场聆听,气氛热烈隆重。

本期研讨会邀请了在投资和研究领域享有盛誉的东方证券副总裁、东方证券资产管理公司董事长王国斌先生和安信证券首席经济学家高善文博士担任主题发言和对话嘉宾。

东方证券资产管理公司副总经理任莉女士、北京大学经济学院经济系副主任苏剑教授代表主办方回顾了沙龙筹备与举办情况。研讨会由中央电视台证券频道新闻主编苏培科先生担任主持。

据悉,由东方证券资产管理公司和北京大学经济学院共同主办的“东方红·中国经济与资本市场沙龙”,是以中国经济与资本市场为主题的专业性论坛,注重研讨质量与实效,希望有独到深入的见解,致力于为投资者提供更宽广的宏观视野。

每期沙龙研讨会均邀请到了著名高校的知名学者,国内外具有真

知灼见的中青年经济学家,以及活跃在经济、金融领域一线政府官员和实务工作者参与讨论。

本期研讨会邀请到的王国斌先生是国内最早一代职业投资人,也是“多年来历经券商行业冷暖、转型最早、一直坚守在前线、业绩最好、团队最稳定、行业威望最高的人之一”;而高善文博士在经济周期、通货膨胀等多个领域形成了独立完整的研究体系和宏观经济分析框架,并运用于中国实际,取得了令人瞩目的成就。

而过去一年多来,“东方红·中国经济与资本市场沙龙”还吸引了包括北京大学经济学院平新乔教授、王志伟教授,中国社会科学院金融研究院易宪容研究员、尹中立研究员,国务院发展研究中心企业所所长、四川大学前任副校长赵昌文,国家信息中心经济预测部宏观经济研究室主任、高级经济师牛犁,东方红资产管理首席策略师高义博士等在内的多位国内知名学者和专家参与讨论,取得了丰硕的成果。

本封面文章摘录自王国斌先生与高善文先生的主题演讲内容。



左起为:苏剑、高善文、王国斌、任莉、王承远、苏培科



非常时期 话投资 王国斌先生主题演讲实录



北大是我的母校，当年在学校有两点令我深刻，一是市场经济，二是竞争。我为什么讲这两点，其实很简单，在一个社会组织中，资本获利是最市场化、最具有竞争性的东西。它是靠什么来竞争的？

各位来宾、各位同学，晚上好！

很高兴参加这个活动，跟大家分享我的看法。北大是我的母校，当年在学校时有两点令我印象深刻，一是市场经济，二是竞争，这两点也是我过去 20 多年始终充满信心的重要原因之一。

在今天，大家都觉得市场经济是很自然的事；但是我们读书时，并不是这样，当时老师有一句话很有意思，一直影响着我的很多判断，他说，中国之所以与俄罗斯不同，因为俄罗斯社会主义搞

了 70 多年，爷爷奶奶都不知道什么是市场经济，而中国建国才 30 多年，市场经济已经是大家的共识。过去 20 多年来，经历种种变化，中间也有曲曲折折，但只要看到市场还在活跃，我就充满信心。

第二个因素是竞争。记得我当年在图书馆看到德国前总理路德维希·艾哈德 (Ludwig Wilhelm Erhard, 1897-1977) 的书《来自竞争的繁荣》，非常非常激动。二战后，他废除了价格管制，让价



66

只要这个社会有竞争存在，就一定会一天比一天好。

值规律发挥作用，取得了良好的效果。这本书描述了战后西德由计划统制经济向市场经济转变的整个过程，其中有一个观点就是：只要这个社会有竞争存在，就一定会一天比一天好。

回到今天的主题，我为什么讲这两点，原因其实很简单，在一个社会组织中，资本逐利是最市场化、最具有竞争性的。它是靠什么来竞争？很多同学不妨研究下这个问题。当前，很多人觉得经济不好，企业家、商人都觉得赚不到钱了，工人、教师等都觉得工资不涨了。对于这个现象，我要说，大部分人认为企业不赚钱不是好事情，但我认为不是这样，因为一个完全竞争的市场就意味着企业肯定不能轻松赚钱。

观察这张资产图谱，若按收益率由低到高来排序，可以由国债、储蓄、企业债、公司债、股票、实业投资、PE 投资、对冲基金、房地产、艺术品等组成。早三四年前，这张图谱中，不管是楼市、股市，还是 PE、艺术品，除了低风险低收益的国债、储蓄等外，其他几乎每个资产领域都能赚很多钱；但这两年，我们发现几乎每个领域都没有利润了，于是，大家开始感到迷茫。这背后的主要原因，我认为正是资本真正地发挥了市场功能，竞争和流动性抹平了所有领域的超额利润。

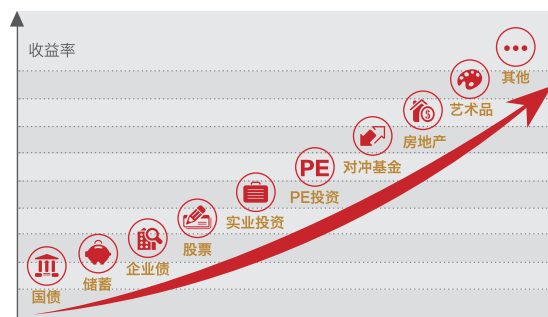
在这个时点，从国家角度来说，我们行进到一个转折点，这个转折点其实在前几天郭树清答记者问时也能体现出来，有记者问对“郭树清新政”的看法，郭树清自己很谦虚地说，他没有新政。我觉得不是这样，因为他就任后提出了“多层次资本市场建设”这个概念，多层次资本市场建设的一个重要目的，就是让我们的资本真正地去为国民经济服务，为中小企业服务，为创新型企业服务，为投资者服务。新政一年来，大家可能觉得比较悲观，在座的各位也好，或者是在外面与投资者交流也好，大家都比较悲观，原因在哪里？我想，这其中的一个重要原因就是，我们当初建立资本市场时，是以股票融资为目的的，所有组织建设都是围绕股票融资展开的，当时没有想过资本市场是为投资者服务的，是为那么多储蓄寻找更好的投资机会服务的，自然，它的组织建设，它的理念都是颠倒的，整个资产图谱里的各类资产是割裂的、封闭的。第二个非常重要的因素是整个资本市场建设过程中人才的缺乏，众多复杂的金融改革需要有足够的人才去推动和组织实施。目前，几乎所有参与者，包括我在内，仍然沉浸在以前的思维方式和行为方式中，需要有一个转变的过程。但是，我相信，随着时间的推移，这个过程一定会一步步往前推进，而这个往前走的过程一定会推动整个资本市场向更高层次的阶段发展。



在这个过程中，资产图谱会出现什么样的情况？这是大家最关心的，也是我最想跟大家分享的。去年开始我一直在说，希望投资者、希望散户赶紧离开股票市场。资本市场开始竞争、开始市场化后，由于资金的逐利性，一定会出现的情形是：哪个领域那个行业有超额收益，资金就一定会蜂拥到那个领域那个行业，而蜂拥而入的结果一定是收益率的下降。

就股票市场而言，2007 年是一个峰值，因为 2007 年以前股市是独立的，是割裂的市场，股票供给非常有限，在供给有限的背景下，投资者的行为方式是博弈，简单而言，就是：我买了，如果被套了，只要拿在手里就 OK。因为股票供给是有限的，只要需求出来了，一定会把手中股票的价格推起来，不愁没有解放军。但是，2007 年以后，股市的整个格局发生了变化，股权分置改革完成后，中小板出来了，创业板出来了，市场化的改革方向下，股票供应已经趋于无限，股票不再是稀缺资源。此外，如果股票市场有超额回报，股东们都会减持，这种减持的结果，大家都可以看见。股票市场发生了巨大变化，但我们投资者的行为方式并没有发生改变，很多老百姓还想着我买了，套住了就放着。

除了股票市场本身的变化，另外一个重要因素是中国的企业和产业结构也发生了变化。2007 年前，企业的竞争优势很简单，只要有资金就有了竞争优势，当时整个社会是一个资本稀缺的社会，因此，做企业能够融到钱就等于有了竞争优势，企业就能生存，甚至能过得很好。但是，2007 年以后，融资发生了很大的变化，



资产图谱

企业可以通过多种融资渠道去获得资金，资金不再是制约企业发展的主要因素了。你能看到，任何一个企业，只要有百分之十几的毛利，就有很多人愿意去投资，投资以后指望着上市，指望着通过二级市场退出。今年我们看到最典型的例子就是光伏行业，一个简单、没有核心技术的行业，原来高速发展时期，产品供不应求，企业利润率高，于是很多 PE 蜂拥而入。的确，中国很难找出一个像太阳能这么高速增长的行业，即使到现在，每年还是 30% 以上的增长，明年、后年太阳能行业的增长可能还在 50% 以上。但这个行业最后还是会死掉，为什么？它的产能过剩了五倍，如果年均 50% 的增长，多少年才能把产能消化完？股市里有很多很多这样的企业，由于没有核心技术，它的竞争力在不断衰退，没有办法保护自己的利润。

目前，从整体上来说，股票市场已经是一个开放性的市场，而且这一过程会不断地推进，什么时候会结束？我曾说，当市场上有一百家上市公司，没有人愿意当它们的大股东的时候，否则的话，总是跌一跌涨一涨，涨一涨还会跌一跌，找不到平衡点。当然，还有另外的平衡点，还是回到这张资产图谱，如果各类资产不再是封闭的、割裂的，那么，一个资产领域商机的破灭，必然会在另一个资产领域诞生新的商机。

我们还是要对国家经济充满信心，整个资产图谱打通的过程会不断推进，这其中最重要的参与者就是证券公司，各类金融中介，如果没有金融中介，没有证券公司，那么这张图谱的打通会受到

很大限制。未来，随着制度建设的进一步完善，证券公司应对能力的进一步增强，我刚才说的这张图谱应该成为每一个投资人最关心的一张图谱，各类资产会按照风险收益回报不断地调整。

在这个过程中，我们自然可以得出一个想法和一个结论。一个想法是，希望散户离开这个市场，把资金委托给专业投资者；一个结论是，机构投资者现在才刚刚开始。因为，作为个人来说，资产图谱中这么多类资产，是很难及时、全面地分析的；同时，还要把资产图谱中这些资产做一个组合，就更不容易了。关于股票投资，我觉得在这个起点上，大家应该越来越充满信心，关键是要寻找到有核心竞争力、不会轻易被打垮的行业和公司。

我今天简单的演讲就到这里，谢谢大家！





非常时期 高善文先生主题演讲实录



在一定程度上经济系统和经济市场本身都是不可预测的原因，预测本身是可以自我击败的，如果市场是可以预测的，基于这种预测可以获利，这一行为本身就可以使得预测失效。

各位同学，各位嘉宾，晚上好！

很高兴在 20 多年后的今天回到母校，跟大家做一个交流。

我个人从学校毕业以后辗转过很多不同的工作岗位，曾经在政府工作，曾经在研究机构工作，后来到了证券部门工作，到证券行业目前为止快十年的时间，这十年时间里，我个人工作主要集中在卖方一些业务领域，主要工作重心是作为一个与市场保持一定距

离的观察者，对经济和市场运行趋势提出一些看法和判断意见供市场参与者，或者是机构投资者来参考。

更深刻的哲学层面上来看，我相信在一定程度上经济系统和经济市场本身都是不可预测的，在哲学层面上可以找到很多非常强的理由。

原因之一，预测本身是可以自我击败的，如果市场是可以预测的，基于这种预测可以获利，这一行为本身就可以使得预测失效。



实际上还有第二个理由，技术的变化在实时的对经济系统和经济市场产生深刻、广泛和难以预知的影响，哲学上来看，技术的变革本身也是无法预测的。

第三个强有力的理由，投资者试图认识的客观对象和客观对象存在在本身之间，我个人认为在一定程度上存在着所谓反射过程。反射理论在哲学层面上是著名的投资家索罗斯先生长期倡导的一种对投资行为和投资心理哲学描述过程。投资者认识世界的能力和这个世界客观真实存在在本身之间是有一个相互作用和相互反馈的过程，这些反馈的过程在有些条件下可以自我强化，在金融市场上催生出泡沫，在另外一些条件下会产生出相反的过程，而这个过程本身也是无法预知的。

这个意义上来讲，跟从事自然科学研究领域的学者相比，跟在大学和政府研究机构的学者致力于对过去历史行为进行分析和解释的努力相比，在资本市场和金融市场，对这个市场提出一些预判意见的时候，研究者的命运多多少少都会有悲剧色彩，哲学上来讲，这样的努力是很难成功的。

但是无论我们做商业规划，投资决策的时候还是需要对未来有一个基本的判断，以这样的判断为基础去调整我们的行为，同时我们也需要好运气。从短期来看，再有洞察力的预测，都没有好的运气那么重要。

介绍完这个背景以后，我谈一下现在我们对经济和市场的一些想法和判断，这些想法和判断基于我们长久以来对市场某些方面的困惑和试图解答困惑的努力，迄今为止，回答不见得是令人很满意的，我们也不确切已经找到这个问题最为终极的答案。但是跟几年以前相比，甚至跟几个月以前相比，我们也许更接近对这个问题本质的理解。

回顾过去十多年的情况，中国经济高速成长是共知的事实，大家对这个事没有太多的分歧。刚才王总给我们看了一个非常广的资产光谱，这个非常广的资产光谱上还可以加一些代理资产，大宗商品，比如说石油、铜、铝等等，还可以把其他的国外资产加进来，比如说香港的恒生指数，或者与中国经济活动密切相关的公司合在一起编制一个指数，最简单的可以看香港的国企指数。

当我们在这样的视角下来看问题，现在一个非常显然的事实，在过去十年的背景下来看问题，绝大多数资产类别都取得了惊人的回报，房地产的价格在上升，这是大家都知道，红酒纪念品的价格的上升是大家都知道的，国企指数，恒生指数来讲也是一样的。在这个非常广的资产谱上，我们可以看到绝大多数资产类别，甚至包括债券在内，都取得了相当惊人，至少是合理的回报。但是我们也看到，对于中国资本市场二十几起投资的参与来讲，所提供的回报确实是非常可怜的。即使指数的计算有一些技术上的复杂性，但是当我们还原为相同指数复利计算的时候，可能还及不上一年期的定期存款利率，赶不上通货膨胀率的变化。

这就提出了两个基本问题，第一个基本问题，站在十年以前，站在五年以前，甚至是站在三年以前，或者是站在2010年年初的时候，恐怕没有人能够预料到今天的局面。即使对十年前最极端的看法，三年前对市场非常悲观的看法，只要多少能提出一些逻辑上的理由，对各种各样的数据能提出一些有价值的分析意见的人，据我所知，都很难看到这一点。有一些人现在宣称在十年前就知道十年之内中国股市不会上涨，这样的看法我相信更多的不



是来自于非常扎实和对市场很深刻的思考，而更可能来自于他本身就是一个天生的悲观主义者。

第二个问题，在这样的背景下来看，我们另外回答一个基本的问题是为什么？当我们站在现在来反思的时候，我们要来回答为什么。这不仅仅只有学术上的价值，大学的研究人员，政府的研究人员每天的工作都是在解释过去，搜集一些样本，做一些分析，基本的目的是对过去提供解释，这样的工作当然是有价值的，但是作为一个市场的参与者，所有工作最终的着眼点和立足点是必须基于判断，为我们预判未来提供一些独立的，有参考作用的分析或者是见解。所以我们回答这样的问题并不简单的基于学术上的兴趣，而更多的是试图从对历史的回顾和总结之中找出未来市场变化方向的线索。

这个问题如何回答，像刚才讲的一样，迄今为止，中国的资本市场上，大家对于问题的答案莫衷一是，在市场上找一百个人可能会有 101 个答案，因为有的对于答案没有想清楚，自己有两个以上的答案。人们有很多的答案，并不见得这些答案是非常靠得住的，

在逻辑上非常靠得住，并且有相对比较扎实的证据使得我们可以接受这样的分析。今天提出这个问题来讨论，一方面是我们上大学里多多少少讨论这个问题，理论或者逻辑层面上来展开是一个合适的场合，另外一个，也是为了呼应刚才王总的演讲对这个问题的阐述。

我们对这个问题的看法某些层面上是很接近的，只是考虑问题的角度可能有一些差异。我们最近花了很大的精力去集中观察和研究样本是这样的一个样本，有一些公司，具体来说有 80 多家公司，同时在香港和中國大陸上市，之所以观察这样一个上市公司样本，非常重要的价值在于对这个公司的样本来讲，对于内地和香港两地市场来讲，上市公司基本变化是完全一样的，但是两地的股价并不相同，并且有一些时候有非常惊人的差异。

我们观察这个样本的重要原因，这样特殊的方法去构造样本，当我们研究溢价的时候，是无法用上市公司基本面来解释的，因为上市公司基本面是一样的。为什么对 A、H 股两地上市样本来讲，很多股票还存在着溢价，甚至是非常惊人的溢价，这个问题很长时间里一直困扰着大陆市场的投资者，早在十年以前，大陆市场的研究人员和机构投资者曾经断言，随着人民币汇率的升值，资本跨境的流动变得更加自由，两地溢价会很快的融合，会下降到可以忽略的程度。而且从 2002 年到 2005 年几年时间里，市场看上去确实表现出这样的趋势，但十年以后我们惊人的发现，这个溢价仍然存在，而且规模上来看仍然是相当大的。对于这一溢价的存在，不同的人员也纷纷提出一些不同的解读，比如说两市参与者结构的差异，预期的差异等等，自上而下都可以解释这样的差异。

通常的一个说法，对香港市场的投资者来讲，如果他要对石油石化行业进行配制，如果他要投资石油石化行业，他可以买中石油、



66

作为一个市场的参与者,所有工作最终的着眼点和立足点是必须基于价值判断,对于我们预判未来提供一些独立的,有参考作用的分析或者是见解。



中石化,还可以买英国石油,还可以买美孚,还可以买俄罗斯的石油,竞争性可选标的足够多,这个意义上来讲,石油石化的股票标的并不稀缺。但是对于中国大陆投资者来讲情况是相反的,如果你对石油石化行业要在战略上进行配制,没有别的选择,所以这样一个差异至少从自下而上的角度可以解决估值的差异。

再比如说银行,大家认为对于境外投资者来说,天然偏好银行股,特别是新兴经济体的银行股,经济的成长一定离不开银行体系的成长,新兴经济体的银行体系和金融体系总体上非常原始,新兴经济体在高速的成长,金融体系会更高速地成长。

但是对于中国境内的投资者来讲,资产配置考虑是完全不同的,因为这样的差异,一定程度上可以解释有些时候,甚至很多时候,香港的银行股多少还有一点溢价。这些解释都是来自于非常深入的思考,并且对我们理解都有很大的帮助。

安信证券的程定华博士最近对这个问题提出了另外一种见解,我觉得这可能更接近于更为终极的回答,这样的看法很可能提供了这样的线索,我们如何理解中国过去市场十年的变迁,在这个背景下如何理解未来十年的变迁。

他说我们可以对这个样本做一个简单的处理,可以做一个横断面

的散点图,在这个横断面的散点图的纵轴上看,放上A股相对于H股的溢价,有的股票贵30%,有的股票贵500%,把这样的数据计算出来放在散点图的纵轴上。散点图的横轴上,可以放上上市公司市值规模,为了数学上处理方便,对它做一些对数处理。从这个角度去观察散点图的时候,我们发现两地的溢价非常的有规律。

有什么样的规律呢?这个角度观察散点图的时候,我们发现两地市场的溢价表现出非常规整的双曲线关系。换一个角度来讲,两地市场溢价表现出这样的特点,就是溢价相对来讲总是集中在小市值公司那一侧,并且一个公司的市值越小,溢价就越大。用不同的统计手段去处理它当然得到有轻微差异的结果,但是用一些双曲线结果直接处理它的时候,这样80个样本的散点图相关系数超过了0.75,横断面散点统计有一点经验的人都知道,这种相对并不算很小的样本,横断面数据在金融市场上有这么高的相关系数是非常不多见的。

双曲线的背后是什么呢?程定华博士认为,背后最为基本的事实是在A股市场上发行的制度存在着管制,并且因为发行和上市过程存在管制的原因,在一个市场经济条件下,只要存在着管制就有租,就有溢价,一种有价值的资源供应受到了管制,就一定会有租存在,就一定会有溢价存在。他的看法,因为在A股事实上,



发行上市制度在历史上一直到现在一直存在着管制，管制的结果是上市本身是有溢价的。而在香港市场上，发行和上市是自由的，你想发股票，只要满足条件都可以去发行。对于投资银行来讲，真正发愁的是找不到买家，发行失败。在 A 股市场情况是相反的，投资银行真正的竞争力在于把项目拿下来，然后加速审批，加速上市。A 股市场因为在上市发行过程当中管制的存在导致了溢价，这样的溢价对于一个小市值的公司来讲，相对来讲占比更大，对于整个市值只有 50 亿的公司和市值有 5000 亿的公司来讲，上市规模的溢价相对小市值公司来讲相对更大，而相对大市值公司来讲是可以忽略不计的。因为这样的原因，A 股市场的溢价才总是表现在相对小市值公司的那一段，正是因为这个原因，我们可以在统计上很好的解释溢价存在的事实。

当这样的结果可以大体稳健提出来的时候，我们面临一个技术性的问题和一个更基本的问题。一个技术性的问题就是基于现在的数据去估计，如果一个公司是上市公司，但是这个公司的内在价值是零，这个公司已经是僵尸公司了，因为上市存在着溢价，A 股市场上这个公司的股值还是在一定水平，如果内在价值完全是

零的话，这个公司的市值完全对应着上市的溢价，这个上市的溢价是多少呢？我们现在估计结果来看，我并不确信我们现在的估计是不会最终调整的估计，我还不是太确信，可能要对估计要做更精确的控制。但是如果只是从说明问题的角度来看，从我们最初步的处理结果来看，A 股市场上今天，一个上市公司对应的溢价大概是 18.5 亿人民币。A 股市场上有多少家上市公司呢？最近是 2500 家上市公司，A 股市场的总市值是多少呢？大约是 25 万亿，A 股市场在 2500 家上市公司里面所蕴含的，完全来自于行政管制所带来的租，所带来的上市溢价占全部市值的比重大概有多少呢？大概接近 20%。这是我们对市值的描述。

有了这个对市值的描述，我进一步回答一下刚才提出的问题，如果我们正在建立一个多层次的资本市场，中国的资本帐户正在走向更加自由可兑换，如果与股票等等具有相似风险收益属性的其他竞争性金融市场，在市场当中越来越多的供应出来，意味着上市公司所对应租最终会归零，这个租完全来自于管制的制度设计，这个管制的制度设计直接或者被间接废除的时候，这个租就会归零。如果我们认为在未来合理时间跨度之内，直接或者间接归零，假设上市公司基本面没有任何变化，A 股市场还要损失多少市值呢？还要损失接近 5 万亿的市值。现在 A 股市场活跃参与者大概有一亿多，意味着在这个时间跨度之内，每一个投资者在上面还要损失五万块钱，中国现在人均每年 GDP 不到五万块钱，现在 50 多万亿，13 亿人口，人均不到 5 万块钱。如果刚才所有的推断都是正确的，市场整体上来看，过去已经白干了很多年了，未来可以看到的时间跨度之内，未来至少有一年还要接着白干，实际的情况可能还会更严重一些，尽管我们不太确定。也是在这个意义上讲，珍爱健康，珍爱财富，远离市场，特别是对散户投资者来讲。

66

在壳资源数量供给限制的情况下，影响壳资源价值的第一个要素就是流动性。第二个因素在我个人看来，流动性多寡多少有一些联系，但是并不相同的是社会财富的流向。



我相信有一些极少数的投资者具有投资的天分，在交易层面上表现出惊人的才华，对市场变动具有超一流的直觉，并且在反复动荡的市场当中始终都能赚钱，我相信这样投资者是存在的，而且我也见过，我见过不止一个，我看过他 20 年前到现在的历史净值曲线。但是如果这个市场总的财富量要损失五万亿，平均来讲每个人都在输钱，他们赚的钱，如果他们在赚钱，意味着普通投资者输得更多，基本的事实就是这样。

紧接着下来如果在这个技术层面上，我们再做第二个基本的推断，中长期来看，经济活动总是为社会创造财富的，财富的创造过程最终会表现为资本市场整个市值的扩张或者是增长，这个过程从长期来看，我们大体合理的假定，它是可以成立的，假定在未来十年之内，我们给出两条假定，国资本市场已经彻底市场化了，上市的“租”已经归零，这是第一个假定。

第二个假定，未来十年，中国经济大体像过去十年一样继续有很强劲的增长，我个人认为这是几乎不太可能出现的，这是相当难实现的。但是我们姑且勉强接受这样的假定，从一个非常长的时间上来看，我们从历史数据上来看，一个资本市场从指数的角度来讲，为投资者创造回报的速度在长的跨度上大概是 7-10%，以十年为跨度，假设我们以 7% 的复合回报率作为基准，同时考虑了现在和未来“租”的损失，意味着十年以后，我们现在所看到的全市场的指数在什么水平呢？不会出金融危机等等严重的社会经济困难，刚才给定的 7-10% 的长期复合汇报和上市的“租”完全消除的条件下，十年以后的发展，全市场的加权指数如果现在是 2000 点，那么到时候也许不到三千点。

最后再来回答一个问题，这个问题我讲完以后就结束我今天的陈述。上市有一个“租”，这个“租值”是怎么决定的。假如说今



天定是 20 亿人民币，五年以前也是 20 亿人民币吗？十年以前也是 20 亿人民币吗？“租”只是代表一种控制，“租值”基本取决于两个因素，上市公司本身都有内在的价值，这个壳值多少钱呢，这个取决于流动性多寡。为什么纪念币卖那么多钱呢？不是因为内在价值很大，而是因为社会的资金很充沛，流动性很充裕，所以价值就浮起来了。在壳资源数量供给限制的情况下，影响壳资源价值的第一个要素就是流动性。第二个因素在我个人看来，是社会财富的增长。

为什么 A 股市场的涨跌总是对流动性那么敏感？如果看市场的敏感程度，一两年时间内来看，A 股市场流动性紧密的程度远远超过我们所知道的任何一个成熟经济体，在这样的框架下，基本的原因在于流动体的松紧推升或者是压低了壳价值，壳价值的变化更多的体现在小市值股票里面，所以 09 年流动性放水之中，小市值股票的指数涨到了八千点，大市值最快涨到三千多点就已经没有力量了。

我就讲到这里，谢谢！



投资经理看市场



陈光明

四季度，沪深 300 上演“V 型反转”。前 2 个月指数震荡下行，一度下探到 2100 点，12 月初强势反弹，整个季度上涨 10.0%。从行业角度看，房地产、金融服务、交通运输设备、建筑建材、家用电器涨幅都在 10% 以上。我们贯彻了价值投资理念，以我们长期看好的优秀消费品公司为核心持仓，并增加了银行、保险、电力、汽车等周期股的配置。

经济、政策无法证伪，12 月以来的市场风格可能延续，但在宏观经济没有大趋势的前提下，低估值周期股经过一个多月的大幅上涨，天平已逐渐往另外一个方向倾斜。

中长期角度看，我们始终尊重人口红利消失、资本市场改革等大潮流，重点布局品牌消费品、新兴商业模式、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。

展望未来市场，我们认为，短期内尽管



姜荷泽

回顾四季度，市场在十八大结束后就步入下跌通道，上证指数最多下跌了逾8%，中小市值的股票跌幅较大；12月在金融和地产板块的带领下异军突起，市场走出了逼空行情，超跌的周期类股票反弹显著。我们理解，这是经济温和复苏和海外市场表现强劲的背景下，前期仓位低至历史水平之下的机构投资者加大股票仓位的结果。

展望未来，中期我们仍然对市场保持谨慎的态度。经济基本面，我们相信大概率已经触底，支撑力量主要来自于基建投资、房地产投资和出口的复苏，但是我们判断未来反弹的力度很微弱，上市公司盈利改善的幅度有限。

股票市场最大的风险还是来自于无风险利率和风险溢价的上升，使得股票的吸引力还不足够大。目前整体市场的市盈率11倍，中证500的市盈率是19倍，

中小板和创业板的市盈率还在20倍以上，分红率4%以上的股票占比不到10%，和目前市场上8-10%的低风险产品相比，股票资产的收益率的吸引力并不充分。我们还判断在利率市场化的大背景下，未来一段时间的低风险产品收益率仍将在高位，下行趋势不明显。另一方面，股票的供给压力的同时，大小非减持和潜在的融资压力都很大。

基于上述分析，我们判断，未来三个月甚至更长时间段内，A股市场没有趋势性的大级别行情，而经济复苏带来的企业盈利恢复和阶段性的流动性改善会带来市场反弹，但我们判断2013年整体投资机会好于2012年。场内存量资金的博弈背景下，小波段的行业轮换将基于基本面的预期差和机构的仓位展开。具体到一季度，低估值、基本面不会再差或略有改善的行业将维持强势，包括房地产、电力、汽车、基建相关行业等。



顾凌云

四季度，宏观经济各项数据扭转了前三季度下滑态势，市场强势反弹。

展望2013年第一季度，我们认为，宏观经济本身有重大转折的可能性不大，但是同比环比数据改善可能会较大提升市场风险偏好，另外，由于政治上的不确定性随着“十八大”顺利召开而消失，市场投资者对改革红利预期上升。因此，

我们预期在企业盈利水平没有出现大幅下滑的前提下，市场将有较多的机会。

从中期看，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。





杨达治

金融地产板块 12 月份“旱地拔葱”逼空式的上涨，让指数全年勉强收了一根红十字星，也避免了三连阴。分行业来看，申万 23 个一级行业中 10 个全年上涨、13 个下跌。其中，地产行业全年涨幅达 31.7%，紧随其后的是金融服务和家用电器，涨幅分别为 19% 和 16%；排名后三位的信息服务、机械设备和商业贸易跌幅都在 12% 左右，首尾之差高达 45%。再结合 2011 年的情况来看，金融、地产及家用电器已经连续两年排在前五，机械设备连续两年排在后三。

展望 2013 年，我们认为，市场整体表现会比 2012 年要更好一点。从经济周期叠加中国特有的政治周期来看，过去两年保守是主基调，风险不断释放，投资者

群体风险偏好逐步降低，股市充分反映了这种情绪，低估值板块整体表现较好；但随着党和国家新一届领导人上台、经济自身充分调整、股市估值不断降低，事情开始起变化，2013 年风险偏好上升是大概率事件，股票可能会是表现最佳的资产，因此，投资上可以更激进一些。

布局上看，估值较高、大小非解禁压力较大的创业板和中小板作为整体压力相对较大；机会在那些估值较低、机构较少、市值较小而且基本没有大小非解禁的二三线蓝筹。结合 2013 年可能出现的一些趋势，长期我们看好：银发产业、品牌消费；中短期也可关注：部分受益于国内房地产开工的周期性行业、受益于美国及欧洲央行大规模宽松政策的大宗商品行业。



林树财

2012 年四季度末市场出现了以金融地产为龙头板块的强势反弹，汽车和家电行业亦涨幅居前，主要原因是金融板块的估值大幅低于市场平均水平、9 月份以来国内市场的走势系统性背离于海外市场、政坛新风所带来的风险偏好提升、基数效应的经济增速企稳的迹象进一步显现等诸多因素。

四季度国际市场的核心金融现象是日元的大幅、快速的贬值，尤其是在新政府和其央行的共同引导下，单季度贬值 13%，日本作为全球主要经济体的货币政

策变化对于谋求产业升级的中国经济带来的新的更为严峻的挑战，2013 年需更加关注主要制造业经济体的汇率政策及波动趋势。

展望下一个季度，未来市场反弹仍将继续，基于流动性和风险偏好的估值修复行情将进入中后期，由于经济回升的速度不会很快，与之带来的企业盈利回升的速度也是亦步亦趋，因此主题性投资和热点性投资将是 2013 年一季度的一个重要特征。体制改革的步伐已由政坛新风开启，制度消费品的超额收益可能会在接下来的几个季度逐渐减少。需要更加关注品牌消费品的持续增长机会。



吴铁

四季度可以分为12月前和12月两个阶段，在第一个阶段，债券市场开始稳定，封闭债券基金以及杠杆基金的稳定端持续地给提供较高的正面收益；在第二阶段，随着股市上涨，前期的屌丝（折价的权益标的）开始逆袭。

从整体情况看，我们基本做到了利用多种折价工具给投资者带来比较确定的回报，由于各个标的的回撤与上涨会部分对冲风险，因此，总体净值回撤比较小，收益率的波动和债券市场的相关性更大些。

四季度出现了多个对股票市场有利的情况。首先在于经济见底；其次新股出现了停发，供求关系显著改善。基于此，我们

看多2013年一季度的股票市场，但对债券市场小幅看空。

在基金选择方面，2013年除了继续保持一贯对于封闭基金的偏好外，适当的时候增加对于指数基金及杠杆指数基金进取端的配置。股票配置方面，我们仍将保持一贯的风格，更注重配置成长类个股。



张锋

四季度市场出现了大幅反弹，主要因为市场前期大幅下跌，外围流动性充裕，国内基建投资回升带动宏观经济增速回暖，以及十八大后风险溢价提高等多重因素影响。

四季度宏观面有所改善主要是因为地产和基建两大引擎。其中，地产销售持续回暖，年末单周销售已创历史新高；另外，四季度基建投资增速有所加快，体现了政策逆周期操作效应。从货币供应量来看，社会融资总量持续扩张，M1和M2增速回升，金融供给方面，影子银行发挥越来越大的作用，供给效率的提升也使得综合实际利率水平从三季度的高

点略有回落。从板块走势上看，以金融、地产为主的低市盈率板块大幅跑赢指数。

从中期来看，经济和政策的约束条件并未发生实质性变化：目前的投融资体制带来的效率问题始终制约货币政策放松，影子银行亦未能解决这个问题。资产回报率下降制约了未来的投资增速，对中游行业形成压制。

国际方面，美元开始面临长期升值的可能，日元贬值压力对人民币汇率有压力。解决问题有赖于在结构和制度方面做出调整，估计要到2013年下半年或能看到动作。



朱伯胜

由于 2012 年前三季度国内的宏观经济状况呈现下行态势，企业盈利增速减缓甚至负增长，国内的资本市场受到了较大的压力，尤其是以中小企业为主的创业板和中小板股票跌幅相对较。进入四季度，随着十八大的召开，高层展示的改革新风极大地提振了投资人的情绪，且伴随着国内外经济环境的转暖，国内资本市场四季度出现了力度较为可观的反弹。

我们认为，四季度市场大幅度反弹的本质原因在于经济形势的好转，尤其是，地产销售形势的兴旺和基建投资的快速发展为经济回升提供了坚实的保障。PMI 指数快速回升，M1 和 M2 增速加快，社会融资总量继续大幅扩张，为经济复苏提供了有力支持。

本轮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，而周期性行业的盈利弹性来自于 PPI 的跨时间周期变化。我们判断，2013 年的 GDP 增速不低于 7.5%，PPI 的环比数据将由 2012 年最低的 -0.5% 左右上升至 2013 年经济高点时的大约 +0.8% 左右。此 PPI 数据的环比变化虽然弱于 2009 年时的数据，但预计仍会对强周期行业的盈利变化带来有利的刺激。

中期角度看，本轮经济复苏的力度仍需密切跟踪和观察判断，因诸多条件的制约，企望 2008 年“4 万亿”式的大规模经济刺激可能性不大，不排除经济只是弱复苏的可能性，而这个较佳的观察时点可能在 2013 年一、二季度的交汇点附近，此外，新一届领导班子提倡的新型城镇化建设，医药改革等诸多新举措可能带来的改革红利。



林鹏

在经历了去年四季度冰火两重天的走势后，沪市终于重新站上“钻石底”，回到 2200 点以上。市场信心得到了明显的修复，个股的热点也层出不穷。实际上，A 股在 12 月份的大反弹很大程度是由海外资金所撬动。我们看到，率先企稳反弹是房地产、银行、保险以及一批低估值的周期股，这类股票其实在港股市场上已经在 2012 年 6 月份开始企稳。

在大量海外资金先期流入香港市场后，随着这类股票港股与 A 股之间价差的扩大，资金逐渐通过 ETF 等渠道流入内地市场。从而带动了大盘股的反弹。而后

知后觉的内资在进一步追高后，逐渐将战场转向中小盘的题材股、概念股的炒作，从而激发了市场的做多热情。

总体而言，我认为，一季度市场仍会处于较为活跃的时期，虽然经济面的回暖尚需数据支撑，但股市的底部显然已经探明，2000 点以下的位置难以重新回探。从中期看，股指能否真正走出反转行情有赖于更为强劲有力的经济数据以及较为宽松的国际资金环境。而需要警惕的是大批自拉自唱的中小市值股票的估值回归走势。



龙川

展望市场，美国经济企稳反弹，欧债负面冲击渐消，全球经济进入一个稳中偏暖的局面，这些都将成为影响A股2013年表现的重大因素。2012年，在债务危机继续困扰欧洲经济，中国经济增长步伐放缓之时，美国经济成为全球为数不多的亮点之一。而从最新情况看，市场普遍认为，美国经济目前稳定的增长势头很可能在2013年延续；当然，这一“增长共识”都建立在一个重要的前提之下，即美国能够尽快顺利解决财政悬崖和债务上限等一系列问题，否则，有可能在2013年陷入二次衰退的泥潭。

国内方面，中长期经济增长中枢下移。从供给端分析，劳动、资本、土地三个主要生产要素的价格已经明显上升。若非出现重大持续的技术升级，未来中国潜在增长率下移已成定局。微观层面表现为持续下滑的资本回报率。

经济下行放缓，最快2013年二季度企稳。我们认为，当前经济处于“宏观强、微观弱”的格局。国企和政府部门通过投资加杠杆对冲私人部门的去杠杆。短期使得经济环比企稳，但是长期能否持续令人生疑。我们认为，经济目前仍处于下行通道，但已经二阶企稳下滑减缓，预计最快明年二季度可以见底。



徐习佳

2012年前11个月，上证指数累计下跌9.97%，平均每天蒸发83.56亿元。进入12月后，A股却打了一个漂亮的翻身仗，上证指数累计上涨12.07%，平均每个交易日恢复市值1452亿元。

从中期角度看，国内市场政策环境改变的确认，经济结构调整的进展状况和外围市场走势是决定未来一段时间市场走势的重要因素。目前看来，国内市场政策环境偏紧状况有所缓解，相关政策出台落实还需时间，是政策的相对真空期。

因此，我们认为应该把握未来一段时间内的年报行情，关注前期下跌到2000点时错杀的成长类股票和消费类股票，那么就有较大概率在其后的行情中获取超额收益。





魔鬼与农夫

俄国大文豪托尔斯泰写了一本寓言故事集《傻子伊凡》，里面有一个故事是这样的：

有个老魔鬼看到人间的生活过得太幸福了，他说：「我们要去扰乱一下，要不然魔鬼就不存在了。」

他先派了一个小魔鬼去扰乱一个农夫。因为他看到那农夫每天辛勤地工作，可是所得却少得可怜，但他还是那么快乐，非常知足。

小魔鬼就开始想，要怎样才能把农夫变坏呢？他就把农夫的田地变得很硬，让农夫知难而退。那农夫敲半天，做得好辛苦，但他只是休息一下，还是继续敲没有一点抱怨。

小魔鬼看到计策失败，只好摸摸鼻子回去了。

老魔鬼又派了第二个去。第二个小魔鬼想，既然让他更加辛苦也没有用，那就拿走他所拥有的东西吧！那小魔鬼就把他午餐的面包跟水偷走，他想，农夫做得那么辛苦，又累又饿，却连面包跟水都不见了，这下子他一定会暴跳如雷！

农夫又渴又饿地到树下休息，想不到面包跟水都不见了！「不晓得是哪个可怜的人比我更需要那块面包跟水？如果这些东西就能让他得温饱的话，那就好了。」又失败了，小魔鬼又弃甲而逃。

老魔鬼觉得奇怪，难道没有任何办法能使这农夫变坏？这时第三个小魔鬼出来了。他对老魔鬼讲：「我有办法，一定能把他变坏。」

小魔鬼先去跟农夫做朋友，农夫很高兴地和他作了朋友。因为魔鬼有预知的能力，他就告诉农夫，明年会有干旱，教农夫把稻种在湿地上，农夫便照做。结果第二年别人没有收成，

只有农夫的收成满坑满谷，他就因此而富裕起来了。

魔鬼又每年都对农夫说当年适合种什么，三年下来，这农夫就变得非常富有。他又教农夫把米拿去酿酒贩卖，赚取更多的钱。慢慢地，农夫开始不工作了，靠着经济贩卖方式，就能获得大量金钱。

有一天，老魔鬼来了，小魔鬼就告诉老魔鬼说：「您看！我现在要展现我的成果。这农夫现在已经有猪的血液了。」只见农夫办了个晚宴，所有富有的人都来参加；喝最好的酒，吃最精美的餐点，还有好多的仆人侍候。他们非常浪费地吃喝，衣裳零乱，醉得不省人事，开始变得像猪一样痴肥愚蠢。

「您还会看到他身上有着狼的血液。」小魔鬼又说。这时，一个仆人端着葡萄酒出来，不小心跌了一跤。农夫就开始骂他：「你做事这么不小心！」「唉！主人，我们到现在都没有吃饭，饿得浑身无力。」「事情没有做完，你们怎么可以吃饭！」

老魔鬼见了，高兴地对小魔鬼说：「唉！你太了不起！你是怎么办到的？」小魔鬼说：「我只不过是让他拥有比他需要的更多而已，这样就可以引发他人性中的贪婪。」



我们并非无知， 只是知而未行



一九二五年，芝加哥白水滩饭店（White WATER Beach Hotel）举行了一场重要的会议，与会者都是各行各业的顶尖人物，包括全美最大钢铁公司总经理、最大电力公司总经理、最大瓦斯公司总经理、纽约证券交易所总经理、联邦政府部长、华尔街响叮当的投资高手、最大交通运输公司总经理、国际商银总经理。

这些人都很会赚钱，这次聚会的目的，也正是讨论如何创造更多财富。

这些人后来过得如何呢？或许你跟我一样好奇。

二十五年后，果真有人兴致勃勃地作调查，结果惊讶地发现：钢铁公司总经理去世前五年是借债度日的；电力公司总经理一文不名地死在外国的小岛上；瓦斯公司总经理成了精神病患者；纽约证券交易所总经理刚从辛辛监狱关出来；联邦政府部长刚得到美国总统特赦，总算能死在家里；华尔街投资高手和交通运输公司总经理、国际商业银行总经理都自杀了！

十个顶尖人物，竟没有一个人能得善终。他们为什么把自己的人生搞得一团糟？

我并不确知详情，却很感慨，会赚钱的人，不一定会生活；工作能力强的，不一定懂得克服情绪压力；绝顶聪明的优等生，不一定能够自我调适。

只要愿意，其实每个人都能把自己从不幸、痛苦的深渊解救出来，快乐绝对可以操之在我，端视你如何面对、处理发生在自己身上的事。

记得三年前，我和十几个美国卡内基讲师一起到蒙大拿滑雪。很巧地，有两位讲师的妻子都是才刚过世不久，其中一人，沿途都郁郁寡欢，另一人却是活泼开朗，玩得比谁都尽兴，而大家都知道，他与妻子向来十分恩爱。

我感触很深，类似的境遇发生在不同人身上，反应也截然不同。这让我想起一段印象非常深刻的电影情节。冰天雪地中，女主

角在冻结的湖上快乐尽情的溜冰，坐在湖畔重病已久的丈夫，凝视着心爱的妻子，安然阖上双眼。接下来的日子一片忙乱，亲友们前来帮忙丧偶的女主角，照顾小婴儿、安排生活、处理琐事……女主角的姊姊心疼妹妹的遭遇，悲伤流泪，但女主角反而微笑安慰姊姊说：「我曾经拥有一段美丽的时光，这已足够！」

看到这一幕，我不由自主流下泪来。

当时我就想，万一有一天，我遭遇重大的灾难痛苦，也要告诉自己：「我曾经快乐充实地生活过，这就够了。」

我深深确信，人真的可以改变想法，来克服忧虑、恐惧、甚至各种病痛，进而改变人生。生活需要平衡发展，建立良好的人际互动，特别是相互激励，相互了解，相互分享，相互原谅。学会感恩、宽恕，活在每一个当下，以正向积极的人生态度，微笑迎接命运给我们的每一个挑战。事实上，你我都不要再学什么新观念，我们所认知的已足够引导我们享受快乐的人生。

我们并非无知，只是知而未行。

这本书绝非来自象牙塔的教条，也不是学院派的研究报告，而是一本实际的书，帮助、提醒我们，知而能行。

相信我，你一定可以做到。如果情势真的无法挽回，那么就接受它！已经尽力就够了，其它的交给上帝吧！相信我，你真的可以做到。当你不小心又跌入忧烦时，与其恼怨命运的不公平，不如盘算你所得到的恩惠，你将发现自己原来是很有福气的。俗话说：「人人头上一片天，歹歹马，也会一步踢。」再贫弱的人，也有自己的强项，振作起来，去忙一些建设性的事，茁壮自我你就会愈来愈幸运，愈来愈有福气。

相信我，你一定可以做到。不心存报复，不斤斤计较得失，不期待他人的感恩，只享受付出的快乐，并在为人创造喜悦的同时，丰富自己的人生。容易随人家「批评」起舞的人，注定要跟快乐说拜拜。只要有人的地方就有是非；只要人家有嘴巴，就会有意见和批评。

想快乐的人，就不要太在意别人的批评。



全球最赚钱投资经理的投资经

文 / 东方证券研究所 杨娜

mistake

背景： Dalio 是全球最大对冲基金 Bridgewater Associates 的总裁，截至 2011 年底，该公司管理资产规模为 1200 亿美元，过去 20 年总共赚了 500 亿美元。管理基金表现与传统市场相关度基本为零，与其他对冲基金表现相关度也非常低，采取的策略是“基本面+量化”的少见组合。客户比例为 95% 机构、5% FOF，是业内第一家任由客户选择 beta 或 alpha 订制组合的对冲基金。20 年里，年净复合收益率为 14.8%，年化标准偏差为 14.6%。投资过程 99% 靠系统，只有不到 1% 属于“酌情处理”。基本面研究至上。公司总共 1400 名员工，最为业内称道的是研究实力和文化。2010 年 Pure Alpha 取得最高年投资收益的时候，该基金规模为 500 亿美元，基本实现又大又好地发展。

Dalio 不是靠某一个年份选股很牛，或者债券做得好名声大噪，而是靠多年积累，将自己的经验（甚至错误）形成体系，并带领自己的机构成为全球投资领域最赚钱的机器。

风险控制

我刚从学校毕业后赶上取消金本位，货币体系瓦解，但当时市场出现的是暴涨，从此学会了货币贬值和大量印钞票对股票是好事，同时不要相信官方，这些教训在随后的岁月中不断得到验证。

1982 年，美国失业率 11%，拉丁美洲存在债务违约风险，当时美国的主要银行持有大量拉美债务，于是判断违约将对股市造成毁灭性打击，8 月墨西哥违约后，美联储开始宽松，那时刚好是股市的底部，且是 18 年大牛市的起点。

事实上，无论是取消金本位还是墨西哥违约，危机后当局采取救助措施的影响远远大于危机本身。

还有一个例子，70 年代做多商品标的中的五花肉，当时有跌停板设置，于是每天早上就能听到报出跌停板点位，然后没有任何波动，就这样一天天，仿佛没有尽头。

从此学会要做风险控制，因为再也不想重复五花肉的经历。

投资就像每天与电流接触，总有一天会被电击，从此记住那种刻骨铭心感觉，那不是记忆中某一个时刻或者片段，而是深入五脏六腑的实实在在的感觉。也正是这些教训“引导”我们总结出今天的投资策略及精髓。

投资策略

过去 20 年中，我们表现最差的两次，一次亏损 12%，一次 20%，其他就没有出现大的波动和亏损，做到这样主要源于两点：一是控制风险最重要的是要找到尽量多的独立的驱动因素（driver），而不是把组合的大部分风险压在同一个驱动因素上。二是反复对策略进行压力测试，保证在不同经济和各类环境下都

适用，有些基金经理可能会觉得自己过去 5 年的业绩还不错，于是断定该策略会屡试不爽，事实上没有经过严格压力测试的策略会出问题。我们的要求是不管何时（timeless），不管何地（universal）都要适用。

此外，我们的基金是 Pure Alpha，所以与系统性风险 beta 相关的投资本身就有所回避。据统计对冲基金与股票市场的平均相关度有 0.7，人类的本性决定了不管使用过去哪种成功的策略，客观上隐含做多的偏向。

关于投资过程。每一笔投资，我们不控制价格（不会设置止损线），只看规模（不管是涨跌 15%，该品种的规模都不改初衷）。目前，我们一共做 150 种投资（包括利差型相对投资以及单个品种的直接投资），但任何时点，只有 20 组仓位相对较大，占到 80% 的风险，且相互之间没有关联。

我们会反复审视并调整自己的策略。例如，1994 年我们当时还单纯做多债券，因为当时研究的交易规则和系统都提示我们，在每个债券市场都应该净做多，但后来我们发现如果重新调整，不是交易“绝对”，而投资相对利差，可以大幅改善回报风险比，所以后来就是通过降低相关度，得到更好效果。

这也符合我们一贯的传统，事实上，Bridgewater 整个的投资体系就是这样诞生的。

1980 年前后，我给自己定下一条规矩：每一笔投资都要把逻辑写在板上，结束该交易时，与实际发生的情况对比，从实际经验中总结学习，后来发现这样采样太漫长，于是改为总结规律，提炼投资规则 and 标准，给今后策略下定义。

Bridgewater 的系统不断进行修改，比如，观察油价对不同国家的影响时，第一次和第二次石油危机期间，由于在 North Sea 发现了原油，英国就从净进口转为进出口，这很重要。此后我们就知道了，当进口与出口比例出现变化时，与油价有关的系统规则要发生改变。

为什么我们的投资不会受到规模影响呢？主要有两方面：一是基本所有流动性好的市场我们都会做，所以很分散（即使相对于我们的规模）；二是交易没有那么频繁，如果按照从净做多到净做

66

就像衰退与去杠杆化是不一样的逻辑，以往对衰退起作用的政策在现在的环境下不一定有用。



空算作一次换手率，平均要 12 到 18 个月。我们是买还是卖不是直接取决于价格，而是取决于基本面，所以，即便在 2008 年那样的市场环境下，换手率也没有明显高出平均水平。因为基本面变化不明显，更主要是市场情绪的变化。

资产之间的相关度

最后重点讲讲不同资产之间的相关度问题，因为这是我们投资的核心。

很多人认为相关度就是不同资产之间的关系（或没有关系），并以此静态地构建组合，以降低风险，其实这非常带有误导性。比如，通常认为黄金和债券是负相关，但事实上，在去杠杆化的初期，由于货币宽松，利率降低，黄金和债券会同时上涨。

所以，最重要的是要看每种资产涨跌背后的逻辑和驱动因素。这才是因，而相关度仅仅是果。以驱动因素构建组合是前瞻性，而以相关度构建组合是滞后性，很可能导致失败。所以我们构建的组合，不同的配置之间根本驱动力不同，而绝不是简单地不相关。

前面已经讲过利差型相对组合投资的重要性，在这样一个动不动就 risk-on 或者 risk-off 的环境下，尽管不同债券市场 driver 基本相似，但利差之间的逻辑还是有差异的，这对降低表现（收益）同步性非常重要。

此外，就像衰退与去杠杆化是不一样的逻辑，以往对衰退起作用的政策在现在的环境下不一定有用，所有的关系都不能静态地看，只有基本面为基础的投资，是可以穿越地域和时限的唯一的路。

（本文摘译自两本新书 Hedge Fund Market Wizards 和 Alpha Masters 中 Ray Dalio 的有关章节）



拥抱正能量

文 / 东方红资产管理渠道经理 彭轶君

哪怕一个微笑、一次拥抱、一句鼓励，传递与分享的都是温暖与力量。

一曲《江南 style》红遍全球超过十亿点击率，一部《泰囧》创造十亿票房奇迹。搞笑简单的制作何以触动人心？或许正是因为生活充满了苦、累、闷，而这些轻快跃动的旋律、简单快乐的故事正好注入一股正能量！

“正能量”也是 2012 年的年度热词，位居《咬文嚼字》编辑部发布的“2012 年十大流行语”榜首。“正能量”的流行源于英国心理学大师理查德·怀斯曼的专著《正能量》，该书将人体比作一个能量场，通过激发内在潜能，可以使人表现出一个新的自我，从而更加自信、更加充满活力。



66

苦中亦能作乐，否极终究泰来，快乐是自找的，怀抱正能量，内心强大才能所向披靡。最后引用“正能量之父”理查德·怀斯曼书中的一句话与君共勉——坚持正向能量，人生无所畏惧！



在当下，人们把所有积极、健康、催人奋进、给人力量、充满希望的人和事都贴上“正能量”标签，是一种健康乐观、积极向上的动力和情感，就像一位同事说的：“这是一个人人需要正能量的时代”。面对生活的繁杂艰辛，要想轻松应对，必须拥抱正能量，尤其在“高危高压高耗”的金融行业摸打滚爬，于身于心，正能量都是一道护身符。

正能量无处不在，需要观察、需要发现。常听周围有人怨言：“理想很丰满，现实很骨感”，人总容易在逆境中本能地产生消极、低落、浮躁等负面能量，而顾城也说：“黑夜给了我黑色的眼睛，我却用它来寻找光明”。人生不如意十有八九，生活的目的就是寻找幸福和快乐，只要你留心观察、用心发现、找准角度，正能量就在身边。翻掉半杯的美酒，请庆幸还有一半可以品尝；失之交臂的项目，请感谢天赐了可以陪伴家人的时间；竞争对手的压力，请珍惜可以逆势成长的机会。

正能量是一种心理暗示，需要寻找、需要自产。心理学家威廉·詹姆斯说过：“如果你想拥有一种品质，那就表现的像是你已经拥有了这个品质一样”，那便是心理暗示，且我们需要的是暗示一种正能量的存在。现代人面临高压，常常会无奈的说：“我笑并不是我真的开心”，但当我们保持平和的心态、舒缓的心境舒开眉心、上扬嘴角笑出来时，便成了“我笑是我真的开心”，因为那是正能量发自内心的涌动。

培养一个健康积极的兴趣爱好，坚持某项强身健体的体育运动，结交一群乐观向上的朋友，定期做一件无论大小的善事都是获取与激发正能量的好方式，每个人身上都是带有能量的，只是我们

还不太懂得平衡正负，且正负能量间永远都是此消彼长的关系，试图时刻提醒自己正能量的存在，激发它并放大它，那负能量就会相形见绌，正能量就能为你所用。

正能量是个无限的能量场，需要传递、需要分享。

每每我陷入情绪的低谷，总会相约三两乐天派好友谈心聊天吐苦水，那是一个吸取正能量来中和负能量的美妙过程，常听老者教导说：“与具备正能量的人多交朋友，这样不只会提升你的人气，更有助于你健康成长与快乐生活”，单一个体的能量场毕竟有限，若想生活充满正能量人人感受正能量，请不要吝啬传递与分享。哪怕一个微笑、一次拥抱、一句鼓励，传递与分享的都是温暖与力量。记得不止一次听到渠道同行说起东方红团队，说我们像打了鸡血般充满热情，而我想说，那正是我们时不时抱团为彼此注射的正能量。

近年来，行业内最热、最被频繁提及的词就是“创新”了，随着新政落地，券商大资管平台纵身而起，创新业务风生水起的同时，作为资管对外的先头部队，渠道服务也面临前所未有的挑战与压力，在有限的时间内学习全新的业务、拓展创新的领域，过程中我们不免受挫、浮躁与挣扎，但拥有正能量傍身的我们无比坚定，也期待我们的正能量能感染更多人。

苦中亦能作乐，否极终究泰来，快乐是自找的，怀抱正能量，内心强大才能所向披靡。最后引用“正能量之父”理查德·怀斯曼书中的一句话与君共勉——坚持正向能量，人生无所畏惧！



东方红 书屋

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。

身边的经济学 ——读《经济学的思维方式》

文 / 《东方红 悦读》编辑部



这是一本风靡全球的另类经典经济学教科书，绕开了繁复的公式、函数与运算，选择了深入浅出的故事和饶有趣味的图画，从身边熟悉的事情出发，告诉读者经济学的思维方式，适合非经济学专业读者。

作者保罗·海恩说，经济学的力量在于它是一种思维方式。

保罗·海恩是美国芝加哥大学伦理学与社会学博士、华盛顿大学经济系教授，其专业研究领域为经济学史和经济系统伦理学批评，作为大学本科经济学教育的改革者，终生致力于改变僵化刻板的经济学教学方式。

对公众而言，学习经济学，并不是要掌握那些深奥的理论，或者学会使用数学、图表之类的工具分析经济问题，而是要学会用经济学的思维方式。

就如，苹果落地，这是一个自然的过程，不管有没有牛顿，苹果都会掉下来，但物理学家发现了这个过程背后的原理，并把它叫做万有引力定律；经济学的思维方式关注的则是：人们的选择，以及这些选择的结果，并要发现在其背后起作用的原理。

经济学作为一种独特的思维方式，与生活中的各种决策息息相关。每天，每个人，每个机构都在做决策，经常会有遇到拿不准选择

66

经济学的思维方式可以用一句话概括：世界上没有免费的午餐。

的时候，如果我们尝试用经济学的思维方式，去思考现实经济中的各种问题，并做出决策。也许，你会发现判断变得更加理性和果断，甚至，更加明智。

什么是经济学的思维方式呢？在北京大学张维迎教授为该书撰写的序言中说，经济学的思维方式可以用一句话概括：世界上没有免费的午餐。其理由是：绝大多数物品都是稀缺的，只有通过以其他有价值的东西为代价才能获得，做任何事情也都是有成本的。

我们只能在不同的选择中权衡，不仅个人选择需要权衡，公共政策和法律制度的制订也要权衡。比如，明智的选择——从现有的资源中尽可能多地获取自己想要的东西；节约的选择——要求比较采取其他选择时的预期额外成本和预期额外收益。

保罗·海恩认为，对这种思维方式的**理解就是经济学对社会科学**的革命性贡献，它有助于我们增进对周遭世界的理解。经济思维本身也离不开经济学的基本内容，本书从思维方式入手介绍了各种经济学知识，从个人到社会、从微观到宏观、从主流的观点到非主流的看法、从历史到现实，而其巧妙的切入点和深入浅出的讲述方式，让读者感觉焕然一新。

著名经济学家熊秉元说，保罗·海恩的故事和买卖没有直接的关系，而是人类日常生活的一部分，海恩所关心的不是狭隘的“经

济活动”，而是更广泛的“人类活动”，他所希望探讨的是在人类互动里所呈现出的状态以及所透露出的一些特质，希望能归纳出生动有趣的“经济思维”。

保罗·海恩希望掌握人际互动的特性，包括隐藏在整个景象下的规律，以及相关支持的条件。因此，海恩不是一个参与者，而是一个“旁观者”。他静观其变，然后阐明人类行为和社会现象在动静之间的特性。

更难能可贵的是，与萨缪尔森、曼昆等经济学家的经典经济学教材写法截然不同，保罗·海恩放下学院派的矜持倨傲，以自身多年的教学经验为基础，致力于让经济学变得更亲切、更平民化。他避开数学公式、图表、术语等让读者望而却步的东西，而将经济学的教学重心放在“思维方式”上，使用需求、机会成本、边际效应、比较优势等概念搞清楚我们身边日常世界的意义，致力于帮助普通读者了解经济学最核心的精髓，并教大家将之运用于实际问题。

在保罗·海恩看来，经济学家对于真实世界的了解不比商业经理人、技工、工程师和其他让事情实现的人对真实世界的了解多。经济学家知道的是事情是如何组合在一起起作用的。经济学概念让我们更清楚地了解我们观察到的事情的意义，更加一致、连贯地思考广大范围内的复杂的社会互动。

