

## “管鲍之交”的投资启示



陈嘉禾

在中国历史上,有一段非常有名的故事,叫“管鲍之交”。在战国时代,当管仲成为齐国的国相、统领齐国走向富强以后,管仲对于曾经给予自己莫大帮助的鲍叔牙,说了这样一段评价:

“吾始困时,尝与鲍叔贾,分财利多自与,鲍叔不以我为贪,知我贫也。吾尝为鲍叔谋事而更穷困,鲍叔不以我为愚,知时有利不利也。吾尝三仕三见逐于君,鲍叔不以我为不肖,知我不遇时。吾尝三战三走,鲍叔不以我怯,知我有老母也。公子纠败,召忽死之,吾幽囚受辱,鲍叔不以我为无耻,知我不羞小节,而耻功名不显于天下也。生我者父母,知我者鲍子也。”

### 管鲍之交中的两个要素: 动机与时运

在这段话里,管仲说了自己做得很糟糕的五件事情,分别是做生意多给自己分钱、帮鲍叔牙做事结果栽了、被公务员队伍开除过三次(三仕三见逐于君)、上战场打仗逃跑了三次(三战三走)、政治斗争失败不肯以身殉主。

想想看,如果我们身边有这么一个朋友,不会搞钱,做事也不会,胆子又小,还是个投降派,我们怎么看他?简直就是窝囊废一个对不对?结果,鲍叔牙透过这一切,看到了背后的两个要素:动机、时运。

看清了动机和时运,鲍叔牙就理解了管仲为什么五次做事五次糟糕:要么是动机善良,和传统理解却相违背(比如打仗逃跑不是因为胆小,是怕自己死了老娘没人养),要么是时运不济。总而言之,一句话,管仲其实是能干的好人,只是他的动机和时运总是不凑巧罢了。

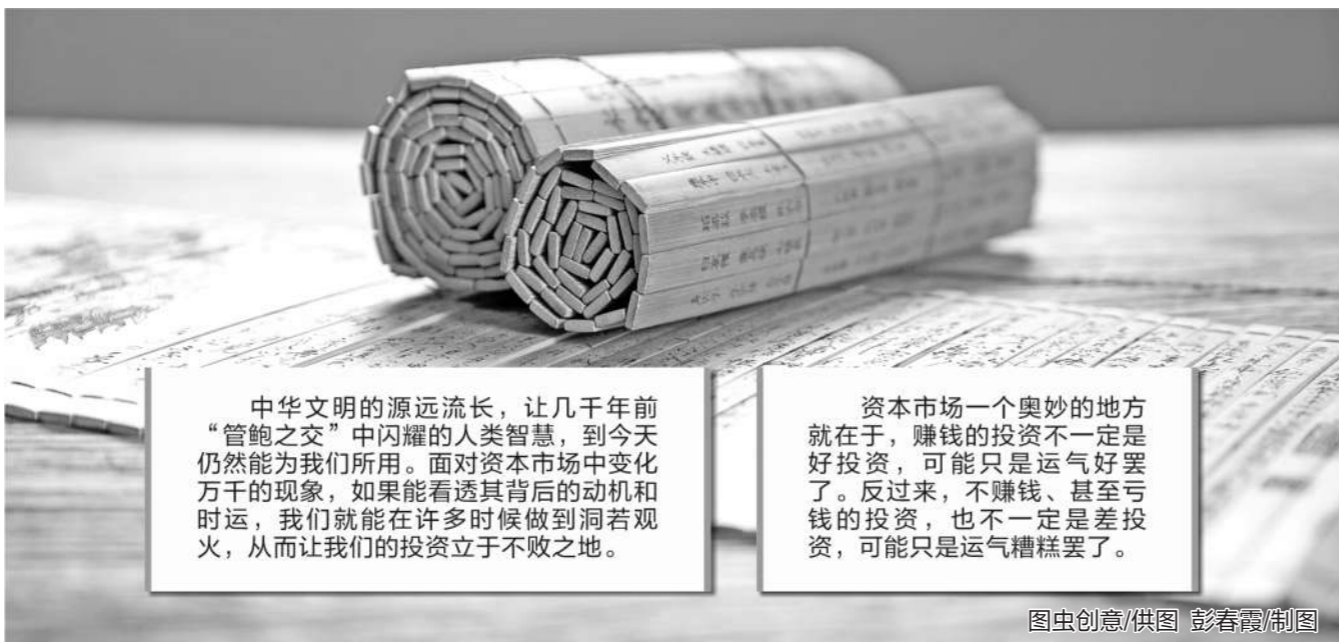
在透彻理解管仲以后,鲍叔牙毅然向齐桓公推荐管仲为相。于是,齐国由此富强,齐桓公成为春秋五霸之一,而鲍叔牙自己也得到了很好的回报。《史记》记载他“子孙世祿于齐,有封邑者十余世,常为名大夫”。十几代鲍叔牙的子孙,都因此成为齐国的贵族。

这比今天拼命鸡娃、指望孩子考个好大学就算完事的家长们,可是高明了太多。

### 看透投资中的动机

在管鲍之交的故事里,我们看到两个非常重要的因素:动机、时运。也就是说,要理解一个人、一件事,我们不能光看现象本身,而是必须先理解其背后的动机、时运。

在资本市场里,事情也是一样:要理



中华文明的源远流长,让几千年前“管鲍之交”中闪耀的人类智慧,到今天仍然能为我们所用。面对资本市场中变化万千的现象,如果能看透其背后的动机和时运,我们就在许多时候做到洞若观火,从而让我们的投资立于不败之地。

资本市场一个奥妙的地方就在于,赚钱的投资不一定是好投资,可能只是运气好罢了。反过来,不赚钱、甚至亏钱的投资,也不一定是差投资,可能只是运气糟糕罢了。

图虫创意/供图 彭春霞/制图

解资本市场,必须理解其中的动机、时运。

这里,首先让我们来说说道理。

说到动机,资本市场里有一句经典名言:“屁股决定脑袋,仓位决定观点。”当你问一位投资者“市场会怎样”时,绝大多数时候你无法得到真正理性、超脱事外的回答。

一般的结果一定是这样:如果这位投资者满仓,他就会告诉你“市场会很好”,反之则会告诉你“市场糟糕透了,千万别投资”。毕竟,有谁会认为市场会很好,自己却不买,或者认为市场要暴跌,自己还满仓呢?

这种“碍于事实、誓死捍卫自己仓位”的现象,原因就来自于动机。人总是有动机把自己的行为描述成正确的,因此满仓的人一定看多,空仓的人一定看空,也就成为几乎颠扑不破的真理了。

而正是由于这种现象,导致对市场观点的调研,几乎没有准确性可言,或者几乎都是反向指标。

当大比例的投资者看多市场时,意味着他们的账户里几乎都是股票,没有现金。那么既然大家都没有现金,新增的资金又在哪里呢?又有谁有钱推高市场呢?而且当大家手里都是一把股票的时候,砸起盘来可是子弹充足。

反之,当大部分投资者看空市场时,打开他们的账户,你一定会发现他们没有多少股票,却有大把现金。没有人有股票可以卖,一堆现金等着买,这样的市场往往机会会远大于风险。

所以,下次当你看到“90%的投资者看空市场”这样的消息时,你会害怕,还是开心?只分析现象,你一定会害怕,这么多人看空!但是分析一下现象背后的动机,你就会感到非常高兴。

再比如,在新媒体时代,我们会看到很多分析市场的“小作文”。这些小文章有一些共同点,比如经常危言耸听,听起来头头是道,但是看完了也不知道是谁

写的(往往用了一个笔名),仔细分析发现其中逻辑漏洞百出。

每次有朋友拿着这样的“小作文”来找我,问我写得有没有道理,我都会让他先等一下:在分析这篇文章以前,你先告诉我,你想过没有,这个作者为什么要写这篇文章?是真想把事情讲清楚、带给你智慧,还是打算用迎合时事的惊悚分析吸引流量,从而赚广告费之类的收入?明白了很多文章背后的动机,我们就可以节省不少脑细胞。

对于金融产品的销售来说,很多时候事情也是一样。为什么理财经理卖这个产品给你?他卖产品给你的动机是什么?是为了你的资产增值,所以从几千上万个产品里精挑细选了这一个给你,还是因为最近接到了这个产品的销售任务?或者因为这个产品的佣金率,在最新推销的产品里算比较高的?

同样,对于基金投资来说,为什么我非常看重大金额、大比例的基金经理自购?原因也是来自动机。

即使我们无法了解一位基金经理在做投资时,背后的动机究竟是持有人赚钱,还是为了给证券公司多赚佣金,还是为了追上短期排名,抑或是为了保住饭碗,但是如果这位基金经理自己大金额、大比例申购了自己的基金,那么他为基金长期净值着想的动机,就一定会更强。

所以,我们分析资本市场的各种现象时,先看透背后的动机,许多事情就会变得清晰透彻起来。

### 明白市场里的时运

说完了动机,我们再来看时运。

在“管鲍之交”的历史典故中,管仲五次糟糕的表现,三次是因为背后特殊的动机,两次则是因为时运不济(谋事而更穷困,三仕三见逐于君)。在投资工作中,“时运”也是非常重要的决定因素。

说起来,资本市场一个奥妙的地方就在于,赚钱的投资不一定是好投资,可能只是运气好罢了。反过来,不赚钱、甚至亏钱的投资,也不一定是差投资,可能只是运气糟糕罢了。

这种“赚钱亏钱”和“运气好坏”之间复杂的关系,让不少投资者感到困惑。不过,反过来想想,如果赚钱的投资都一定是好投资,亏钱的投资就一定是差投资,那么投资岂不是太容易了吗?我就买最近业绩最好的那个基金就行了呀?在2020年基金大牛市里,许多投资者就是这样想的,后来的结果大家都知道了。

对于几乎所有优秀的投资者来说,他们的投资生涯中,都一定会经历糟糕投资带来的逆风期,没有谁的人生注定一帆风顺。

比如,沃伦·巴菲特所掌管的伯克希尔·哈撒韦公司,尽管创下了人类历史上最伟大的投资奇迹之一,但是其股票价格在1972年~1975年之间的表现简直惨不忍睹,这4年的回报率分别是8.1%、-2.5%、-48.7%、2.5%。整整4年,累计亏损了44.6%。

假如有一位基金经理,在4年的时间里把我们的钱亏掉了44.6%,还跟我们说什么价值投资、市场短期无效、基本面其实在增长(这4年里伯克希尔·哈撒韦公司的净资产实际增长了63.9%),我们肯定全部赎回!

结果,在这糟糕的4年之后,从1976年到2023年(截至8月3日),伯克希尔·哈撒韦公司的股票价格上涨了1.32万倍。

语到文末,感谢中华文明的源远流长,让几千年前“管鲍之交”中闪耀的人类智慧,到今天仍然能为我们所用。面对资本市场中变化万千的现象,如果能看透其背后的动机和时运,我们就在许多时候做到洞若观火,从而让我们的投资立于不败之地。

(作者系九圆青泉科技首席投资官)

## 雷电微力股价腰斩 陈发树承诺半年不减持

证券时报记者 吴志

集团创办人。

在公司股价持续创下新低后,雷电微力(301050)第二大股东、知名企业家陈发树作出半年不减持的承诺。

8月3日晚,雷电微力公告,公司股东陈发树自愿承诺,自2023年8月3日起6个月内不以任何方式减持其所持有的公司股份。

陈发树目前持有雷电微力1565.9万股,约占公司总股份的8.99%,系公司第二大股东。

2021年8月上市的雷电微力,主要从事毫米波有源相控阵微系统研发、制造、销售。

自上市以来,公司股价震荡下跌。Wind信息显示,2022年1月以来,公司股价跌幅达到56%。尤其是今年6月8日,雷电微力大跌11%,盘中创下58.95元的上市以来新低。

随着股价不断下跌,投资者的不满情绪也与日俱增。在雷电微力6月份的投资者关系活动上,有投资者询问公司中期业绩状况,以及股价持续创新低的原因。

雷电微力回应称,公司研发任务开展顺利、生产交付正常,团队稳定,各项工作均按计划有序开展。一季度营业收入同比增长9.07%,扣除计提信用减值损失和股份支付的影响,公司一季度利润同比增长处于行业中水平。

还有投资者直接追问公司6月8日股价大跌是否有解释。雷电微力表示,公司股价受经营业绩、国内外宏观环境、国家政策、行业周期及投资者心理预期等多因素影响,公司生产经营一切正常。

不过,公司的解释并未能挽回股价。8月3日,雷电微力再跌4.4%,股价跌至59.7元,再度逼近历史低位,公司最新市值约104亿元。

在此次陈发树承诺不减持公告披露前,雷电微力刚于8月2日公告变更董事长及总经理。

公告显示,公司现任董事长及总经理邓洁茹因个人原因辞去职务,辞职后将不在公司担任任何职务。邓洁茹系雷电微力第一大股东、实际控制人,其本人及一致行动人直接、间接持有公司23%的股份。

接替邓洁茹出任董事长及总经理的桂峻与邓洁茹系夫妻关系,此前一直担任公司副董事长兼副总经理。

生于1960年的陈发树,系中国著名企业家,新华都实业

集团创办人。1995年1月,新华都在福州东街口开设了第一家百货商场。1997年12月,新华都将下属部分优质资产进行改制重组,成立新华都实业集团股份有限公司。

陈发树在2015年入股雷电微力。到雷电微力上市前,陈发树直接持有公司约870万股股份,持股比例11.98%。雷电微力上市后,陈发树持股比例稀释至8.99%。

目前,陈发树并未直接在雷电微力任职,但陈发树的女婿韩陈诚自2019年11月起担任雷电微力董事,后在2021年底辞去职务。公告显示,韩陈诚当时并未在雷电微力领取薪酬,而是在陈发树控制的新华都实业集团(上海)投资有限公司领薪。

此外,因生产经营需要,雷电微力与新华都还曾有过资金拆借。

雷电微力上市时,作为持股5%以上的股东,陈发树承诺12个月内不转让公司股份。2022年8月,雷电微力迎来百亿市值解禁,其中就包括陈发树所持股份。

但自2015年入股雷电微力以来,陈发树从未减持过公司股份。此次再次承诺半年不减持,意味着陈发树的持股周期将长达8年以上。

除了雷电微力以及早年买入的云南白药外,陈发树及新华都还出现在隆基绿能、祥源文旅、必创科技、森特股份等多家A股公司最新十大股东名单。不过,陈发树在这些公司的耐心并不如对雷电微力。

以祥源文旅为例,公开信息显示,陈发树在2021年新进成为祥源文旅第五大股东,持股比例1.82%。此后经过增持,到2022年上半年,其持有祥源文旅4.28%股份,为公司第三大股东。

但2022年下半年其减持祥源文旅近900万股。今年一季度,陈发树再度增持了祥源文旅12万股,直接持股比例3.33%,仍为公司第三大股东。

再如中国中免,2020年一季度,陈发树买入中国中免1400多万股,以0.74%的持股比例成为中国中免第七大股东。经过持续减持,到2020年年底,陈发树持股比例已降至0.47%。而在中国中免披露的2023年一季报中,陈发树已不在前十大股东之列。

## 投资端改革势在必行



桂浩明

证券市场的基本职能,一般是通过融资端、投资端来体现。这几年,随着注册制改革全面实施,融资端进行了重大的改革,不但股票的发行制度有了革命性的变化,交易所也增加了,多层次资本市场亦得以基本建立。

融资端改革的实施,极大地增强了市场的融资功能。A股市场已经连续数年雄踞世界证券市场融资金额第一的位置,今年上半年更是把排名第二的美国市场远远甩在了后面,对于实现国家金融支持实体的战略目标,发挥了积极作用。

然而,与融资端改革成效显著相比,投资端的改革虽不至于乏善可陈,但进展的确较为有限,这不仅表现在作为表征市场走势的最主要指数上证综指长期徘徊在3000点附近,也表现在包括机构投资者在内的各类投资者在市场上难以盈利,导致证券市场低迷,吸引力下降。

由于投资端改革的滞后,已经对融资端的正常运行产生了不利影响,成为制约证券市场健康发展的一个重要因素。日前,有关监管部门强调,要重视投资端的改革。最近召开的中共中央政治局会议上,也明确提出要活跃资本市场,提振投资者信心。

投资端所出现的问题,已经引起各方高度关注,推进投资端改革已经成为当前证券市场的一件大事。这项改革成功与否,对于证券市场的良性发展,意义重大。

推进投资端改革,其第一要务就是提高上市公司质量。实行注册制后,放宽了上市条件,对企业的包容度提高了,这有利于成长型创新企业获得融资,借助资本市场的力量加速发展。但与此同时,也对上市公司在治理结构、信息披露以及企业管理等方面提出了更高的要求。

现在5000多家上市公司中,还是有相当一部分公司质量不尽如人意,科创板推出才4年,就已经有欺诈上市、上市后业绩大幅下降等案例出现。虽然这些都只是个案,但其负面影响却很大。

上市公司质量是证券市场的基础,也是投资端的基础。这几年,监管部门一直在推动提高上市公司质量的行动计划。有句俗话说叫“宁肯少些,但要好些”,站在投资端来说,这也是有道理的。投资端的改革,应该着眼于提高上市公司质量,同时强化退市机制,形成更为严格的约束性规范。

其次,投资端的改革,要以提升市场活力为目标。不能把长期投资与提高流动性对立起来,只要是依规合法的交易,都应该得到尊重与保护。在这方面需要端正认识,对于交易过程中出现的异动,在判断其性质时要尽可能地慎重,避免轻易采取停牌的措施,对于必

要的停牌,也应该控制时间。譬如现在转债上市后,如果涨幅较大就会停牌,且一直停到临收市前几分钟。其实作为一种警示性停牌,目的是提醒投资者保持清醒,停牌1个小时就足够了。如果投资者缺乏连续交易的预期,一直要担心所持有的股票会突然失去流动性,这个市场怎么能活跃呢?

此外,投资端的改革还要创造条件让更多机构投资者入市,鼓励保险、社保、养老金等入市的问题,早已是老生常谈了,但效果不尽如人意。这里的问题在于缺乏相应的配套措施,特别是没有必要的容错机制,使得不少机构投资者往往宁愿少做,不愿承担风险。

证券投资在本质上就是管理风险,如果投资者因为各方面的原因畏惧风险,那么其作为投资者的身份也就值得怀疑了。笔者希望在扩大机构投资者队伍方面,不能光喊口号,要有实际行动。因为只有这样,机构投资者才能真正发展起来,在市场上发挥应有的作用,为推动市场平稳发展作出贡献。

毫无疑问,我国证券市场的融资端改革是成功的,效果也是好的。现在应该加大投资端改革的力度,使之与融资端的发展相协调,形成一、二级市场良性互动的氛围。市场各界在共同

承担风险的基础上分享企业快速成长成果,促进国家经济发展、人民生活水平提高。

## 交通银行深圳分行开展“重温红色记忆,赓续八一精神”八一建军节主题活动

8月3日,交通银行深圳分行在华富街道元宇宙体验馆党群服务中心举办“重温红色记忆,赓续八一精神”八一建军节主题活动。深圳交行党委委员、副行长、工会主席李灿宙及退休党支部支委、退休军人党小组成员、在籍军人及军人家属代表、团干部、青年员工代表等30多人参加。

活动组织参观了深业上城元宇宙体验馆党群服务中心,在充满科技感的“红色堡垒”,探索“科技+文化”的活力党建。活动人员通过VR模拟观看长征历史场景,线上体验沉浸式党课,还一起观看了电影《我爱我的祖国》。



活动现场,李灿宙代表分行党委向参加活动的代表们致以亲切的问候,通过在场的军人代表向深圳交行退役军

人致以节日慰问,感谢各位代表在平凡岗位上恪尽职守、锐意进取,展现军人风采,并与在场团干部与青年员工代表进行互动交流,勉励分行青年员工以军人坚韧不拔的作风要求自己,加快成长,在岗位上尽情挥洒汗水,奋勇拼搏,向高质量发展新征程奋进。



本次活动旨在庆祝建军96周年,大力弘扬拥军优属的光荣传统,增强全行干部员工凝聚力、战斗力,营造积极向上、奋勇争先的团队氛围。未来,深圳交行将继续结合实际,常态化开展对退役军人走访慰问、红色系列主题活动,持续传承红色基因,赓续革命传统,切实承担起新时代赋予的历史使命。(CIS)

