

东方红悦读

issue 18
2015 年 5 月

东方红
财富俱乐部 Vip 专刊

感恩责任梦想

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



订阅号，坐享更多资讯



服务号，尊享账户信息

敬请扫描、搜索“东方红资产管理”一键关注微信账号

中国股市： 等待双轮驱动的未来

中国梦 东方梦
投资的三重境界
REITs 试点业务中的投资者保护机制初探

期待双轮驱动的未来

春日暖阳，A股市场亦然，政策呵护，资金入场，股指连创新高。很多人问，沪指会不会一路高歌？本期封面故事聚焦股市的未来。

未来不可预测，但如果一定要预测，方法有二：一是研究历史，从过去历史发展中找到哪些模式是可以重复的；一是横向比较，别的国家或别的发达国家有没有类似的现象。

我们知道，股市的回报主要来自两方面，一是来自于上市公司的盈利部分，表现为上市公司的股息、红利等，长期来看这一因素带来的回报是可靠的，可持续性的；二是来自于低买高卖的投机部分，表现为市场估值的波动，长期看这一因素是钟摆式、临时性的，是零和游戏，对绝大多数人是不可持续性的。

站在目前时点，从宏观面看，与美国1982年很类似，而EPS能不能上升，在一定程度上取决于资本的投入，人力资本的投入，以及科技的进步，效率的提升。随着科技创新、制度变更、社会变迁这三个因素同时开始作用，社会效率将不断地提升，进而提升EPS。

A股市场期待双轮驱动的未来，祝大家好运！

责任

感恩

梦想

感恩责任梦想



主办
东方证券资产管理有限公司

编委会主任
王国斌

编委
陈光明、任莉、姜荷泽、杨达治、卢强

主编
吴芳澜

责任编辑
汤琳、高义、杨娜、刘小月、王飞飞、吴比

地址 上海市中山南路 318 号
东方国际金融广场 2 号楼 31 层

邮编 200010

总机 021-63325888

传真 021-63326981

电子邮箱 service@dfham.com

客服热线 4009200808

公司网站 www.dfham.com

微博 东方红资产管理 weibo.com/dfham

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

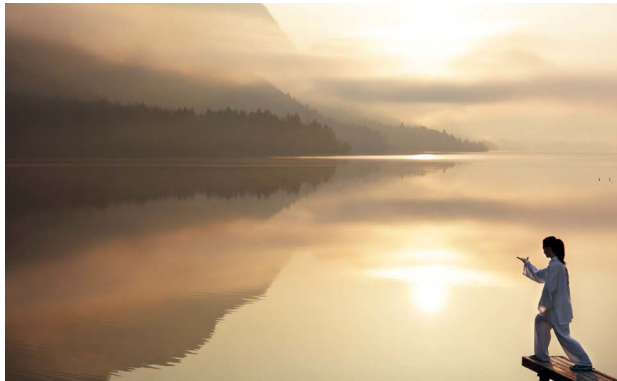
本材料并非宣传推介资料，也不构成任何法律文件。

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

01	Preface 卷首语 期待双轮驱动的未来
04	Orient News 东方红 · 动态 长跑健将屡获殊荣 东方红资产管理蝉联券商管理人五年优胜奖
06	Orient Products 东方红 · 产品 东方红系列产品开放期一览 2015 年 5 月 -8 月开放期
08	Orient Interview 东方红 · 媒体 中国梦 东方梦 ——东方证券成功发行上市 致力发展成为具有一流核心竞争力的现代投资银行

12	Orient Interview 东方红 · 媒体 首只上市券商基金出炉 东方红睿丰登陆深交所 满足投资者三年封闭期内的流动性需求
14	Cover Story 东方红 · 封面故事 中国股市：等待双轮 驱动的未来 中国市场未来是有条件走向一个转型牛市
24	Orient People 东方红 · 人物 投资的三重境界 投资是观察世界和了解自己的极佳窗口
28	Orient Strategy 东方红 · 策略 掘金价值洼地 精选优势个股 审慎对待创业板股票，精选受益于牛市的大金融标的

32	Orient View 东方红 · 观点 投资主办人看市场 价值为盾，成长为矛，均衡配置，精选个股
38	Orient Feature 东方红 · 专题 REITs 试点业务中的投资者保护机制初探 关键在于能否通过制度安排督促管理人充分发挥其专业管理能力
44	Orient Wisdom 东方红 · 智慧 e 站 慧眼 眼睛，要用来看更真实、更深入的内在
45	为自己设一个停损点



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

长跑健将屡获殊荣

东方红资产管理蝉联券商管理人五年优胜奖

3月26日，在中国私募基金年会2015暨第七届中国最佳私募基金颁奖典礼上，东方证券资产管理有限公司凭借长期优异的业绩表现荣膺券商管理人五年优胜奖（2010-2014），这已是该公司自2010年成立以来连续第六次蝉联“管理人五年优胜奖”，综合投资管理能力再获肯定。公司联席总经理任莉女士出席颁奖典礼。

据了解，该奖项由国金证券和腾讯财经联合主办，东方证券资产管理有限公司除荣获“券商管理人五年优胜奖（2010-2014）”外，旗下东方红4号积极成长集合资产管理计划荣获“券商集合理财5年（2010-2014）优胜奖”，东方红基金宝集合资产管理计划荣获“券商集合理财3年（2012-2014）优胜奖”，东方红-新睿3号集合资产管理计划荣获“券商集合理财年度（2014）最佳奖”。



出席颁奖典礼的公司联席总经理任莉女士感谢业界的认可，她表示，资产管理行业的本源是“受人之托、代人理财”，公司赢得的赞誉和业务的发展，得益于团队一直坚持核心竞争力的培养、着力构建自己的比较优势，并始终围绕自己的优势领域或能够建立起比较优势的领域拓展业务，坚持在长跑中胜出。

公开资料显示，东方证券资产管理有限公司是业内首家获得公募基金管理业务资格的证券公司，其管理团队已拥有17年资产管理经验，旗下东方红产品长期业绩优异。统计数据显示，2014年有一年业绩可查的1396只券商集合产品的平均收益率为15.40%，东方红系列集合产品整体业绩突出，其中旗下成立一年以上的24只混合型、FOF型产品平均收益率达38.12%，居集合资产管理人前列。

东方红系列产品开放期一览

产品	2015 年 5 月 –8 月开放期	开放期规则
基金（混合型）		
东方红新动力 (000480)	每个交易日开放	每个交易日开放
东方红产业升级 (000619)	每个交易日开放	每个交易日开放
东方红中国优势 (001112)	预计 7 月初开始每个交易日开放	封闭期结束后每个交易日开放
东方红领先精选 (001202)	每个交易日开放（仅赎回）	封闭期结束后每个交易日开放
东方红稳健精选 A(001203)	每个交易日开放（仅赎回）	封闭期结束后每个交易日开放
东方红稳健精选 C(001204)	每个交易日开放（仅赎回）	封闭期结束后每个交易日开放
大集合（偏股型）		
东方红 4 号 (910004)	每个交易日开放（仅赎回）	每个交易日开放
东方红 5 号 (910005)	每个交易日开放（仅赎回）	每个交易日开放
东方红 6 号 (910006)	每个交易日开放（仅赎回）	每个交易日开放
东方红 7 号 (910007)	每个交易日开放	每个交易日开放
东方红 8 号 (910009)	每个交易日开放	每个交易日开放
东方红 – 新睿 2 号 (910010)	每个交易日开放	每个交易日开放
东方红 – 新睿 3 号 (910011)	每个交易日开放	每个交易日开放
东方红 – 新睿 2 号二期 (910017)	每个交易日开放	每个交易日开放
东方红领先趋势 (910021)	每个交易日开放（仅赎回）	每个交易日开放
东方红稳健成长 (910022)	每个交易日开放（仅赎回）	每个交易日开放
东方红 – 新睿 5 号 (910026)	每个交易日开放	每个交易日开放
东方红 9 号 (910024)	每个交易日开放（仅赎回）	每个交易日开放
东方红内需增长 (910028)	每个交易日开放	每个交易日开放
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（偏债型）		
新睿 4 号（展期）优先级 (910015)	退出：2015 年 6 月 5 日 参与：2015 年 6 月 8–9 日	优先级份额参与开放期为本集合计划成立后每满 6 个月的对应日的前两个工作日，优先级份额退出开放期为优先级份额参与开放期的前一个工作日。
新睿 4 号（展期）普通级 (910016)	退出：2015 年 6 月 4 日 参与：2015 年 6 月 3 日	普通级份额参与开放期分为常规参与期和临时参与期。常规参与期为优先级份额退出开放期的前面第二个工作日；临时参与期是在特定情况下，由管理人公告确定的普通级办理参与业务的期间。普通级份额退出开放期为优先级份额退出开放期的前面一个工作日。
东方红增利 2 号 (910018)	2015 年 7 月 27 日 –31 日、8 月 3 日 –5 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。
东方红富国 1 号 (910025)	2015 年 7 月 27 日 –31 日	自集合计划成立日起每满 3 个月开放一次。
东方红增利 3 号 (910027)	退出：2015 年 6 月 25 日 参与：2015 年 6 月 25 日 –26 日、29–30 日、7 月 1 日 –2 日	本集合计划成立满 3 个月 after 定期开放，每个开放期为 6 个工作日，具体开放时间为集合计划成立满 3 个月 after 每年 6 月的倒数第 4 个工作日至当年 7 月的第 2 个工作日。
大集合（FOF 型）		
东方红基金宝 (916001)	每个交易日开放	每个交易日开放

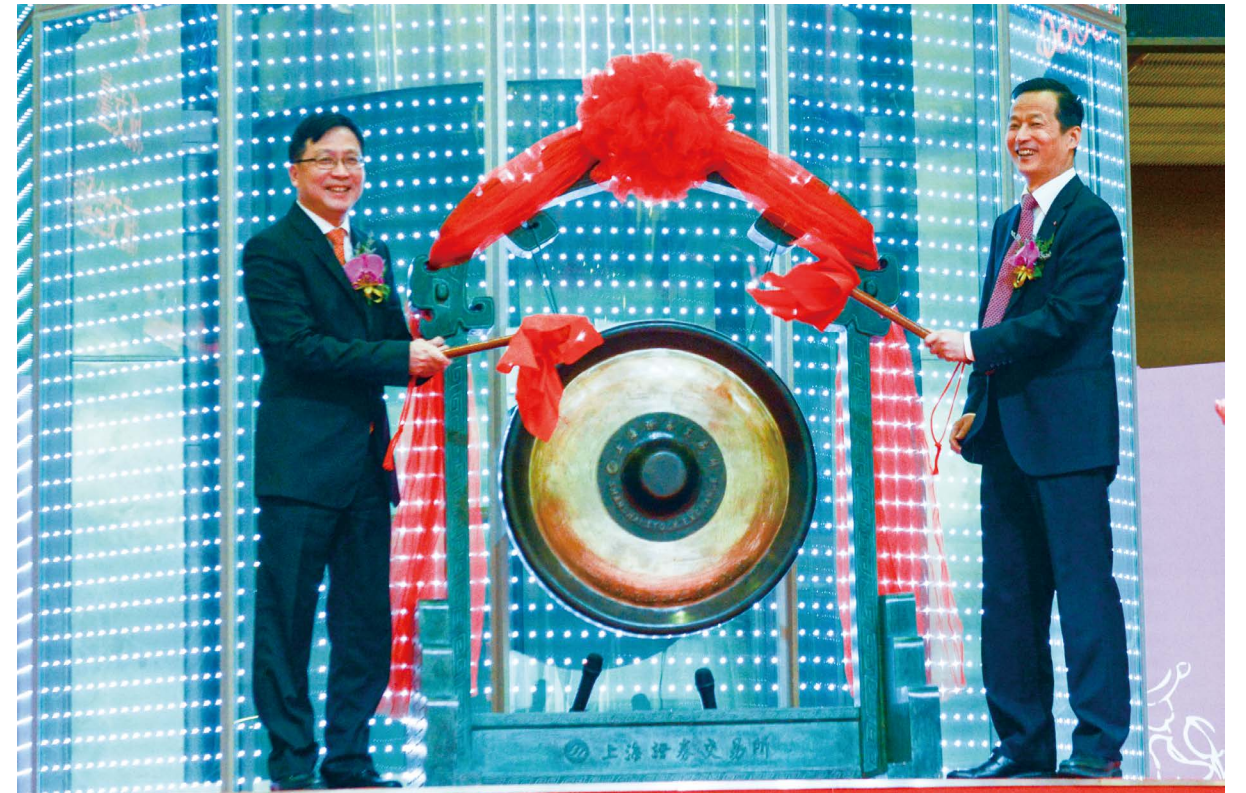
产品	2015 年 5 月 –8 月开放期	开放期规则
小集合（偏股型）		
东方红 – 先锋 1 号 (918002)	2015 年 5 月 4 日、6 月 1 日、7 月 1 日、8 月 3 日	每个自然月的首个工作日
东方红 – 先锋 2 号（展期）(918003)	2015 年 5 月 4–5 日、6 月 1–2 日、7 月 1–2 日、8 月 3–4 日	每个自然月的前两个工作日
东方红 – 先锋 3 号（展期）(918004)	2015 年 5 月 4 日、6 月 1 日、7 月 1 日、8 月 3 日	每个自然月的首个工作日
东方红 – 先锋 4 号 (918006)	2015 年 5 月 4 日、6 月 1 日、7 月 1 日、8 月 3 日	每个自然月的首个工作日
东方红 – 先锋 5 号 (918007)	2015 年 5 月 4 日、6 月 1 日、7 月 1 日、8 月 3 日	每个自然月的首个工作日
东方红 – 先锋 6 号 (918008)	2015 年 5 月 4 日、6 月 1 日、7 月 1 日、8 月 3 日	每个自然月的首个工作日
东方红 – 先锋 6 号 II 期 (918010)	2015 年 5 月 4 日、6 月 1 日、7 月 1 日、8 月 3 日	每个自然月的首个工作日
东方红 – 先锋 7 号 (918011)	2015 年 5 月 4 日、6 月 1 日、7 月 1 日、8 月 3 日	每个自然月的首个工作日
东方红明睿 1 号 (918025)	2015 年 5 月 15 日、18–21 日、8 月 17–21 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（仅赎回）	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 A(918018)	退出：2015 年 5 月 14 日 参与：2015 年 5 月 14–15 日、18–21 日	常规开放期每满 120 天开放一个工作日，参与开放期为常规开放期结束后，接下来的五个工作日。
东方红增利 1 号 B(918028)	参与：2015 年 5 月 7–8 日、11–13 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。
东证资管 – 东固 1 号 (S18819)	退出：2015 年 5 月 25–26 日 参与：2015 年 5 月 27–29 日	本集合计划成立后满 6 个月的对应日（非工作日顺延）及此后的四个工作日，每个开放期的前两个工作日，委托人可以申请办理退出，但不能办理参与；后三个工作日委托人可以申请办理参与，但不能办理退出。
东方红添利 2 号 (918032)	每个交易日开放	每个交易日开放
东证资管 – 环球 1 号 (S45075)	退出：2015 年 5 月 5 日，2015 年 8 月 4 日 参与：2015 年 5 月 5–8 日、11–12 日，2015 年 8 月 4–7 日、10–11 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
小集合（量化型）		
东方红 – 量化 1 号 (918012)	每个交易日开放（仅赎回）	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

※ 具体开放期以公司官网公告为准

中国梦 东方梦 东方证券成功发行上市



东方证券自成立以来，努力拼搏、锐意进取，特别是抓住近年来证券行业创新发展的机遇，已经发展成为一家总资产超过1000亿元，在全国设有97个分支机构，下辖6家控股子公司、2家参股公司的证券金融控股集团。



2015年3月23日上午9时30分，随着上海证券交易所的上市锣声响起，东方证券上市之路终于画上了圆满的句号。

2012年4月，东方证券进入初审名单；2015年1月28日过会；3月11日，东方证券网上发行，网上冻结资金4325亿，网下冻结资金5065亿元，合计近万亿元，创单只新股冻结量的5年新高，成为最新“冻资王”；3月23日，东方证券尽管募资总额高达逾百亿元，并创下三年半来最大IPO纪录，上市当日即遭“秒停”，首日涨幅定格于43.97%；截至4月20日，东方证券股票市值近1700亿元。

成功上市 圆梦东方

3月23日，东方证券股份有限公司（以下简称东方证券）在上海证券交易所举行首次公开发行A股上市仪式。上海市金融工委书记孔庆伟，中国证监会前主席周道炯，上海证券交易所副总经理谢玮，上海市金融办主任郑杨，黄浦区区长汤志平，东

方证券董事长潘鑫军、总裁金文忠等领导出席上市仪式。

上海市金融工委书记孔庆伟和东方证券董事长潘鑫军共同鸣锣开市。东方证券董事长潘鑫军和上海证券交易所副总经理谢玮互换上市纪念品。东方证券总裁金文忠和上海证券交易所副总经理谢玮签订《上市协议书》，现场嘉宾开启红酒祝贺上市成功，全体来宾观看开盘走势。

上海市金融办主任郑杨在致辞中表示：作为总部设在上海的金融企业，东方证券已成为一家扎根上海、服务全国、迈向境外，具有较强市场竞争力、行业影响力的证券控股集团，成为中国证券业和上海金融业一支充满生机、蓬勃发展的力量。东方证券成功发行上市，既是公司17年来积极进取的浓缩体现，也是公司未来创新发展的强劲动力。希望东方证券以公司上市作为新的起点，继续加大公司创新转型的发展力度，努力提升公司的核心竞争力，早日实现打造一流现代投资银行的发展目标。

东方证券董事长潘鑫军在致辞中表示：东方证券自成立以来，努力拼搏、锐意进取，特别是抓住近年来证券行业创新发展的机遇，已经发展成为一家总资产超过 1000 亿元，在全国设有 97 个分支机构，下辖 6 家控股子公司、2 家参股公司的证券金融控股集团，感谢各级政府主管部门与监管机构，股东与客户及社会各界的支持。东方证券此次成功登陆 A 股市场，将是公司今后发展的一个崭新起点。东方证券将继续秉持“团结、进取、务实、高效”的企业精神，坚持服务实体经济发展，坚持服务社会财富管理，坚持守住合规与风险管理底线，创建“具有一流核心竞争力，为客户提供综合金融服务的现代投资银行”，以优异的业绩回报投资者、回馈社会，为我国资本市场发展和上海国际金融中心建设作出新的更大的贡献！

光大证券投行总监徐丽峰在致辞中表示：东方证券紧紧抓住中国资本市场发展和上海国际金融中心建设的历史性机遇，已成功发展成为一家客户信赖、股东满意、监管部门认可的优秀的证券金融控股集团。东方证券上市后将借助资本市场的广阔平台，进一步提高公司的品牌和竞争力，实现自身跨越式发展，为投资者带来持续稳定的回报。

重视股东权益 加强投资者交流

上市仪式结束后，“我是股东－东方证券与投资者见面会”成功举行。本次活动是上海证券交易所“我是股东”——中小投资者走进上市公司活动 2015 年的第一站，东方证券成为今年“我是股东”的首家公司。20 余名投资者亲眼见证了东方证券登陆资本市场的重要时刻，并与公司高管进行了面对面的交流。

东方证券自成立以来，一直积极致力于资本市场证券业务的开拓与创新，经营能力逐年提高，资产质量保持优良，行业地位大幅上升，总资产从 2011 年末的 400 亿元增加到 2014 年末的 1075 亿元，收入水平和盈利能力快速增长，综合实力已经接近券商第一梯队，在 2014 年证券公司分类评价中被评为 A 类 AA 级证券公司。

近年来公司经营管理发生了翻天覆地的变化，主要体现在以下三个方面：1、基本摆脱了靠天吃饭的盈利模式，收入来源多元化格局初步形成；2、作为一家金融机构，服务实体经济发展、服务社会财富管理的能力，得到了有效提升；3、全面风险管理理念由外在要求，变成了公司内生性发展的必然要求。相信伴随着中国资本市场全面深化改革的推进和证券行业的快速发展，东方证券将面临着新的、更大的发展机遇。

上海证券交易所有关负责人出席活动并在致辞时表示，“我是股东”活动在过去两年中走访了 38 家已上市公司。新上市公

司与投资者见面会有助于新上市企业树立积极主动、和谐稳定的投资者关系管理意识，了解股东尤其是中小股东的诉求、切实维护投资者的合法权益。

东方证券总裁金文忠在致辞中表示，上市第一天即与投资者面对面座谈，体现了东方证券对股东权益的重视。公司真诚希望通过交流互动，让投资者更加全面、深入地认识和了解东方证券，进一步认识公司的投资价值；公司充分听取大家的宝贵意见和建议，共同助力东方发展。

东方证券总裁金文忠，副总裁、董事会秘书杨玉成，财务总监张建辉与投资者就公司战略发展、经营管理、财务状况、业务规划等各个层面进行了充分的交流和沟通，加深了相互了解。活动期间投资者提出了中肯而有价值的建议和意见，公司表示将充分重视并努力完善自身，肩负起作为一家公众上市公司的重大使命和责任。

上交所选择东方证券作为“我是股东”——新上市公司与投资者见面会的首家公司具有特殊意义。东方证券是近五年来上海市市属金融企业 A 股 IPO 第一单，也是上海市第一家直接发行上市的证券公司。经过十多年的努力和发展，公司已经构建起集中统一管理下的风险可控的业务体系，逐步形成了鲜明的经营特色，具备了较强的竞争优势，综合实力已经接近行业第一梯队。

聚力前行 创领未来

资料显示，东方证券净资产、总资产、营业收入及净利润近几年在行业排名分别为：2012 年分别为 12、12、19、15 位，2013 年分别为 11、11、18、13 位。2014 年排名数据尚未公布，预计将会进一步上升。

结合宏观经济形势及公司自身条件和要求，东方证券拟定了业务发展的战略目标和战略方针。公司将以本次首次公开发行股票并上市为契机，以“创建具有国内一流核心竞争力、为客户提供综合金融服务的现代投资银行”为战略发展目标，坚持为客户提供一流金融服务，为员工提供一流发展平台，为股东提供一流投资价值；公司将坚持规范发展，走出一条市场化的发展道路，塑造“东方证券”品牌和文化，使公司真正成为具有一流核心竞争力的现代投资银行。

东方证券重视企业文化建设，注重营造和谐向上的工作氛围，2006 年，公司被评为“全国先进基层党组织”；2009 年和 2011 年连续获评“卓越雇主——中国最适宜的公司”；2011 年，公司荣获“全国模范劳动关系和谐企业”称号，是上海 16 家



获奖企业中唯一一家金融机构。

近年来，东方证券主要经营指标（如净资本规模和盈利能力、资产管理业务规模及净收入等）已经进入行业前五名。公司下一阶段发展的具体目标，将在坚持合规经营、持续发展的前提下，加大发展资产管理、资本中介等业务发展力度，加快创新业务发展，力争使公司综合实力进入行业前十名。

创新业务开展关乎公司行业竞争地位。东方证券持续坚持创新发展理念，努力增强创新动力，完善创新体制，加大创新投入，不断争取先行先试，积极主动地开展业务创新、产品创新和技术创新等，使创新业务成长为公司新的利润增长点。

东方证券近年来的创新业务已取得显著成效，如：旗下东证期货开发的“东证致胜机构宝”获得 2011 年度证券期货业科学

技术奖励三等奖；获评沪深证券交易所“2013 年业务创新优秀会员”称号；“东证资管——阿里巴巴专项资产管理计划”和“添富快线”获 2013 年度上海市金融创新成果二等奖；自主研发的“策略回溯分析平台”获第四届证券期货科学技术奖优胜奖等。创新业务对公司整体业绩的贡献也逐步显现，创新业务收入占比呈上升趋势。

东方证券此次成功登陆 A 股市场，将是公司今后发展的一个崭新起点。东方证券将以上市为契机，继续秉持“团结、进取、务实、高效”的企业精神，抓住机遇，锐意进取，持续推进创新、转型、发展，不断完善现代投资银行应具备的基础功能、业务体系和管理体系，努力实现公司综合实力进入行业前十强，打造“具有国内一流核心竞争力，为客户提供综合金融服务的现代投资银行”，以优异的业绩回报投资者、回馈社会。

首只上市券商基金出炉 东方红睿丰 登陆深交所

券商系基金品类正不断丰富。3月6日，东方证券资产管理有限公司旗下东方红睿丰混合基金挂牌仪式在深圳证券交易所隆重举行，该基金也成为首只上市券商基金。

深圳证券交易所总经理助理李辉在出席挂牌仪式时表示，新《基金法》实施后，东方证券资产管理有限公司是第一家取得公募牌照的证券公司，这是大资管时代进程中具有标志性意义的事件，有利于券商资管展示其核心竞争能力和推动基金行业在竞争中发展壮大。东方红睿丰混合基金是深交所第一只券商系公募基金，随着它的上市，将进一步丰富深交所基金市场的产品种类，为市场提供更加多样化的选择。

东方证券资产管理有限公司旗下东方红睿丰混合基金挂牌仪式在深圳证券交易所隆重举行，该基金也成为首只上市券商基金。

资料显示，东方红睿丰混合基金成立于2014年9月，将在三年封闭期满转换为上市开放式基金（LOF）。分析人士指出，该基金封闭期间不能申购赎回基金份额，随着成功挂牌上市，投资人可通过深交所转让基金份额，满足了三年封闭期内的流动性需求。与此同时，该基金管理人可以有利于产品利用封闭期优势，优选受益于经济转型发展的行业个股，同时运用定向增发策略、定向增发破发股票投资策略等折价投资策略，着眼中长期投资机会。

李辉透露，深交所一直高度重视基金市场发展，努力打造高效、便捷和低成本的大类资产交易和配置平台，已初步形成了涵盖LOF、ETF、分级基金和封闭式基金四大类产品，覆盖境内外多个市场较为完整的上市基金产品线，满足多样化财富管理需求的能力进一步提高。目前，深交所上市基金数量已达339只，场内资产规模2250亿元，其中分级基金取得突破性增长，资产规模达1236亿元。

李辉同时表示，未来将继续大力推动基金超市建设，充分发挥资管机构创新发展的主动性和能动性，不断提升服务市场的能



力和水平，争取在分级基金、跨境品种和做大做强核心ETF等方面取得新进展，努力将深交所基金超市建设成为我国财富管理行业重要的基金交易转让平台、销售平台和创新平台。

出席挂牌仪式的东方证券资产管理有限公司董事长王国斌表示，资产管理行业的本源是“受人之托，代人理财”，客户的托付是期望更是信任，满足客户的需求和让客户满意，是行业发展的根本所在，能够服务更多更广泛的投资人一直是团队梦想之一。作为管理人将继续勤勉尽责，努力为更多客户实现财富保值增值，共同见证金融之美。

公开资料显示，东方证券资产管理有限公司是业内首家券商系资产管理公司，也是业内首家获得公募基金管理业务资格的证券公司，近年来在巩固券商集合、定向、资产证券化业务基础上还积极拓展公募基金业务，继2014年1月推出首只券商基金东方红新动力混合基金后，截至目前已相继推出了东方红产业升级、东方红睿丰、东方红睿阳、东方红睿元等券商系基金。分析人士指出，券商基金是由证券公司发行并担任管理人的基金产品，诞生自新基金法实施后，为投资人提供了多样化的选择。



中国股市：等待双轮驱动的未来

（根据东方红资产管理董事长王国斌先生 2015 年 2 月 7 日于西安投资策略会演讲整理）

大家下午好！没想到有这么多朋友在这里，这样的场景大概在2005年——2007年时曾感受过。作为证券公司和资产管理机构，在过去几年尤其是过去5、6年，经受了—一个比较漫长的下行通道，前几天有朋友说我们是“胸大无脑”——“胸”怀很大，市场再怎么跌都活下来，“无脑”是“脑残粉”越来越少，不符合互联网时代潮流。今天这么多朋友在场，说明我们的西安的粉丝也很多，很热烈！现在言归正题，今天我想讲讲对整个股市的看法，或者怎么来理解这个市场，不一定对，供大家参考。

该如何看待股市

整个市场要怎么来看？我想市场中所有的参与者一定是想追求回报。那么，股市的回报来源于哪里？其实很简单，回报来自于两方面：一是来自于上市公司的盈利部分，表现为上市公司的股息、红利等，长期来看这一因素带来的回报是可靠的，可持续性的；二是来自于低买高卖的投机部分，表现为市场估值的波动，长期看这一因素是钟摆式、临时性的，是零和游戏，对绝大多数人是不可持续性的。

那么我们中国股市是什么状况呢？我相信大家投资股市都各有各的“道”，其实只要在合法的前提下，赚钱就是好的方法，不存在哪个方法适合，一些人倡导价值投资，一些人听消息买卖股票，一些人技术分析买卖股票，只要可重复都不错，不要为自己到底采用哪种方法投资感到困惑。我举个很简单的例子，东方证券IPO审核通过的那天，申能股份涨停了，申能集团是我们的大股东，但申能股份却不持有我们的股份，所以对单个投资人来说，到底是出于怎样一个分析实际上很难说清楚。市场上还有很多人在纠结到底是买卖股票，还是买卖公司，或者说根本没搞清自己是买股票还是买公司，其实这里有很大的区别。对于我们来说，现在管理的资产规模越来越大，到了几百个亿，在这种情况下，一定是从买卖公司的角度考虑。我们还经常听大家讲国外投资者怎样理性，其实未必如此，人性并没啥不一样。好像美国的市场整个成交量的70%来自量化投资，20-30%来自趋势投资，5-10%来自于像巴菲特这样的价值投资者，所谓的价值投资这一比例并不是特别高，这个比例很奇怪，碰巧和零和游戏的市场最终只有10%的比例最终盈利吻合。但美国市场是一个比较完善的市场，储蓄、债券、股票、大宗商品等整个资本市场比较完善，目前我国各个市场在某个意义上说还是比较割裂的，这是两国市场的区别。但从投资理念和人性等方面上看，两国市场并没有太大的区别，关于价值投资我们甚至可能比美国人还要重视，虽然很多时候是思想上重视，行动上可能并不重视。所以就股市而言因何投资，买卖的理由五花八门。

资本市场怎么样来判断未来？就我的认知来说，未来是不可预测的，一定要问我未来是什么样子的，指数会涨到多少点，我一般不会回答。如果未来能预测的话，我觉得只有两种方法，一是“瞎猫撞到死耗子”，摸彩票堵正反碰运气。另一种办法是从历史中寻找某些可重复的方式和模式。如果你想很好地预测未来，也许唯一的方式就是研究有哪些方式可重复的，如果历史是不可重复的，那未来是—没有一个事件是可以外推预测的。去看看历史，那些是重复的，才能看到趋势，比如说人性，从极度的恐慌，然后到希望，到乐观，到贪婪，再到极度的贪婪，然后是恐慌，这是一个循环往复的周期，它从来没有变过，在市场上，最强烈的心理是贪婪和恐惧，一旦进入牛市，贪婪的大潮便汹涌而至，它开始瘙痒每个人的头脑，进而把牛市不断推向高峰，



这是可以用来推测的。所以，如果大家对资本市场未来要有推测的话，千万不要去相信有人能告诉你未来是如何的，如果可预测一定是过去的某个模式某个方式在未来的市场可能出现。这个是我思维的一个背景。

但是我们一定要对未来有预测，我们得活在未来而不是过去，那么预测未来我认为可以有两个办法：一个研究历史，从过去历史发展中寻找出哪些模式是可以重复的；一个横向比较，别的国家或者别的发达国家有没有这样类似的现象，这是一个我对未来进行思考的方式。

就股市而言，我的经验告诉我，千万不要期望，这个市场是以理性的方式开始、理性的方式结束。任何股票市场，没有—一个会以理性的方式开始，也一定不会以理性的方式结束，世界上还找不到这样一个市场是以理性的方式结束的，所以不要去指望。未来如果想在市场长期生存下去，一定要进行理性的思考，投资的成功其实最重要取决于你思维的质量。

最近市场有调整，很多人有一些疑虑：为什么去年经济情况不是特别好，股指涨了这么多？未来的市场是不是还能涨？这是大家疑虑的两个方面，这疑虑的两个方面用怎样的方式来理解，也是我经常思考的。

实际上，从计价上来看，股票价格与经济增长、流动性和风险偏好密切相关，具体来说，“P（股票价格）=EPS（企业盈利）×PE（估值倍数）”，这是真理，因为它是个恒等式。

如果我们指望这个市场是个牛市，那么牛市意味着价格要持续涨，价格要持续涨就意味着EPS、PE相乘的结果要持续涨。相乘的结果要涨很简单，如果EPS不动，那么PE一定要向上；如果PE不动的话，EPS一定要向上；或者两者都向上。EPS向上是很艰苦的，PE向上容易很多，很多公司改名字，背后动机

就是希望PE向上，我们说的市梦率、市胆率就是指PE疯狂。

去年股市EPS大幅度波动，大家很清楚，EPS取决于整个宏观经济因素，去年经济处于一个持续的探底过程，今年能不能反弹是一个未知数，这也是今年很多人对股市信心疑虑的原因之一，担心经济能不能反弹、能不能走出低谷，也就是EPS能不能上升，因为大家对PE能不能持续上升心里没底。既然去年企业盈利并没有很大的增长，那么整个股市的增长来自于哪里？整个股市的增长来自于估值倍数PE的上升，当然这其中包括部分企业盈利上升，以及部分企业通过重组收购兼并等短暂的财务游戏，非企业内在增长的方式让EPS保持上升。那么去年估值倍数为什么会上升？我们从图上可以看到，对估值倍数PE产生的影响的因素是企业盈利、流动性和风险偏好。虽然去年企业盈利上升不多，但由于政府为促增长通过各种政策向市场注入各种各样的钱，流动性在放松，由于实体经济缺少投资机会，使得释放出来的钱不愿意进入实体经济，只能去选择资本市场，由于资本市场或整个投资市场没有更多的选择机会，所以钱逐步地流入股市。随着流动性在上升，市场在上涨，正向循环开始，贪婪使得风险偏好也在不断上升，所以P可以不断上升。往前看，一个很重要的问题，正如我前面说的，股市来自于投机部分的收益也就是PE上升，一定表现出临时性、不可持续性，这也就是从去年开始到现在股市一直在调整的原因。

如果我们希望这个市场要有可持续性上涨，那就必须等待企业基本面盈利的部分持续向上。我相信任何价格的变化，如果没有建立在基本面的基础上，那一定是不可持续的，你赚的钱一定是别人赔给你的，当结束的时候，一定不可能皆大欢喜。从这个角度讲，大家买股票，一定要注意它是不是背后有基本面变化的支持。股市其实挺有意思，公司的增长幅度多少很多时候不重要，很多时候更重要的是变好了还是变坏了，变好了就能使PE上升，骗取大家推高价格。



“反腐败”从经济意义上来看，实际上是用非常高压的手段来捆住政府“看得见的手”，让市场这只看不见的手来发挥资源配置的决定性作用，最终建立一个统一开放、竞争有序的市场体系。



历史总有相似

我们现在往前看，看未来会怎么样？我们可以参照几个历史现象。我想举两个案例，一个案例是纵向中国股市，另外一个案例是横向看看其他国家股市的例子。

中国的例子。中国市场历史上其实是有几波很有意思的走势。一个是1996年到2001年的一波牛市，当时经济背景其实是整个经济的一个调整期，很多人可能还记得1996年国债发行利率差不多到14%，然后利率不断往下调，不断降息。经济不断增长叠加流动性的不断释放，所以呈现了一个比较长期的牛市。第二波牛市是2005年至2007年，流动性大量释放，中国经济经过2003年至2005年的调整，在2005年至2007年时出现了快速增长，所以那波牛市其实是前面说的“双轮行动”，盈利在上升，估值也在上升，这是一个大牛市。其他时期，如果流动性少、经济增长快，市场以震荡为主，比如2003、2004年；如果流动性少、经济增长慢，市场表现为熊市。这是中国股市的历史。

	经济增长快	经济增长慢
流动性多	大牛市（06-07年）	牛市（96-01年，09年）
流动性少	震荡（03-04年）	熊市（08年）

我们再看看美国。美国的案例其实非常有意思。第一个，我经常说，中国2005年至2007年的市场实际上和美国上世纪60年代的市场完全一样，虽然那个年代比我们的时间周期长很多，但所有投资的表现方式、基金经理的表现方式、企业家的表现方式等真的如出一辙，如果大家有兴趣去看看那个年代的一些书的话，会发现两个市场没有什么区别，不因为他们是美国人我们是中国人就存在不同，完全一样。第二个类似的是，美国市场1964年至1981年这段时期的整个波动实际上与我国市场2008年至2012年、2013年非常类似。第三个类似，只是一个类推，就是美国市场1982年开始至2000年的这段时期，经历了一个长达18年、长期的上升的市场，这个市场有没有可能跟我们接下来的5到10年的市场类似，这是我想拿出来类比的。

巴菲特在1999年写过一篇文章，回顾了当时美国过去34年的股市行情，他将这34年分成前后两个17年：第一个17年，1964年到1981年，美国道琼斯工业指数从874点上涨到875点，仅仅上涨1个点；第二个17年，1981年到1998年，道琼斯工业指数从875点上涨到9181点，涨幅超过10倍。这两段时期，美国经济增长并无显著不同，经济总量各自都增长了约17倍。

那么，为什么会有这么大的差异，为什么会在1981年发生这样一个转折？一方面是利率。美国1981年初的利率是16%。大家都知道，我国2012年，无风险收益率实际上已经超过了10%，大量信托都以12%以上的利率发行，到现在为止，我们的信托基本上还在这个水平，只不过从去年开始问题开始显现出来，谁都不敢再投这么高利率的信托，实际上利率是完全一致。另一方面是政府采取的措施。里根政府刚上台时，美国经济面临滞胀的难题，当时采取的政策主要推动者是里根总统（1981-1989年任职）以及当时的美联储主席沃尔克（1979-1987年任职），主要采取了三项大刀阔斧的措施，一是紧缩的货币政策，收紧银根，用控制货币供应量的目标代替了利率目标，以此抑制通货膨胀；二是推动放松经济管制的改革，包括减税，从而在很

大程度上提高了美国经济的活力；三是推进了积极的财政政策，以军备竞赛为主要形式，极大地提高了美国的政府开支，刺激了美国的国内经济。这三项措施的推出让美国经济比较快地走出了滞胀的困境，并为其后20多年的持久繁荣奠定了基础。

大家可以看到，近几年中国的经济和股市表现其实与美国1981年前的十来年非常像。美国在70年代经历了石油危机，凯恩斯主义指导下的经济刺激政策已无力解决美国的经济滞胀问题。中国经济与此类似，经过2008、2009年的4万亿财政政策和10万亿天量货币的刺激，经济短期恢复了金融危机前的高增长，但随后则进入了“类滞胀”的状态——经济低迷、通货膨胀、资产泡沫、产能过剩、债务累积等问题交织在一起。中国自新一届中央领导就任以来，宏观政策与里根总统当时采取的“供给学派”政策也有非常类似之处，例如紧缩货币、定向宽松、放松管制、积极财政。而“反腐败”从经济意义上来看，实际上是用非常高压的手段来捆住政府“看得见的手”，让市场这只看不见的手来发挥资源配置的决定性作用，最终建立一个统一开放、竞争有序的市场体系。



我们的 EPS 能不能上升在一定程度上取决于资本边际产出，按增长理论来理解，就是资本的投入、人力资本的投入，以及科技的进步，效率的提升。



刚才说的是道琼斯工业指数，现在再换成标准普尔 500 指数的例子。美国市场 1982 年 8 月 12 日牛市开始的起点是 103 点，到 2000 年 3 月 24 日牛市结束时是 1527 点，累积价格增长率为 1397 个百分点，包括再投资股利内的总收益率为 2033 个百分点。美国的公募基金，1982 年美国整个公募基金规模是 2970 亿美元，到了 2000 年，美国整个公募基金规模达到 68000 亿美元，增长倍数比股指增长倍数多得多。从基金规模的角度来说，可以看见美国整个资本市场的发展要比刚才说的指数的增长多得多，因为股指 17 年间增长差不多是 14 倍，整个公募基金的增长差不多是 30 多倍。美国 20 世纪 100 年间股市的平均回报率约是 10%，其中 5% 左右的回报来自于盈利的增长，4.5% 左右来自于股利分红，只有 0.5% 左右是来自于估值倍数的上升。这也就是说 9.5% 来自于企业盈利因素，只有 0.5% 来自于估值倍数的上升。但是，1982 年至 2000 年美国股市每年的平均回报是 18%，这就意味着，每年有 8% 的增长来自于估值倍数的提升，几乎一半是由市场投机行为促发的。也就是这期间美国资本市场的增长不完全由基本面增长决定。在投机最为盛行的时候，普通科技股的平均市盈率达到了 130 多倍，这个过程中美国中产阶级也曾经为此神魂颠倒、头脑发热，不仅是我们中国人曾经有过这样的行为，实际上人性都是相同的。

“双轮驱动”行情可期

我们看中国未来资本市场一定要看得远一点，我们的 EPS 有没有可能上升，我们的 PE 估值倍数有没有可能上升？如果对未来要有一个预测，对整体的市场有一个预测的话，一定要从这两个角度进行预测。宏观面，我就不多说了，因为其实跟美国 1982 年很类似。我们的 EPS 能不能上升，按增长理论来理解，在一定程度上取决于资本的投入、人力资本的投入，以及科技的进步，效率的提升。

资本边际产出状况如何？我国目前投资带来的增长其实是不断下降的，为什么政府现在也很头疼，原因在于，十年前投入 10 元钱带来的增长，与现在 10 元钱投入带来的增长，效果不一样；4 万亿带来的增长，跟现在再投 4 万亿带来的增长，完全不一样，资本边际产出在下降。其次，人口红利，实际上我们人口红利已经在消退了。所以如果要指望整个市场 EPS 上升，别无选择，只有一点，就效率的提升。如果大家观察宏观经济，告诉大家一个非常简单的公式：收入 = 人均工资 * 劳动时间 * 就业率 * 人口，收入增长取决于你的人均工资，就业人口的劳动时间，就业率，人口的增长，人均工资在某个意义上来说代表国家的生产效率。

现在，我们的劳动人口的增速在下降，我们每个人的劳动时间在下降，我们的就业率其实是总理时时刻刻在想的事，我们千方百计要保持就业率，人口增速也在下降。如果所有经济因素都在下降，那我们的收入怎么上升，别无选择，只有靠效率的提升，效率的提升实际上是很难的，所以现在如果我们还在指望 7%、8% 的增长，这个简单的公式就告诉我们，几乎不可能。不要去听很多经济学家，公式里三个因子其中两个因子都下降了，你指望一个因子上升，而且这个上升的因子还非常难。

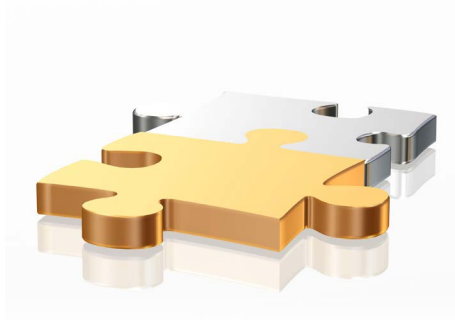
但是，我对未来还是有一定的信心的，原因在哪里？第一方面，我经常说的，包括去年一直在说的，中国的科技创新在起着实质性的进步。我们的企业真的开始投入科研，真的开始真正地重视知识产权。今年年初，我去参加拉斯维加斯的消费电子展，腾讯科技和全球兴业基金公司组织的活动让我去讲讲。我当时就讲了两点：第一点，我为什么要来看消费电子展？两个原因。一个原因，我说在一个恰当的时机快速地转变或颠覆你原先的一些想法，是投资者必备的素质。没有这样的素质做投资是不行的，大家可以体会下，在消费电子展上，可以看到真的是层出不穷的、我以前没有见过的产品、应用，真的能够颠覆我原先很多的想法，这就是我去那里的原因之一。第二个原因，科技一定要成为企业发展的内生变量。大家知道在绝大部分中国企业发展历程中，科技其实只是它的外生变量而已，因为我们靠模仿、靠山寨、靠低成本、靠低环保、靠低人权，但是所有这些在未来经济转型过程中都会消失，企业发展必须靠科技的进步，科技将成为企业发展的内生变量。在这种情况下，我们中国的企业是不是在做这件事，当你去拉斯维加斯电子消费展时，其实你应该对中国企业有信心，你可以看到中国企业一年比一年更多地去参与、去学习、去模仿、去观察。所以我认为科技进步在某个意义上说已经开始成为很多中国企业的内生变量，我们股市里很多这样的公司，大家应该有所体会。这是一个。第二点，我在美国时，刚好国务院下发了《国家知识产权

发展战略纲要》，说 2013 年中国申请的专利数已经比美国超出了 20 万个，这些专利的质量怎样我不加评论，但至少表明我们很多企业已经很重视知识产权，这正是效率提升的一个方面。

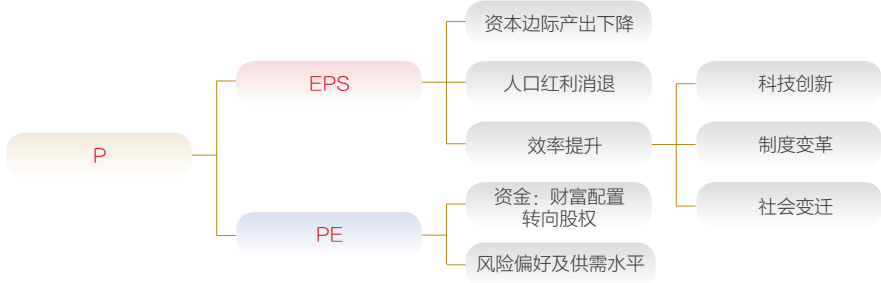
第二个方面我经常说到，我们看效率要看三个因子：一是科技创新，二是制度变革，三是社会变迁。

科技创新的周期现在越来越短，在企业中影响的周期其实也就 3 到 5 年，产品的更新换代很快，大家看 Iphone，短短几年从 Iphone3 到 Iphone4、Iphone5 再到 Iphone6，它的周期短，3 到 5 年一定会有产品的迭代创新出来。制度变革需要的周期稍长，如果观察整个历史就会发现，至少需要 5 到 10 年。其实目前的新政，正在大幅度降低社会的交易成本，这也是在大幅提高效率的。





大量商业模式的成功是和我们的基数密切相关。比如我们的互联网，为什么中国当前情况下互联网创新越来越多？因为中国有别的国家所没有的优势，有大量的上网人口，在这样的情况下，我们很多商业模式有了最好的基础。再比如，很多区域性公司只要占据一个区域的市场，就是一家不小的公司，这样就容易产生很多不同的商业模式。其次我们中国人的创业心和进取心始终都在。我印象非常深的是，阿里上市以后那一周，据说有上千个风投蜂拥到杭州，他们的目的就是准备投资于从阿里准备出来创业的人，因为很多人才终于有了财务自由了。德国人100年前劳动时间是每周70小时，现在每周30小时，就是在一百年间他的劳动时间下降了这么多。我觉得中国到现在为止，大部分人的劳动时间实际上是没有下降多少的。而且目前政府采取的措施实际上是有利或者是鼓励中国人去创业的。总体而言，如果要对未来市场进行判断的话，牛市就必须有赖于整个经济的持续增长，EPS和PE同时上升。如果EPS没有持续增长的话，那么我前面说的“双轮驱动”是不可能出现的，而经济一旦出现企业盈利往上升，很容易出现一个由盈利增长和估值增长双轮驱动所带来的市场，这样的市场它上升的幅度会很可观，正如我前面说的，没有理性的开始，也没有理性的结束，双轮驱动一定超越理性的想象。最后祝大家好运，谢谢大家！



我认为科技创新、制度变更、社会变迁这三个因素实际上是同时在开始作用，从整个社会资源的资金配置来说，我们老百姓已经没有太多的资金配置的选择，股市跟债市只能是最好的选择。



社会变迁需要非常长的时间，至少需要15到20年的时间。但是在中国，社会变迁在某个意义上来说会快很多，为什么说社会变迁在中国会快很多呢？我自己的思考，投资的72法则可以用来分析社会变迁，72法则就是一个增长率保持增长多少时间翻倍，近似等于72除以增长率。如果你的投资回报是每年15%，持续5年你就可以翻倍；如果是每年12%，持续6年就可以翻倍；像我们资产管理这么多年来平均回报率在25%多一些，那就是3年翻倍。这意味着什么呢？我们可以拉长点时间来看，抛开最近200年的历史发展，200年以前的一千多年，甚至两千多年以前，整个历史实际上它的经济增长率差不多是零，即在工业革命产生之前经济增长差不多是零，所以过去一千多年里整个社会几乎没有产生什么大的变迁，没有什么大的代际变化。在这个意义上，经济学完全不一样，经济学假定人与人之间没有区别，代际间只有叙事上的区别，实际上，经济基础决定上层建筑，经济的增长对人的心理影响很大，人与人之间是有区别的，130年前德国人至少工作70小时每周，今天只有30小时每周，富裕之后人们的追求变了，可能更加追求休闲。我们这些人跟我们的孩子之间就完全不一样，有区别，造成这种区别的影响因素是经济，所以过去两千多年的时间是没有什么区别的，但从工业革命以来就发生了极大的变化，现在转回去看完

全不一样。美国经济现在增长率是3%，那它整个翻倍需要25年的时间，25年的时间意味着什么？它的整个社会变迁，心理的变迁、文化的变迁等在25年就会发生改变。经济只要翻倍，你就可以假设心理文化环境发生了一个变迁。在某个意义上来说，欧洲经济现在保持2%的增长，那么它整个社会的变迁需要30年。中国经济增长为10%，那意味着中国10年收入就翻倍。原来我们经济增长14%左右，意味着5年经济就翻倍，所以我们会感觉到，相差五岁就可能有一个代际的变化。现在经济增长到了7%、8%，其实相差十岁就是一代，就是一个变迁。所以从这个意义上说，我们要非常重视80后、90后，实际上现在整个经济是70后、80后在引领整个社会，他们已经脱离了改革开放初期我们的低端或低素质劳动力模式，需求端也会发生很大变化。很快就是80后、90后在引领整个社会，因为我们的经济增长让社会变迁加快。现在很多企业，很多做消费品的行业，如果没有抓住80后、90后，就没有成长，从基本面上来说就没有潜力。

为什么说我们对中国市场的EPS有所期待？而且应该有所期待。我认为科技创新、制度变更、社会变迁这三个因素实际上是同时在开始作用，会不断地提升我们的社会效率，进而提升EPS。



投资的三重境界

访东方红资产管理董事总经理杨达治

《一代宗师》给出了武术哲学式的三段论：见自己、见天地、见众生。投资亦是如此。资本市场是个万花筒，折射出这个五光十色的世界。投资人对世界、自己以及人性的理解最后都凝聚成一个个买卖指令，而市场在中长期也会对投资人的理性判断给予正反馈。在杨达治看来，投资是观察世界和了解自己的极佳窗口。

杨达治，北京大学硕士，现任东方证券资产管理有限公司董事总经理、研究部总监兼基金投资部总监、资深投资经理。杨达治 2002 年硕士毕业后加入东方证券担任研究员，2006 年起担任投资经理，先后管理晋龙 1 号、海洋之星 1 号等私募类以及东方红 2 号等集合类产品，Wind 统计显示，东方红 2 号存续期复权收益率为 209.97%。2014 年起杨达治担任首只券商基金



东方红新动力混合基金经理，Wind 统计显示，东方红新动力混合基金截至 3 月 23 日复权收益率为 64.56%。记者初步计算，期间年复合收益率超过 25%。

作为在投资道路上驰骋多年的老兵，杨达治已形成了自己的一套“打法”。在选股上他强调大局观，从社会趋势演进中以幸运的行业、能干的公司和合理的估值为选股坐标，在操作上他始终坚持知行合一，不为短期市场的非理性所干扰，坚持自己的投资逻辑。

选股的“大局观”

在杨达治看来，资本市场恰如一面镜子，很大程度上是企业和社会发展轨迹的浓缩，是政治、经济、人文等各个领域的综合反映。并且，在实体经济领域需要多年才能显现的变化，在资本市场上很可能提前几个月甚至几年就得以反映。这对投资人提出的要求是，要从更高维度上体察社会的运行态势，前瞻性地把握社会发展大趋势。

落实到行业和个股的选择上，杨达治强调，要从社会和行业演进的“大图景”中攫取潜藏的投资机会。包括他在内的东方红资产管理团队一直以来延续的股票研究价值观是：幸运的行业、能干的公司和合理的估值。

所谓幸运的行业，首先即是符合经济发展大势的行业。杨达治表示，从美国经济发展和股市表现可以看到，铁路、汽车、军工、

信息产业、网络科技、生物医药都相继成为某一时期的主导行业，这是美国幸运行业的投资脉络。回到国内，中国经济发展增速下台阶、转变增长模式已成为必然，这时候应当围绕消费升级和经济结构转型来寻找幸运行业。

其次，从产业自身发展阶段及竞争格局这一层面看，杨达治的理解是，幸运的行业来自于那些行业增速处于高速发展阶段，或者竞争格局已经稳定、行业龙头议价能力和盈利能力逐步回升的行业中。“在一个未来能够成就大企业的大市场里，早期随着产品创新、商业模式的创新，一些企业的增长速度会非常快，会出现一些投资机会；中期随着竞争加剧，企业更重视抢占市场份额，而盈利能力相对下滑，这是行业演进最为残酷的阶段；到了第三个阶段，随着集中度提高，竞争逐步放缓，企业盈利能力逐步回升，这个阶段也会出现一些非常好的投资机会。”依循这个逻辑，在过去的投资历程中，他在伊利股份、格力电器等个股上均斩获颇丰。

对于能干的公司，他则有如下标准：一是商业模式稳定，二是公司治理好，三是高管执行力强。因此，较为偏好一些民营的、有股权激励的公司，以及团队具备前瞻性以及高执行力的公司。

“人对世界的认识是没有穷尽的。”杨达治表示，世界在不停的变化中，投资人在市场面前永远只是个小学生，要始终怀揣认识世界的热情，不能固步自封，要乐于接受挑战，不断学习和感悟新的东西。不断更新自己的能力圈才能在投资上与时俱进。



投资除了认识上的前瞻性和大局观，同样需要信心和耐心，这是一个自我修炼的过程。



悟道投资修炼场

“投资除了认识上的前瞻性和大局观，同样需要信心和耐心，这是一个自我修炼的过程。”经过多年投资历练、见证了几轮牛熊市轮替后，担任公司研究部总监的杨达治深有感悟，成为一名合格的职业投资者是一个异常艰辛的过程，前期的重心在于观察和理解社会，而之后心态的磨练也十分重要，坚守价值、抗拒贪婪与恐惧是再简单不过的道理，但能在潮涨潮落中坚持践行自己的投资哲学并不容易。

他总结道，投资的三个阶段在于，第一阶段是进入投资领域的前四五年，这一时期主要工作是熟悉市场环境，熟悉上市公司，熟悉竞争对手。到了第二阶段，要开始尝试建立和形成自己的买卖体系：仓位如何控制，何时买入股票，如何止损，盈利时又该选择何种时机卖出等等。第三阶段则重在投资心态的磨练，市场先生像一枚钟摆，总游离于过热和过冷之间，在理性位置停留的时间总是很短。投资者能做的是把握好自己，让自己既置身于市场中，又能远离市场的纷扰。

在他看来，中国传统文化里的很多理念与投资是相通的，一个高位位的基金经理擅长从中华传统哲学中汲取智慧。比如说，解决了选股问题之后，更重要的是持股问题，“知行合一”显得尤为重要。

这从他管理的业内首只券商基金东方红新动力 2014 年操作轨迹中可以窥见一二。在该产品成立之初，市场延续了分化行情，中小板、创业板股票表现火热，而低估值的一二线蓝筹却遭到

抛弃，一路下跌。但经过仔细分析和冷静思考，杨达治认为，这种因为情绪惯性和部分基金调仓而导致的行情不可持续，均值回复是大概率事件。

在一贯秉持的“长期超额收益”投资理念指引下，他决定在建仓期采取“控制仓位、精选个股、事件驱动”的投资策略，精选了部分看好的一二线蓝筹建仓。期间受到蓝筹杀跌的影响，基金净值也受到一定影响，但他选择了坚持。到 2014 年 3 月底，他认为风格转换的信号越来越明显，在此判断上继续加仓部分蓝筹，在 7 月初把仓位提升到 90% 以上并一直维持这个水平。2014 年四季度，市场风格发生了转变，大市值股票成功逆袭，完美兑现了杨达治此前的判断。

掘金“中国优势”

东方红系列券商基金整体业绩不俗。Wind 数据显示，截至 3 月 23 日，3 只成立半年以上的产品——东方红产业升级、东方红新动力和东方红睿丰成立以来累计净值涨幅分别达到 66.30%、63.50% 和 37.60%。值得一提的是，东方红产业升级和东方红新动力最近半年的业绩回报均闯入 253 只同类偏股型基金的前 20%。

记者获悉，东方红中国优势混合基金将于 3 月 30 日至 4 月 14 日发行，该基金将由杨达治担任基金经理。公告显示，该基金投资于中国优势相关的证券不低于非现金基金资产的 80%。

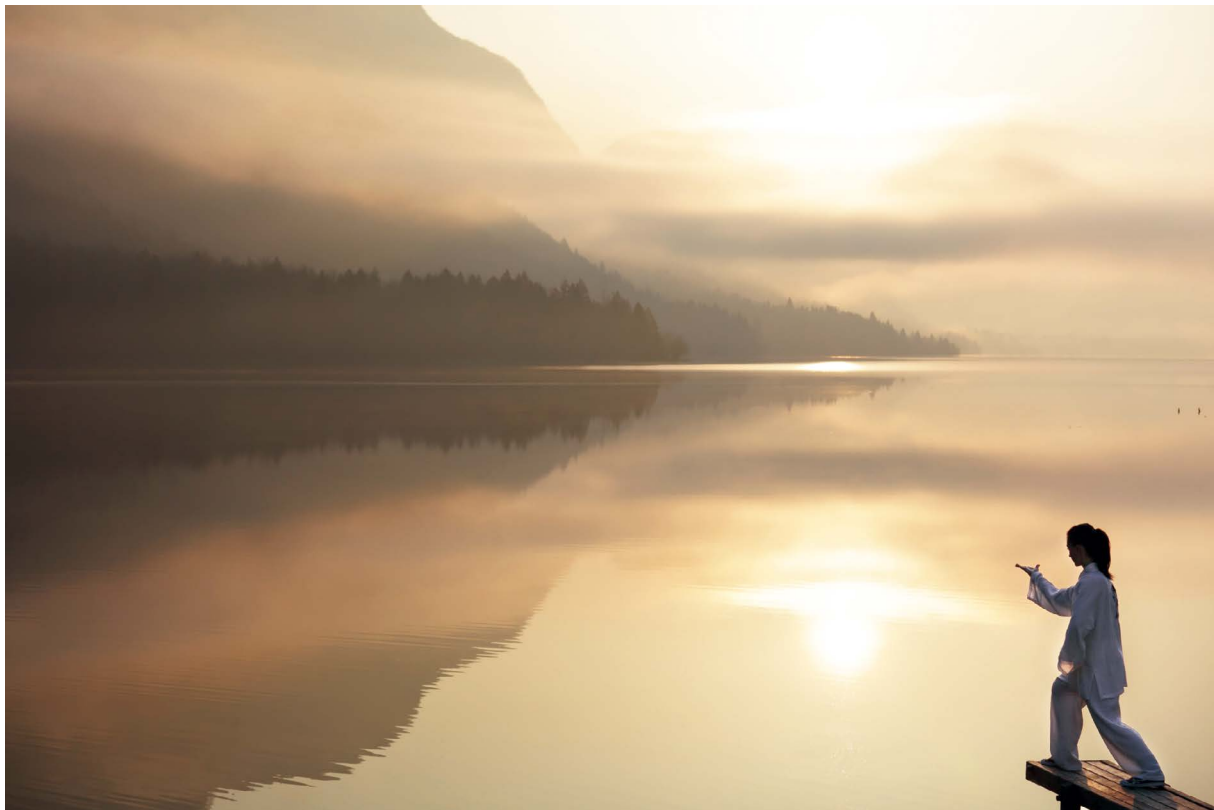
观察杨达治管理的基金，从东方红新动力，到东方红产业升级，

再到 3 月 30 日起发行的东方红中国优势，不难看出其中一脉相承之处。杨达治直言，在目前中国经济转型发展大背景下，需要顺应大趋势，投资于幸运行业中的优势个股，将有望分享到转型期经济增长的成果。

杨达治进一步分析，目前阶段中国在多个方面具有优势：一是庞大的人口基数带来庞大的消费市场；二是改革开放之后，义务教育的普及以及高等教育人口占比的提升带来了巨大的人口素质红利；三是中国经济高速发展 30 余年后，国内完善的基础设施、齐全的制造业产业集群以及熟练的技术工奠定了全球范围内领先的工业制造实力，为产品走出国门提供了有力保障；四是经济的高速发展以及亚洲人高储蓄的习惯导致国内资本积

累相对充裕，金融市场改革的加快和资本项目的逐渐对外开放会进一步加强这种比较优势。

“我们看好互联网、国企改革、消费升级、制造实力提升等领域蕴含的投资机会。”杨达治说。他表示，具体而言，将重点关注以下几方面的投资机会，一是互联网深度渗透后，传统产业转型、嫁接新商业模式的机会；二是国有企业深化改革使得资产盈利能力提升带来的投资机会；三是各种消费市场中孕育的巨大投资机会，尤其是人均收入提升后消费升级带来的各种投资机会；四是我国承接全球产业转移和制造实力提升带来的投资机会。



2015 年二季度投资展望

掘金价值洼地 精选优势个股

文 / 东方红资产管理投资经理兼策略师 刚登峰



主要内容

A 股市场 2015 年一季度依然火爆，创业板一枝独秀，以 58% 的涨幅大幅领先，主板市场大部分指数都录得一定涨幅，其中，上证指数 16% 的涨幅、深成指 19.5% 的涨幅在主流指数里也属于领先的行列。

从牛市的逻辑演绎来看，经济与 CPI 水平维持了去年全年的趋势，经济稳步寻底，传统经济活力不足，但结构转型如火如荼，互联网对各个行业的渗透与融

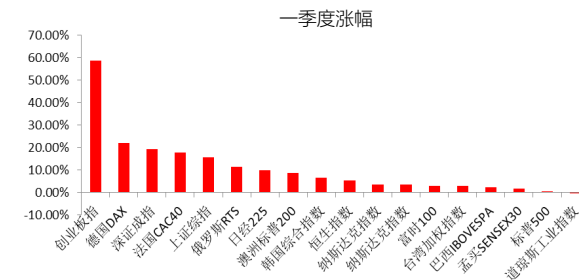
合开始大规模的出现，传统行业开始拥抱移动互联网带来的变化。物价水平依然处于下降通道，经济存在通缩的风险，历史上看这种经济背景下货币宽松往往能维持很长一段时间。

从战略上看，以创业板为代表的成长股的巨大涨幅，有其深刻的社会转型背景，相信一轮牛市中涨幅最大的股票应该会在这些股票当中产生。但从战术上看，鉴于一季度这批股票出现了巨大的涨幅，我们会审慎对待这类股票的投资，力争

在整体估值偏高的情况下选择一些符合我们选股标准的标的。对于大金融的投资，经历了去年四季度的大幅上涨后，我们会精选发展空间最为巨大，受政策导向最为明确，受益于牛市的标的。在更为广阔的制造业与消费品、公用事业等行业中，依然有很多具有行业很强竞争力的公司，甚至其中部分具有国际竞争力。在估值与成长性的匹配度方面，反而有更多符合我们选择个股的标准，我们会在这些相对的估值洼地中寻找标的。

一季度行情回顾

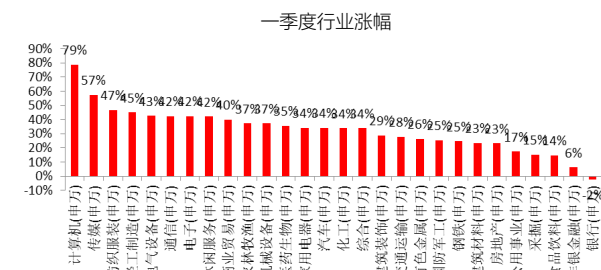
A 股市场 2015 年一季度大部分指数都录得一定涨幅，创业板一枝独秀，以 58% 的涨幅大幅领先，上证指数 16% 的涨幅、深成指 19.5% 的涨幅在主流的指数里也属于领先的行列。主要国家的股市表现中，欧洲好于日本好于美国。



上证指数进入 2015 年后盘整了一段时间后开始上涨，而创业板在年初即开始高歌猛进，并且上涨势头维持了整整一个季度。



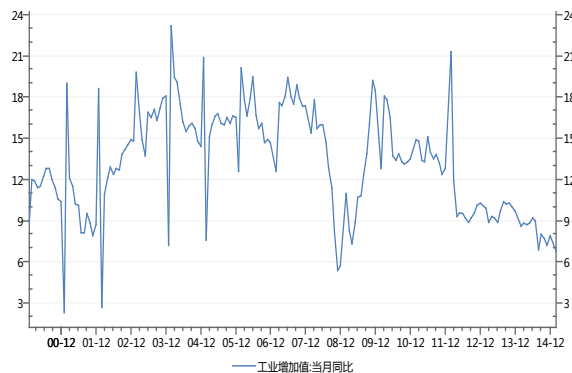
从板块来看，2015 年一季度 TMT 再次大放异彩，计算机大涨 79%，传媒大涨 57%，纺织服装上涨 47%，轻工上涨 45%。大金融表现欠佳，在经历去年四季度的大幅上涨后，金融、地产进入整固阶段。



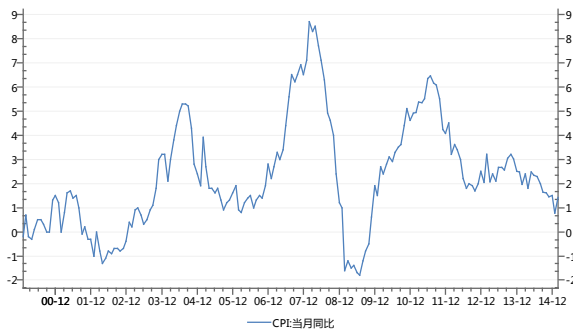
二季度 投资环境

经济与 CPI 水平维持了去年全年的趋势，经济稳步寻底，传统经济活力不足，但结构转型如火如荼，互联网对各个行业的渗透与融合开始大规模的出现，传统行业开始拥抱移动互联网带来的变化。

物价水平依然处于下降通道，经济存在通缩的风险，历史上看这种经济背景下货币宽松往往能维持很长一段时间。

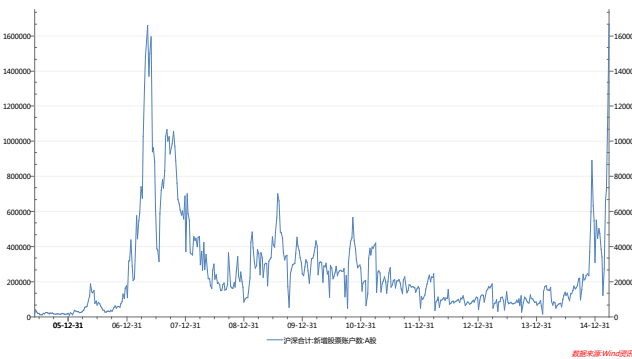


数据来源 Wind资讯

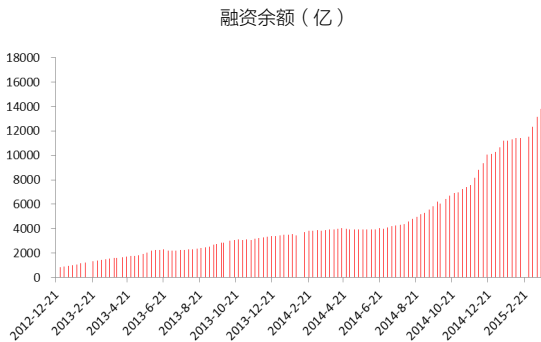


数据来源 Wind资讯

两市最新的每周新开户人数创 2007 年以来新高，而且这一数字从 2014 年下半年开始摆脱多年以来的下行趋势。从新基金发行情况来看，2007 年以后的大型基金再度出现。各种证据显示资金开始跑步入场。



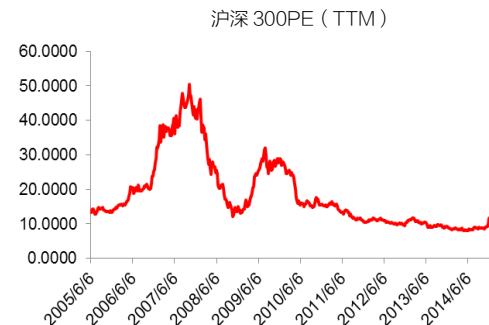
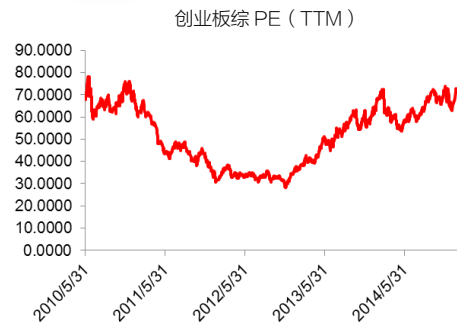
数据来源 Wind资讯



场内资金来看，融资融券业务为场内投资者提供了杠杆投资的工具。融资余额在 2014 年下半年开始迅速攀升，基本上以每月 1000 亿的水平流入股市，2014 年 12 月增加 2000 亿左右，2015 年 3 月增加 3500 亿。

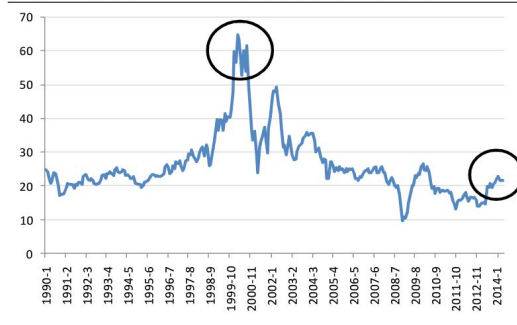
二季度 投资策略

创业板指从 2013 年就进入牛市，从最低的 575 点上涨到目前的 2341 点，估值也从 28 倍上升到目前的 83 倍。沪深 300 的涨幅主要从 2014 年 7 月开始，目前的估值水平在 13.5 倍左右。

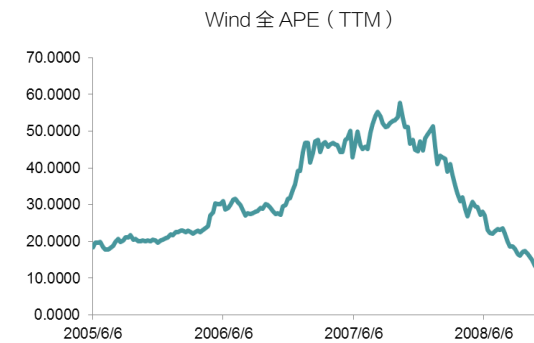


创业板的估值可以与 2000 年美国纳斯达克指数最高峰时期、2007 年 A 股大牛市顶峰时期的估值相媲美。另外，纳斯达克指数的 PE 估值剔除了负值，实际上的整体 PE 还要更高一些。2005-2008 年 PE 采用全 A 指数的估值。沪深 300 代表的所谓旧经济蓝筹的估值虽然有所恢复，但还没有回到了历史的均值水平。

图表：纳指 PE 1990-2014（整体法，剔除负值）



数据来源：Datastream，兴业证券研究所



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。

从战略上看，以创业板为代表的成长股的巨大涨幅，有其深刻的社会转型背景，相信一轮牛市中涨幅最大的股票应该会在这些股票当中产生。但从战术上看，鉴于一季度这批股票出现了巨大的涨幅，我们会审慎对待这类股票的投资，力争在整体估值偏高的情况下选择一些符合我们选股标准的标的。

对于大金融的投资，经历了去年四季度的大幅上涨后，我们会精选发展空间最为巨大，受政策导向最为明确，受益于牛市的标的。在更为广阔的制造业与消费品公用事业等行业中，依然有很多具有行业很强的竞争力的公司，甚至其中部分具有了国际竞争力。在估值与成长性的匹配度方面，反而有更多符合我们选择个股的标准，我们会在这些相对的估值洼地中寻找标的。



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

年初以来市场继续大幅上涨，一季度上证指数涨幅 16%，沪深 300 上涨 15%，而创业板上涨更达到 59%，市场风格再次从去年底的大盘蓝筹股切换到以互联网为代表的新兴产业上来。

经济转型、流动性充裕和改革红利是本轮牛市的三大支撑，而经济基本面继续下滑，上市公司业绩短期来看仍没有明显上升势头，股市的上涨主要源自估值水平出现系统性提升。目前来看这三大牛市的驱动力仍然存在。上证指数已经接近 4000 点，创业板指数也从底部上涨了接近 3 倍。市场的结构性高估和低估同时并存，我们仍然对市场看法乐观，积极寻找投资机会。





JIANG HE ZE

姜荷泽 先生

一季度以来，宏观经济及企业基本面仍然呈现放缓的格局，中国经济仍处于转型升级的过程中。在转型升级的推动下，计算机、互联网+等行业主题表现强劲，反映了市场对于改革的预期。而在实体经济增长趋缓、利率下行的背景下，以地产资金为代表的场外资金的持续流入，对整体市场的流动性给予了充分的保证。

一季度来看，本产品的配置主要偏向于两个层面：一是行业龙头的低估值蓝筹企业，竞争力强、后续估值提升的空间大；二是转型升级的行业及企业，如新能源、互联网等。

后续来看，虽然市场自14年中以来经历了大幅上涨，我们对后市仍然较为乐观。一方面是在流动性宽松、利率市场化的背景下，居民大类资产配置切换向权益类市场的趋势将继续保持；另一方面，中国企业在转型升级的趋势中，必将会出现具备全球竞争力的企业，推动市场的持续发展。

组合配置上，在整体市场估值，尤其是创业板估值较高的情况下，后续看好低估值蓝筹的上涨潜力。在新兴产业方面，将进行自下而上的精选个股，选择能够长期胜出的企业，分享其成长。

杨达治 先生

2015年一季度沪深300指数上涨1464%，创业板大涨5866%。本产品坚定不移地贯彻了“价值为盾，成长为矛，均衡配置，精选个股”的2015年度策略，3月以来取得了不错的效果。

一季度以TMT为代表的创业板出现了大幅的上涨，去年四季度蓝筹大幅上涨，创业板反而出现了比较明显的调整，这类股票在去年四季度大幅跑输，今年表现相对优异。在牛市环境中各类风格的股票呈现轮涨的格局，这是比较正常的现象。

我们目前的组合考虑到短期风险收益的匹配情况，配置相对比较均衡。对于短期涨幅较大的股票将不会增加配置。目前阶段重点考虑两类机会的挖掘：一是考虑增加金融地产等大金融板块与部分具有行业竞争力甚至国际竞争力的二线蓝筹的配置；二是重点关注次新股的投资机会。

我们仍将追随社会发展的大趋势而选择优秀的公司，在合理的价格介入，期望给投资者带来绝对回报。



ZHANG FENG

张锋 先生

今年以来市场延续了牛市格局，本季度上证指数上涨接近16%，而以创业板为代表的新兴产业类指数涨幅更达到惊人的59%。两市成交量持续放大，资金跑步入场。

本轮牛市在经济基本面不断下滑的背景下产生，主要原因还在于利率下降和流动性驱动，导致估值水平提升。在目前的指数水平上，大盘蓝筹股的估值整体偏低。新兴产业股票的估值和市值都处于历史较高水平，但由于存在经济转型的理由支撑，我们将继续寻找投资机会。

王丹 先生

一季度，债券市场冲高回落，现券收益率回到了14年年底的水平。收益率曲线变陡。信用债券风险事件较去年大幅增多，信用利差有增扩趋势。股市经历了2个半月的震荡整理之后形成了有效突破。经济数据疲弱，表面上看政策不断放松，行政性刺激措施频频出台。

股市债市的此消彼长似乎在说增量流动性并不多。这个现象可以通过理财收益率的上行得到验证。钱去哪了？最近人民币的强势和外贸顺差的减少能给我们提供比较好的解释。一直以来我们始终认为人民币汇率是人民币同海外进行资金交换的阀门。如果人民币强势的原因是一种有意的维持，那么表面上宽松的货币政策是靠不住的，境内流动性一定会收紧。在这样的大环境下，强势股票对债券市场资金的吸纳会显著推升收益率水平。尽管宏观经济走坏，但长端利率仍虚高。

强劲的股票市场能够改变国内经济主体的资产负债结构，改善的资产负债结构能够进一步促进信贷和投资，反过来促进经济复苏。如果这个过程不被打乱，货币会创造出来，从而使得流动性充裕，但利空长端利率。当下，这个过程仍然比较脆弱，中国股市大部分反映经济基本面，具有系统重要性的企业股票估值仍然较低，股市对宏观经济的正反馈还没有开始生效。为了维持上述过程，货币政策对市场的呵护是必要的。观察到最近货币市场的真实利率水平终于逐步向下，股市的正反馈过程还没到结束的时候。因此我们仍然看好具有系统重要性的企业股票，中长期利率债在组合中的意义仍然存在，但需要更认真的把握。信用利差整体上仍然不具有吸引力，但个别品种有了投资价值。关注有益于正反馈循环的信用主体投资机会。



WANG DAN



LIN PENG

林 鹏 先生

一季度以互联网为代表的创业板出现了大幅的上涨，而去年四季度对指数贡献巨大的蓝筹出现了比较明显的调整。我们认为，牛市中各板块出现此起彼伏的轮动是正常现象，在这样的盈利效应之下，得以吸引各路资金大量流入股市。从各行业的估值看，大多数的行业板块都从牛市初期的低估转变为合理估值水平甚至是显著高估，因此，以估值修复为显著特点的牛市初期显然已经结束，未来行情走向何方的核心因素应当是能否有持续不断的资金流入。好在当前经济增幅仍处低位，房地产市场也没有明显的起色，因此国内资金流向仍是以股市作为首选。尽管上证指数已经自底部上涨超过100%，我们依然谨慎看好后市的走势。

虽然仅仅半年多的时间，中国股市就从全球股市的估值洼地一跃而起，但我们依然相信通过加大对优秀公司的投资力度是大概率盈利之道。即使是在目前已经普遍高估的上市群体中，一部分优秀的国内龙头企业仍然拥有良好的经营成长性以及合理的股票价格，值得我们花更多的时间去研究以及长期持有。未来的世界必然是互联网的天下，我们并不认为过去做得优秀的企业一定会在互联网浪潮之下掉队，相反，由于拥有优秀且进取的管理层以及大量优质人才，我们看好这些企业利用互联网提升国际竞争力，去获取更大的市场空间。值得警惕的倒是相当一批数量的伪互联网股票，虽然喊出了豪情万丈的转型口号，但这个群体中的大多数公司只是把互联网作为炒作的题材，这与2000年的互联网泡沫并无二致，击鼓传花的游戏正在如火如荼的进行着，但鼓点停下时面对又会是什么呢？

朱伯胜 先生

2015年一季度，延续了增量资金继续入市的格局。在2014年四季度市场盈利效应的刺激下，尽管一季度前期市场受到了监管层的打压，但各类群体纷纷入市的步伐仍在继续，尤其以创业板和中小板为代表的个股机会比较突出。

今年一季度，以创业板为代表的小股票爆炒，短期收益率惊人，尽管盈利效应惊人，但我们认为这其中也蕴含了相当的泡沫和风险。展望未来的市场，鉴于宏观数据指标比如铁路、公路货运量、发电量等进一步趋弱，货币政策进一步宽松，降息降准等仍是可以预期的，可能对资本市场中的诸多行业和个股仍将带来投资机会。站在目前的时点，从大陆居民目前可配置的诸多大类资产相对预期收益率比较来看，存款、余额宝、信托、银行理财、房地产、外汇投资等的收益率进一步下降或吸引力大不如前，相对而言，居民配置股票等权益类资产的需求和空间都还很大，从而也将带来层出不穷的投资机会。



XU XI JIA

徐习佳 先生

2015年一季度风格再次转向，继续分化严重，但与去年年底大盘指数火爆上涨，中盘小盘指数出现不同程度下跌的局面不同，出现了2009年以来未见之状况，即大小盘同时上涨，但中小盘继续维持相对大盘指数的强势并将之发挥到极端。宽基指数中，上证50指数先抑后扬，在春节后出现单边上扬，涨幅达到6.70%，突破2009年高点；沪深300指数全季上涨14.64%，也已突破2009年以来的最高点；中小板指数和创业板指数则分别结束去年年底调整后录得46.60%和58.67%的上涨，几乎一路上涨，期间没有超过4%的调整。所有指数对应成交量均接近或创出历史新高，反映新资金流入和融资盘加入的局面。

展望2015年二季度，考虑到四月中旬上证50和中证500股指期货的推出和指数的相对高位，市场波动可能加大。一方面经济数据不佳，另一方面政府对房地产政策的调整，资金面的进一步宽松和更加明显的放松信号，使得市场预期进入混沌状态。但考虑到增量资金的不断涌入和沪港通的正式实施、深港通的超预期可能和ETF期权的拓展，均可能进一步改变市场活跃度，增加大类资产配置对于股票的需求，我们对大盘指数的中期趋势不悲观。但在一季度中小盘市场的巨幅上涨和年报行情的告一段落，成长股和价值股的相对强弱可能有所改变，我们从稳健投资的角度看将进一步维持均衡配置，并深挖业绩能够兑现的市场稀缺品种，力争获取超额收益，减小净值上升过程中的回撤。

高 义 先生

一季度以来，市场在流动性、改革预期及转型升级推动下继续上涨，尤其是与计算机、传媒、电子等相关的成长类行业和个股涨幅较大，而去年底表现强劲的金融、地产等板块则横盘整理等待再度突破。

展望后市，尽管市场经历了大幅上涨，但我们对后市仍较乐观。回顾过去国内外股票市场历史可以发现，在推动股价上涨的几大因素中，流动性和风险偏好对市场影响较大。当前经济较为疲弱，流动性仍将在较长时间保持宽松态势；而利率市场化背景下，居民大类资产配置切换以及市场持续的赚钱效应，将继续推升投资者的风险偏好。

投资策略上，我们仍将保持组合的灵活性，继续持有部分优秀开基、折价封基和成长类个股，通过阶段性参与场内基金产品来把握投资机会。组合配置上，在保持组合灵活性的前提下，我们将继续遵从折价套利思路，适度均衡配置定增类个股、可转债、折价封基和其他优秀个股，并适时利用杠杆工具以增强投资收益。



REITs 试点业务中的投资者保护机制初探

文 / 东方红资产管理拟任副总经理 周代希

摘要：交易所市场开展房地产投资基金试点是贯彻落实国务院一系列政策要求的重要举措。在试点业务准备中，需要结合当前我国资本市场“新兴+转轨”阶段的投资者结构与行为特征，吸收借鉴海外市场的经验教训，明确基础法律关系，深入研究运作与交易环节特殊性可能引发的风险，在保护投资者合法权益方面作出有针对性的制度安排。

按信托原理，REITs 基金合同当事人为信托关系当事人；REITs 份额持有人是信托关系中的委托人，在自益信托条件下，也是受益人；REITs 管理人、托管人是信托关系中的受托人；REITs 财产为信托财产。

REITs 的主要特点在于集合投资者资金投资于成熟物业组合，由专业机构进行经营管理，并将大部分租金收益以分红方式分配给投资者。REITs 的定价机制以稳定分红为基石、以租金预期为核心，有助于推动房地产形成理性价格，也为投资者提供一种风险较低，收益稳定的新投资品种。从境外市场实践来看，标准化的 REITs 产品主要是通过公开发行的方式在交易所市场上市交易，允许普通公众投资者参与认购和交易。从有效发挥 REITs 产品功能的角度来看，也需要多元化的投资者群体，尤其是普通公众的参与，才能形成充分的流动性和有效的定价机制，并使公众投资者分享房地产行业增长的收益。

2008 年 12 月 3 日，国务院常务会议研究确定金融促进经济发展政策措施（即“金融国九条”），国务院办公厅随后发布《关于当前金融促进经济发展的若干意见》（国办发〔2008〕126 号，即“金融三十条”）与《关于促进房地产市场健康发展的若干意见》（国办发〔2008〕131 号，即“国六条”），先后明确提出“发展房地产投资信托基金试点”，“拓宽直接融资渠道”，从政策角度对我国发展房地产投资信托基金（REITs）提出了原则性要求。

在 REITs 试点业务的酝酿准备中需要关注的是，我国资本市场目前仍处于“新兴+转轨”的特定阶段，投资者结构还不尽合理，仍属于中小投资者为主体的“散户”市场。在交易行为方面，表现为大量中小投资者经验不足，投机性倾向较为明显。基于当前投资者结构与行为的上述特点，在我国推出允许公众投资者参与的公募型 REITs 产品，需要明确 REITs 基础法律关系，深入研究 REITs 在运作与交易等环节特殊性，在保护投资者合法权益方面作出有针对性的制度安排。

明确 REITs 信托法律关系，奠定投资者权益保护的制度基础

REITs 集合投资者的资金投资于成熟物业组合。对投资者利益的保护首先涉及到如何确保 REITs 资产的独立性，如何督促管理人勤勉尽责地管理 REITs 资产。从这个角度来讲，REITs 产品选择何种法律形式确保 REITs 资产独立性构成了投资者权益保护的制度基础。

境外市场的实践：契约型与公司型模式

从境外市场的实践来看，各国家和地区根据各自不同的法律体系、立法背景与税收制度等分别选择采用不同的法律形式，大致可区分为契约型（信托型）与公司型两类。契约型 REITs 基于信托关系构建形成契约型基金，不组成法律实体，不具有法人资格，当事人之间的权利义务通过信托契约（或基金合同）约定，份额持有人通过持有人大会行使权利。公司型 REITs 则通过发行股份的方式募集资金成立投资公司，具有法人资格，股份持有人既是公司型 REITs 的投资者，又是公司股东，依照法律和公司章程的规定享受权利，承担义务，股东大会是公司型 REITs 的最高权力机构。

引入信托法律关系，强化投资者合法权益保护

在我国现行法律体系下，公司法律制度与信托法律制度对于投资者保护均较为有力。但鉴于现阶段采用公司型模式开展公募 REITs 业务面临较多难题，近期实施可行性较低，在此主要针对基于信托法律关系的契约型模式进行探讨。

信托制度赋予受托人受托管理的资产以信托财产的独立地位，并要求受托人为受益人的最大利益处理信托事务，管理信托财产。目前，我国契约型基金的实践与立法主要在证券投资基金领域。《证券投资基金法》的一个重要特点与意义即在于“明确了基金份额持有人与基金管理人和基金托管人之间的信托法律关系，突出了基金财产的独立性，强化了对基金份额持有人合法权益的保护”。

在构建 REITs 法律制度时，可充分吸收借鉴证券投资基金的成熟经验，将法律关系明确界定为信托关系。按信托原理，REITs 基金合同当事人为信托关系当事人；REITs 份额持有人是信托关系中的委托人，在自益信托条件下，也是受益人；REITs 管理人、托管人是信托关系中的受托人；REITs 财产为信托财产。依据信托法律关系，确定 REITs 资产为信托财产，就可以确定几项原则。一是可明确 REITs 财产的构成。除通过公开发售 REITs 份额募集的 REITs 财产外，管理人、托管人因 REITs 财产的管理、运用或者其他情形而取得财产和收益，也应当归入 REITs 财产，包括运用 REITs 财产购入的房地产、卖出房地产资产获得的收益、通过房地产资产租赁获得的租金收入，以及房地产资产灭失获得的补偿金等。二是确立 REITs 财产的独立地位。REITs 财产与投资者未设立信托的其他财产相区别，且不属于管理人和托管人的固有财产。三是隔离相关主体的破产风险。管理人、托管人因依法解散、被依法撤销或者被依法宣告破产等原因进行清算的，REITs 财产不属于其清算财产，管理人和托管人的债权人不得对 REITs 财产主张权利。

对于 REITs 这样一种需要专业化房地产管理经验与金融行业经验的业务来说，维护投资者权益的关键在于能否通过制度安排督促管理人充分发挥其专业管理能力，制定合理的发展战略，提升租金回报率水平，为投资者利益最大化服务。赋予管理人、托管人以信托法上的受托人职责，一方面要求受托人遵守 REITs 合同的约定，为投资者的最大利益处理事务；另一方面要求受托人管理 REITs 财产必须恪尽职守，履行诚实、信用、谨慎、有效管理的义务。

防范运作环节风险，有针对性地构建 REITs 监管制度

在投资标的、资产组合及运作管理等方面具有特殊性
与投资于证券的契约型基金相比，REITs 具有投资标的非标准化，资产组合难以高度分散，运作管理涉及领域众多等特殊性。首先，REITs 的投资标的是房地产或持有房地产的项目公司股权，交易、估值与登记保管等制度和流程均较为特殊。在交易环节，房地产或房地产项目公司股权的交易缺乏集中统一的交易市场，市场成交价格较难具有连续性，流动性相对较差。在

估值环节，对资产的评估定价主要依赖于资产评估机构出具评估报告，影响资产价格及租金水平的因素众多，估值方法具有多样性，不同主体采用不同的估值方法可能得出不同的结论。在登记保管环节，房地产资产的登记需要到资产所在地的国土资源和房产管理局进行，资产权属的查询与确认程序较复杂。房地产资产权属证书没有实现证券的电子化集中存管，需要权利人自行保管。

其次，REITs 资产组合中的物业数目和类型一般相对有限，难以达到证券投资基金投资组合那样的高度分散化程度，资产池中每个物业资产的合理估值、合规交易与正常运作都对基金的健康运营关系重大。

第三，REITs 运作管理涉及多个领域，对管理人能力提出更高要求。REITs 管理人必须同时熟悉房地产行业和金融行业，制定投资策略，确定借贷限额，投资于符合 REITs 投资目标的房地产，管理现金流与财务安排，策划租户组合并寻找潜在租户，制订出租策略，执行租赁管理工作，制订并落实有关物业管理、维护及修缮的方案等。

交易估值、登记保管、经营管理环节易引发风险

基于 REITs 的上述特殊性，在运作过程中可能因管理人内部控制机制存在缺陷或 REITs 治理结构不完善而引发一些特有的风险，损害投资者合法权益。

其一，资产交易环节易引发关联交易公平性问题。管理人在基金结构中处于主导地位，且业务领域延伸到 REITs 经营运作的全过程，使得关联交易涉及的环节更为广泛。在内部控制机制不健全，缺乏有效制衡与监管的情况下，管理人具有很强的动力通过关联交易牟取不当利益。在这方面海外市场已出现相关案例。

其二，资产估值环节的特殊性易为违规行为提供操作空间。在 REITs 结构中，资产评估机构一般由基金管理人聘任，在管理人的强势地位影响下，资产评估机构可能根据管理人的需要来出具评估结论，为违规关联交易开绿灯，甚至与管理人合谋欺诈基金份额持有人。

其三，登记保管环节制度缺失增加风险点。房地产产权的变更

登记与质押登记涉及主体众多，程序繁杂，资产所有权的确认面临比证券投资基金更多的风险环节。目前实践中还没有解决将房地产所有权及土地使用权登记到基金名下的问题，基金财产的权利归属与独立性得不到法律的充分保护。一旦实际持有房地产资产的参与主体破产，相关资产可能被计入该主体的破产财产，可能严重损害份额持有人利益。此外，不同于证券的电子化集中存管模式，房地产资产的相关权属证书无法由一个具有广泛公信力的登记存管机构予以存管，在实践中存在管理人或其他机构违规动用房地产相关权属证书损害份额持有人利益的可能。

其四，经营管理环节管理人治理与监管需要重点关注。REITs 管理人在日常经营管理活动中，为最大限度增进自身效用可能做出不利于基金份额持有人的行为，表现为管理人为增加管理费报酬盲目扩张规模引发的风险，以及管理人管理不同 REITs 引发的公平交易风险等。

强化外部监管与健全治理结构并举，防范运作风险保护投资者权益

1、加强关联交易监管

资产交易环节是 REITs 运作中可能出现违规行为损害份额持有人利益的关键环节。在构建 REITs 监管体系过程中，可借鉴上市公司关联交易监管制度，制定 REITs 关联交易行为规范，重点明确 REITs 关联交易范畴及程序与披露要求。一方面，对关联交易及关联人作出界定，规定包括管理人、托管人、聘任的房地产估价机构、物业管理公司、一定比例以上的份额持有人、受同一管理人管理的其他基金以及上述主体的董、监事及高级管理人员等均属于关联人。另一方面，需明确关联交易的程序和披露要求，规定超过基金资产净值一定比例的关联交易需经基金份额持有人大会通过并在规定期限内予以公告，制订公告内容的规范性要求，包括协议主要内容、定价依据、对基金的影响以及与该关联方进行交易的历史记录等。此外，可要求重大关联交易在持有人大会上获得通过才能实施。份额持有人如是该关联交易的关联方或者与该关联交易事项不同于其他份额持有人的特殊利益，则该份额持有人不得参加该关联交易事项的表决。

REITs 资产组合中的物业数目和类型一般相对有限，难以达到证券投资基金投资组合那样的高度分散化程度，资产池中每个物业资产的合理估值、合规交易与正常运作都对基金的健康运营关系重大。

REITs 基础资产的特性加大了因基金管理人操作风险造成基金损失的可能性，对管理人内控制度、治理结构、风险管理水平提出了更高要求。

2、明确估值要求

新加坡、中国香港等市场对于 REITs 估值均作出了详细规定，值得我们借鉴。其一是确保资产评估机构的独立性，对资产评估机构的合伙人、董事高管人员与行为等方面的独立性提出具体要求。其二是列明强制要求估值的业务环节，要求在基金发行上市与终止、资产收购与处置、扩募发行新份额等环节均需要进行资产评估并公开披露估值报告。其三是对资产评估机构的聘任、解聘以及辞聘作出明确规定，以有效约束资产评估机构和管理人的行为，降低合谋与操纵的可能性。

3、落实持有人大会功能

为弥补直接参照现行契约型基金法律架构发展 REITs 形成的份额持有人大会作用虚化、缺乏对管理人有效制衡的治理结构缺陷，可借鉴上市公司股东大会有关制度，强化基金份额持有人大会制度，确保基金份额持有人能够有效参与制定重大决策，以保护基金份额持有人的合法权益。

其一是明确基金份额持有人大会的议事内容。对涉及基金份额持有人利益的重大事项，如聘任与解聘基金管理人、签订管理合同、聘任与解聘重要中介机构（包括专业管理机构、评估机构）、超过基金资产净值 5% 以上的重组事项、变更基金投资策略以及重大关联交易事项，要求必须提交基金份额持有人大会进行表决批准。

其二是充实基金持有人大会职权的规定。赋予持有基金份额 10% 以上的持有人以持有人大会的召集权、提案权，并对持有人大会的召集形式作出原则规定。

其三是落实基金份额持有人大会定期会议制度。在无重大事项发生时，应保证定期召开基金份额持有人大会，对基金的管理

运作情况进行充分披露和说明。

4、健全管理人治理结构

REITs 基础资产的特性加大了因基金管理人操作风险造成基金损失的可能性，对管理人内控制度、治理结构、风险管理水平提出了更高要求。完善 REITs 治理结构的关键在于督促管理人建立合理的内部治理结构并从外部给予有效监管。

首先，需完善管理人股权结构，兼顾资本运作和房地产经营运作经验，允许证券投资基金管理公司、证券公司、具有物业管理经验的房地产公司及资产原始权益人等市场主体通过市场力量形成组织架构模式。

其次，管理人董事会应建立内控制度与风控程序，并参与公司治理与风险管理。

第三，可尝试在董事会中设置独立董事占多数的审计委员会，负责审查资产买卖等商业运作中可能存在的利益冲突，对涉及关联方交易的有关情况进行监督，对外部与内部审计的运作及效果进行审查评估，以确保内控管理的有效性。

关注交易环节风险因素，未雨绸缪做好制度安排

在我国中小投资者为主体的“散户”市场结构中推出 REITs 产品，需要关注投资者结构与行为方面的特征，在 REITs 产品发行上市交易等环节为投资者权益保护提供制度保障。

投资者结构与投资偏好决定需关注交易环节的风险因素

REITs 以运营稳定的房地产资产为基础资产，本身不具备投机炒作的基础。从投资特性来讲，REITs 是兼具固定收益产品和

中小盘股票特征的投资产品。在有效的资本市场结构中，REITs 的这种投资收益特性表现为其投资总收益比高增长公司低，但比债券收益高。

从海外市场投资者持有交易 REITs 份额的情况来看，中小个人投资者参与 REITs 交易可能比机构投资者更为活跃。鉴于 REITs 单只产品规模与中小盘股接近，发行与上市首日的绝对价格一般不高，中小投资者在未充分理解 REITs 产品投资特性的情况下仍可能将其视同为中小盘低价股，盲目跟风炒作。此外，在 REITs 交易环节，在每年估价报告发布前或影响 REITs 份额价格的重大事项披露前，可能存在利用内幕消息进行内幕交易损害投资者权益的情形，在兼并收购、重组退市及后续的资产处置等环节也涉及投资者权益保护问题。

防范交易环节风险需借鉴海外经验与我国股票市场制度设计

保护投资者权益，防范交易环节的潜在风险，可参考海外市场的成熟实践，并借鉴股票交易环节的投资权益保护相关制度设计。

第一，需借鉴股票市场投资者教育的工作经验，使投资者风险承受能力与产品风险特性相匹配。做好 REITs 产品宣传和培训工作，使投资者充分理解 REITs 产品的收益与风险特性，避免盲从跟风炒作带来损失。

第二，应合理制定发行定价机制，关注上市初期价格波动等风险因素。海外市场的通行做法是根据市场对 REITs 的预期分派收益率要求来确定发行价格区间。但需要注意的是，市场对收益率要求越高，发行价格相应就越低，可能为上市初期投机交易提供一定空间。

第三，制订完善的信息披露制度。除前述对关联交易及估值报告的披露要求外，还需明确管理人对 REITs 份额异常交易的披露义务；督促管理人、托管人制定未公开信息的保密措施，明确内幕信息知情人的范围和保密责任并纳入公司信息披露管理制度；明确发生影响房地产资产或 REITs 相关参与主体的重大事件时的临时性信息披露义务。

第四，建立兼并收购、重组退市及资产处置程序的投资者权益保护机制。上述环节涉及对投资者权益的重大影响，有待进一步深入研究。在此次金融危机中，海外市场已出现兼并收购与重组退市的案例。从维护投资者合法权益的角度来看，应借鉴海外市场在这方面的经验教训并结合我国股票市场的成熟制度设计，明确兼并收购的触发条件、定价机制与实施程序，规范退市标准与程序安排，规定资产处置的程序及方法。

慧眼

有一对夫妻，容貌都长得非常的美，气质与风度也都远远超过一般人，他们有很好的性情，因此非常相爱相敬。

由于他们的外表这么不凡，他们常常整天对坐，互望着对方，经过了很多年，都不感到厌倦。

有一天，不幸降临在他们身上，夫妻两人相继的得了眼病，很快就失明。丈夫再也看不到妻子，妻子再也看不到丈夫，这使

两人都深感痛苦和恐慌，丈夫就想：「我的妻子容貌如此娇美，我又看不见，很可能被别的男人夺去，我要好好得守着他才行。」妻子的想法也和丈夫一样，她心想：「我的丈夫如此俊秀，虽然眼睛瞎了，一定会有很多女人迷恋他，我又看不见，要好好守着他才好。」

两个人都害怕失去对方，于是互相紧紧跟随，一刻也不敢离开，但是因为看不见，心中生起越来越多的怀疑。

这样，整整过了二十年。有一位远方的名医路过这个城镇，碰巧遇到这对夫妻，名医为他们施药诊治，使他们的眼睛都复明了。

夫妻俩见到对方时，同时惊叫起来，丈夫说：「你是谁，你并不是我美丽的妻子。」妻子说：「你不是我的丈夫，我丈夫多么俊秀，并不是像你这种糟老头。」

由于他们的心中都保留着美好的记忆，反而无法接受眼前的事实，任旁边的人如何劝说，他们都不肯再做夫妻了。

每天早晨在阳台上深呼吸的时候，我都会感恩自己有一对健康的眼睛，能看到蓝色的天空、洁白的云朵、鲜明的绿树，即使是如此简单的事，都是一种恩赐。

但是，眼睛不只是用来看美丽的人和美丽的景物，因为美丽的人会变老，美丽的景物会变化。眼睛，要用来看更真实、更深入的内在。眼睛，应该看见互相的爱与了解，这样就不怕看见丑和老。眼睛，应该看见信任和体贴，这样就不怕看见表面的改变。

心灵有好眼睛的人，才能看见人间的本质。如果，眼盲的人有心灵的眼睛，在看世间的时候，会看得比明眼人更深刻。



为自己设一个 止损点

一个女孩遗失了一支心爱的手表，一直闷闷不乐，茶不思、饭不想，甚至因此而生病了。

神父来探病时问她：“如果有一天你不小心掉了十万块钱，你会不会再大意遗失另外二十万呢！”

女孩回答：“当然不会。”

神父又说：“那你为何要让自己在掉了一支手表之后，又丢掉了两个礼拜的快乐！甚至还陪上了两个礼拜的健康呢！”

女孩如大梦初醒般地跳下床来，说：“对！我拒绝再损失下去，从现在开始我要想办法，再赚回一支手表。”

人生嘛本来就是有输有赢，更是有挑战性的，输了又何妨。只要无愧于天，真真切切地为自己而活，这才叫做真正的“生命”。有些人就是因为不肯接受事实重新开始以致越输越多，终至不可收拾。

如果已输了，请记得：我们打麻将输的时候常说的一句话“少输为赢”。为自己设置一个停止损失点吧！

