



■ 管益忻 清华大学新经济与新产业中心首席专家

(上接 01 版)
第四是从单层面只讲生产物质产品之生产观主导,向同时更讲人文价值生产观主导之多元化生产观过渡。我们企业仅仅讲物质产品生产肯定是不行的。我是研究海尔大概二十几年的,从 1989 年以来一直跟踪、研究。我跟张瑞敏总经理好多次谈到,我说你不仅生产物质产品,还生产价值观,生产价值理念,生产作风,生产风俗习惯,生产美,生产看不见摸不着的而又 是随时随地指导我们动作的那些东西。

以经济建设为中心得重新认识。最近习主席不是讲了吗,以经济建设为中心,意识形态也是极其重要的。从我们来讲,我想主要是价值观念。工业化加工三个层面我刚才已经提到了。工业化加工本来是马克思这样讲的,人为了在有用的形式上占有自然物质而去进行生产劳动。生产劳动就是加工物质,改变它的存在形式,为人利用。所以这个地方,价值观生产就特别重要。实际我们是研究价值

观生产的。企业文化也好,我们儒商文化也好,直接对象是研究价值观生产的,以价值观为核心的各种文化现象的生产,以及这些现象同那些硬壳的、物质的生产是怎样结合的。

第五,从单方面只讲力量主导的产业观,向同时更讲人文主导的产业观过渡。在《论持久战》里面毛主席有这样一句话,说“向下的东西表现在量上,向上的东西表现在质上。”代表新时代的东西表现在质上,不表现在量上。他是说服我们的人,当时敌强我弱,国民党强我们弱;跟日本人打仗,日本人强大我们怎么比得上,不管是装备还是战术根本不如日本人。但是,它是向下的东西,所以它肯定要失败,而我们是向上的东西。

最近,英国剑桥有位教授写了本书还是发了篇文章,讲了这么一个东西。他说全世界对于二战当中中国的贡献忽略了。西方世界一讲到怎么样战胜德国法西斯,是苏联的功劳,斯大林的功劳,而一讲亚洲战场怎么样打倒日本鬼子的,讲的是美国人的贡献,却对中国的贡献、毛泽东的贡献讲得很少(确实有这么个问题)。这里面包括我们艰苦的八年抗战,诞生了毛主席好多的战略、战术、指挥艺

术、政治思想。两论不就是 1937 年写成的吗——《实践论》和《矛盾论》。《实践论》和《矛盾论》曾经是莫斯科大学的哲学博士必读书目。社会主义阵营中没有哪一个领袖有这么两本著作的。下面接着我要讲王蒙这句话。王蒙最近被记者采访,就是针对当前各种文化思潮,各种歪门邪道那些东西。前不久,南京搞性感书店,那个姑娘脱得光光的,拿本书挡住下半部,这是什么玩意儿啊!我们现在什么都有,五花八门。还有像李宇春这样的人物,怎么出了名的?你说唱歌唱得好,或者说形象美?像刘晓庆这样的人物,有几次失败后,人家再出来演戏,你也不能不让演,这个对吗?不让演肯定不对。但是我们文化缺失现象的确比较严重。所以王蒙先生说了,“文化首先不是力量,而是品质。”文化首先是诸葛亮、孔孟老庄、李白杜甫,而不是三个臭皮匠。我们讲的是有根据的。“三个臭皮匠,顶个诸葛亮。”我多年来很不同意这个观点。我不说看不起臭皮匠,看不起草根,但是诸葛亮就是诸葛亮,你就是三个臭皮匠、三十个、三百个,你能赶上个诸葛亮吗?别人不说,毛主席咱们知道,打了那么多仗,也有那么多失败,最后才

出来一个毛泽东。毛泽东就是毛泽东,你别人就是比不了。所以说,文化首先是品质,而不是力量。

事物表现的第一是质第二是量,这是辩证法基本的道理。所以我们现在最要紧的是公平正义,这是我们一切社会存续发展的一个中心。这个地方关键是怎样看待制度经济学派的交易费用问题。计算交易费用然后得出来一个帕累托最优。帕累托最优里面就缺这种关怀理念、缺少人文关怀,当然更缺少儒家思想。所以将来我们研究儒商文化要将其加入到帕累托最优里面去。上次省里面搞了一个核心竞争力课题。讲到核心竞争力的衡量指标,有销售量、利润率。这些经济指标是重要的,但不是最重要的。最重要的是顾客的满意度、顾客的美誉度、顾客的忠诚度,这些是核心竞争力的原生指标。至于那些经济指标都是派生指标。所以张瑞敏说我们对顾客不是卖而是买,是买顾客的心。实际交易过程是你把产品交给了顾客,顾客给你授信。我们现在授信的概念应用到金融当中,实际上真正的授信发生在一般的交易当中。你给客户你的产品、你的服务,他给你信任。《大宅门》里面白景琦跟管家到河北博野采购药材,一个东北关外的一个老头扛着一棵大人参在街上晃荡着走,好多人跟着,就要买他这棵人参。这个人要给一千,那个人要给两千,老头儿都不卖;后来遇到白景琦,一看百草厅的大牌子,马上就要白送给他。为什么呢?因为白景琦的百草厅声望太高了,影响太大了。百草厅就是现在的同仁堂,同仁堂现在是 337 还是 340 年了?这个牌子经久不衰,不但是老子买,而且儿子买了孙子再买。有一句广告语叫做“第一次不来买是你的问题,第二次不来买是我的问题。”我的产品和服务就是好。所以公平、正义是特别宝贵的。这个地方交易费用现在的算法有问题。现在企业文化建设正在搞企业文化测评,测评现在也已经发展了好多年了,我们要参考它。对于我们将来儒商文化,测评是很重要的。把一些定性的,特别儒家的东西加入到里面。将来我们应该考虑把孔夫子的《论语》和《毛主席语录》对接,研究这个。“三人行,必有吾师”和“群众是真正的英雄”不是一个意思吗?“吾日三省吾身”不就是“批评与自我批评”吗?共产党的成功好多东西是来自儒家思想,批林批孔是不对的。

第六,从只讲派生效率主导之绩效观,向同时更讲原生效率主导之绩效观过渡。这里我想讲一个数据。从 1998 年到 2008 年,对于 GDP 的贡献率,资本的、技术的在大大提高,而真正劳动的贡献率却下降了三倍。这个地方有好多解释,比方说工时浪费。咱们好多国有企业的工时太糟糕了。我到草原去,那里下午三点上班,五点下班,你说他工作几个小时?这不多讲。

下面探讨人的积极性问题。凡是由人的积极性统帅的贡献率,我叫它原生的贡献率。那么,凡是外面的、技术的贡献率叫做派生贡献率。人的积极性就是人的价值追求实现的积极性。原生效率就是靠人的积极性的发挥获得的效率。在这以外的效率叫做派生效率。

接下来讲“和而不同”问题。从先“和”后“不同”之和,向先“不同”而后“和”之和谱观过渡。和而不同本来很好的,先讲和,然后讲不同。但是这个共性化的“和”跟“人一口”的“合”不一样。这里面有个互动,是两回事。再一个,现在的社会是“不同”,也就是个性化主导的社会。现在最大的问题是如何把这个个性化主导的社会向有共性的过渡。市场经济讲求个性化,讲求个性追求,但是中国肯定不会搞到美国这种个人主义、个人利益第一位的那种社会,不可能的。当然,也应该学习一些,发挥个人的积极性。但是这个积极性,不应该违背共性。制度经济学也讲作业团队的合作问题。

从为兼容消费者、消费生活之“营销”,向以消费者为主导之“营销”过渡。我出过一本书就叫《营“消”》,主张三点水的“消”的“营销”,就是说企业要经营消费者,经营消费者的生活。不是说产品生产出来卖出去就有价值了,不是这样的。马克思讲过这样一段话,一件成衣生产出来,如果没有消费者穿到身上,就不算生产完成;一条铁路修好了,没有通车就不算生产完成。生产完成一定要进入消费过程。该吃的吃了,该穿的穿了,该用的用了,才完事。所以马克思的“惊险的一跳”进行重新解读。“惊险的一跳”不是卖出去拉倒,卖出去了但是消费了才算数。买了好吃的到你的冰箱了,但是还在冰箱里放着,那也不算数,一定是吃了才算数。这是我对马克思以消费为终点的产业链、价值链的新的理解。(完)

投资是否可学?

在每个国家的投资界,都流传着某些慧眼挑股票,大赚几十倍,让人羡慕嫉妒恨的故事;另一方面,一个关于基金投资的普遍规律是业绩不可持续。优秀的投资人同时也拥有卓越的投资能力吗?如果有,为什么一般基金的业绩不能持续?如果有,这种能力是对普遍投资规律的掌握,还是来自“可欲而不可求”的个人素质?笔者认为,对伟大的投资者的研究可以帮助我们理解投资的本质。

■ 陈龙 长江商学院副院长、金融学教授

如果把巴菲特的投资当作一只股票,并把这只股票和 1926 至 2011 年间美国所有存活 30 年以上的股票相比,那么这只股票相对于其波动性而言有最高的回报率(投资界所谓的夏普比率);按同样的指标,巴菲特也打赢了美国历史上所有有 30 年以上历史的公募基金。

笔者写这篇文章的目的并不是为了赞美,而是想讨论的是一个所有投资者都关心、却可能不知道答案的问题:巴菲特的杰出业绩有多少是基于“如有神助”的个人选股能力,有多少是基于可复制的普遍投资规律?

在每个国家的投资界,都流传着某些慧眼挑股票,大赚几十倍,让人羡慕嫉妒恨的故事;另一方面,一个关于基金投资的普遍规律是业绩不可持续。优秀的投资人同时也拥有卓越的投资能力吗?如果有,为什么一般基金的业绩不能持续?如果有,这种能力是对普遍投资规律的掌握,还是来自“可欲而不可求”的个人素质?笔者认为,对伟大的投资者的研究可以帮助我们理解投资的本质。

最近三位美国金融经济学家(Frazzini、Kabiller 和 Pedersen)研究发现,巴菲特的投资成绩源自三个方面:第一,巴菲特喜欢挑选周期性低(和大事关联度低)、便宜(市盈率或市净率低)、质量高(赚钱、稳定、有增长

并分红)的股票;第二,巴菲特能够在逆市时坚持其投资理念。更重要的是,由于其卓越的声誉,投资者能够耐心地陪伴他而不是抛弃他;第三,巴菲特通过保险浮存金和发行债券来放大杠杆。这样一方面增大了波动性,另外一方面也放大了收益。

这些策略可以复制吗?上面的研究发现,如果时光倒流,在巴菲特投资的时期按照这几个规则选择非常分散的股票组合,并使用同等的杠杆,结果发现一些与巴菲特投资组合有所不同的股票组合,其最后的回报率甚至可以超过巴菲特。

换言之,巴菲特的成功源自他采用了符合普遍投资规律的策略,通过杠杆放大收益,并能坚守这些策略。这个发现并不贬损世界上最伟大投资家的光辉,但确实把他从神座上拉下来了。他的成就总体而言是符合了投资规律,而非不可言喻的“天人”之作。

读到此处,估计一些投资者会嘿嘿一笑,然后对笔者说:“你说的是美国吧?”中国股市以波动大、政策市、操纵市著称。这个市场似乎没有多少规律可循,倒是盛传各种因为内幕、操纵等原因而发财的故事。那么在这样的一个貌似混乱的市场里,我们还能够透过规律去分析投资者吗?

中国过去十年最有名的公募基金投资者是王亚伟,关于他的传闻很多,包括超常的选股能力,神奇的押宝重组股的能力,甚至有内幕消息、基金对倒等不祥传闻。那么我们应该如何看待他呢?是把他归为不可理喻的“鬼才”,有不可言说的故事,还是可以用投资规律去分析他的投资表现呢?

王亚伟曾经担任三个公募基金的经理:华夏成长(2001 年 12 月至 2005 年 4 月)、华夏大盘(2005 年 12 月至 2012 年 5 月)和华夏策略(2008 年 10 月至 2012 年 5 月),其中华夏大盘和华夏策略在 2008 至 2012 年间同时运作。所以我们可以把王亚伟的投资经历分成三个阶段:2002 年至 2005 年,2005 年至 2008 年,2008 年至 2012 年。

从 2002 年 1 月到 2005 年 4 月间,王亚伟担任华夏成长经理。在这个时期,华夏成长的回报率累积跑输所有非华夏系基金平均回报率的 8.7%。也就是说,王亚伟的“成长”阶段并不出彩。王亚伟最成功的经历是担任华夏大盘的经理。从 2005 年 12 月到 2012 年 5 月,如果我们把所有 A 股上市公司的简单平均回报率作为指数,叫做全 A 平均指数,那么华夏大盘累计跑赢全 A 平均指数 564%。仔细研究会发现,这个超额业绩的



基础主要是在 2005 年 12 月到 2008 年 10 月(第二阶段)完成的。实际上,从 2008 年 10 月到 2012 年 5 月,即王亚伟同时管理华夏大盘和华夏策略的阶段,两只基金都跑输了全 A 平均指数。其中华夏大盘跑输 36%,华夏策略跑输 70%。

需要指出的是,在计算全 A 平均指数时考虑了所有股票,包括相对市值小的股票。从表面上看,全 A 平均指数和华夏大盘的直接对比可能并不是最合适的,但在实际运作中,华夏大盘改变了基金公约,配置了不少中小股,因此两者之间具有了一定的可比性。

国际资本市场的一个重要普遍规律是小盘股回报率超过大盘股。王亚伟 2008 年至 2012 年的经验表明,与其相信神秘的投资故事,不如遵循投资规律买一些分散的小盘股。

另外,笔者发现剔除重组股对王亚伟的基金回报率影响不大,所以押宝重组股并不是他成功的决定性原因。华夏成长与华夏策略的回报率相关性达到 99%,这也说明这两只基金的选股方式非常类似,破除了基金对倒的传言。

行文至此,笔者认为王亚伟的成功并不是基于押宝重组股或基金之间的交易,且王亚伟的超常业绩并不持续,这与国际惯例相同。

上述研究说明了投资的几个基本规律:其一,即便是好的投资人,其业绩也有波动,决定谁是最好的投资人可能需要很长的时

间;其二,追随传说中带有神秘色彩的投资故事并不是学习投资的最佳方式。这些神秘的投资故事可能并不像想象的那么有效,而真正能够持续盈利的故事往往是可以印证的普遍投资规律。

在充满了不确定性的投资领域里,学习投资的方式也体现着人性,具体表现为投资者喜欢追逐有个人色彩的传奇故事,力图挖掘投资大师的秘诀。对此,我们不妨称之为“小数据”的学习方式,即通过个别案例来学习。这里有几个关键问题,一是故事是否有普遍性,二是故事是否印证了投资的基本规律。没有“大数据”的印证,故事往往发展成神话或阴谋论,于学习无益。

在“大数据”分析的光亮底下,笔者意图和大家讨论的关键问题是投资是否可学。在任何一个时点,如同掷骰子,都有投资者欢呼或哭泣。那么,持续成功所需要的,是不可学的神迹,还是可学的普遍规律?于巴菲特,他的长期成功来自于坚守合理的投资理念,值得分享借鉴。于王亚伟,他还需要更长的时间来验证自己是否是最出色的投资者。于我们,可以从对两个著名投资者的分析中学到,神妙不可学的投资方法,并不是他们持续成功的原因。这是一个好消息。

投资可学,用巴菲特自己的话来说,投资的真谛是把股票当作企业(有长线眼光)来看,利用市场的波动性,在合理的安全边际买进高质量的股票。这样的道理,“一百年后仍然是投资的基石”。

(FT 中文网)

财经新闻

美联储考虑退出量化宽松的补偿措施

美联储(Fed)可能下调银行存款准备金利率,采取这一有力举措是为了抵消最终放缓每月 850 亿美元资产收购计划的影响。

美联储没有作出任何关于何时开始“逐渐减少”QE3 量化宽松计划的暗示,而是重申可能会在“随后几个月里”采取这一措施。

然而,负责设定利率的联邦公开市场委员会(FOMC)对替代措施的讨论表明,美联储急切地想要放慢资产收购。

下调银行存放在美联储的超额存款准备金的利率,可能会使已经很低的隔夜利率进一步降至只有几个基点的水平,此举会降低银行利润,但是会给经济带来额外刺激。

根据 10 月会议纪要,多数 FOMC 官员认为,这一举措“在某个阶段可能值得考虑”,因为在开始放慢资产收购后,这一举措可以释放继续推行宽松货币政策的信号。

在这次会议上,美联储对各种政策计划进行了大量讨论,这些讨论表明美联储急切地想放缓在过去一年里驱动了全球金融市场的资产收购行为。不过这些讨论还表明,美联储希望以一种新形式的宽松政策作为对减少资产收购的补偿。

在会上得到最明显支持的方案是,下调银行因美联储资产收购计划而积累的 2.5 万亿美元准备金的利率(目前为 0.25%)。

会议纪要中表示:“多数与会者认为,在某个阶段,美联储理事会上调超额准备金利率值得考虑,尽管人们普遍认为这么做作用可能不大,除了可能充当一种传达政策意图的信号。”

美联储讨论的其他选项包括降低首次提高利率的 6.5% 失业率门槛。不过只有两三位官员支持这一想法,其他人则警告说,这么做将会使人们怀疑他们政策指引的可靠性。还有几位与会者支持为通胀设定额外门槛的可能性,不过 FOMC 成员普遍认为此举作用不大而且十分不确定,此外这一想法很不清楚地向市场传达。

还有一种可能性是在美联储的声明中增加一些有关哪些情况将会触发利率上升的语句。美联储还可以表示,利率最终开始上升的时候,只能会十分缓慢地提高。

美联储主席本·伯南克(Ben Bernanke)近日发表讲话时就采用了这种措辞。他表示,“停止资产收购后”,利率可能会“在相当长的时间内”保持在低水平。会议纪要显示,由于劳动力市场状况逐渐好转,美联储官员仍期望在今后几个月内“减少”资产收购。

不过,他们也考虑过在“前景明显出现明确无疑的进一步改善”之前就减少资产收购的情形。(FT 中文网)