在易方达的演讲

2022.10.25

大家好，很高兴来易方达跟大家做一个简单的演讲交流，易方达是全国做得最大最好的基金管理公司，我也借此表示敬意！所以来易方达演讲，不管是谁来，多少都有点班门弄斧，加上詹余引董事长跟我亦师亦友的关系，在我人生的重大关头做选择时，我都会听取他的意见，包括当年去贵阳挂职任副市长。所以我下面讲到的内容，不管是政治政策方面的还是投资管理相关的，如果讲得不准确的，不全面的，甚至是不对的，都以詹董事长的意见和观点为准哈！

我今天跟大家交流四方面的内容，首先是大会的感想！昨天A股市场和香港市场都下跌，美国中概股也暴跌，但是几个市场跌幅差好几倍，这既体现了几个市场的股票结构的差异，但更多反映的是几个市场主流参与者结构以及对中国政策解读观点的巨大差异。

我认为在这个时代要更加重视政治与政策，对市场的影响。这句话本来不用讲，大家已经在过去两年领教过了，但是我这句话的重点在更加二字，大家应该秒懂。

大会精神里面，有很多内容是对前年五中全会的经济内容，和去年六中全会的政治内容的概括和总结，相对来讲，新的边际变化的方面其实不多，国内国外的各种机构已经做了各种解读和各种误读，他们讲得对的我就不讲了，他们讲得不对的我会提一下。

首先是中国式现代化5要素，我理解，这其实是中国特色社会主义的一个方面，这次把它明确地提炼和表达出来。大家不知道是否知道，中国并不同意西方的普世价值观，但是前两年我们提了我们认可的人类共同价值观，叫和平、发展、公平、正义、民主、自由。西方在后两点强调的比较多，我们则把它放在第五第六。外交部曾经公开问西方，你们的普世价值观为什么没有和平？为什么没有发展？但没有回应。关于5要素大家去看内容，这确实不是我们标榜，还真的跟西式现代化有差异。昨天中央政策研究室主任作会议精神解读时讲，资本主义就是以资为本，我这是第1次听说。而我们叫以人民为中心。

以新安全格局，保障新发展格局。这是稳中求进总基调下，发展与安全关系的表述。

依法规范和引导资本健康发展。西方没有这种提法，他们的政府引导不了资本，有时候还被资本所引导。但是这句话，其实是对应并覆盖“强化反垄断，防止资本无序扩张”的，那你认为哪一句更严厉？

规范收入分配秩序，规范财富积累机制。这后一句西方也不会讲，他们迷信市场，所以财富积累机制主要由市场决定，政府也不大去规范。我们的政府则提倡要充分发挥市场在资源配置中的决定性作用，但又在逗号之后说，更好发挥政府作用。……政府作用应该就包括规范财富积累机制。但是这句话，也是对原来“提高低收入者收入，扩大中等收入群体，调节过高收入，取缔非法收入”中后两句的具体化和理论化，你认为哪一句更严厉？

今年文化篇的篇幅比较大，调子也比较高，其中有一句话叫：坚守中华文化立场。这个提法以前我没听过，所谓立场，就是对立双方各自表明的态度以及看问题的角度，或至少是在有重大分歧时各执己见而不是各抒己见。若能够坦诚交流，互相融合，就不会这么提了。所以未来在以文化为代表的意识形态领域，都会处于一种斗争的态势。有些人对斗争这个词作了过度的解读，我认为当前讲的斗争主要只是在讲这个意思，不要往阶级斗争上面扯。

前几天好多人对“发展是党执政兴国第一要务”这句话的出现表示兴奋。其实这事一直就是这样的，讲不讲都是这样的。但是这句话跟发展就是硬道理还有所不同。后者更绝对、更排他。这有点像第一和唯一的关系。

报告中反复多次强调了就业优先，昨天的宣讲会上，外国记者也说了中国就业的问题，我认为大会精神对此是明确的，上面高度重视的，下一步一定会体现在具体政策上。

三个务必的号召，是把毛时代的两个务必归纳成了第2个务必。而第1个务必中，初心是为人民服务，使命是中华民族伟大复兴，这是十九大就提的。第3个务必是两个斗争，我前面说了，我的理解主要还是针对国际上的某种，不适合中国和不利于中国发展的东西，去与之作斗争。当然除此之外，也包括对内的跟各种以腐败为代表的，包括这次提到的特权思想，等等各种不好的东西作斗争。而根据去年第3个历史决议精神，结合本次报告全文，完全没有阶级斗争的意思在里面…………有些人看得太少，却又想得太多。

跳出治乱兴衰的两个答案，是说当年毛在延安窑洞，说跳出治乱兴衰的历史恶性循环，答案就是人民民主和人民监督。现在说找到了第2个答案，这是指自我革命。有些人以为那就不要第1个答案了，不是这样的，第1个答案现在已经进化为全过程人民民主了，两个手段一起上，应该是这么来理解的。

实际上大家一定要明确，党代会包括中央全会，都是政治会议，报告内容都是讨论政治方面的工作，当然我讲的这个政治比较广泛，包括了国家治理。除非像五中全会那样，主题就是十四五规划，经济内容才比较多。或者是专题的经济会议。所以有些人说这次经济章节和内容为什么这么少，那本来就是这样的，到了每年3月份的两会，经济内容就会比较多。

去年六中全会，讨论和形成了中国共产党，历史上第3个决议，其中很多新增的重要内容，今年再一次在全国代表大会上重申并通过。因此大会的主要看点，其实是人员变化。比如说有4个部委未能入选中央委员，结合今年把教育科技人才放在同一个篇章里面来讨论，有人在想科技部和教育部会不会合并。中候补10个以上给了大学校长和科研教授。未到年龄又未留任的局委员有2人，总体上局委员名额减少了1位。

书记处的7个人，员额没有变化，但在分布上有调整。十八大时，分别是常务书记，中办主任，组织部长，宣传部长，中纪委常务，统战部长，民委主任。到了十九大，民委主任换成了政法委书记。这一次，统战部长换成了公安部长。当时十八大时，刚好是新疆事件发生后两年，所以民族关系是党的阶段性工作重心。十九大后，扫黑除恶，和政法队伍教育整顿，政法也是一个阶段性的工作重心。那么可不可以根据机构分布和结构的变化，来理解阶段性的工作重点的变化呢？这个大家可以思考。

今年局委员有四大特征，一是77~79级大学生，是恢复高考时累积的10年高中毕业生里面的佼佼者，是在文化大革命时坚持学习的人。有人对这新三届的人的评价非常高，而这次这个比例占了13/24，一半多。二是新晋局委员13人，除军事、外交、国安、经济、宣传5个专业系统外，其余8人都是在地方担任过省长和书记6年左右才能入局，分别是新疆、内蒙、陕西、山东、浙江、福建的大省书记，和北京市长。政绩上与新疆稳定、内蒙反腐、秦岭别墅整治、四川前年抗疫、环保风暴与北京空气治理、共同富裕先行试点、航天事业有关，这与往届颇有不同。第三是高学历，其中北大清华哈工大最多，包括了3个全日制博士和6个全日制硕士。第四是工作履历三个地方最多：中央党校，环保部，航天五院。外媒和坊间，对换届有很多解读，我基本都看了，有洞见的不多，教条解读的多，过度解读的多。我认为从局委员的变化，来推测中国的国运，以及未来的方向和模式，是一个科学而有效的办法。

我的第2部分讲，新时代的执政理念与政治框架，当然还是我的个人理解，讲得不对的，还是以詹董的权威意见为准。

百年未有之大变局，是xi总在贸易战之前就提出的。但是这个词的准确含义，各种文件报告等等，我都没有看到正式的解释。前外交部副部长傅莹写过专门的文章，她认为这词包括三方面，一是全球化浪潮，和全球化困境；二是中国崛起之后，国际格局和国际秩序必然地发生的变化；三是中美双方，以及其他势力，根据前两个方面的变化而做出的政策改变和调整安排。这是我们最大的政治与政策影响因素，已经发生了的国际性变化，我们必须面对它。所以中央提总体国家安全观，也是要基于这个时代背景来理解。

第二是很多人对中国特色社会主义，包括现在讲的中国式现代化，长期存在着错误的理解。在《历史的终结》这本书的影响下，当年很多人确信，美国的今天就是我们的明天，或者认为应该是我们的明天。其实这些人忘了历史文化的根本约束，当我们提出中华民族伟大复兴的时候，至少领导们就不这么想了。其实我们也作不成美国，因为历史和文化往往是一个最重要的底层逻辑，西方曾经给昂山素季发了诺贝尔和平奖，后来又要收回去。昂山说，他们根本不理解我们这样的国家，制度是内生于文化的，而不是领导人可以轻易改变的。以前我也以为裴多菲是随口一说，这两年发现还真是那样，西方人对于生命的估值偏低，对于自由的估值过高；而中国文化恰恰相反，这无论对错你都很难改变，谁也很难改变。资治通鉴里说，改变一种社会风气和社会心理所需要的时间，要以甲子计，就是说要以60年作为一个基本单位来衡量。这一衡量就把你的一生，这一到两个单位就衡量掉了。昨天大会精神的解读会上，中宣部副部长说，毛思想是把马克思主义，与中国具体实际相结合。而现在新时代的思想，既与中国具体实际相结合，还与中国优秀传统文化相结合。请大家注意两个结合相对于一个结合，这个思想来源和发展空间上的重大边际变化。

第3个背景，是中国即将走出中等收入陷阱。5~10年以前，很多大经济学家说，中等收入陷阱魔咒，基本上是难以跨越的。世界上小国只有韩国跨越过，大国没有。那么中等收入陷阱的成因是什么呢？…………是既得利益集团！所以它的跨越条件是什么呢？…………当然就是，破除既得利益集团的阻挠和干扰。怎么才能破除呢？……光靠市场行吗？……这个问题值得深思。

当然还有一点，就是大家在讨论时代背景的时候，不要忽视制度的初始条件和初始状态，以及一种状态转换到另一种状态的巨大转换成本和漫长转换时间。

在上面说到的几个背景的基础上，我们现在的执政理念和政策框架是什么呢？

首先，以中国式现代化推动中华民族伟大复兴，这讲的是路径和目标。文中有一句话叫“国家利益为重，国内政治优先“。这句话体现了一种实事求是的精神，特别值得点赞。

总的要求是两个确立、4个意识、4个自信、两个维护，这个我不讲了，大家懂。

稳中求进这个词，xi总提的比较多。他曾经说，稳中求进，是一切工作的总基调，是治国理政的重要原则，是搞好经济工作的方法论。这要放到一个高基尼系数背景下来理解，而不能跟改革开放初期的政策去对标，因为没有可比性，所以没有可行性。如果你从长途疲劳高速驾车，以及足球中段面对强敌防守反击的角度去理解，可能会更好一些。儒家思想讲的中庸，有些人会有一些庸俗的理解，那是消极中庸。我认为稳中求进应该至少是，以行稳致远为目的的，实事求是的积极中庸。

我理解以人民为中心这个提法，并不仅仅是为人民服务和以人为本的意思，它可以看成以经济建设为中心的升级版，就是到了不同的阶段和不同的境界之后，要有一个全面的升华。就像易方达现在也不能对外宣传说，公司的发展目标就是以收入利润为中心，员工则以工资奖金为中心一样…………易方达当然要以客户为中心……

页面这些词都有各种具体含义，理解了的就可以跳过，不能准确理解的，回头可以去对照一下。其中总体国家安全观共有16种，包含，但不限于我们说的网络安全和自主可控。

2018年，改革开放40周年讲话，是对新形势下改革开放的总体回应；2020年五中全会精神，是对十四五期间的社会和经济发展的总体构想，并对社会的广泛回应；去年六中全会的第3个历史决议，是对100年来各阶段治国理政等执政经验的政治结论。这次大会精神，融合、概括和总结了，这几次会议精神的主要部分，其实是一脉相承的。有不少解读说发生了这样那样的变化，其实都是解读者的心态在新的国际和社会环境下发生了变化。加上以前对政治与政策关注不够，比如说，2016年底就提党管经济了，2017年中提党管金融，2017年底十九大报告说，党政军民学，东西南北中，党是要管一切的！前年提双碳，年底提强化反垄断，防止资本无序扩张！去年初提共同富裕。但是很多人也忘了，去年经济工作会议上，把很多理解偏颇的，急于求成的，执行过度的，几方面都做了纠正或重申！这次大家误读的、过度解读的，也都会在未来得到重申，得到纠正。

我跟大家分享的第3部分是政策学习心得

首先我认为国内投资，长期主义的根基是国运。我们在低位、在弱市，你会过度关心负面的东西。问题是你是否把这个负面程度放大了，以及市场是不是已经，大部分或全部甚至过度的反应过了。更重要的是，你是否全面的在swot分析框架里，把好的坏的因素都罗列出来，赋予各自的权重，求得一个西格玛的总分。当然这只是一个绝对的分值，如果考虑机会成本的话，还需要一个相对的分值，也就是把其他国家也放到swot框架里来打分，看看我们的分值和他们的分值之比，在一个什么水平上。另外，长期主义的底色，显然是乐观主义，尤其在一个你认可的市场低位，要多看到积极方面和边际改善的东西。

第2个心得是说，新时代的政治方向，是具体政策的先行指标，我们在如图的这些行业都看到了，而且立竿见影。不存在像上一个时代里，什么打这边的灯往那边转，什么政令不出哪哪哪。现在这些都没了。

跟易方达在今天这个时候讨论白酒显然是不合适的，也是班门弄斧。当然我们首先要对易方达前几年在白酒方面非常成功的投资，表示钦佩！同时如果我以请教的姿态问，在新时代的政治背景下，白酒到底跟中国式的现代化是什么关系？与中华民族的伟大复兴，怎么联系起来呢？……当然我也不认为投资就是政治决定论，但是我认为当与这个大方向相背驰时，可能需要有能够反映到收入和利润增长上的更大需求增长，在对冲掉这方面的负面因素后，剩余的部分，在合理估值的前提下，才能推动股价上涨。二十大报告提出的是，勤俭节约、艰苦奋斗呀，没有提消费升级、高端奢侈品消费呀………其实以前我也看好消费，对标美国，但是当我们整个国家的目标，都不再对标美国的时候。我们的各行各业，还能够对标美国吗？

第3个心得是，从文本措辞的边际变化，预判政策的延续或调整，以及加码或减压。比如现在很少提“强化反垄断，防止资本无序扩张”了。这就是减压！比如这次对国际环境审慎而坚定的措辞，你就要警惕对西方依赖过高的东西。再比如很多人还在讲发展就是硬道理，其实早就不这么讲了，这次讲发展是第一要务，但不等于是硬道理。这类似于股权比例中的相对控股和绝对控股的概念，是有程度上的削弱的。那么什么是硬道理呢？高质量发展才是硬道理！虽然原文没有这么讲，但这个解读我认为不过度。习惯了这种话语体系、叙事方法和逻辑框架的人，自然能够看出文本背后的调子来。好多人说政治报告看不懂也看不进去，他们也以为别人都看不懂。其实报告的受众是党政干部，他们一看就懂，秒懂。

所以我们说要尝试和学会把政治语言与经济学语言互相来翻译，这样才能让领导听得懂你的话，你也听得懂领导的话。当年第1代领导人直接讲家乡话，那你听不懂怪谁呢？…………在这种语言体系下，其实现在的透明度是很高的，而且也是很好分析的，因为政治是政策的先行指标，这前面说了。而做量化的都知道，掌握了别人不关注的先行指标，就赢在起跑线上了。关键是你不要去想人家对不对，而是要想实施的可能性大和小。比如说充分发挥市场在资源配置中的决定性作用，更好发挥政府作用。这种经济管理模式，不就是增强型的指数基金吗？………至于有些基金经理果然增强了，有些基金经理希望增强却实际削弱了。这都要具体看基金经理的历史业绩，也要看他有没有反省机制和纠错机制，以及风险控制手段。不能说增强就一定不好或者一定好。另外一个例子是，前年提出战略科技力量，并且好几年不提互联网+了。而我们前些年如火如荼的互联网平台公司，到底哪些属于战略科技力量，哪些不属于呢？………我们能靠哪个，也去卡卡美国脖子吗？或者美国卡我们脖子时，我们能靠哪一个来缓一缓劲呢？

我的第5个心得是，不要活在上一个时代里，并以之为Benchmark。就像国家已经改革开放了，你不能还活在毛时代。再说一遍，不要活在上一个时代里！前几年总有人说我们应该韬光养晦，美国人有那么好骗吗？

所以对投资而言，更重要的是事实是什么？而不是你希望它是什么，或者应该是什么？我们的投资策略应该是基于事实的。要多考虑实然性，少去想应然性。道德伦理学家可以多想应然性，公共知识分子可以多想应然性。对于基金公司来说，发展才是第一要务。

我们不要笃信自己没有经验又缺乏深入研究的东西。这是我自己以前经常犯的错误。我们很多卖方，把历史报告和当前报告做一个小数据的，关键词比对。就敢对很多政治和政策，做出草率的论断。包括外资也好不了多少，甚至还更差。因为其实这东西是个专业，需要积累和跟踪，也需要一定的经验和训练，但是很少人认为这是一个专业。很多人认识几个体制内的干部就以为自己懂政治，那能不能说认识几个基金经理就懂投资呢？甚至还只是认识几个基金公司非投研的工作人员。……在这种时候最容易犯的两种错误，一种是过度解读，另一种是既然我看不懂我就不管它。但是过度解读会误导你自己，而你不管他，他也会来继续影响你。这并不是一个双向关系，当然最好是双向关系，但更多地它只是个单向关系。就是说你对它的影响几乎为零，它却对你影响巨大。

当然还有一种错误，就是根据情绪和走势，选择性的去解读政策。用来证明自己很厉害，这骗骗老婆倒是可以的。

更加需要重视的是，由于事件的冲击和情绪的驱动，导致因对政策误读而形成的对市场的压力测试低点，其实是很值得把握的重大投资机会。

我想讲的最后一部分是，市场及投资策略。这个大家更专业，我只是讲讲与刚才所述内容相关的投资策略部分。

其实从2018年之后，我们A股的市场分析框架就发生了两大重大变化，第1项是以中美关系为代表的国际政治经济贸易外交科技军事的复杂博弈格局。所以大家看到了，我们军事和外交这两个方向都有年轻的政治局委员破格入选。什么七上八下，那都是在和平发展时期的一种正常轮换。在我们被动接受的冷战形势下，如果你还那么书生气的去理解和应对世界，可能甚至都不足以做好投资，更别说国家管理这远远要复杂得多，我们可能需要升维思考。与此相关的第2项框架变化，就是政治与政策，对经济和市场越来越大的影响。

放在傅莹所说的百年未有之大变局第三方面看，刚才讲的第一项变化就是美方的应对，第二项变化就是我们的应对。当然双方都会根据对方的应对而作出自己的二次博弈反馈。但是本质上这是不可抗力，尤其对中国是如此。因为傅莹所述的第一方面和第二方面都不是我们所能决定的，而第三方面里美国的出招也不是我们能控制的。因此我们其实都主要是在Call平，基本没有Raise。

这两大影响因素，显著的冲击着我们多年稳定的市场分析框架，而且在可见的将来，依然会构成同样显著甚至更加显著的扰动，所以我们要更加重视这两大变化。我对第2项变化有一些自己的心得，但是对第一项变化完全无法把握。包括俄乌战争以及对世界这么大的冲击，我觉得自己不仅难以预判，甚至也不容易完全理解。但是我认为作为投资人，准确的知道自己懂什么，不懂什么，能把握什么？不能把握什么是特别重要的。要积极的去把握自己能够把握的，但是要特别警惕你所不能把握的！因为你所不能把握的重大影响因子，他依然会来把握你。而如果在这两大变化方面都不能把握的投资者，倒不是说一定做不好投资，但是要做好，所需要付出的额外努力，以及要做好的难度，都远远超过上一个时代了。

另一方面，资产配置要反映对框架的重要因子的全部看法。我们要有一种知行合一的态度和行动。因为看得很空，仓位却很满。这使得我难以理解，到底他是假装看空呢，还是不好意思看多呢，还是刚刚看空没来得及调仓呢，还是看空做多呢？……我认为对我们普通人来说，不管活在什么样的时代，都要像顺应市场一样顺应这个时代，当然如果你能够有所选择的话，可以按照自己的观点选择自己的人生策略。否则你就应该根据自己深思熟虑后的观点，做出积极的适应性调整。

你比如说在共同富裕的背景下，所谓软基建的医疗教育住房领域，原来在以经济建设为中心的条件下，所采取的市场化策略。可能都会在新的历史阶段，被看着是过度市场化，而回归到一个公共服务的定位上来。这在以人民为中心的政治背景下是正常的和正面的，但是利润率会受到抑制，如果建设所带动的收入增长，不足以抵消利润率的下降的负面影响，那对于资本市场和股价，又会是另一个完全相反的影响结果。

对于可能被美国制裁的标的，都需要审慎对待，认真测算可能受到的影响程度，甚至剔除掉这一部分收益来做估值。我们在战略上保持乐观的同时，战术上还是要避开国内政策冲击的行业，不能在政策危墙下去挑选优质公司，即使在偏低而不是很低的位置上，依然要保持警惕。对于处在中高位置的品种，更要审慎回避。更多要在自主安全、新能源、高端制造、数字化等等政策支持的行当，看看怎么锦上添花，少去想雪中送炭的事。

然而有些投资者总是对不可抗力心怀抱怨，其实我们忘了，我们的主要身份，只是市场的参与者，甚至都不是市场的建设者，更不是社会和国家的建设者和管理者。所以要摆正自己的位置，作出适应性的调整，这说起来似乎很难，其实也不难。

我认为我们可以检讨我们的投资策略与组合。当我们与政策同向时，要考虑政策的契合度。而当我们与政策背驰、反向时，要考虑政治的容忍度，以及我们持仓品种的优秀程度，是否足以抵消掉这个反向影响之后还有净剩余。这跟逆向投资有一定的相似性，就是看阿尔法是不是足够大？大到减掉负的贝塔之后仍有正收益。……甚至我们也可以考虑，直接把政策鼓励或者抑制的程度，作为模型因子，或者初选指标…………

如果说西方ESG策略，讲的是环境、社会和治理。那么我们能不能有这么一种思想？就是创新理解新时代中国特色的ESG策略，但是我们把这三个因子，理解为政治环境、社会文化，和国家治理与政策，在这种政策的驱动之下来做投资。当然不是惟政策论，而是加入或者前置一个重要因子，把它作为初选条件。甚至我们能不能在产品设计上考虑，发行一个完全契合政策方向的政策支持基金呢？

最后我说一句话，与大家共勉，那就是：提高政治思维能力，完善自上而下的投资研究框架！…………我不知道政治与投资，能不能在更高的境界和更大的格局上交汇融合？但我看张磊的《价值》这本书，写到最后几章甚至后记的时候，恍若就是二十大报告的笔调。

我的演讲完了。

非常感谢易方达的朋友们，谢谢！