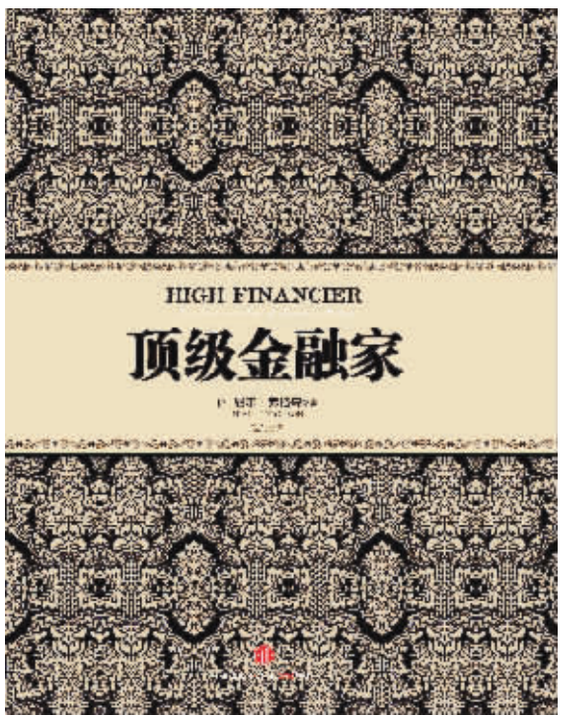
再造金融中心的顶级金融家

□郑渝川



书名：《顶级金融家》
作者：（英）尼尔·弗格森
出版社：中信出版社

2012年4月18日，汇丰银行在伦敦发行了第一支人民币债券。此举被视为人民币国际化的重要一步，即人民币产品获得了伦敦这个国际金融中心的认可。

说起伦敦的全球顶级金融中心地位，不能不提两个伦敦银行家——19世纪初、20世纪50–70年代活跃于伦敦金融城的内森·罗斯柴尔德和西格蒙德·沃伯格。两人都是德裔犹太人移民，通过智慧与勤劳，白手起家在金融城取得成功，所创办的金融机构在很长一段时间内也是伦敦最好的银行。内森·罗斯柴尔德和西格蒙德·沃伯格的相似之处还在于，借助金融实力积极影响政治，前者进一步提升了罗斯柴尔德家族在英国和欧洲大陆的权势，成为欧洲许多国家的债权人；后者则积极提升了二战后整体国力衰退的英国在世界金融格局中的地位，大力推动了欧洲、全球金融一体化和西欧各国和解的进程，是英国政府1960–1970年代最重要的政策咨询顾问。两人都是当之无愧的顶级金融家。

1982年10月18日，西格蒙德·沃伯格在伦敦逝世。《泰晤士报》在讣告中写道，他改变了伦敦金融城的各种旧习，从而让伦敦金融城得以充分利用20世纪下半叶的各种时局，是金融城有效性的主要权威，超越了他本土的同辈。

颇具悲剧色彩的是，西格蒙德·沃伯格并不如他的前辈内森·罗斯柴尔德有名，他创办的沃伯格公司（S·G·华宝公司、水银证券）在他去世十多年后，就被迫退出了市场，以至于今天的年轻读者和投资者大多都不知道其存在。罗斯柴尔德家族控制的精品投行尽管早就没了往昔操控全球金融风云的能耐，但起码还延续至今。一些研究者就此得出的结论是，西格蒙德·沃伯格选择的公司后继者，很快摒弃了他制定的一些最基本规则，造成风险的集中爆发……

21世纪的第一个10年里，有更多的伦敦、纽约、东京、法兰克福、香港金融家，抓住了西格蒙德·沃伯格曾经倡导的全球金融一体化机遇，开始了最鲁莽的金融冒险，也同样忘记了西格蒙德·沃伯格强调过的必须始终关注金融关系当中的“心理要素”等规则，进而酿成了一场空前的金融浩劫。

《顶级金融家》这本书是英国著名历史学家、哈佛大学历史系教授、牛津大学高级研究员尼尔·弗格森为西格蒙德·沃伯格所著的一部传记，记述了西格蒙德·沃伯格这个来自希特勒统治下的难民，如何在二战后的伦敦金融城逐渐崛起为显赫人物，以及西格蒙德·沃伯格金融事业兴衰的全过程。

西格蒙德·沃伯格来自一个曾经庞大而且富有的金融家族，德国（犹太裔）沃伯格家族，一个堪与美第奇家族和罗斯柴尔德家族相提并论的“豪门”，一个在19世纪末就建立起跨大西洋金融联盟的家族。但这样的显赫家世背景对西格蒙德·沃伯格并未起到太大的帮助。出生于1902年的他，来自家族一个不受重视的分支，在远离德国政治和经济权力、本家族影响力的乡下长大。堂兄马克斯·沃伯格（主持家族在德国的金融业务）在西格蒙德·沃伯格18岁时邀请其加入家族公司，西格蒙德后来认识到堂兄对金融业务的理解、管理风格等已经滞后于时代，而他确实也没有得到大展宏图的空间。

1939年4月，西格蒙德·沃伯格成为英国公民，而沃伯格家族的其他成员因为对纳粹有不切实际的幻想，终于葬送了家族财富和公司（被充公），这决定了他只能白手起家。初来乍到的西格蒙德·沃伯格对英国金融界的传统给予了猛烈批评，建议进行全面改革，充分显示了他对旧有金融体制、运作方式诸多弊端的深刻认识。他的S·G·华宝公司从融资公司转变为投资银行，不仅在战后英国工业企业中寻找业务机会，而且一开始就着眼于复苏中的欧洲大陆以及北美市场，使其得以快速提升在伦敦金融城的地位。1959年，S·G·华宝公司在西格蒙德·沃伯格此前数年的精心布局下，成功打赢了对英国铝业公司的收购战，使这家公司及其执掌人声名鹊起。西格蒙德·沃伯格成为了兼并与收购业务的市场领导者。

西格蒙德·沃伯格在目睹大萧条和两次世界大战带来的巨大灾难后，就提出了全球金融一体化的理念。《顶级金融家》认为，“欧洲债券市场之父”的美誉非西格蒙德·沃伯格莫属。他和其他家族成员早在20世纪20、30年代就支持泛欧运动，二战后，西格蒙德·沃伯格意识到，推进欧洲和解、一体化事业的唯一方法是通过经济方式（商业和金融整合），他也由此成为了创建欧洲债券市场的幕后推手。书中披露的一个细节是，一生中刻意远离媒体报道的他，在看到英国和欧洲大陆国家在欧洲债券等金融业务上发生分歧时，不惜直接投书《泰晤士报》等英国财经媒体，要求英国政府更快地放开供国际投资人使用的各种伦敦金融工具。在他看来，欧洲国家应对美国华尔街投行的“入侵”，唯有形成更大的欧洲银行网络，发育出统一的欧洲债券市场等金融业务市场。

伦敦得以重新打造为顶级的国际金融中心，与上世纪60–70年代扮演英国金融诊断师角色的西格蒙德·沃伯格密不可分。1964年担任英国首相的哈罗德·威尔逊早在上世纪50年代就开始听取西格蒙德·沃伯格的财务建议。针对英国上世纪60年代多次遇到的英镑投机攻击，西格蒙德·沃伯格向英国当局提出了具体应对政策建议。哈罗德·威尔逊出任首相后，西格蒙德·沃伯格就英国货币等金融政策提出了更多更详尽的政策方案，以及英国宏观经济的“药方”。

投资应坚持“基本面分析”

□范均明

书名：《公司基本面分析实务》
作者：中能兴业
出版社：北方出版社

作为一个略有经验的卖方证券分析师，研究报告写了不少，别人的分析报告也读了不少，书也看过一些，但要认真地评价一本书倒是第一次。应《公司基本面分析实务——把握能把握的机会》一书作者的邀请，我怀着战战兢兢的心情，硬着头皮，随笔表达一下我对这本书的一些看法。

对我来说，价值投资或基本面投资一点都不陌生。无论是于大学课程学过的投资、财务理论，一些财务分析的专业资格认可课程，还是现时的证券研究工作，都离不开基础分析（Fundamental analysis）。巴菲特的故事和投资智慧，以及对中石油和比亚迪的精准投资，都被投资者耳熟能详。格雷厄姆更有“华尔街教父”的美誉。本书收纳了大量出自这两位大师的语录，加插于书中相关的部分，增强了论点的说服力，亦充分体现作者对“基本面投资”的坚持。

从事证券研究多年，一向秉承基础分析的态度，对个股、行业和大市进行价值评估。毕竟个人的力量和能力是有限的，无论对证券资产的评估多么详细，多么准确，多么有道理，都不能避免面对市场无形甚至是有形之手的挑战。随着众多资产管理基金的出现，投资策略的多元化，投资和投机期的缩短以及市场信息的泛滥，市场的波动性大幅增加，都对“基本面投资”产生压力，对“基本面投资”的执行者带来冲击。此书正好为这些价值投资的捍卫者提供重要的理论支持。

对于机构投资者，面对定期的业绩评核，对市场和个股的短期波动的承受能力越来越低。有些基金经理朋友开玩笑称长线投资看一个月，短线投资看一个星期。对部分市场参与者来说，他们并不是不懂价值投资，但现实逼着他们要随波逐流。

理论上，个人投资者应该是理想的长线和价值投资者，他们用作投资的资金是闲置资金，并不是作为日常生活之用，他们应该可以承受较大的短期市场波动。这对于较年轻的投资者更为明显。因此我诚意推荐这书，希望更多人能够掌握基本面投资，对证券市场更健康、更理性的发展有莫大的帮助。

谈回此书，分成六章十八节，重点介绍现金流、资产和业务可持续性的重要性，解释估值方法的异同和利弊，一些市场的陷阱，并列举了大量上市公司的真实个案，利用“自家品牌”的Valuetool分析工具作出详细的分析说明，增加了论点的可信性。

现金流量折现法是估值的基础，是所有财务、工商管理、经济等课程的必修课。读者如要更好地掌握本书的深层意义，必须多参考这基础理论，明白现金的时间价值。但必须指出的是，这方法的理论价值很高，但执行上充满挑战。因现金流量折现法包含对未来现金流的面值、时间点和折让率的估算，而每一个参数都包含众多的假设。在乘数效应下，估算和假设的少量变化可能会对估值产生较大的变动，因此一般来说此估值方法的结果是一个较阔的价值区间，而不是一个硬性的数字，但对投资者来说起码算是一个不俗的参考。真正的问题是，作为公司经营者以外的第三者，对所有这些数据的估算都存在不确定性，最根本原因是公司的数据披露一般不足够，分析师要仔细跟公司管理层询问更详细的数据和未来的计划，而这些数据准确性则视乎管理层的披露意愿而定，中间存在诸多的问号。对于个人投资者来说，一般连发问的机会都没有。对于一些比较容易理解的行业，市场存在较多的第三方资料可以参考，但对于一些较“冷门”或“新兴”的行业，公司管理层对分析师的“指引”较容易令估值渗入“水份”。无怪乎巴菲特于上世纪90年代后期科网股的全盛期没有投资于科网股，而于本世纪初期愿意投资于中石油。

这一点亦引申到另外一个问题，是此书较少提到的。为何一些企业的股价跟一些同类型公司的收购合并价值有较大的偏差呢？还记得约十年前的中国啤酒市场争霸战中，一些外国啤酒品牌收购国产品牌的价值远高于当时青岛啤酒的股价。难道外国啤酒公司没有估价师？他们是否都很慷慨？相信问题的重点在于收购合并中的协同价值(synergy)，当中涉及收入和成本变化，亦有市场供求变化的影响等。如要量化当中的改变，必须对收购者和被购者的经营情况有深入的了解，这并非一般分析师或市场观察家能够轻易拥有的。

以上的问题亦同时带出本书提到的另一个问题——为何企业经营者对企业价值的估算跟市场价值有出入？当然估值方法、宏观观点、对行业的了解等都有其重要性，但信息的非对称(asymmetric information)可能是更大的原因。

事实上大股东增减持其拥有的股份对公司股值是有较高的参考价值的，尤其是大股东是公司的实际经营者。大股东用真金白银买入自己控制的企业的证券，是对市场发出十分正面的信息，代表他认为企业的价值被过分低估，相反亦然。如果实际经营者的大股东于一段长时间不断减持，无论理由多么充分，除非管理团队能够给予投资者百分之二百的信心，否则投资者应该认真考虑自己是否比大股东更了解公司的价值。当中涉及信息的非对称性，对价值评估造成不公平的影响。

作为证券市场的参与者，我对中国证券市场的健康快速发展怀有极高的期盼，在证券市场为企业提供一个合适的融资平台的同时，希望投资者能够获得合理的回报。要达到这个目标，理性的基础分析必不可少。希望读者能够从此书中找到一个适合自己的投资方法，远离虚幻的想象，不切实际的预期，道听途说的态度和不必要的投机心态，成为一个“基本面投资者”，获取最大的回报。

要重视大宗商品研究

□常清

中国经济的迅速发展，造就了世界大宗商品市场的长期繁荣，在国际市场上出现了一个新的经济名词——“中国因素”。然而，由于我国企业对国际市场价格变动的不适应，无法驾驭市场行情，造成了无效益增长的局面和财富流失。

形成今天这种窘迫局面的原因很多，最为重要的一个原因是对大宗商品的研究不足，对世界市场认识不够，对“中国因素”的研究也是“不识庐山真面目，只缘身在此山中。”

我国是一个加工工业大国，又是一个人均资源贫乏的国家，经济发展自然受到能源、原材料供给和价格的影响。但是，在国家级的研究机构中，没有一个专门研究大宗商品的国家级战略性研究机构，为全社会提供“公共产品”服务。有一些研究机构虽有一些专家从不同角度涉及大宗商品领域，也都是零散的研究。有的思维还停留在过去，没有为经济发展和为企业经营服务的思路。

随着我国期货市场的发展，有一批青年新秀开始因工作而研究大宗商品，大多供职于期货公司。由于我国期货业畸形发展不可能有能力养活高素质的人进行中长期战略性研究，只是短期临时为公司业务服务，因而研究不受重视。高等学校的学者大多注重期货市场的体制性研究和一些数学游戏的实证分析，鲜有学者因研究大宗商品走势而脱颖而出，准确地预测或警告了国人而备受关注，也使企业受益。

更有甚者，倒是出现了一些另类的研究，一会儿阴谋论，一会儿操纵论，搞得企业更加弄不明白大宗商品的走势，一头雾水。大宗商品是一个国际公开市场，阴谋难以得逞。供给和需求决定价格在大宗商品这个公开、开放的市场中体现最明显。

那么，我国的企业为何容易在大宗商品交易中付出高昂成本呢？主要是因为我国的企业还不能完全适应迅速的国际化形势。2000年之后，大宗商品的国际国内价格因为进口量激增而迅速接轨。这使得许多企业不可能有人才储备和理念转换来适应这一形势。大家对国际大宗商品的定价方式很陌生。过去进口都是代理制，外贸公司只代理，不太愿做自营式采购。我国的外贸企业和被代理的国内企业都无专门人员和机构来研究大宗商品的价格趋势，企业只是糊里糊涂被动承受能源、原材料价格上涨的压力。

2003年之后，随着我国期货市场的活跃，越来越多的企业参与到国内的期货市场交易中来。虽然我国的大宗商品市场只是影子市场，但对于企业使用其对冲风险、提高对大宗商品价格的分析能力有相当大的作用，也为许多企业做大做强提供了支撑。这些企业由被动茫然接受价格开始主动研究驾驭价格。

我国的企业要想有强大的竞争力，必须做大宗商品研究的领先者，在这一领域展开人才和智力的竞争。企业家必须弄明白研究大宗商品价格走势的重要性，再也不能只会生产管理，而不会价格管理。

我国的实体经济要想有强大的国际竞争力，必须官、学、商同心协力做好大宗商品的研究。全社会应该对大宗商品的研究有真知灼见的机构和佼佼者予以鼓励，让他们在为社会提供研究产品的同时获得应有的荣誉、尊严和报酬，而不是让一些吸引眼球的所谓观点继续愚弄人们。

我国的经济要由大变强，成为一个经济强国，国家必须重视大宗商品领域的研究。应由有关部门设立大宗商品的综合性、整体性、战略性研究机构。

书名：《世界大宗商品市场年鉴》
作者：（法）菲利普·查尔曼
出版社：经济科学出版社

日本经济为何“失去二十年”

书名：《失去的二十年》
作者：（日）池田信夫
出版社：机械工业出版社

□叶雷

日本经济停滞是源于《广场协议》吗？房地产泡沫的影响究竟有多深？为什么经济一停就是二十年，而且有继续停滞的迹象？日本经济停滞的根本原因是什么？20世纪80年代是日本的黄金时代，还是日本传统产业结构的最后辉煌？终身雇佣制真的是日本的优良传统吗？日本应对经济危机的教训和经验究竟是什么？日本真实的社会现状到底是怎样的？日本与中国如何竞争？日本未来可能的出路在哪里？会对世界带来何种影响……近年来，全世界都在研究日本“失去的二十年”，但多是外部的臆测和猜想，日本人自身是怎么反思的呢？

池田信夫，现任日本上武大学经营管理研究科教授。在日本经济界和民间享有盛名。他犀利的观察和独到的见解，源于他丰富的经历。他曾任NHK记者、策划，专门负责深入的经济报道和揭露政府滥用财政项目费用；也曾在政府任过职务，特别是担任日本经济产业研究所首席研究员的经历，使他对日本经济无论是宏观、微观，还是理论政策、现实运行，都有比较深切的研究。

池田信夫的《失去的二十年》，全书共分九章，从日本的现状、历史和经济学的角度出发，深刻分析甚至是颠覆了世界对日本经济很多传统的看法。阅读《失去的二十年》，不能不对池田信夫在每章前面引用的名言好好思考。

在描写“经济陷入长期停滞”的社会现状时，他引用村上龙的名言：“这个国家什么都有。要什么东西就有什么东西，唯独没有希望”。在提出和反思“失去的二十年”这一核心问题时，他引用叔本华的名言：“通常人们失去朋友不是因为拒绝借钱，而是因为借了钱”。在讲“经济政策的局限”时，则引用凯恩斯的话：“有计划的公共事业，或许可以应对有效需求暂时走低的情况。但是仅建设公共事业是无法迅速建立起一个可以应对景气周期波动的最有效、最永久的制度”。

在分析“日式公司走向终结”时，他引用罗兰·巴特的名言：“这个中心之所以存在，不是因为它在向周边辐射发信，只是因为有人在城中设置了这样一个空虚的点来牵制城中的一切变动，使其陷入永久的循环”。在讲“制造立国的神话”时，他引用野中郁次郎的话：“战场上的战斗无法弥补战术上的失败，战术无法纠正战略的失误”。在论述“创新和经济增长战略”时，他引用道奇森的名言：“在这里想要保持在同一个地方不移动，就得不停地奔跑；要是想去其他的地方，那就得以加倍的速度奔跑”。

在诉说“不平等的真相”时，他重复藤原正彦的话：“人与人之间绝不是股份、金钱这样冷冰冰的物质联系。我们讲究的是人情”。在谴责“闲散富裕族”时，他引用米尔顿·弗里德曼的名言：“一个社会若将平等置于自由之前，那么它什么也得不到”。在分析“终身雇用的神话”时，他引用卢梭的话：“奴隶在牢笼中失去了一切，连逃跑的欲望也没有了”。

在分析日本“失去的二十年”的经济原因之外，在《失去的二十年》一书中，池田信夫对政策原因也特别关注。政策原因主要是两个方面，一是大国谋略为日本泡沫经济的形成提供了政治支持，为日本参与国际经济协调，联合干预日元升值和开放本国金融市场，签订“广场协定”和“卢浮宫协议”埋下重要的伏笔，泡沫经济的重要金融政策诱因至今仍在；二是僵化的体制导致国内政局不稳定，“理想宏大的愿景”总是吞噬经济高速发展期间留下的财富，在长期的经济迷失中，越来越多的日本人开始毅然抛掉“明天会比今天更好”的期待，学会了“知足常乐”，彻底的改革怎么也走不下去。所以，对于现在的日本缺少的不是希望，而是逼迫人们穷则生变的绝望。

担心中国经济重蹈日本覆辙，并不是多余的。至少从表面上看，中国崛起有着很多日本崛起模式的印记，相似之处足以引起警戒。美国面临贸易赤字和财政赤字的双重困扰，过去是逼迫日元升值，现在又施压人民币升值。“出口主导型”的外向经济，20世纪80年代初日本出口对GDP的贡献率达到23%，2005年出口对我国GDP的贡献率达到了25.1%。日本和中国都是高储蓄率和低消费率，即使在日本经济的黄金时代，消费率也一直在60%以下，我国则更低，20世纪90年代以来从来没有超过50%。

宽松的货币政策也十分相似，即使在经济不景气中也存在流动性过剩，日本广义货币供应量占GDP最高比例达到了190%，2011年末我国M2占GDP比例已经超过了200%。稳健的财政政策也十分相似，财政收入始终保持较高速度增长，多数时候高于GDP增速，财政赤字一直保持较低水平。以房地产为代表的资产泡沫依然严重，我国房价至今未回到合理水平，即使股市已经大跌，但平均市盈率依然在20倍以上，高于国际平均水平。产业政策也都是政府主导型，如今的产业结构升级、经济增长方式转变也都和上个世纪80年代的日本颇为相似。

但是，中国与日本也有很大的不同之处，给中国避免日本覆辙提供了较大战略腾挪空间。首先是中国体制较为稳定，容易凝聚共识推进改革；其次是中国人口的“刘易斯拐点”比日本晚，日本的人口红利在上个世纪80年代末已经消失，中国则还可以持续一二十年；第三，日本在经济高潮中已经完成了城市化进程，而我国城市化率才刚刚达到50%，还有近30个点的空间；第四，日本的外资利用率一直较低，便于美欧施压，而我国外资使用率基本在30%左右，会严重影响美欧施压的决心和底气；第五，金融自由化和私有经济让日本政府对银行和企业的控制力较低，而我国的国有制度让政府的控制力很强。

日本“失去的二十年”的前车之鉴，中日经济的不同之处，让中国可以及时调整宏观经济政策和推动微观市场改革，从而避免重蹈日本泡沫经济的覆辙。在这个意义上，池田信夫的《失去的二十年》，我们是应该好好读读的。