

东方红悦读

issue 16
2014 年 11 月



订阅号，坐享更多资讯



服务号，尊享账户信息

敬请扫描、搜索“东方红资产管理”一键关注微信账号

看得见的未来

互联网时代的智慧，
是超越自我中心的态度。



关于未来， 你的看法是？

PREFACE



本期封面我们关注互联网和未来。说起 100 年之后的未来，凯文·凯利不久前发了英雄帖，100 美元奖给网友，要求是在 100 字内将内心最渴望的未来描述得最好，对于倡导免费策略，并且把自己的著作全部放到网上的人来讲，拿出 100 美元真是不少了。以下为摘得大奖的畅想和凯文·凯利自己的版本。

获奖版本：

虚拟现实和实际现实区分不出来。

好的想法就像国家拥有主权一样，受到尊重，价值得到直接体现。

所有行业都会得到整合，极限是量子科学的发展水平。

人类与各种智能化物种一同探究世界（提问并回答）。

人类有了新的意义，想象力得到释放。

凯文·凯利版本：

2121 年，85% 的人口在城镇，城市各种繁荣，郊区人烟稀少。

农作物产量减少，转基因得到发展。自然界万物都被量化监控，基因工程推广下绿化面积增加。

太阳能，核能的发展使能源价格低廉。

气候人为调控。

具有创新想法的中产阶级成为新的社会主力，他们活动范围遍布全球。

飞机由电脑驾驶操控，跨国飞行家常便饭。

低收入人群最大的收入来源是生态和文化遗产旅游。

亚洲和非洲仅存的蓝领工作全部由机器取代。

物联网进程继续推进。图书馆和终身教育全部免费。

大家时时刻刻都在网上。

可穿戴设备各种普及，追踪监控不出不在。

量化生活（QUANTIFIED SELF）使对症下药成为可能。

掌握技术成为标配。

关于未来，你的看法是？

责任

感恩

梦想

感恩 责任 梦想



主办
东方证券资产管理有限公司

编委会主任
王国斌

编委
陈光明、任莉、姜荷泽

主编
曹玥

责任编辑
杨娜、吴芳澜、高义、钱慧、王一桑
熊倩茜、刘小月、王飞飞、吴比

地址 上海市中山南路 318 号
东方国际金融广场 2 号楼 31 层

邮编 200010

总机 021-63325888

传真 021-63326981

电子邮箱 dfhjlrc@orientsec.com.cn

客服热线 4009200808

公司网站 www.dfham.com

微博 东方红资产管理 weibo.com/dfham

声明
本刊为内部交流材料，仅供参考。东方证券资产管理有限公司对这些信息的准确性和完整性不做任何保证，所载观点不代表任何投资建议或承诺。部分图片、文字源自网络，作者无从考证，如涉及版权请与编辑部联系。

本材料并非宣传推介资料，也不构成任何法律文件。

本材料的版权为东方证券资产管理有限公司所有，未获得东方证券资产管理有限公司的书面授权，任何机构和个人不得对外散发本材料或进行任何形式的发布、转载、复制或修改。

01	Preface 卷首语 关于未来，你的看法是？
04	Orient News 东方红 · 动态 东方红睿丰混合基金提前结束募集首募超 16 亿 东证资管 - 阿里巴巴专项计划完美收官 摘得最佳券商投资主办 长期投资能力再获肯定
05	东方红系列产品开放期一览
06	Orient Interview 东方红 · 媒体 中国投资者的未来 回归资本市场的本质，切实将所赚利润回归股东，才是投资者的未来

08	Orient Interview 东方红 · 媒体 “东方红”播撒普惠金融之光 首创小贷资产证券化，助力公益基金， 东方红播撒普惠金融之光不停歇
10	Cover Story 东方红 · 封面故事 看得见的未来 互联网时代的智慧，是超越自我中心的态度
18	移动互联时代的资产管理 移动互联网改变价值创造规则
26	Orient Strategy 东方红 · 策略 向改革要红利 改革预期继续发酵，建议哑铃配置
30	Orient View 东方红 · 观点 投资主办人看市场 投资蓝筹股，现在是最好时机

36	Orient Wisdom 东方红 · 智慧 e 站 信任与赞美的力量 赞美会让白痴变成天才
37	学着凡事采取正确的思考模式 正面思考模式产生的 power 将源源不绝
38	Orient Notes 东方红 · 投资小札 寻找必须消费品的投资机会 合适的时间段 + 合适的企业，方能获得最佳的投资收益
42	Orient Translation 东方红 · 精译求精 围观 UBER 如何估值 教授认为不值 170 亿 vsA 轮投资者觉得教授错了
48	Orient Future 东方红 · 未来 未来的投资与交易：七种展望 现在超级富豪享受到的，就是未来中产阶级触手可及的



订阅号，坐享更多资讯



服务号，尊享账户信息

敬请扫描、搜索“东方红资产管理”一键关注微信账号

News
动态



东方红睿丰混合基金提前结束募集首募超 16 亿

市场回暖，封闭三年运作的券商基金产品备受投资者追捧。东方证券资产管理有限公司 9 月 22 日公告称，东方红睿丰混合基金合同已于 9 月 19 日生效，合计募集资金规模超过 16 亿元。

“作为一只封闭三年运作的基金，东方红睿丰受到投资者广泛认可非常难能可贵。”有分析人士指出。资料显示，东方红睿丰混合基金在三年封闭期满后将转换为上市开放式基金（LOF），封闭期间不能申购赎回基金份额，但投资人可在基金上市交易后通过深交所转让基金份额。



东证资管-阿里巴巴专项计划完美收官

业内首只小额贷款资产证券化产品完美收官。9 月 29 日，东证资管-阿里巴巴 10 号专项资产管理计划成立，募集资金 5 亿元。至此，东证资管-阿里巴巴 1-10 号专项计划已全部完成募集，每一只均达到募集资金规模上限 5 亿元，合计募集资金规模达到上限 50 亿元。

目前，各类资产管理业务正逐渐由相互分割，走向相互融合、相互合作，东证资管-阿里巴巴专项计划正是与阿里金融、机构投资者、证券公司、律师事务所、会计事务师、评级公司等多方携手，共同为支持众多小微企业和个人创业者融资进行了有益尝试，同时也让证券公司资产管理业务可以更好地支持实体经济发展。

近日，资产证券化业务管理规定征求意见稿已发布，分析人士纷纷认为，券商资产证券化业务有望迎来良好的发展空间，成为国内盘活存量资产的重要方式，也是打开证券公司资产管理空间的重要创新。



摘得最佳券商投资主办长期投资能力再获肯定

在 9 月 18 日由证券时报与中国基金报共同主办的第八届中国上市公司价值评选、首届中国最佳基金经理评选高峰论坛上，东方证券资产管理有限公司总经理陈光明先生凭借长期稳健优异的投资业绩荣膺“五年期最佳权益类券商集合理财投资主办”，也是该奖项的唯一得主。此外，陈光明先生、东方证券资产管理有限公司基金投资部总监张锋先生还同时荣膺“三年期权益类投资最佳券商资管投资主办”。

东方红系列产品开放期一览

产品	2014 年 11 月 -12 月开放期	开放期规则
东方红 4 号 (910004)	每个交易日（仅赎回）	每个交易日开放
东方红 5 号 (910005)	每个交易日（仅赎回）	每个交易日开放
东方红 6 号 (910006)	每个交易日（仅赎回）	每个交易日开放
东方红 7 号 (910007)	每个交易日	每个交易日开放
东方红 8 号 (910009)	每个交易日	每个交易日开放
东方红 9 号 (910024)	每个交易日	每个交易日开放
东方红基金宝 (916001)	每个交易日	每个交易日开放
东方红领先趋势 (910021)	每个交易日（仅赎回）	每个交易日开放
东方红稳健成长 (910022)	每个交易日（仅赎回）	每个交易日开放
东方红内需增长 (910028)	每个交易日	每个交易日开放
东方红稳健增值 (910029)	每个交易日	每个交易日开放
东方红 - 新睿 2 号 (910010)	每个交易日（仅赎回）	每个交易日开放
东方红 - 新睿 2 号二期 (910017)	每个交易日	每个交易日开放
东方红 - 新睿 3 号 (910011)	每个交易日	每个交易日开放
东方红 - 新睿 4 号优先级 (910015)	12 月 5 日（仅赎回）；12 月 8-9 日（仅参与）	参与开放期：本集合计划成立后每满 6 个月的对应日的前两个工作日；退出开放期为参与开放期的前一个工作日。
东方红 - 新睿 5 号 (910026)	每个交易日	每个交易日开放
东方红 - 先锋 1 号 (918002)	11 月 3 日；12 月 1 日	每月首个交易日开放
东方红 - 先锋 2 号（展期） (918003)	11 月 3 日、4 日；12 月 1、2 日	每月前两个交易日开放
东方红 - 先锋 3 号（展期） (918004)	11 月 3 日；12 月 1 日	每月首个交易日开放
东方红 - 先锋 4 号 (918006)	11 月 3 日；12 月 1 日	每月首个交易日开放
东方红 - 先锋 5 号 (918007)	11 月 3 日；12 月 1 日	每月首个交易日开放
东方红 - 先锋 6 号 (918008)	11 月 3 日；12 月 1 日	每月首个交易日开放
东方红 - 先锋 6 号 II 期 (918010)	11 月 3 日；12 月 1 日	每月首个交易日开放
东方红 - 先锋 7 号 (918011)	11 月 3 日；12 月 1 日	每月首个交易日开放
东方红明睿 1 号 (918025)	11 月 17-21 日	每年 2、5、8、11 月 15 日起开放五个交易日，若 15 日为非交易日顺延至下一个交易日
东方红明睿 2 号 (918027)	每个交易日	每个交易日开放
东方红明睿 3 号 (918030)	每个交易日	每个交易日开放
东方红 - 量化 1 号 (918012)	每个交易日（仅赎回）	每个交易日开放
东方红 - 量化 2 号 (918017)	每个交易日	每个交易日开放
东方红 - 量化 3 号 (918026)	每个交易日	每个交易日开放
东方红 - 量化 4 号 (918029)	每个交易日	每个交易日开放
东方红新动力混合基金 (000480)	每个交易日	每个交易日开放
东方红产业升级混合基金 (000619)	每个交易日	每个交易日开放

※ 具体开放期以公司公告为准

中国投资者的未来

文 / 中国基金报



低于 GDP 的增长。观察其他市场，从美国股市 2000-2013 年的走势看，考虑到分红等因素，股指涨幅基本与 GDP 增幅相当；其他新兴市场，比如墨西哥、印度、韩国、巴西等国的市场也有较快的增长。

A 股市场呈现的另一明显特征就是牛短熊长，这也是中国股市与其他成熟市场最大的区别之一。牛市太短，市场总是“跌跌不休”，不管是散户还是资产管理人，承受的压力都很大。在过去 20 多年中，我们经历了 5 轮熊市，除了第一轮 1993 年 -1996 年的熊市，其他几轮熊市我都经历过，市场带来的幸福感的确比较差。此外，中国股市是一个典型的

以融资为主的市场，从统计数据可以看出，2000-2013 年股市累计分红约 3.34 万亿元，累计融资则达到 4.88 万亿元，净融资 1.54 万亿元，除其中少数几年外，绝大部分年份均以净融资为主。

在这样的市场环境中，散户赚少赔多，只能用脚投票，逐步离场。即使也有大牛市，但大多数投资者却未能享受到收益。2005-2007 年的大牛市，指数涨了 6 倍，我们就偏股型基金新发规模、基金申购赎回净额以及 A 股新开户数进行统计后，发现以上三个指标都在 2007 年二季度出现高点，这表明大部分投资者都是在牛市末期入市，结果可想而知，大部分投资者不但没有享受到市场上涨的收益，反而可能在 2008 年大幅被套。如果股市大起大落的特征未变，等到下一轮牛市，散户禁不住牛市的诱惑再冲进来，结果又将面对一个不太好的未来。

为什么会形成这样一个格局？我们先来看看股票投资收益率的构成，大家可以看这个等式，即“股票投资收益率 = 分红率 + 增长率 + 市盈率的变化率 - 成本”。以美国为例，近几十年来，美国的长期收益率是 9% 左右，其构成主要包括分红收益率（含回购）约占 5%，增长收益率约 4%，市盈率的长期变化约 0.3%，

指数基金成本约 0.2%。杰里米·西格尔在总结美国一百年历史后得出一些结论，其中，股利才是收益的主要来源，“投资者收益 = 每股价格的变化 + 股利”，美国长期投资者可以通过“购买 - 持有”策略实现长期投资收益。

过去十多年，A 股市场大起大落，上证指数从 1000 点到 6000 点又回到 2000 点，主要是因为估值的变化，牛市时市盈率从 10 倍到 60 倍，熊市时市盈率从 60 倍跌至 10 倍，对冲了企业的盈利增长。近几个月以来股指上涨，大家关心的是牛市是不是真的来了，能不能到 5000 点，却没几个人关心上市公司的回报，从长期角度来讲，这是本末倒置的。

统计显示，过去十年，A 股市场每年的融资净额都是正的，即一直是市场拿钱，“融资净额 = IPO + 增发 - 分红 - 回购”，IPO 和增发是从投资者手中拿钱，减去的分红和回购是还给投资者的钱，这其中还没有考虑分红中的很大一部分又回到了大股东和主要股东口袋中。再看美国，它过去十年的融资净额都为负，很多年份负得还很多，比如 2006 年净融资为 -5995 亿美金，2012 年净融资为 -5665 亿美金。简言之，它不去 IPO、不去增发，或者很少的 IPO、很少增发，整个市场是一个“蓄水池”，不是抽水的，是一直往里注水。大家一直羡慕美国市场，说经历了这么大的金融危机，还有这么高的回报，有一个很重要的原因就是它一直把钱还给市场。事实上，不仅仅是美国市场，日本、德国、香港、台湾等市场都是如此，过去十多年大部分年份的融资净额都为负。除此之外，A 股市场的换手率很高，讲得好看一点是市场非常活跃，但这导致投资者的成本非常高，因为还有税收和佣金。

在此背景下，A 股市场一直处于低回报率的状态，我国银行存款利率远高于投资股票的股息率（投资分红率），而且这还未考虑银行存款风险远小于股市投资的风险因素。从这个角度来看，投资者不仅无法分享到公司发展与 GDP 增长红利，往往还要承担产能过剩、行业与市场波动的风险。整个市场没有赚钱效应，绝对投资收益和比较投资收益持续很低，自然很多钱都不愿意进来。

面临这样的一个困局，我们到底应该怎么办？我们希望能够在这个市场获得长期的、可持续的、稳定的、有保障的收益，而不是从别的弱势股东身上去赚钱。事实上，在前面几轮牛市、

熊市的轮替当中，基本上是弱势的股东为市场付出很大的代价。所以，我们非常期望这次假定有牛市，在牛市来临之前，我们的制度、政策、市场、公司、投资者能够更多地努力，把投机的市场慢慢改变成可投资的市场。

关于资本市场的未来，我们认为，从资本市场角度来讲，要从“融资市”逐步转变为“投资市”；要从“重融资”逐步转变到“重回报”；从上市公司角度来讲，要通过改善治理结构，改善激励约束机制，提升运营效率；要切实提高资本回报率，创造价值；要提高分红比例，积极回购股票。比如，员工持股计划，我们非常期望上市公司能够实施，这有利于改善激励约束机制，蓝筹股主要以大国企为主，大股东对股价不太在意，实施员工持股计划后，有利于调动员工的积极性，以股东的价值最大化为最优的选择，有利于提高公司运营效率，改善公司治理，提升公司价值。

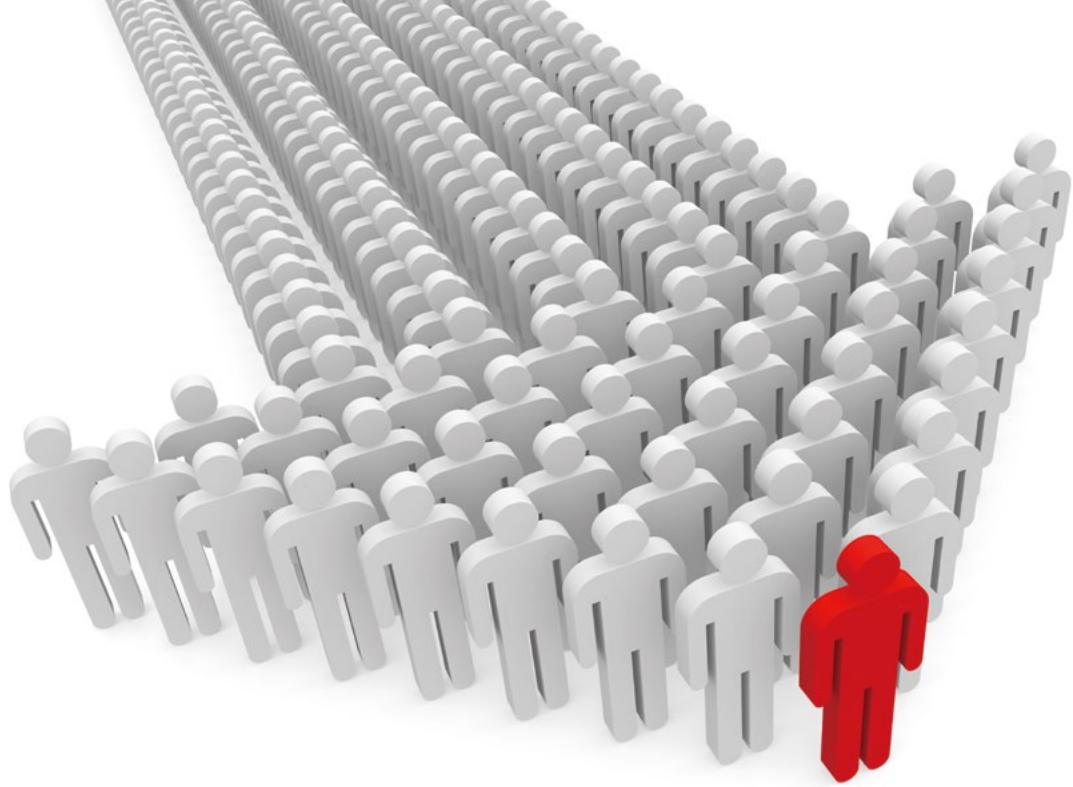
总体而言，这个市场有没有机会、有没有前景，股东的回报到底怎么样？投资者有没有未来？我们非常期望上市公司能够真正切切、实实在在地站到股东角度，让投资者分享上市公司创造的价值；作为机构投资者，我们非常希望大家携起手来共同努力，积极股东行为，在强化上市公司治理、推动上市公司提高回报方面做出更多更有益的努力，而不是寄希望于一轮牛市，通过波段操作赚取资本利得。我们应该回归资本市场的本质，要让资本市场、让上市公司踏踏实实地把业绩做上去，切切实实地把赚出来的利润回归股东，这才是投资者的未来。希望大家共同努力。

我的演讲就到这里，谢谢大家。

66

我们应该回归资本市场的本质，要让资本市场、让上市公司踏踏实实地把业绩做上去，切切实实地把赚出来的利润回归股东，这才是投资者的未来。

99



“东方红” 播撒普惠金融之光

文 / 新民晚报记者 许超声

成立于2010年7月的上海东方证券资产管理有限公司，是国内首家获中国证监会批准设立的券商系资产管理公司，也是国内首家获准开展证券投资基金管理业务的券商系资产管理公司。

短短4年间，东方红资产管理团队荣获“全国五一劳动奖状”、“上海市劳模集体”、“上海市青年五四奖章”、“2013年度上海金融创新成果奖二等奖”等奖项，并蝉联“中国最佳资产管理证券公司”。荣誉背后，播撒普惠金融之光的脚步未曾停歇。

首创小贷资产证券化

小额贷款大额化、高息化等现实问题，一度令中小企业、特别是小微企业对融资“望而却步”。与此同时，小额贷款本身所具有的金额小、期限短等特质，也多少限制了“资产证券化”这一对资金稳定性要求较高的方式参与其中。

去年6月，由东方红资产管理团队与阿里巴巴集团合作推出的“东证资管-阿里巴巴（1号至10号）专项资产管理计划”正

式获得中国证监会批准，其优先级份额于同年9月在深交所挂牌上市。挂牌仪式上，深圳证券交易所总经理宋丽萍在致辞中特别感谢“东方红”团队，中国证监会主席肖钢也在此前的讲话中给予充分肯定。

作为业内首只小额贷款资产证券化产品，截至今年5月底，该专项计划已发行6只，募集资金总额30亿元。按照计划，全部10只发行可以服务至少50万家电子商务类小微企业，让电商平台上众多小微企业和个人创业者都能平等地享受金融服务。

整个专项计划从业务需求和市场需求出发，在合规和风险可控的基础上大胆创新，采用了循环购买基础资产的模式，即基础资产相关债权获得偿还后，用获得的资金循环购买新的合格小贷资产，大大提升了资金的效率。通过统一结构、分期发行的模式，专项计划得以更好地满足阿里巴巴平台上小微企业的资金需求节奏，同时避免一次性发行带来的集中风险。此外，在日常运营方面，还引入了自动化的资产筛选系统和支付宝公司提供的资金归集、支付服务，更好地适应了阿里巴巴金融基于互联网和大数据的业务模式。

证券公司作为中介机构，与阿里小贷、银行、律师事务所、会计师事务所、评级公司等多方合作，为满足小微企业融资需求开辟了一条新路。去年底召开的“2013年度上海金融创新奖”颁奖大会上，“东证资管-阿里巴巴专项计划”项目荣获“金融创新成果奖”二等奖。

创建金融“消保”基金

随着“全民理财”时代到来，金融消费者保护这一课题，也愈发成为社会舆论与监管机构视野中的焦点。如何切实地维护广大中小投资者的利益，有效地开展投资者教育，东证资管一直在思考和探索。

去年7月，东方证券资产管理有限公司出资100万元与中欧陆家嘴金融研究院联合设立了“中欧陆家嘴金融消费者保护基金”，并聘请来自中国人民银行、华东政法大学、上海市高级人民法院的专家们提供“智库”指导。一年多来，通过整合社会力量，在金融消费者保护相关研究、学术论坛、最佳案例评选等实践中，推动构建金融消费者保护体系。

基金会严格“专款专用”。为宣传和奖励积极保护金融消费者的行为，“中欧陆家嘴金融消费者保护基金”每年评选“金融消费者保护最佳案例”。去年9月启动的“2013年金融消费者权益保护十佳案例征集活动”，截至今年2月结束时，共征集案例40余个，并从中评选出8个优秀案例，刊登于即将出版的《中

国金融消费者保护报告2014》。该报告集合了“中欧陆家嘴金融消费者保护基金”在长达8个月时间里组织的系列课题调研精华，在为广大金融消费者“代言”上不遗余力。

与上海市检察院金融检察处联合举办“信用卡持卡人权益保护”学术研讨会；与上海市法学会联合举办“影子银行中金融消费者保护问题”学术研讨会……“中欧陆家嘴金融消费者保护基金”以学术研讨会为载体，日益发挥着完善金融消费者保护环境的作用。据透露，近期，基金还计划举办“中国金融消费者保护论坛2014”，并作为上海市法学会金融法研究会“投资者和金融消费者保护实务研究中心”的轮值单位之一，进一步开展“投资者和金融消费者保护”系列实务研讨。

助力公安金盾基金

鲜为人知的是，东方红资产管理还助力一只特殊的基金——3年前，上海公安金盾基金会成立之初，公司便捐赠540万元，并承担起市场化运作的重任，以专业能力为该基金实现保值增值，更好地发挥其作用。

据统计，仅新世纪之初的10年间，上海就有45名民警因公牺牲、300余名民警因积劳成疾而英年早逝、1200余名民警英勇负伤。“金盾基金”以公募基金的形式筹集资金，用于扶助革命烈士、因公牺牲民警家属，慰问因公负伤、特困民警及其家属，以及维护社会治安的热心群众，加大优抚救助及激励力度。

虽然受益的是特殊群体，但金融企业以实际行动参与“金盾基金”，弘扬社会正气，为“普惠金融”之光又添一份别样光芒。



66

短短4年间，东方红资产管理团队荣获“全国五一劳动奖状”、“上海市劳模集体”、“上海市青年五四奖章”、“2013年度上海金融创新成果奖二等奖”等奖项，并蝉联“中国最佳资产管理证券公司”。荣誉背后，播撒普惠金融之光的脚步未曾停歇。

99

看得见的未来

本文根据东方红资产管理董事长王国斌先生在“互联网如何改变投资管理行业”论坛上的发言整理而成



大家好！非常感谢大家从9点一直坚持了一整天。我们这个论坛做到第六届，今年是最热烈的一次。我想这跟时代的进步有密切的关系，时代提供给我们很多工具。接下来我根据大家的发言努力来讲讲我对今天会议主题的一些理解。

今天的论坛主要针对投资管理，对投资管理来说最重要一件事是什么呢？我想我们所有在座的各位最重要的工作之一是预测未来。而未来能不能预测？我们在座的都是做了十年二十年投资的，我们会发现这个未来确实很难预测，你不知道用哪些工具预测未来。而我认为，过去我们对未来只能玩拼图游戏，或者是盲人摸象，但今天来看未来，我认为未来已经大概率地可以看得见了。

为什么呢？我认为催生未来的很多因素都已经泛滥了。肖总在《投资革命》书中最后引用美国科幻小说家威廉·吉布森的话“未来早已到来，只是还未普及。”说的正是这个意思。过往为什么没有办法更好地预测未来呢？实际上和很多东西有关，尤其是我们自身的视角的局限有关。不知道大家有没有看过小说《三体》？里面提到了“射手假说”和“农场主假说”。

“射手假说”，讲的是一个故事，有一个神枪手对一个靶子每隔十厘米打一枪，他打了很多枪之后，设想这个靶子的平面上生活着一种二维的智能生物，它们中的科学家会通过观察发现一个伟大的定律：“它们的宇宙每隔十厘米有一个洞。”它们把三维上这个神枪手的一个偶然行为，看成了自己宇宙中的一个定律。“农场主假说”听起来有点毛骨悚然，它讲的是一个农场里有一群火鸡，农场主每

天中午十一点给火鸡喂食。火鸡中的一名科学家观察这个现象，一直观察了近一年没有例外，于是它也发现了自己宇宙中的伟大定律，“每天中午 11 点有天降食物，我们很幸福。”它在感恩节那天早晨向火鸡公布了这个定律，但这天中午 11 点，它们在等着食物降临时，农场主进来把所有的火鸡都拉出去杀了。其实过去我们对未来的推测也是这么进行的。然而今天，当我们从月球上，从太空中，看我们生活的地球，当我们回望 5 万年以来的人类进化史，或者缩短点再向前看 5000 年的历史的时候，实际上我们可以总结出很多东西，也许它能帮助我们推测或看清未来。还是从故事开始吧。不知大家看过科普经典名著《从一到无穷大》没有，那里面一开始讲了一个大数的故事。国际象棋的发明者古印度的一位宰相，他去国王那里把国际象棋献给了国王，这个国王酷爱博弈，非常喜欢，他就打算重赏。这位聪明的宰相看起来胃口不大，跪在国王面前说：“陛下，请在这张棋盘的第一个小格内，赏给我一粒粮食；在第二个小格内放两粒，第三格放四粒，照这样下去，每一格内都比前一格加一倍。陛下啊，把这样摆满棋盘上所有的 64 格的粮食都赏给您的仆人吧！”国王觉得宰相所求不多，心里为自己对这样一件奇妙的发明所许下的慷慨赏诺不致破费太多而暗喜。他就令人开始放，结果很快就看出，即便拿出全印度的粮食，国王也兑现不了诺言了。要知道，放到 32 格的时候，一共要放 40 亿粒，当进入象棋后半盘的时候，所有数据已经脱离人类常识了。当放到第 64 格的时候，所有粮食加起来超过 1880 亿亿粒。这个数字比人类 2000 年来所生产的所有小麦总和还多。这是一个很惊人的数字。这个国王怎么办呢？要么欠债，要么把宰相杀了。作为我们这些从事投资的人，如果你不能看见未来，预测到未来将出现的结果的话，那要么就被别人杀掉，要么自杀。

为什么我说现在能够看得见未来，研究发现，拉长整个历史来看的时候，我们可以越来越清晰地看到指数增长的规律，这个规律是当发展进入棋盘下半盘的时候，发展将超越我们的常识。《技术元素》中提到，“技术元素的巨大力量并非来自规模，而是来自自我增强的天性。”《技术的本质》对此做了更多的论证。中美两国，现在我们看很多的经济现象，都与这点有关，换句话说，我们现在遇到的很多困惑，我认为都跟我们对技术自我增强的天性没有足够的认识有关系。比如中国美国经济，一个是热火朝天，进入了另一个发展阶段，一个则处于转型期，努力避免陷入中等收入陷阱。很大的原因，是从 06 年开始整个社会进入了另外一个加速发展世界。在此之前，甚至 2000 年以前整个历史，200 年资本主义发展的历史，技术进步带来的摩尔定律效应只在单点出现。

当这个技术达到一定高峰的时候，发展拐点就会开始出现，经济陷入周期循环中。进入 06 年以后，通过前面 30 多年的运用，很多领域已经呈现出指数增长的累积效应。通过计算能力的提升，大量东西已经被数据化，创新成本越来越低。而且还有包括今天我们讲的众筹在内，很多技术和组织进化都开始帮助社会和工业加入到一个指数增长的轨道。指数增长最可怕的地方是超越我们的常识，它前面所有的增长都非常缓慢且平稳，开始时旧势力容易忽略它的影响，但是一往后面发展的时候，过了某个临界点，突然之间就直起来了。马云说的“看不见，看不起，看不懂，最后是跟不上”，就是这样子造成的。肖总书中提到的威廉·吉布森还有一句话，“我不必描述未来。对大多数人而言，现在同未来一样惊悚。”说实话，我处在一个惊悚的状态已经很长时间了，原因很简单，我们这些企业管理者、投资者，走到哪里都听到别人在说要颠覆你。大家要清楚，这个时代颠覆的是企业家，颠覆的是过去成功的一些方式，包括商业模式、管理方式和组织方式，企业家正在经受前所未有的挑战。

如果我们不能假设未来是对过去某些模式的一个重复，预测未来那就是在掷骰子。我们首先要假设很多模式是未来对过去的重复，然后我们再去研究哪些模式是可重复的，这样，未来大概率上是可以看得见的。未来 vs 重复过去，周期 vs 趋势、信号 vs 噪音，这些预测未来的模式，在过去一直在重复，多数事物都是周期性的，这是投资时思考问题，预测未来非常重要的框架。过往做投资时，如果你胡乱假设，无视周期并推断趋势的话，那一定是灭顶之灾。但现在，我认为指数增长将是另一个可重复的模式，因此关于未来，我有一个很简单的结论，因为摩尔定理的广泛化，在多点出现，周期和趋势，它的表现方式将出现很多变化，会出现叠加效应；在某个点上停顿的时候，实际上在另外的领域趋势会再出现。这是我们现在去预测未来的时候，跟过去一味重复周期所不一样的地方。

今天的主题是投资和互联网，关于互联网，今年舆论说得最多的是互联网思维。前不久在一个微信群里看到一段话，很有意思，有一个论坛，请了五代企业家发言，谈到各自的创业观，创新观，请了 00 后、90 后、80 后、70 后、60 后、50 后。00 后说未来世界是开源的，也是我的，我，可以推动世界！90 后说，什么是互联网思维，我不知道，我们就生活在互联网世界中。80 后说，移动互联网世界机会很大，很多痛点需要解决，满足小痛点，成就大未来。70 后说，未来是人工智能和机器人时代，抓住机会，适

应社会。60 后说，世界上有很多低成本的钱，先进盈利模式的企业，中国未来有全球最大的中产阶级，把好的盈利模式和低成本的钱引进来，机会多。50 后说，我给你们当顾问。从上面的发言来说，实际上现在还要再去讨论互联网思维的时候，对我们来说已经落伍了。我们已经不需要讨论互联网思维了，因为 00 后和 90 后已经生活在互联网世界中，我们应该考虑的是互联网对世界是怎么重塑的。



66

我们已经不需要讨论互联网思维了，因为 00 后和 90 后已经生活在互联网世界中，我们应该考虑的是互联网对世界是怎么重塑的。

99

66

为什么我说现在能够看得见未来，研究发现，拉长整个历史来看的时候，我们可以越来越清晰地看到指数增长的规律，这个规律是当发展进入棋盘下半盘的时候，发展将超越我们的常识。

99





66

互联网不是趋势了，你不互联网化，必然会死，才是趋势。

99

我们要预测未来，要看趋势，很多次我说了，“互联网不是趋势了，你不互联网化，必然会死，才是趋势”。巴菲特推崇的傻瓜都能经营的企业已经很难找到。产品的生命周期在迅速缩短。李嘉诚投资的企业里，有两个公司的产品是颠覆性的，一个是用植物蛋白生产鸡蛋，不含胆固醇，已经投产且在香港卖了。随着成本下降，销量一定会上去。未来鸡还要不要下蛋我不知道。另一个就是人工生产的鸡肉，也是植物蛋白做的。据说请厨师品尝都分不出真假。我曾经觉得某些产品的生命周期可以很长，但现在我会突然觉得这个生命周期可能需要重估，因为你不知道会从哪里杀出一些革新者。刚才我提到对 80、90 后的年轻人来说，不存在互联网思维，因为互联网对他来说很简单，就像我们每时每刻都在用的电。比较来说，拉长 100 年

的历史来看，互联网和当年的电的普及及影响差别不大。电刚发明出来的时候，大家都是自建电厂，美国当时有 5 万多座发电厂。当时怎么用电也是一门很深的学问。从投资的角度看，不仅投入大，而且发展缓慢、艰难。只有出现了公共电网，电的使用才普及开。06 年以前我们对互联网理解和使用，与早期电力的普及和使用多么得相似呀！到今天，我想请问我们在座的银行，基金公司和券商，大家每年 IT 方面的投入是多少？但是 IT 和互联网一样么？我认为没有关系的，我并不认为大量买机器买设备就是互联网。真正的互联网的公用网络已经出现在大家面前了，腾讯、阿里等提供了巨大的公用网络。我们想用互联网很简单，就像你插上电一样！举个例子，谁不费力得接上了？蓝翔挖掘机，它又没有花什么钱，知名度就这么做开了，

66

智慧不是知识、不是经验、不是思辨，而是超越自我中心的态度。

知道自己知道什么，也知道
自己不知道什么，这才是真正的知识。

99



插上的是互联网的这个“电网”。上周阿里开发者大会上，看到了无数的年轻人和他们的公司。那些公司都没有自己置办“电厂”，因为已经不需要建那些基础设施。反过来讲，现在还没有用上电的企业，我觉得我们完全可以做空，因为他们会“毫无理由”将灭亡的。

我认为互联网时代有这样几点逻辑需要大家重视，首先，我想引用梭罗在《瓦尔登湖》的话，这是 100 多年前对我们这个时代精神最好的预言：“智慧不是知识、不是经验、不是思辨，而是超越自我中心的态度”；“知道自己知道什么，也知道自己不知道什么，这才是真正的知识”，我认为这是互联网的核心逻辑；前者告诉我们要以用户为中心，后者要求我们分享和合作。第二，建立互联网思维，你不仅要有超越自我中心的态度，还要能知道自己知道什么，知道自己不知道什么。你超越了自我中心才会去想以用户为中心。你去看互联网行业所有的企业，不以用户为中心肯定不行。互联网行业的企业，一定是坚持用户为中心，坚持人性导向。互联网是很“奇怪的”，可以把人性淋漓尽致地发挥，免费、高品质的需求是人性很重要的部分，自由免费高品质就是自由经济制度下人的天性。第三，人工智能和机器人时代，人类的唯一稀缺资源是时间，谁占有别人时间多，谁就有价值。互联网我们投入和输出什么？我们投入的是时间和感情。输出的是什么？输出的是你使用频次和感情。你看任何和互联网有关的平台，你“进去”之后的感情和“出来”之后的感情有没有变化，知道有没有价值。你感情变化越大，互联网的价值一定越大。第四，知道自己知道什么，你就得分享；知道自己不知道什么，你就得协作。托克维尔在《市民社会中的公共组织》一书中曾写道“在民主国家，关于如何联合协作的知识，是一切知识之母。其他所有的进步都有赖于这一点的进步”。我们的社会越来越依赖于“关于如何协作的知识”，协作创新现在已经成为一项基本的技能。我觉得众筹的伟大之处就是在人类协作上做了一个很有益的探索。

66

未来 20 年最伟大的发明，现在还没有出现，也许和现在还没有任何关联。
这是人类开阔进取正好的时代，你没有迟到。我觉得大家都没有迟到。

99

所以对我们来讲，现在要去判断或者预测未来的东西的时候，上面这些知识就成为了非常重要的参照。肖总上午讲到了一家数字货币的公司 Ripple，碰巧这个公司前些日子有所了解。实际上，电子货币，以比特币为例，如果不认真读哈耶克的《货币的非国家化》，在理论上可能你还很难理解。我就碰到过一个研究比特币的不到二十岁的小孩，张口闭口《货币的非国家化》。货币领域引入竞争机制，这背后有很多的理论基础。我相信货币按照这种方式走下去，一定会出现更好的技术，届时所有的支付一定得到改变。因为那时的体系，不仅能规避掉汇率风险，而且支付效率很高。这些展望无论是基于理论探讨还是今天的实践，都是通过分析看得见的。

回到前面提到的预测未来思考框架中的周期跟趋势。由于摩尔定律被广泛发现出现在很多领域，经济发展在周期和趋势出现的方式也转变为叠加。最近美国如此大幅度的回调，现在 AAPL, ILLUMINA, IBB 等好像也都创了新高。这里面就涉及到第二个问题，关于宏观经济的研究和把握。我们对 GDP 的衡量方式是上世纪 30 年代发明的，而今天免费经济已经充斥于各个层面，过去的衡量方式是否依然有效，会不会出问题，是不是宏观经济学落后于时代了？举个例子，如果没有微信，某个美女坐在台下，我对她抛媚眼，她也回我一下，这个价值是可以忽略的，但是现在大家通过发微信，几亿人间的互动，这种价值在宏观里如何衡量呢？如果这个只占整个 GDP 比重的 5-10%，可以忽略不计，问题是这个比重万一已经到了 30-40%，还能忽略不计么？这样也许就能够解释，虽然美国 08 年金融风暴后始终还没有完全走出来，但股市却一直在创新高。整体的宏

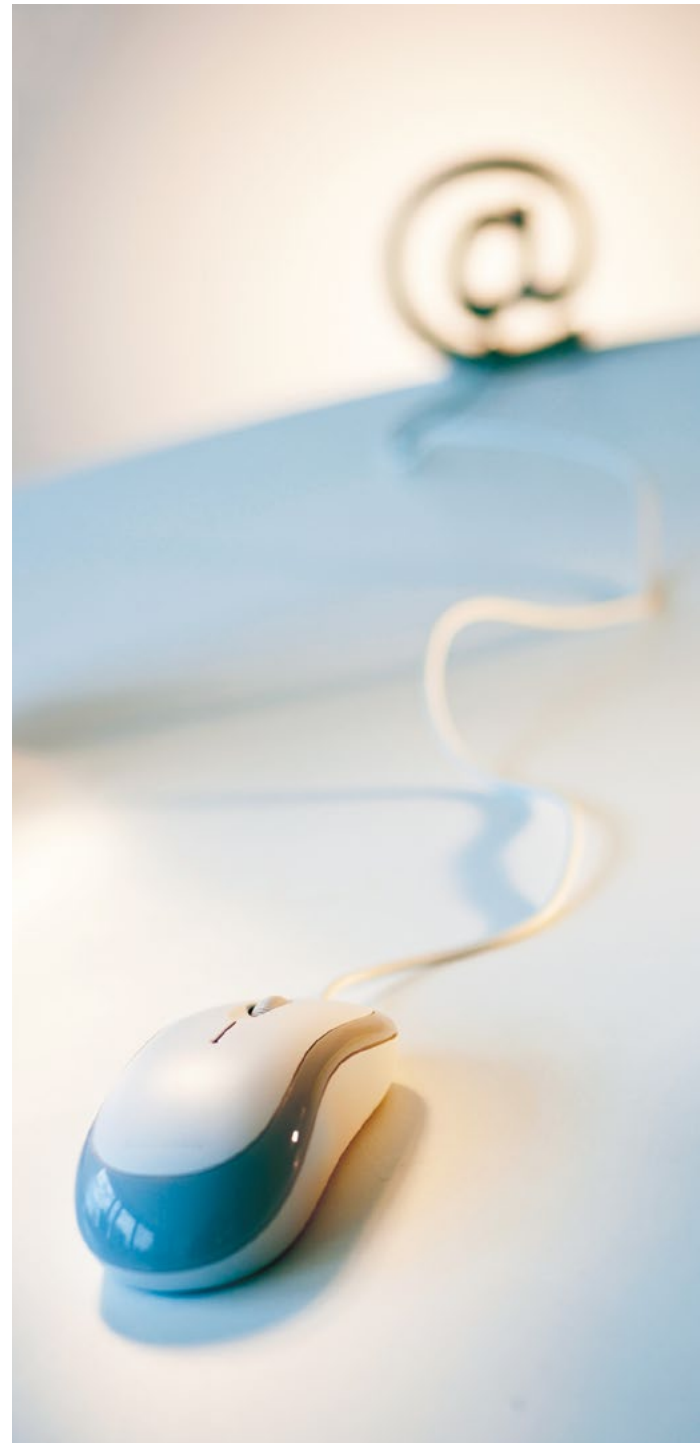
观指标已经不能反映另外一块生机勃勃的经济景象。虽然我们一直在说宏观经济对投资有指导意义，但现在我更愿意强调自下而上。很多现象的经济周期，很可能周期已是另一种表现方式，投资上所谓的均值回归将会在一个更高平台的象限上产生，均值回归的力量将有所不同。我们在投资企业时还应该注意的是，未来企业的竞争优势将更多来源于无形资产。大家有机会去读一读《聚联网》，书上说到的很多企业将不需要任何资产。所以我们再去理解很多企业的护城河时，很多观念确实实要发生改变。有家做线上服装的公司叫蘑菇街，它的创始人陈琪介绍的公司业务的一些数据，说不定可以推演到其他行业。跟大家分享几个简单的数据，蘑菇街上服装成交基本上是 300 块钱以下，点击进去的人在那儿买下这套服装花的时间差不多是 2 个小时，点击的频次平均 3000 次。也就是说 300 块钱以下的实体店基本上以后没有办法大量存在，因为实体店永远提供不出这样的体验。他们说 300-1000 元线上和线下都不好做，1000 元以上线上没有办法做，服装将更加个性化，品牌小众化。不仅是服装，很多价格低的品牌要在线下做好难度都将很大，同时加工企业的大规模生产方式也要被改变，整个供应链也将面临改变。那些经营 200-300 元商品的实体店，他生存方式的哪些改变意味着机会呢？总之企业竞争优势的来源将完全发生改变，那么我们分析企业的时候自然也要换个角度了。不过无论是管理还是分析投资企业，我始终认为自由现金流长期来说肯定是企业的万有引力定律。

回到我们投资管理行业，我们都知道要管理风险，投资的主要风险有两类，一类是亏损风险，还有一类是错失机会的风险。

过去再资深的专业人士，也很难把两类风险同时大幅度减小或消除。但未来在大数据的帮助下，我认为有不少人能大幅度同时消除这两种风险。随着掌握这样资源的人越来越多，我们的竞争对手会比过去强大的多得多。对我们来说，一方面需要去提高减少亏损的技术，另一方面需要寻找更多的工具来帮助我们挖掘机会。关于大数据，爱因斯坦说过（在普林斯顿大学墙上），Not everything that counts can be counted, and not everything that can be counted counts，他的 4 个 count 的语义都不一样。我们是不是可以理解为，不是所有重要的东西都可以被统计，也不是所有能够用数据说话的东西都有意义。

总之，对于未来，我最大的感受是她是看得见的，同时一定要经常去相信所谓的不可能。我最近经常说小时候特别讨厌的一句话：不怕做不到，只怕想不到。那时候连饭都吃不饱了，还天天喊这个口号。但到了最近我对这句话真的是深有体会。你想在月球上居住，若已经具备某些条件，还违反了物理原理么？如果没有违反那就一定会做到，只是时间问题。也许以前需要 1000 年，但现在不需要了。全国各地总有一堆堆年轻人在咖啡馆里谈怎么把土豪打倒，怎么创出一个商业模式来把旧东西颠覆了。作为企业家的我们，现在这个时点绝对寝食难安。作为投企业的投资人，不警惕肯定也不行。所以我们千万不要什么事情出现的时候就说一句不可能。你首先要想他有没有违反物理原理，化学原理。我曾问过国内某院士，量子计算机大概什么时候能够出现，他说现在还看不到。但一旦出现，用我们国内现在计算速度最快的计算机来计算一个东西，如果用量子计算机来算，0.1 毫秒就可以完成了，这简直匪夷所思。当计算速度可以到那个程度的时候，奇点临近这些东西都可以放在大家面前看得见了。其他我也不多说了，就跟大家分享几句话做结尾吧。

人民日报最近有一篇文章，写的很好，他说刚刚走上社会的年轻人常常自嘲是“屌丝”，抱怨在这个“二代”横行的世界里，别人有的是背景，而我有的只是背影。其实你的背影很硬。因为你的背景是这个时代。这不是一个嫌贫爱富的时代，规则正在取代关系。这是一个普通人的黄金时代。就像凯文·凯利说的，你也许完全没有意识到，今日的前沿边界有多么开阔平坦。未来 20 年最伟大的发明，现在还没有出现，也许和现在还没有任何关联。这是人类开阔进取正好的时代，你没有迟到。我觉得大家都没有迟到。我就讲到这里，谢谢大家！



肖风： 移动互联时代的资产管理

（本文摘自《投资革命：移动互联时代的资产管理》，作者肖风博士，内容略有删减）



过去两年来，移动互联网、云计算、大数据、社交网络的浪潮撞击着我。我逐渐明白，要么完成蜕变，逐浪而行，甚至踏浪而歌；要么抱残守缺，甚至逆流而动，最终被巨浪拍在沙滩上。美国加利福尼亚州公共雇员养老基金为提升自身投资管理水平，提出了以“股东价值最大化”为核心内容的公司治理概念，被全球资产管理业界奉为投资准则之一。而在互联网时代，传统公司治理准则受到严重挑战，一些投资规则必然被重构。而与大家分享我在这方面的一些思考，正是我写本书的动力。



移动互联网正在改变一切，包括改变人类根本的生存状态。2011年年底，全球有12亿台个人计算机；到2012年年底，全球已经有45亿部智能手机和移动终端，预计到2015年，全球的移动终端将会达到人均一部，也就是70亿部。马化腾说过在传统互联网时代，每个人每天平均花在互联网上的时间是28个小时。但是在智能手机时代，也就是移动互联网时代，每个人每天花在互联网上的时间是16个小时。每天28个小时乘以12亿台计算机，与每天16个小时乘以45亿部智能手机，这就是传统互联网和移动互联网的区别。

量变引起质变。以前我们叫上网，现在我们是在线。从我们早晨醒来到夜晚入睡，通过移动终端，特别是智能手机，我们与互联网随时随地互联、互通。以前互联网世界叫虚拟世界，我们所生存的世界叫现实世界，现在我们的生活只有线上和线下之分，而无论线上、线下，都是我们真实生活的一部分。

移动互联网是农业文明、工业文明向信息文明迈进的引爆点和催化剂。《连线》杂志创始人凯文·凯利曾经说过，社会变革是由新技术推动的。而新技术首先会带来工具层面的变化，进而带来社会层面的变化。传统互联网属于工具层面，而移动互联网因其随时随地始终在线的特质，表明人类社会正式迈入信息文明的新时代。互联网技术对人类社会的影响遵循幂律分布，因为移动互联网而进入了爆发期。





66

有一句话经典概括了这种变化：工业革命把人变成机器，信息革命把机器变成人。我还要加上一句：原子经济把世界变硬，比特经济把世界变软。

99

有一句话经典概括了这种变化：工业革命把人变成机器，信息革命把机器变成人。我还要加上一句：原子经济把世界变硬，比特经济把世界变软。因为移动互联网在这两年的迅速发展，我们所熟悉的很多经济规律和价值创造则被冲击、被改变，进而将给资产管理行业带来颠覆性的变化。

巴菲特是工业文明时代的投资大师，他洞察了人类改造物质世界的价值创造规则，并以此发展出一整套投资逻辑。但他缺席了几乎所有代表信息文明、知识经济的股票，因为这些股票不符合他的投资逻辑。在他的世界里，他是对的。他不是知识经济时代的投资大师，他只在微软成为“现金奶牛”时买它的股票。

一个赌注正在巴菲特和索罗斯当年的大将德鲁肯米勒之间进行：德鲁肯米勒做空 IBM（国际商业机器公司），做多亚马逊；而巴菲特买入 IBM 的股票。德鲁肯米勒做空 IBM 是因为它在云计算上落伍了，而亚马逊是目前全球最好的提供云服务的一家公司。巴菲特买入 IBM 是因为 IBM 有大量现金，并宣布斥资 160 亿美元回购股票。这明显是两种投资逻辑的冲突。目前看，德鲁肯米勒赢了。

80 多岁的巴菲特可以不理睬信息文明时代，而我们却不能陪着他留在工业文明时代。要知道，苹果、谷歌、亚马逊和 Facebook（脸谱网），这 4 家公司市值加在一起达到了全球前 15 大经济体的规模。

面对着信息文明新时代，感受着移动互联网的冲击，我们一定要面向未来，去寻找适应信息文明和知识经济时代的一整套崭新的投资原则，否则不会再出现巴菲特。关于移动互联网如何改变价值创造规则，我有几点看法。

第一，空间与时间。空间的价值在工业文明时代被发挥到了极致，但是到了信息文明时代，时间的价值在逐渐上升。马云和王健林的赌注，实际上是空间价值和时间价值消长的赌注。图书卖场、家电卖场、百货卖场逐个受到冲击；东京的秋叶原、北京的中关村电子城、深圳的华强北，败象凸显。靠好位置、好空间来吸引顾客的模式已经过时。再举一个例子，一个人一天只有 16 个小时在互联网上，这 16 个小时谁占得多，谁最有价值。腾讯股价疯涨，因为微信是占用上网时间最多的工具，而且 10 个占用上网时间最多的互联网工具里，腾讯拥有 4 个半。

第二，线上与线下。通过移动终端的在线，人类的存在空间被拓宽了，我们既生活在线下，也生活在线上，虚拟世界与现实世界互联、互通。如果说在工业文明时代，人类挖掘的主要是线下世界的商业价值，那么随着移动互联时代的到来，线上世界成为人类社会新的财富宝藏所在。比特币可能是线上世界财富的计量单位，它生来就与国家无关、与央行无关。如果说真有独立形态的互联网金融，那它只存在于线上世界。比特币（或类似事物）的发行、汇兑、交易、支付，应该在线上世界形成闭环。

第三，搜索与连接。以前我们上网的主要目的是搜索内容；现在我们在线，主要目的是连接关系。我们通过社交网络连接人、连接物、连接信息，在社交网络上互动、参与。随着 4G 牌照的发放，10 年内物联网一定会快速发展。物联网将会使得物质世界越来越智能化，最后达成物我一体、物我两忘的终极连接。

第四，硬件与软件。硬件的价值会越来越低，价值创造在向软件转移。俞敏洪在前段时间发出惊呼，他害怕新东方活生生的老师会被软件所取代。乐视网直接以成本价销售电视，通过构建“平台 + 内容 + 终端 + 应用”的电视生态链在服务 and 软件环节赚钱。其 50 英寸液晶电视在 2013 年 10 月的单月销量已超过大部分进口和国产电视机厂商。传统厂家是硬件售完，盈利实现；而乐视网是硬件售完，盈利开始。

第五，云端与终端。随着 4G 到来，10 年之内物联网完善之后，人手一部智能手机，手机就是你的钱包、钥匙、身份证件、智能遥控器……它是你的个人计算中心。曾几何时，我们看手机的时间已经大大超过了听手机（打电话）的时间；而云计算技术已经使创业变得容易。在现在的硅谷，任何一个创业者租用云计算服务，按流量计费，可以把信息技术开支降到每月 250 美元。

第六，产品与用户。在工业文明时代，是先设计产品，再大规模生产，大规模销售；而在移动互联网时代，企业先有客户，后有产品，以终为始，企业活动也以产品为终，以客户为始。小米手机就是一个先有客户，后有产品的典型案例。还有一个例子是，虾米音乐网为两位歌手筹划小型演唱会。音乐网先在网上发起预购，歌迷支付不同价钱享受相应地点唱及互动、现

场参与或视频观看。音乐网根据点唱情况安排曲目和互动内容，选择合适场地，布置现场布景。这完全颠覆了以往演唱会的筹划流程，正是先有观众，后有演唱会，以最低成本达到最好效果。

第七，相关与因果。人类社会 90% 的数据来自最近两年，这些大数据本身就是总体，就是事物的真相。我们只需去寻找相关关系，没有必要没完没了地进行蛋生鸡还是鸡生蛋的因果推导。

第八，组织和自组织。移动互联网时代的特点是去组织化、去结构化、去管理化。媒体人罗振宇在网上创办了自媒体“罗辑思维”，每天放送 60 秒免费语音播报并推荐文章，仅仅一年时间，微信粉丝达 108 万。2013 年 12 月 29 日，他用微信支付招收会员，每人每年 200 元费用，当天收入约达 800 万元。会员社群就是一个自组织，经常举办线下活动，内容包括会员相亲、找工作等，每次活动费用由相关商家赞助。罗振宇还计划由自媒体进而向自组织再向自商业发展，在会员社群内发展创业平台，开展众筹：筹创意、筹人才、筹资金等。科斯发表于 1937 年的著名论文《企业的性质》表明，企业这种组织形式被创造出来，在经济上就是认为它能够尽可能地减少交易成本，能够更有效率。移动互联网这项革命使得交易成本趋近零，使得交易更加经济和更有效率。

随着信息文明时代对工业文明时代价值创造规则的颠覆，企业的估值坐标也应重建。在工业文明时代，企业估值有两个核心指标：一是企业盈利，二是企业自由现金流。而在知识经济时代，尤其是移动互联网的冲击和颠覆之下，关系链和数据流应该成为企业估值新的核心指标。





66

在传统互联网时代，其基本单位是网页；在移动互联网时代，其基本单位是人，而且是与现实世界一一对应的含有多种真实信息的人。

99



在传统互联网里，互联网被称作虚拟世界。有一句名言很有意思：“在互联网上，没有人知道你是一条狗。”而移动互联网的特征是：整个社会和个人开始以真实身份、真实角色、真实能力进入互联网。互联网不再是虚拟的了，它变得越来越真实，可触可摸。正是由于它的真实，它对人的行为、思想、情感、关系、需求的详尽记录，使得它更深入地渗透到实体经济中。互联网正在从工具层面向社会层面转变，这种革命性转变的根本原因在于：在传统互联网时代，其基本单位是网页；在移动互联网时代，其基本单位是人，而且是与现实世界一一对应的含有多种真实信息的人。

互联网技术引发的革命分为三个阶段：第一阶段是2012年之前，以计算机为终端，以网页为核心，互联网作为工具的阶段；第二阶段是以智能手机为终端，以人际关系为核心，互联网改变社会的阶段，我们现在正处于这一阶段；第三阶段将是以前感器为终端，以智能机器为核心的互联网改变世界的阶段，这大概会发生在10年之后。到那时，人与机器共同进化，物质世界将拥有智慧，甚至拥有思想，从而实现物我一体、物我两忘的终极连接。金融互联网是第一阶段的产物，互联网金融是第二阶段的产物，而第三阶段将会在网络世界中出现一个以比特币（或类似物品）为货币的独立的线上金融体系。

社交网络就是“社交+网络”，本质就是社会关系，而社会关系的本质就是连接。马化腾有过一句直击要害的总结：连接一切。Facebook的10亿用户彼此间建立了1000亿个连接。从量变到质变，Facebook已经不是一个网络，而是一个社会——人类的线上社会。

在这场互联网社会革命中，最具价值、最具成长空间、最具潜能的就是能够把真实社会网络化，从而掌握人的行为、思想、情感、关系的真实个人信息的社交网络或具有社交网络基因的企业。一个企业能够利用社交网络与用户建立多长、多强、多深、多频繁的关系链，就决定了它的价值有多大。基于此，我们也就不难理解为什么腾讯的股份会一骑绝尘，甚至有人给出了2000亿美元估值的判断。腾讯绝对是在互联网上与用户缔结了最长、最强、最深、最频繁的关系链的互联网公司之一，尤其是它拥有移动互联网时代的大杀器——微信。

关系链就是移动互联时代企业估值的核心指标，正如工业文明时代的企业估值的核心指标——企业盈利。之所以把关系链与企业盈利直接对比，是因为在移动互联网时代，企业经营的出发点是粉丝经济、用户体验；是先圈用户，后卖产品；是基本产品免费，增值服务收费。这正好与企业盈利相反：一个追求用户，一个追求产品；一个追求免费，一个追求盈利。

对一个企业的关系链的价值评估模型，可以从4个角度衡量：

第一，关系链的广度。著名物理学家巴拉巴西在观察社交网络的连接分布图时发现，社交网络的连接并不是正态分布，而是幂律分布，有的节点拥有很多连接，而有的节点的连接少之又少。一个节点的连接纽带越多，它所控制的社会关系就越多，借助于社会关系发生的合作而产生的利润也就越高。如果我们把每一个节点看作一个企业，关系链的广度则决定了它的盈利前景和盈利能力。平台型公司就是具有广度关系链的公司。

第二，关系链的长度。长度关系链公司具有两个特征：一是垂直整合了上、中、下游资源；二是对用户开放，让用户参与，拥有网络结构。近期，万科地产总经理郁亮带队频频走访阿里巴巴、腾讯等互联网公司。他表示，在移动互联网时代，房地

产行业真的需要改变了。其实触动他的并不仅仅是互联网企业，还有万科的同行——花样年公司。花样年也是兴起于深圳的房地产公司，但是近两年，它开始向社区服务商转型。它用互联网改造物业管理公司，通过社交网络满足小区居民的各种需求：开发了手机应用程序，柴米油盐、家政护理、小孩接送等服务都可以网上申请，由物业提供；可以提供家居贷款和社区养老等；未来要建成基于移动互联网的社区生活服务平台、电商及物流平台和大数据平台。这是传统企业延长关系链、创造新价值的典型案例。

第三，关系链的黏度。所谓黏度指的是粉丝经济。小米手机是黏度关系链的典型代表。小米手机操作系统MIUI先于小米手机发布。近3年来，小米每周五下午5点固定对系统进行升级，新功能中的1/3脱胎于用户的建议，并经用户票选；新功能在每周二由用户评价。小米的核心用户甚至知道哪个功能是哪位工程师开发的，他们会在网上表扬或批评工程师。每到周五，MIUI论坛会有近百万的点击量，有10万多用户提出建议，MIUI的用户发帖量已达1.3亿帖。撑起小米100亿美元估值的绝不是手机，而是“米粉”（小米手机用户昵称）们的忠诚和热情。

第四，关系链的湿度。未来的确是湿的。一方面，社交网络重塑了社会关系、组织结构，使得去组织化、去中心化成为潮流。有一家公司，在公司正式组织结构之外，成立了俱乐部式的非正式组织，将员工变成社群人。当员工主动帮助同事或干了分外之事，就会得到“抱抱”或“亲亲”的点赞，这全由受帮助员工发布在企业社交网络上。员工集齐10个抱抱或5个亲亲，就可以带薪休假一天，获得点赞最多者还另有惊喜。这个活动反响热烈，公司氛围和员工情绪大为改善。公司人力资源部门的管理工作量明显减少了，劳动生产率也得到了提升。

另一方面，在移动互联网时代，硬件正在逐渐被软件取代。特斯拉电动汽车是典型案例。当它的竞争对手菲斯克公司花费10亿美元从电池材料的物理学角度改善电动车性能时，特斯拉采用的是现成的电池材料，只是设计了一套能对6800多块电池组中的每一块电池都进行精确控制的软件系统，就达到了每充电一次可跑480公里的产业化标准。走硬件路线的菲斯克走入破产保护之日，正是走软件路线的特斯拉股价腾飞之时。



大数据概念的形成还只是近几年的事情。2011 年，麦肯锡公司发表《大数据：创新、竞争和生产力的下一个前沿》，第一次系统解释和梳理了大数据这一概念。但是对于大数据的定义仍然莫衷一是。在此之前，数据更多地与自然科学研究有关。比如天气预报，要预测准确，需要对过去几十年甚至上百年的每天、每小时的气象资料进行分析，因此，它是最早运用超级计算机的行业之一。

但是，这与互联网时代的大数据并不一样。这些用于科学研究的数据是结构化、标准化数据，而互联网时代的大数据，80% 以上都是非结构化数据（包括文字、视频、音频及图片），非结构化数据才有商业价值。张瑞敏曾经形容道：“如果能把它变得有价值就叫大数据，如果你不能把它变得有价值就叫大数字。”

什么是大数据？大数据应该具有如下特征：第一，大数据是产生于互联网，尤其是移动互联网的数据；第二，大数据是以人为中心，由人与人、人与物的连接互动而来的数据；第三，大数据是即时的、现场的、碎片化的数据；第四，大数据是全样本及非结构化数据。

在没有移动互联网和社交网络之前，没有大数据。地震预测模型包含的数据足够多，算法也足够复杂，但我们从没听说过有哪一次地震被成功预测到了。但是洛杉矶警察局运用地震预测模型，把 1300 万名罪犯的行为数据输入计算机，并代入巡警巡逻时遇到的各种场景，成功预测了犯罪行为，使盗窃案和暴力犯罪案件数分别下降了 33% 和 21%。这才是互联网时代所说的大数据。

针对大数据对于投资学的意义，也已经有过不少讨论。最重要的有三点：一是由于大数据是全样本数据和即时数据、现场数据，无限接近真实世界，它在很大程度上优化了投资模型的可预测性和前瞻性。二是大数据不再探求费时、费力但效果不好的因果关系，转而关注时效更好、能及时反馈的相关关系，推动投资思维从价值判断向科学投资转移，量化策略、绝对收益策略的空间被大大拓宽。三是相关关系的投资思维的建立，对

投资风险防控也有积极意义。对于任何一个投资组合，资产之间非相关性的高低都是衡量整个投资组合的总体风险高低的主要指标。

沃尔玛电子商务总监拉詹曼说：“我们如果能通过社交网络的大数据掌握消费者的行为，我们就能以此重新定义消费方式。”移动互联网带来的颠覆不是对工具的颠覆，也不是对渠道的颠覆，而是对用户消费行为、消费模式的颠覆。大数据至少在满足用户的碎片化需求、冲动化需求和即时化需求方面开拓了崭新的商业价值空间。

因此，大数据并不仅仅是工具和技术。它在三个层面上影响着企业的价值。一是在数量层面上，大数据是企业的核心资产。一个企业产生或拥有多少数据，在不久的将来会影响其资产负债表的质量。二是在能力层面，企业处理、分析、使用数据的能力，将构成企业的核心竞争力。把各类数据互相打通，并使之产生化学反应，必将获得更高的劳动生产率和净资产收益率。三是在商业模式层面，企业如果能够透过大数据，精确洞察消费者，它就能够从挖掘消费者需求走向创造消费者需求，从而找到新的商业模式。正如张瑞敏所说：“最后就是电视不要钱，通过卖软件、卖服务收费。”

工业文明时代公司估值的核心指标之一是自由现金流，而在信息文明时代，一切企业都将变成数据驱动的企业，数据将成为企业的核心资产，数据流应该成为估值的关键指标之一。我们要建立一套方法，以评估企业产生、整理、分享、使用数据的能力，只有拥有最好数据流的企业才可以给予高估值。

关于企业数据流的价值评估模型，也可以从 4 个角度去衡量：

第一，数据频度：数据必须是来自过程的数据，而不是结果数据，必须是用户参与互动而产生的数据，而不是单向传播的数据。工业文明时代企业的数据是单向、结果数据，而信息文明时代强调的是互联、互动。传统商业银行的数据不是大数据，淘宝、天猫等的数据才是大数据，因为它们不仅记录了生意商谈的互

动过程，还记录了用户点赞、评价、讨论的互动过程。淘宝的自动巡航功能会根据用户收藏夹中的商品，搜索记录，购买历史，浏览记录，点赞、评论、讨论的情况，自动为用户推荐其可能会感兴趣购买的商品，大大方便了人们在网上淘宝，也大大提升了购买率、购买量。

第二，数据速度：数据应该是实时数据、现场数据，具有时效性；企业处理数据必须做到即时反馈、快速回应。阿里小贷公司从事互联网放贷，贷款数目从 100-50 万元，从申请提出到放贷完成，只要几分钟。淘宝将购物车数据开放给卖家，一旦有人将物品放入购物车，卖家马上推送优惠券，使得放入购物车内的商品的成交量增长了 2.5 倍。信息文明时代对数据处理的争分夺秒，开拓了巨大的商业价值空间。

第三，数据维度：全样本数据、多维度数据、非结构化数据对商业经济的重要程度，一点都不亚于结构化数据对科学研究的重要程度。商业活动是针对人的，而处于时间状态中的人和处于空间状态中的人的最大不同就在于：处于时间状态中的人所产生的数据是非结构化、非逻辑化、多维度的。在 24 小时在线的时间流中，个人可能处于不同的空间状态，而每一个空间状态相互间存在逻辑关系。就商业价值的发掘来说，数据必须是带场景的、有情景的，反映那些即时的、碎片化需求的。网上影碟出租公司 Netflix（奈飞）每天有 3000 万条播放记录，不仅能了解顾客何时、何地、用何种设备在看什么，还能了解顾客看的过程中暂停、倒带、快进的行为；通过截图，更进一步了解顾客在音量、画面、色彩、场景选取上有什么喜好；通过查看点赞、讨论，掌握观众对演员、导演、故事情节、外景地的喜爱。Netflix 已积累了 30 亿条对所有影片评级的信息，而 Netflix 根据这些大数据分析结果制作的电视连续剧《纸牌屋》在全球大热。

第四，数据温度：必须是与用户、与人相关的数据，记录了用户的行为、情感、思想、爱好、需求的数据。小米手机在论坛有 1000 万名注册用户，在 QQ（腾讯公司网络即时通信软件）空间有 1500 万名注册用户，在微信、微博共有 500 万名粉丝。其中有 20 万名“米粉”是“为发烧而生”的手机发烧友，他们参与了小米手机的设计和 MIUI 操作系统的开发。每天有 100 万名用户参与网络讨论，日均发帖量 25 万。在 2013 年 9 月 5 日的小米新品发布会现场，甚至出现了一票难求、“黄牛党”



倒票的盛况。小米手机把“米粉”参与的热情叫作企业的“温度感”。正是这些带着“温度感”的、热乎乎的数据，才造出了“好到让用户愿意去说”的小米手机。

肖凤博士，中国万向控股有限公司董事长兼执行董事、民生人寿保险股份有限公司副董事长、万向信托有限公司董事长、民生通惠资产管理有限公司董事长、通联数据股份公司董事长。南开大学经济学博士。肖凤博士拥有超过 20 年的证券从业经历和资产管理经验。

| 2014 年四季度投资展望 |

向改革要红利



主要内容

A 股市场二季度见底回升后，三季度继续大幅上涨，在全球市场表现中一枝独秀。行情大致可分为两个阶段，第一段行情是 7 月下旬到 8 月底，来自于经济数据企稳和沪港通政策预期下的大盘蓝筹估值修复；第二段行情是 9 月至今，主要推动力来自于改革预期提升风险偏好以及部分增量资金入场，小盘成长和主题概念等板块领涨为主。

展望四季度，预计经济增长将继续疲弱，但硬着陆的风险或预期都相对较低。四季度沪港通将逐渐启动、十八届四中全会 10 月召开，年底还有中央经济工作会等，预计“改革预期”将继续发酵，四季度仍具备一定的投资机会。我们认为高分红且业绩有稳定增长的部分蓝筹股仍具备明显的投资价值，同时我们也认为新兴产业领域内也将有少数公司能获得持续的成长，具备市值扩张空间。但在某些阶段，从风险角度考虑，如果

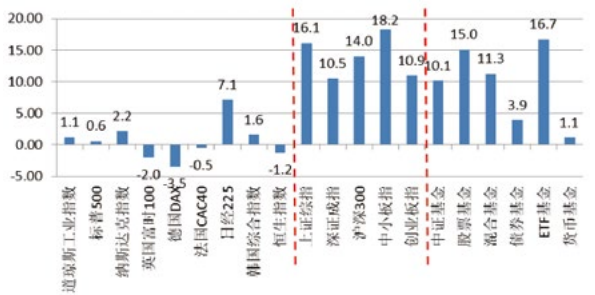
很难找到符合我们理念的高成长且较便宜的品种，我们将用较多仓位配置价值股的投资，而对成长股谨慎优选。我们继续重点关注高分红的大盘蓝筹股、沪港通、国企改革等相关投资机会；成长股的选择标准依然是幸运的行业、能干的管理层和合理的价格。

风险因素

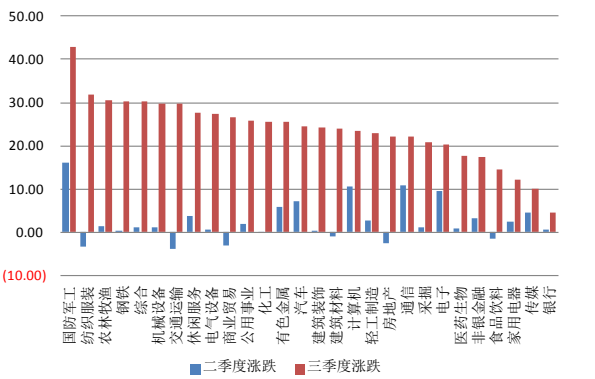
房地产低迷 政策低于预期 外部流动性恶化 三季报低于预期

行情回顾：市场见底回升 持续上涨

A 股市场二季度见底回升后，三季度继续大幅上涨，在全球市场表现中一枝独秀，大盘蓝筹、小盘成长、主题概念等板块均有优异表现；各类基金均取得正收益，尤以指数型的 ETF 基金、主动管理的开放式股票型基金表现较佳，反映了市场在三季度的趋势性上涨行情。

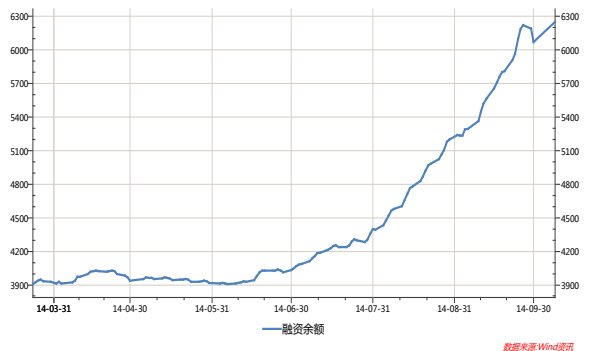
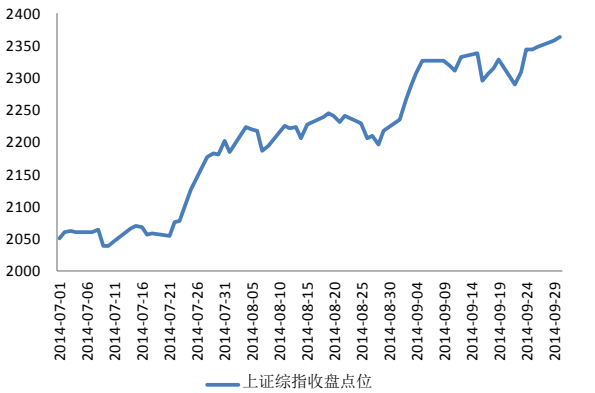


从行业看，国防军工继二季度排名第一后，三季度继续领涨，单季度涨幅接近 43%，其次是纺织服装、农林牧渔、钢铁、综合、机械设备、交通运输、商贸、公用事业等，这里面部分行业是以低价格、低估值为主要特征，主要受估值修复推动，这也侧面表明了市场的强势。二季度表现较好的电子、计算机、通信等板块，在三季度的表现相对落后，但涨幅也都超过了 20%。表现较差的行业主要是金融、传媒、家电、食品饮料、医药生物等行业。



从上涨原因看，三季度行情大致可分为两个阶段，第一段行情是 7 月下旬到 8 月底，主要推动力来自于经济数据企稳的预期和沪港通政策刺激，使得大盘蓝筹板块出现估值修复行情，领涨板块包括电力、汽车、商贸、钢铁、有色、煤炭、非银金融等。主要证据是二季度陆续出台微刺激政策，市场对政策效果抱有预期，7 月中下旬汇丰 PMI 预览值为 52，大幅超出市场预期，缓解了市场当时对经济的担忧，促发了市场盘整后的上涨。

第二段行情是 9 月至今，主要推动力来自于改革预期提升风险偏好以及部分增量资金入场，小盘成长和主题概念等板块领涨为主，包括国防军工、并购重组、计算机、通信、纺织服装、休闲服务等。之所以不是经济增长的原因是，三季度的随后几个月，各类经济指标以及信贷、货币的指标都是趋势向下的，但市场并未理会，而是更多的各类改革政策做出正面反馈，同时我们也观察到融资融券的余额开始出现快速上行，反映出部分增量资金入场的特征，对市场形成了有力推动。



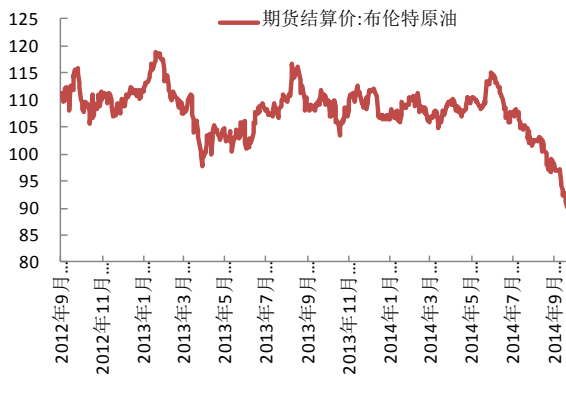
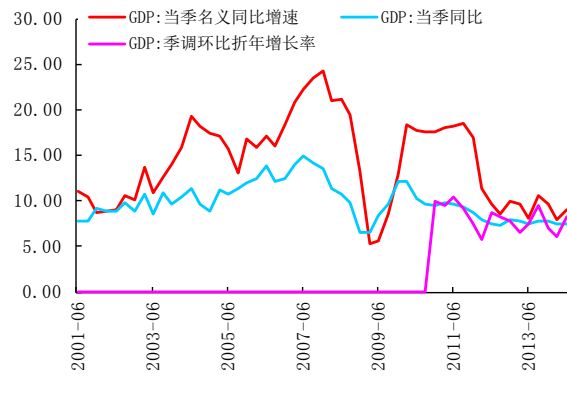
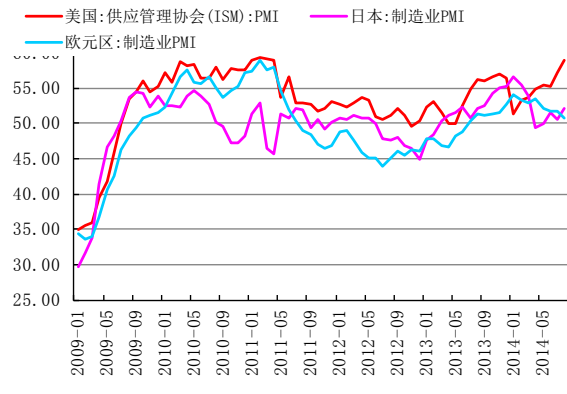
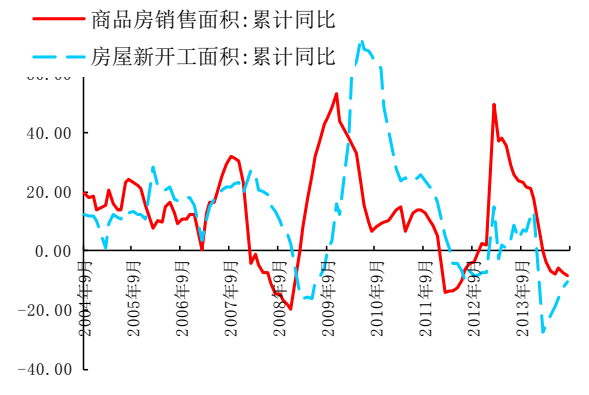
市场环境前瞻

硬着陆风险较低 外需趋势向好

展望四季度，宏观角度看，预计经济增长将继续疲弱，但硬着陆的风险或市场对此的预期都相对较低，原因是地产、基建、制造业投资等相关的主动对冲政策始终在发力，同时外需趋势向好。首先，自2012年以来，名义GDP增速就处在底部震荡区域，目前已持续两年，预计短期继续下台阶概率较低。其次，对经济下行压力较大的行业主要是地产，而目前地方政府已陆续取消限购、中央银行放宽了首套房的认定标准且鼓励商业银行支持首套按揭购房实行优惠利率，传闻还会出台税收优惠措施，因此地产销售企稳并带动投资企稳是有可能的。基建方面投资增速保持平稳；制造业投资仍在下滑，但一些微观的刺激措施，如减税、补贴、小微金融政策等支持一直在出台。最后，外需方面，尽管欧元区经济疲软，但美国经济复苏趋势强劲，对改善中国外需有一定的正面影响。

从三季度以来的情况看，市场现在的主要驱动力不是经济增长，而是改革预期及增量资金推动，经济增长方面只要能守住不发生硬着陆（或预期）、金融方面守住不发生系统性风险的底限，则市场维持一定上涨动能可能性还是较大的。

通胀方面，预计在经济疲软及大宗商品价格下行推动下，国内通胀将维持低位。资金方面，在经济需求下降和央行主动增加资金供给引导利率下行推动下，预计市场的资金环境将继续改善。



改革预期继续发酵

政策角度看，改革仍然是四季度最重要的政策看点，“改革预期”将继续发酵。自十八届三中全会以来，尤其是7月份“微刺激”政策逐步淡出后，改革相关政策开始加速推出，土地、财税、户籍制度、司法、文化、教育考试等领域改革已逐步展开，国企改革、土地改革等领域也在推进和落实。四季度政策重点关注点有以下几个方面，包括十八届四中全会召开、沪港通正式开通、房地产政策进一步松动、年底中央经济工作会议等。特别是四中全会推动依法治国，全社会可能会形成对依法治国主题的大讨论，有利于进一步增强改革动力。综上，我们预计在改革预期及赚钱效应的推动下，投资者的风险偏好可能继续提升。

从风险角度看，以下几点在四季度需要留意，一是房地产市场继续低迷，带动经济大幅下行；二是四中全会政策低于预期，改革预期降温；三是美元升值和 QE 退出，使得海外流动性风险逐渐积累；四是季报大幅低于预期，使得主题概念炒作退潮等。

投资思路：政策利好 哑铃配置

在这种背景下，预计四季度市场仍具备一定的投资机会。我们认为高分红且业绩有稳定增长的部分蓝筹股仍具备明显的投资价值，同时我们也认为新兴产业领域内也将有少数公司能获得持续的成长，具备市值扩张空间。

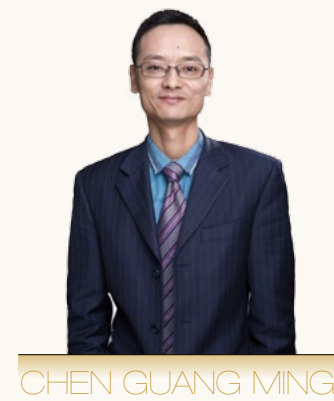
投资策略方面，继续建议哑铃型配置：一类是大盘蓝筹类个股，选择标准是估值低、业绩稳、分红高，有利好政策催化；一类是中小成长股，短期仍然是市场偏好所在，但以概念、主题炒作为主，风险较高。从成长与价值两种风格偏好看，我们并不否认小盘成长和主题概念的阶段性投资机会。但在某些阶段，从风险角度考虑，如果很难找到符合我们理念的高成长且较便宜的品种，我们将用较多仓位配置价值股的投资，而对成长股谨慎优选。我们继续重点关注高分红的大盘蓝筹股、沪港通、国企改革等相关投资机会；成长股的选择标准依然是幸运的行业、能干的管理层和合理的价格。

例表：近 12 个月股息率超过 4% 的个股列示

证券简称	股息率 (近 12 个月)%	证券简称	股息率 (近 12 个月)%	证券简称	股息率 (近 12 个月)%	证券简称	股息率 (近 12 个月)%
安源煤业	8.85	京能电力	6.20	广州友谊	5.36	正泰电器	4.45
友利控股	7.79	宁沪高速	6.18	格力电器	5.36	九阳股份	4.45
工商银行	7.45	交通银行	6.10	生益科技	5.34	重庆水务	4.33
建设银行	7.37	宝新能源	6.06	南京银行	5.13	山东高速	4.31
中国银行	7.28	雅戈尔	6.02	华夏银行	5.11	双汇发展	4.29
泸州老窖	7.16	晨鸣纸业	5.98	国电电力	5.08	万科 A	4.28
农业银行	7.14	中国神华	5.92	陕鼓动力	5.02	皖通高速	4.28
上汽集团	6.82	招商银行	5.92	福耀玻璃	4.90	申能股份	4.18
浦发银行	6.71	双良节能	5.90	华电国际	4.74	中国石油	4.17
内蒙华电	6.41	华联矿业	5.81	伟星新材	4.57	大商股份	4.08
伟星股份	6.39	大秦铁路	5.51	中国石化	4.55	朗姿股份	4.08
光大银行	6.25	中信银行	5.49	白云机场	4.51	中国建筑	4.07
华能国际	6.25	九牧王	5.40	兴业银行	4.48		

投资主办人 看市场

文 / 《东方红 悦读》编辑部



陈光明 先生

A股市场自二季度见底以来，三季度继续大幅上涨，其中中证 500 指数大涨 25%，表明股市活跃度不断提升。受益于沪港通的影响，低估值蓝筹股有显著反弹。其他方面，诸如军工、土地流转、信息安全、并购重组、区域等主题投资异常活跃，增量资金进入市场的迹象很明显。

从发电量和工业增加值的数据来看，三季度宏观经济指标继续下滑，稳增长的压力越来越大，可以预期的是宏观政策将朝着有利于股市资金面的方向发展。三季度央行不断小幅放松货币政策，并于季末对房地产限贷做出了较大幅度调整。政策面放松亦有利于股市上涨和个股的炒作。

四季度，沪港通将正式实施，从长期来看，此举有利于改善蓝筹股的供求关系。尽管三季度低估值蓝筹股有一定上涨，但与中小盘股的估值差异仍在扩大，我们将谨慎提防两者的供求发生变化。四季度，我们仍然看好低估值蓝筹股、混合所有制改革的投资机会，并重点关注少数成长股、中盘行业龙头、大消费类龙头企业。



JIANG HE ZE

姜荷泽 先生

二季度 A 股市场见底回升后，三季度继续大幅上涨，在全球市场表现中一枝独秀，大盘蓝筹、小盘成长、主题概念等板块均有优异表现，市场热度和风险偏好均继续提升。主要基金指数均取得正收益，其中指数类基金和股票型基金平均涨幅较大。

从上涨原因看，三季度行情大致可分为两个阶段，第一段行情是 7 月下旬到 8 月底，主要推动力来自于经济数据企稳和沪港通政策预期，使得大盘蓝筹板块出现估值修复行情，领涨板块包括电力、汽车、商贸、钢铁、有色、煤炭、非银金融等；第二段行情是 9 月至今，主要推动力来自于改革预期提升风险偏好以及部分增量资金入场，小盘成长和主题概念等板块领涨为主，包括国防军工、并购重组、计算机、通信、纺织服装、休闲服务等。

展望四季度，宏观角度看，预计经济增长将继续疲弱，但硬着陆的风险或预期都相对较低，原因是地产、基建、制造业投资等相关的主动对冲政策始终在发力，同时外需趋势向好；大宗商品价格疲软下，通胀将维持低位；在经济需求下降和央行主动增加资金供给引导利率下行推动下，预计市场的资金环境将继续改善。政策角度看，四季度沪港通将逐渐启动、十八届四中全会 10 月召开，年底还有中央经济工作会等，预计“改革预期”将继续发酵，加上赚钱效应的推动，我们认为投资者的风险偏好将继续提升。因此，我们认为四季度仍具备一定的投资机会。

杨达治 先生

在三季度的展望中，我们曾提出很看好三季度的股市，市场也确实走出了一波波澜壮阔的行情，但其间的结构分化还是超我们的预期，尤其是以重组为主线的小市值股票涨幅更是惊人。市场先生就是这样，像个钟摆，总游离于过热和过冷之间，在理性位置停留的时间总是很短。

展望四季度，股市的赚钱效应逐步显现，场外资金入市的速度在加快（从新开户和活跃账户数都可看出此趋势在持续中），但决定价格的因素除了需求还有供给，一些不确定因素也在逐步显现：比如说，注册制相关的一些政策会不会在四季度推出？注册制会不会是小市值股票在供给侧的拐点？10 月份沪港通之后，大小市值风格表现是否会逆转？基金在四季度的调仓行为是否也会导致风格逆转？宏观经济……

站在目前时点，我们更看好新老蓝筹在四季度的相对表现，尤其是那些需求基本不受宏观经济影响的公司，终究股市长远来看还是称重机。



ZHANG FENG

张锋 先生

三季度在沪港通和宏观政策放松预期的刺激下，股市出现了大幅反弹。首先资金利率从二季度见顶之后，三季度一直处于较低水平，与利率水平关系较为敏感的低 PE 高分红蓝筹股有明显反弹。其次，不断的政策和事件驱动，导致以军工、重组为代表的各类主题投资极为活跃，市场赚钱效应明显，吸引了增量资金不断进入市场。股市呈现两条平行线。

三季度的宏观经济仍然持续低迷，房地产销量和开工数据进一步下滑，发电量和工业增加值增速均创下近年来的低点，稳增长压力越来越大，在这种情况下，宏观政策逐步小幅调整，房地产信贷也在季末有所松动。预计此情况在四季度仍将持续。

我们对政策的力度和目标仍然保持谨慎态度，经济重启到过热状态可能性极小，“新常态”将成为常态。四季度的整体机会可能小于三季度，但是从中长期来看，结构性投资机会仍然很多，既包括低估值蓝筹股的价值发现，也包括经济转型期的各类新兴产业投资机会。



YANG DA ZHI

杨达治 先生

在三季度的展望中，我们曾提出很看好三季度的股市，市场也确实走出了一波波澜壮阔的行情，但其间的结构分化还是超我们的预期，尤其是以重组为主线的小市值股票涨幅更是惊人。市场先生就是这样，像个钟摆，总游离于过热和过冷之间，在理性位置停留的时间总是很短。

展望四季度，股市的赚钱效应逐步显现，场外资金入市的速度在加快（从新开户和活跃账户数都可看出此趋势在持续中），但决定价格的因素除了需求还有供给，一些不确定因素也在逐步显现：比如说，注册制相关的一些政策会不会在四季度推出？注册制会不会是小市值股票在供给侧的拐点？10 月份沪港通之后，大小市值风格表现是否会逆转？基金在四季度的调仓行为是否也会导致风格逆转？宏观经济……

站在目前时点，我们更看好新老蓝筹在四季度的相对表现，尤其是那些需求基本不受宏观经济影响的公司，终究股市长远来看还是称重机。



LIN SHU CAI

林树财 先生

三季度，国内股票市场整体呈现上涨行情，期间沪深 300 指数单季度涨幅达到 13.2%，创业板指数先抑后扬，单季度涨幅达到 9.69%。从行业来看，以国防军工、机械为代表的现代制造业涨幅居前，单季度涨幅约 30%，另外传统企业转型重组等也带来了显著的涨幅，仅传媒、家电、银行、采掘等跑输指数，其中银行指数的表现，一定程度上仍反应市场对实体经济的担心。6 月中市场重新开放了新股 IPO，此批新股发行节奏较为有序对市场冲击有限。

展望四季度，海外美元的升值趋势已然形成，而国内市场的关注点聚焦在四中全会的召开，国家的微刺激政策正逐步对国内利率环境产生轻微的影响，利率环境大幅度走低的概率仍不大。四中全会将提升对政策的预期，加上三季度较好的行情走势使得四季度的政策环境和流动性均处于较好的水平。随着沪港通、国企改革等政策的加速推进，中央和地方国企的治理结构改善和提升的空间依然较大，同时国内优势龙头公司的估值修复行情仍值得期待，同时行业投资方面仍会积极布局互联网与传统产业垂直融合的机遇和长期看好的生物医药行业的投资机会。整体上将继续保持积极的权益配置头寸，结构上兼顾稳定增长类和新兴成长类这两种资产类别的配比。



WANG DAN

王丹 先生

三季度，得益于宽松的货币环境，债市、股市都有不少上涨。国内越来越多的现象，呈现出08年之前美国的形态，我们对此非常谨慎。人民币汇率成为新兴市场一枝独秀，其相对美元的强劲与中美两国的经济形势并不匹配。在美国经济表现最为抢眼，其他经济体问题都比较严重的情况下，人民币汇率紧盯美元对国内资本输出最为有利。同时，高汇率带来的经济紧缩需要其他政策对冲。由于高汇率具有全局作用，对冲政策也应该是全局性的。

对放松政策的预期提升了国内的通胀预期，但是如果综合考虑高汇率和坏账对经济主体扩张能力的侵蚀以及最近国际政治局势造成的油价波动，通胀问题极有可能被人们高估了。实际上，高汇率和坏账都在说一件事，国内无风险利率，特别是长期无风险利率过高。

城投债方面，注意到最近中央政府相关文件首次提出中央政府不负责地方债务的意思表示，我们认为其可能出现分化，而且整体而言信用风险溢价也已经很低。地方债务全部纳入预算管理之后，只能凸显地方政府债务的严重性，制约其通过制造信用幻觉低成本发债的能力，而不是提高这种能力。

四季度，如果宏观经济出现反弹或者资金面重现紧张，将是一次比较好的加仓中长期利率债的机会。我们认为具有系统重要性的大盘蓝筹可转债仍然具有配置价值，是组合维持平衡性所不可或缺的。

朱伯胜 先生

三季度，上层出台的诸多定向经济刺激政策持续超出市场预期，沪港通推出预期吸引海内外资金持续流入，融资融券业务火爆，并购重组的公司层出不穷，大陆资本市场一改上半年的颓势，表现较为强劲。上证指数，深圳成指、中小板和创业板成指分别录得15.4%、10.04%、16.9%和9.69%的涨幅，盈利效应突出。

三季度资本市场指数的上扬，很大程度上归功于高杠杆的融资业务对价格低但估值高的板块和个股的推动。在密切跟踪其变化及进展的同时，也需时刻提防其潜在的可能的反杀效应的负面影响。

展望未来的市场，在GDP增长有底线，货币政策不停定向宽松的大背景下，流动性充裕的事实不可更改，资本市场仍存在较多机会。在密切关注外围市场变化尤其是美元反转的态势下，在充分评估其对大陆资本市场的资金流动，市场情绪等影响的前提下，严格控制选择个股的安全边际，甄选符合国家产业政策扶持方向的信息安全、新能源、高端装备、医药等行业的个股以及一些未来业绩预见性较强的成长性个股。



LIN PENG

林鹏 先生

宏观经济数据疲弱，海外股市又多处于弱势调整阶段，但9月的A股市场却依然强势逼人。在各路资金涌入市场的背景之下，A股难得的走出了相对其他股市超强的走势。但这种走强完全与上市公司基本面无关，股价始终在围绕重组、收购、进入新兴领域等题材波动，这种走势让投资者不禁感叹，“2000年以前的庄股时代又回来了”。

的确，如果说2013年的创业板行情还基本围绕着业绩高成长这条主线来炒作的话，那今年则完全演化到了完全脱离业绩的群炒阶段，这让2000年以来依靠基本面选股获取稳定收益的价值派无所适从。不过我们认为，今年市场很有可能再演去年第四季度价值股估值切换，概念股整体走弱的局面。这是因为，首先，经过整年的炒作，低价股、题材股的涨幅已经相当巨大，资金面临巨大的获利空间，必然会寻求在年前了结；其次，一直以来支撑创业板、成长股的美国NASDAQ已经开始出现明显的调整迹象，奇虎、京东、猎豹等一批中概股近期回调幅度巨大，这会对不看估值只看炒作空间的部分国内资金形成威慑；另外，第四季度一般都是机构投资者调仓布局来年的时机，一般来说，强势板块很难连续两年走强。8月以来，一度对沪港通充满期待，对蓝筹股价值回归踌躇满志的资金近期受伤颇深，但我们相信，价值洼地终会填平，期待越小，未来可能获取的收益越大。

徐习佳 先生

三季度行情可喜，沪深中小盘指数全面上涨。宽基指数中中证500指数最强，全季单边上扬，涨幅达到25.25%，显现出强势上攻态势。目前已接近指数历史月K线最高收盘点位，从指数历史的全月K线图形上看再次走到上升三角形的上边。创业板指数则在留下一根150点（约10%）的下影线后延续最近两年的上升行情，向今年一季度的历史高点挺近。值得一提的是上证综指三季度录得15.4%的涨幅，逐步扭转了2009年以来上涨行情中深强沪弱的局面。中小版指数和创业板指数相对上证综指的超额收益不再明显，市场热点出现明显扩散。总体而言，股市活跃度不断提升，一方面低估值蓝筹股在沪港通影响下显著反弹；另一方面军工、土地流转、信息安全、并购重组等主题投资异常活跃，对增量资金入市的吸引力在不断增加。

展望2014年第四季度，考虑到三季度末对房地产限贷政策的调整，政策面放松信号明显。同时沪港通的正式实施，可能从长期看有利于改变市场资金对蓝筹股的需求，因此我们对大盘指数不悲观。但三季度市场的主题投资热度达到最近两年来的高位，考虑到宏观层面上国内传统经济转型步入深水区，而新经济新商业模式的建立和成长在经历了初期的想象后需要切实业绩的体现和兑现，我们从稳健投资的角度将更偏重对价值股的挖掘，继续关注在经济调整周期中的受益行业和业绩能够兑现的部分公司，在严格控制组合预期波动率的前提下，实现稳健数量投资，在年底前争取风险收益性价比较高的收益。



信任与赞美的力量

有这样一位妈妈第一次参加家长会，幼儿园的老师说：“你的儿子有多动症，在板凳上连三分钟都坐不了，你最好带他去医院看一看。”

回家的路上，儿子问她老师都说了些什么，她鼻子一酸，差点流下泪来。因为全班 30 位小朋友，唯有他表现最差；唯有对他，老师表现出不屑。

然而她还是告诉她的儿子：“老师表扬你了，说宝宝原来在板凳上坐不了一分钟，现在能坐三分钟。其他妈妈都非常羡慕妈妈，因为全班只有宝宝进步了。”那天晚上，她儿子破天荒吃了两碗米饭，并且没让她喂。

儿子上小学了。家长会上，老师说：“这次数学考试，全班 50 名同学，你儿子排第 40 名，我们怀疑他智力上有些障碍，您最好能带他去医院查一查。”

回去的路上，她暗地里流下了泪。然而，当她回到家里，却对坐在桌前的儿子说：“老师对你充满信心。他说了，你并不是个笨孩子，只要能细心些，会超过你的同桌，这次你的同桌排在第 21 名。”

说这话时，她发现儿子黯淡的眼神一下子充满了光，沮丧的脸也一下子舒展开来。她甚至发现，儿子温顺得让她吃惊，好像长大了许多。第二天上学，去得比平时都要早。

孩子上了初中，又一次家长会。她坐在儿子的座位上，等着老师点她儿子的名字，因为每次家长会，她儿子的名字在差生的行列中总是被点到。然而，这次却出乎她的预料——直到结束，都没有听到。

她有些不习惯，临别去问老师，老师告诉她：“按你儿子现在的成绩，考重点高中有点危险。”

她怀着惊喜的心情走出校门，此时她发现儿子在等她。路上她扶着儿子的肩膀，心里有一种说不出的甜蜜，她告诉儿子：“班主任对你非常满意，他说了，只要你努力，很有希望考上重点高中。”

高中毕业了。第一批大学录取通知书下达时，学校打电话让她儿子到学校去一趟。她有一种预感，她儿子被清华录取了，因为在报考时，她给儿子说过，她相信他能考取这所大学。

她儿子从学校回来，把一封印有清华大学招生办公室的特快专递交到她的手里，突然转身跑到自己的房间里大哭起来，边哭边说：“妈妈，我知道我不是个聪明的孩子，可是，这个世界上只有你能欣赏我……”

这时，她悲喜交加，再也按捺不住十几年来凝聚在心中的泪水，任它打在手中的信封上。

66

赞美会让白痴变成天才，别人会朝你赞美的方向走来，赞美才是真正的通灵状态。今天你赞美和欣赏自己了吗？今天你欣赏和赞美你的另一半了吗？今天你欣赏和赞美你的父母，你的子女，你的合作伙伴，你的员工与下属了吗？

99

分

享一个观念，加分和扣分，肯定和否定，鼓励和处罚的差异。最近收到以前英文老师的来信，这位老师是北欧裔加拿大籍的金发辣妹，现在暂时回到新苏格兰 (Nova Scotia) 乡间的家中帮忙爸妈处理一些事，信中说她整天都在采蓝莓。她的个性很温和，善良体贴，几乎所有学生都很喜欢她，但是我却曾经被她破例小小地斥责了一番。

有一次考完小考，老师要我们互相交换改考卷。我依从小到从学校老师那里学来的习惯，就在错误的答案上打 ×，然后在考卷边缘写 - 5、- 10 等字样，结果被她瞄到了。她说：“你不可以这样子。你要用加的，把对的分数一题题加起来。”我回她：“还不是一样？而且这样算快得多啊，干嘛自找麻烦。”她说：“完全不一样。你怎么可以这样看人？”结果我们两个就僵在那里好一阵子。

但是，事后想想，我突然觉得她说的对。我的确不应该这样看人。我们华人总习惯从一百分往下

扣，然后自以为做事精明。但这背后隐藏的，是整个负面的思考架构。我们等于是以满分为基准，然后开始苛责这个人这里做错，那里做不好。

西方人却是以零分为基准，每做对一件事，就给一个小小的鼓励。

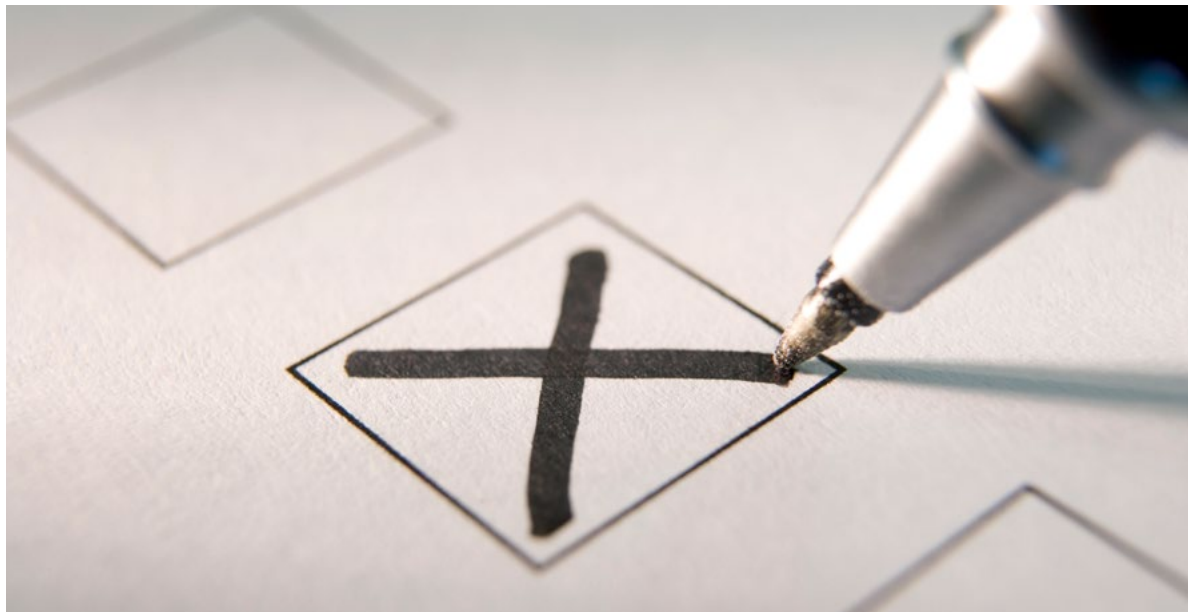
这件事对于儿童在成长过程中人格形成的影响很大。我们是要引导一个孩子发挥出符合自身特性的潜能，还是要用我们事先定好的标准，强迫他样样做到？我认为后者在台湾非常普遍。我想教育哲学的不同，就是造成西方人整体来说比我们创造力更发达的主要原因。

66

学着凡事采取正面的思考模式，无形中产生的 Power，将源源不绝。

99

学
着
凡
事
采
取
正
面
的
思
考
模
式



寻找必须消费品的投资机会

文 / 东方红资产管理投资经理 李响

必须消费品在消费行业中是很重要的一个品类，是消费研究领域的关注重点之一。该类公司的发展过程有一定规律可循，投资的最佳切入点可以通过对这些规律的探寻来加以把握。



何为必需消费品？必须消费品是相对可选消费品而言的，两者的区别主要在于消费需求的弹性。评估需求弹性的两个角度为：需求的收入弹性和价格弹性。

$$\text{收入弹性} = \frac{\text{销量变化的百分比}(\%) }{\text{收入变化的百分比}(\%) } \quad \text{价格弹性} = \frac{\text{销量变化的百分比}(\%) }{\text{价格变化的百分比}(\%) }$$

如果收入或者价格弹性大于1，则需求曲线是有弹性的，属于可选消费品。反之则是没有弹性的，属于必须消费品的范畴。虽然在日常生活中不容易精确地测算需求弹性，但我们能够按照这种方法直观地感受到一些行业 and 商品的需求是否有弹性的。比如当我工资上涨了30%，本来我一年一次旅游出行计划，现在很可能会变成一年两次出游。因此，旅游产品的需求弹性比较大，属于可选消费品。而对于饮料来说，本来我运动后喝一瓶饮料，是因为我口渴，这个需求是不会因为我工资的上涨而每天变成喝两瓶饮料，因此饮料的消费需求基本上是没有弹性的。

这样来看在消费品领域中，属于必须消费品的行业包括：饮料、食品、大众日化产品、啤酒、黄酒，以及中低价位的白酒和葡萄酒等。必须消费品行业的共同特点是产品单价相对低、需求总量大、周转快，品牌的作用主要体现在减少消费者的搜索成本上，也就是品牌带来的产品溢价远小于可选消费品。在这样的特点下，企业在产品、品牌、渠道三个维度的综合实力构筑了必须消费品企业的护城河。

如何寻找必须消费品的投资机会？相对清晰的方法可以从获得相对收益和绝对收益两个角度来考虑。投资必须消费品的相对收益往往是体现在经济周期中的衰退阶段。而从绝对收益的角度来看的话，我觉得必须消费品的投资机会可以主要遵循产业演进曲线来寻找，体现在产业发展初期的需求爆发阶段和行业聚集阶段中龙头企业盈利的回升期这两个阶段。

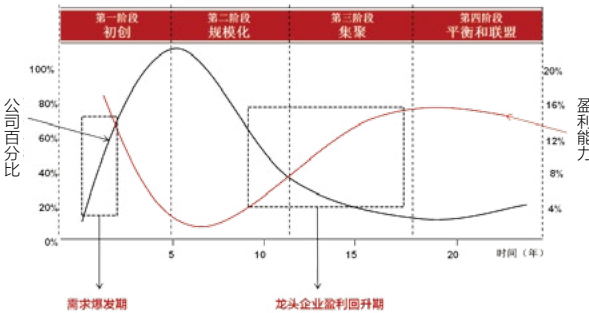
首先，从相对收益的角度来看，必须消费品通常在经济衰退的初期和通货膨胀后物价的下降过程中有比较好的相对收益。虽然在经济的上升周期中，居民的可支配收入增加，必须消费品

的业绩会有良好的表现，但这个阶段，投资者更加倾向于选择需求弹性更大的可选消费品进行投资。反而在经济不景气的时候，由于必须消费品的需求弹性小，在经济萧条企业订单数量下降，消费者对未来收入预期下降的过程中，必须消费品相对可选消费品的销售额波动小得多。这样的特点使得必须消费品和医药一样，在经济衰退中会获得投资者的青睐，从而获得比较高的相对估值水平。另外，通胀对必须消费品的投资也有很大的影响。在通货膨胀的过程中，居民收入的上涨速度跟不上物价的上涨速度，虽然必须消费品的销量不会受到太大的影响，但投资者在这个阶段更倾向于追逐具有价格弹性的行业，比如上游农产品、能源等等。通胀过程中，必需消费品企业通常会采取直接或变相提价的方式将成本的上涨转嫁给消费者，但在这个过程中企业需要时间理顺渠道价格体系，同时还要考虑市场份额的变化，因此会有时滞而影响企业短期的盈利水平。反之，在成本大幅上涨后的下降周期中，竞争格局稳定的行业中企业的盈利端会体现出低基数效应的高增长，也会获得比较好的阶段性相对收益。举例来看，在这轮经济调整周期中A股市场的表现来看，2007年底到2013年底的这段经济萧条期，申万食品指数相对A股的PE水平一直处于持续上升过程。分阶段看，在2007年10月到2008年底这段经济衰退初期阶段，申万食品指数的相对PE水平提高了一倍左右。另外一个阶段是在2010年10月全球货币宽松带来的大宗商品牛市尾声到2012年8月，申万食品指数相对市场整体PE水平也有70%的提升幅度。

其次，更多的时候我们是从绝对收益的角度在必须消费品中寻找长期牛股，从这个角度来看的话我们有必要回顾一下产业的演进曲线。

产业的演进曲线是所有产业都会遵循的发展路径，必须消费品行业也不例外。按照产业的演进曲线理论，一个产业将经历四个发展阶段，包括初创阶段、规模阶段、行业聚集阶段以及平衡与联盟阶段。在初创阶段，一个产品的需求刚刚兴起，行业集中度非常低，行业盈利水平比较高。规模阶段中，竞争企业数量增加使得竞争加剧拉低行业整体盈利水平。聚集阶段中，

随着竞争加剧，不断有企业退出，行业集中的提高，行业盈利水平开始恢复。而在第四个阶段的平衡与联盟阶段，大公司之间格局稳定，企业增长缓慢。这四个发展阶段，共同构成了产业演进的S曲线。在这个S型曲线中，必须消费品的投资机会主要来自于初创阶段的的需求爆发期和聚集阶段的龙头企业盈利回升期。在初创阶段的需求爆发期，行业的需求快速增长，企业盈利水平相对不错，同时市场情绪高涨，投资者愿意为成长和市场空间支付溢价。这个阶段推动股价的主要是收入的快速增长。而在聚集阶段的龙头企业盈利回升期，投资机会主要来自竞争缓和后企业费用率下降带来的净利率回升，这个阶段推动股价的主要是业绩的增长。



接下来分别讨论需求爆发期和龙头企业盈利回升期这两个阶段的投资机会。

1、需求爆发期——关注企业收入端的增长

寻找需求的爆发性机会，核心是寻找新的消费者需求。可以沿着几个维度：人口结构的变化、收入水平提高后消费需求的变化、创新以及便利性。

其中，人口结构变化和收入水平提高两者共同作用产生新的消费需求。

66

必须消费品行业是长期牛股的集中营，但从投资效率来讲，在合适的时间段选对合适的企业进行投资才能获得最佳的投资回报率。

99

近年来讨论最多的就是人口的老齡化趋势，老年人的消费习惯中对于食品和日用品的要求降低，而在健康等方面的投入大幅增加。比如前几年保健品行业快速发展就是迎合了这个需求。另外老齡化带来的投资机会大部分体现在医疗服务领域中。除了老齡化的趋势外，近年来最受瞩目的就是年轻消费群体的崛起，年轻人历来是追求时尚和个性的先锋，尤其这一代年轻人生活在物质丰富的年代，成长在互联网的信息时代，他们的消费习惯和理念远不同于上代人，他们的消费能力已经开始给创新的企业和产品带来机会。比如，今年色彩丰富定位年轻女性的预调鸡尾酒行业迎来快速增长。另外，从收入水平看，根据BCG对高收入人群的调查显示，一线城市的高收入人群倾向于在教育、旅游、车、有机蔬菜等增加支出，而三四线城市的高收入人群仍然愿意为高品质的必须消费品支付溢价，因此消费升级给必须消费品带来的机会更多来自三四线城市。

创新来自于两个方面，一方面是研发带来的产品创新，另一方面来自营销层面精确的消费者细分定位。比如宝洁每年投入大量费用在研发和市场调研上，他们曾经通过消费者调查，发现一半人渴望拥有洁白的牙齿，因此研发出一种过氧化凝胶，可以方便地贴在牙齿上30分钟取下，这个产品就是佳洁士净白牙贴。在大多数情况下，大众消费品产品功能上的实际差异并不是很大，因此创新层面更多的是体现在营销上的精准定位，推出新产品。比如，在饮料行业这样一个竞争非常激烈的领域，功能性饮料仍然可以获得很好的市场份额，比如加多宝当年凭借一款主打“怕上火”的概念，成功引领了消费者对凉茶的消费习惯。以及红牛“困了，累了，喝红酒”的精准定位。

便利性，主要体现产品在渠道中的可得性。在目前快消品行业中，人才和经销商的资源已经积累到一定程度，新产品的增长已经具备了由原来的“S”曲线变成“T”曲线的条件。过去在一个新产品的渠道推广过程中，需要培训销售人员和经销商，人才和经销商资源一直是新产品放量增长的瓶颈，但在目前这个阶段，已经完全具备了爆发式增长的条件。因此在新产品的推广阶段，资源的组织能力和迅速的反应速度和执行力是增长速度的核心。

在这个阶段的投资过程中，主要观测点是收入增速的导数，也就是收入增速的斜率。收入增速的斜率越陡峭，越容易获得估值溢价。相反，需要特别注意从成长到成熟期的估值转变，也就是收入增长斜率开始放缓的拐点。

2、龙头企业的盈利回升期——关注企业利润端的增长

这个阶段的投资机会已经在很多行业的发展中得到了很好的验证。比如家电行业中的格力，乳制品行业中的伊利等。在这个阶段，核心关注点是龙头企业利润的增速，推动利润增速超越收入增速的因素是竞争缓和后费用率下降带来的净利率提升趋势。

在这个阶段中，有另外两个方面的因素可以给企业的盈利增长插上翅膀。一个是收入增长的超预期，另一个是费用率下降超预期。

收入的增长来自龙头企业在现有优势下不断提高企业的品牌力，获得消费者对于该品牌产品的溢价，以及能够不断拓展产

品品类而获得销量的增长。企业产品获得的溢价就好像是品牌所支撑起的大树的高度，而产品的品类则是树干的数量，整个树冠就是企业的营业收入。我们看到，不论是宝洁、可口可乐，还是伊利、家化，都是在不断地推出新产品，打造子品牌来抢占市场份额。另外，对于龙头企业来讲，研发创新乏力时，利用并购占领细分市场、扩展品类也是获得收入增长的方式之一。在国际上一直以来并购都是必须消费品企业发展中的常用战略之一，并购带来的协同效应是成功的核心因素。

企业效率的提升也是降低费用率很重要的一个方面。这种提升主要来自于治理结构改善、经营策略变化等。治理结构的问题源于所有权和经营权的分离，尤其是在机制上不能做到对于经营层充分激励并监督管理。不仅仅在国企中存在这样的问题，民营企业也同样会存在。消费品企业不同于制造业企业，消费品企业运营中投入的产能建设只是一部分，更重要的是营销费用投入在品牌和渠道建设中，其效果往往滞后且很难提前量化分析。因此具备了优秀的管理团队后，所有权和经营权的一致性或者董事会对管理层的充分授权非常重要。这方面变化的观察点在于企业的股权结构的变化、管理层的激励、考核体系的变化等等。另外企业采取聚焦战略也会降低费用率水平，比如宝洁今年宣布的“瘦身计划”，在未来两年半的时间内精简90-100个品牌，专注贡献95%利润和90%销售额的品牌，确保核心品类，提高盈利水平。

综上，必须消费品的投资中，投资的相对收益往往来自于经济的萧条期，集中体现在衰退初期和通胀后物价的下行周期中。



而绝对的投资机会主要来自于行业初期需求的快速增长阶段以及龙头企业竞争格局稳定后的盈利水平回升阶段。必须消费品行业是长期牛股的集中营，但从投资效率来讲，在合适的时间段选对合适的企业进行投资才能获得最佳的投资回报率。

李响女士，东方证券资产管理有限公司投资经理，复旦大学金融学硕士，证券从业6年，历任东方证券股份有限公司资产管理业务总部研究员，东方证券资产管理有限公司研究员。



围观 Uber

如何估值

教授认为不值 170 亿 vs A 轮投资者觉得教授错了

编译 / 东方红 精译求精

这也许还能算一场我们不必下注的局，但同样的故事 / 分歧 / 奇迹，在我们身边想找也不是没有吧？引用一段话：“技术元素的巨大力量并非来自其规模，而是来自自我增强的天性。自我增强的传奇故事在每一个技术领域中上演，尤其在股市上演得更为淋漓尽致。将成为一时的时尚。”

本文作者是埃斯瓦斯·达莫达兰（Aswath-Damodaran）纽约大学斯特恩商学院金融学教授，全球最受推崇的估值和财务专家。著有《达莫达兰之估值》等，被《商业周刊》评为美国十大顶级商学院教授。

六月初 Uber 又融到了 12 亿美元，据说估值已经 170 亿了，当然 Uber 不是唯一得到追捧的公司，Airbnb, Dropbox 估值也都在 100 亿美元以上。现在哪家公司被贴上“颠覆”的标签，就意味着估值可以无限上涨。但这样一家成立五年，收入只有几个亿的公司，究竟值不值 170 亿，下面算算：不管给哪个行业估值，也不管这家公司处于其生命周期的

哪个阶段，最根本都是看其获得现金流的能力。像 Uber 这样年轻的公司，现金流还是比较遥远的事情，所以只能对市场空间，竞争格局等做些大概的假设。给 Uber 估值，首先得知道 Uber 是如何赚钱的，其价值主要来自三个方面，一，筛选车辆，确保安全性和舒适度。二，定价和支付体系（手机移动端完成）。三，对客户很方便（可以追踪车辆）。乘客把钱付给 Uber，后者提 20%，其余归司机。所以未来增长的潜力，除现有市场份额扩大，还要把蛋糕做大，即让乘坐公共交通或者开私家车的人成为其客户。

因为是非上市公司，我们只能从偶尔流出的一些数据看出端倪（那些数据也顺理成章给市场各种鼓舞），

2013 年总车费是 11 亿，公司收入是 22 亿。管理层说过收入现在每六个月就可以翻番，所以我的基础假设是收到车费 15 亿，收入 3 亿（传言说这样的水平低估了，但其实模型表明即便起点更高，对估值的影响没有想象得大）。

预测未来现金流的现值是常用估值方法之一，预测 Uber 未来的现金流主要看三点：市场有多大，市占率，提成比例。作为假设之一，我判断 Uber 目标市场是全球的出租车和车辆服务行业。当然也有种说法 Uber（来自管理层和一些分析师）还将进军租车市场，物流业务，甚至无人驾驶业务，不过我并没有看到这些方面有任何突破性进展，所以不在考量范围之内。全球出租车市场很大且分散，每个城市都有当地的，小型运营商占据统治地位。很多城市甚至只用现金，所以很难追踪收入等指标。不过我们还是有些可供参考的数据，比如全球范围内最有吸引力的出租车市场在日本，以年营业额来看，仅东京就可达 200 至 250 亿美元，其次是英国，在 140 亿美元的水平，当然大部分是伦敦。再次是美国，总体为 110 亿美元，纽约大概占 30 亿美元。我们假设其他国家总共为 500 亿美元，那么全球出租车是个 1000 亿美元的市场。我们假设，亚洲和拉美市场有很大的提升空间，美日英基本保持每年 2-3% 的增速，我们有理由相信 Uber 的增速会高于平均水平，我给假设是未来十年内每年增速为 6%。

预测 Uber 的市场份额相对难度更大。出租车和豪华出租车在大部分地方是被严格管制的，换句话说，政府限制新进入者，但同时也“负责”定价。虽然 Uber 现在量还不大，但要想达到目标的市场份额，需要看三件事：司机和乘客的开放 / 接受程度，竞争，监管。对 Uber 来讲好消息是不必费心取代现有的哪个老大，而且这个行业上市公司很少。坏消息是很难建立巩固地位，因为不像科技类企业那样赢家通吃（谷歌，脸谱，eBay）。全球范围内有多少万辆车，对于在纽约打车的客户没有特别的意义。所以监管对现有状态的保护，加上来自 Lyft, Hailo 等的竞争，我给的市场份额的预测是 10%。竞争已经迫使 Uber 降低在一些城市的提成，直觉告诉我逐步降低将是 Uber 未来的趋势。我也愿意相信 Uber 能够找到办法突出重围，保持 20% 提成比例。

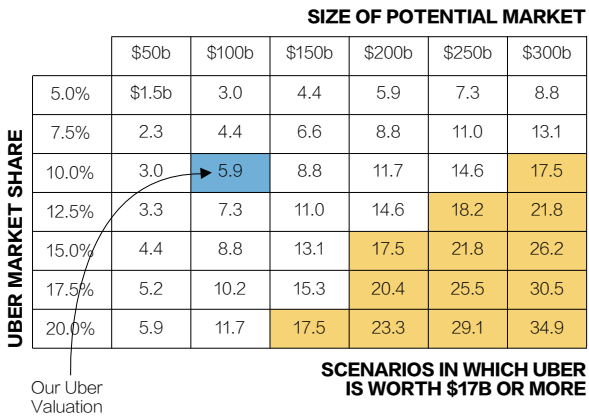
其他影响估值的假设包括：我预测 Uber 的 pre-tax operating margin 是 40%，远高于技术类公司中位数 20% 水平（参考高

成长的社交媒体）；sales to capital ratio 为 50，高于中位数 2.5 水平（再投资带来新增收入的能力）；目前阶段税率 30%，未来十年逐渐提高至 40%，与美国一般公司水平相当（无法确切了解海外业务占比）；cost of capital 为 12%（前五年不确定性之大可想而知），未来逐步降至普通公司 8% 水平。

Uber 将不仅成为汽车服务场最大，最赚钱的玩家，还将起到把蛋糕做大的作用。即便如此，除非整个市场空间是 3000 亿，Uber 市场份额也是我预测的两倍，才可以得出 170 亿美元的估值。我也计算了如果 Uber 提成下降，将对估值产生怎样的影响，可以看出降低提成可以获得更高的市场份额，但对估值的影响是负面的，这也是风险之一。

What Drives Uber's Value

Passible valuations in billions of U.S.dollars



66

有乐观分析指出，Uber 可以进入一切物流市场，那样市场空间确实会更大，也可以给更高的估值，但投资不是罗列各种概率的游戏，而是看准其中一种概率。也有人说，你看 Uber 的投资者有谁谁谁，但谁谁谁不一定总正确。

99



B方

作者 Bill Gurley, 著名硅谷风投 Benchmark 的合伙人, 主导投资了 Gruhub, Opentable, Uber, Zillow 等并在这些公司出任董事。数次登上福布斯亿万富豪榜。对于圈外比较有名的是 2008 年金融危机严重时曾公开写信给组合里的公司, 鼓励他们抓住机会。

纽约大学 Stern 商学院的 AswathDamodaran 教授在 FiveThirtyEight 发表了一篇对 Uber 为什么不值 170 亿估值的文章, 主要围绕这是个多大的市场 (1000

亿), 以及 Uber 能够占有多少份额

(10%) 进行估算。我觉得他这两个核心假设都是错的, 我们的预测比他高了 25 倍。这篇文章的目的不是为了说

服别人 Uber 到底值多少, 因为对于教授也好, 其他不买不卖的人也好, 估多少都不重要, 我是想说明一种思考方式。大家学数学都知道, 准确和精确是两回事, 估值模型可以让你的精确到小数点后面两位, 但是准确率有多高呢, 有了这些实实在在的数字就可以让你更加安心了么, 这肯定不好回答。我要说的是这件事 (跟物理一样) 不是很准确的科学, 一项看似无关紧要的假设可能会结果产生重大的影响。大多数的模型只能给你一个大概的范围, 告诉你某一只股票是否被严重低估或者高估。

关于市场空间有多大

教授按照现有市场规模和增速进行预测, 隐含假设是 Uber 创新的功能, 体验对市场没有影响。这方面三十四年前有一个经典的 (错误) 案例。1980 年, AT&T (旗下贝尔实验室发明了手机) 请麦肯锡预测到 2000 年手机的市场渗透率, 得到的答案是 90 万用户。这个结果连最终 1.09 亿用户的 1% 都不到, AT&T 就觉得那个玩具应该没什么前途。十年后, AT&T 花了 126 亿美元收购 McCaw Cellular。

Uber 是一种全新体验

主要从以下几个方面: 在使用 Uber 较多的城市, 司机接到客户的时间小于 5 分钟, 并在不断降低。在 San Francisco, 一开始只是市中心限运行, 后来拓展到了市郊地区, 开拓了新的市场。通过智能手机支付, 方便快捷。对司机和乘客双重打分制度, 对双方都公平, 同时把能力差的司机淘汰出了系统, 增强了客户的安全感和信任度, 有助于拓展未来老人儿童接送市场。

我感到奇怪, 像教授这样的专业人士为什么没有考虑到价格对需求的影响。Uber 帮助司机利用效率提升 (搭载乘客与空车之比), 在不影响司机收入的情况下, Uber 可以主动推动降价, 下面这张图表明 UberX 明显低于一般出租车。我想就算教授没有这样的数据, 至少应该考虑下价格弹性。要知道大多数美国城市出租车都是需要上牌照的, 以纽约为例, 今天是 13605 辆, 而在 1937 年是 11787 辆, 价格只能向上, 从来不会降。那么贵的牌照, 难道不表明供应不足么? 如果现在出现一个新的系统, 可以更方便, 更安全, 更便宜, 更有效, 坐出租的人难道不应该更多么?

uberX FARES JUST GOT 25% CHEAPER

we just dropped uberX fares by 25%, making it 50% cheaper than a taxi. From Venice to WeHo and everywhere in between, uberX is the most affordable ride on the road.

HOW THESE PRICES COMPARE Weho to LAX

uberX	\$19
old uberX	\$26
taxi	\$37

uberX	\$27
old uberX	\$37
taxi	\$53

uberX	\$6
old uberX	\$8
taxi	\$11



决定未来最主要的因素: Uber 取代私人车

我相信教授从来没有考虑过这种可能性, 但 Uber 有没有可能取得这样的性价比呢? 你把每年保有私车的费用与每年 Uber 一算不就知道了。Uber 时不时会收到人们把自己的车卖掉晒发票的图片。另外根据人口分布等情况, 在美国, 拥有一辆属于自己的车已经不再成为年轻人梦想, 近几年 18 到 34 岁车辆拥有比率已经减少 30%, 在主流媒体几乎都可以看到相关报道。还有两点也可以支持 Uber 成为私家车首选的替代品, 一是那些住在郊区的家庭, 这些家庭比如有四辆车, 每年养车就得花掉一大笔 (DMV 登记, 保险, 折旧) 等等, 慢慢 Uber 可以替代使用率并不高的第三或者第四辆车。还有一类人, 即使 Uber 的性价比还没有那么高, 也会处于方便性的角度选择 Uber, 比如前面提到的代驾, 再比如喜欢在路上看手机的, 觉得停车很麻烦的。

代替私人车这个市场究竟有多大, 每年汽车交易额 (含服务) 有 7300 亿美元, 还应该再算上保险, 登记, 停车, 汽油, 检修等等。换种算法, 现在流通的车辆是 10 亿辆, 有预测说每年成本是 9000 美元, 假设没这么多, 只是油费和保险每年也要 1000, 而且没看到下降的趋势。我们保守估计每辆车每年要花 6000。6000 乘以 10 亿辆, 就是 6 万亿的市场, 这个市场 Uber 能占多少份额不知道, 但 10 亿辆里面有 25% 在美国, 这算优势吧。总之, 鉴于其对传统模式的多重升级, Uber 的潜在市场远远不止简单的出租车市场。

Uber 已经成为一个动词 (那些应用新领域)

以前如果你住在郊区, 不大可能出门叫车, 打电话也未必及时有效。现在住在 San Francisco 郊区只要十分钟就可以叫到车。

以前如果从 Los Angeles 去 Seattle 出差, 我通常都租车, 现在我只 Uber。不用排队, 不用坐车到某个地方, 不用查地图, 不用找车位。租车市场在美国有 270 亿, 全球会更大, 这部分市场 Uber 可以去抢。

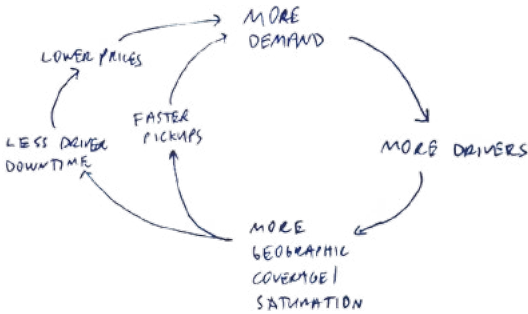
代驾市场, 不管是酒驾还是留宿一晚, 第二天回家, 在 Uber 发达的市场, 鉴于流动性和便捷性, 这个本不固属于出租车的市场的业务也在 Uber 发展得很快。

接孩子送老人, 纽约时报的文章就注意到 Uber 令父母放心, 而且直接鼓励孩子用 Uber。我也知道一些人鼓励自己年长的父母晚上或者其他情况下用 Uber, 可见社会接受程度已经很高。

UberX 替代公共交通。如果你主要使用公共交通工具, 现在只是偶尔使用 UberX, 比如错过火车, 或者要迟到, 因为毕竟 UberX 比出租车便宜, 所以这部分市场也照顾到了。

再看看教授估的 10%

教授说 Uber 只能有 10% 的份额，因为有竞争，而且不具备可复制性。首先，18 年前 Brian Arthur 有篇论文 IncreasingReturns and the Two Worlds of Business,里面提到，有一些技术类的企业，与传统行业，市占率达到一定地步边际回报递减不同，是可以随着回报逐渐增加的。维基说，network effect（网络效应）的定义是产品或服务的价值取决于使用者的数量，也就是说越多的人使用，对每一个人都越有价值。所以我们应该考虑的是，Uber 是否具备这样的网络效应。我认为主要体现在三个方面，一、越多的人使用，需要等待的时间越短。二、越多的人使用，其覆盖范围就可以由市中心向外围扩展。三、司机每小时赚的越多，使用率越高，Uber 就可以降价，吸引更多的人使用。早前 Paypal 高管，曾经创办 Yammer 的著名风投人士 David Sacks 在纸巾上画过 Uber 良性循环，最下方的集中度，可以产生最上面的需求增加。



Uber 也是可以享受跨区域优势的，很多老客户到了新地方会打开应用看能否使用,这样Uber到了新城市就有了最初的数据(带绑定信用卡信息)，为市场营销占得先机。

而且一旦成为市场龙头，合作和谈判也占尽优势，Uber5 月底宣布与 AT&T 合作，在后者安卓手机嵌入 Uber，6 月初与 AmericanExpress 合作 Uber 付费双倍积分，积分可直接抵扣。未来，你可以想象 Uber 的司机可以在加油，修车等等享受折扣。这些只有达到一定规模才可以想象。



被忽略的线索

2012 年 10 月 Uber 的 CEO Travis Kalanick 说，2010 年，San Francisco 总共只有 600 辆黑色出租车，而 2012 年仅 Uber 就有 600 辆出租车，而且当时每月保持 20% 的增长。2014 年 6 月，Travis 说公司刚成立时（2009 年）路演风投引用的数据是 San Francisco 出租车和豪车出租市场是 12 亿美元，而现在仅仅 Uber 就几倍于这个数字。所以比起现有市场规模，更重要的是新增长或者说创造出的市场有多大。其实教授还有个简单的办法,不妨问问周围的人,在 Uber 上花的钱比起两年前涨了多少？我周围的人最少三倍。这说明应该有个很大的全新的市场。



我们估多少

教授估值的核心是 1000 亿美元市场，市占率 10%，而我们认为 San Francisco 市场还保持增长，说明还没有饱和，再加上推广至出租车没有很发达的地方，所以目前 Uber 核心业务的出租车市场不止三倍的增长，应该是现有 3-6 倍的增长。同时我们认为 Uber 替代私人车辆的趋势才刚刚开始，而且这样的机会真是存在。假设 Uber 可以占 2.5-12.5% 的市场，就是 1500-7500 亿的市场。这样加在一起就是 4500 亿到 1.3 万亿的市场。

		Car-Ownership Alternative Market				
		2.5%	5.0%	7.5%	10.0%	12.5%
Expanded Car-for-hire Market	Multiplier	\$150	\$300	\$450	\$600	\$750
	3X	\$300	\$450	\$600	\$750	\$900
	4X	\$400	\$550	\$700	\$850	\$1,000
	5X	\$500	\$650	\$800	\$950	\$1,100
	6X	\$600	\$750	\$900	\$1,050	\$1,200
		\$600	\$750	\$900	\$1,050	\$1,350

如果按照最悲观假设，Uber 面前有个 4500 亿市场，要想给 Uber2500 亿估值，需要占到市场份额 56%，而假设 Uber 面前是个 1.35 万亿市场，给 2500 万亿估值，只需要占到市场份额不到 20%。

Scenario	Market Size Uber-like Services (\$billions)	Uber Market Share Needed
A	\$450	56%
B	\$600	42%
C	\$750	33%
D	\$900	28%
E	\$1,050	24%
F	\$1,200	21%
G	\$1,350	19%

这里我也没有考虑其他物流和服务市场，我们只是考虑了人类传统的交通在科技的改变下会发生怎样结构性的变化。

你可以说我有偏见，我没话说。教授也说过，一定要记住，任何聪明的投资者，就算他们采取一致行动，如果观点偏颇，也会犯错。我也认同。还有，大家看到的教授在 FiveThirtyEight 上发表的给 Uber 估值的文章和他最初在自己博客上发表的原版，有些些不同，省了下面这段话：“必须承认，在给 Uber 估值的时候，我只是刚刚下载了他们的应用，还没有使用过。我基本住在郊区，出门较少看到出租车，即使在纽约，我也会坐地铁，因为效率更高，又便宜，还安全。”

未来的投资与交易：七种展望

编译 / 东方红 精译求精



66

现在超级富豪享受到的，就是未来普通中产阶级触手可及的，比如全天候的投资顾问，只不过有了人工智能，这样的顾问可能是一个电脑操控的平台。

99

著

名财经媒体 CNBC 今年二十五周年台庆，举办了一系列回顾与展望的活动，下面这篇是未来的投资与交易篇。其实根本用不了二十五年，再过十年，投资就会发生很大变化了。说到展望未来，不如从这个角度考虑：现在超级富豪享受到的，就是未来普通中产阶级触手可及的，比如全天候的投资顾问，只不过有了人工智能，这样的顾问可能是一个电脑操控的平台。

1

当谷歌与嘉信合体，信息与交易一键完成。信息，特别是财经信息将会出现爆炸式增长，也会将投资复杂化。不过你不用担心，你可以通过智能筛选挖掘你要找的投资机会。就像电影 Her 中，你可以对着你的助手说，“我对泰国局势感到担忧，帮我调下组合。”你会马上得到回答，“我已经帮你卖了 4 只与泰国形势呈高 beta 的股票。”

你的智能助手需要等待你的指令，但一旦他对你的需求掌握，也可以得到授权自行操作。就像你点播几首歌曲后，系统会猜测你偏好的类型，偶尔会自己播放几首。当然这样的投资体系需要受到监管（比如源代码），特别是当他们也按照 2-20 开始收费以后。不过这些还是后话，重点是未来做投资决策时，你会有很多帮手。

2

细分化投资标的。未来同一家公司，可能会有几十种衍生品供你选择。假设你对播音公司的超音速飞机很看好，或者看好福特公司的电动车，那么上市公司可以在 A 类股票和 B 类股票之外，另设一个 R 类股票，供风险偏好高的投资者“下注”。或者标普 500，干脆构建一个纯粹这些公司的 R 类股票指数。继续往下推，假设你觉得组合里面需要的是美孚石油公司的 carbon-neutral 资产，虽然这部分资产的盈利能力逊于开采和生产石油的业务板块，但只要你需要，这样的投资标的都可以有。是的，没有尽头，也许今天你就可以创新了。

3

当众筹和小贷普及化的那一天，人人都可以天使投资。这也是目前美国证券监管当局在认真研究的问题，对小公司肯定是利好，但肯定需要跨越一些障碍，其中重点是防欺诈，以及判断哪些适合这种投资方式。未来你可以通过你的投资“助手”搜索创业公司，在 youtube 上观看路演，当然，NASDAQ 已经帮你核对过高管信息以及财务数据等。你所看到的路演视频与天使投资者会议基本一样。

4

现在交易执行层面已经可以实现零延迟，但资本的双方还没有实现零延迟对接（融资效率还很低）。未来，一方面公开与非公开市场的界限会更加模糊，另一方面非结构化产品将可以在更广的范围内完成交易。专家说未来的投资，就像现在的全天候在线交友网站，可以根据你的音乐，体育爱好帮你选择匹配对象，对了，还有你是否是个幽默的人。

5

今天华尔街（卖方）赖以生存的分析技能，未来成本（卖价）将大大降低，因为普通人将可以接触到大量数据和超强的计算能力。但你要是自己成了高盛，高盛怎么办？

6

高盛没事。因为总会存在没有被广而告之，或者没有被数字化的信息，只要时间优势在，高盛就在。并购，技术，合规，私募，数据这些岗位也会在，只不过得到这些工作岗位的将是更加完全成长于电脑时代的你的下一代或者下下一代。以往交易员和分析师的多数岗位会被取代，如此大规模信息量，人力很难完成。新增的岗位会包括帮助公司解读宏观（数据）趋势的分析师，帮助公司完成技术升级的咨询类人才，网管。

各种数据与信息的分享解读，新兴交易方式，只能意味着下面这件事：

7

投资者将（得）习惯短期内价格的剧烈波动，说不定几分钟之内就可以经历一轮周期。