

倾听市场噪声

□ 乔治·吉尔德

我像往常一样搭乘地铁5号线去上班，在华尔街站踏出绿色的车厢，沿着多年以来走过成千上万次的路线去公司。我只是惯性地往前走——多年来一向如此，在摩肩接踵的人群中小心翼翼地挤来挤去。人群中，有些人穿着笔挺的西装，有些人背着邮差式通勤包。我艰难地挤出了自动检票门，沿着脏兮兮的楼梯一步步往上爬，最后终于步入了华尔街。

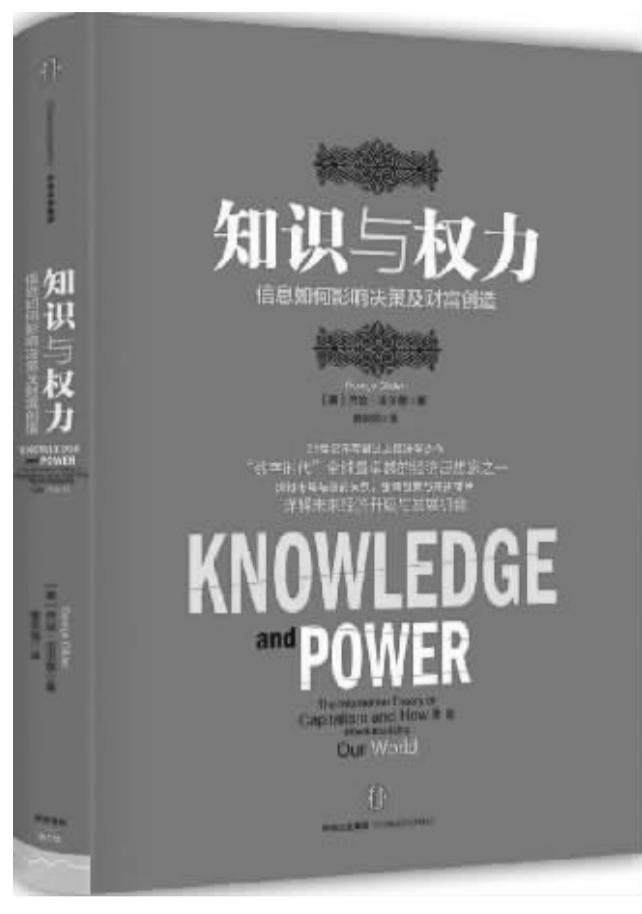
炽热的阳光洒满这条街道，一幕幕景象映入眼帘，却似乎什么都看不太清楚。喧嚣让我感到心烦意乱。空气中充斥着汽车的鸣笛声、修路工人操作气锤的轰鸣声和卖报人的叫卖声。不过，在一片嘈杂之中我听到了一种声音，犹如瑞格舞的节奏一般，时而高，时而低，时而快，时而慢，但律动一直都很清晰。这是心跳的声音或生命的律动吗？这种声音传递出了什么信号、差异或新闻吗？在各式各样的经济渠道中，这是难能可贵的创意律动之声吗？

1995年，我拿着投资者的500美元，向对方夸下海口说：“我选择的投资必定稳赚不赔，我还将发现下一个微软。”现在回想起来，真不知道自己当时究竟是怎么想到许下这种承诺的。股市实在太嘈杂了，让你无所适从。每一家企业对自己的描述都很好，每一只股票看起来都不错，但企业实在太多了，它们的描述一个比一个精彩。太多的描述融合在一起，就构成了股市连绵不断的震荡。大多数希望通过技术分析参透股市的人，都把噪声误认为有用的信息，以至于最后被淹没在股市的随机运动中。

我认为自己确实与众不同，具备了真正的投资知识，能够帮助投资者赚取令他们惊异的收益。按照华尔街的惯常说法，就是赚取alpha收益，即高于市场平均收益水平的收益。虽然每个人都对此梦寐以求，虽然每个人都说自己能赚到，但实际上大部分人只能赚到beta收益，而在茫茫投资大海中随波逐流，收益水平高低不一。市场价格回暖向好之时，投资者自然表现神勇；反之，一旦行情回落，则被杀个片甲不留。为了获得alpha收益，我需要依靠种种帮助、指导、指标和分析，有时候甚至还需要向交易员当面请教。

我必须用客户的钱赚取新的收益，买入的股票必须升值5到10倍，才足以证明自己真正具备赚取alpha收益的本领。这本书没有直接提到alpha收益，而是大量运用了“熵”的概念，其实二者具有异曲同工之妙，基本上意义相同，均代表突如其来的信息和出乎意料的回报。意料之内的回报已反映在价格和利率之中，我要为客户带来并非只包含在现价之中的“惊喜”，而且不是一朝一夕，而是月复一月、年复一年地做出成绩。我要及时抛售被迫过度的股票，从而加以对冲，以免落得泰坦尼克号那样的惨淡结局。然而，如此宏大的愿望很容易实现吗？我希望如此！

我想起早在1973年，一位穿着休闲装、名叫拉里的基金经理告诉我：“想当年，每天早上9点钟，魏尔德公司的机构投资经纪人就会给我打电话，及早告知公司内部分析师对宝丽来、施乐、菲利普·莫里斯几只大股的股价分析。虽然每股交易成本要75



书名：《知识与权力：信息如何影响决策及财富创造》
作者：乔治·吉尔德
出版社：中信出版社

美分，但又何足挂齿？毕竟当时红得发紫的股票只有50只，因而有‘漂亮50’之称，买入之后就不要出手。我可能需要从《华尔街日报》的《股闻天下》栏目或《商业周刊》的《深入华尔街》专栏获得一些启发。”

可惜“漂亮50”的股票后来也形势不妙，而由指数基金教父约翰·博格创办的投资管理公司先锋集团却逆势而起。1975年，在市场放宽管制、佣金浮动制以及交易成本下降等因素的共同作用下，该集团意识到所谓alpha收益不过是神话而已，凡人是无法打败市场的，因而索性编制了一些指数作为投资指导。因此，购买先锋基金就等于购买股市的统计样本，以至于股价包含的真知灼见荡然无存。

球，只能被他人控制，无法塑造他人。而先锋集团告诉我们说，我们并不是一个时刻处于被动地位的高尔夫球，我们本身就代表着市场。但即便我们代表着市场，我们也绝不是市场的塑造者，而只是像一个皮球一样被市场踢来踢去。我们在本书中将深入了解的香农就没有被所谓的指数基金迷惑，他最后成了一个能够赚取alpha收益的投资者。

25年之后，市场指数已泛滥成灾，意味着人们只能赚取beta收益。真知灼见反而湮没于噪声与快速交易之中。电脑人，人脑出，正是20世纪70年代科幻式想象的典型写照。正当我回想起人类在20世纪70年代表现出来的智慧时，一位正在拿着苹果手机玩儿“愤怒的小鸟”的流浪汉突然尖叫了一声，将我的思绪拉了回来。

指数折射了市场，可说是一种投资渠道，就如贝尔实验室的香农在其别具一格的信息论著作中基于数学角度界定的信道一样。事实上，指数只能用来推断可以预测的市场回报，但几乎完全忽略了创意与创

新所带来的利润，而这种利润往往来自未纳入指数范围的新公司。我必须打败指数，争取获得远远超出指数预测的投资收益，我必须依靠真正的、不具有可预测性的知识。在利用指数作为渠道的同时，真正的知识有助于预示指数平均值造成的扭曲现象。真正的知识的一个标志性特征就是它能给人带来惊异，无论是好的惊异，还是坏的惊异，只有在充分了解令人惊异的信息之后，才能获得真正的知识。

虽然有这么多的信息源，我仍然没有获得真正的知识，而只能对市场上的种种意外发展加以事后分析，以便从中找到新的说法。为求对市场行情的意外发展做出预测，我不得不全力以赴，苦苦思索，但当务之急始终在于把握住市场脉搏。虽然付出了艰辛的努力，但足以构成真正知识的深刻见解着实之少，但最后总算略有所成。在泡沫严重的特殊时期，虽然市场上一片叫好声，根本没有什么噪声，投资者仍然能够获利。不过这种时期比较少，在大多数情况下，如果市场上没有噪声，就不会有回报。而如果市场众口一词，一如20世纪70年代的“漂亮50”，或者连退休者也在机场旗舰俱乐部的会员候机大堂的闲谈中提到考虑多买点苹果股份，那你就应该暂时收手，静待市场噪声的重现，再重出江湖。

作为一名投资者，我必须每天为市场把脉，在源源不断的市场传闻中去伪存真，才能为客户淘金，因为我只有深入把握市场脉搏，才能领会当前的市场信息。在这个过程中，我必须抗拒传统观念，而冒着风险去倾听市场噪声，从中甄别出新信息，然后预测接下来会发生什么。这个过程可以让我获得真正的知识。真正的知识从来都是来之不易的，虽然跟发现座头鲸的难度差不多，但经过一番艰苦的努力，真正的知识

的确是可以获得的。

在充斥华尔街的走势预言中，你很难区分哪些是真的，哪些是假的。根据财务信息的全面披露规定，公司只能在每个季度举行一次的财务报告发布会上就行业发展趋势给出一些指导意见，即使公司业绩表现理想而受赞赏，面对有关未来税率走向的提问，公司也只能给出一些所谓的指导意见。这种指导不会传递出任何新信息，这就是香农所说的“零熵通信”。在我对信息的需求越来越迫切之际，市场上可以获得的信息却变得越来越少。

市场样本或许只能反映出市场的平均收益水平。只有从相关信息中提取真正的知识，才能取得alpha收益，才能在华尔街称雄。指数不过是一堆无用的信息，其中杂乱无章的信息只会淹没真正的知识，而无助于揭示出它们。因此，将指数作为投资依据，你只能获得beta收益，而不是alpha收益。

面对如此形势，有真本领的基金经理又有何对策呢？他们自当全力掌握市场脉搏，继而根据个人经验从中理出头绪，辨别市场出人意表的转变所在——惊喜即将出现，即香农所说的高熵的知识，这种知识是非常珍贵的。指数投资策略、即日平仓交易策略、趋势投资策略等都不如根据真正的知识去投资。

我前往位于硅谷中心的帕洛阿尔托市寻找机遇。那里一套140平方米的房子就能卖到250万美元。我为什么要去硅谷呢？因为那里可以发现令人意想不到的惊异。事实上，击败市场，获得高于市场平均数的收益之道，不在于华尔街中的买卖手法，而在于对惊异、市场变化、经济体的生产力结构的理解和预测。至于其他的一切，只不过是噪音而已。

在硅谷，每天都有令人惊异的事情发生。比如，有人写出了某种别出心裁的计算机代码，推动了零售业的变革，或者有人运用信息论写出了某种安全算法，或者有人发明了某种新式Wi-Fi光束。凡此种种，都属于惊异。要想获得切实可行的知识，必须超越股市交易的范畴，深入地分析科技变化态势及其对各种人机界面的影响，并分析为什么现有的很多公司将会倒闭。

在硅谷的每一天，我都能感受到科技发展带来的惊异。很多年以前，我曾经跟一组科研人员见面，当时他们以每秒5GB的速度将信息储存于短短数米的电缆之内，而且成本非常低廉，在当时来讲，这种技术是前所未闻的。后来，高清晰度多媒体接口技术(HDMI)横空出世，我敢说正是有了这项技术，你才能够用你的平板电视播放高清视频。其实，种种惊世科技之所以能够产生改变既定游戏规则的奇效，是日积月累的结果，而非一蹴而就所得。虽然这类科技企业未必能够成为下一个微软，但在科技发展中也算是做得足够好了。

这些企业只能从噪声中去伪存真，形成主见，把握市场脉搏，最终创造巨大财富。指数毕竟只能帮助你回顾以往的股市行情，而无法帮你把握未来的市场脉搏。要想获得投资界趋之若鹜的alpha收益，要想获得高熵的信息，要想捕捉到能够促使股价呈线性增长态势的信号，就必须对企业创造的惊异有深刻的认知。

■ 新书快递

移动互联营销：从4P时代到4D时代



作者：赵占波
出版社：机械工业出版社

内容简介：在新互联网经济的大背景下，研究营销模式变革具有重要的理论价值和现实意义。本书是基于传统企业在新互联网经济背景下遇到的迫切需求和巨大挑战而作。在移动互联网、云计算、物联网以及大数据发展速度日益迅速的今天，传统企业面对一些新兴营销模式，如O2O、微信营销、网络支付等所感受到的迷失和迷茫，对传统渠道管理和费用控制的力不从心，对顾客消费模式变化以及忠诚度的空泛理解等，都促使我们必须对传统经典营销模型进行思考和调整，以满足众多企业在营销模式和经营策略方面的急切需要。

移动时代发展、产业转型升级、消费特点变革，要求管理人员从新的视角来审视和思考品牌与用户的关系，策划和开展更有效的移动互联营销。本书的4D模型提供了这种新视角。4D模型的构成要素包括：关注用户的真正需求(Demand)、向客户快速传递价值(Deliver)、跟客户保持动态沟通(Dynamic)以及基于大数据的决策(Data)。在此基础上借助大数据、平台化、跨行业等互联网思维重塑企业经营管理模式和价值传递渠道，通过社会化渠道管控全面建设和强化企业的运营能力，使企业初步具备全渠道销售能力，并通过协同线上线下业务、优化运营模式实现营销模式的互联网转型，形成全渠道价值链。

作者简介：

赵占波，北京大学营销学博士、副教授、硕士生导师，目前在北京大学软件与微电子学院金融与管理学科组任教，研究领域包括：移动互联网营销、市场调研及服务营销等。

远去的都市



作者：张济顺
出版社：社会科学文献出版社

内容简介：老上海是否消失得无踪影？上海的地方性是否延续？社会“入场”与都市“在场”怎样互动？如同问题的发掘难以穷尽，几乎每一个问题都大有文章可做，且大有引发新问题的余地。本书从“劳动人民”、“知识人与文化人”以及“小市民”三个研究主体出发，对上世纪50年代的上海社会文化作一次重访，以期将历史巨变中那个远去的都市拉回到历史的真实中来，既有历史场景的铺陈，也有生动故事的讲述。

作者在既有研究的基础上，特别关注上海历史的断裂与延续，通过里弄、校园、出版业、影院等研究，阐释了上世纪50年代的上海，在经历天翻地覆大转折的时候，文化、观念、习俗也延续着某些惯性的东西。由此也提示我们，整个社会的现代化是一个复杂系统的工程。

作者简介：

张济顺，华东师范大学历史系教授。

京都大学最受欢迎的决策课



作者：泷本哲史
出版社：中信出版社

内容简介：曾任职麦肯锡的人气教授泷本哲史，在京都大学开设的“决策课程”堂堂爆满，意外的是，前来听课最多的竟是人们通常认为准保拥有美好将来的日本名校医学生，这门课究竟具有什么样的魔力？

“现在早已不是那种‘医生=有钱人’的时代了。”“形势变得更加严峻，必须找到新的生存方式，才能在竞争激烈的职场存活下去。”学生们都希望通过这门课得到启发，《京都大学最受欢迎的决策课》正是这门“决策课程”浓缩而成之精华。

泷本哲史在书中一针见血指出社会时势变化所带来的危机，以及年轻人无法因应变化的问题。他通过决断思考七堂课传授“实用的学问”，这款武器，让没钱没势的年青一代切实提升个人“决策的能力”，以在瞬息万变、竞争激烈的社會上更好地生存。

本书以“思考的方法”为切入点，提出知识、判断、行动三者要联动思考，通过实战训练，手把手教你如何辩论、问对问题、评估分析、寻找反证，掌握信息搜集术，找出现况下的最佳方案，真正做到决断思考，在没有“正确答案”的时代，自己做最佳的决定。

作者简介：

泷本哲史，京都大学客座副教授，天使投资人。曾任职麦肯锡，后自行创业，协助多家巨额负债企业重建。他在京都大学开设“决策课”“创业论”等课程，堂堂爆满。

换个角度看收入分配

诚如作者所言，收入分配问题一直没有游离于主流经济学的关注视野之外，也从来都是人类社会经济实践中的重要方面。理论关注自不待言，实践层面的重要性更令人倾目。我国改革开放之初实行的“农村家庭联产承包责任制”也属于从收入分配环节入手进行改革破局，打破了计划经济条件下的绝对平均主义分配模式，由此释放出巨大的社会创新活力。近十数年以来，我国社会出现的新焦点问题同样聚集在收入分配领域，如居民收入增长长期落后于经济增长，居民收入在城乡、地区、行业、阶层等层面的差距日益拉大等。

收入分配问题属于当代中国一个重大的理论与现实问题，它同时与一定时期的政策高度关联；也就是说，收入分配模式取决于一定历史时期的制度模式，而制度运行又是由一系列政策制定与实施进行落实。收入分配分为初次分配与再分配两个环节，这本专著聚焦、关注的正是财政政策如何影响收入初次分配这一问题。关于这一问题，理论界长期以来关注重点集中在财政政策对再分配的影响方面，一般共识性的观点认为：政府是生产(市场)之外的中立主体，政府“有形之手”一般不直接参与生产，其分配效应集中在通过再分配手段平衡不同利益主体，矫正市场的“外部性”，改进市场公平，而对政府公共政策对初次分配是否产生影响，以及产生何种影响的研究不多。这本书选取这一视角进行研究，恰到好处地弥补了理论界的这一不足。

本书在广义范围内使用“财政政策”定义，即财政政策不单包括财政收入政策、财政支出政策、财政转移支付政策等传统范畴，也将国有资产管理和与财政有关的政策管制等纳入分析范围。本书贯穿了以下

的逻辑脉络：财政政策会对初次分配产生影响吗？如果会，这一影响是如何建立的，以及财政政策作用于初次分配的机理是什么？理论上来说，财政政策究竟会对初次分配产生怎样的影响？在当代中国初次分配的演变过程中，财政政策实际上又扮演了怎样的角色，施加了怎样的具体影响，存在的问题以及问题解决的思路与方法是什么？作者结合中国实际，运用多学科经济理论知识，多维度、全方位地进行了考察分析，并在此基础上对存在问题提出了解决的思路、观点以及方法。

作者的简要结论在于：无论是出于主观有意还是主观无意，财政政策不单决定着再分配格局，也同时对初次分配产生着重要影响。财政政策作用于初次分配有直接影响，如通过直接的、也有间接的、单独或共同对初次分配产生深刻而又复杂的影响。在实践层面，我国计划经济时期“革命型政府”对应的“吃饭财政”、计划经济向市场经济转型初期的“建设财政”与“管理财政”，以及全面向成熟市场过渡时期的“管理财政”与“服务财政”等不同的价值取向，给不同时期的初次分配打上了鲜明的时代烙印，体现出不同发展阶段政策效应的阶段性历史特征。作者的观点无疑是深刻而独到的。

对于当代中国广受关注的居民收入初

次分配差距方面的政府政策成因，作者提出了以下的观察与总结：一是企业部门收入份额扩张与政府部门宏观税负水平提高，导致劳动要素报酬受压；二是城乡“二元分割”与劳动力整体过剩背景下城市经济体制改革推进而农业部门改革滞后，导致农村居民收入增长持续落后于城市居民；三是国家改革战略设计以及地方政府“非均衡竞争”成为地区分配不平衡的主要诱因；四是行业间开放不均等与体制原因导致行业间劳动与资本收入差距不断拉大；五是劳动者薪酬议价能力弱化成为阶层收入不合理差距扩大的重要成因；六是权力运行与市场秩序不规范导致灰色收入漏出、公共部门浪费甚至腐败，成为收入分配个体比较中“不公平感受”的最根本诱因。

针对我国初次分配问题背后的财政政策成因，作者提出了具体的改进思路以及建议，核心要点在于：厘清政府与市场边界，在强化公共部门计划控制的同时，政府在私人部门中的职能应向“守夜人”古典角色回归，最大程度地保护与鼓励微观主体之间竞争而不是限制竞争；改革现行的国有资产管理制度与国有企业内部治理、分配模式，鼓励企业劳动者组织创新，改善劳动与资本要素收入对比中过度弱势的现状；规范政府权力行为与市场分配秩序，促进分配公平平等。

而在厘清政府与市场边界的基础上，重塑理性政府、有限政府、效率政府，让市场发挥更基础的资源配置功能问题，这一精神与十八大精神及十八届三中全会全面依法治国精神高度契合。本书视角独特，观点鲜明，分析全面，见解深刻，对问题的剖析切入肯綮，提出的问题解决思路符合成熟市场理论要求，也切合中国实际。

书名：
《经济能见度：财政政策与收入初次分配》

作者：傅子恒

出版社：东方出版中心

□ 鲁培康

傅子恒博士新著《经济能见度：财政政策与收入初次分配》最近由东方出版中心出版发行。这是一部理论研究与当代中国具体实践相结合、引发人们理性思考的著作，作为本书的责任编辑，我非常乐于向经济研究与实践者，向证券、财经界的读者朋友们推荐这本书。