

STRENGTH HORIZON



实力资产
Strength Asset

实力视界

2011年 12月号

帮助投资者

实现财务自由和财富传承的梦想

上海实力资产管理中心（有限合伙）

目 录

● 大师智慧			
巴菲特 2012 年五大预言	刘建位	1	
巴菲特在佛罗里达大学的一次演讲（下）	巴菲特	5	
● 精品文章			
IBM 的彭盛明十年	悠然	17	
努力让自己关注于“更大的大局”	大地华盛	22	
● 人生智慧			
创业日记之甘地工程	范真	25	
● 实力视点			
投机者的出路	陈理	27	
价值投资系列访谈-----实力资产陈理	财商网	30	
利率市场化对银行的影响	杨军	40	
● 实力动态			
《实力视界》改版通告	实力资产	45	
● 商业领袖			
梁信军：投资迎来好时候	梁信军	47	
冬天里走出来的企业更优秀	沈南鹏	52	
● 财商启蒙			
儿童理财第十七课：真相	幸星动画	54	
儿童理财第十八课：权衡利弊	幸星动画	59	

● 大师智慧

巴菲特 2012 年五大预言

■ 刘建位

2011 年 11 月 14 日,巴菲特接受 CNBC 电视台专访,做出对 2012 年的五大预言。特地翻译整理,希望能作为大家 2012 年投资的参考,并祝大家新年快乐。



第一、世界还会很不确定,但我还会坚定持股优秀公司。

CNBC:“你是如何处理不确定性的?

你是忽略所有的不确定性,还是说,你会想法处理这些不确定性并做出投资决策?”

巴菲特:“世界总是不确定的。1941 年 12 月 6 日,世界是不确定的,我们当时并不知道第二天太平洋战争会发生。1987 年 10 月 18 日,世界是不确定的,我们当时并不知道第二天股市会一天暴跌 508 点,跌幅高达 22.6%。世界总是不确定的,充满了不确定性。”

“如果在美国奥马哈当地拥有一家好企业,你听到有人说意大利出现大问题了,第二天你会因此卖掉你的企业吗?但是出于某种原因,人们会认为,如果他们持有一家优秀的企业,不是直接持有,而是通过持有股票而间接持有,他们应该每五分钟就做出新投资决策。我想,即使美联储主席伯南克来见我,在我耳边小声告诉我们他明天将会做这件事那件事,我也根本不会改变我对自己想要买入股票的公司的看法。我将会持有这些公司的股票很多年,就像我持有一家农场或者持有一套房子一样。将来肯定会出现各种各样的大事件,肯定会有各种各样的不确定性,最终真正重要的是你持有的公司、农场、房子未来这些年份表现如何。我无法确定买入和卖出的具体时间。”

第二,股市还将会大幅波动,我会利用股市过度反应低价买入好公司。

CNBC: “我知道，你并不会关注每天或每周或每月的股市波动。但是市场的波动性在增强。不久之前，你曾经说过，市场总是充满了不确定性。但是这种不确定性似乎在公众和投资者中间引起很大反响。你认为这种不确定性已经结束，或者说，我们现在非常担忧的头条新闻报道的欧洲出现重大风险使我们进入一个有所不同的新的时期？”

巴菲特: “除非我正在使用财务杠杆，否则我根本不会担忧头条新闻报道的风险。我的意思是，如果我私人拥有一家企业，比如我拥有镇上最好的一家餐馆，我会担忧明天的新闻头条说什么吗？”

“持有一家大公司的股份也是同样的道理。我根本不知道将来股市会上涨还是会下跌，其他人也根本不知道。忘掉股市吧。我根本不知道明天农场的市场价格会涨还是会跌，但我确实知道，如果是一家好农场，一个诚实勤劳的农夫租种这家农场，未来的收成肯定会有所提高。你只要拥有诚实能干的人管理的好的资产就行了。全部拥有这样优秀的公司非常好，只是持有这样优秀的公司的一小部分股票也非常好，但是不要支付过高的买入价格，价格的波动性对你来说反而是好事。”

“如果价格在某一年间在 x 美元和 3 倍的 x 美元之间波动，那么我只要在市场低迷价格萧条时买入农场，肯定会赚到很多的钱。但是农场的价格并不会这样大幅波动。股票市场总是会过度反应，这也是为什么一个人如果能够保持理性就可以在股市上赚到很多很多的钱变得非常非常富有的原因。”

CNBC: “你已经这样做很久了。你今年已经 81 岁了。”

巴菲特: “你早就发现了。”

第三，未来还会有各种坏消息，但我会继续买入优质银行股。

CNBC: “将来某个时间点上，你是否可能进一步加大对银行股的投资？就像你前不久投资美国银行一样。”

巴菲特: “是的。第三季度、第二季度、第一季度，我都在不断买入富国银行。20 年前我也买入了富国银行。如果我发现了一家好公司，就像我私人拥有一家麦当劳快餐店一样，我已经拥有了 40% 的股份，如果有人想卖给我另外 10% 的股份，价格很吸引

人，我将会再买入 10% 的股份，我根本不担心报纸上的头条新闻说什么。未来 10 年到 20 年我将会一直持有这些好公司。未来将会有各种各样的好消息，未来也将会有各种各样的坏消息，但是好公司，天长日久，将会为你创造巨大的财富。”

第四，股市大跌，有些优质大盘股已经出现买入良机。

CNBC: “IBM 也是一只道琼斯指数成份股，你已经大量买入了几只道琼斯指数成份股，这是不是你的投资风格发生变化的另一种表现？”

巴菲特: “是的，但这也意味着，与其他投资选择相比，一些规模非常大、实力非常强的美国公司的股价看起来非常便宜。我想说，最终你的目标是口袋里装满赚来的钱。你把现金装在口袋里，你一分钱也赚不到。你把钱投到货币市场基金上，你也是一分钱也赚不到。你买入 10 年期国债，只能每年赚到 2%。如果你买入的美国公司净资产收益率很高，投入资本收益率很高，正在快速回购公司的股份从而使现有股东的持股比例明显增加，那么你就会赚到很多很多钱。我喜欢所有这些特点。现在你可以将一个公司和另一个公司进行比较，但最终，你必须做出行动。什么也不做也是一种行动。”

第五，欧洲债务危机不同于美国金融危机，要解决还需较长时间。

CNBC 采访时间巴菲特对于欧债危机的看法，巴菲特回答说：“看到欧债危机事件取得的进展，我感到高兴。但是欧洲会发现他们有一个最大的基础性缺陷，那就是他们不能印刷货币。当人们丧失信心时，就会形成一种挤兑风潮，在某种程度上对于主权债务和银行来说这种情形都发生过。2008 年美国出现了债务危机，运用美国所有的力量，采取一些力度极大的措施才解决。”

“解决债务危机，需要政府具有能够做需要做的事情的能力，相信政府将会做任何需要做的事情的信心。正是我们美国人相信这一点，才让我们走出危机。但是我们目前并不清楚，在欧洲谁能够说‘我们将会做任何需要做的事情’，以及是否具有做任何解决债务危机需要做的事情的能力。谁能够做，他们将会做什么，这一点需要变得更加清楚，他们既需要愿望又需要能力。”

“我们已经一次又一次地见证到，市场比任何力量都更加强大。过去银行遇到挤兑

风潮时，它们经常采取的办法是，银行职员开始慢慢兑付现金，同时在柜台上堆满黄金。但是现在我们实际上是用电子手段来操作的，但是如果不再进行债务延期，就会出现挤兑风潮。你知道，在意大利每个月都会有几百亿欧元债务到期，你不需要考虑任何新增的债务，但是你必须小心考虑延迟还债的后果。”

“要想终止一场挤兑风潮，需要非常非常强硬的措施。这需要民众有一种信心，一种非常广泛的信心，相信执政者为了终止债务危机，将会做任何需要做的事情，而且有能力去做任何需要做的事情。我们相信美联储主席伯南克、美国财政部长保尔森、美国总统奥巴马在 2008 年 9 月所说的话，尽管当时对这个问题还有疑问，但是在欧洲没有类似权威人物。要想让 17 个欧盟国家的领导人一致同意第二年进行改革，绝对不是一件容易的事。”

“由于人们更加担忧，德国和其他国家甚至和法国的分歧越来越大，解决欧债危机需要更长的时间。人们根据情绪做出反应，但是在这种情况下情绪变成了现实。欧洲正在做出行动。欧洲具有所有各种力量，欧盟不会分裂。”

“欧洲的银行正在失去美国的资金支持，因此它们正在抛出美元资产。我们已经认为我们美国的银行规模太大了、员工人数太多了。但是欧洲的银行相对于本国经济而言规模更加庞大，而且非常依赖于批发业务进行融资。而批发业务融资并不是敏感的。美国的货币市场基金在欧洲的银行有规模很大的投资，现在却正在撤出资金。欧洲的银行需要更多的资本支持，越早得到越好。”

“假设欧洲的银行股价是 X。那么它们愿意以只有八成或九成的价格发行更多新股融资吗？美国的银行是被强迫这样做的，尽管银行并不愿意。银行自己无法融资，政府就说：要么你自己融资，每股 2 欧元；要么我们注资，每股 1 欧元。我是银行的股东，我也不愿意，但我不得不这样做。一个星期一，我记得，美联储主席伯南克和美国财政部长保尔森召集了 11 家银行到一起说：你们将会得到 X 亿美元资金。当他们离开时，他们确实达到目的了。在欧洲，谁有这么强大的力量说出这样的话，而且如何保持一个口径说话还是一个问题。”

巴菲特在佛罗里达大学一次演讲（下）

■ 沃伦·巴菲特

问题：谈谈目前的经济形式和利率，和将来的走向？

巴菲特：我不关心宏观的经济形势。在投资领域，你最希望做到的应该是搞清楚那些重要的，并且是可以搞懂的东西。对那些既不重要，又难以搞懂的东西，你忘了它们就对了。你所讲的，可能是重要的，但是难以弄清。了解可口可乐，Wrigley（美国一家营销口香糖的公司），或柯达，他们的生意是可以弄得清的。当然你的研究最后是否重要还取决于公司的评估，当前的股价等因素。但是我们从未因对宏观经济的感觉来买或者不买任何一家公司。我们根本就不读那些预估利率，企业利润的文章，因为那些预估真的是无关痛痒。1972 年，我们买了 See's Candy，那之后不久政府实施了价格管制，但那又怎么样呢，（如果我们因为价格管制的原因没有买）我们就错过了以 2 千 5 百万买下一个现如今税前利润 6 千万的生意！

我们不愿因为自身本就不精通的一些预估而错过买到好生意的机会。我们根本就不听或不读那些涉及宏观经济因素的预估。在通常的投资咨询会上，经济学家们会做出对宏观经济的描述，然后以那为基础展开咨询活动。在我们看来，那样做是毫无道理的。

假想 Alan Greenspan（上一任美联储主席）在我一边，Robert Rubin（克林顿时期美财长）在我另一边，即使他们都悄悄告诉我未来 12 个月他们的每一步举措，我是无动于衷的，而且这也不会对我购买 Executive Jets 飞机公司或 GeneralRe 再保险公司，或我做的任何事情有一丝一毫的影响。

我在华尔街上工作了两年多。我在东西海岸都有最好的朋友。能见到他们让我很开心，当我去找他们的时候，总是会得到一些想法。但是最好的能对投资进行深思熟虑的方法就是去一间没有任何人的屋子，只是静静地想。如果那都不能让你想的话，没有什么可以。

（身处华尔街的）缺点就是，在任何一个市场环境下，华尔街的情况都太极端了，你会被过度刺激，好像被逼着每天都要去做点什么。



钱德勒家族花两千块钱买了可口可乐公司，除此之外，就不要再做其他的事情了。事情的关键是无为而治，即使在 1919 年也不要卖（钱德勒家族在这一年卖掉了可乐公司）。

所以，你所找寻的出路就是，想出一个好方法，然后持之以恒，尽最大可能，直到把梦想变成现实。在每五分钟就互相叫价一个来回，人们甚至在你的鼻子底下报价的环境里，能做到不为所动是很难的。华尔街靠的是不断的买进卖出赚钱，你靠的是不去做买进卖出而赚钱。这间屋子里的每个人之间每天互相交易你们所拥有的股票，到最后所有人都会破产，而所有钱财都进了经纪公司的腰包。相反地，如果你们象一般企业那样，50 年岿然不动，到最后你赚得不亦乐乎，而你的经纪只好破产。

就像一个医生，依赖于你变更所用药品的频率而赚钱。如果一种用药就能包治百病，那么他只能开一次处方，做一次交易，他的赚头也就到此为止了。但是，如果他说服你每天更新处方是一条接往健康的通途，他会很乐于开出处方，你也会烧光你的钱，不但不会更健康，反而处境会更差。

你应该做的是远离那些促使你做出仓促决定的环境。华尔街自有它的功效，在我回 Omaha 之前，每六个月都有一个长长的单子的事情去做，一大批公司去考察，我会让自己做的事情对得起旅行花的钱。然后，我会（离开华尔街）回 Omaha，仔细考量。

问题：投资人如何来给 Berkshire 或微软这样从来不分红的公司估值？

巴菲特：这是个关于 Berkshire 从来不分红的问题。Berkshire 将来也不会分红，这是一个我可以担保的承诺。你能从 Berkshire 得到的是将（红利）放进安全的存款箱，每年你可以拿出来好好地玩一翻，然后再把它放回原位。这样，你会得到巨大的自我满足感。可别小瞧了这样的自我满足感！

当然，这里的核心问题是我们能否让截留下来的钱财以可观的幅度升值。这是我

们一直孜孜以求的。查理和我的立身之本也在此处。当然，这项任务正变得越来越难。我们管的钱越多，就越难做到（以可观的幅度升值）。如果 Berkshire 的大小只有现在的百分之一，我们升值的幅度要比现在好得多。如果我们能做到不断地升值，那么派发红利自然是不明智的。到目前为止，我们做到了让截留下来的红利再投资胜过直接派发红利。但是，没有人可以保证在将来还能这样。在某一个阶段，总会有物极必反的时候。

保持持续增长是我们努力的目标。那也是唯一衡量我们公司价值的标尺。公司总部的大小等等都不能用来衡量公司的价值。Berkshire 有 4 万 5 千名雇员，但在总部只有 12 人和 3 千 5 百平方英尺的办公室。这一点我们不打算改变。

我们用公司的表现来评估自己，我们也以此来谋生。相信我，比起从前来，（保持持续增长）难得多了。

问题：什么时候你会认为你的投资已经实现了它的增长极限？

巴菲特：理想的情况是当你购买生意的时候，你不希望你买的企业有一个增长极限。我买可口可乐公司的时候，我不希望 10 年，15 年后看到可口可乐弹尽粮绝。不排除有这个可能，但可能性接近于零。

我们想看到的是，当你买一个公司，你会乐于永久地持有那个公司。同样的道理，当人们买 Berkshire 的股票的时候，我希望他们打算一辈子持有它。因为这样或那样的原因，这可能行不通。我不想说，这是唯一的购买股票的方式，但是我希望依据那样的方式来购买股票的一群人加入 Berkshire，因为我不希望总是看到一群不同的股东。我实际上对 Berkshire 股东的变化更替实行跟踪。

举个例子，如果有一个教堂，我是行祷告之人，看到做礼拜的人每个星期都换掉一半，我不会说，这真是太好了，看看我的成员流动性有多强呀。我宁愿在每个星期天看到教堂里坐满了同样那么一批人。

当我们考量生意的时候，这就是我们的原则。基本上我们寻找那些打算永久持有的生意。那样的企业并不多。在一开始，我的主意比资金多得多，所以我不断地卖出那些我认为吸引力差些的股票以便来购买那些新近发现的好生意。但这已经不是我们现在

的问题了。

购买企业的五年后，我们希望彼时如同此时一般的满意。如果有一些极其庞大的兼并机会，也可能我们需要卖出一些股票（来筹措资金）。当然，我很乐于拥有那样的问题。

我们在购买企业时从来不预先定下一个目标价。比如，如果我们的买入价是 30，当股价到达 40、50、60 或 100 时，我们就卖，诸如此类。我们不再如此的行事。当我们花 2500 万买私有公司 See's Candy 时，我们没有“如果有人出 5000 万我们就卖”的计划。那不是个考量生意的正确方式。我们考量生意的方式是，随着时间的推移，是否买下的企业会带来越来越多的利润？如果对这个问题的回答是肯定的，任何其他问题都是多余的。

问题：你是如何看待对所罗门的投资的？类似的，长期管理资金的买卖？

巴菲特：我们投资所罗门的原因是，在 1987 年 9 月，所罗门公司是一家 9% 资产被证券化的企业，道指在这一年涨了 35%，之前我们卖了很多股票，一下子手里有了很多现金，并且看上去我们暂时不会用得到它们。所以，在这个我通常不会购买股票的行业里，我们采用了这种有吸引力的证券形式，购买了所罗门。这是一个错误。最后结果还不错，但那不是我应该做的。我应该再等等，这样一年后我会多买一些可口可乐公司的股票，或者我在当时就该买，即便可乐那时的卖价真的不便宜。

对于长期管理资金，我们，随着时间的推移，积累了对和证券有关的其他生意的了解。其中一个就是套利。套利，我做了 45 年，格拉姆做了 30 年。套利是必须靠近电话，我自己也必须东奔西跑地做，因为它要求我跟紧跟大市的脉动。现在我已经不做了，除非出现我自己看得懂，又是极大的套利机会。

我这一辈子可能做了 300 桩，可能更多，套利的交易。套利本身是很好的生意。长期管理资金有很多套利的头寸，它前 10 名的头寸可能占据了 90% 的资金。我对那前 10 名的头寸有一些了解。我虽然不了解其中所有的细节，但是我已经掌握足够多的信息。同时，交易中我们将得到可观的折扣，我们也有足够的本钱打持久战，所以我们觉

得交易可以进行。我们是可能在那样的交易中赔钱的。但是，我们占据了一些有利因素，我们是在我们懂得的领域作战。

我们还有一些其他的头寸，不像长期管理资金那么大，因为像那么大规模确实不多。那些头寸或涉及到收益曲线的关系，或跟不同时期发布的政府债券有关等等。如果在证券业足够长的话，这些品种都是要接触到的。它们不是我们的核心生意，平均大概占到我们年收益的 0.5% 至 0.75%，算是额外的一点惊喜吧。

问题：谈一谈投资多元化吧。

巴菲特：如果你不是一个职业投资者，如果你的目标不是远超大多数人表现的话，那么你就需要做到最大可能的投资多元化。98%、99% 甚至更高比例的人需要尽可能地去多元化，而不是不断地买进卖出。你们面临的选择就是管理成本很低的指数类的共同基金了。

如果你认为拥有部分美国是值得的话，就去买指数基金。你拥有了一部分美国。对此我没有任何异议，那就是你应该的做法，除非你想给投资游戏带些悬念，并着手对企业做评估。一旦你进入对企业做评估的领域，下定决心要花时间，花精力把事情做好，我会认为投资多元化，从任何角度来说，都是犯了大错。

那天我在 SunTrust 的时候，有人问了一个问题。如果要做到真正懂生意的话，那么你懂的生意可能不会超过 6 个。如果你真的懂 6 个生意的话，那就是你所需要的所有多元化，我保证你会因此而赚很多钱。

把钱放在第七个主意上，而不是选择投更多的钱于最好的主意，绝对是个错误。很少有人会因他们第七好的主意而赚钱，很多人却因为他们最棒的主意而发财。我认为，对任何一个拥有常规资金量的人而言，如果他们真的懂得所投的生意，6 个已经绰绰有余了。

在我最看好的生意中，我只拥有一半左右。我自己就没有去做所谓的投资多元化。许多我所知晓的做的不错的人都没有多元化他们的投资。唯一的例外是 Walter Schloss（同巴菲特一样，也是本杰明·格拉姆的门生。他的基金收益 50 年来一直领先大市），

他做到了多元化，投资了方方面面。我管他叫诺亚，因为他在每个行业都投两个企业。

问题：你如何区分 P&G 和可口可乐公司？

巴菲特：P&G 是一个很好的公司，有着很强的行销网络，旗下有很多名牌，等等。如果你告诉我，我要离开 20 年，这期间我们家族的资产都放在了 P&G 上面，我不会感到不高兴的。P&G 是我 5% 的选择之一。20 年的时间，它不会消亡的。

但是，未来 20 年，30 年的时间里，相对于 P&G，我对可口可乐公司的单位增长率，定价能力更看好些。目前可乐的定价能力可能差些。设想以下，数以十亿计的日均消费量，多一分钱，那就是一千万。Berkshire 拥有 8% 的股份，那就是每天 80 万。看上去不是不可能，不是吗？现在就想涨价，在很多市场是行不通的。但假以时日，二十年后，可乐在单位消费量里一定赚得更多，并且总量上也会卖得更多。我不确信这个涨幅会有多大，但是我确信一定会增长。

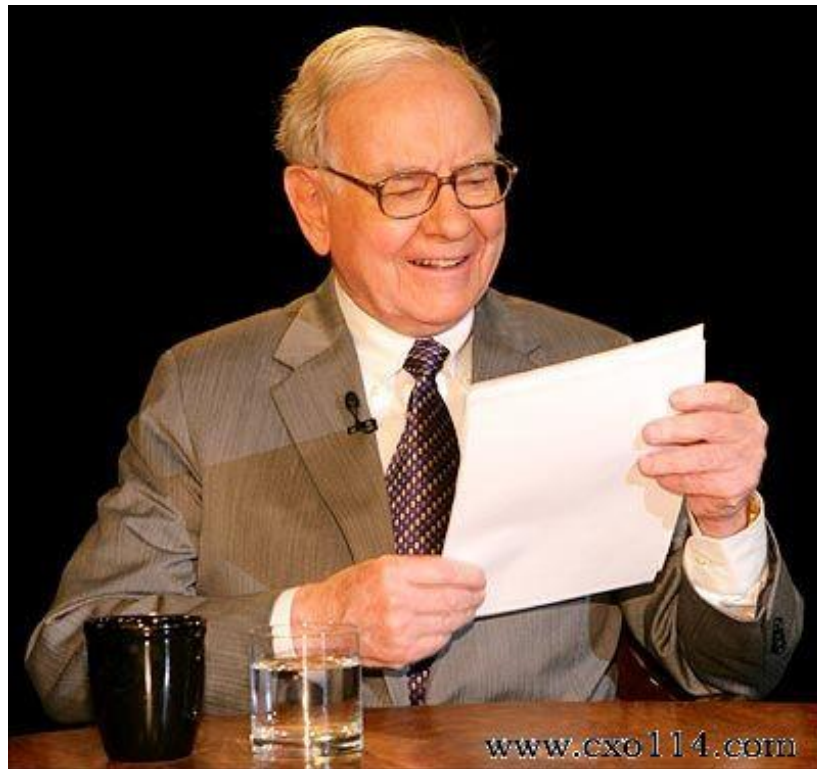
我不认为 P&G 的主要产品有可乐这样的统治力，有这样的消费量增长率，但是 P&G 依旧是好公司。即使我可能会更中意其他一些公司，但是那样的公司凤毛麟角。

问题：麦当劳的 20 年前景如何？

巴菲特：麦当劳的情况里，许多因素都起作用，特别是海外的因素。麦当劳在海外的处境比在美国国内要强势一些。这个生意随着时间的推移，会越来越难。人们，那些等着派发礼物的孩子除外，不愿每天都吃麦当劳。

喝可乐的人，今天喝五罐，明天可能还会喝五罐。快餐业比这要艰难得多。但是，如果你一定要在快餐业里，世界范围里这个行业规模是巨大的，选择一家的话，你会选麦当劳。它有着最好的定位。虽然对小孩子虽是美味，对成人而言它却不是最好吃的。近来，它进入了用降价来促销的领域，而不是靠产品本身来销售。

我个人更中意那些靠产品本身就卖钱的公司。在这一点上，我更喜欢吉列。人们不是因为还有一些附送的小礼品而买 Mark3。在本质上，吉列的产品更强势些。Berkshire 拥有很多吉列的股票。当你想到几十亿的男人脸上每天每夜长出的胡子，更好的是，还有女人的两条腿，你晚上的睡眠一定会很香甜。那才是你要的生意。



如果你想的是下个月我要用什么降价策略来压制汉堡王（注：BergerKing），如果它们和迪斯尼签了协议，而我却没有……等等。我偏爱那些独立的产品，不需要做降价促销这些噱头来让它更有吸引力。虽然你可以用那些伎俩来做好生意，比如，麦当劳就是一个非常优秀的企业，但它终究不像可乐那样，像可乐那样的几乎也没有。

如果你一定要在那个领域买一家企业，就买奶酪皇后吧！我是开玩笑的，还是买麦当劳吧。一段时间以前，Berkshire 买了奶酪皇后，所以我在这儿给奶酪皇后不知羞耻地做广告。

问题：你对能源基础行业的公司怎么看？

巴菲特：我考虑了很久了，因为这方面的投资要花很多钱的。我甚至考虑过要彻底买下一个公司。我们 Omaha 公司总部的一个人员通过 CalEnergy（一家位于 Omaha 的地热能源公司）做了一些投资。

但是，对于能源行业在政府的调控下究竟会如何发展，我还不是太懂。我看到了一些因素对高成本的企业在曾经的垄断地域是如何的具有破坏性。我不确信哪家会因而

得益，程度又是如何等等。

当然，不同的能源企业的成本会有高有低。水利发电的成本是每千瓦 2 分钱，它们的优势就非同小可了。但是在它们所产出的电力里，它们自己能保留多少，它们又可以把多少电力发送到区外，我还没想通。所以，对于这个行业未来十年的情况，我还看不清。

但这的确是一个我一直以来不断考量的行业。一旦我理出些头绪，我会付诸行动的。我晓得产品的吸引力，各个方面用户需要的确定性，还有现在这些公司的价钱可能很便宜，等等。我只是不确定在未来的十年里，谁会从中赚大钱，所以我还处于观望的态度。

问题：为什么资本市场更青睐大型企业，而不是小型企业？

巴菲特：我们不在乎企业的大小，是巨型，大型，小型，还是微型。企业的大小无所谓。真正重要的因素是，我们对企业，对生意懂多少；是否是我们看好的人在管理它们；产品的卖价是否具有竞争力。

从我自己管理 Berkshire 的经验来看，我需要将从 GeneralRe 带来的 750 到 800 个亿的保费进行投资。我只能投资 5 桩生意，我的投资因而就只局限于那些大公司。如果我只有 10 万块，我是不会在乎所投资企业的大小的，只要我懂得它们的生意就行。

在我看来，总体而言，大企业过去十年来表现非常杰出，甚至远远超过人们的预期。没人能预计到美国公司的资产收益率能接近于 20%。这主要归功于特大型公司。由于较低的利息率，和高得多的资产回报率，对这些公司的评估也必然会显著的上调。如果把美国公司假想成收益率 20% 的债券，比起收益率 13% 的债券自然是好得多。这是近些年来确实发生的情况，是否会一直如此，那是另外一个问题。我个人对此表示怀疑。

除了我所管理资金多少的因素，我不会在乎企业的大小。See's Candy 在我们买它时，还只是一个年收入二千五百万的生意。如果我们现在还能找到一个类似的，即使按照我们公司现在的运作规模，我也乐于买下它。（我认为）是那些令人确信的因素才真

正重要。

问题：在过去的五年里，不动产业的主流都是私有的。你对不动产业的证券化有何高见？

巴菲特：巨大的不动产业债务的证券化的确是近来资本市场里的一个疑难症结。以房屋贷款为基础的证券了无生气。我指的是商业房贷，而不是居民房贷。我想你的问题是关于资产（证券化）方面的。

拥有公司是一种很不好的拥有资产的方式。如果你把公司收入税摊派给个人，因而个人就可以只交纳一种税。如果是常规的公司形式，人们被迫两次缴税。在不动产业，你不需要那样做的，（真那样的话）回报上会因缴税而受很大的影响。

REIT 巧妙避开了法律的规定，因而人们不需要两次缴纳。但是它们的管理费用也很高。如果你进入不动产业，举例讲你如果买最简单的 **REIT**，每年有 8% 的收益，除去 1% 或 1.5% 的费用后，所得也不是那么有吸引力了。对只有千把块钱或 5 千块钱的投资，可能还可以。但是如果是百万级的投资，直接去买不动产可能更划算些，这样你能避免在中间人上可观的开销。

在不动产领域，我们鲜有令人激动的发现。看到一些特大型的地产公司，有些人可能会有些迷惑，我在这里试着不冒犯在座的各位，这里举一个例子，得克萨斯太平洋土地基金，这个有着百年历史的公司，在得克萨斯州有着几百万公顷的土地，每年卖掉 1% 的土地，并以那为基准，得出一个比市场行情高得多的估价。我认为，如果你是土地的拥有者，那样的估价是毫无道理的。你不可能交易 50%，甚至是 20% 的土地，这比流动性很差的股票还要差得多。

我认为对许多不动产公司的估价都是愚蠢的，都是那些不曾拥有土地的人或是想卖出大量土地套现的人的伎俩。

REIT 基金今年的市场表现很不好，这个你们可能都知道。不难想象它们将会变成没人要的一类，同你的不动产卖价相比，它们会以很大的折扣贱卖。事情会变得很有趣。因为接下来的问题是 **REIT** 基金的管理层是否会同你斗争到底，因为（卖出不动产的过

程中)他们不得不放弃管理物业的收入。他们的实际利益同股东的正好相反。我总是在想, REIT 基金一直在鼓吹他们优秀的不动产和廉价的股票, 而管理层却在市场上卖股票, 比如他们说 28 块钱的股票很便宜了, 他们却在 28 元以下卖股票, 这显然是自相矛盾的。

但是, 我们还是在关注着这一块。我们懂得这个行业, 在不同的时段, 我们会考虑进行一些特大笔的交易。如果有长期资金管理公司的事件在不动产领域里发生了, 我们会敞开胸怀的。问题是其他许多人也会纷至沓来的, 所以出现让我们兴奋的价格的可能性并不大。

问题: 据我的理解, 在你的理论里, 熊市对抄底买家是很有利的。你是如何预计, 在一个走下坡路的市场里, 你的长期性盈利状况呢?

巴菲特: 对于大市的走势, 我一无所知。虽然我的偏好无足轻重, 但是我希望它向下调整。市场对我的感情是无暇顾及的。这是在你学习股票时, 首要了解的一点。

如果你买了 100 股通用汽车之后, 对通用一下子充满了感情。当它降价时, 你变得暴躁, 怨天尤人; 当它攀升时, 你沾沾自喜, 自以为聪明, 对通用也是喜爱有加。你变得如此情绪化。但是, 股票却不晓得谁买了它。股票只是一个物质存在而已, 它并不在乎谁拥有了它, 又花了多少钱, 等等。我对市场的感情是不会有一丝回报的。我们这里靠的是一个异常冰冷的肩膀。

未来 10 年里, 在座的每个人可能都是股票的净买家, 而不是净卖家, 所以每人都应该盼着更低的股价。未来 10 年里, 你们肯定是汉堡包的大吃家, 所以你盼着更便宜的汉堡包, 除非你是养牛“专业户”。如果你现在还不拥有可口可乐的股票, 你又希望买一些, 你一定盼着可乐的股价走低。你盼着超市在周末大甩卖, 而不是涨价。

纽约证交所就如同公司的超市。你知道自己要买股票, 那么你盼着什么好事呢, 你恨不得股价都跳水, 越深越好, 这样你就可以拣到些便宜货了。20 年以后, 30 年以后, 当你退休开始要支取养命钱了, 或者你的后代支取你的养命钱时, 你也许会希望股价能高点。在格雷厄姆的《聪明的投资者》一书中的第 8 章, 描述了对待股票市场上下

波动的态度，以及第 20 章中讲到了安全边际效应的问题，我认为所有描写投资的著述中最好的两篇。因为当我在 19 岁读到第 8 章时，我恍然大悟。我领悟到了上面涉及的心得。看上去它们显而易见，但我从前没有体会过。如果不是那文章里的解释，恐怕过了 100 年，我还在盼着股价节节高呢。

我们希望股票降价，但是我并不晓得股票市场会有如何的走势。恐怕我永远也不会。我甚至想都不去想这些事情。当股市真的走低时，我会很用心的研究我要买些什么，因为我相信到那时我可以更高效地使用手上的资金。

问题：如果你有幸再重新活一次的话，你会去做些什么，让你的生活更快乐？

巴菲特：这听上去有点让人反胃。我也许会从活到 120 岁的那群人的基因池中做个选择吧。

我认为我自己是罕见的幸运。让我在这里花上一到二分钟讲个例子，也许值得我们好好想想。让我们做这样一个假设，在你出生的 24 小时以前，一个先知来到你的身边。他说，“小家伙，你看上去很不错，我这里有个难题，我要设计一个你将要生活的世界。如果是我设计的话，太难了，不如你自己来设计吧。所以，在 24 小时以内，你要设计出所有那些社交规范，经济规范，还有管理规范等等。你会生活在那样一个世界里，你的孩子们会生活在那样一个世界里，孩子们的孩子们会生活在那样一个世界里。”你问先知，“是由我来设计一切吗？”先知回答说是。你反问，“那这里肯定有什么陷阱”。先知说，“是的，是有一个陷阱。你不知道自己是黑是白，是富是穷，是男是女，体弱多病还是身体强健，聪明还是愚笨……你能做的就是从装着 65 亿球的大篮子里选一个代表你的小球”。

我管这游戏叫子宫里的彩票。这也许是决定你命运的事件，因为这将决定你出生在美国还是阿富汗，有着 130 的 IQ 还是 70，总之这将决定太多太多的东西。如何设计这个你即将降生到的世界呢？

我认为这是一个思考社会问题的好方法。当你对即将得到的那个球毫不知情时，你会把系统设计得能够提供大量的物品和服务，你会希望人们心态平衡，生活富足，同

时系统能源源不绝地产出（物品和服务），这样你的子子孙孙能活得更好。而且对那些不幸选错了球，没有接对线路的人们，这个系统也不会亏待他们。

在这个系统里，我绝对是接对了路，找到了自己的位置。我降生后，人们让我来分配资金。这活本身也并不出彩。假设我们都被仍在了一个荒岛上，谁都走不出来，那么在那个岛上，最有价值的人一定是稻谷收获最多的人。如果我说，我能分配资金，估计不会招什么人待敬。

我是在合适的时间来到了合适的地方。盖茨说如果我出生在几百万年前，权当了那些野兽的鱼肉耳。我跑不快，又不会爬树，我什么事也干不了。他说，出生在当代是你的幸运。我确实是幸运的。

时不时地，你可以自问一下，这里有个装着 65 亿小球的篮子，世界上的每个人都在这里；有人随机取出另外 100 个小球来，你可以再选一个球，但是你必须把你现有的球放回去，你会放回去吗？100 个取出的小球里，大约 5 个是美国人吧，95 个不是。如果你想留在这个国家，你能选的就只有 5 个球。一半是男生，一半是女生，一半是高智商，一半是低智商。你愿意把你现在的小球放回去吗？

你们中的大多数不会为了那一百个球而把你自己的球放回去。所以，你们是世界上幸运的 1%，至少现在是这样。这正是我的感受。一路走来，我是如此幸运。在我出生的时候，出生在美国的比率只有 50 比 1。我幸运有好的父母，在很多事情上我都得到幸运女神的眷顾……幸运地出生在一个对我报酬如此丰厚的市场经济里，对那些和我一样是好公民的人们，那些领着童子军的人们，周日教书的人们，养育幸福的家庭。它们可能在报酬上未必如我，但也并不需要像我一样呀。

我真的非常幸运，所以，我盼着我还能继续幸运下去。如果我幸运的话，那个小球游戏给我带来的只有珍惜，做一些我一生都喜欢做的事情，并和那些我欣赏的人交朋友。我只同那些我欣赏的人做生意。如果同一个令我反胃的人合作能让我赚一个亿，那么我宁愿不做。这就如同为了金钱而结成的婚姻一般，无论在何种条件下，都很荒唐，更何况我已经富有了。我是不会为了金钱而成婚的。

所以，（如果我有机会重新来过的话）我可能还会去做我做过的每一件事情，当然，购买 USAir 除外。谢谢！

- 精品文章

IBM 的彭明盛十年：从硬件到服务的华丽转身

■ 悠然

毫无疑问，彭明盛是地球上最优秀的 CEO 之一，足以与乔布斯、拉里·埃里森、马克·赫德等人比肩。国外媒体 12 月 17 日发表评论文章，对 IBM CEO 彭明盛（Sam Palmisano）的十年任期进行了回顾。彭明盛即将退休，他在过去十年里为 IBM 制定了清晰的长期路线图，帮助 IBM 扩展了服务业务，受到了竞争对手的尊敬和效仿。

以下为文章全文：



IBM CEO 彭明盛在纪念 IBM 成立 100 周年的圣诞贺卡上写道：“祝愿 IBM 的下一个百年更加美好！”这一祝语也道出了 IBM 员工过去十年的共同心声。

但在下个百年里，我们将不会看到这位 IBM 掌舵人的身影，因为根据 IBM 的政策，年满 60 岁的彭明盛将会退休，在新年前夕结束十年的 CEO 生涯。他向大众介绍了继任者、此前负责 IBM 全球销售的弗吉尼亚·罗曼提（Virginia Rometty）。

彭明盛是汤姆斯·沃森（Thomas Watson Sr.）创立 IBM 以来的第八位 CEO，也是该公司任期最长的一位 CEO。彭明盛表示，品牌不是与 CEO 有关，而是与公司有关。彭明盛可能是世界上最不感到害羞的人，但在谈到他的工作成就时，彭明盛却惜字如金。不过他还是选择直抒胸臆，表示功劳应归功于同事们。他将自己的任职经历简单描述为仅是 IBM 百年历史中的十年而已。

彭明盛表示，他碰巧成为一家伟大企业的短暂管理者，因此离开时应让公司变得比当初更好。他作出了很多努力来实现这一点。他卸掉了 IBM 多数亏损的电脑硬件业务，扩展进入了利润率更高的软件和服务等领域，并打进了增长迅猛的市场，包括发展中国家和城市数字化系统等领域。

过去十年来，IBM 的年均收益增长率达到 21%，至 2010 年时每股收益为 11.52 美元，而今年很可能再度实现两位数的百分比增长率。尽管在任期内经历了两次经济衰退，而最近这次衰退还在影响着经济，但 IBM 的财务指标却表现得更好。公司的毛利润增加，利润率上升，品牌价值在全球仅次于可口可乐。如果你在 2002 年彭明盛出任 CEO 时买入 IBM 股票，那么到现在你的投资价值已经翻倍，投资回报相当于标准普尔 500 指数表现的三倍。

在 IBM 位于纽约州阿尔蒙克的总部内，通往彭明盛办公室的走廊装修典雅，但他的会议室却面积较小，而且装修简单。在接受媒体采访时，彭明盛谈到自己的很多轶事，而且直陈竞争对手的不足。当提到竞争对手亚马逊在云计算方面的努力时，彭明盛表示，IBM 一笔交易的规模就超过比亚马逊的所有云计算业务，仅仅一笔交易就胜过亚马逊的所有努力。

他对互联网公司的会计方式感到惊叹。他表示，这些互联网公司对佣金费用进行分摊，就像分摊资本支出项目一样。突然一天有人会醒悟过来，告诉这些公司不能将销售费用进行分摊。彭明盛称：“如果这些公司将所有费用放到资产负债表上进行摊销，

那么账面上就可以出现利润。但作为一家百年企业，IBM 不会这样做。”

成长轨迹

彭明盛 1951 年出生于一个美籍意大利裔家庭，他的祖父母不会说英语，他的父亲开了一家汽车修理店，母亲则操持家务。在 1973 年从约翰霍普金斯大学毕业后，彭明盛进入了 IBM 工作，从此就再也没离开过。他很快成为了 IBM 一位快速上升的明星，成为当时 CEO 约翰·埃克斯（John Akers）的执行助手，并在不同时期两次出任日本业务职位。一路走来，彭明盛结婚，生子，膝下的四个孩子早已长大成人。

而到了上世纪八十年代，由于 PC 和服务器取代了大型主机，IBM 开始面临挑战。董事会当时聘请郭士纳（Lou Gerstner）出任 CEO，这是 IBM 历史上唯一一个从外部空降的 CEO。郭士纳上任后进行了大刀阔斧的裁员，并开始力推服务业务。彭明盛当时先是负责全球服务和 PC 业务，后来又掌管服务器业务。他是个天生的销售员，同事们都称他是“交易完成者”。他还擅长于为公司赢得数十亿美元的大规模交易铺平道路。

当彭明盛后来出任 CEO 后，他一直推动 IBM 的系统产品采用 Linux，并大力发展服务业务。该公司收购了 PriceWaterhouse-Coopers Consulting。他精简了管理层，解散了执行委员会，并发动全公司上下在内部网上参与价值观大讨论，评估公司的优先发展战略。其中的一个结果就是低层经理获得更大授权，可以快速作出决定。他对 IBM 进行了重新定位，大力发展利润率更高的业务，并构建海外业务，与此同时还制定了针对经理层的高绩效标准。尽管要求严格，但彭明盛本人具有很强的亲和力，而且能够充分打动客户，这为他赢得了很好的口碑。

洞察趋势

一直以来，管理层对趋势变化的洞察力成为公司战略的驱动力，公司制定的其中一项战略就是外包。随着公司的日益全球化，员工们不再受制于产品和地理区域，公司可以将越来越多的内部工作交由外部专业人士处理，因为互联网的应用已经使这种模式变为可能，而且还能实现 IBM 倡导的最佳原则。彭明盛表示，现在的公司是一系列专业化组件的结合体，在采购、制造、研究和销售方面都得到优化组合。

彭明盛还洞察到，随着半导体成本的下降，许多除计算机以外的其他产品上开始具有计算能力。到 2010 年，全世界每个人几乎都使用了 10 亿个晶体管，同时全球总计有 300 亿个电子标签。如果能够有效利用这些数据流，那么整个世界可能变得更加智能。在奥巴马当选美国总统后不久，彭明盛提出了智慧星球概念，这激励了帮助客户处理海量数据的 IBM 分析部门。美敦力公司前 CEO 比尔·乔治（Bill George）表示，彭明盛的全球视野比所处时代领先 5 至 10 年。乔治和彭明盛目前均是埃克森美孚的董事。

彭明盛提出的战略转变使得股东感到困惑，公司股价表现也受到影响。在 2007 年，彭明盛与高管团队一同发布了公司的首个路线图，展示了 IBM 计划如何分配资金，并详细介绍了公司的长期受益目标。不过分析师对此看法谨慎。彭明盛回忆道：“我们认为每股收益能从 6 美元增至 11 美元，实现途径是通过增加收入，提高生产率，进行股票回购，以及提升利润率。如果要让目标可信，则需要提出一些执行途径。我们认为应该做的是，向投资者提供长期目标，而不是未来几秒钟的构想。当前的路线图显示，IBM 计划在 2010 年至 2015 年间实现每股收益翻倍，达到 20 美元。路线图还展示了实现该目标的途径。

在路线图确定之后，管理层的行为方式也开始发生转变。彭明盛表示，公司内部必须接受该路线图，这样才能具有可信度和明确性。每位经理都制定了 5 年目标，其中的一个影响就是：公司的秋季预算规划期通常要两个月才能完成，而现在仅仅 6 天就结束了。

自从 IBM 宣布路线图以来，公司每年都达到或超过了自己的预期。现在，IBM 23% 的收入来自软件，58% 的收入来自服务，仅有 17% 的收入来自硬件业务。彭明盛对分析部门的成长尤为满意，超级计算机 Watson 就是该部门的一项杰作。美国健康保险公司 WellPoint 近来就宣布计划采用 Watson 向医生提供治疗方案和诊断建议。这款超级计算机可以采集海量数据，因而不用进行大量的试验。彭明盛称，每年全球发表的医学研究报告总计达到 1000 万页，而 Watson 能在不到三秒的时间内就处理 2 亿页内容。分析将是转变业务模式的最重要工具，他认为分析市场规模高达 160 亿美元。

成功要领

竞争对手纷纷仿效 IBM 的模式，这成为 IBM 成功的一个标志。惠普、戴尔和甲骨文都相继进入咨询和服务领域。该路线图模式还受到广泛尊敬，上周通用电气在谈到短期的每股收益增长目标和长期的现金配置时，也对 IBM 表示出敬意。Motorola Solutions CEO 格雷格·布朗（Greg Brown）就表示，投资界将 IBM 树为成功典范，因为该公司的发展规划非常细化，非常可信。

在上个月沃伦·巴菲特（Warren Buffett）接受 CNBC 采访时，彭明盛才首次获悉巴菲特买入了 110 亿美元的 IBM 股票。他知道有人全年都在买 IBM 股票，但没想到这个人就是一直规避科技股投资的巴菲特。巴菲特在接受采访中特别提到了 IBM 的路线图。

未来数月，彭明盛仍将留任 IBM 董事长，效仿郭士纳当初的作法，为上任伊始的罗曼提提供保驾护航。他将陪同新任 CEO 出席各种场合，包括业绩发布会以及会见投资者、分析师和董事会等。然后彭明盛也会像郭士纳那样离开。他还未确定自己的下一个目标。郭士纳当初在从 IBM 退休后进入了私募行业，而彭明盛也有自己钟爱的项目，



如 IBM 开办的纽约 P-Tech 高中。

彭明盛好友、菲亚特 CEO 塞尔吉奥·马尔乔内（Sergio Marchionne）表示，领导力的复杂程度难以置信。人们需要指引和方向，只有当游戏场得到明确的定义时，人们才会感到放心。彭明盛让人们感到他们在一定程度上、以某种方式成为群体的一部分，如果他们表现得好，详细相信这个群体的价值，那么他们就会得到群体的保护。”而作为群体的领导人，彭明盛对这种价值的忠诚度远远超过其他人。

努力让自己关注于“更大的大局”

-----彼得·林奇谈如何坚定信心

■ 大地华盛

说起来很简单：“嗯，下次股市下跌的时候，我一定毫不理会那些悲观消息，我要趁机逢低买入一些超跌的股票。”但是做起来并不简单。因为每一次危机看起来都好像要比上一次更严重，要想做到对悲观消息置之不理越来越难。避免由于悲观消息而被吓得抛出股票的最好的办法就是，每个月都定期定额买入股票。很多人在他们的 401k 退休计划中以及在投资俱乐部中就是这么做的。毫无疑问，他们定期定额投资的这笔资金的收益率，与他们凭着对未来股市走势好坏的直觉判断而在股市中进进出出的那笔资金相比，肯定要好得多。

跟着感觉走的选股方法，最大的毛病是，在股市大涨 600 点后，股票已经被高估，人们反而会感觉股市还会涨得更高，因而会在高位买入，结果股市调整而被严重套牢；而在股市大跌 600 点后，股票普遍被低估，人们反而感觉股市还会跌得更低，结果后来股市反弹而错失低价买入良机。如果你不是严格地按照每月定期定额买入股票的话，你就得找出一种办法，让自己能够始终坚定对股市的信心。

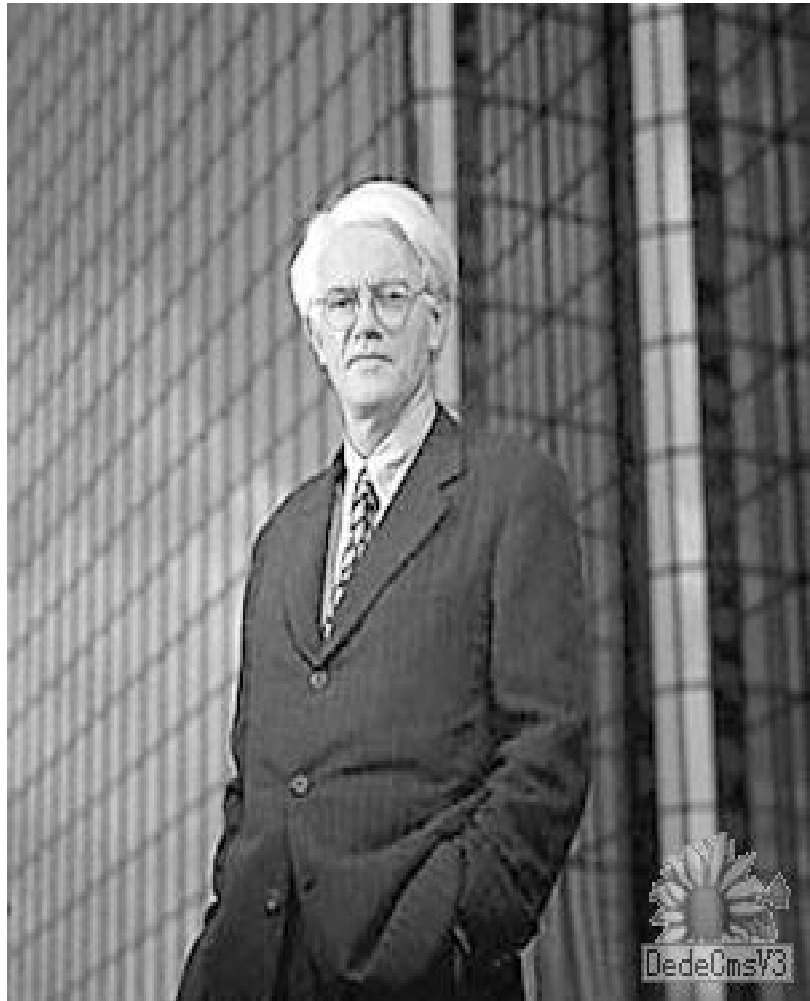
坚定信心和选择股票通常都不会放在一起进行讨论，但是选择股票的成功依赖于坚定的信心。你也许是最厉害的财务分析专家或者股票估值专家，但是如果没有信心，你就会容易相信那些新闻报道的悲观预测，在股市恐慌中吓得慌乱抛出。即使是你可能把自己的资金投入到一个相当不错的投资基金，但是如果你没有信心，你就是在恐慌害怕时抛出，但毫无疑问这时卖出的价格往往是最低最不划算的。

我所说的的是的信心是什么样的呢？那就是始终相信美国会继续存在发展下去；相信人们继续正常地生活，和往常一样在早晨起床穿裤子时先穿一条腿再穿另一条腿，生产裤子的公司会继续为股东赚钱；相信老企业终将丧失活力而被淘汰，沃尔玛、联邦快递、苹果等充满活力的企业将取而代之；相信美利坚人民是一个勤奋工作且富于创造力的民族，甚至相信即使是对于那些雅皮士，尽管拥有待遇优厚的专业工作和富裕的物质型生

活方式，如果懒惰不努力的话，也会被大家严厉指责。

每当我对目前的大局（**Big Picture**）感到忧虑和失望时，我就会努力让自己关注于“更大的大局”（**the Even Bigger Picture**）。如果你期望自己能够对股市保持信心的话，你就一定要了解“更大的大局”这个概念。

“更大的大局”是从更长更远的眼光来看股市。历史长期统计数据告诉我们，在过去 70 年里，股票平均每年投资收益率为 11%，比国库券、债券、定期存单高出一倍以上。尽管 20 世纪以来发生了各种大大小小的灾难，曾经有成千上万种理由预测世界末日将要来临，但是投资股票仍然要比投资债券的收益率高一倍以上。用这种大局观来看股市，坚定信心，长期投资股票，收益率肯定要高得多。而听信那些新闻评论员和



经济咨询专家的悲观预言，相信经济衰退即将到来，吓得全部抛出股票而投资债券，收益率肯定要比坚定信心长期投资股票要低得多。

此外，在股票投资收益率战胜其他投资品种的这 70 年间，曾经发生过 40 次超过 10% 的大跌。这 40 次大跌中，有 13 次属于令人恐怖的暴跌，跌幅超过 33%，其中之一就是有史以来最大的暴跌，1929~1933 年的股市大崩盘。

我相信，1929 年股市大崩盘给人们留下的痛苦记忆如此惨重，远远超过了其他因

素的作用，使数以百万的投资者从此远离股市，转而投向债券市场和货币市场。尽管过了 60 年，但这场超级大股灾仍然使人们对股票市场充满恐惧，甚至包括我们这一代在 1929 年时还没有出生的人也闻股色变。

如果说，远离股市是由于投资者患上了一种股市大崩盘后的创伤综合症，那么为此付出的经济代价也太高了。所有那些把钱投资于债券、货币市场、储蓄账户和定期存单以躲避下一次股市大崩盘的投资者，他们 60 年远离股市所错过的投资回报，再加上通货膨胀导致的货币贬值，所有这些由于拒绝投资股票而产生的财富损失，要比即使发生他们所经历过的最严重的股市大崩盘造成的财富损失都要大得多。

因为在 1929 年那次著名的股市大崩盘之后，经济大萧条接踵而来，于是人们就把股市崩盘和经济崩溃联系在一起。至今我们仍然相信，股市崩盘将会引发经济崩溃。这种错误观念在公众心目中一直根深蒂固，尽管后来事实证明并非如此。比如，1972 年的股市暴跌程度完全可以与 1929 年股市大崩盘相提并论，非常严重（业绩优异的墨西哥风味快餐连锁店公司塔科贝尔（TacoBell）公司的股价从 15 美元跌到只有 1 美元），但是却并没有引发经济崩溃。1987 年的股市暴跌也没有经济崩溃。

也许未来还会有更大的股市暴跌，但是既然我根本无法预测何时会发生股市暴跌，而且据我所知，和我一起参加巴伦投资圆桌会议的其他投资专家们也无法预测，那么何以幻想我们每个人都能够提前做好准备免受暴跌之灾呢？在过去 70 多年历史上发生的 40 次股市暴跌中，即使其中 39 次我提前预测到，而且在暴跌前卖掉了所有的股票，我最后也会后悔万分的。因为即使是跌幅最大的那次股灾，股价最终也涨回来了，而且涨得更高。

股市下跌没什么好惊讶的，这种事情总是一次又一次发生，就像明尼苏达州的寒冬一次又一次来临一样，只不过是平常的事情而已。如果你生活在气候寒冷的地带，你早就习以为常，事先早就预计到会有气温下降到能结冰的时候，那么当室外温度降到低于零度时，你肯定不会恐慌地认为下一个冰河时代就要来了。而你会穿上皮大衣，在人行道上撒些盐，防止结冰，就一切搞定了，你会这样安慰自己一冬天来了，夏季还会远吗？到那时天气又会暖和起来的！

成功的选股者和股市下跌的关系，就像明尼苏达州的居民和寒冷天气的关系一样。你知道股市大跌总会发生，也为安然度过股市大跌事前做好了准备。如果你看好的股票随其他股票一起大跌了，你就会迅速抓住机会趁低更多地买入。

1987 年股市暴跌之后，道琼斯指数曾经一天之内下跌了 508 点，那些投资专家们异口同声地预测股市要崩溃了，但是事后证明，尽管道琼斯指数暴跌 1000 点之多（从 8 月份指数最高点计算跌幅高达 33%），也没有像人们预料的那样股市末日来临。这只不过是一次正常的股市调整而已，尽管调整幅度非常大，但也只不过是 20 世纪 13 次跌幅超过 33% 的股市调整中的最近一次而已。

从此之后，虽然又发生过一次跌幅超过 10% 的股市大跌，也不过是历史上第 41 次而已，或者这样说，即使这次是一次跌幅超过 33% 的股市大跌，也不过是历史上第 14 次而已，没有什么好大惊小怪的。在麦哲伦基金年报中，我经常提醒投资者，这种股市回调不可避免，总会发生的，千万不要恐慌。

每当股市大跌，我对未来忧虑之时，我就会回忆过去历史上发生过 40 次股市大跌这一事实，来安抚自己那颗有些恐惧的心，我告诉自己，股市大跌其实是好事，让我们又有一次好机会，以很低的价格买入那些很优秀的公司股票。

● 人生智慧

创业日记之甘地工程

■ 范真（卡玛3D网络电子商城 CEO）

朋友去印度考察印度的医药产业回来后很是兴奋，谈了很多对印度的认识和感受。对比了中国和印度的医药产业后，发出感叹，印度用的是三流的设备造出二流的药品卖一流的价格（价格非常便宜），中国是一流的设备造二流的药品卖三流的价格（价格非常贵）。朋友是做医药生产行业的，对国内药品生产，药检，流通等环节的潜规则既熟

悉又深恶痛绝。这次印度考察回来，触动非常大。

现代印度对世界最大的贡献就是 Gandhi（甘地），他不只是印度的民族英雄，更是世界范围内精神的楷模。他的思想至今还在产生着深远的影响。甘地说过一句话，“The world can satisfy every man's need, but not every man's greed.”印度现在流行一种科技造富大众的思潮和行动，他们给它起了个名字叫“Gandhian Engineering”（甘地工程）。

什么是甘地工程呢？就是用最先进的科学技术生产制造最便宜的产品造富最广大的人民群众。我们都知道了在印度做一个白内障切除手术非常便宜，世界各地包括很多发达国家的人也会去印度做这个手术。印度的药便宜，效果也非常好。印度 Tata 集团的老总上班途中看到一家五口骑在摩托车上顶风冒雨，心中燃起制造超级便宜的微型轿车的想法，2000 美元以下的 Nano 车成功上市。一家五口都可以装进去，还有个小小的后备箱放行李。美国装一个义肢要 20000 美元，印度造出了 28 美元的义肢。电视上，一个失去右小腿的年轻人装上这个 28 美元的义肢后，爬树，骑自行车，还可以四分三十秒跑完一公里。印度甘地工程思想下制造的这些产品不是中国的山寨货，恰恰相反，是世界上绝无仅有的充满科技创造的精美产品。甘地可以 R.I.P 了（Rest In Peace）。

有消息称中国未来 5 年将会投资总额 10 万亿来发展科技产业，希望能加快中国从廉价商品生产及出口国向高附加值商品提供商的转型。这是好事吗？我只能说这不是坏事。我的感受是当一个人手里的工具只有个榔头的话，他看什么问题都是钉子。科技创新是仅靠投资能拉动起来的吗？人才的培养是 5 年可以完成的吗？创新的意思靠钱能刺激出来？印度的甘地工程是靠钱砸出来的吗？它需要钱吗？意识，一个有价值的想法，合适的土壤是创新创造的基础。就像种子发芽一样。就像孕育孩子一样，而我们现在所有的政策措施都是拔苗助长，杀鸡取卵式的做法。

上帝要让其灭亡，必先让其疯狂。让我们再回味一下甘地的话，“这个世界可以满足每个人的需要，但不是每个人的贪婪。”

● 实力视点

投机者的出路

-----《股票作手回忆录》读后感

■ 陈理

五年前第一次阅读《股票作手回忆录》时，说实话我没有什么特别的感觉，也许是因为我当时没有沉浸到故事中去，也许是因为我当时整个身心都被巴菲特所占据，容不下第二个投机英雄的位置，只留下两句话至今还印在脑海里，一句是“投机就象山岳一样古老”，另一句是“赚大钱得靠定力，而不是靠动脑子。很少有人能够挺直坐着就做出正确的判断。”

最近第二次阅读这本书时，我决定先清空自己，不作任何价值评判，静心阅读，结果很快进入了状态。一方面仿佛穿越时空，身临其境，亲眼目睹主人翁跌宕起伏的投机生涯；另一方面深刻体会到聪明的投机和聪明的投资之间还是有许多相似之处。例如保本第一，永远不要孤注一掷；独立思考，相信自己的判断；不听信任何内部消息；把握大时要集中投资；不要频繁交易，赚大钱靠定力而不是靠动脑子；保持积极心态，从错误中学习提高；知识就是力量，了解你的交易等等。

同时，利维摩尔的曲折经历就像一面镜子，使我更加清楚地看到，投机尽



管充满诱惑，但这绝不是我想要的人生。

威尔第歌剧《弄臣》里面有一首最著名的歌曲就是公爵唱的“女人善变”。歌词大意是，女人善变，就像空中漂浮的羽毛。谁要是不经意地将心事告诉她，谁将是个可怜虫。里面实际上包含一个真理：要投资而不要投机，要将投资的命运寄托在企业经营的命运上，而不是寄托在把握股市的波动上。因为股市善变，就像空中漂浮的羽毛。谁要是不经意地将命运托付她，谁将是个可怜虫。另外庄家善骗，就像大灰狼骗小白兔，谁要是将命运寄托在和庄家的周旋上，谁将是个可怜虫。

格雷厄姆把股市比喻为“市场先生”是正确认识股市和价格波动的关键所在。如果你把股市波动也想象成善变的“市场小姐”，不要将命运寄托在她的身上，也可以加深认识。

为什么一个 14 岁就开始其投机生涯的天才“少年赌客”，经历数十年的进化，中间数度破产，数度东山再起，赚取数百万美元，取得巨大成功，成为华尔街王者，却依然摆脱不了失败、自杀的命运呢？的确值得深思。

悬崖上的舞者

笔者喜欢把投机者比喻为“悬崖上的舞者”。再伟大的投机家，包括书中的主人翁利维摩尔，也改变不了其“悬崖上的舞者”的本质，他的最高境界也只能是“悬崖上的舞者之王”，原因就在于他根据事物的现象即价格波动来决策，忽视了事物的本质即内在价值，如同常在悬崖边行走而不自觉，投机者面临的正是这种隐藏很深的“一失足成千古恨”的致命风险。他可能虚幻地觉得“止损”就像保险绳一样可以在出错时保住性命，但在特殊情况下“止损”根本无法执行，或者因为心理因素没有得到贯彻执行，如同保险绳会意外折断一样。

且不说频繁投机交易带来的资产磨损，投机者还受到心理因素的制约。格雷厄姆在《证券分析》导言里指出：“我们必须承认投机者的心理因素对其成功构成强烈的威胁。从因果关系来看，投机者随着价格的上涨而越来越乐观，随着价格的下跌而越来越悲观，因此从本质上看，只有少数投机者能保持常胜不败，而且没有人有理由相信在其它多数

同道都将失败的情况下，他自己却总是能成为赢家。所以，在投机方面的培训，无论多么精妙多么全面，对个人来说都是埋下不幸的根源。许多人都是被由此引入市场，初期小有收获，最终几乎人人惨败。”

中道巴菲特俱乐部有一位会员，早在上世纪八十年就开始做国债套利，当时的“杨百万”和他相比，只能算小巫见大巫。后来通过股票和商品期货投机赚了上亿元的财富，如果不是“9.11”的突发事件让他一夜之间破产，他目前已经进入中国富豪榜。他总结自己的教训是，投资不能有万一，投机的最大问题是不能积累，不能守，不能持久。但巴菲特的价值投资可以积累，可以守，可以持久。

江恩在其《华尔街四十五年》里也承认，绝大多数的投机富豪，都未能保住其财富。既然投机的王者都不能持久，不能善终，那么普通大众投机者是否注定命运多舛？究竟路在何方？

笔者认为，投机者如果不觉悟，的确前途黯淡，而且出路只有两条：

一条是远离悬崖，不再跳舞。这就是本书给出的答案，因为没有人能完胜投机，持续打败市场，只有退休，不再投机，即中国俗称的见好就收，“金盆洗手”，才能善终；

另一条是远离悬崖，继续跳舞。这是一条本书的作者没有找到的出路——格雷厄姆开创的“安全边际法”，也就是后人所称的“价值投资法”。如果把内在价值比作悬崖边缘，价值投资者会远离这个悬崖边缘跳舞，这个距离就是安全边际。“如果你离悬崖 1 英里远，那么你永远不会跌落悬崖”，即使犯错误，即使运气差于平均水平，你仍然不会跌落悬崖。

总而言之，本书作者感叹“我想不起哪一位王者（指投机之王）是带着王冠死去的”，原因就在于他们都是“悬崖上的舞者”，通通缺乏安全边际的保护。

而真正的投资之王巴菲特，11 岁开始投资，18 岁通过阅读《聪明的投资者》找到了“远离悬崖的舞蹈”——价值投资方法，在安全边际的保护下，穿越了 70 年的漫长岁月和多次危机的考验，依然安然无恙、长盛不衰。毫无疑问，他会戴着王冠死去，而且会在人们的心中获得永生。

价值投资系列访谈（文字稿）

-----实力资产陈理

■ 财商网

1934 年本杰明·格雷厄姆撰写了《证券分析》，从此奠定了价值投资的理论基础，他的弟子沃伦·巴菲特成为价值投资最伟大的实践者。榜样的力量是无穷的，中国的巴菲特们也从各自不同的角度抚摸着价值投资这头大象，给出各种各样的解释。

但是，什么是真正的价值投资？价值投资在中国能够像马克思主义一样指导中国的投资实践吗？有没有中国特色的价值投资？带着这些疑问，我们扛起摄像机，拿起采访本，开始了价值投资的采访历程。也许您可以给出我们正在寻找的答案。

我们希望这是一次思想的对话，这是一次情感的交流。以下是对上海实力资产管理中心（有限合伙）CEO 陈理的访谈全文：

财商网：只有退潮的时候，才知道谁在裸泳，谈谈您对价值投资的理解？

回答：我对价值投资的理解可分三个方面；第一方面：形象地理解价值投资，

1、价值投资就是五毛钱换一块钱人民币（安全边际）；

2、价值投资就是不要再悬崖边行走。如果你离悬崖还有一公里远，那么你就不会掉进悬崖。投机者，尤其是在股价高峰、高负债的投机者就是“悬崖上的舞者”；

3、价值投资就是“落差投资”，价值和价格形成落差。黄河之水天上来，奔腾到海不复回。买点在瀑布下面就相对安全，否则买在瀑布上面，不摔个半死，也脱一层皮。

有这样一个故事：一位亿万富翁，要高薪招聘私人司机。消息一出，应聘者人山人海。经过一轮又一轮严格筛选，最终只剩下三位候选人，他们在技术、个人素质等各方面都不相上下。因为关系到自己的身家性命，亿万富翁亲自担任最后一轮的主考官。最后，亿万富翁提出了一个问题：“假如我现在就坐在你开的车里，前面是一道悬崖，你能够开到离悬崖边多近才停下？”第一个人说：“我能够开到离悬崖边只有 10 厘米的地

方才停下来，并保证你安全。”第二个一听不服气：“我能够开到离悬崖边只有 1 厘米的地方才停下来，而且还保证你安全。”轮到第三个人回答了，这是一个老司机，他说：“老板，我确实不知道我能把车开到离悬崖边有多近才停下来，但是我知道，悬崖边很危险，离悬崖边越远越好，我会离悬崖边很远就停下来。”那么最后谁被高薪录用了呢？第三个离悬崖很远就停下的老司机。

这个故事的寓意在于告诉我们，投资跟开车一样，也是安全第一。你可以这样想象，你就是那位司机，股票就是你开的车，车上装的就是你的钱，那么你这位司机开着你的车，带着你的钱，你有没有想过，你的这辆车离悬崖边有多远呢？读者可能就会问了，股市上的悬崖在哪里呢？我们知道，股价短期会偏离价值，但是长期会回归于价值，股票的内在价值决定了它的价格，因此，价值就是股价的悬崖边缘。

4、架设桥梁时，你坚持载重量为 3 万磅，但你只准许 1 万磅的卡车穿梭其间。相同的原则也适用于投资领域。

5、价值投资的精髓是建管道：合理的价格分享优质公司的盈利模式，巴菲特价值投资的精髓是：“在价值投资中间，你买的不再是一个股份，而是生意的一部分，你买的公司的意义，不是为了在下个星期，下一个月或者下一年卖掉它们，而是你要成为它们的拥有者，利用这个好的商业模式将来帮你挣钱。

第二方面，价值投资的三大基石：

第三方面，价值投资的地位：是唯一能够经历历史检验、经历危机考验的投资方法；“所有智慧的投资都是价值投资”；巴菲特的反过来问“如果不是价值投资，难道要做无价值的投资，没有替代的方案。”

财商网：您对短期投票机和长期称重器的理解，您是如何对上市公司进行价值评估的？有哪些常用的方法？

回答：简单地说，股市走势，短期是资金推动，长期是价值推动。

股市的短期走势就像选大众情人一样，或者叫大众选美一样，结果如何，取决于投票的结果，每个人的审美都不一样，你的审美如果和大多数人一样才能猜才对结果。总

之，股市短期走势是无数市场参与者博弈的结果，巴菲特把影响股市短期走势的因素归纳为三点：第一点是利率，第二点是投资者的预期收益率，第三点是心理因素。

长期股价和企业价值的 100% 相关。价值规律，价格围绕价值上下波动。价格是你付出的，价值是你得到的。任何资产的价值都是该资产剩余寿命期内现金流的折现。涉及两个变量：利率，成长性，折现率。

更形象的比喻是：一鸟在手等于二鸟在林。你投入一只鸟，你多少年能收回两只鸟？三年收回，年均回报 26%，5 年收回 15%，10 年收回 7.2%。

对资产进行定价或计算企业的内在价值，最常用的方法有两种：现金流贴现法和类比估值法。

现金流贴现法，是早在半个多世纪前，约翰·伯尔·威廉姆斯在《投资价值理论》一书中提出的，巴菲特将其浓缩为：“今天任何股票、债券或公司的价值，取决于在资产的整个剩余期限能够期望产生的，以适当的利率贴现的现金流入和流出。”现金流贴现法可以比较准确地计算出企业的内在价值。“现金为王”是反映经济规律最重要的原则，任何企业家和投资者都应该牢记它。美国摩根投资银行一位高级副总裁曾指出：“虽然现金流贴现法并不尽善尽美，也不可能排除人为因素影响，但相比其它估值法，其优势在于提供了价值形成的宝贵参考依据，应当作为估值法的首选。”

类比估值法是将被估值资产与其相类似或同类型的其它资产的市场价格进行比较，从而作出估值的方法。大家比较熟悉的：市盈率（P/E），市净率（P/B）等就是类比估值法中比较常用的几种参数。相对于现金流贴现法，类比估值法具有简单、方便的优势，不需要做复杂的预测和计算，但很容易受到会计准则和市场因素的影响。

巴菲特还坦承：“我们只是对于估计一小部分股票的内在价值还有点自信，但也只限于一个价值区间，而绝非那些貌似精确实为谬误的数字。价值评估既是艺术，又是科学。”

财商网：您对市场先生怎么看，投资者如何应对市场波动？

回答：市场先生是一位情绪容易波动的可怜的朋友。是一位抑郁狂躁症患者。

把市场波动当作朋友，而不是敌人，利用市场波动而不是深陷其中。让市场波动为你服务，而不是指导你，被他指挥，被他牵着鼻子走。

格雷厄姆还把市场波动比喻成海上女妖塞壬撩人歌声的诱惑，是寻常人性难以抵御的，让英雄迷住回家的路。投资者要隔绝极具传染性情绪漩涡，摆脱塞壬靡靡之音的诱惑，最有效的办法就是牢记“市场先生”这个寓言，坚持完全根据自己对企业的价值判断来做买卖决定，深刻理解“从根本上讲，价格波动对真正的投资者只有一个重要的意义：当价格大幅下跌时，向他提供了明智购买的机会；当价格大幅上涨时，向他提供了明智卖出的机会。在其他时间里，如果他忘记股票市场的存在而把注意力放在他的股息回报和他的公司经营业绩上，他将会做得更好。”另外要远离市场，不看盘，不看股评，不听信所谓的内部消息。

财商网：您倡导的快乐投资的含义？

回答：对快乐投资的理解可能会因人而异。就我个人而言，快乐投资的内涵主要有“四乐”：一是自由之乐：投资万事不求人，没必要为了成功而打扮，没必要做违心的事，没必要委曲求全苦了自己，所以能够做到精神自由，人格独立，保持真我；二是宁静之乐：投资的本质不是你为钱工作，而是让钱为你工作。你为钱工作，就会烦恼不断，例如短线投机者，其实就是蓝领工人，不断为了蝇头小利而疲于奔命；又如，投资和投机结合或者价值投资和波段操作相结合的投资者，相当于娶两个老婆，也会一辈子不得安宁；相反，让钱为你工作，就会平静安宁，例如优质企业的长期投资者，其实就是真正高明的老板，有钱、有一家优质企业和优秀企业家日夜为你辛勤工作，而你却可以夜夜安枕而且财富自动增长。就像比尔·盖茨曾说的：“如果你从睡梦中醒来时没有赚到钱，则说明你没有赚钱。”三是奉献之乐：投资虽然是为了获得价值，但也是一种奉献，因为拿股票投资为例，投资者用自己的资金支持了他欣赏的企业和企业家的成长，支持了他热爱的事业，优化了社会资源配置。当他看到自己支持的事业得到发展，便会得到一种奉献的快乐，既利己，亦利他，双赢。四是寻宝之乐：投资其实也是一种智力寻宝游戏，当你用自己的眼光和判断寻找到一个好的投资标的并且为市场和时间所证明时，你便会得到智力挑战、寻宝成功的喜悦。

快乐投资要做到“四要四不要”：第一，要选择投资之康庄大道，让钱为你而工作；不要选择投机之羊肠小道，你为钱而工作。条条大路通罗马，走正道最潇洒。

第二，要保持积极心态，不要怨天尤人。投资简单并不容易，难免遇到困难、错误甚至厄运，一般投资者就会痛苦不堪、怨天尤人。正确的做法是保持积极心态，把困难、挫折、失误、不幸当作提高自己、磨练灵魂的机会。什么是积极心态呢，举例说明：当碰到股市暴跌时，就要把它当作低价买好公司的机会，当成命运赐予我们的幸运，而不是悲观失望、怪这怪那的；即使你的太太对你变了心，你也要感到高兴，感谢她背叛的是你，而不是祖国等等；

第三，要降低预期，不要追求暴利。提高幸福感和快乐指数的秘诀之一是降低预期。格雷厄姆曾讲过，投资预期的合理回报率是年均 12%。超过这个回报率以上的都是蛋糕上的奶油——锦上添花。巴菲特也讲过，“格雷厄姆倡导的并非卓越投资，他也不是一时的风云人物。他所倡导的是合理投资，我认为，只要不是过于急于求成，合理投资能使你非常富有，更妙的是它不会使你贫穷。”，追求暴利，预期过高，一旦预期落空，就会失望痛苦，相反，超预期才会带来幸福快乐。

第四，要知足常乐，不要攀比妒忌。投资要遵循能力圈的原则，只要抓住自己能力范围内的机会就应该感到满足，要有内部计分卡，不要用别人的标准来评价自己，更不要和别人攀比，妒忌别人的暴利。查理·芒格对妒忌有过非常精辟的论述：“关注别人赚钱（比你）更快的想法是一种致命的罪行。妒忌真的是一种愚蠢的罪行，因为它是仅有的一种你不可能得到任何乐趣的罪行。它只会让你痛苦不堪，不会给你带来任何乐趣。你为什么要妒忌呢？”

财商网：您对投资组合的理解？持有多少种股票为宜？

回答：我对投资组合的理解是阴阳平衡，攻守兼备，适度集中，巴菲特说理想的投资组合不超过 10 只股票。对普通投资者，集中投资 5-10 家比较合适，对专业投资者 5-15 家合适，所以集中投资总体要坚持 5-15 的原则。但具体的数字并不是最关键的，当你理解集中投资背后的原理时，在数字上可以灵活处理，

财商网：您对现金管理的理解？

回答：有一句话叫“现金为王”，说明现金的重要性。打个比方，现金是一家企业或者一个家庭的氧气一样，没有现金就像没有氧气、无法呼吸一样。因此现金管理非常重要，也是资产配置的基础。所谓资产配置，就是把短期需要的资金即现金及等价物安排好，剩下的资金就可以根据机会成本来进行配置，发现好的机会就可以放手一搏。巴菲特的现金管理值得我们好好学习。他经过测算伯克希尔的最低现金储备是 100 亿美元，但他一般保持 200 亿现金储备，一方面提供充足的安全边际低于风险，另一方面有充足的弹药抓住稍纵即逝的投资机会。伯克希尔的现金巴菲特主要配置在短期国库券。

财商网：年报和财务报表对价值投资的重要性的看法？

回答：年报和财务报表相当于一家公司的体检表，其健康状况可通过体检表作基本的判断，因此看年报和财务报表是价值投资的基本功。



还可以打个比方，财务报表是一艘船，资产负债表是船身，它能使船浮在水面，损益表是船帆，可以推动船前进。

财商网：如何利用券商的研究报告？

回答：券商报告属于二手资料，容易失真。

我们的策略是在二手资料中找一手资料，例如调研纪要、股东大会纪要等，对我们虽然是二手的，但对券商自己是一手的。而且我们只看其数据和逻辑，不看券商的结论，我们自己下结论。

财商网：您对预测的看法？

回答： 我有两点看法，第一，对未来的正确态度不是预测，而是判断、调整、适应，应对重于预测；第二，话要说回来，投资实际上是投未来，难免要用到预测，但要严格限制预测的格局和范围，例如在能力圈内，简单、稳定、有护城河的企业，其未来是可以预测的；但对股市的短期走势是不可以预测的。

有一个“女人是毒药”的笑话：比尔情场失意，当着一些朋友的面大骂：“女人是祸水，女人是天下最毒的毒药，我劝你们千万不要接近女人！”可是过了三天，他的朋友却在酒吧看到他和另外一个女人亲热异常。“你怎么又跟毒药混在一起了？”比尔叹着气说：“自从女友离我而去，我变得非常颓丧消极，老是想服毒自杀。”

和笑话里的论断类似，巴菲特在 1992 年的致股东信中指出：“我们一直觉得股市预测的惟一价值在于让算命先生显得体面一些。即便是现在，查理和我还是继续相信短期股市的预测是毒药，应该把它摆在最安全的地方，远离儿童以及那些在股市中的行为像小孩般幼稚的成年人。

凡是对自己诚实、对他人诚实的人都知道，短期的股市预测完全不靠谱，出错的概率极高，他们也赞同巴菲特的看法“短期的股市预测是毒药”，问题是错过 n 次后，他们依然和“毒药”混在一起，他们活在幻想中，实际上在服毒自杀。

有些人通过选择性记忆进行自我欺骗——只记住自己预测正确的时候，预测错误的时候则抛之脑后。比如说以下这段对话：发明家问一对夫妇：“要我为你们做些什么？”男：“希望你发明一种香烟，让女人们嗅到烟味便立刻安静睡觉。”女：“希望发明一种眼药，让男人擦了以后，把妻子以外的所有女人都看成黄脸婆。”

财商网： 关于选时的看法？

回答： 对价值投资者而言，选时没什么意义，除非它和你想要的价格相吻合。实际上，看重选时会让你变成一位投机者。格雷厄姆说：“一个人离华尔街越远，对所谓股票市场预测与选择买卖时机的主张也就会越发怀疑。”

财商网： 投资者最大的敌人是自己，关于情绪对交易行为的理解？

回答： 股市走势图基本上可以看作投资大众的心电图或者情绪起伏图。对投机者而

言，会越涨越乐观，越跌越悲观，因此情绪和心理因素构成投机者取得的重大障碍。但对真正的价值投资者而言，具有非常明显的心理优势，可以夜夜安枕，情绪对其交易行为的影响很小。

财商网：您对风险的看法？

回答：风险是损失的可能性。投资界把波动率即贝塔系数当作衡量风险的工具，是非常错误的。很多人把上涨当机会、把下跌当风险，也是错误的。星云大师对刘长乐讲的一个故事，里面有一首诗：“手把青秧插满田，低头便见水中天，六根清净方为道，后退原来是向前。”

股市何尝不是如此？股市越是下跌，未来的投资收益率越高。在金融危机中，股价跌幅超乎想象，甚至跌到十几年前的低点，“辛辛苦苦二十年，一夜回到解放前。”人们以为这是历史的倒退，但对敢于在危机中买进的投资者而言，未来的投资收益率比危机前买进会高出许多，也是“后退原来是向前。”所以股市从本质上讲实际上是以退为进，以进为退的。所以大家上涨的时候高兴，下跌的时候悲伤，是没什么道理的。

格雷厄姆认为股市最大的风险来自在良好的商业环境买到劣质股，也就是说以王子的价格买到癞蛤蟆，一旦环境发生变化，癞蛤蟆原型毕露，其股价就会一落千丈，给投资者带来致命的伤害。

巴菲特则认为风险主要来自未来企业的商业特权（竞争优势）发生变化。他对风险的定义是：风险是受到损害或伤害的可能性，它是企业“内在价值风险”的一项要素，而不是股票的价格行为。巴菲特说，真正的风险是投资的税后收益是否“将给他（投资者）带来至少与他开始投资时一样的购买力，还要加上原始投资股本所能带来的利息收益。”按照巴非特的观点，损害或伤害来源于对四项主要要素的错误判断，而这四项要素（附后）将决定你投资的未来利润，外加不可控制、不可预测的税收及通胀的影响。

对巴菲特来说，风险与投资者的投资时间阶段密切相关。他解释说，如果你今天买了一种股票并打算明天卖掉它，那你就进入了一桩风险买卖。预测股票短期内涨落的成功机会不会比掷硬币的结果好到哪儿去，你会有一半的时间输掉。然而，如果你延长你

的时间段至几年，并假设你刚开始的购买就是明智的，你卷入危险交易的可能性就大大减小了，这是意味深长的一件事。巴非特说：“如果你让我分析今天买入可口可乐股票明天将其卖出的风险，我会说这是一件非常有风险的交易，但是如果你将买入的股票持有十年，这就是一桩零风险的生意。”

为确保你原始投资股本产生高回报的可能性，巴非特希望你能将下面四项因素牢记在心：1、企业长期经济特征是否可以肯定地被给予评估。2、管理层是否可以肯定到被评估。不仅企业实现其全部潜能的能力可以被评估，而且企业英明地使用其现金流量量的能力也可被评估。3、管理层是否可以被充分信赖，保持渠道畅通，使收益得以从企业转入到股民手中而不是被据为己有。4、企业的购入价。

财商网：您对目前大盘的看法？

回答：从估值水平看总体低估，但主要是蓝筹股结构性严重低估带来的，相当部分小盘股、概念股还是高估的。

财商网：您关注的行业？

回答：重点关注大消费和金融服务，大消费包括日常消费、医药、零售等，金融服务主要是银行、保险；另外还关注资源垄断、网络信息服务和新能源等行业。

财商网：能否举一个有代表性的投资案例来说明价值投资？

回答：以五粮液为例，符合我提倡的“阿理三环图”，即能力圈+实力圈+价值圈。先看能力圈：五粮液是消费品，看得见摸得着，好理解，而且我在四川读大学四年，工作十年，有机会和五粮液管理层接触，对企业比较了解；再看实力圈：五粮液 1985 年开始在王国春的带领下，迅速成为中国的就业大王，有六大竞争优势，符合巴菲特的护城河的理论。最后看价值圈：我持续买入五粮液主要在三个时期，一是上市后 98-99 年期间，二是 2003 年，当时市场认为白酒是夕阳行业，价格严重低估其价值；三是 2008-2010 年金融危机和五粮液被证监会调查，导致股价大幅下跌。买价基本上都达到内在价值的 4-5 折的区间，符合安全边际理论。

财商网：从个人投资者到基金管理人角色的转变，个人感受如何？最大的不同是什

么？

回答：说实话，实现这个角色的转变，我是经过反复思考和艰难选择才实现的。因为这个行业的利弊我都非常清楚，这是一条荆棘丛生的道路，凯恩斯认为投资管理业是下等行业，芒格、巴菲特都同意这个看法。最后下决心是因为我想明白了其中的意义，而且做好准备把遇到的困难和挑战作为修炼自己、磨炼灵魂的机会。

最大不同，一是使命感、责任感更强烈，不仅管自己的钱，还管客户的钱，不仅是自己的事业，还是合伙人的事业，是社会的事业；二是原来专心把投资做好就可以了，现在还要花精力排除一些干扰因素，如净值波动等。还要花精力在营销、管理、团队建设上。

财商网：您和您公司的发展状况和未来的规划？

回答：实力资产已有实力旗舰和实力稳进两个合伙产品，目前正在筹备发行实力 1 号“合伙+信托”的产品。未来就是要脚踏实地、一步一个脚印地实践“价值投资，让世界更美好”的宗旨，不辱“帮助投资者实现财务自由、精神独立和财富传承三大梦想”，努力达到实力资产的愿景“打造内在价值持续增长的复利机器；成为中国践行巴式价值投资的典范。”

财商网：您对财富的看法？

回答：财富可以分为精神财富和物质财富。精神财富应该无私分享和传承，我一直在做这个工作，而且奇怪的是，我有一个体会，越是分享，收获最大是分享者本人；物质财富，狭义地讲就是金钱，金钱其实是工作的副产品，是身外之物，真正重要的是工作的实质，你对社会是不是有意义，就像打乒乓球一样，你应该专心打好每一个球，而不是老去看比分。我觉得要做好两个方面，一方面是孔子说的“君子爱财，取之有道”；对我们这一行来说，我们实际上是在金钱上跳舞，但不能掉到钱眼里；另一方面是“君子爱财，用之有道。”把钱用在刀刃上，用得有效率，用在社会最需要的地方。巴菲特经常说一句话——“有能力的父母应该给子女留下一笔财产，这笔财产够做他们想做的事，但不能多到让他们‘无所事事’。”把一大笔钱留给孩子不是爱他，而是害他。像巴

菲特把大部分财富捐给盖茨的基金做慈善事业，其实有深刻的社会意义的。最大的意义在于维持一个公平竞争的环境，保持国家的活力和竞争力。巴菲特打比方说，奥运会冠军的子女直接有资格参加奥运会，显然是不公平的。那么在经济的奥运会也是这样，富人把一大笔钱留给自己的孩子，显然是和其他人进行不公平的竞争。

财商网：您的业余爱好和生活情趣？

回答：我本来兴趣爱好广泛，唱歌、弹琴、围棋、太极拳、乒乓球、看书、写作等等。做私募后，更专注于投资，兴趣爱好有意识地控制，因为人的精力有限。目前坚持得比较好的是太极拳和看书。

财商网：请推荐几本有价值的投资书籍。

回答：最经典的书一定要反复读：例如格雷厄姆的《聪明的投资者》、《证券分析》、费舍的《怎样选择成长股》、《巴菲特的致股东信》、《滚雪球》、《沃伦·巴菲特的投资组合》、芒格的《穷查理宝典》、彼得林奇的《战胜华尔街》等。

利率市场化对银行的影响

■ 杨军

国家“十二五”规划纲要（草案）明确提出，“要稳步推进利率市场化改革。”

银行现在的市盈率和市净率都处于历史低位，一是市场担忧房地产泡沫破裂和宏观经济增速下行，对银行资产质量的影响，另一个担忧是利率市场化和金融脱媒。

第一个因素是短期影响。可以做压力测试，通过对房价下跌和宏观经济增速下降做几种假设，可以分析出大约会导致多少百分点的不良率的上升。从而在估值时给予相应的折扣。第二个因素是对盈利能力的长期影响。银行需要调整收入结构来应对利率市场化和金融脱媒。

现在国家对银行业的存贷利率实行利率管制，大约维持 3 个点的毛利差。所以银行业度过一段盈利能力非常好的时期。而推行利率市场化的意思就是放开管制，让市场决定利率。有各种对国外利率市场化后的息差情况研究。结论是并不必然导致息差的下降。但是提醒大家注意的一点是，利率市场化可能会导致息差的周期性。在货币紧缩时，息差上升，在货币宽松时，息差下降。在中国银行 2010 年的年报中有这样一张表格。

现在外币不是利率管制，而是由市场决定。做成一个比较表格如下：

息差	2010	2009	2008	2007	2006	平均
利率管制下的息差	2.27%	2.21%	2.70%	2.70%	2.24%	2.42%
利率市场化的息差	1.21%	1.44%	2.89%	3.44%	3.21%	2.44%

大家可以看到，利率市场化的平均息差还要略高于利率管制下的息差。但不同的是息差的周期性很强。这个说明了什么？息差可以理解为银行的毛利率，用生息资产乘以息差，即是利润表中的净利息收入。按这个方法，我用招商银行做一个利润表的模拟。用来比较市场管制和利率市场化两者的不同。

之所以用招行，是因为招行是中国最优秀的银行。利率市场对中国最优秀银行的影响，会让大家更有共鸣。说明一下，为简化起见，用的是总资产来替代生息资产。两者有差距，但差距不大，还有利润表中的一些小项未作调整。包括营业税等等。但不影响结论。

一、 利率管制下的净利润：

(百万)	2010	2009	2008	2007	2006	平均
总资产	2,402,507	2,067,941	1,571,797	1,310,964	934,102	
息差	2.27%	2.21%	2.70%	2.70%	2.24%	2.42%
净利息收入	54,537	45,701	42,439	35,396	20,924	
手续费及佣金收入	11,330	7,993	7744	6439	2,514	
其他收入	3,286	3,491	679	617	1,061	
营业收入	69,153	57,185	50,862	42,452	24,499	
经营费用	-32,634	-26,207	-23636	-16738	-11,091	
拨备	-5,501	-2,971	-5154	-3305	-3,691	
税前利润	31,018	28,007	22,072	22,409	9,717	
所得税	7,754	7,002	5,518	5,602	2,429	
净利润	23,263	21,006	16,554	16,807	7,288	
ROA	0.97%	1.02%	1.05%	1.28%	0.78%	1.02%

看完之后，你会觉得这是一个成长股。4 年总资产年复合增长是 27%。净利润的年复合增长是 34%。如果这个情况能保持，按通常市场给的 PEG 等于 1，市盈率能给 30 倍，假设未来增速回落到 20%，给 20 倍市盈率，市值 4600 亿。

二、利率市场化下的净利润。

(百万)	2010	2009	2008	2007	2006	平均
总生息资产	2,402,507	2,067,941	1,571,797	1,310,964	934,102	

息差	1.21%	1.44%	2.89%	3.44%	3.21%	2.44%
净利息收入	29,070	29,778	45,425	45,097	29,985	
手续费及佣金收入	11,330	7,993	7744	6439	2,514	
其他收入	3,286	3,491	679	617	1,061	
营业收入	43,686	41,262	53,848	52,153	33,560	
经营费用	-32,634	-26,207	-23636	-16738	-11,091	
拨备	-5,501	-2,971	-5154	-3305	-3,691	
税前利润	5,551	12,084	25,058	32,110	18,778	
所得税	1,388	3,021	6,264	8,028	4,694	
净利润	4,164	9,063	18,793	24,083	14,083	14,037
ROA	0.17%	0.44%	1.20%	1.84%	1.51%	1.03%

从上表可以看出，息差有了周期性以后，情况便完全不同，4年总资产年复合增长是27%，但是净利润没有了成长的规律，以这么大的周期性，市场也许用5年平均净利润的10倍给估值，市值为1400亿。

从盈利能力看，利率市场化的5年平均ROA是1.03%，利率管制下的是1.02%。两者差不多，但是ROA的周期性很强。利率市场化，息差不一定缩小，但是有了周期性。估值的市盈率倍数会比较以前低很多。

未来不是过去的简单重复，在现在的收入结构下，如果实行利率市场化，银行的周期性会很强，即使对中国最优秀的银行而言也是如此，可以这样说，以前如果投资银行获得了超额回报。首先应该感谢国家的利率管制，其次才是自己选了最优秀的银行。

美国利率市场花了6年的时间。中国的利率市场化的时间也会比较长，比如先放开

贷款利率，但是一旦利率市场化启动，市场的预期不好，市盈率倍数便很难提升。还有人认为可以量补价，以前中国的 M2 是 16% 复合增长，银行的存款也是 16% 增长，其实金融脱媒后，存款不一定和 M2 同步。昨天看到一个国务院金融研究所夏斌的访谈，说未来保证 GDP8%-9% 情况下，货币增速不一定要保持两位数。如果 M2 是按照这样的速度增长，情况会更加糟糕。

银行为应对利率市场化，也在大力发展非息收入，做中小企业等利差高的贷款等等，但转型并不容易，未来的中国银行业也许会出现分化，不会像以前利率管制下，出现整个行业的盈利能力都很好的情况。

即使非息收入提升到了 40%，利差收入也是基础业务，息差的周期性还是对利润有比较大的影响，比如香港的恒生银行。非息收入占比高，在利率市场化后，最近 5 年平均息差是 2.06%，2006-2010 年总资产增速是 8.2%，但是利润一直是周期性波动。

息差	2010	2009	2008	2007	2006	平均
恒生银行	1.78%	1.90%	2.36%	2.23%	2.02%	2.06%

当然以上分析并不是说不应该投资银行股，将各种因素都分析后，如果你觉得现在价格还是低估了银行的价值，便可投资。

因为投资成功很重要的一点就是，投资判断不应该受情绪影响，你不应该悲观，也不应该乐观，而是应该尽量客观。

- 实力动态

《实力视界》改版公告

尊敬的读者：

为了适应实力资产的企业定位和《实力视界》读者群的变化，《实力视界》的定位和内容也相应发生变化：

一、实力资产企业定位的调整

实力资产最新定位：

宗旨：价值投资，让世界更美好

使命：帮助投资者实现财务自由和财富传承，拥有意义非凡的人生

愿景：打造内在价值持续增长的复利机器

成为中国践行巴式价值投资的典范

核心理念：中国的事业是企业，把未来交给最优企业

社会责任：传播价值投资理念，帮助企业健康成长；

优化社会资源配置，创造更美好的世界。

二、《实力视界》的最新定位：

定位：价值投资者和企业经营者共同赏鉴的杰出杂志；

该定位的具体内涵：“讲投资、讲企业、讲智慧人生、讲财富传承，融合投资与经营，成为投资家和企业家联系的桥梁。”

使命：帮助读者实现财务自由和财富传承，拥有意义非凡的人生。

巴菲特说过：“因为我把自己当成是企业经营者，所以我成为更优秀的投资人；因为我把自己当成是投资人，所以我成为更优秀的企业经营者。”

《实力视界》认为，成功并不是指金钱、名誉、权力，而是从事对自己有意义的事，毕生投入其中，创造恒久的影响力，只有这样的成功才是持久的和有价值的。谁都可以拥有意义非凡的人生。

《实力视界》的鲜明特色是：价值投资与企业经营的紧密结合，财务自由与财富传承的紧密结合，成为投资家和企业家联系的桥梁，并最终落脚到帮助读者拥有意义非凡的人生。

三、《实力视界》内容改版

随着实力资产、《实力视界》定位的调整，《实力视界》的内容有必要进行改版：

- 1、增加**人生智慧**的栏目。主要内容包括投资智慧、经营智慧和人生智慧三个方面；
- 2、《实力视界》拟向企业家和相关行业专家约稿或选登他们的文章，加强向企业家和行业专家的学习和交流；
- 3、减少实力资产的动态信息，不再刊登实力资产所管理产品的业绩公告（对相关信息感兴趣的读者可以到实力资产公司网站 www.strengthasset.com 上查询）。使《实力视界》更纯粹，更专注，更好满足读者的需求，更好完成自己的使命。
- 4、拟增加**编读往来**的栏目，加强互动性，大家有好的文章、好的意见和建议可与我们联系。

特此公告

谢谢支持！预祝新年愉快！

《实力视界》编辑部

2011 年 12 月 26 日

● 商业领袖

投资迎来好时候

■ 梁信军

在别人贪婪时恐慌，在别人恐慌时贪婪。作为巴菲特的忠实“信徒”，复星整个投资板块在此次别人都恐慌时会否“贪婪”？如何贪婪，又贪婪几时？

这是见到复星集团副董事长、CEO 梁信军时，我最想问的问题。北京 12 月初的天气足以和笼罩经济的寒流媲美。如果说 2008 年是一场小寒，7 那现在则是真正的“寒冬”。

“复星投资今年上半年的收益情况，我还是相当满意的。”梁信军举例说，税后利润约 22 亿元；8 家企业过会，其中 7 家已经挂牌上市，IPO 市场的投资回报率超过 70%。从 2000 年涉足私募股权投资以来，复星投资的平均年复合回报率在 43% 左右。

就像在不经意间，梁信军透露：复星整体的运行模式，正在由他们“带着人做”转向“找人做”。

投资的好时候开始了

《21 世纪》：此次金融危机之下，复星如何判断未来一段时间的投资趋势？



梁信军：从今年下半年开始，投资的好时候开始了。我们的判断是，这次的“好时候”不会仅限于今年下半年，可能会延续到明年甚至后年。正是由于金融危机，使得中国乃至全球很多行业都陷入了低潮期。

这种状态直接导致的是资产价格下行，比如我们今年入股 Folli Follie 时，PE（市盈率）估值就只有 7-8 倍。很多欧美名牌企业都面临这种困境，只要他们的利润没有增长，资本市场的估值就会立马下来。

经济寒冬给投资带来的第二个便利性，则是降低了投资的判断难度、提高了决策的准确度。这轮经济寒冬让几乎所有的企业都已经摔在了地板上，谁是最好的钢铁企业、谁是最好的太阳能企业一目了然。那些经历了两三年经济寒冬、那些遭遇了巨大打击依然还站着、还在赚钱的肯定是好企业。

《21 世纪》：您判断，这种好时机会否吸引更多的资金、更多的人进入 PE 领域？

梁信军：对所有的价值投资者来说，这是另一个利好。投资市场在未来几年一定会有正向的回调。到时候 LP 们肯定会意识到钱不是那么好赚的，承诺回报与实际会有很大出入。

从去年到今年上半年有太多第一次的钱流入到 PE 市场，期望得到 30、40 乃至 50 倍的回报。正因为这样，才把高利贷也引入了 PE 市场。很多人都是借了钱去做 PE 投资，但这是个需要长跑的市场。

有大量不熟练甚至是第一次的 GP 在管各式各样的钱，大量基金成立后不分青红皂白地投钱。我所知道的，很多 PreIPO 项目估值动辄 18 倍、19 倍。有人甚至觉得可以用工业化流程来做投资，我总禁不住反问：投资一晚上亏掉 5000 万轻而易举，做工业制造不要说一下亏掉 5000 万、每个月亏掉 400 万都是很困难的事情。

《21 世纪》：复星在这个冬天穿好棉衣了么？

梁信军：在买入资产、做投资的同时，我们也有一整套方案来卖出一部分资产，这是融资的一部分。同时也在考虑优化债务结构，达到资产和负债相匹配。

我们从 2008 年开始就一直在攒钱，等着金融危机来。今年上半年账上现金有 203 亿。当时去路演时还有股东不理解，说现在信贷成本居高不下，你们为什么还要屯那么多钱？现在看是做对了。

2000 年复星打算涉足投资时，我们的决定是把上一年利润的 1/3 拿出来做投资。即使都亏掉了，对复星而言也就是少收了三五斗，我们还是能接受的。实业利润是复星做投资的基础，今年上半年复星做实业的利润在 17 个亿左右，过去 6 年的年均复合增长率在 28.7% 左右。

《21 世纪》：复星如何从外部项目选择、内部风险管控上保证投资的安全性？

梁信军：在判断项目上，复星内部有三个标准。首先是安全标准，所投企业的制造成本必须是全行业领先。打个比方如果其制造成本是前十的话，则意味着即使全行业 90% 的企业都亏损了它还能盈利。这个标准的另外一面则要求复星的投资成本、服务能力也要全行业领先。

其次则是巴菲特的护城河理论。被投公司要有独特性、要有别人难以逾越的障碍，或者别人逾越这个障碍至少要 3-4 年的时间，这体现在其复合回报率要比别人高。此外这个企业还要有可持续性。首先有没有团队；其次政策环境能否持续，比如政府补贴在未来 8-10 年会是怎样的走向？第三就是上下游要能匹配，应该要投资到产业链的核心环节上。

投资也要内需导向

《21 世纪》：复星会关注哪些领域的投资？

梁信军：我们认为未来四个领域是高增长的。第一个是高端消费、消费的升级换代。这其中包括了品牌化；有附加价值、有好的体验的产品。第二个是金融服务业，尽管现在这个行业处在谷底。上半年复星的新投资方向集中在消费和金融两个大领域上，尤其是消费升级所带来的机会。此后复星还会加重这两个板块的投资占比。

即使是在金融领域的投资，我们也倾向于跟个人消费相关的细分市场。中国未来的主要动力还是个人市场，所以背靠个人市场的产品、服务就可能长出大果子来，金融领域比如保险是个人消费市场的，银行尤其是侧重中小企业贷款的银行也大有机会。

第三个我们看好的还是能源资源，这个判断会一直延续到中国丧失“制造大国”之名为止。最后一个则是工业的升级换代。我们所谓的工业升级并不等同与 R&D(research and development)、不等于品牌化，而是应该站在产业链条中考虑这个问题。比如中国的物流成本 2010 年占到 GDP 的 18%，比发达国家高出了一倍。物流技术的提高、资金流的改良、劳动力流动方式的变化都应该包含在升级换代中。

《21 世纪》：很多投资机构偏重消费概念，这是为什么？

梁信军：做投资，讲究的是顺势而为。外部的“造富机制”已经转移到高端消费领域，投资机构随之转向是必然的。

我们对中国的内需增长做过一些统计，从 2000 年开始的 10 年间，中国的内需增速和 GDP 增速一致，扣除 CPI 之后的年均增长约为 11%-12%；但如果单看 2005 年以来的数据，则内需的年均增速在 15%左右；从现在往前 3 年的内需增速则达到了 17%-18%。也就是说，从 2008 年以后内需作为经济驱动力的角色逐步开始凸显。这点从复星医药本身的发展就可见一斑，2007 年复星上市时不断有人问，什么时候卖掉医药？当时房地产很好、医药没有什么增长。但到 2007 年之后，当医药板块每年有 25% 的增长时，所有人都在问：复星为什么不加大医药资产呢？

中国动力嫁接全球资源的效果已经显现

《21 世纪》：复星在以消费为驱动的投资中，又有何种特点？

梁信军：我们认为有一个模式是有高增长、可复制的，这样的机会是系统性的、长期存在的。这个模式，我们称之为中国动力嫁接全球资源。

中国企业在创业时，大多做的是“边角料”，是别人不愿意做的事情。这场金融危机却给我们提供了资产重置的绝好时机。欧美由于家庭、政府负债高企，至少需要有 3-4 年的恢复周期。

在欧美，私人消费在 GDP 中占据了 70%-80% 的份额，这一动力目前的衰弱导致很多以欧美为主要市场的公司会无一例外地面临增长困境。

这时候我们可以把自己变成这些全球企业的第一、第二大股东，协助它们来中国发展。其原理还是依赖中国的内需市场。

《21 世纪》：复星对 Club Med、Folli Follie 的投资，就是这个大思路下的产物？

梁信军：对，这是中国动力嫁接全球资源的最好案例。以 Club Med 为例，这个公司在我们投资后已经完整运作了一个年度。今年上半年其中国客户大约增长了 39%；中国市场的销售量增长了 56%，这为其全球销售增长贡献了 11 个百分点；其利润因此翻了一番。在欧洲经济经过 2 年低潮的期间，很难看到一个企业会有 10%、20% 的增长。今年 5 月份投的 Folli Follie，第二、三季度中国区的增长为 62%，带动全球增长 5.2% 左右；其税后利润则增长超过 14%，其中来自中国的部分占到总数的 15%。

《21 世纪》：海外投资，复星采用何种方法论？

梁信军：这两个案例都说明，首先我们要找全球优秀品牌、都是行业里数一数二的品牌。

其次，我们反复强调不会控制它，哪怕我们是第一大股东。在 Folli Follie 复星是第二大股东，在 Club Med 我们则是第一大股东。不谋求控股，是为了打消原有股东的顾虑。如果不这么做，恐怕谈不拢。对于地方政府、工会，还有对中国人扩张很反感的民粹分子，我们则强调，复星尊重文化、尊重品牌，希望把它们原汁原味地呈献给中国人。

冬天里走出的企业更优秀

■ 沈南鹏



12 月 1 日下午消息，红杉资本中国基金创始及执行合伙人沈南鹏近日在出席 2011 环球企业家高峰论坛时表示，虽然目前正处于资本的冬天，但是从长期看，行业里的领军企业照样能够从冬天里走出来，如果能够在冬天里成长、壮大的话，他们会成为更加优秀的企业。

以下为演讲实录：

各位领导、各位来宾，欢迎高兴参加 2011 环球企业家高峰论坛，一年又过去了，在 VC 行业里面从业人员又是走了非常繁忙的一年，郑总说他看到越来越多人在做投资，这么多人忙活了一年，到底在忙什么，忙的事是不是对社会有帮助？刚刚熊总讲到交易

所要以社会效益为本，所以我想今天的话题我也讲讲作为直接投资，或者我们现在关注的 VC、PE 投资在经济发展中的作用和意义。

刚刚民生银行的行长洪总讲到了银行的资本对经济发展当中的重要的推动力，尤其对民营经济的推动力，其实 VC、PE 是另外一个形式的资本，能够在整个社会的经济转型当中起到一个比较重要的催化作用。我们看一下截止今年 6 月底报告，VC、PE 的资金流向了哪里？

流向了四个主要的行业，一个是 TMT，互联网无线科技行业，第二是消费与产品服务业，第三是医疗行业，第四是新能源，这也是红杉资本很多年关注的行业，为什么资本流向这些行业？是因为这些行业的资本效率最高。

我们看一看过去三十年以来，民营企业成长，今天如果看市值最大的民营企业里

面，可能应该有百度、阿里巴巴和腾讯，但是他们从需要的资本走到今天，可能相比别的民营企业少很多，也就是说资本效率最高，杠杆作用在这些行业里面体现得最明显，导致了资本可能会流向高效率的行业，资本的敏感度是很高的，比如说今年下半年新能源可能在很多投资基金里面就不再是一个自有的词，不管是光复电池还是 LED，欧洲的问题造成这些行业的成长，尤其在政府补贴方面产生了巨大的影响。所以这个是一个非常有效的市场，资本流向了一些高效的行业，扶持了这些企业的成长，这个对中国经济的转型来讲是非常有利的。

第二个体会是在经济周期当中，资本可以扮演一个非常重要的角色，尤其是 VC、PE 基金，我相信过去十年是中国民营企业发展黄金的十年，但是大家都感觉到未来的十年二十年的发展会有更多的挑战，会有更多的曲折的道路，因为我们需要跨越政经的周期，也就是说在制造业行业里面，比较明显的周期性的现象就会反映出来，在这样一种情况下，风险投资，或者说 PE 投资可以扮演一个和公共资本市场不太一样的角色，因为公共市场上的资金相对来讲是一个短期资金，不管是对冲基金，还是共同基金都面临一个巨大的问题，就是它需要流通性，它每年需要赎回，有赎回的需求。

在这样的情况下，他们必然地就会有一些相对短期的动作，这个完全可以理解。但是 VC、PE 的好在哪里？这个是一个十年期、七年期的投资周期，作为投资人，作为这些 GP 必须有一个比较长远的观点来看问题，我们愿意承担一些冬天里面的投资环境，做出一些比较艰难的判断。在过去的几个月里面，大家可能知道不管是香港市场还是美国市场上市都来得特别地具有挑战，或者特别地艰难。我们可以看到非常有意思的是不少 PE 基金活跃于作为上市 IPO 的即时投资人，这个现象在国内也屡有发现，红杉资本最企业在寻找一些这样的投资机会，为什么在公共市场部那么看好的情况下，VC、PE 仍然看好，愿意提供资金给这些企业呢？因为他们相信这些企业可能有短期的这样那样的行业周期的挑战，但是我们从中期看，我们从长期看，这些行业里的领军企业还是会走出来，在冬天里面如果能够成长、壮大的话，他们会更加优秀的企业，从中长期看资本能够得到相应的回报。所以我相信社会上如果有这么一股重要的中长期的资本，对产业的发展、对成功的企业的进一步壮大会起到良好的作用。

第三点，我想分享的是作为 VC、PE 投资，尤其是 VC 投资，非常重要的一个责任是能够鼓励和扶持创新，扶持一些创新技术的产生，扶持一些创新商业模式的产生，给更多的创业者提供一个实现梦想的平台。在我们风险投资领域里面，投资早期不是一个容易的事情，因为早期企业需要的帮助很多，风险很大，这个当中付出的代价是巨大，对于一个基金来讲也需要全方位的服务，不管是对红杉这样的基金，还是业内领先的基金，都有一个共同的工作，就是关注早期企业，红杉已经有超过两百亿人民币等值的资产，我们重要的工作还是希望能够把注意力关注在早期的创业者和企业家，甚至我们可能会花更多的时间关注一些早期的企业家。今天下午我们会在北京有一个合资的宣布，进入种子期的投资。重要的意义在于我们希望能够唤醒更多年轻人的创业意识，有很多人想到了创业，也有创业准备，由于他们有很多顾虑，资金当然是其中的一个问题，我们希望通过这样的一种早期种基金，能够唤醒很多创业者内心创业的梦想，能够让他们进入实际操作起来，最后能够实现他的梦想。

昨天我在飞机上看到了 21 世纪经济报道的今年一百个华人候选人，其中有 6 位是红杉资本曾经投过的企业家，当看到这个的时候我想我们就不会看到曾经投资花出去的时间和成本，因为我们觉得最后这样的工作是具有很大的意义的。我相信在未来的十年里面，VC、PE 行业应该对中国的经济转型，对中国的创新和更多的小企业走出来，成为中国五百强、世界五百强的企业提供一个非常好的平台和助推器。

谢谢大家！

● 财商启蒙

儿童理财第十七课：真相

■ 幸星动画

巴菲特神秘俱乐部内，厉娜正给大家展示她手机里的照片。

“她叫金妮，戴眼镜，是一个非常苗条的女孩，笑起来很优雅。”厉娜说，金妮是

自己新认识的一个女孩。“金妮想成为我的朋友，但是大家都认为她是个怪人，还给她起了个外号叫‘豆芽’。”

阮小磊说：“呃，我感觉她的举止过于含蓄，她看起来是挺害羞的。”

巴菲特问：“那你为什么不花点时间跟她相处一下？看看她是什么样的人。”

这时，周安仔打断了大家的聊天：“学校的投资俱乐部想请我们做投资顾问，大家谈谈如何？”



巴菲特于是问大家：“不错，那你们的决定是什么？”

厉娜低着头看着手机，自言自语：“嗯，我决定明天吃午饭的时候坐在金妮旁边。”

巴菲特：“那好啊，厉娜，不过我指的是投资俱乐部的事。”

“哦，我们认为投资麦龙床垫厂会是个好选择！”厉娜抬头说。

阮小磊这时已经把核心内容写在题板上：产品——质量上乘，价格——合理，财务状况——良好。

经营历史？周安仔插话说：“他们经营这个行当已经超过 20 年了。”

巴菲特点点头：“这些投资的出发点都很好，不过，你们对这家公司有没有做其他

的研究？”

周安仔挠了挠头：“呃，您说的是什么意思？”

“就是说，在你决定投资一家公司之前你需要了解这家公司。”巴菲特解释说，“例如，工厂环境、设备维护、员工满意度以及管理怎么样？你们要熟悉他们的管理，去看看他们的工厂，检查一下他们的设备，还可以和他们的员工以及客户聊聊。”

周安仔拍拍头：“我明白了。我们最好逐项了解！”

巴菲特转身对厉娜说：“我认为深入了解是明智的决定！”

阮小磊：“那我就安排参观工厂了。”

巴菲特回过头来说：“好主意，小磊，我是说厉娜午饭要坐在金妮旁边的事。”

……

第二天，巴菲特在公园的长凳上等着 3 个孩子的调查结果。

他拨弄了几下夏威夷四弦琴，似乎刚找到调子，阮小磊和周安仔就走了过来，拿着一份报告。这时，厉娜也兴冲冲跑了过来。

“调查得怎么样了？”巴菲特问大伙。

小磊抢着回答说：“真是大开眼界！首先，我们发现麦龙床垫厂的管理相当差劲。”

“甚至比我的卧室还要乱。”安仔补充道，把报告交给了巴菲特。

厉娜说：“她还会说外语呢！”

正低头阅读着调查报告的巴菲特抬头看了看厉娜：“等一下，谁会说外语？”

厉娜：“金妮啊——她曾经生活在国外，她写的歌特别酷！”

巴菲特笑了：“对不起，厉娜，我正在看关于麦龙床垫厂的调查报告。”

小磊说：“我们发现所有的员工都很不满，因为老板麦龙对他们很糟糕。还有许多顾客在抱怨。”

安仔看着厉娜：“听起来是一个很酷的人。”

小磊说：“老板麦龙么？他就像科幻恐怖小说里的坏蛋。”

安仔纠正道：“我说的是金妮！”

厉娜显得很开心：“我想我们一定会成为好朋友的。”

“我想我们会到别的地方去投资的！”小磊也若有所思地点点头。

听到这里，巴菲特笑了：“对待生意，就像对待他人一样，在作出判断之前应该先了解清楚。”

巴菲特忠告：

好的经营者都会在推出新的产品之前想尽办法去了解客户。

他们从来不会预判或者假设他们的客户会喜欢某种新产品或者服务。在你的生活中，不预判他人也是很重要的。在你对某个人作出判断之前务必要了解他，仅仅因为外表或者他人的评价就过早地下结论是不好的。所以，要记住，避免预判——这样会导致无法作出正确的判断！

名家点评：

能力圈

■ 刘建位（汇添富基金首席理财师）

今天，巴菲特的故事中涉及了一个投资中极其重要的内容——能力圈。

在伯克希尔 1996 年的年报中，巴菲特为投资者提出的最重要的能力圈原则：“投资人真正需要具备的是对所选择的企业进行正确评估的能力，请特别注意‘所选择’（selected）这个词，你并不需要成为一个通晓每一家或者许多家公司的专家。你

只需要能够评估在你能力圈范围内的几家公司就足够了。能力圈范围的大小并不重要，重要的是你要很清楚自己的能力圈范围。”

所以，只有你真正了解的公司才能进入你的能力圈，才能进入你的投资备选股票库。

投资之前一定要透彻了解公司，巴菲特给自己定的目标是：要比上市公司的管理层更了解上市公司。

他说：“我会让自己沉浸于思考之中：如果我刚刚继承了这家公司，而且它将是我们的家庭永远持有的唯一财产，那么，我将如何管理这家公司？我应该考虑哪些因素的影响？我需要担心什么？谁是我的竞争对手？谁是我的客户？我将走出办公室与客户谈话。我从这些谈话中会发现，我这家企业与其他企业相比，具有什么样的优势与劣势？如果你进行了这样的分析，你可能会比管理层更深刻了解这家公司。”

所以，经常出现这种情况：巴菲特要收购一家公司，这家公司的总经理过来与巴菲特进行交谈，巴菲特有时会问一些问题。而这些问题让这个总经理大吃一惊：巴菲特比他对自己的公司还要了解！

那么巴菲特是如何深入了解一家上市公司的呢？

由于报道“水门事件”而声名大噪的鲍伯·伍德沃德有一次问巴菲特，究竟应该如何分析股票。巴菲特是这样回答他的：“投资分析就像如何写出一篇新闻报道一样。我告诉他想象一下他被分派写一篇华盛顿邮报的深度报道文章。他为此要询问很多问题，挖掘出很多事实，他会深入了解这家企业，投资分析就是这样。”

有个记者采访巴菲特时问：“您工作中大部分时间是做什么？”巴菲特说：“我的工作阅读。”巴菲特读的东西主要是什么呢？上市公司年报。巴菲特阅读最多的是企业的财务报告：“我阅读我所关注的公司年报，同时我也阅读它的竞争对手的年报，这些是我最主要的阅读材料。”“你应该找到这家公司的大量年报，以及最近 5 到 10 年间所有关于这家公司的文章，深入钻研，让你自己沉浸于其中。”

巴菲特了解一家企业所下的工夫简直难以想象。在 1988 年决定投资可口可乐之

前，他阅读了可口可乐自 1896 年以来所有的年报，也就是说他阅读了可口可乐过去 92 年的所有年报。巴菲特一直保持着阅读公司年报的爱好。在他的办公室里没有股票行情软件，但档案室里有 188 个抽屉装满了上市公司年报。

但巴菲特并不是一个只看资料的书呆子，相反，他与各行各业的人士保持着非常密切的联系，经常与外界进行交流。“当我读完公司的这些材料之后，会问问自己：我还有什么地方不知道却必须知道的东西？很多年前，我经常四处奔走，对这家公司的竞争对手、雇员等相关方面进行访谈……我一直不停地打听、询问有关情况。”

2007 年 10 月，巴菲特第二次来到中国，在接受央视二套《经济半小时》栏目独家专访时，记者问：“巴菲特先生，您认为投资以前实地调研是必要的吗？”

巴菲特回答：“你必须知道你买的是什么。”

儿童理财第十八课：权衡利弊

■ 幸星动画

巴菲特神秘俱乐部内，大家正在忙着给厉娜出主意。

“我朋友佩佩发了封紧急邮件给我。她说，现在必须马上用购物券买一部手机，要不这张券明天就过期了。但买哪一款，她到现在还拿不定主意！”厉娜向大家介绍了自己的问题。

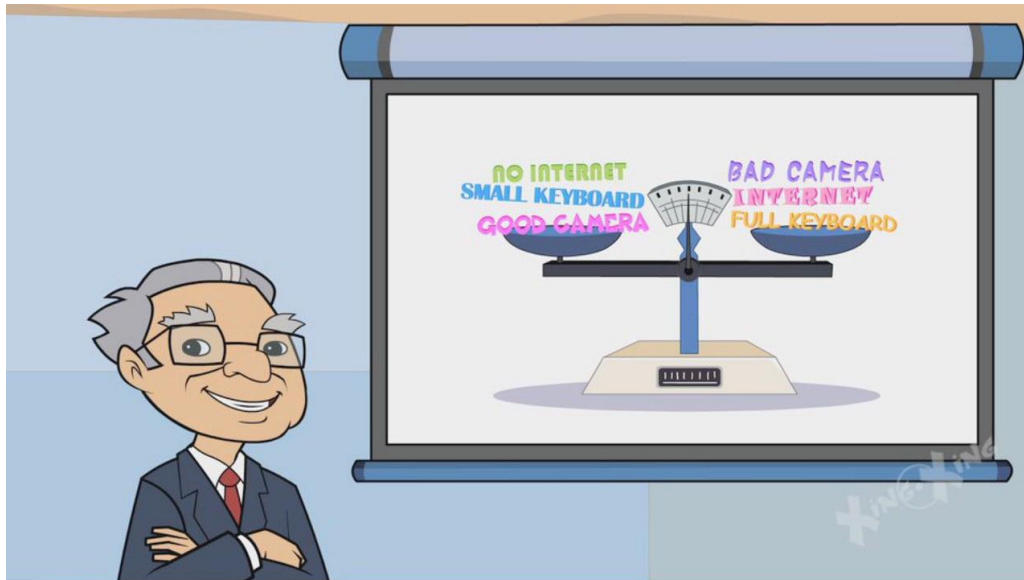
“嘿！这还不像玩滑板一样简单！”不安分的周安仔从滑板上跳下来，然后一把抓住翻在半空中的滑板。

“问题是手机种类太多：有带高分辨率摄像头的，有的带全键盘打字，还有 iphone4……”厉娜解释说。

周安仔问：“她干吗不直接买个 iphone4？”

“iphone4 对她来说太贵了，她只能选一款买得起的！”厉娜耸耸肩。

阮小磊在电脑上边敲边说：“我建议先对各种备选产品的利益比率进行一项系统全面的分析。”



巴菲特微笑着解释说：“小磊的意思就是权衡利弊，也就是在几件东西之间做出取舍。因为不管干什么，我们都得进行权衡。买这件商品还是另一件，做运动还是吃零食，做功课还是看电视……”

“嗯，在她的预算参数内，我分析了两种备选手机。”阮小磊公布了自己的搜索结果：“第一款是：高品质光学拍照镜头，但键盘不适合发短信，无法上网！”

厉娜摇摇头：“佩佩喜欢拍照，但也不停地给我发短信。”

阮小磊继续说道：“第二款是：方便发短信的全键盘，便于下载游戏的网络功能。但镜头像素低！”

厉娜有些犹豫：“呃……看来佩佩不得不在短信、照相、和玩游戏之间做出取舍了。这样吧，我发条短信给她，让她自己选吧。”

第二天，厉娜告诉了众人佩佩的选择结果。

“一个好消息，一个坏消息。”厉娜说，“好消息是她最后选择了拍照出色的手机，终于不再每分钟都给我发短信了……坏消息是，现在她每分钟都给我发照片！”

巴菲特忠告：

做生意就要面临选择，只有正确的选择才能带你走向成功。

大家乐于把钱投向那些能做出正确选择的人。生活中权衡利弊、正确选择同样重要——学习、看电视还是玩游戏。我建议你们每天学习新的知识，不断进步。请记住：“只有做出正确选择生活才会和谐平衡。但绝不要为了任何事情舍弃你的名誉。”

名家点评：

投资与打牌

■ 刘建位（汇添富基金首席理财师）

在投资中，我们经常听到说要分散风险。不过，巴菲特总结其长期价值投资成功的秘诀之一为集中投资。

他说：“我们的投资仅集中在几家杰出的公司上，我们是集中投资者。”事实也是如此，巴菲特过去 40 多年每年集中投资的股票数量平均只有 8.4 只左右，而占投资组合的比重平均为 91.54%。

巴菲特的老搭档芒格这样解释集中投资的原因：“人类并没有被赋予随时随地感知一切、了解一切的天赋。但是人类如果努力去了解，努力去感知，通过筛选众多的机会，就一定能找到一个错位的赌注。而且聪明的人会在世界提供给他这一机遇时下大赌注。当成功概率很高时他们会下大赌注，而其余的时间他们则按兵不动，事情就这么简单。”

所以，巴菲特重仓投资一只股票的前提是，寻找到了盈利机会的确定性。那么，他又是如何权衡投资盈利的确定性呢？

巴菲特说，他采用的方法是：“用亏损的概率乘以可能亏损的数量，再用盈利概率

乘以可以盈利的数量，最后用后者减去前者。这就是我们一直试图做的方法。这种算法并不完美，但事情就这么简单”。

为什么巴菲特投资中权衡利弊如此高明？一个重要原因是他通过长年坚持打桥牌不断训练自己大脑权衡利弊的能力。

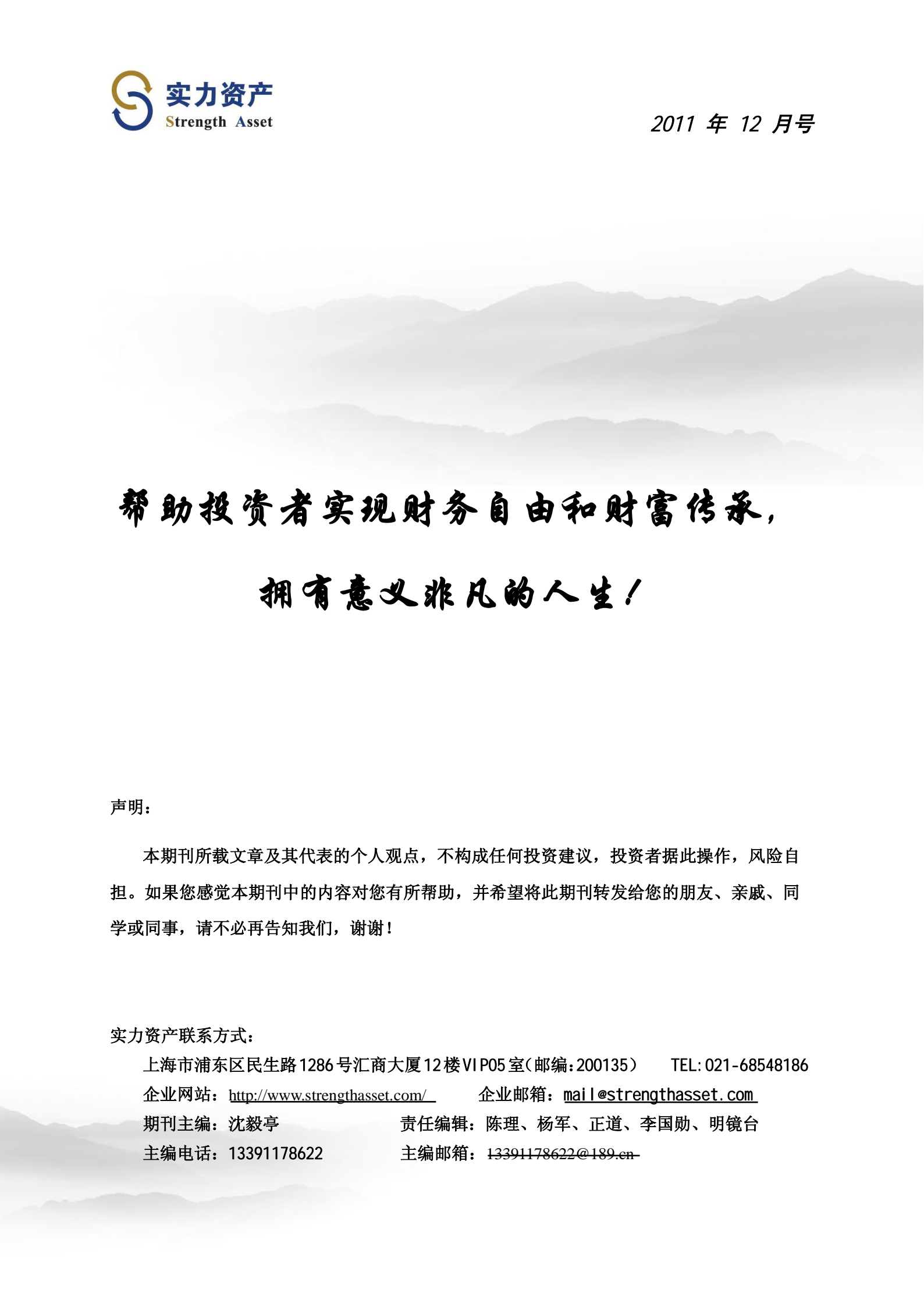
巴菲特最大的爱好是打桥牌。他一星期大约打 6 小时的桥牌：“我打桥牌时全神贯注，其他什么也不会想。”“如果一个监狱的房间里有 3 个会打桥牌的人的话，我不介意永远坐牢。”

他甚至专门请了一个桥牌世界冠军 Sharon Osberg 做教练，教练帮他装好了电脑，教会巴菲特上网打桥牌。过去从来不碰电脑的巴菲特，迷上了上网打桥牌，一个星期会打 6 个小时。

巴菲特谈到桥牌时说：“这是锻炼大脑的最好方式。因为每隔 10 分钟，你就得重新审视一下局势……在股票市场上决策不是基于市场上的局势，而是基于你认为理性的事情上……桥牌就好像是在权衡赢得或损失的概率。你每时每刻都在做着这种计算。”

权衡利弊——巴菲特认为打桥牌与股票投资的策略有很多相似之处：“打牌方法与投资策略是很相似的，因为你要尽可能多地收集信息，接下来，随着事态的发展，在原来信息的基础上，不断添加新的信息。不论什么事情，只要根据当时你所有的信息，你认为自己有可能成功的机会，就去做它。但是，当你获得新的信息后，你应该随时调整你的行为方式或你的做事方法。”

也许，伟大的桥牌选手与伟大的企业分析家，都具有非常敏锐的直觉和判断能力，都是在不断权衡着每一种打法的利弊和不断变化的输赢概率。



**帮助投资者实现财务自由和财富传承，
拥有意义非凡的人生！**

声明：

本期刊所载文章及其代表的个人观点，不构成任何投资建议，投资者据此操作，风险自担。如果您感觉本期刊中的内容对您有所帮助，并希望将此期刊转发给您的朋友、亲戚、同学或同事，请不必再告知我们，谢谢！

实力资产联系方式：

上海市浦东区民生路 1286 号汇商大厦 12 楼 VIP05 室(邮编:200135) TEL: 021-68548186

企业网站: <http://www.strengthasset.com/> 企业邮箱: mail@strengthasset.com

期刊主编: 沈毅亭

责任编辑: 陈理、杨军、正道、李国勋、明镜台

主编电话: 13391178622

主编邮箱: 13391178622@189.cn