

东方红悦读

issue 14
2014年6月

东方红
财富俱乐部 Vip 专刊

感恩责任梦想

东方证券资产管理有限公司
ORIENT SECURITIES ASSET MANAGEMENT COMPANY LIMITED



订阅号，尊享更多资讯



服务号，坐享账户信息

敬请扫描、搜索“东方红资产管理”一键关注微信账号

专注，成就优秀资产管理公司

立足专业化根基
发展公募业务服务更多投资者



也谈能力圈

《投资最重要的事》一书著者霍华德·马克斯曾将投资人总结为两派，一派是“我知道”，另一派是“我不知道”。

其中，“我知道”派可以“准确地”告诉别人未来一年或者十年经济、市场、利率的走势，哪些行业和个股会脱颖而出。如果发现自己错了，很快会“改正”，然后热情地投入下一轮预测，而不会停下来反思自己的认知是否存在盲点。在操作上，因为“知道”未来会怎样，所以倾向于加杠杆以追求高回报。

“我不知道”派对特定行业和个股的了解胜过市场上任何人，但他们承认自己“不知道”未来宏观会怎样发展。所以为了对冲不确定性，在操作上，“我不知道”派会慎用杠杆，与其说看重收益不如说更慎防亏损。

霍华德是橡树资本管理有限公司主席与共同创始人，因对市场机会与风险的深刻见解而享有盛誉。他认为，大部分投资人属于“我知道”派，只有杰出投资者才属于“我不知道”派。

的确，作为投资者，一旦参与就处在竞争中，因此需要去寻找优势，需要在能力圈内行事。巴菲特说，每个人都有必要意识到自己所具有的能力和知识。他还说，与能力圈的大小相比，更为重要的是确定能力圈的边界。

作为资产管理人，亦是如此。本期我们特别推荐封面故事，正如文章所说：“未来十年成功的基金公司应该具备以下两个特征：专注于资产管理，由专业人士进行管理。”

全球最优秀资产管理机构之一的 The Capital 在总结长跑胜出最突出的经验时，“竟然”是在很多业务决策上说“不”。上世纪 80 年代，公司在投资者对高收益债、新兴市场热情最为高涨时，抵住诱惑没有参与，不仅避免自身业务波动，更重要的是，把投资者利益放在首位的理念和做法赢得了信任和尊重。但是说“不”并非意味着保守和缺乏创新，基于长远发展目标进行的创新必须时不我待。该公司建立独立销售渠道等做法使自己的投资理念与客户关系在最大程度达到融合，并为其持续发展提供资金保障，建立起竞争对手难以复制的优势。

本期我们还带来了亲历奥巴马的报道，伯克希尔哈撒韦股东大会吸引全球投资人关注，巴菲特和芒格一年一度接受马拉松式的问答都是对其投资和投资管理理念的强化。他们也用一生的经历告诉我们，投资除了需要培养自己的能力圈、确定能力圈边界外，还可以是一件可以很幸福，值得专注投入的事。

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

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：dfjhlc@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。

Contents

卷首语 Preface

也谈能力圈

媒体 Orient Interview

01 稳健创新并重 持续领跑行业

深耕于能够建立起核心竞争力的优势领域

03 立足专业化根基 发展公募业务服务更多投资者

我们希望为更多老百姓提供理财服务

封面故事 Cover Story

07 专注成就优秀资产管理公司

专注于资产管理，由专业人士进行管理

11 The Capital 的管理之道

文化是我们唯一的竞争优势

15 看 Vanguard 如何实现低成本

尊重每一位员工，让他们能充分参与创新

东方红·策略 Orient Strategy

17 休养生息 低仓观望

建议降低仓位，等待观望

东方红·专题 Orient Feature

23 当地人眼中的巴菲特股东会

没有一家公司像伯克希尔哈撒韦这样让大家如此快乐

25 伯克希尔哈撒韦股东大会问答集锦

每一年巴菲特股东大会的问答都是对其管理和投资理念的强化

29 最不像，也最像股东会的股东会

这是一场全方位的“投资者教育”

东方红·智慧 e 站 Orient Wisdom

31 孩子在为谁而玩

别让外部动机操纵了内部动机

32 我们的人生

从爬楼看我们的一生

东方红·人 Orient People

33 专业服人 态度感人 关心暖人

感恩、责任、梦想，我们将一如既往

东方红·书屋 Orient Books

35 互联网新时代的晨光——读《认知盈余》

新时代网民赋予互联网从业者最大的红利之一

东方红·未来 Orient Future

37 医疗创新往哪儿走

关于基因测序行业的意义一个通俗的比喻是，你在黑暗中找把钥匙，用泛光灯总比拿手电筒成功的概率大

42 未来将胜出的十二类公司

成功，或许也是可以预估的



订阅号，尊享更多资讯



服务号，坐享账户信息

敬请扫描，搜索“东方红资产管理”一键关注微信账号

东方红资产管理： 稳健创新并重 持续领跑行业

文 / 第一财经日报记者 彭洁云

曾令券商 2012 年资管规模呈现井喷式发展、风光一时无量的通道业务，在 2013 年监管趋严和商业银行获批资管业务试点的形势下，转眼间显得难以为继。

当各家券商资管公司纷纷掉头驶离这片红海，寻求变革转型之际，才猛然惊觉，这个行业中那个一贯埋头深耕的“吃螃蟹者”已经持续在主动管理和产品创新的蓝海中弄潮。

先是与阿里巴巴合作发行首个在交易所发行的小额贷款资产证券化产品，后又在证券公司公募基金牌照中拔得头筹，此外，旗下集合产品的整体业绩在业内持续领先。作为国内首家券商系资产管理公司，东方证券资产管理有限公司（下简称“东方红资产管理”）今年以来表现抢眼，一次次令业界侧目。



稳健发展源于专注

2013 年 8 月，东方红资产管理在证券公司中首家获批公募基金管理业务资格，成为“新基金法”实施后，首家获批公募基金管理资格的证券公司。

对于已经到来的公募业务，东方证券资产管理有限公司总经理陈光明表示，公司将继续坚持一贯发展思路，将投资人回报作为根本立足点，以专业的投资管理能力和卓越的创新精神，为投资人提供多层次多方位的投融资解决方案。

梳理东方红资产管理的发展历程，不禁让人感叹，其公募业务拔得头筹可谓众望所归。从成立至今，东方红资产管理一直以稳健专注的姿态领跑券商资管行业，斩获多个行业“第一”。

东方红资产管理的前身是东方证券资产管理业务总部，自 1998 年开始从事客户资产管理业务，2002 年首批获得从事客户资产管理业务资格，2005 年首批开展券商集合理财业务，2010 年获批成为国内首家券商系资产管理公司。

长期的专注与坚持和持续优异的投资业绩，让东方红资产管理在业内拥有良好的口碑。十多年间，东方红资产管理团队一直专注于核心竞争力的培养，以追求绝对收益为目标，坚持长期价值投资，致力于在自己能力范围内寻找大概率取胜的投资机遇，力争在不确定的市场环境下把握确定性的投资机会。其自主培养的人才体系在业内以专业稳定而著称，投资团队平均证券从业时间超过十年。

Wind 数据显示，截至 2013 年底，东方红资产管理旗下成立一年以上的 23 只集合产品平均收益率为 21.76%，18 只混合型集合产品平均收益率为 26.48%。在 251 只混合型集合理财产品 2013 年收益率排名中，东方红资产管理旗下产品占据前 20 名的 11 席，前 30 强的 15 席。

2013 年上半年，东方红资产管理新成立集合产品也超过 15 只，在行业盲目寻求规模的时候，仍保留一份清醒，始终坚持走主动管理路线。

“近一年来我们在通道业务上始终做得不多，我们的考虑是，当人力物力财力不具备把它做到最好的时候，我们会把精力主要放在主动管理产品上，因为资产管理公司最终还是要以主动管理能力来展示自身实力。”东方证券资产管理公司联席总经理任莉表示。

创新基因植入机理

在陈光明看来，资产管理行业发展的主要驱动力有二：一是专业的资产管理能力，即通过在特定领域构建比较优势，在同类型中做到最好最优，为客户创造长期、稳健、优良的投资收益；二是卓越的创新精神，即以满足客户需求为导向，凭借卓越的创新能力，通过投资理念和交易方式的创新，最快最好地满足客户的需求或潜在需求。东方红资产管理除了十多年来一直专注于核心竞争力的培养，不断提升主动管理能力外，还将创新基因植入团队机理。

2013 年 6 月底获批的东证资管 - 阿里巴巴专项资产管理计划引发业内外广泛关注和高度评价。作为管理人，东方红资产管理立足客户需求，通过产品创新，满足了投融资客户的需求，为券商资管服务实体经济，为支持众多小微企业和个人创业者融资进行了有益尝试，实现了多方共赢。

深交所总经理宋丽萍在东证资管 - 阿里巴巴专项计划挂牌仪式上表示，东证资管将阿里金融小额贷款资产进行证券化，从而盘活阿里金融小贷资产，使小贷业务规模得以持续扩大，形成支持小微企业的可持续金融服务模式成为可能，对于金融市场创新具有重要的示范意义。

而回顾券商资管行业的发展历程，东方红资产管理一直立足于客户需求，致力于创新。2005 年券商大集合产品开始试点，同年作为首批产品的东方红 1 号集合资产管理计划成立；2010 年，业内首只小集合产品东方红 - 先锋 1 号成立；2011 年推出业内首只专注于定向增发市场的东方红 - 新睿 1 号，以及首只折价主题产品东方红 - 新睿 2 号；2012 年，业内首只分级大集合产品东方红 - 新睿 4 号成立，产品创新一直走在行业前列。

陈光明表示，公司业务创新的三大主要原则是，首先是风险可控；其次是围绕优势领域或能够建立起核心竞争力的领域延伸拓展；三是有适当的利润空间。

用稳健与创新两条腿走路，深耕于能够建立起核心竞争力的优势领域，这正是东方红资产管理一直领跑行业前列的秘诀所在。完





立足专业化根基 发展公募业务服务更多投资者

文 / 上海证券报记者 潘圣韬

从业内首家获批成立券商系资产管理子公司，到发行业内首只小额贷款资产证券化产品，再到首家获批券商公募基金业务资格、发行首只券商基金产品，东方证券资产管理有限公司在最近几年里，收获了国内券商资产管理界的数个第一，始终扮演着行业排头兵的角色。

不过在东方证券资产管理有限公司总经理陈光明看来，东方红资产管理能够始终引领行业的发展创新大潮，一方面源自整个团队的良好协作与不懈努力，另一方面也是因为对专业化的坚持。

2013年，东方红资产管理旗下主动管理的产品取得了令券商资管同行大为艳羡的成绩：截至2013年12月27日，包揽了251只集合产品业绩排名前十强中的五席，稳占半壁江山。其中，东方红5号以43.11%的收益率位列同类产品排名第一，而另一只明星产品东方红4号自2009年4月成立至今总回报为126.50%，为投资者创造了持续可观的收益。

对于过去一年取得的成绩，陈光明却显得平静和坦然。在他心目中，专业是立身之本，利用自己的专业能力为客户赚取收益本是份内之事。也正是执着于为更多更普通的客户提供理财服务，陈光明表示在新的一年里自己也会将更多的精力回归投资本身，对即将开启的券商公募大潮，他充满期待。

66

从战略上来讲，我们还是希望为更多的老百姓提供服务，所以公募这块会是我们未来业务发展的重点。与此同时，我们也希望包括集合业务、定向业务、资产证券化等私募业务，可以齐头并进。

99

“从战略上来讲，我们还是希望为更多的老百姓提供服务，所以公募这块会是我们未来业务发展的重点。与此同时，我们也希望包括集合业务、定向业务、资产证券化等私募业务，可以齐头并进。”陈光明说。

把脉2014年的A股大势，这位国内券商资管界的领军人表示谨慎乐观，“改革带来的增量值得看好，但旧经济模式带来的阵痛同样需要警惕。”但依托于扎实的行业研究和专业选股能力，对于在2014年的平衡市中继续取得不错的收益，陈光明显得很有信心。

专业是立身之本

资产管理是一个技术含量比较高的行业。在陈光明眼中，专业应该是资管人的立身之本。东方红资产管理在过去十几年中积累起来的专业化口碑，也是陈光明及其团队所引以为傲的。

“我们这几年可以走在（行业）前面，除了自身的努力，很大程度上也是因为我们的专业能力得到了主管部门的认可。”对于过往取得的成绩，陈光明保持着惯有的谦虚。

面临市场种类繁多的创新品种以及如火如荼的创新大潮，东方红资产管理在过去两年做了一些有意义的探索，但随着融资业务空间的收窄以及创新成本的抬升，陈光明表示，2014年公司业务重心将更专注于三大核心业务——权益类产品、固定收益类产品、资产证券化产品。



“前面十多年，我们很专注。当然，我们的专注也有无奈，比如业务处于试点阶段，被迫在一个小领域专注，但专注也是好事，耐得住寂寞，抵挡得住诱惑，我们不断加强投资研究领域的核心竞争力。”陈光明说。

他说，除了传统强项权益类投资外，固定收益类也是公司发展的重要方向之一，根据国际经验，资产管理公司固收类产品的占比都要高于权益类产品，另一大方向则是资产证券化，他认为这项业务未来的空间也会很大。

陈光明告诉记者，东方红资产管理的发展战略，是走一条“专业化、品牌化、低成本”的道路。

首先，专业是立身之本。他认为，如果没有专业，资产管理公司受到的外部冲击，如牌照的放开、互联网金融迅速发展等，会十分明显。同时，随着标准化产品越来越多，缺乏专业化技能的公司将更难以生存。

其次，品牌是加速器，也可以说是助推器，俗话说“酒香也怕巷子深”，有专业能力，没有品牌也无法实现快速发展。在陈光明看来，品牌不仅仅体现在业绩上，还包括良好的服务以及客户的信赖度。

66

作为国内首家成立的券商系资产管理公司，东方红资产管理在团队建设上卓有成效，人才梯队形成，2007年进入团队自主培养的一批员工正陆续成长为团队的中坚力量，为今后发展打下了一定的人才储备基础。

99

第三则是通过专业化、差异化实现低成本。有好的业绩、好的品牌，定价议价能力就会增强，通过强势的品牌和良好的客户服务来节省更多的成本，从而最大限度让利给客户。

作为国内首家成立的券商系资产管理公司，东方红资产管理在团队建设上卓有成效，人才梯队形成，2007年进入团队自主培养的一批员工正陆续成长为团队的中坚力量，为今后发展打下了一定的人才储备基础。

重点发展公募业务 服务更多投资者

“我们希望通过专业能力，为更多需要投资理财服务的投资者服务。”陈光明说。2013年12月30日，东方红资产管理首只公募产品——东方红新动力混合基金正式开始发行，这也是整个行业的首只券商基金产品，从而掀开了券商资管进入公募领域的序幕。

陈光明表示，未来公募业务将成为公司发展的一个重心，“从战略来讲，我们希望为更多的老百姓提供理财服务”。

据介绍，东方红资产管理在开展公募业务之前，主要业务分为三大类：在集合资产管理方面，截至2013年12月底已成功推出40余只东方红系列集合理财产品，涵盖权益、固定收益、量化投资、FOF和现金管理等多个领域，拥有

多个不同风险收益特征的产品线系列；在定向资产管理方面，管理着海洋之星和晋龙一号等多只定向产品；在资产证券化业务方面，推出了东证资管-阿里巴巴专项资产管理计划，并成功在交易所上市。

陈光明表示，考虑到人力成本和精力，在大力发展公募业务的背景下，未来私募业务会有选择性地展开，小集合、保险、社保、年金等会成为重点，同时将积极拓展个人和机构客户。

作为公募界的“新人”，此前一直是类私募操作方式的东方红资产管理，将为公募行业带来怎样的活力变化，亦或是冲击？

“财富管理是一个非常大的领域，投资人的投资理财需求也是多层次多方位，我们的加入将为投资人提供又一种投资理财的选择。”陈光明说。

他表示，进入公募领域后，公司一贯的发展思路不会有改变，但会按照相关监管要求和业务规范来开展工作。“如果一定要说变化，我想是追求绝对收益的理念，我们过去十多年一直从事券商资产管理业务，不管从集合产品设计、投资管理，还是考核机制等，追求绝对收益的理念已植根于团队机理，成为我们不可分割的一部分。”

他表示，虽然第一只券商基金产品还是和传统公募产品一样，收取固定管理费，但今后将在征得主管部门认可的情况下，尝试采取浮动管理费的模式。他甚至希望把类似业绩分成的方式带入公募基金行业。“从另一个角度说，这也是我们对于共同基金，提出的不同理解。”陈光明说。

关于公司管理资产规模是否会因为公募业务的开展而快速扩张的问题，陈光明明确表示，公司管理资产规模不会因为进入公募领域而迅速膨胀。因为，公司一直坚持聚焦战略，希望通过专业化、品牌化实现低成本，在这一路径下，规模并不是追求的目标，规模的扩张更多是水到渠成的事。

或许正是因为对于规模的良好控制以及对于质量的更高要求，据记者了解，东方红资产管理自成立以来实现了惊人的复合回报：1998年公司资产管理总部成立至今，整个资产加权平均复合回报率为19.5%；2005年出现集合理财至今，整个资产加权平均复合回报率更是高达27.5%。

“我们不追求规模，会适当控制发展速度。我们不能保证每年都在最前面，希望每年挣钱也不现实，但我们希望从长期角度看，能够给客户带来绝对收益。”陈光明说。事实上，2013年已有多只东方红系列产品暂停申购，主动控制管理资产规模。

创新立足两个方向 资产证券化有大空间

在陈光明心目中，优秀资产管理公司的主要核心驱动力，应是优异的业绩和卓越的创新精神的结合。

他表示，公司业务和产品创新的主要方向是服务实体经济、服务资本市场，同时产品优势可复制可持续。在服务实体经济方面，公司在推出东证资管-阿里巴巴专项计划后，未来将继续探索推出更多符合国家政策要求、服务中小企业的资产证券化产品，同时将围绕个股期权、优先股、新三板等创新工具，开发出符合客户投资理财需求的新产品。

此外，陈光明还强调，创新需要在风险可控前提下，围绕自己优势领域拓展，建立起自己在该领域的比较优势。事实上，近年来，东方红资产管理推出的定向增发、折价主题类产品正是在传统权益类优势上的延伸。

“服务实体经济的方方面面我们更愿意去做一点事情，那是真正有意义的。”陈光明说。他表示，目前东证资管-阿里巴巴专项计划优先级已在交易所挂牌上市，未来将考虑做市，提供更多的流动性，降低发行成本，让利给客户。

看好改革增量 防范“阵痛”

关于2014年的投资方向，陈光明直言，我们非常看好改革，现在来看，很多领域都是超预期的，但也需要警惕旧经济模式带来的“阵痛”，这在最近市场中已经有所反应了。

他表示，改革带来的增量值得看好，但旧经济模式带来的“阵痛”同样需要警惕。从宏观经济运行的角度看，如果之前是风险的积累期，那么今后一两年可能是风险的暴露期，在这一背景下，要警惕旧经济带来的风险，比如说高利率、坏账率的上升、僵尸企业的大量存在、过剩产能的长期积压等等，这些因素将对市场形成较大压力。

基于此判断，陈光明认为，2014年的大盘依然会呈现结构性机会，不看好大牛市的出现，大概率将保持2013年这样的结构性行情。

在板块方面，他表示，改革带来的增量值得期待，比如要素价格改革、土地改革、国企改革等，此外，在环保、新能源、产业升级、消费升级等方面也孕育着投资机会，预计2014年市场将存在结构性投资机会，重点还是看基本面和估值，精选个股，寻找安全边际高、有壁垒的公司。





哪些才是美国共同基金成功的关键因素？是排名靠前的业绩？创新的产品还是很广的分销渠道？都不是，而是机构本身的结构。未来十年，成功的基金公司应该具备以下两个特征：专注于资产管理，由专业人士进行管理。

所谓专注（dedicated）型资产管理公司是指业务收入的大部分来源于投资管理。

让我们来看看 1990 年、2000 年、2010 年这三个时间点排名前 25 的基金公司的情况，其中，2010 年排名前十的公司中有 8 家是“专注型”基金公司；前 25 名中则有 14 家。从趋势来看，专注型公司所占市场份额处于增长态势，1990 年排名前十的基金公司中专注型公司占比为 32.4%；2010 年这一比例升至 47.5%。

与此相对应，多元化资产管理公司（主营业务收入一半以上来自投资管理以外业务），一般涉足券商、零售银行、投行、保险、年金等等。这一过程中具体发生了什么？为什么他们的宏伟目标没有实现？

提到多元化公司的发展历程，不得不提“并购”，并购的起落与股市走势密切相关，具体可分为三个阶段：1993-2001，银行和保险公司成为收购的绝对主力；2002-2006，更多是多元化公司将基金业务卖给专注型基金公司；2007-2010，信贷危机使得多元公司纷纷将基金管理业务剥离。

专注 成就优秀资产管理公司

编译 / 《东方红悦读》编辑部





第一阶段（1993-2001，银行和保险公司成为收购的绝对主力）1993年，梅隆银行（现BNY Mellon）率先破冰，买入Dreyfus基金，很快被众银行保险机构效仿。当时最大的一桩为德银买下Zurich Scudder（当时欧洲占到所有此类交易额的四分之一）。美国本土各家券商也摩拳擦掌壮大自营业，Morgan Stanley先后买下Van Kampen, Anderson&Sherrerd。同期专注型基金公司通过并购途径发展并不多见，其中，比较引人注意的是Invesco买入AIM，或者他们的扩张目的更加明确，比如Alliance买入Sanford C. Bernstein就是希望加强个人高端理财业务。

第二个阶段（2002-2006，更多是多元化公司将基金业务卖给专注型基金公司）股市下跌，多元化公司扩张兴趣锐减，专注型基金公司开始发力，此时交易多是后者从前者手中得到经过战略调整后“舍弃”的基金业务，例如BlackRock从美林手中拿下大部分自营基金业务。Salomon Smith Barney与Legg Mason达成互换协议，前者取得了后者手中的券商业务，而Legg Mason由此转型为专注型买方。

第三个阶段（2007-2010，信贷危机使得多元公司纷纷将基金管理业务剥离）信贷危机后，出于融资需要，多元化公司只能将盈利尚

好的基金业务先出售，AIG、美国银行、巴克莱、LincolnInsurance都是这种情况。换句话说，到了今天，并购形势与第一波基本逆转。现在，在顶尖共同基金中已少见多元化公司的身影，银行系算是相对比较不错的，J.P. Morgan和BNY Mellon主要得益于为机构服务的货币市场基金，这样充分发挥托管和交易的长处。

“金融大超市”的概念为什么失败了呢？主要有四方面原因：第一，基金销售体现的是开放的竞争格局。当初在买入某一品牌基金时，多元化公司的确花了大价钱，且希望能将其与自家产品一同打包销售，但事实是高端客户在意的是基金本身，而不是渠道，监管规定也限制类似有明显有激励嫌疑的销售行为。此外，互联网的普及等等也降低了投资者对基金“忠诚度”。

第二，交叉销售“没那么简单”。富达的教训值得借鉴，当时富达开发信用卡业务，旨在出售给基金用户。但一方面老用户都是按时还款，利息收入很难实现，另一方面老用户又很反感信用卡年费做法，最终富达不得不将该业务出售给一家商业银行。此外，就算客户群存在交叉，掌握所有牌照的销售人才也不好找。

第三，人的因素。投资人才一般都希望在一个小的环境伸展拳脚，多元化公司各种预算审批和无处不在的人力资源会令其不爽。如果业绩做得好，大公司会心甘情愿给投资经理比总裁还高的薪酬么？类似股份的激励能通过公司那道关么？所有者（ownership）身份对投资专业人士而言非常重要，Affiliated Managers Group，被称为最成功典范之一，就是在买入任何公司股份时，公司只占到50-71%，其余投资算作基金经理“激励”。对多元化公司不满意的人才自然会离职，甚至会自立门户，只要10万元的启动资金，分销和行政可以外包，当然最重要的是他们必须具备自己的品牌效应。

三巨头（富达、先锋、Capital）体现出哪些共同优势呢？

首先，专注。虽然富达和先锋同时涉足record-keeping退休金计划，零售券商等业务，但主业从未改变。

66

推荐Public-Private Model。25家最优秀基金公司中，有8家上市，其中，4家情况如下：Federated采取的是dual（双重）股权结构，由创办者和公司高管行使所有投票权。

99



其次，平行管理结构。CEO和专门负责投资的员工中间“没那么多层”。Capital甚至规定所有办公室必须一样大小，包括总裁和主席在内的所有人必须“管钱”，所有领导只要涉及基金的决策必须首先听取一线重要投资岗位的意见。

再次，三家公司的薪酬体系“务实”，除市场化薪酬水平外，推荐“牛股”的研究员奖金可以比基金经理高。

最后，三家公司都是私人持有，因此不必面对公众股东短期定期的业绩压力。三家公司创立人家族控股，或基金股东控股，或合伙制。但这样做其实也有弊端，比如由于没有上市交易，难以评价员工手中的股价。富达和Capital使用的是非常复杂的公式，先锋采取的是以基金业绩为基准评估年终奖中的股价。同时也产生后续问题，例如管理层交接时，只能由公司出面，从“老领导”手里买了股份再卖给“新领导”。融资问题也是这类公司在并购时常会遇到的问题，所以少见其大手笔收购。

鉴于此，推荐Public-Private Model。25家最优秀基金公司中，有8家上市，其中，4家情况如下：Federated采取的是dual（双重）股权结构，由创办者和公司高管行使所有投票权。T.Rowe Price大部分股票持有人是公司现任和离任员工。Franklin Templeton三分之一的股份掌握在创始人家族和高管手中。PNC，美国银行和巴克莱银行等三家先后被BlackRock并购的机构虽然在董事会有席位，但未经管理层允许不得追加股份。

所有这些形式可以使管理层和员工方便套现，同时为并购提供弹药。例如Franklin Templeton最近几次成功收购“互补性”业务（Fiduciary Trust），为发展高端业务打下基础。BlackRock作为一家债券起家的公司，上市后大踏步向股票业务进军，2005年收购State Street研究后，2009年还拿下了巴克莱的ETF业务。当然上市也不是没有“弊端”，比如定期业绩压力会“干扰”长期投资框架，受到Sarbanes-Oxley法案监管等等。但事实证明，这些“代价”是值得的，混合型（hybrid）股权结构降低成本，不过优势叠加的前提是管理层掌握大局。

The Capital 的 管理之道

编译 / 《东方红 悦读》编辑部



The Capital (资本国际, 以下简称公司) 是全球最大的投资管理机构之一, 管理资产超过 1 万亿美元, 旗下有 Capital Research and Management, American Funds, Capital Bank and Trust, Capital Guardian, 以及 Capital International。

公司是拥有全球数量最多, 最有才华, 最有动力的知识工作者的机构之一。

各项值得学习的管理做法

从招聘开始全员出动且投入大量精力; 每一位员工通过定期的评估 - 反馈 - 辅导, 不管在公司多久, 都能持续不断了解自己, 取得进步; 公司的架构和组织因人而变, 每个人都能尽量找到自己兴趣与岗位的结合点; 客观永远是第一位, 一切有可能令个人和团体感到别扭的阶级印迹全部被消除; 办公环境, 各项待遇等物理建设与心理建设之后, 同事之间注重的是信任与分享。

公司的招聘过程堪称令人难忘。公司为每一位应聘者安排 15 至 20 人次的面试, 要持续整整 2 天。每位参与的员工从各自不同角度考量应聘者是否具备成功投资的能力。当然一方面牵扯如此多现任员工, 需要防止陷入集体决策的误区, 不能为了一致预期把真正的天才拒之门外, 另一方面这样做的确最大程度给应聘者提供了解公司的机会, 要知道双方互相了解确认“合适”才是保证招聘效果的最

重要部分。的确有些应聘者会渐入佳境, 并很快适应入职后的培训计划, 有些应聘者干脆承受不了如此漫长的过程中途放弃。

衡量任何此类专业化组织成长, 不应该是看名列前茅的业绩和管理资产规模的增加, 而是能否持续吸引一流人才并帮助他们很好地融入 (提供业绩 + 为客户服务)。

公司会提醒每一位新晋员工“你要尽快找到最适合自己的岗位, 我们会提供足够的灵活机制, 因为其他人会认为你做的事情已经是你最擅长的方面, 会不断给你更多的工作量”。

于是每一位员工, 哪怕再普通的岗位, 都会尽力找到自己的与众不同之处, 并发挥至最大, 于是公司的平均流动率是令人难以置信的 2% (大部分还是因为退休)。

公司采用的是研究员终身制, 即不是每一位研究员都一定要转换到基金经理的岗位才算晋升和发展, 每一条路都由个人选择, 研究员认为自己准备好的时候, 可以兼任投资顾问, 研究员序列中的资深研究员不仅薪酬与基金经理没有差别, 而且地位也相当。

事实上, 公司高层管理者中就有一位非执行董事背景为资深行业研究员。他的职业发展道路自然而然对年轻研究员会产生深远影响。

66

公司会提醒每一位新晋员工“你要尽快找到最适合自己的岗位, 我们会提供足够的灵活机制, 因为其他人会认为你做的事情已经是你最擅长的方面, 会不断给你更多的工作量”。

99

这项制度可以说是公司的一项创举并逐渐发展为难以复制的优势, 其实不难理解: 一名行业研究员要区分大趋势和小浪花, 挖掘被市场忽略的长期价值, 拓展业内广泛的人脉关系, 得到每一位重量级上市公司高管的认可甚至欣赏, 或许需要十年以上的时间。这样对行业的深刻理解不仅更容易得到基金经理的信任, 也真正能够使公司的所有组合获益。可惜很多公司并没有给他们这样的机会。

公司内部就有这样一位从业经历达 30 年行业研究员: 医药研究员 Pilala。

他常常“逼自己”对覆盖的近 20 家全球医药公司的产品和市场开发了解程度不仅要超过市场人士, 而且要超越几乎所有人。他的杀手锏是所覆盖医药公司所有产品逐一的模型, 并通过模型总结出一些经验, 比如运用杠杆, 5% 的销售增长对利润能带来多少贡献; 再比如一个 10 亿美元的新产品远比 5 个 2 亿美元的新产品带来更多利润; 主打产品要想提高利润, 必须足够简单, 便于销售和广告信息传达, 以及后续研发。

Pilala 认为研究员的工作有两个层面, 一是尽可能远地去预测未来, 越是偏离一致预期, 才能赚得越多; 二是不把这当做一份工作, 而是当成一项使命, 目的就是了解当前公司的业绩表现与我们所预测的未来哪些一致, 哪些不一致。组合经理会更关注眼前的表现, 而其实投资成功与否取决于对那个遥远未来的判断是否准确。

Pilala 就曾经先后为公司发掘了史克, 葛兰素史克, 默克等公司, 准确成功预测了各家销售收入世界第一的药品, 帮助公司远早于竞争对手成为第一大股东, 并在关键时刻判断出公司走衰的拐点 (后续跟进药品无法延续辉煌), 每一次及时脱身 (市场还沉浸在成功的幻觉中)。默克公司诚邀他参加公司内部的战略规划会议, CEO 搂着他的肩向同事介绍, “你们一定要听他怎么说, 他对公司的了解比我们多得多”。

资深研究员能带来什么?

Crawford 是一位有 30 年以上从业经验的行业研究员, 业内的高管们经常会向他询问机构投资者的想法, 并尊重他客观的为公司和股东长期利益着想的意见。过几十年精心经营, Crawford 与全球最重要的媒体高官们建立了可以直接称呼“Ted”“Rupert”的交情。

Crawford 常说研究员要学会沟通, 不仅对上市公司, 同时在公司内部也应该发挥优势。Crawford 作为媒体通, 一直觉得有必要持续不断地提高公司内部投资顾问对这个行业的理解水平。于是他不仅在内部组织两个小时左右的论坛, 还会花两天时间邀请包括默多克在内的业内大佬同公司投研人员探讨行业, 这些大佬被要求每个人花两个小时的时间讲解公司的业绩表现, 战略部署, 当然还要接受 Capital 投研人员的提问。

作为内部媒体研究团队的年度活动, 每年 Crawford 都会组织小组成员 (20 多名研究员和投资顾问) 与业内人士探讨, 基本省略掉常规演讲环节, 全部是问答形式。不仅媒体小组, 很多团队都有这样的传统。

为了鼓励兴趣和责任有重合的研究员之间分享信息, 公司成立了很多小组, 比如 20 名来自各地的 IT 研究员会通过电话会议讨论欧洲科技行业的方方面面, 又比如通过分享墨西哥公司的调研信息, 研究员们第一时间得到全球通信行业增长放缓的信号, 这样的见解通常能数月领先股价反应。如果把好的想法, 特别是直接或间接与投资相关的想法, 包括基金公司同时面临的销售, 客户关系等, 比作一个市场的话, 那么这个市场一定不是免费的, 内部降低成本的办法就是发现有效的沟通方式后, 放大音量, 将其制度化使效果最大化, 同时奖励执行有力的个人和团队。

资本国际公司实行的是扁平化管理模式, 普通员工也会有直接决策责任, 整个公司的管理由 5 个委员会负责, 共有几百人参与。五个委员会分别是战略规划、执行、公募基金业务、全球机构客户业务以及金融委员会。

成功的公司一定会将成功的决策者从数据中解脱出来，而且想尽办法“控制”流进公司的信息。一句话，要让那些研究为自己服务，而不是反过来。



只有金融委员会是长期存在的“权力机构”，其他机构由众多资深员工参加，每周开会，了解业务开展动态，员工发展需要解决的问题等等。所以就出现了一个很有趣的现象，如果你问谁在管事，得到的答案是“你问的是哪类事情，因为管理不是一个人的事，而是一个类似日本人做事的协商过程”。如果你拿着一个问题请咨询 Lovelace 的意见，他会向你推荐“这件事你应该问问 A、B、C 的意见，同时不要忽略 D、E、F 的影响力”。为了方便同事直接了解沟通，公司对任何团队人数有明确限制，不能超过 30 人（考虑到这是一家全球公司）。

公司刻意低调也符合其倡导的团队合作，及尽量保持客观投资心态。Capital 不支持“明星”，所有人进公司之前就很清楚这一点，或者发现不适合后会主动选择离开。

曾经有一家顶级杂志想刊登关于公司的封面文章，被告知“我们不希望您推荐我们的基金，一切‘火’的事情都跟我们没有关系”。公司甚至拒绝物业在楼上悬挂公司标志。

办公环境潜移默化地给员工心理带来正面或者负面的影响，为了与强调客观的投资逻辑，以及扁平化组织结构相匹配，一切象征地位的因素都尽可能去掉，甚至包括全球各地的办公室陈设保持一致，墙上挂过内部委员会选出的抽象、现代、有些保守的画，所有角落都不设领导专用办公室，保证每一个位置的员工都能接收到自然光线照射。

公司最突出的能力是在很多业务决策上说“不”。比如在高收益债券最火的时候，考虑到券商一家独大的情况，没有参与；比如零售基金的投资者对新兴市场热情高涨的时候，没有参与；比如 80 年代中期其他公募基金猛发 Government Plus 债券的时候，没有参与（后来这个行业投资失败，投资者损失惨重）；比如不追随其他同行采取后端收费的模式，不追随同行的做法，不屈服于内部压力（讨

论战略过程往往伴随着或者酝酿着非做不可的气势），不去忽略大家都不肯承认的风险，这些才是真正决定一家公司长期成功的要素。

公司的管理理念是，用“行”和“不行”，根本反映不出问题的复杂性，也不可能最好的答案。真正的好答案应该是分析评估数据后，逐渐加深理解，找到甚至一开始并没有出现过的答案。但是“不”很容易走向过于保守和创新不够。

公司把所有的创新都用在有利于公司长远发展的努力上，例如建立了独立的基金销售渠道 American Funds Distributors，使自己的投资理念与客户关系达到更好的融合，为持续发展提供资金保障。

创始人 Lovelace 的管理之道

Lovelace 毕业于普林斯顿大学的心理专业，所以深得 PET 理论精髓。在公司长达 80 年历史中，Lovelace 及其继任者管理最大特点是无论对待个人，团队，还是整个机构，都以实验的角度，逐一解决问题。例如员工认为 title 真不那么重要，是因为每过一段时间组织架构必会经历变化，title 也会随之改变。

Lovelace 从不倡导商学院般寻求快速果断行动方案，而是始终保持开放的心态，在解决问题的过程中寻找长期有利于机构利益的解决方案。八十年代，Lovelace 决定是时候提倡内部分享信息和投资理念。

当时的一位重量级组合经理 Schow，在之前的分散化管理中持绝对支持意见，也建立了自己非常高效的投资团队，但现在让他在公司内部分享投资想法，他的顾虑很明显，1981 年和 1982 年，Schow 的团队较早做空能源，投资业绩非常出色，如果在内部分享自己的观点，万一引来追随者势必影响自己的业绩，于是他坚决反对 Lovelace 倡导的分享理念。

两位共事了整整 27 年的公司巨头，就这样爆发了严重的矛盾冲突。基于两个人的私交，双方都理解对方在这个问题上的用心良苦。Lovelace 一如既往地不可能强势处理矛盾冲突，他花了一年的时间想各种解决方案，希望能够让双方都感到满意，Schow 在看到解决无望后，开始默默地需求替代方案——独立出去。

就这样双方僵持了一年，甚至已经对下面的员工产生影响，于是在一次家庭婚宴上，Schow 先打破僵局：“你想到解决方法了么，或者快想出来了”，Lovelace 只能实话实说“我希望回答是，但可惜没有，希望你有足够的耐心，你不赶时间吧”Schow 回答：“如果是这种情况，那我不等了，因为我们都不知道等下去的结果”。两人沉默。有的时候没有解决方案也是一种解决方案。一周后，Schow 离开成立了自己的基金 PRIMECAP，后来也非常成功，而 Lovelace 则继续降低阻碍地推行自己的知识分享计划，并着力打造不过度依赖任何个人的 Capital 新时代。

说到内部知识管理与分享，公司内部信息传播靠三份“报纸”，汇总各地研究员的调研信息，一份针对美国，一份全球，还有一份叫做 Capital Ideas 介绍各类有意思的话题，全部通过 LotusNotes 传播。

电话会议是最主要的口头沟通渠道。有些是预先计划，有些是临时起意。比如推荐评级的变化，比如组织有关亚洲或新兴市场的集中讨论。这些讨论一定是真正互动形式进行，而且据说如果“盲听”基本分辨不出年轻研究员和资深基金经理（谁占据主动）。鉴于 Capital 召开内部电话视频会议过于频繁，服务提供商 AT&T 索性为其改变分钟收费的模式，改为一口价，然后 24 小时开通。

有些事情从反面想更能说明问题。

对绝大多数投资机构而言，制约其发展的，不是外部因素，而是内部，再具体点，沟通有问题。

有个很有意思的例子，德国二战初期有一种 U-boat 舰队所向披靡，后来英美海军都宣称是自己打败了德国舰队，其实真是德国人自己把自己搞败的。原来该舰队所有命令都必须由柏林发出，起初四五十只还好，后来舰队规模扩大十倍，数据处理不过来，决策自然就跟不上了。

投资管理公司何尝不是如此呢，本来数据就已经令人无法思考了，每年华尔街等卖方还要花费数十亿美元为基金经理提供“超额数据”。

成功的公司一定会将成功的决策者从数据中解脱出来，而且想尽办

法“控制”流进公司的信息。一句话，要让那些研究为自己服务，而不是反过来。

说到内部沟通的问题，危机经常出现在人员大幅增加的时期，如果说人是按算术增长，那么人与人之间的关系就是呈几何增长。相关决策，也会由客观，实事求是，很快向社交化和政治化演变。做决策的时间总是不够用，大部分精力都用来“谈话”了，很多决策也缺乏一对一的责任方。人类历史上最伟大的机构——天主教，从上帝到普通教友，沟通起来也不过四个层级，这才是模范的内部沟通体系。

有人说 Capital 在业内的名声“不怎么好”：内部研究实力太强，组织架构完全不一样，还那么低调。只有公司高层坚定地认为，“文化是我们唯一的竞争优势”。

公司从 1958 年开始推行 Multiple Portfolio Counselor System 多位基金经理共同管理的制度，同时由研究员直接买卖自己行业股票作为组合一部分（一般 20% 左右）。

每个组合会有一名主要基金经理及一个投委会，负责监督组合是否按照既定目标操作，以及整个组合的风险。这样的制度安排充分发挥个人的经验和积极性，更有利于组合的延续发展——资金流入明显时，只要加入新的基金经理即可；其中一位离职时，交接也会更加顺畅。“研究组合”并不是作为研究的练兵场，而是鼓励扎实深入的研究，将组合作为研究员与基金经理沟通媒介，使公司各个组合都能够真正分享资深研究员数十年的研究成果。

这就是公司一直致力于打造松紧有度的开放式的投资决策过程：松，是指每个投资顾问和研究员都有权做出自己的投资决策，但这样的自由在一定的限制之下，即交易必须集中控制，投资结果经过不断评估汇报，且与薪酬直接挂钩。



看 Vanguard 如何实现低成本

编译 / 《东方红 悦读》编辑部

先锋集团的创始人博格一直反复强调公司与员工相互忠诚的必要性。

他曾在一次演讲中提到，他要求公司尊重每一位员工，让他们能充分参与创新，合理规划职业发展路径，并为他们提供充满吸引力的工作环境、有效沟通的渠道以及合理的报酬。

先锋集团成立于 1975 年 5 月 1 日，截至 2013 年 9 月 30 日，公司管理资产逾 2 万亿美元，旗下拥有 160 多只基金（美国境内）及 80 余只基金（境外市场），员工约为 1 万 4 千人。

与其他公司相似，先锋在快速发展初期并没有给员工带来多少个人财富（若换做一家开放式的股份制公司，员工可得到股票期权等形式的薪酬奖励）。尽管博格在公司实现每一个里程碑目标时都会给员工灌输低成本费率的重要性，并重申先锋的目标是成为整个共同基金行业成本最低的管理人，但员工已开始把这一战略与自己少的可怜的薪水联系起来。

为了防止不满情绪滋长，以免公司在人才“军备竞赛”中处于不利地位，博格在 1983 年为高管制定了一项年度分红方案，希望

以这种类似股份参与的方式激励大家一同取得成功。这就是先锋的合作伙伴计划。该方案与公司资产增长率及保持业内最低成本费率的能力挂钩。1984 年博格把面向高管收入的方案推广至全公司，让每一个员工都能受益。

多数公司的奖金都是从利润中扣除，但先锋是以成本价格经营的企业，公司并不会产生利润。由于先锋的低成本服务，股东不需要向管理公司支付高额的费用，所以先锋把为股东节省下来的经营费用视为公司利润。“利润”根据公司与竞争对手的服务费率之差计算，再从总利润中划拨一定的比例给合作伙伴计划，然后比对其他相似策略共同基金的回报，来调整合作伙伴计划中的奖金。

随着成本水平不断降低，资产规模逐渐增长，先锋每年都会产生巨额的利润。比如，2009 年公司为股东的服务成本费率为 20 个基点，而相比之下整个共同基金行业的服务成本为 119 个基点，用 99 个基点乘以当时 1.34 万亿美元的平均资产，先锋为股东赢得利润高达 133 亿美元（如果按加权值计算会有所下降，但依然可观）。

66

哪怕一只基金业绩再不好，只要成本够低，参与合作伙伴的人也能拿很高奖金（是公司的大功臣）。难怪有些投资者会说，“我在乎的是他们到底有没有为我管钱”。

99

由于成本是以经营费用在总资产中所占的百分比来计算（2009 年有传言称先锋改变了奖金的计算方法，但始终没有官方说法），很明显，管理资产规模越大，固定成本分摊基数就越大，公司在费用方面为股东节省的“利润”就越多。于是，整个伙伴计划中的奖金额就具有了雪球效应：1985 年，员工奖金为 50 万，1987 年为 180 万，1989 年为 390 万，1991 年为 800 万，1993 年达到了 1600 万。

2012 年先锋公司内部系统宣布 2011 年合作伙伴计划的分红同比将提高 10%，其中 90% 将分给高管，而普通员工最多可得基础薪酬的 30%。据估算从 1984 年推行至今，合作伙伴计划的年复合增长率为 14%，高于旗下最受欢迎旗舰基金先锋 500 的 10.2% 投资回报。可以理解，从制度受欢迎的角度讲，合作伙伴计划在内部受欢迎程度远高于外部。

不难想象，这项制度背后的合理性以及执行情况公开的透明度，都让博格和先锋高管惹上了不少“官司”。

最经典的是，1992 年福布斯的一篇文章称，博格 1991 年的个人收入估算达 260 万美元，尽管文章强调了博格的收入在业内实在算不了什么，而且还起名“事事先锋，薪酬不行”，但博格认为既然自己到处宣称低成本经营，260 万的高收入普通投资者会怎么想！

直到 2006 年博格才公开承认当年的估算基本正确，他那时年薪 20 万，奖金 30 万，合作伙伴计划为公司创造的利润分红 200 万，同时透露此后他的公司和奖金以 7% 的速度增长。

90 年代初他向先锋退还了 40% 的合作伙伴分红。由于公司既不是上市公司，也不符合免税类非盈利组织标准，所以管理层薪酬不必公开，对基金股东来说，唯一检验公司经营效率的标准只有一个，即以资产百分比形式表现的费率水平。可谁又能保证一家管理规模达到 1.4 亿美元的公司已经无法进一步提高运营效率呢？

合作伙伴计划对先锋公司产生了深远影响，调动员工节约成本的积极性方面无需多言，有一些质疑者也指出对基金股东而言，成本是降低了，但风险不一定降低：哪怕一只基金业绩再不好，只要成本够低，参与合作伙伴的人也能拿很高奖金（是公司的大功臣）。难怪有些投资者会说，“我在乎的是他们到底有没有为我管钱”。解决办法是取得平衡，更多地强调超越业绩基准的重要性。跑输基准，该关闭基金就关闭，该取消奖金就取消。

博格很喜欢在媒体上露脸。他每次不仅（站在记者的角度）充当“反派”帮助吸引眼球，也着实培养了一批媒体行业的粉丝，而且间接帮助先锋省下了每年数百上千万的营销费用。1991 年先锋的广告投入是 600 万，富达是 5000 万；1995 年富达预算已经增至 1 亿，而先锋，还是 600 万。与媒体的关系俨然成为博格商业策略的一部分。他曾经幽默地总结道，“不是有句老话叫‘怕热别当厨子’，要是怕负面新闻报道，我们就不用干基金这一行了。”



休养生息 低仓观望

文 / 东方红资产管理 高义博士



一季度行情经历了冲高回落的过程，行情走势趋弱的原因是：去年以来成长股涨幅较大，存在一定幅度技术性调整的必要性；经济加速回落，债务违约时有显现，市场对系统性风险有所担忧，“防守”思维开始抬头；政策显示出“稳增长”意图，市场有搏“政策行情”的意愿。

预计二季度市场环境仍难以明显改观，一是经济继续疲弱，稳增长政策力度有限；二是流动性边际改善幅度可能下降；三是市场风险偏好趋于谨慎。

二季度市场存在一定风险，一方面成长股的调整可能还未结束，另一方面稳增长政策力度有限，蓝筹股回升空间较小，可能存在

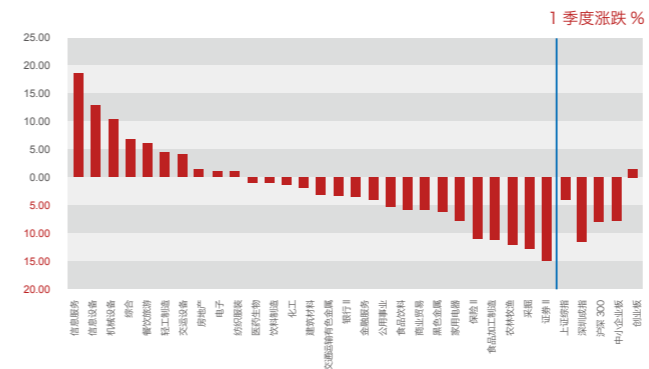
相对投资收益，而绝对投资收益有限。我们相对看好国企改革、证券行业改革相关板块，以及景气较高的苹果产业链、LED封装和应用等行业。

长期看，转型升级仍是方向，建议继续围绕消费升级（衣食住行医和娱乐）、产业升级（高端装备）、新兴产业（互联网、新能源、环保等）等进行自下而上的挖掘，长期配置。

风险因素：房地产市场低迷 流动性紧张

行情回顾： 成长股冲高回落，蓝筹股走势趋弱

一季度行情经历了冲高回落的过程，2月中下旬是一个分界点。成长股在上半季度表现相对较好，创业板指数涨幅一度接近20%，但3月以来调整幅度较大，使得一季度只上涨了2%。成长股的调整在2月中下旬已经有一定迹象：一是去年四季度，白马龙头个股歌尔声学、华谊兄弟、海康威视等早已经开始调整；二是网宿科技、乐视网等新龙头在2月中下旬开始走软，对利好没有反映；三是“鸡犬升天”、“概念主题”盛行现象非常明显；四是白酒、地产等超跌板块开始反弹，显示出市场的“防守”思维。另外，海外成长股，如nasdaq指数在3月初以来也开始有所调整，典型代表如美股的facebook、亚马逊、特斯拉以及主要中概股都加速回落。



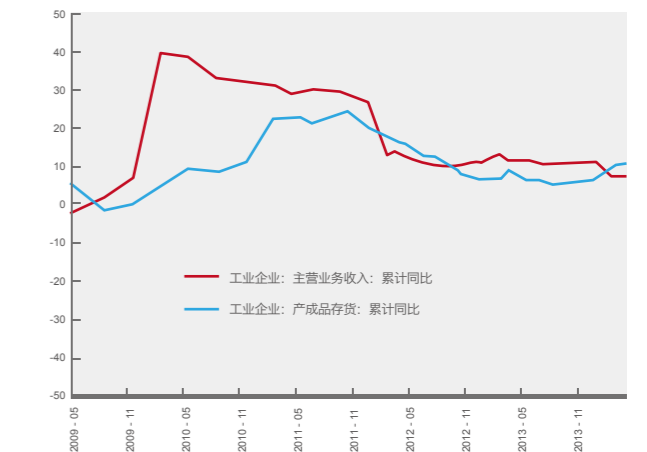
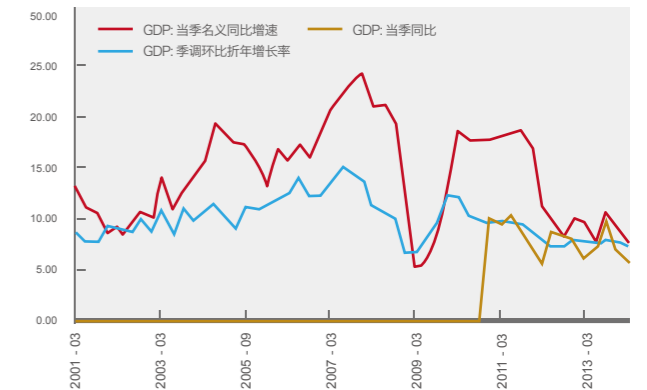
蓝筹股表现也不尽如人意，沪深300指数下跌接近8%，基本没有像样的上涨，其中表现较差的行业包括证券保险、采掘、农林牧渔、食品、家电等。我们认为一季度行情走势趋弱的原因是：（1）去年以来成长股涨幅较大，存在一定幅度技术性调整的必要性，市场炒完一遍各种概念后，再度追涨意愿不高；（2）国内经济在一季度加速回落，债务违约时有显现，市场对系统性风险有所担忧，“防守”思维开始抬头；（3）政策显示出“稳增长”意图，市场有搏“政策行情”的意愿，主要以地产、京津冀为代表。

市场环境前瞻

二季度市场环境仍难以明显改观，一是经济继续疲弱，稳增长政策力度有限；二是流动性边际改善幅度可能下降；三是市场风险偏好趋于谨慎。

经济增长：经济加速回落超预期

一季度经济加速回落，超出市场预期：第一，当季GDP上涨7.4%，比上季度下滑0.3个百分点，已低于7.5%的政府目标区间的上限，GDP季调环比折年增长率仅有5.7%，是统计局公布该数据以来的最低值，估计仅比2008年略高；第二，工业生产明显回落，工业增速比去年底下降1个百分点，工业企业主营业务收入下降，而产成品库存却在累积；第三，经济增长三驾马车动力不足，其中消费增速下降1.4个百分点，出口增速在高基数因素下今年出现负增长，投资增速下降2个百分点（基建投资在3月份略有回升，但房地产投资增速却逐月下降，尤其是3月份比2月份大幅回落2.5个百分点）；第四，主要工业品价格大幅下跌，反映经济疲弱状态。例如PMI原材料购进价格指数从去年12月的52.6%连续下跌至3月份的44.4%，下降了8.2个百分点；PPI连续三个月环比均为负值，且幅度还在继续扩大，显示工业行业在继续去库存的状态。



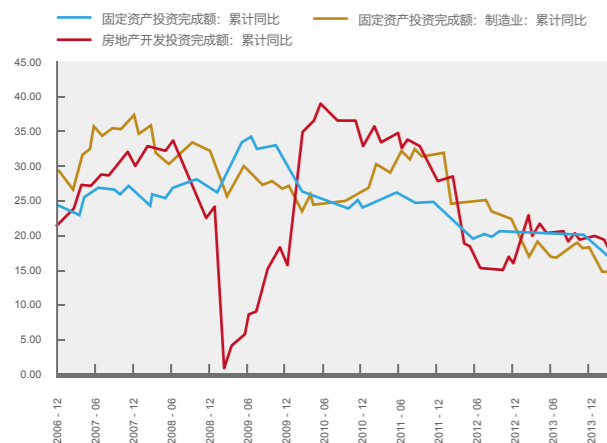
我们认为，目前的“稳增长”始终只是一种“促改革”的工具，等到经济有再度回升到7.5%以上的趋势时，“增长”又将让位于“改革”。在“稳”的思路下，产能过剩、结构调整的时间将再度延长，经济无法系统性出清，GDP也将再度失去弹性。



在经济下滑背景下，3月底4月初，政府适时出台了部分稳增长措施，主要是加快部分重点投资项目建设；大力发展现代农业；创新政策性投融资机制，支持保障房建设特别是棚户区改造；加快中西部铁路、公路、水利等基础设施建设；放宽市场准入，鼓励新兴业态发展等。

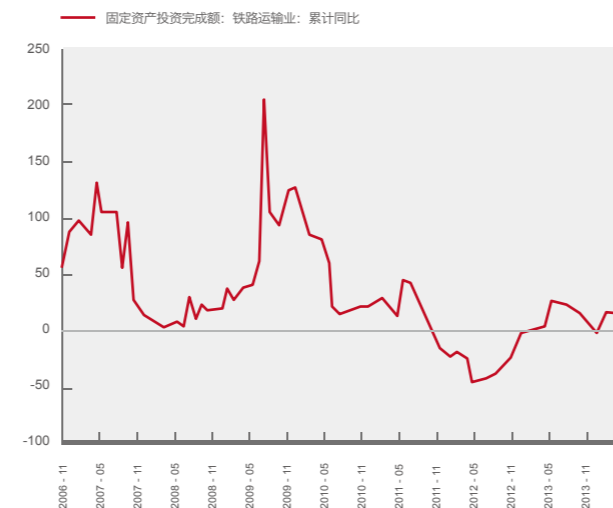
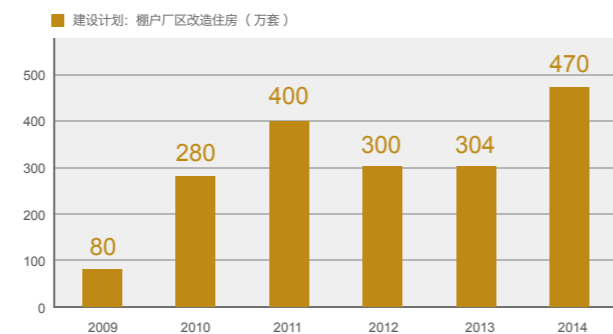
但在经济转型压力和债务约束背景下，预计稳增长对经济的推动作用有限。

例如基建投资中的棚户区改造项目，资金来源主要是中央政府和地方政府划拨、银行贷款、企业发债、平台融资及引入民间投资等。根据社科院等研究结果，中央、地方财政投入约占辽宁棚户区改造总投入的30%，据此推算2014年中央计划改造的470万套棚户区（较2013年大增55%）需要总投资约1万亿元。资金缺口主要依靠中央政府推动国家开发银行成立专门机构，实行单独核算，采取市场化方式发行住宅金融专项债券，向邮储等金融机构和其他投资者筹资，鼓励商业银行、社保基金、保险机构等



积极参与，重点用于支持棚改及城市基础设施等相关工程建设。但考虑到2014年约50万亿的固定资产投资额，棚户区1万多亿的投资最多能提高1-2个百分点的投资增速，对整体GDP增长的贡献有限。

另一项重要的基建投资是中西部铁路建设，但刺激力度也有限。近几年铁路投资增速偏低，主要困难也是资金问题。当前铁路总公司资产负债率达到63%，通过银行借款和发行债券筹资的难度加大；而铁路项目投资量大、回报周期长，运营效果不佳压制了民间资本的进入热情。2014年全年将投产新线6600公里以



上，参照去年情况，资金需求在7500亿元左右，超过铁路总公司6300亿元的投资安排，资金缺口较大。2013年8月19日，国务院在《国务院关于改革铁路投融资体制加快推进铁路建设的意见》中就强调了设立铁路发展基金的重要性；相较来看，本次国务院会议的表态明确了铁路发展基金的规模（每年2000-3000亿元），意味着铁路投融资体制改革迈出了实质性步伐；而对其定位为“有中央政府背景由政府性投融资平台”，将增加其对具有长期配置需求的资金的吸引力。在铁路运价放开之后，如果铁路发展基金能顺利发展起来，则铁路投资尚能维持每年7000-8000亿元的规模和7-8个百分点的增速，短期内对整个固定资产投资的提振作用要小于棚户区改造。

更重要的是，即使基建投资逆周期有所增加，但在房地产投资开始向下回落的拉动下，经济也很难得到系统性回升。从去年9月以后，百城住宅价格指数中环比下跌的城市数已逐月增加，而商品房销售面积和新屋开工面积同比增速在今年以来都明显下滑，即使数据有一定缺陷，投资者也都能明显感受到房地产市场降温的趋势。

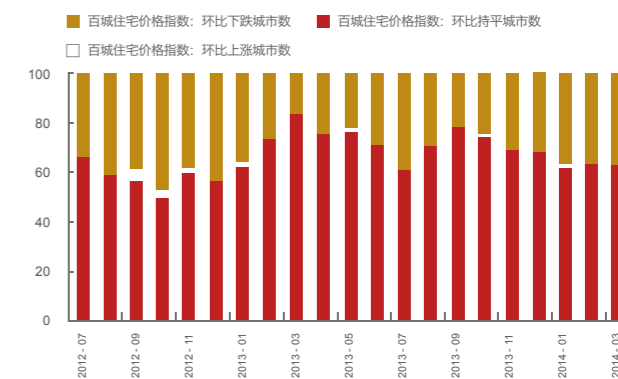
总体上，我们认为，目前的“稳增长”始终只是一种“促改革”的工具，等到经济有再度回升到7.5%以上的趋势时，“增长”又将让位于“改革”。在“稳”的思路下，产能过剩、结构调整的时间将再度延长，经济无法系统性出清，GDP也将再度失去弹性。

流动性：短期变动不大，长期有望改善

流动性方面，我们分长期和短期两个角度进行讨论。

从中长期角度看，流动性环境存在改善的趋势，主要逻辑在于经济名义增速下降，对资金的需求下降；经济结构更加偏向消费，投资占比下降对资金的需求也会下降；市场化改革导向下，政府简政放权，对市场的干扰程度下降，资金软约束的程度也会改善，资金刚性需求也会下降。

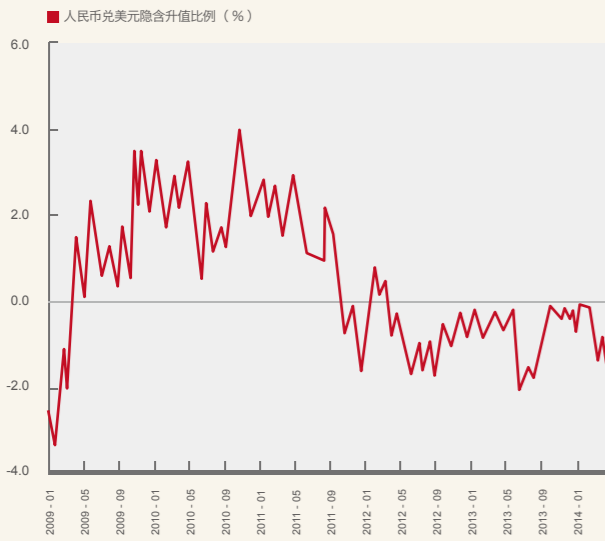
但从短期角度，尤其是今年二季度，流动性环境可能不会大幅变化，边际改善的幅度将明显低于一季度。年初至今在央行政策宽松、外汇占款流入推动下，流动性明显宽松，但近期已有所收敛，例如去年底7天回购利率最高达到7-8%，3月中旬回落到3%以下，之后震荡回升，目前位于3-4%区间。未来在稳增长政策影响下，预计基建投资等对资金需求会有所增加，加上人民币近期贬值幅度扩大，可能推动外汇占款规模下降，资金供给减少，因此流动性环境可能略差于一季度，但出现类似去年二季度的大幅变化概率较小。



东方红系列产品近期开放一览

产品	开放期规则
东方红2号 (展期)	6月23-27日、30日、7月1-4日 (7月4日到期结束)
东方红4号	每个交易日开放 (暂停申购)
东方红5号	每个交易日开放 (暂停申购)
东方红6号	5月28-30日、6月3-4日 (指定退出开放期) ; 6月5日起每个交易日开放
东方红7号	每个交易日开放
东方红8号	每个交易日开放
东方红9号	每个交易日开放
东方红领先趋势	每个交易日开放 (暂停申购)
东方红稳健成长	每个交易日开放 (暂停申购)
东方红稳健增值	每个交易日开放
东方红基金宝	每个交易日开放
东方红现金管理	每个交易日开放
东方红内需增长	6月3-6日、9日 (暂停申购) ; 6月11日起每个交易日开放
东方红-新睿4号优先级	退出开放期: 6月5日; 参与开放期: 6月6日、9日;
东方红-增利2号	7月25日、28-31日; 8月1日、4-5日
东方红富国1号	7月25日、28-31日
东方红-增利3号	退出开放期: 6月25日; 参与开放期: 6月25-27日、30日、7月1-2日
东方红-先锋1号	6月3日; 7月1日; 8月1日
东方红-先锋2号 (展期)	6月3-4日; 7月1-2日; 8月1日、4日
东方红-先锋3号 (展期)	6月3日; 7月1日; 8月1日
东方红-先锋4号	6月3日; 7月1日; 8月1日
东方红-先锋5号	6月3日; 7月1日; 8月1日
东方红-先锋6号	6月3日; 7月1日; 8月1日
东方红-先锋6号 II 期	6月3日; 7月1日; 8月1日
东方红-先锋7号	6月3日; 7月1日; 8月1日
东方红-新睿2号	每个交易日开放 (暂停申购)
东方红-新睿2号二期	每个交易日开放
东方红-新睿3号	每个交易日开放
东方红-新睿5号	每个交易日开放
东方红明睿1号	8月15日、18-21日
东方红明睿2号	每个交易日开放
东方红明睿3号	4月21日成立, 预计三个月封闭后开放
东方红-量化1号	每个交易日开放
东方红-量化2号	每个交易日开放
东方红-量化3号	每个交易日开放
东方红-量化4号	4月24日成立, 预计三个月封闭后开放
东方红新动力混合基金	每个交易日开放

*具体开放期以公司公告为准



风险偏好: 已趋谨慎

从投资者情绪看, 目前市场风险偏好已趋于谨慎, 主要影响因素是: 经济加速回落、债务违约时有显现、成长股大幅调整、海外科技股大幅下跌、IPO 再度重启等。市场开始重视风险, 追涨意愿下降。

投资思路: 等待观望, 休养生息

短期思路——我们认为二季度市场存在一定风险, 一方面成长股的调整可能还未结束, 另一方面稳增长政策力度有限, 蓝筹股回升空间较小, 可能存在相对投资收益, 而绝对投资收益有限。市场可能进入“垃圾时间”, 建议降低仓位等待观望、休养生息: (1) 成长股的偏好可能短期下降, 以回避风险为主, 待经济、政策相对稳定后, 再建议适度参与; (2) 价值股、蓝筹股尽管估值低、有政策维稳的刺激, 但在经济无法顺利出清、GDP 没有弹性的背景下, 无法系统性回升, 只能成为“相对收益”的配置对象, 对“绝对收益”而言类似“鸡肋”; (3) 消费类行业位置也比较尴尬, 成长/估值优势并不明显; (4) 大类配置中的债券, 目前也不是配置的最佳时机: 流动性偏松最佳时段已过去, 未来有趋紧可能; 债务违约事件不断。总体建议降低仓位, 等待观望, 休养生息。

我们相对看好的投资机会主要包括以下几方面: 第一, 与改革政策相关的板块, 主要包括两类改革——国企改革和证券行业改革, 前者包括以中石化为代表的国企改革, 我们认为其具有标杆性意义, 后者包括 T+0、个股期权等证券行业改革。第二, 景气较高的苹果产业链、LED 封装和应用。

长期思路——转型升级仍是方向, 继续围绕消费升级 (衣食住行和娱乐)、产业升级 (高端装备)、新兴产业 (互联网、新能源、环保等) 等进行自下而上的挖掘, 长期配置。





2014，亲历奥马哈

文 / 东方红 精译求精 发自奥马哈

当地人眼中的巴菲特股东会

当地人眼中的巴菲特股东会是怎样的？Bloombergview 一篇文章点评说，伯克希尔哈撒韦股东大会文化——快乐。这算美国人自己的角度，更准确地说，是“股神”老乡的角度。

“高等学府的精英有神秘的兄弟会，商界巨头们有加州波西米亚森林俱乐部，共产主义有劳动节，资本主义有奥马哈。

现在每年有超过 35000 人在这样一个周末，从世界各地，带着自己鼓囊囊的口袋，赶来参加这样一个股东大会——全世界最大、最另类、最开心、最具新贵特色、最不像股东大会的股东大会。

你应该听说过华尔街和硅谷，奥马哈就在他们中间，打个比方，你中途坠机了，在这里幸存下来，醒来后发现世上还有一个非常奇特的地方。

Forbes 说，这里是最适合养家的地方；Kiplinger 说，这里是最具价值的地方（好吧，只有这项数据旧些，是 2011 年的）；Farmers Insurance 组织说，这里是十大最安全地方之一；Men's Fitness 说，这里是最健康的城市。



66

当地人眼中的巴菲特股东会是怎样的？Bloombergview 一篇文章点评说，伯克希尔哈撒韦股东大会文化——快乐。这算美国人自己的角度，更准确地说，是“股神”老乡的角度。

99



其实，这里真的是一个欣欣向荣的地方。大奥马哈地区刚刚超过 100 万人口，而且有美国最好的邻居 Dundee 和最宜居地区 Papillion。这还不算这里人均财富 500 强和亿万富豪位列第一。

所以也许巴菲特不仅对于股市很精明，其他地方也如此，他一直称 Dundee 是自己的家。你知道么，这也是奥马哈周围有如此多亿万富豪的原因。他们不仅是这样的周末会赶到 CenturyLink 体育馆开会，而是常年从各地赶来。我周围在内布拉斯加州生活的很多人都可以列举至少一个伯克希尔成就的百万富翁。就是些普普通通的人，若干年前，从朋友的亲戚那里听到了一个叫做巴菲特的人，希望别人把钱给他管，这些投资者有的没有进行过投资，有的从投了巴菲特以后就再也没动过，“买入且持有”。

有人会说，内布拉斯加州的人总是热情得过头，是啊，1969 年，2 万美元投入伯克希尔，今天就是 7500 万。所以在这样一个日子，大家不在乎向公司请假，也愿意主动关停自己的面包店（是的，虽然有那样一笔财富，依然经营着面包店）。再加上一些巨富，和各种好奇的人群，组成了现在的阵容。

众所周知，巴菲特对所投公司产品的热爱很少改变，同理还有他的投资策略，以及公司网站风格。这也多少与奥马哈有关。今天不管巴菲特给其他地方捐多少钱，永远无法撼动曾经塑造

66

目前，国内投资者对所谓的“股神”更多了一份理性，大家越来越多地提到投资环境的差异或者限制，并且认识到“商业模式”的优势对投资者成功与否的基础性作用。

99

他直至今日的奥马哈。奥马哈给了他一切。所以不管这里离时尚潮流有多么远，大家还是会赶来。你说难道就找不出上市公司也让股民赚了很多钱，甚至更多钱的么，一定能。但没有一家公司像伯克希尔哈撒韦这样让大家如此快乐。

目前，国内投资者对所谓的“股神”更多了一份理性，大家越来越多地提到投资环境的差异或者限制，并且认识到“商业模式”的优势对投资者成功与否的基础性作用。大家看上去更像是在试图摆脱动辄拿巴菲特说事的模式，而努力走有中国特色，且由巴菲特充分验证的能让人热爱且幸福的价值投资之路。我们有理由相信有相当一部分人从四面八方赶来参加股东大会，更多地不是冲着股价和业绩，而是心中的那个自己。

伯克希尔哈撒韦股东大会问答集锦

关于业绩

问：你以前说过，如果无法跑赢指数，那就是管理层不够合格，现在你打算改变这一标准么？

巴菲特答：市场表现过好，我们就无法跑赢指数，未来会继续跑输。

芒格答：伯克希尔的业绩是税后，而指数又不用扣税。沃伦给自己订了很严格的标准。如果这也算失败，那多多益善吧。

问：你们管理公司很有理性，但何必用一个指数与一家经营性公司的净资产作比较呢？

芒格答：答案是你是对的，沃伦就是想给自己制造障碍，现在搞得自己为难，这件事上他根本就是疯子，你说的对。

问：你说要把你妻子现金的百分之九十购买标普 500 指数，这是不是代表你认为未来指数会跑赢伯克希尔？

巴菲特答：这个问题不会那么巧是先锋集团问的吧。我认为伯克希尔在我去世后十二年之内不会有问题，我也要求我的合伙人在此期间不要出售手里的股份。对我妻子而言，她的目标不是资本最大化，而是一点也不要操心。

芒格答：沃伦对如何分配资产有他自己的想法，他也有权爱怎么做就怎么做。

关于管理

问：你们一直都是买入成功的企业，然后就任其自由发展。但最近风格好像变了，通过与 3G 资本合作（两家一起购买亨氏，伯克希尔提供资金，3G 负责管理，已经展开关厂等一系列削减成本的措施），你会不会将来让 3G 资本来管理伯克希尔旗下的公司？

巴菲特答：两者肯定不会，也没有必要融合，未来我们会更多的机会与 3G 资本合作，挖掘更多的机会。

芒格答：我们也没有喜欢超编的传统。

巴菲特答：我们不会去强迫每一家子公司接受该有多少员工，我们倾向以身作则。不过整体看来大家的管理还比较精简。

问：为什么你们不列出所有高管的薪酬？

巴菲特答：现在都是按照监管的要求来。列出高管的薪酬只会让大家来谈判，而且对股东也没有好处。不可能有哪位高管看到年报，然后说，“我应该拿少点”。

芒格答：公司就不要给美国的嫉妒文化添砖加瓦了。

问：你们的弱点是什么？

巴菲特答：有些方面我们的自律性很强，但很明显的弱点是，我不喜欢换人。在对旗下投资经理的表现评价上，我很有耐心……我希望给他们足够的自由。也许他们的管理方式有弊端，但你无法评估他们带来的正面影响。伯克希尔没有人力资源或者咨询部门，这在其他公司都是不可想象的。





芒格答：以世俗标准衡量，我们肯定过度信任了，但这些信任是值得的，所以这种文化与我们相得益彰。

问：在可口可乐高管薪酬提案中，你们投了弃权票，这样做是不是有些不像巴菲特？

(作为本次股东大会前最受关注的话题，巴菲特解释了很多，大意如下) 答：了解过 David Winter 提出反对的理由，但是根据我们自己的计算方法，结论是薪酬提案给股东带来的成本没有那么夸张。其实董事会成员就是个商业和社会角色，在薪酬委员会投票成票是标准做法，公司选董事就是选明白这一传统的人，而且每年还为独立董事付数十万美元的酬劳，肯定要确保选温和的，会高兴摇尾的小猎犬。与婚姻一样，与管理层公开场合争吵，互相根本听不进去对方说什么，反而不如挑几



个点，以合作的态度，达成自己的目的。而且伯克希尔与其他公司的管理方式不同，所持有公司的管理相对独立，很少直接监管，并且坚信就算所谓的控制能够偶尔省点钱，或者少点麻烦，但长期看带来的弊端会更大。

问：未来公司还会是两位管理者的形式么？

巴菲特答：查理对我来讲就像是矿井中对瓦斯敏感的金丝雀(预警系统)。我相信我的继任者也一定会找到亲密合作的伙伴，这是一种非常好的工作方式，伯克希尔因此受益不少。提高的不仅是工作成就感，还有工作乐趣。大家一直很关心我的继任者，怎么没人提芒格的继任者呢，很难想象谁能是他的接班人。芒格答：这个很快就会有答案了，人到了九十以后，离告别就不远了。

问：作为合作伙伴，你们会争论么？

巴菲特答：我们对很多事情都有不同看法，但从来不会争论，我们会跟外人争。就像这次可口可乐的投票，我们想法基本相同。芒格答：这也带来一定问题，如果我们其中一个错了，另一个也失去机会扳回来。

巴菲特答：不过我好像更加行动派，你说呢？

芒格答：你曾经叫我“可恶的只会说 no 的人”。

关于收购

问：你们计划继续收购企业么？

巴菲特答：鉴于我们目前的规模，以及为股东带来回报的目标，我们真正想投的是好的企业和管理层，并且能够在此基础上日益做大。比如 2014 年以来已经收购了一些企业，我们需要确保在收购过程中，这些企业不要发新股。我觉得这个游戏还有的玩，仍然有利可图。

芒格答：与持有上市公司股票相比，非上市公司投资在伯克希尔组合中占有越来越大的比例，而且这个趋势会持续下去。

巴菲特答：对的。与股票投资成败立竿见影不同，选择行业正确与否，见效没那么快，换句话说说增值的路径不同。投资股票更容易看出效果，但投资非上市公司更加持久，而且不用一直换个不停。从这个角度讲，我们已经进入了第二阶段(Phase Two)。芒格答：由于过去投资的成功，我们现在规模和出手都会比较大。现在看来转型效果还不错。既然注定要改变，应变能力就显得非常重要。

问：现在你们一出手就是全部收购潜在对象，这与早些年的风格不太相同。全面收购对员工来讲是颠覆性的，你们会采取怎样的措施来安抚之前被收购的企业主呢？

巴菲特答：我们会遵守承诺，当然承诺什么很重要。我们无法承诺不裁员，但我们会保证只要不出现非常严重的问题，就不会出售公司。这样的做法与商学院的教科书是不相符的。迄今为止，只有极少数企业收购后被我们出售。收购后，我们会让之前的管理者继续经营。一般而言，非上市公司对我们年报中写些什么不感兴趣。但一些家族型企业会很在意公司未来的发展方向。这方面我们有独特的优势，会尽量保持。

问：你们会不会考虑收购职业运动队，或者体育用品的制造类公司？

巴菲特答：如果你听说我们要收购哪个俱乐部，那就证明需要讨论继任者问题。至于你说的体育用品制造商，不会感兴趣，因为这并不是盈利很高的行业，而且伯克希尔如果生产头盔什么的，迟早会吃官司。

66

鉴于我们目前的规模，以及为股东带来回报的目标，我们真正想投的是好的企业和管理层，并且能够在此基础上日益做大。比如 2014 年以来已经收购了一些企业，我们需要确保在收购过程中，这些企业不要发新股。我觉得这个游戏还有的玩，仍然有利可图。

99





问：继任者能够继续管好一个如此多元化的企业么？大型集团在很多年前就被证明是个失败的模式。

巴菲特答：我们的商业模式还是不错的，各类企业，出色的管理层，关键有一个最大的优势是大多数人没有意识到的：资本主义的本质是资产配置，而伯克希尔的机制允许我们在没有那么重的税率负担的前提下进行资产配置，这一点没有人比我们更有优势。那些大型集团失败是因为本身就是骗局，为了收购不断发股票，直到暴跌。我们很少发新股，而是用真金白银进行收购。我们做事的原则不是为了推股票，而是为了做企业。
芒格答：伯克希尔与其他大集团的区别在于，他们总是想着定期得买点什么，我们没有这样的压力，从这个角度讲我们不是标准的大集团。

其他

芒格说，投资和做企业，想成功就是不断去除自己的无知。购买喜事糖果教会了巴菲特和他品牌的重要性，如果没有喜事糖果的投资，就不会在 1988 年投资可口可乐。

最不像，也最像股东会的股东会

问：究竟多大规模的收购是令你们感觉比较舒服的，如果需要资金，会考虑出售现有仓位么？

巴菲特答：我们要买的是真正好的企业，足够大的企业，优秀的管理层，能够持续发展，总之我们要拓展伯克希尔的盈利能力。如果收购标的很大，我们会考虑变现现有的证券资产，前提是仍然保持控制头寸。现在还从没有到那个地步。现在有 400 亿的资本，我们计划维持 200 亿的现金水平。芒格和我主要负责买公司，下面的组合经理主要负责买股票。

芒格答：收购一直以来，未来也将都是不规律的。

巴菲特答：外人都认为我们感兴趣的是买股票，其实我们真正感兴趣的是找到能够与伯克希尔相符的公司，能够持续多年为公司赚钱。

最不像之一，来参会的股东不仅来自各种文化背景，年龄跨度之大也超出了我的预期。其中不乏与巴菲特和芒格年纪相仿的老者（最早的一批亲朋好友股东？），也有看上去煞有介事的小朋友（试想巴菲特和芒格在他们幼小的心灵里埋下了怎样的种子？）。

也最像之一，股东之间是平等的，而且他们此行的目的是履行自己作为股东的权利与义务。所以无论看上去大家的差距有多大，有一个共同点就是曾经成功地，或者希望通过来此学习能够投资一家伟大的公司。下午三点问答结束后，有不少股东留下参与看上去仅是走流程的各项环节，回答同意或不同意，并且为代表自己利益发言的普通股东鼓掌以示鼓励。

最不像之二，问答环节之前，全场欢乐的氛围不亚于演唱会。巴菲特虽然是当仁不让的主角，但在他和芒格出场前，有一个表演段落，演员们全场跳舞歌唱旨在带动大家起立，而要致敬的并不是巴菲特和芒格，而是大屏幕滚动播出的“巨星”——旗下所有的投资经理。有一段九十年代的视频，片中巴菲特说，自己就做两件事，留住这些有才华的经理们，把他们投资产生的收益分配好。

也最像之二，董事会成员齐齐到场（比如比尔·盖茨），由巴菲特一一介绍。高管们就坐在会场前排，随时准备由巴菲特点名对一些问题进行补充，以给股东最详尽满意的答复。前面的电影环节，除了为所投资公司打广告，还回顾了股东大会和公司的历史，从当年 12 位股东参会，到今天成为全世界的焦点，坚持了三十年。电影中令我印象最深的不是哪家的广告，而是巴菲特当年在所罗门兄弟事件听证会上的发言，再次提醒每一位高管和投资人，声誉对于公司的重要性高于一切。

最不像之三，巴菲特对推广所投资公司的品牌之热衷程度，估计超过了所有投资人。正如他在提问环节提到，如果没有当年喜事糖果的投资，就不会意识到品牌的价值，就不会有后来的可口可乐的投资。每年股东大会商品的交易额都在创新高。我的感受有几点，第一，除了火车和飞机（BNSF 和 NetJet），其他能上的都上了。第二，这“拖家带口”的阵势，

会让你怀疑自己置身的不是股东大会，而是小镇的集贸市场。有些排队很长是因为真打折，有些是因为商品印上了巴菲特和芒格的头像（哪怕在内衣上），足以让粉丝表达崇拜之情。目测虽不至于让每位参会股东大包小包，但很少有人空手离开。这也许印证了前面那篇感想中提到的，伯克希尔哈撒韦现象不在于它让股东赚最多，而在于它让每个人最开心。我替他们想了一句广告语，伯克希尔哈撒韦让生活更美好。

也最像之三，一进会场我首先注意到的是环绕整个篮球场看台的屏幕条，滚动播放着伯克希尔哈撒韦所投资全部公司的名字（虽然不多，但足以让高管和股东们感到骄傲）。散会之后，在可口可乐展台前，我问售货员有没有镜子（买纪念品帽子），他特激动地跟我说，你说的有道理，明年我们一定要搞几面镜子。你看，每一个人都把自己当做伯克希尔哈撒韦股东大会必不可少的一份子，要为 ta 的进步而努力。有什么比把自己与投资公司的未来长期绑定在一起，更能够体现投资的价值呢？

总之，如果让我用五个字来概括 2014 年伯克希尔哈撒韦股东大会参会感受，我会说这是一场全方位的“投资者教育”。

66

股东之间是平等的，而且他们此行的目的是履行自己作为股东的权利与义务。所以无论看上去大家的差距有多大，有一个共同点就是曾经成功地，或者希望通过来此学习能够，投资一家伟大的公司。

99



孩子在为谁而玩

第一群孩子在一位老人家门前嬉闹，叫声连天。几天过去，老人难以忍受。于是，他出来给了每个孩子 25 美分，对他们说：“你们让这儿变得很热闹，我觉得自己年轻了不少，这点钱表示谢意。”孩子们很高兴，第二天仍然来了，一如既往地嬉闹。老人再出来，给了每个孩子 15 美分。他解释说，自己没有收入，只能少给一些。15 美分也还可以吧，孩子们仍然兴高采烈地走了。第三天，老人只给了每个孩子 5 美分。孩子们勃然大怒，“一天才 5 美分，知不知道我们多辛苦！”他们向老人发誓，他们再也不会为他玩了！

人的动机分两种：内部动机和外部动机。如果按照内部动机去行动，我们就是自己的主人。如果驱使我们的外部动机，我们就会被外部因素所左右，成为它的奴隶。在这个寓言中，老人的算计很简单，他将孩子们的内部动机“为自己快乐而

玩”变成了外部动机“为得到美分而玩”，而他操纵着美分这个外部因素，所以也操纵了孩子们的行为。如将外部评价当作参考坐标，我们的情绪就容易出现波动。因为，外部因素我们控制不了，它很容易偏离我们的内部期望，让我们不满，让我们牢骚满腹。不满和牢骚等负性情绪让我们痛苦，为了减少痛苦，我们就只好降低内部期望，最常见的方法就是减少工作的努力程度。

一个人之所以会形成外部评价体系，最主要的原因是父母喜欢控制他。父母太喜欢使用口头奖惩、物质奖惩等控制孩子，而不去理会孩子自己的动机。久而久之，孩子就忘记了自己的原初动机，做什么都很在乎外部的评价。上学时，他忘记了学习的原初动机——好奇心和学习的快乐；工作后，他又忘记了工作的原初动机——成长的快乐。

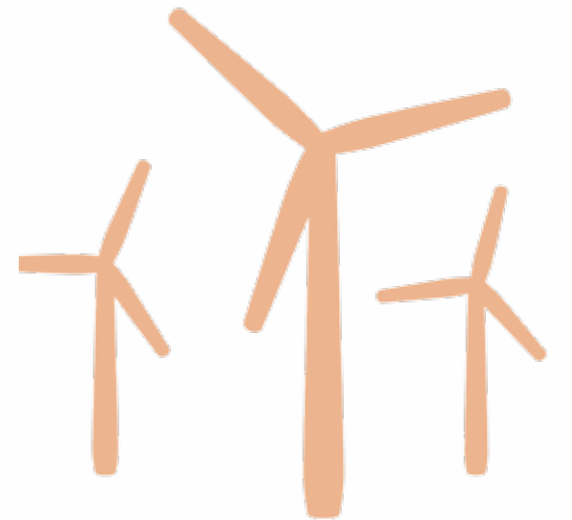
我们的人生

有一对兄弟，他们的家住在 80 层楼上。有一天他们外出旅行回家，发现大楼停电了。虽然他们背着大包的行李，但看来没有什么别的选择，于是哥哥对弟弟说，我们就爬楼梯上去。于是，他们背着两大包行李开始爬楼梯。

爬到 20 楼的时候他们开始累了，哥哥说“包包太重了，不如这样吧，我们把包包放在这里，等来电后坐电梯来拿。”于是，他们把行李放在了 20 楼，轻松多了，继续向上。他们有说有笑地往上爬，但是好景不长，到了 40 楼，两人实在累了。想到还只爬了一半，两人开始互相埋怨，指责对方不注意大楼的停电公告，才会落得如此下场。他们边吵边爬，就这样一路爬到了 60 楼，他们累得连吵架的力气也没有了。弟弟对哥哥说，“我们不要吵了，爬完它吧。”于是他们默默地继续爬楼，终于 80 楼到了！兴奋地来到家门口，兄弟俩才发现他们的钥匙留在了 20 楼。

有人说，这个故事其实就是反映了我们的人生：20 岁之前，我们活在家人、老师的期望之下，背负着很多的压力、包袱，自己也不够成熟、能力不足，因此步履难免不稳。20 岁之后，离开了众人的压力，卸下了包袱，开始全力

以赴地追求自己的梦想，就这样愉快地过了 20 年。可是到了 40 岁，发现青春已逝，不免产生许多的遗憾和追悔，于是开始遗憾这个、惋惜那个、抱怨这个、嫉恨那个。就这样在抱怨中度过了 20 年。到了 60 岁，发现人生已所剩不多，于是告诉自己不要再抱怨了，就珍惜剩下的日子吧！于是默默地走完了自己的余年。到了生命的尽头，才想起自己好像有什么事情没有完成。原来，我们所有的梦想都留在了 20 岁的青春岁月……



专业服人 态度感人 关心暖人

文 / 东方红资产管理 渠道发展部区域总监 杨少白



标题引用一位老领导对我们渠道服务所提出的要求，优秀的渠道服务工作需做到“专业服人，态度感人，关心暖人”。

金融行业的渠道服务在许多人看来似乎没有那么复杂困难，无非就是做做培训，销售金融理财产品，和银行渠道人员联络下感情。但这些看似简单不起眼的工作背后，需要做的知识储备、细节准备、精力投入等所需付出的一切不亚于行业里的任何一个岗位。



66

东方红作为首家获得公募基金业务资格的证券公司，将在基金行业的红海中打拼出一片属于自己的领域，作为东方红的渠道服务者肩负了行业改革创新试金石的责任，我们会把这一切作为一种荣耀，一种信任去细心耕耘。

99

和银行渠道合作多年以后就会发现，银行客户经理对我们渠道服务的需求既不是简单的中收政策，也不是单纯提供给客户的物质礼品。他们最需要我们提供的是一个解决方案，一个能为他们留住现有客户、增加新客户的金融工具。让老客户的资产能够通过购买所推荐的产品实现资产增值，让新客户能够通过购买所推荐的产品获取好于同类产品的收益。这是银行客户经理所迫切需要的解决方案。

如今各家公司的产品种类繁多，琳琅满目，行业的产品同质化也发展到前所未有的地步。普通客户，甚至是银行客户经理都很难从中找出合适的产品。外加近两年市场变化让人捉摸不定，传统市场观点中的行业轮动、政策市、股债市场的跷跷板定律，都在这几年的市场中被一一打破。如何在恶劣的市场环境中做好渠道服务，这对于渠道服务人员的专业素质提出了更高的要求。对宏观面的分析理解，对资产配置的计划，对产品运作的情况说明，对后期市场的展望，甚至行情突发异动时的市场观点，这些看似是专业投资领域的工作都成为了一名合格渠道服务人员必备的素质。

个人认为最好的渠道服务不是仅在产品业绩出色时的玩命吆喝，不是在逢年过节时的请客送礼，而是当产品发生亏损、异动时，渠道人员能够第一时间提供给银行客户经理所希望了解的相关信息，以便他们能够及时与客户沟通，让客户得以安心。虽然渠道人员不用直接面对客户，但和银行客户经理能够一起站在服务的第一线必会得到客户经理的认同。往往是那些帮助客户经理共同处理客户问题后所建立起来的渠道，是我最所认为最坚固可靠的渠道伙伴关系。

渠道工作大多处于与人面对面交流的状态，上门拜访、银行晨会夕会、培训活动、客户沙龙等，和渠道合作时间久了自然和某些投缘的渠道同事成为朋友，这些朋友是我多年渠道工作以来最大的收获。在各自做好本职工作之余成为日常生活中的朋友，能够反映出对方对你工作的认可，对你为人的认同，这些都和日常的渠道维护工作密不可分。

一直被东方红团队的和谐氛围所吸引，同事彼此亲密无间，工作上互帮互助，东方红的产品业绩和品牌影响力也在各个渠道打下了良好的基础，每位同事都在为公司的成长竭尽全力。

东方红作为首家获得公募基金业务资格的证券公司，将在基金行业的红海中打拼出一片属于自己的领域，作为东方红的渠道服务者肩负了行业改革创新试金石的责任，我们会把这一切作为一种荣耀，一种信任去细心耕耘。

感恩、责任、梦想，我们将一如既往。



互联网新时代的晨光

——读《认知盈余》

文 / 马化腾

东方红 书屋

面对纷繁的投资书籍，该怎样选择？我们跟您一样，曾经被这个问题困扰。为此，我们在办公空间里专门辟出了一间书屋，摆放着资深投资专家精心挑选的各类书籍，每本书都为我们打开了一扇精彩的投资之门。本栏目将带领您走进这间书屋，与您分享陪伴我们成长的财富智慧。

最近有幸读了两本克莱·舍基的书。第一本是《未来是湿的》，相信大家都知道。

《认知盈余》是第二本。作者不愧为“互联网革命最伟大的思考者”，他对互联网给人类所带来的行为举止以及文化的变迁洞若观火。这两本著作一脉相承，它们所探讨的是这样几个问题：

随着全球用户接触互联网的门槛变得越低，互联网用户数量变得更加庞大，它们将形成什么样的社会形态？我们又该如何顺应这种变化？而作为互联网的从业者们，该如何从中寻找自己的机会？

克莱·舍基应该是一个坚定的“分享主义”倡导者。如果说，《未来是湿的》告诉我们世界正在进入一个分享的世界，人人都在享受分享所带来的“红利”，那么《认知盈余》便是在进一步阐述，我们得以分享的资源禀赋。

任何时候，人们都不缺乏分享的欲望，为什么克莱·舍基会把它作为一个重点问题来研究？这得益于互联网所带来的技术革命，用通俗的话来说，就是“天时、地利、人和”。

首先是天时。互联网的高速运算、处理能力，让每个从业者得以高效、快速地完成自己的工作。这意味着，每个人可以享受更多工作之外的时间；其次是地利。通讯成本的下降、带宽的增加，让用户接触互联网的成本变得更加低廉。网络不再是少数精英群体的专利，它像水和电一样，成了生活的必需品；最后是人。接触成本的降低，不可避免地使得互联网用户呈现爆发式增长，网民和现实生活中的人群，二者的边界变得越来越模糊。正如克莱·舍基所言，“对网络的传统看法认为它是一个独立的空间，一个有别于现实世界的虚拟空间……而现在，越来越多的人使用电脑和智能手机，虚拟信息空间的整个概念都在退化。”

网络世界越来越接近现实世界，意味着基于这个概念建立起来的互联网商业模式将要重新架构。

我曾经说过，不管已经出现了多少大公司，人类依然处于互联网时代的黎明时分，微微的晨光还照不亮太远的路。在这个行当里，不管一家公司的赢利状况有多么喜人，也随时面临被甩出发展潮流的风险。

发展潮流的漩涡正在席卷我们，网络正在发生演变。过去，我们可以把网络解读为一种精英享用的新兴工具，它向用户提供的是

66

随着全球用户接触互联网的门槛变得越低，互联网用户数量变得更加庞大，它们将形成什么样的社会形态？我们又该如何顺应这种变化？而作为互联网的从业者们，该如何从中寻找自己的机会？

99

接触传统精英文化一个更加便捷的通道，也就是说互联网是内容的传递者而不是生产者；现在则不同，每个人都可以成为内容的生产者，互联网作为一个社会形态的元素，正在为社会源源不断地输出新的内容、制造新的话题。

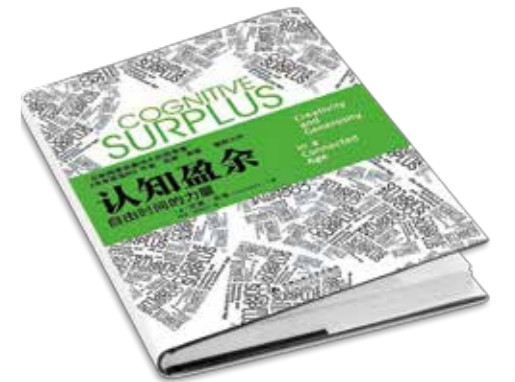
“认知盈余”是新时代网民赋予互联网从业者最大的红利之一。什么是“认知盈余”，克莱·舍基给出的定义很简单，就是受过教育，并拥有自由支配时间的人，他们有丰富的知识背景，同时有强烈的分享欲望。可以说，facebook、twitter 以及维基百科的成功，都是“认知盈余”的功劳。在中国，微博的兴起，同样有赖于它。参与分享的网民数量越来越多，力量越来越强大，互联网产业也随之迎来“核聚变”，原来我们所熟知的商业模式，随时可能成为泡影。每一个从业者必须认识到，如果你不能学会主动迎接，不对这种网民自由参与分享的精神保持敬畏之心，你就会被炸得粉碎。

一个新的互联网时代即将到来。这将是一个鼓励分享、平台崛起的时代。靠单一产品赢得用户的时代已经过去、渠道为王的传统思维不再吃香。在新的时代，如果还背着这些包袱，那就等于给波音 787 装了一个拖拉机的马达，想飞也飞不起来。如何铸造一个供更多合作伙伴共同创造、供用户自由选择的平台，才是互联网新时代从业者需要思考的问题。这个新时代，不再信奉传统的弱肉强食般的“丛林法则”，它更崇尚的是“天空法则”。所谓“天高任鸟飞”，所有的人在同一天空下，但生存的维度并不完全重合，麻雀有麻雀的天空，老鹰也有老鹰的天空。决定能否成功、有多大成功的，是自己发现需求、主动创造分享平台的能力。

在这个平台上，用户将是内容的主导者、分享的提供者。每个用户的知识贡献、内容分享，是这个平台赖以成功、赖以繁荣的重要保障，“少数人使用廉价的工具，投入很少的时间和金钱，就能在社会中开拓出足够的集体善意，创造出五年前没人能够想像的资源”。任何有意打破这种保障的行为，都将受到市场的惩罚。

从去年年底开始，我就一直在思考，如何能将腾讯打造成一个供更多合作伙伴自由创业、供更多用户自由分享的开放平台。这是一个“摸着石头过河”的过程，它需要腾讯内外都改变心态，用更加开放的大脑去迎接变革。这段时间来，我们已经拥有了一些经验，也总结了很多教训。无论如何，我相信，这是一条正确的道路。我也相信，坚持走下去，互联网新时代的晨光就在不远的前方。

最后想说的一点感慨是：互联网真是个神奇的东西。最近在一部科幻小说中，看到了一段对于“四维世界”的描写。仅仅在熟知的三维世界上叠加了一个维度，整个宇宙立即变得无比寥廓、无比美妙。克莱·舍基的每一次发现，其实都是在提示我们，未来人类世界的一个全新的发展维度。在互联网的推动下，整个人类社会都变成了一个妙趣无穷的实验室。我们这一代人，每个人都是这个伟大试验的设计师和参与者。这个试验，值得我们屏气凝神、心怀敬畏、全情投入。



医疗创新往哪儿走

编译 / 东方红 精译求精

讲医疗这件事，话题可就多了。有改变消费习惯（食物与健康），有统治者与颠覆者的较量，有无所不在的技术（数据、分析、设备），还有政府的角色和人口结构等等。

据预测，到 2040 年，全球人口增长 60% 来自 54 岁以上人口，而根据美国的情况，这个人群在医疗上的花费是其他人口的两倍。

医疗在进步，但是有代价的。对于一些更加有效，以及特定疾病的药物的费用在 OECD 国家 60% 都是由政府承担。过去十年一些发达市场，政府所占比例一直有所提高，其中比例变化最大的是荷兰、瑞士和中国。

想甩掉负担，未来政府的选择也不多，要么加税或者从其他生产性领域腾挪出更多的钱，要么砍掉一些项目和花费。砍谁呢，药品本身及相关物资占总支出 20%，剩下的都被其他环节占掉了，即物流、药店、医生、医院、长期医疗等等。

在美国（特殊情况是私人占据产业链的主流，medicare 和 medicaid 除外），过去这几年经历的就是两个字，“整合”。独立医院找到了更大的靠山（病人支付压力，医院由于水平问题可能面临的高额赔偿，规模经济），前端的药店现在不仅直接从制造商进货，甚至可以谈判了（Walgreen, Rite Aid, CVS 已占零售市场七成份额），做批发的分销商也经历了类似的整合。竞争的环境，再加上自动化和各类技术的普及，对降低费用有帮助，但有限。

对上市的医疗行业各子行业（医药企业，生物科技，医疗服务提供商，医疗设备，各类供应商）的经营利润率指标的分析很能说明问题，医疗服务提供商（比如医院）占全行业营收的一半，但经营利润率（8%）只有药企的四分之一。而且大部分医疗服务都由政府提供，要降这部分成本不得不考虑政治后果，所以当局会把目光都投向药企。这是大背景。

这些 big pharma 为什么这么赚钱呢（在高盛的覆盖中，2014-2017 年，现金回报也是第二可观的，仅次于科技）？这体现了创新行业的本质，高风险投

入，换来垄断定价（持续若干年）。虽然不能排除新的进入者带来的挑战，但这些巨头对开发项目的组合（不同阶段），可以看做分散投资，能够更好地抵御研发和监管风险。而且，巨头可以买创新，过去十年欧洲大市值药企在并购上的花费是 3000 亿欧元，与研发的 3900 亿欧元几乎相当。

但值得注意的是，药企与普通消费类公司不同，不能一个牌子吃很多年，专利期限是不得不面对的问题。所以对药企管理层的考验要看他们是不是好的 cash manager。需要指出两点：

一是，虽然医药行业整体看，现金回报高且稳定，但单独个体想一直保持领先水平还是有难度的。

以现金回报（cash return on invested capital）维持前四分之一水平为例，药企平均为 6.6 年，而其他行业平均水平是 7.3 年。

有例外么，有。全球范围看，诺和诺德（Novo Nordisk）、夏尔（Shire）、罗氏（Roche）是自 2009 年以来三家 CROCI 超越行业中位数的大盘股，而他们的股价表现也说明了问题。诺和诺德作为自 2000 年以来表现最好的大盘医药股，年化回报率为 25%。

这些公司的共同点？病人群体大增，规模优势带来成本大降，从而维持垄断地位，总少不了其中一样。

二是找到对的市场，支持或购买对的项目，看这些，比短期的估值水平更重要。

这么说吧，诺和诺德 2002 年买入意味着需要面对 2003 年动态 PE63 倍。在产品价格几乎无弹性的情况下，这个行业看的不是成本，而是能力。难怪大家谈创新都是奔着更好更贵的解决方案，也许，我们更应该关注私人 and 政府携手面对的那些领域。总之一要平衡无法满足的医疗需求与不断提高的成本之间的矛盾，这些年下来，万里长征才走出第一步。

受访者 1 Sir John Chrisholm

英国政府支持设立的 Genomics England 公司负责人，该公司负责“100,000 基因组工程”。

问：基因对于医疗意味着什么？

答：以前我们认为在细胞生物学中蛋白是最重要的，但现在意识到蛋白的组成规则至少同样重要。随着基因测序能力的提高，现在人类基因工程已经从第一阶段迈入第二阶段，成本下降的速度超出了摩尔定律。

2012 年完成整个基因组测序的成本降到 5000 英镑以下，大规模测序成为可能，所以 2012 年年底卡梅伦首相启动了我们的项目，未来四年内会完成 100000 基因组的测序，而这些病人代表着各类典型疾病。

未来有了这些经过强大数据分析的信息，医疗行业，或者说行医的基础会发生重大转变（现在主要还是依靠医生个人）。当然整个产业链上各个环节需要的技能也会大不一样。而对于制药企业而言，由于能够针对非常具体的病症开药，出现大范围适用药物的可能性降低。每个分子可能只会对应很小的市场，甚至可能通过分子诊断，“自动”制造出药物或者找出解决方案。这些现在听起来肯定很科幻，却是这个行业正在前进的方向。

问：遇到的挑战？

答：即使基因测序 95%，99% 准确，并不意味着能够与临床数据联系起来，再到拿出治疗方案，整个翻译，解读数据的过程，超出了现阶段科学的边界。

给你个概念，一个标准的基因组有 300 万种变体（variants），我们能理解的只有 1 万 5。

为什么在这种情况下探究未知很重要呢？有数据说现在为癌症患者提供的治疗方案中，只有 30% 是真正对症下药的。如果能够对导致突变的分子有更多的认识，也许可以发现为乳腺癌开发的药物，其实也可以用来治疗卵巢癌。

问：哪些国家处于领先，还是说大家齐头并进？

答：首先科学界会互相借鉴，也制定出了一些标准可以把成果互相采用。但从实际操作来看，从事基因测序，不可避免地会遇到各国医疗体系弊端问题。

从这个角度讲，英国有优势。不仅是对基因的理解方面，重要的是为医疗买单的人不像其他国家那么复杂（四分五裂），所以有这个条件，再加上样本足够大，这两个优势叠加的地方除了英国几乎没有。

拿美国来说，医疗体系主要基于保险，这意味着，很难组织起一个测序项目需要的样本人群。

中国也是一样的问题，这也是为什么中国现在只测出了 1 万 5。

其他一些小国也开始启动基因测序的项目，但从他们医疗体系中提取相关数据，要做的工作还有很多。

问：政府应该扮演什么角色？

答：人类过去 300 年，很多重要的经济领域的进步，最初都是由看上去不那么经济的力量推动，比如慈善，政府，或者资产泡沫，就像铁路和互联网。初创者自己不会赚到什么钱，但他们为后来者搭建了基础。对于基因测序这类新的基建的投入是政府很重要的任务之一。



受访者 2 Dr. Peter Bach

世界经济论坛全球健康科技委员会成员

问：癌症治疗领域，取得了进步，但代价也太……

答：是太大了。

肿瘤治疗的各种药物涨的太快了，以至于很难确定相关驱动因素。我们只知道新的治疗癌症药物上市，决定其价格的不是有多少创新或者对病人的价值，而是上一款药卖多少钱。

过去几年，这样的定价方式（趋势）蔓延到类风湿性关节炎，多发性硬化，囊性纤维化，丙肝等多种药物。

这个问题很严重，主要在于它影响到了医疗保险，保险公司一方面要买这些昂贵的药物，另一方面又需要提供价格能够被接受的保险产品。所以我们看到不仅保费再涨，需要病人同步支付的药费也在提高。保险公司的借口是担心药物被滥用，但病人怎么可能付得起，有研究表明乳腺癌患者已经停用 Tamoxifen，就是因为太贵。这些药好不容易研制出来，但由于保险公司产品设计问题而耽误使用，太可惜了。

问：有可能改变么？

答：丘吉尔说，美国人总能做出对的事情……不过那是在所有可能性都被穷尽的情况下。所以现在应该还没有到山穷水尽的地步，改变还不太会发生。不过我想讲两点：

第一、如果我们可以让医药的价格反应其价值，能够产生共赢的局面。提供真正附加值的药物具备两个特点，垄断价格和众多病人。



医药公司的收益由保险公司的需求保证，保险公司将可以围绕药物设计保险产品，而病人只要购买保险，不必再为了得到必须且重要的治疗而倾其所有。当然根据价值来定价，会涉及到确定增加价值，而我们对相关性的确认还有相当一段路要走。

第二、现在很多声音提倡风险分担，或者风险转移。

拿癌症来讲，治疗的提供者（医院和医生）所掌握的专业知识和能力使他们成为做出决策的最佳人选，所以现在提倡的改革方案是保险公司支付给他们固定数额用于治疗，购买设备和药物，剩余部分归医院和医生所有，以此鼓励降低费用。

问题是，整个治疗过程，医生遵循了哪些流程，患者根本不得而知，因为这些被医院和保险公司视为内部文件或者保密合同。

问：推行你说的价值决定价格药品定价体系，阻碍在哪？

答：三年前你问我这个问题，我会跟你说根本没戏，而且即便到今天，自上而下推动也是不可能的，但现在的变量来自药企本身，价格太高使他们面临越来越大的压力和质疑。

有一个信号就是我们在纽约时报发表了篇文章，指出 Sanofi 的癌症药物 Zaltrap 比同行要贵，结果出乎我们意料，企业立马自己把价格砍半。这说明很多公司，有监督和舆论压力之后都可能采取同样的做法。

66

很多一线的治疗药物不仅无效，甚至会产生副作用。有了 NGS 的发展，今后药企的研发项目效率会大大提高，病人支付的药费也会降低。

99

问：大数据对增加透明度有帮助么？

答：几年前你问我，我会觉得哪有什么大数据，不就是几项体征指标的小数据么。现在我们已经和 IBM Watson 云端合作，分析医院，医生治疗效果等数据，把他们和付费结合起来分析，会之前面临增加透明度的那些挑战瞬间自动消失。

问：你会预测哪些颠覆呢？

答：不仅是我自己，一些专业期刊也将免疫治疗评选为年度性突破。通过激活患者免疫系统的一部分来治疗癌症。同样地，围绕对突变驱动因素的认识，靶向治疗法也会是一场革命。从已获得 FDA 批准和已处于初试阶段的化合物的角度进行方向性分析，也让我对这一领域很看重。但问题是靶向治疗法和免疫治疗太贵，对于被 Medicare 覆盖的病人 Yervoy 的价格还 12 万美元。

另一个预测是，随着技术的进步，新药上市的时间会大大缩短，创新的成本降低，药品的价格降低，竞争加剧。费城染色体上世纪六十年代就发现了，但基于突变的药物 Gleevec 到 2001 年才上市。而针对 ALK 融合基因的 Crizotinib 从研发到上市只有 3 年，而距离相关基因被发现只有 6 年。大大缩短的时间表，对癌症治疗而言意味着令人激动，同时也是复杂临床时代的来临。

（本文为高盛 2014 年 3 月 6 日对相关专家的专访）

基因测序影响的不只是医疗行业

随着下一代基因组测序（next-generation DNA sequencing 简写 NGS）的代表 Illumina 将价格门槛大幅降低，测序速度大幅提高，现在科学家们研究基因就真的站在开放假说的基础上，而不是像过去那样，只能聚焦于基因组的“热门”地方以求发现某些关键性突变。通俗的比喻就是，你在黑暗中找把钥匙，用泛光灯总比拿手电筒成功的概率大。

我们认为 NGS 最先的受益者是药企，特别是癌症药物的药企。以前我们都用病变的部位来定义癌症，比如肺癌、乳腺癌、前列腺癌等等，现在越来越多的研究表明，应该从导致病变的基因路径和突变入手，病变的身体部位只是“副产品”。很多一线的治疗药物不仅无效，甚至会产生副作用。有了 NGS 的发展，今后药企的研发项目效率会大大提高，病人支付的药费也会降低。

瓶颈呢？两个。生物信息学和监管。首先让大家对行业发展速度有个概念，截止 2013 年底，总共完成测序 50K 基因组，而通过 Illumina 最新的 HiSeq X Ten 设备，仅一组（10 台）一年就能完成 18K 基因组。主要参与各方会有大型实验室 Broad 研究院（哈佛与 MIT 共同主持），药企（已经表示的有 Regeneron, Amgen），新的商业化实验室（Craig Venter 刚刚成立的 Human Longevity）。



66

前面提到过，未来新药将基于基因路径，而现有 FDA 批文仍主要基于突变部位，所以未来的研究找到对应的药物可能没有 FDA 认可，这已经在 FMI (Foundation Medicine) 上有所体现，病人治病要紧，医生可能会被迫开出无 FDA 标记的药物，而病人也将越来越多的面临这种尴尬的选择。

99

新技术带来的海量基因数据，首先面对的就是缺少统一的行业标准，如何定义格式，质量，这些都将成为之后的大规模商业化应用构成障碍。所以我们看到 NGS 价值链已经迅速倒向对生物信息学进行规模化解码的软件工具。好消息是 Illumina, Google, Merck&Co, 以及纽约基因中心，已经成立全球联盟 (Global Alliance for Genomics and Health)，有助于形成基因组学领域的产业标准。在眼下缺乏标准的情况下，为了获得基因数据，加速研发新型治疗方法（主要在肿瘤领域），药企也是各想各的招。有的与实验室和临床诊断公司联手 (Foundation Medicine, FMI)，有的通过并购等手段将外部资源引入，建立公司内部的实验室（比如 Amgen 与 deCODEGenetics）。

NGS 临床应用的第二大瓶颈是监管的不确定性（滞后性）。Illumina 的 MiSeqDx 拿到 FDA 临床使用的批文后，使用此设备进行临床诊断测试的机构还是需要选择究竟是取得 FDA 的批文，还是走“捷径”——算作实验室开发试验 (lab-developed-test, LDT)，放弃 CLIA 的批准 (CLIA-waived)，也不受 FDA 监管。后者已成为生殖健康和肿瘤基因测序领域可取的解决方案。但问题也出现了，虽不明显但有加深的趋势，即 LDT 对伴随诊断 (companion diagnostics CDx) 带来的竞争压力。



伴随性诊断是与药企合作，提高药物研发的效率。目前 CDx 的市场主要针对个别基因突变，随着 NGS 的发展，跨越不同基因路径的突变会成为接下来 CDx 的更大潜在市场。

CDx 虽然得到官方认可，但 FDA 并没有给出明确的监管条例，所以与监管明显更松的 LDT 竞争优势不明显，一方面伴随诊断的重要力量诊断公司投入的热情会降低，另一方面保险公司面对不确定性也不愿支持，这样诊断公司的投入很有可能无法收回。另外，前面提到过，未来新药将基于基因路径，而现有 FDA 批文仍主要基于突变部位，所以未来的研究找到对应的药物可能没有 FDA 认可，这已经在 FMI (Foundation Medicine) 上有所体现，病人治病要紧，医生可能会被迫开出无 FDA 标记的药物，而病人也将越来越多的面临这种尴尬的选择。

(本文为高盛对基因测序行业发展的研究报告)

未来将胜出的十二类公司

第一类

借助更先进的传感器（网络）和开采技术，未来每一块油田的开采率将提高至 60-70%，大大高于此前 20-30% 的水平，既降低风险，也不必再去那些偏远和条件艰苦的地区。

第二类

发电将从目前的模拟，辐射状格局转变为整合的数字化网络，分布式发电互相连接。存储效率会提高且呈双向。数字化变压器将大幅降低传输过程中的能源损耗。

第三类

现在的家庭，只是与公用事业类和传媒类公司打交道；未来的公司，借助移动设备的各种数据，将以更加便捷的方式为家庭提供全面服务。不仅能够预判并识别你对声光电、健康、音乐、教育等领域的偏好，而且这些数据和应用可随时跟你“搬家”。

第四类

旅游好帮手。你只要输入目的地和时间，所有食住行的细节都为你安排妥当。

第五类

废物利用。利用微流控技术，这类“挖矿”者将是获利最丰厚的，比如从消费类电子产品中提炼金银，从地热电厂废水中提取锂，从电子产品中提取高价值的稀土金属，利用有机废物发热发电，制造化肥。

第六类

利用非化工净水技术和矿物质化技术，提供高质量的农业用水和饮用水。此类公司不仅可以降低废水排放量，提高循环使用效率，而且还可以提供城市水网的管理和监测。每年只需要提供 20% 的新水就可以满足全年的需求量。对健康带来的益处将超出基建相关开支。

第七类

有机生活提供者。这类全球化公司将能够做到当地采购，而且生产营养丰富的食物消耗的水和能源只有此前的十分之一。

第八类

用比铝更便宜的碳纤维制造的车船飞机，建造的房屋，更加安全、节能、舒适、符合空气动力学。以 3D 打印为代表的逐层叠加制造方式，让替换零件更加便捷，而碳纤维回收终于形成闭环，助力实现真正的循环经济。

第九类

会有一类公司专门为政府提供技术支持，让政府可以为公民提供个性化的服务，例如护照、驾照、医疗、养老、各种职业培训等等。这类服务不会很贵，但可以让政府提供标准化服务。

第十类

传感器网络整合后，需要对数据进行算法分析，应该有这样一类公司，他们不仅帮助小用户接触到大数据，而且提供分析工具帮助其进行商业决策。

第十一类

设备，有了软件，就不再只是设备，而是一种服务，受众范围会大得多。小公司也能够使用最先进的设备，通过远程操控，满足更加个性化，本土化的需求。

第十二类

为不发达地区（未来的十亿消费者）提供低成本的基础设施（全部以集装箱的形式），比如太阳能、储存的电、手机基站 & 充电、水井、水净化设备、LED 灯、互联网入口等等。

(摘自 2014 年 4 月新书 Resource Revolution: How to Capture the Biggest Business Opportunity in a Century, 作者来自斯坦福大学和麦肯锡)