

为未来博弈

A top-down view of a white ceramic coffee cup on a matching saucer. A silver spoon rests on the rim of the cup, holding a single white sugar cube. The coffee inside the cup has a light-colored, abstract pattern on its surface. The cup and saucer are set against a dark background, with numerous dark brown coffee beans scattered around them. The lighting is warm and focused on the cup.

财经人的理性与感性

孟宁 著

上海三联书店

为未来博弈



的理性与感性

孟宁 著

上海三联书店

图书在版编目(CIP)数据

为未来博弈:财经人的理性与感性 / 孟宁著. —上海:
上海三联书店, 2008. 1

ISBN 978-7-5426-2717-9

I. 为… II. 孟… III. 财务管理—通俗读物
IV. TS976.15-49

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2007)第 201651 号

为未来博弈——财经人的理性与感性

著 者/孟 宁

责任编辑/戴 俊

装帧设计/研 发

监 制/研 发

责任校对/张大伟

出版发行/上海三联书店

(200031) 中国上海市乌鲁木齐南路 396 弄 10 号

<http://www.sanlian.com>

E-mail: shsanlian@yahoo.com.cn

印 刷/上海惠顿实业公司印刷

版 次/2008 年 1 月第 1 版

印 次/2008 年 1 月第 1 次印刷

开 本/850×1168 1/32

字 数/140 千字

印 张/7

ISBN978-7-5426-2717-9/F·502

定价 18.00 元

为未来博弈

——财经人的理性与感性

投资和其他行业的最大不同，是永远面对不确定性在做决定，所以没有一定，只有可能，我们总是做一些我们觉得概率比较大的事情，所以也常常会出错。投资也是一种很痛苦的事情，因为你做最重要的决定时，都往往显得是错的，只有事后才知道是否正确。

这是一群通过预测未来谋生的人，我们把自己的梦想和命运寄托在对体制、对经济、对市场、对价格的揣摩之中，我称之为“future hunter”。你透过他们的眼睛看见的世界，可能斑斓，可能灰暗，但一定是个不同的开始。

这是一本用简单的语言去解释生活中看似普通却又深奥的经济和社会现象，用一个局内人的真实视角分析资本市场存在问题的书。

本书节选了作者发表在各类财经杂志上的相关专栏文章，用独特的笔触串连出一幅掩盖在现象之下的真实经济图画；并首次以散文夹写在每一章节之中，告诉读者，一个投资者，除了理性，还有感性的一面。

作为一个投资经理，笔者通过诙谐的批判、诚恳的剖析、沉重的思考和飞扬的思绪；用散文、杂文、论文等形式，为读者展现了一个与以往经济学教科书完全不同的真实的生动的生活和世界。其深入浅出的内容、创新的风格和对社会人性的关怀，无论是普通的投资者、经济学的门外汉，还是市场的资深工作者都可从中找到适合自己的东西。

序 FACE

一个香客去拜观音，香烟缭绕中香客问观音说：

“如何证明自己喜欢一个人？”

“就是有种暖暖的感觉，想要和她在一起吧。”观音摇头回答说。

“为什么很多人会三心二意，不定性呢？”

“正常。”

“为什么？”

“因为无常。”

“就是说我今天想要和她在一起，但我不知道明天是否还是想要和她在一起呢？但如果我不敢肯定将来一直想要和她在一起，我为什么现在要开始和她的爱情呢？”

“因为你有感觉。”

“是否应该执着？”

“执着有用，就努力。”

“是否无论适合与否，无论有没有将来，都应该努力争取？”

“觉得值得就去努力。世上本没有一定的事情，随缘。”

“什么是缘分？是一种奇迹吗？”

“是因果。”

“何为因果？”

“因就是前世今生所做过的事，果就是今天的缘分。至于

有没有结果，不是在开始之前应该考虑的。”

“值得。”

“付出是本心的，无所求，无所谓值得不值得。”

“如果是因果，那就安心承受。”

“承受是需要勇气的，多情会伤心也伤人心。”

“伤心是会上瘾的，因为当我没有其他感觉的时候，它让我觉得自己活着。”

这个春节是不一样的，我戴着一串绿檀走在烟花里。久违了的熏香弥漫在我的空气里，刺骨的寒冷让人觉得世界是特别干净的。一年只有在这样的日子里，人造的绚烂掩盖了夜空的美，一年只有在这样的日子里，馨香掩盖了祝福无法实现的现实。我使劲呼吸着这种诱人的烟火味道，像一个对爱情着迷的瘾君子。

人在有方向的时候，他的眼睛是不会迷离的。这是一个芜杂而没有健康主流思想的时代，想要没有大悲大喜地享受生活并不是一件容易的事。

“将爱”，我喜欢这个词，以前我更喜欢你用“顺其自然”这个词作为逃避的借口。我想我还是有勇气的，所以我选择了“FACE”这个词，恰巧酒吧的名字，也叫这个。

一切本都应该是简简单单的，浑然天成的白话解释应该叫做自然。故乡有一种凝重的美，美在不矫揉，美在每一个人面对人生时的承担。这是一个新的开始了，我不停地告诉自己，当爆竹在我身后的黑暗中响起的时候，我张开双臂，我已经强得不会再迷失了吗？我知道，仿佛一种神秘的仪式，在为我祝祷。

当一股液体从体内汹涌而出的时候，我发现它们只能融化身前的冰块，我以为自己只是一个产生垃圾的工厂，但是，我不是。如果要靠别人的认同来肯定自己的存在，是不是很容易迷失；如果你没有真正的人生方向，别人又怎么会一直认同你；如果你不在乎

别人的认同却依然坚持自己的方向是盲目还是成功；如果得不到大多数人的认同又怎么能算上是一种成功；如果这个社会主流的认同坐标是不健康的，又是否应该迎合这个社会呢？

我没有问过自己这些问题，因为自从我在英国照着镜子，问自己是谁之后，我就再也没有疑问过。我迎着压力站起来，不是为了某种特殊的理由，只是一种直面自己的选择。

周末的时候，我总是习惯性的加班，然后看着周围的钢筋丛林一点一点的批上彩带，将我围绕。我是最年轻的，但还不是最成功的；成功不是因为年轻，或者所处的某个位子，而是因为我对于要为这个世界付出的理想的丰满。我是柔性的，妹妹说，水至刚。

我的鼻子有点不通，我在想一个人，于是我走到阳光里，发现人的欲念往往都是自己的臆想。关于爱不爱与值得不值得的问题就是这样臆想出来的，朋友说，你还是多想想 CFA 吧。我两眼发虚地和一帮小伙子打着球赛，赢了之后，发现自己现在越来越想要珍惜，却越来越不容易快乐起来。

我的坚韧在那些我最佩服的在艰苦中伫立的人们面前是如此的虚弱，让我常常自咎所亏欠上天的一些东西。但是我不明白为什么身边的人从来不认为我会真的倒下就再也爬不起来，其实我的弱点很明显，也许是我喜欢把它直接地暴露在大家面前，结果没有人想过要直接地去攻击它。我喜欢那些幻像般的东西，比如爱情和梦想，还有曼妙的人与人的相遇，我以为那是上天注定。我属阴金，五行缺水。

一种没有热度的高烧在我的体内郁结着，我想爱，却无法将它释放出来，只有仿佛想要脱离肉体的灵魂般的液体从眼角和鼻腔无止境地流淌出来。我迷迷糊糊地想起了那双眸子，在它的后面，是一颗我还没看清楚，但觉得有些迷惘和浮躁的成长着的心。那双眸子看上去很舒服。走了这么多的路，才发现和一个人在一起很舒服本是件极不容易的事情，当释放彼此的心灵感受到相同亦

或理解已经变成像奇迹般可望不可及的东西的时候,这种舒服就变得带有一点诱惑的味道。

眼神和心照不宣的微笑是我一直盼望的默契,很久没有体会,都有点麻木了。我终于明白,其实每个人都是可以用心去爱的,唯一不同的是,对于每个人来说,对象和方式不同。环境是自己选的,我一直觉得这句话有哪里不对,可能是大家对于环境的定义是不同的吧。命运到来的时候,你可以选择吗?就像你选择去不去爱一个人,开始一段感情。可是无论你怎么选择了,它们也都将成为你命运的一部分,有时候我不知道性情中人到底说的是哪一种人。选择一份事业有时候和选择一份感情一样,虽然只有投入才有回报,但你大可享受其快乐而不是煎熬。经济是一种生活而不是艰深的学问,投资是一门艺术而不是技术。

有时候黑白比彩色要厚重的多,我走在这个有点暧昧的城市里,渐行渐远。眼前却总是浮现起那个带着淡淡檀香的星月,古塔,城墙的画面。仿佛触到一个柔软地肩膀,有点暖暖的感觉。

因为是集杂文所成,没有一贯始终的主题,所以我一直不知道该给这本书起一个什么名字,昨天偶而听到李宗盛的同名演唱会,于是决定就叫它《理性与感性》,投资是一门理性的工作,而人又是最感性的动物。这样的矛盾让我在若干年之后才明白:“成功的意义在于超越自己。”希望你听着音乐看这本书,希望它能给你不落巢臼的轻松。

目 录

序言 Face	1
第一章 简单经济学	1
第 1 篇 小偷说汇率	1
第 2 篇 矿难旁通	6
第 3 篇 产能过剩剩下的周期下滑	11
附 普通生活	14
第 4 篇 价格机制改革—迟到的冬天	16
第 5 篇 利率市场化的意义	21
第 6 篇 群体网络效应及 VISTA 的命运	27
第 7 篇 生活中的博弈	30
第 8 篇 羊群效应	33
第 9 篇 货币的妙用	36
第 10 篇 办公室里的经济学	40
附:理性与感性	43
第二章 资本市场博弈	46
第 1 篇 从 Agent Cost 看股权分置的解决	46
第 2 篇 再谈解决股权分置问题对中国资本市场的影响 ...	49
第 3 篇 见证博弈	54
附 西班牙阶梯	58

第4篇	Bullish or Foolish—外资潜流	61
第5篇	基金业百舸争流	68
第6篇	走路去华尔街—中国银行业改革	72
	附:银行发展方向	77
第7篇	流动性“馅饼”还是“陷阱”	79
第8篇	IPO折价的秘密	82
第9篇	整体上市的玄机	86
第10篇	资本市场里的那些人	92
	附:没个正经	95
第三章 体制叩问		99
第1篇	寻租	99
第2篇	慈善	103
	附 英国的那些日子	107
第3篇	歧视	113
第4篇	泡沫	116
第5篇	王安石谈房价	120
第6篇	两难的房地产调控	125
第7篇	国民财富和医疗体制	129
第8篇	世界杯与投资	132
第9篇	诺贝尔奖离我们有多远?	135
第10篇	大国的崛起	139
	附:般若	147
第四章 理财		150
第1篇	理财的艺术	150
第2篇	大类资产配置	156
第3篇	Scarborough 次优策略	160
第4篇	商品—疯狂的舞者	163

第5篇 关于流动性问题和投资哲学的讨论.....	170
附 《三峡好人》观后.....	173
第6篇 市场规律不起作用的地方.....	175
第7篇 基金经理访谈录.....	179
第8篇 私募股权投资.....	187
第9篇 一份典型的资产配置策略报告.....	193
第一部分 宏观视点一:全球化背景下的大国崛起	193
宏观视点二:人民币汇率与流动性过剩	196
宏观视点三:宏观政策对流动性的影响	202
第二部分 未来权益类资产的配置策略.....	205
后记.....	209

第一章 简单经济学

第1篇 小偷说汇率

前年一部红极一时的《天下无贼》让全国人民开始在笑声中意识到身边贼的无处不在,也让我想起在意大利遭遇的洋飞贼的经历。

和中国一样,意大利也是一个小偷盛行的地方,我曾经在罗马的地铁中被意大利的小偷数次以高明的手段关照。这与两国在世界经济的舞台上一直是争夺第五、第六的争竞对手有着讽刺性的相似。前两年由于欧元的升值,意大利的 GDP 一直以微弱的优势领先于中国。那么中国是不是也应该顺应某些国际国内的呼声升值,借此来赶超这个老对手呢?那么就让我们先来看看呼吁人民币升值的几条主要理由:

首先,以美元计价的进口石油和大宗原材料的涨价,使中国的贸易条件不断恶化,输入型通胀上升。其次由于大量外资的流入狂赌人民币升值,为了维护币值稳定,央行抛出人民币买入外币,外汇占款使基础货币量大增,影响了货币政策的自主性。同时,外汇储备大增,一方面承担美元贬值的损失;另一方面政府不得不大量持有低息美元债券,与央票以及国债之间的利差造成资本流失。最后,升值可以提高国民收入、改变经济增长方式、升级产业结构、促进消费以及房地产和资本市场的发展。下面让我们逐一进行一下分析。

首先,人民币的输入型通胀弹性并不大,原因是国内的价格管制。即使这种弹性随着中国的需求对世界资源价格的影响力加大以及价格管制的逐步放开而提高,也不是通过升值就能完全解决通胀问题的。资源的价格最终是由需求决定的。以石油为例,人民币升值后短期看来进口石油便宜了,必然造成需求量必然大增。因为中国现在的石油储备只有 10 天,相对于美国的 160 天和日本的 158 天都太低。无论从消费升级和国家安全的角度,低价都必然刺激需求的猛增。需求大增的结果就是石油价格再次被拉高。反过来看,近几年全球经济增长率一直保持在 3% 左右,是几十年以来最大的增长。突发性的增长造成了结构的不平衡,也是大宗原料飞涨的根本原因。随着增长的平缓和结构失衡的调整,价格也不可能始终维持在高位。从另一个角度来看,为什么中国一买什么,什么就涨价? 美国的进口量是中国的十倍,为什么美国的进口没有大幅拉升原料的价格? 关键还是信息不对称。美国的进口需求通过国际市场期权期货的运作都是稳定和透明的,而中国不仅需求不透明,更加缺乏国际市场的定价能力。所以升值只不过是短期治标,稳定经济增长带来的需求和提高定价能力才是治本。

对于问题二,升值呼吁的主要理由是基于蒙代尔的“不可能三角”理论,即开放经济条件下,货币政策的自主性、资本的自由流动和汇率的稳定是三者不可得兼得的经济目标。然而我们不要忘记了,我们的资本项目并没有开放,在国内通货膨胀不是非常严重,央行有能力通过发行票据,提高存款准备金率和升息达到控制货币供应量目标的时候,并不是维持盯住汇率制就一定会牺牲货币政策的自主性的。货币供应量增大除了万亿外汇占款的增加之外,更重要的原因是货币流通速度出人意料的提高。而这种增加是由于经济过热产生的内生性货币需求所造成的。随着经济着落,长期的货币流通速度是呈下降趋势的。现在的问题不是固定汇率造成了央行的货币政策丧失独立性,而是我们的

央行本身就缺乏独立性。游说集团的影响力造成政策的多向性。如果提前采取生息等措施,现在的经济过热和升值预期可能都会得到抑止。所以在实行浮动汇率的一个先决条件即:央行货币政策制定和执行的独立性,尚不具备的情况下,放弃“名义锚”只会造成国内货币政策的更加混乱。当然大量外汇储备的贬值和利差损失是很现实的,但这也是发展中国家为了维持本国竞争力必须为大国缴纳的铸币税。这不仅是中国,也是整个亚洲的普遍现象。如果没有美国的需求,亚洲的经济增长是不可能持续的。因此美国国债 20% 持有者都是亚洲国家,他们通过这种方式支援着美国的消费,同时也是拉动着自身的发展。正是亚洲资金的大量购买造成了美国国债收益率的低下。当然国家在储备管理和投资能力上的低下也是原因之一。单纯呆板的购买美国国债也是无奈之举,如果能够提高储备资产配置多样性进而提高收益率,利差损本身是可以避免的。如果汇率放开,在储备管理能力依然低下的情况下,很可能经历储备进一步激增,紧接着资金大规模逃离的窘境。到那时候的储备匮乏是远远要比现在看似的储备过剩要可怕得多的。

其实真正触及到一国汇率本质的是最后一个问题,也就是一国的经济增长方式。还是让我们借意大利小偷的慧眼来看一看这个问题。

小偷属于社会的中下阶层,小偷偷到的钱大体有两方面流向。首先,是购买属于恩格尔系数分子中的那些产品,也就是维持生存必须的吃、穿、用等基本生活用品。吃不必说,穿和用,只要是中低档品,无论是纺织品还是家用电器,八成是 Made in China 的。那么小偷的消费无形中是在直接地拉动中国的出口。其次,小偷大多无纪律,但都是有组织的,尤其是在黑手党横行的意大利。小偷的部分收入上交给了组织,而这部分收入在黑社会洗净身份进入商界的今天,必然流向了企业。无论是像菲亚特这样占意大利工

业总产值4%的巨头,还是占企业总数95%的中小企业都在加强对中国的投资与合作。那么小偷的收入又间接地支援了中国的引进外资。

从小偷的资金链我们看出一个问题,中国是个出口导向型和资本特别是外资推动型的经济体。中国的出口产品以低端劳动密集型产品为主,而吸引外商投资的正是中国的成本优势。贸易对中国GDP的贡献率在50%以上,投资占GDP的比重为47.4%。劳动密集型产品的出口更是我们的根本竞争力所在。诚然,长期依靠低成本竞争是不可取的,但是中国现在是否有能力改变经济增长方式呢?升值又是否能够促进这一转变呢?

升值对经济结构的影响是通过这样的逻辑传导的:升值使进口产品更便宜从而产生财富效应,提升消费,变出口导向型经济为内需增长型经济;同时由于价格弹性高的劳动密集型产品出口竞争力的下降迫使企业进行技术革新,自动向高附加值的新兴工业化发展,从而实现产业结构升级。以上的传导机制是没有问题的,但是必须有一个前提,就是国民财富已经具有了一定基础。请注意,这里说的是国民财富,而不是国家财富。只有在老百姓已经具有相当的财富或者资产的时候,升值才会带来财富效应。这种财富效应才会部分抵消竞争力下降带来的负面影响。中国有8亿农民,其中5亿在农村,3亿在城镇流动,国企改革后下岗分流的又有8千万。他们可以说没有任何的资产和财富,同时都在以从事劳动密集型行业为生。举个最简单的例子,美国和欧洲都对它们的农产品施加巨额的补贴以维持农产品的低价,从而保证了农产品的竞争力和农民收入。如果人民币再升值,中国的农产品出口和农民生活将进一步恶化。推而广之,升值会带来劳动力密集型产业的萧条,而这些产业的工人大多数是农村分流的人口。如果这部分人口失业,他们根本不具有立刻提升技术含量、进入资本或者技术密集型行业的能力和财富,他们必将重新回到农村。农业

相比较起那些出口导向型企业是劳动生产率更加低下同时劳动力饱和的行业。这种流向根本是生产力的倒退而无法实现所谓的经济结构升级。加上城镇化的需要,土地被大量占用,农民工回乡后根本无地可种,社会矛盾必然激化。升值论者的一大唱词就是升值不会影响中国的出口企业,因为相较欧美的人力成本,中国的劳动力价格是非常低的,升值 20%、30% 根本不会影响竞争力。这种比较是不合理的,中国的真正对手不是欧美,而是同为发展中国家的亚洲其他新兴国家。这些国家的经济增长方式和中国是相似甚至替代性的,而他们的人力成本并不比中国高。可以说现在任何一个亚洲新兴市场国家货币的升值都会给这一经济体里的其他国家以“Free Rider”的机会。而这种替代性可能会是长期性的。

升值的幅度是另一个困境。大幅升值明显是不可行的。1. 升值幅度过大,外资汹涌而出,整个经济体面临着失血的危机。2. 出口产品竞争力下降进而导致国家竞争力和经济增长能力下降。直接的后果就是通缩与经济停滞的并存。3. 热钱流出和经济放缓首先导致的就是房地产泡沫的破裂,其直接影响就是金融体系的崩溃。用不断升值的房地产作为抵押而不断放大的贷款在资金一旦流出的时候就加速变成坏账。在中国金融系统依然脆弱的今天,这种灾难性的后果无疑是毁灭性的。小幅升值也是不可行的,它会引起进一步升值的预期,热钱涌入更猛,中央银行政策难度更大,房地产泡沫更大。同时这个大小的幅度也是我们无法把握的,我们不知道外资的底线是多少,升值 20% 是会增加继续升值的预期还是会立刻导致资金的外逃? 所谓热钱就是博短线利润的资金,唱多者是有唱多者的目的的,他在给你施加压力,他也在等待着 你犯错误。

有一种方法倒是可试的,就是一次性升值 10%,同时宣布中短期内为维护经济金融体制改革的顺利进行将不会再次变动汇率。这样短期出口企业不会受太大影响,同时短线外资流入会减