

布莱克的金融思想

□佩里·梅林

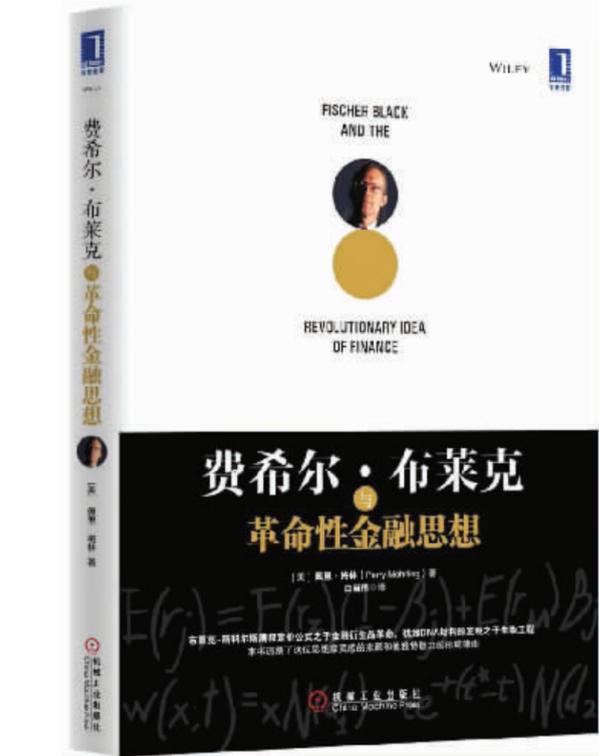
今天的世界正处于一个艰难时期,费希尔·布莱克的故事对我们走出困境会有所帮助。

在细节上,费希尔常常是错的——就细节而言,他的部分理论可能不正确,但就整体见解而言,他无疑最为正确。最初,当他为富国银行做咨询时,他预见到了指数基金、对冲基金、全球基金、自动化交易等创新,这些创新将为金融业的未来奠定基础;最为重要的是,他还预见到了资本市场和货币市场之间的相互交织,而这是现代金融体系的定义性特征。当其他人把国债看作金融体系的无风险之锚时,费希尔表明,即使在无风险资产的情况下,资本资产定价模型同样成立,这一深刻见解而今尤为重要。其他人惯于从新近的历史出发,推及无尽,费希尔却从物无恒常这一更高的视角出发看待问题。唯一恒常的是变化。因此,无论个人目标还是社会目标,必须找到泰然忍受波动的方法,必须在一个变动不居的世界中找到个人稳定的方法。

但费希尔千虑一失。他忽略的一个细节是流动性因素。流动性因素在全球金融危机中起到了非常关键的作用。费希尔决意通过均衡这个透镜来看待世界,在其早期思考中,费希尔从总体上舍去了流动性。只是在他来到华尔街并开始系统地思考交易者行为后,他才开始考虑如何将流动性因素纳入其理论中。当于1995年英年早逝时,他仍然在思考这个问题。作为一名科学家,他一定会被2008年全球金融危机所吸引,最重要的是因为这次金融危机所提供的大量异常数据点,可以作为我们修正和改善理论认识的切入点。

在费希尔成熟的概念中,均衡与价值有关,尽管流动性因素与价格有关。费希尔的朋友杰克·特雷诺对他思考流动性如何引起价格偏离价值具有重要影响。特雷诺认为,市场流动性首先取决于交易商将其资产负债表作为缓冲,吸收供给和需求流临时不平衡的意愿和能力。但流动性的最终源泉是价值投资者,当价格偏离价值足够远时,他们愿意从交易商那里买走这些存货。由价值投资者设定的较宽的“最大价差”是价格偏离价值如此远的原因之一。为了吸引买卖双方,价格必须偏离价值。

当费希尔思考1987年股市崩溃时,他并不重视流动性因素,而是将重点放在一种系统性估值错误上。普遍采用诸如资产组合保险等动态交易策略,导致那些采用了此类策略的人具有更高的风险容忍度,但他们没有意识到,正是此类策略的广泛采用改变了系统的均衡行为。当人们明白怎么回事且价格出现调整时,1987年的股市崩溃发生了。流动性因素开始起作用,导致临时性超调,但对于理解崩溃而言,流动



出版社:机械工业出版社
作者:(美)佩里·梅林
书名:《费希尔·布莱克与革命性金融思想》

性因素还不是最重要的。

我曾把费希尔对1987年股市崩溃的分析,作为理解本轮金融危机的钥匙。这一次,创新是包括信用违约互换在内的信用风险转移技术,人们这一次仍然没有意识到一项创新的广泛采用怎样改变了系统的均衡行为。结果,除了流动性因素超调外,风险一度出现了明显的错误定价,继而得到了校正。

基于已有数据,有一点似乎不言而喻:此轮危机带给人的新启示,就是流动性因素更为重要,这不但表现在引起资产价格偏离价值方面,甚至还表现在破坏资产头寸的融资方面。流动性因素使政府资产负债表不得不反映影子银行体系的资产负债状况,且使前者难以与影子银行体系脱离干系。

所以,为了理解这场危机,我们需要借助特雷诺有关市场流动性的论述,并将其置于核心地位。但我们也需要用融资流动性论述去补充特雷诺的论述,使之与特雷诺的论述相结合。特雷诺绝对是正确的,市场流动性取决于交易商,取决于价格偏离价值时入市的价值投资者。但当前危机表明,由于交易商的存货需要通过融资进行补充,交易商提供市场流动性的能力也主要取决于其获取融资流动性的能力。更重要的是,这次金融危机还表明,融资流动性

的最终源泉是中央银行,因为只有中央银行才能通过发行货币为存货提供资金。

费希尔·布莱克想像了一个没有货币的世界,这也意味着一个没有中央银行的世界。40年来,一种可能的关于未来的设想有助于他理解并竭力推进现代金融世界的构建。今天,由于危机的出现,在我们生活的世界里,中央银行成了唯一的依靠。我认为费希尔会得出这样的结论,是将货币引入这个世界的时候了。对他而言,这意味着将有关流动性的理解融入其无货币的理想世界。

费希尔·布莱克自己涉及的领域极广,他既涉足了宏观经济学,也涉足了金融学。作为向读者发出的关于该书的信号,书名所指“革命性金融思想”不是使布莱克成名的布莱克-斯科尔斯期权定价公式,而是最早激发了费希尔的想象力,其后又为其提供了“前科学洞察力”(如约瑟夫·熊彼特所称)的资本资产定价模型,正是这种前科学洞察力指引费希尔终生从事科学探索。那是1965年,当时费希尔·布莱克洞悉了CAPM的真谛,并想像了一个不同于1965年的可能的未来世界。当我写作本书时,费希尔独特的设想总体而言已经成为当今的现实,所以我认为本书是通晓费希尔的生活和工作,讲述一个更宏大的故事,这个故事阐明了当今世界从想像到现实的

建构过程。

宏大的故事是金融全球化的兴起,以及这个兴起对国家经济政策的影响。但是在讲述这个宏大故事的过程中,为了使读者能更好地理解整个故事,也必须顺带讲述许多从属故事。因为大多数小故事中蕴含着许多从教师传至学生的民间智慧,但几乎没有任何适当的历史文献去检验其准确性。我已经在这上面花费了一生,并撰写了多篇独立论文,这些论文深入挖掘了每一个从属故事,但当时我还没有完成这本书。相反,这些从属故事第一次出现在本书中,但是仅仅作为从属故事——关于特定的人物和地点,关于CAPM、布莱克-斯科尔斯公式,以及有效市场假说的由来,关于凯恩斯主义者-货币主义者之间的争论,关于特需金融分析师(CFA)和芝加哥大学证券价格研究中心(CRSP)、《雇员退休收入保障法案》(ERISA)和财务会计准则委员会(FASB)、计量经济学的作用和布雷顿森林体系。在每个故事中,我尽量清晰阐明我是如何理解历史证据的,希望启发和激励下一代学者更深入地挖掘。

费希尔的广泛兴趣,以及他开展工作的不同机构环境,使得我们可以将其生活和工作的充分加以利用,作为将所有小故事连接成为一个宏大故事的基础。但这做起来并不容易。最大的写作挑战来自——费希尔在其整个职业生涯中,同时并持续地追逐其众多兴趣中的每一个兴趣。每一个兴趣背后都有故事,并且这个故事可能跨越数十年。因此,严格按时间顺序讲述很快就会演变为对每一个项目逐年进行更新,那样会忽略驱动每一个更新的内部逻辑。但如果换一种方式,严格按主题讲述,则会演化为对费希尔生命中主要里程碑和转折点极其令人厌烦的反复。

我解决写作问题的方法是将每一重要主题和费希尔一生的特定时期相联系,所谓的特定时期即是指他在所讨论主题上取得最重要进步的时期,接着运用倒叙和伏笔的手法,讲述费希尔是怎样对这个主题感兴趣的,以及兴趣最终将其带向何方。目标是使每一章成为差不多自成体系的单元,集中讲述费希尔宏大事业中某一方面的故事。

将各章分组能起到使宏大故事的几个主要方面更加突出的作用。第2-5章涵盖了费希尔成为学者之前的生活,介绍了现代金融学的核心思想。第9-11章涵盖了费希尔离开学术界之后的生活,介绍了现代金融的核心制度变迁。这两个部分共同讲述了思想和制度的协同演进,世界为之而焕然一新。第6-8章涵盖了费希尔的学术岁月,讲述了世界所发生的巨变是怎样挑战传统思想和制度的,而这些思想和制度本身又是大萧条和世界大战期间那些水深火热年月中的产物。中间几章介绍了金融学对经济学,尤其是宏观经济学提出的挑战,这个挑战一直持续至今。

投资中最简单的事最重要



出版社:中国人民大学出版社
作者:邱国鹭
书名:《投资中最简单的事》

说服力。”

但是,投资中有那么多影响股价涨跌的因素,投资最重要的要素又是什么呢?邱国鹭认为最重要的只有两点:一是估值,二是流动性。如此一来,今年7月以来A股市场的演绎发展便非常容易理解:受无风险利率下降、增量资金入市的逻辑推动,市场流动性初步改善,助推A股市场持续走高,进而提升整体估值水平。尽管短期调整有所调整,但这一逻辑并未出现明显变动。并且,在短期内由于通缩预期有所加强,第二次降息和持续降准概率大增,流动性有望进一步改善。

在具体选股上,邱国鹭又是怎么操作的?在该书中,他把过去十几年的投资分析方法简单概括为回答三个问题:为什么认为一家公司便宜,为什么认为一家公司好,以及为什么要现在买。这分别涉及到估值、公司品质和买卖时机,分别解决了好行业、好公司和好价格的问题。他淡化了时机的重要性,不是因为时机不重要,而是时机难于把握,能够成功择时的人总是极少数。如此一来,选股的复杂问题就变成了寻找便宜好公司这样一个相对简单的问题。

然后,针对不同的行业特性,利用波特五力、杜邦分析、估值分析等简单工具,弄清这个行业里决定胜负的关键因素是什么,什么样的公司算好公司,什么样的价格是便宜。“把投资分析简化为估值、品质和时机三个问题,不敢说是最好的办法,肯定也不是唯一的办法,但我相信它是一个相对行之有效、相对简单可行的办法。而且,它也不只是在A股行之有效,从我在美国、加拿大、韩国等相关很多国家和地区的身边经历来看,这个办法的效果都不错。”

此外,他还奉行一些简单的经过长期验证、触及投资本质的规律性原则,诸如“便宜才是硬道理”、“定价权是核心竞争

力”、“胜而后求战,不要战而后胜”、“人弃我取,逆向投资”。他认为,这些规律性的东西虽然看起来是投资中最简单的事情,但也是投资中最本质的东西,并不会因为时空的不同而产生大的差异。

以上投资分析方法和理念看上去非常简单,但如果知其然而不知其所以然,不能够认识到自我能力的局限性,没有一个化繁为简、汇通升华的过程,也很难真正取得投资上的成功。在邱国鹭眼里,尽管每次市场的狂热都让人觉得“这次不同了”,但是人性中贪婪和恐惧是不变的,那些总认为“这次不同了”的观点不过是对历史的健忘。而对于自己在投资上的局限性,他却是认识得十分透彻:“我更擅长在变化中寻求不变,而不擅长预测未来的突破和演变;我更擅长在变化中寻找不变,而不擅长在不变中寻找变化。”正是意识到市场和自我的双重局限性之后,在思考未来十年投资问题和机会的基础之上,他最后找到了一些历史上被证明行之有效的简单法则和工具,具体还包括三种周期、三种杠杆以及行业轮动时机的把握等,然后长期坚持。

“股市永远是有钱的人获得更多经验,有经验的人获得更多钱的地方。作为一个职业投资人,我们要研究的就是这些共性的、本质的、规律性的东西。”读懂中国股市,不妨读一读这本《投资中最简单的事》。投资中国股市,更要反复细读这本书。尽管该书由作者过往的文章、随笔和演讲实录集结而成,他一些判断和评论都带有鲜明的时间烙印,但是经由图书策划和出版机构的精心编排,脉络清晰,内容翔实,无论是指导性还是可读性都非常强。邱国鹭目前在一家私募基金公司担任CEO,他将用自己的实践证明价值投资在中国的有效性,相信读过这本书的读者和投资朋友也会拭目以待。

■ 新书快递

智慧城市

作者:(美)安东尼·汤森
出版社:中信出版社
内容简介:

一个世纪以前,电报和机械制表机被用于数百万人口的城市中。如今,互联网、大数据将拥有数千万人口的大型区域错综复杂地结合在一起。智能的设备、一体化的智能系统一切都表明智慧城市的建设和发展势不可挡。世界各地的规划师和城市管理者都在关注智慧城市,并寄希望于利用技术来解决政府的难题,以及人类居住所带来的日益严重的问题。

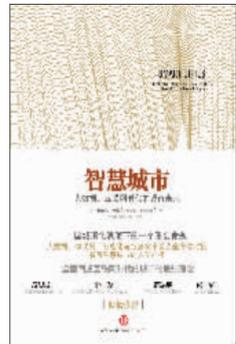
我们居住的城市之所以变得越来越智能,是因为信息化和互联网赋予城市新的生命力。互联网、智能机器组合成一个神经系统,用来支撑庞大的、不断成长的城市市民的日常生活。在不断城市化和数字化的城市里,智能设备取代传统机器引领着互联网时代的一切。那么,如何利用新技术将城市建设得更美好?

作者以前瞻性视角为我们解读了城市的未来:智慧城市不再是一个空洞的名词,随着大数据的开放、移动智能设备的普及、互联网时代的来临,它有了全新的意义。而我们如何在本次互联网浪潮中乘风破浪,引导这些历史性力量融合,以发挥最大的效应造福人类至关重要。智慧城市建设已被多个国家放入发展战略规划,智慧城市建设是信息化建设的大势所趋,也将成为拉动经济增长的强大引擎。

智慧城市这一人类伟大的工程将从人们日常上网的一次次点击、搜索、互动中建成,将从为解决城市问题开发的一个个软件中诞生……智慧城市其实存在于每一个市民的智慧创想中。草根阶层的全面参与,将是改变城市的主要力量。这是一本汇聚智慧和力量的书,它将改变我们对城市的思考,改变城市的发展模式,甚至一个国家的未来。

作者简介:

安东尼·汤森,硅谷未来研究所主管,该机构为产业和政府提供咨询服务。他长期致力于研究新技术对城市和公共部门的影响,以及科技在经济发展中的作用。他经常就智慧城市、政府服务创新和技术创新系统在全球各地进行演讲。此外,他还在纽约市、旧金山市、首尔市等世界多个城市担任城市规划顾问。



决策的智慧

作者:(英)诺瑞纳·赫兹
出版社:中信出版社
内容简介:

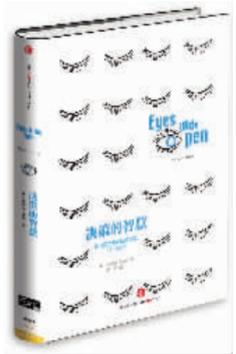
生活就是由一系列决策组成的,每天,我们都会面对海量信息轰炸,并且不得不做出各种大大小小的选择与决策。例如,读什么专业?找什么工作?做哪类投资?采取何种治疗方式?喝哪种口味的咖啡?那么,在这个“专家”云集的时代,我们又该相信谁?如何确定这些信息的可靠性?如何避免做出让自己后悔的错误决策?

本书能够帮助你睁大双眼,理清思路,在洪水般的信息轰炸中保持清醒的头脑,做出最明智的决策。作者诺瑞纳·赫兹博士也是知名的TED演讲人。她认为,我们不能人云亦云,不能盲目地接受“专家”的意见或建议,更不能天真地认为他们的意见都是正确的。我们应该从源头更多地收集信息,保持开放的头脑,提高自己的洞察力、控制力与决断力,这样在面对高风险决策时,才能够控制决策的过程,清醒地做出对自己最有利的决策。同时,赫兹还提出了做出明智决策的步骤,包括:跟上这个高速运转的世界;全方位获取并分析信息;不受其他信息的干扰;拒绝顺从并质疑权威;倾听外行专家的建议;信息共享和监听;仔细查看“马甲”,进行信息甄别;成为数学能人;控制情绪;拥抱分歧,鼓励差异。

一切皆有可能,一切都在你的掌控之中。本书能够帮助你成为一个更加睿智的决策者。

作者简介:

诺瑞纳·赫兹,获得剑桥大学博士及沃顿商学院MBA学位。目前是荷兰阿姆斯特丹德伊森贝赫金融学院全球化专业的教授,同时也是伦敦大学的研究员。她还是著名的世界经济论坛及TED大会演讲人。



中国农村留守人口

作者:叶敬忠等
出版社:社会科学文献出版社
内容简介:

《中国农村留守人口(全三卷)》是对中国农业大学人文与发展学院“中国农村留守人口研究”课题组研究成果《中国农村留守人口研究系列》(《陌陌舞》《静寞夕阳》《别样童年》)的再版。这三本书以农村劳动力输出大省的农村留守儿童、留守妇女和留守老人的生活世界为切入点,客观而真实地展示了农村留守人口的生活全景和多元性现实。

这三部专著可展现21世纪前十年中国农村劳动力流动与人口留守的现实及学术研究思考,能够反映经济建设取得举世瞩目成就的同时,与之相生相伴的农村留守人口社会问题。该系列专著先后获得第六届高等学校科学研究优秀成果奖(人文社会科学)一等奖、北京市第十一届哲学社会科学优秀成果奖二等奖、第四节中国农村发展研究奖。

作者简介:

叶敬忠,荷兰瓦赫宁根大学社会学博士,中国农业大学人文与发展学院教授,博士生导师,研究领域包括发展历史与发展批判、发展干预与社会转型、农村社会与农政变迁、劳动力流动与留守人口、小农农业与土地政治、农村教育与社会问题等。



□张鹏

“股市如围城,城内的人在往外逃,城外的人在往里冲。”原南方基金投资总监邱国鹭在其新著《投资中最简单的事》中将股市比作围城。不知道他不是第一个做这个比喻的人,倒是笔者第一次看到这样的说法,一来觉得新鲜,二来有一种继续读下去的欲望。

近来国内A股上涨气势如虹,跌起来又如水银泻地。尽管牛市逻辑实际上未变,

一定的波动性也有利于市场的发展,但大涨大跌不仅让局外人大开眼界叹为观止,更让局内人胆战心惊如履薄冰。对国内股市的特点,邱国鹭在书中早有总结,A股市场是价值投资者的乐园,但是价值投资亦有陷阱,成长投资也是如此。“每次上涨以后,好像乐观的观点和乐观的人就多了一些,而且乐观的观点显得特别有深度,特别有魄力,特别有远见;每次下跌以后,悲观的观点和悲观的人就多了一些,而且悲观的观点则显得特别睿智,特别深刻,特别有