

诺贝尔经济学奖得主 (1997) Robert C. Merton

全球金融期货之父 Leo Melamed

诺贝尔经济学奖得主 (2010) Christopher A. Pissarides

与大师对话

The Thought Leader Series

诺贝尔经济学奖得主 (1997)
Robert C. Merton诺贝尔经济学奖得主罗伯特·默顿：
财富管理与财富传承北京大学光华管理学院副院长、
金融学系教授金李

人和家族企业如何管理财富？如何通过投资组合把握全球市场价值？3月17日，诺贝尔经济学奖获得者罗伯特·C·默顿（Robert C. Merton）在北京大学光华管理学院“与大师对话”活动上给出了自己的见解。

北京大学光华管理学院副院长、金融学系教授金李为这场演讲致了开幕辞，来自光华学院的500多名学生和各界朋友出席了这场活动。

罗伯特·默顿，美国哈佛大学商学院金融学教授。哈佛大学最高级别“大

学教授”。1997年诺贝尔经济学奖获得者。现代金融学开创者之一。

【以下内容根据默顿教授发言整理】

一、多元化、多元化、全球多元化
“你应该将表现最好的市场纳入某

个市场投资组合之中，这就是多元化，这种投资组合所带给你的收益曲线（投资收益）甚至会比任何一项单一投资标的都好。”

正如一句古老的金融格言所说：“多元化，多元化，还是多元化。”但一般而言，这个格言是指股票投资中的多元化投资组合——对普通投资者来说这已经是一种常识。然而，默顿对这一建议做了进一步的发展。他认为，拥有一个全球性多元化投资组合才是关键。

为什么呢？

以下是香港1993年至2015年期间经济表现的图表，表中有三条线：分别是香港预测市场表现、实际市场表现和世界市场表现。可以看出，即使香港的实际市场表现优于预测，但它仍然落后于全球市场表现。

因此，默顿提出了以下投资组合结构：

高表现国家投资（High performing country investments）+ 世界市场多元化（World market diversification）

他认为，即使你觉得自己对某个特定市场非常熟悉并且对该市场拥有深厚的专业知识，但如果你只投资于一个国家，那么与全球市场相比，你的投资组合仍将弱于大盘。当然，如果你并不具备专业知识，即使在全球范围进行投资，情况也不会好。

二、降低风险

“投资过程中不应该将公司（家族企业）内部投资和外部投资彼此分离看待。虽然无论是从法律角度上还是从其他角度来看，内部和外部确实是独立的，但是，从风险和投资组合的角度来看，这两方面应该被整合在一起……只有通过考虑这些风险，你才能决定什么是正确的投资组合选择，到底有多少债务等。”

默顿解释说，对于私营公司来说，尤其是家族企业，制约因素之一就是如何获得资本。而其借款能力取决于该公司借贷抵押资产的风险水平。

默顿解释说，“任何时候如果你持有的价值带有风险，无论是增值还是中性价值（如持有标准普尔500指数成分股），你的债权人在决定将多少资本借给你时都会考虑这些风险。”

如何才能提升自己的筹资能力？

默顿给出的答案是：巧妙管理你的风险是关键。简单地说，“如果你的投资组合风险较低，他们（银行）就愿意借给你很多资金，但是，如果你的投资组合风险很高，他们就只会借给你一点。”

默顿建议，降低公司投资组合风险的最好办法是在坚持投资核心业务的同时，从非价值投资中消除所有风险因素，并且进行全球性多元化投资组合投资。即，投资于核心业务+降低非价值投资风险+全球性多元化市场投资组合。

这种方法为什么有效？默顿认为，其背后遵循了同样的逻辑，即“多元化、

多元化以及全球多元化。”

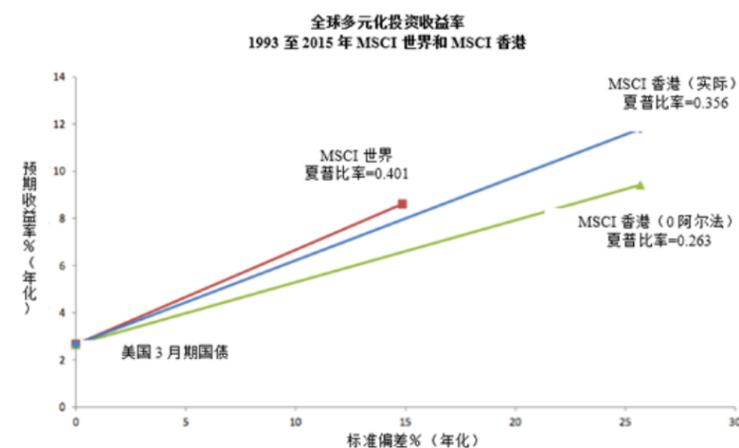
三、诚信+能力=信任

“金融服务，和大部分治病药物一样，不能是全透明的。因此，唯一有效的途径就是信任。”默顿就财富管理的未来发展给出了他自己的看法：

在金融领域，信任是关键因素。默顿对“信任”的定义包括了两个部分：第一，值得信赖；第二，能力。两者缺一不可。他举例说明两者关系，“我会用我的生命去信任我的儿子，我相信他会永远为了我的利益而做出决定，他是值得信赖的。但我不会让他为我做心脏手术，因为他没有这个能力。”因此，默顿认为，单一收费型财务顾问模式将是财富管理行业的未来发展趋势。

随后，默顿谈到目前金融行业存在扰动因素。信任同样是这一领域的重要因素。默顿认为，高科技公司提供的财务处理业务能够扰动金融业，因为这种方式能够降低交易成本，并且处理速度非常快。然而，他认为，财务咨询却不能做到这一点。

1993至2015年MSCI世界和MSCI香港



1993年至2015年，MSCI香港全收益指数，MSCI全球全收益指数，3月期美国国债利率。收益以美元计。



诺贝尔经济学奖得主 (2010)
Christopher A. Pissarides

诺奖得主皮萨里德斯： 中国如何面对经济增长放缓、提高国际竞争力？



北京大学光华管理学院陈玉宇教授

2016年3月21日，诺贝尔经济学奖得主克里斯托弗·皮萨里德斯（Christopher A. Pissarides）作为嘉宾参加北大光华“与大师对话”活动，光华管理学院陈玉宇教授主持了本场活动。

克里斯托弗·皮萨里德斯是伦敦政治经济学院教授，他因劳动力市场、失业，以及宏观经济稳定的研究而获得2010年诺贝尔经济学奖。此外，他还研究经济结构变迁、经济增长，并且特别关心中国经济问题，多次为中国经济发展建言献策。

【以下为皮萨里德斯教授发言观点整理】

我们知道在过去几十年当中，中国已经取得了令人瞩目的增长，非常快速，但是尽管中国的收入水平、劳动生产率增长得很快，但跟美国、欧洲还有很大差距。比如，同样一个产品，同样的时间，中国工人原来生产2个，现在生产25个，相比过去大有提升，但是欧洲的工人可能生产50、60个，美国工人生产100个，差距很明显。而且现在我们看到了一些中国经济增速放缓的趋势，所以，现在问题就是中国能做什么，中国的政府能做什么，来提高中国的平均劳动生产率？如何能够让中国劳工一天的单位

生产从25%增加到100%，或者至少能够跟上欧洲50%、60%的水平？

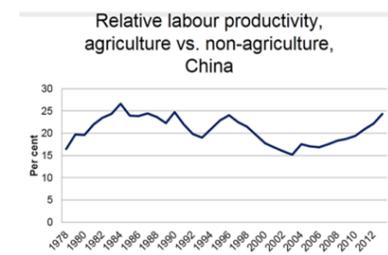
三个途径提高劳动生产率

中国目前劳动生产率水平仅占欧洲的40%，占美国的25%。可以在以下三方面进行改善：

首先，提高劳动力自身的生产力和对劳动工具进行改造。一个重要途径就是机械化、规模化，这才是现代农业的方式。

第二，结构性转型，即从低效的经济活动转向高效的经济活动转移就业种类。具体来说，中国农村地区的劳动生产率相较于城市只有25%，城市里面的工作更多的是参与产业以及服务业。所以，如果想要劳动生产率有所提升，需要将更多的务农人口转向非务农人口。2%的美国人生产的农产品不仅仅养活了美国全国，同时还可以出口，为什么中国需要用20%的人从事农业劳动？如果最终实现像美国那样的农业高效生产率，那么可以释放、转移一部分农业人口的生产力到其他产业，这是非常可观的。过去20年当中，中国已经在这方面做了大量的工作，积极地把农村的

人口移往城市。但是，像北上广这样的大城市，虽然有很多务工人员，但是他们并没获得在城市居住的许可，即没有在城市居住的身份跟地位。这种现象可以归结于户籍制度的限制，需要对户籍制度进行改革以适应劳动力人口的产业转移。现在还有一个非常重要的就是土地制度的改革，把小块土地打通成大片土地，以适应机械耕种的需要。

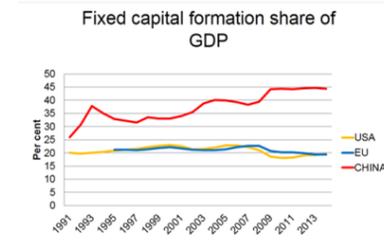


第三个重要因素就是提高技术。这需要将资本投入到技术以及资本密集的行业，改良劳动工具，使得劳工的产出能够通过更先进的技术，实现增产。要实现农业的规模化，需要机械耕种，由于大片土地是降低机械化成本的条件，这就需要土地可流转。所以户籍制度又是一个关键，只有松绑才可以让土地自由

转让，从而完成规模和效率最大化。

中国 GDP 投资存在大量浪费

人力资本、投资与技术研发是促进工业发展的源动力。中国拥有大量的高校毕业生和留学生，因而人力资本量大质优。对于投资与技术而言，中国目前的投资占GDP的比重虽然超过欧美国家，但质量欠佳，同时存在大量浪费的情况。

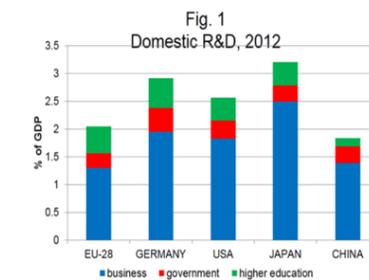


上图，大家先看一下红色的线，中国的投资大概占了GDP的45%，蓝色和黄色是美国和欧盟的投资情况，大概占GDP的20%左右。那么，为什么欧美只占（GDP）20%左右的投资能够带来这么高的生产率，远远高于中国（GDP）45%的投资？其中重要的原因就是投资的质量好，在投资过程当中还同时投资了非常好的技术项目。而其他80%的投资是在做什么？其实就是在刺激消费和刺激服务。现在中国在消费和享受服务当中的投入很多其实都被浪费掉了，所以需要减少投资上的浪费。

中国研发能力滞后在哪

从研发角度比较欧盟、德国、美国、日本，以及中国，中国仍然是滞后的。首先，图表中红色的部分，指的是由政府主导的科研，很多时候指的是在国防方面。在这块当中，中国并不比别的国

家差。但我们要担心的是蓝色部分，如果把中国与日本进行比较，就可以看得出来，日本企业有超过2.5%的GDP是在私企进行科研投资，德国是将近2%的GDP，但中国只有1.4%左右。



从全球市场来看，竞争力水平要靠生产率水平而非工资高低。德国拥有领先世界的竞争力是因为它的生产率在不断提高。只有生产率提高，工资水平才能提高，这样才能够继续保持竞争性。中国工资只有欧美国家的25%左右，因而提高反映工资实质的生产水平才是关键。除了上面提到的土地改革、给投资找到新的方向，对于工业来说，最关键的突破点在于需要有更好的研发能力和平台，而不仅仅只是学别人的技术。中国在与其它发达经济体的比较中，研发方面是滞后的，这种滞后主要存在于私企与大学中的基础科学研究。美国西岸硅谷的繁荣和创新奇迹的灵感很多时候都来自高校。因此，高校里的研发会为中国自主开发品牌提供支持动力，同时通过创新的产品，更好的满足人们不断迭代的真实需求。

“中国制造2025”看好哪些行业

中国过去20年的生产力增长所依赖的高科技企业，比如ICT信息技术的调动与创新对于其他行业会有溢出效应，这种创造性的破坏将淘汰不需要的工种和工作，创造出新的活力与机会反

补失业人口。但是需要注意的是，这样的良性周期可能会因为政府的不良政策而没有办法继续向前推进，因此，政府必须要进一步加强对中小企业的支持，才能保证他们在这些周期中不被淘汰，发展起来，为社会创造就业。

到底中小企业必须在哪些行业当中蓬勃发展？哪些行业是我们应该把养老金拿去投入的领域？首先是医疗、看护，随着国家越来越富裕，大家将越来越关注自己的健康，而不仅仅是生了病住院以后的看病服务，还包括健康管理。另外，教育、旅游业、酒店、房地产等，都需要有更多的人投入到这些服务行业当中。中国目前还面临着贫富差距大，社会各方面的不平等问题，必须要进行各式各样的社会改革，包括医疗、养老方面以及储蓄和投资方面，随着人们逐渐进入退休年龄，必须要开始考虑退休后的收入来源。中国的行业需要在未来重组，然后鼓励大家进行更多的消费。如果行业没有办法产出能满足未来人口和消费的需求，就需要进口这些产品，进而影响到中国的贸易顺差。

“一带一路”的意义及挑战

One Belt One Road map



“一带一路”的提出是希望能够调动起原来通往欧洲的陆上“丝绸之路”，以及中国东南沿海的海上“丝绸之路”，连接南中国海、印度洋、地中海的这条通路，形成有效的区域合作平台，覆盖

中国大部分的贸易伙伴。若能在这条通路上面实现货物运输，则可以摆脱目前中国必须通过国际运输服务商进行出口的劣势，在自主权和运输速度上得到提升。其中与众多贸易伙伴的文化、技术交流可以帮助中国在劳动力和技术层面上“走出去”。

当然政治意义是其中最关键的一点。欧洲领导人很拥护“一带一路”，但是，美国却在推出跨大西洋的一些政策，包括和欧洲签订自由贸易协定、建立跨大西洋的合作伙伴关系，以扩大自身影响。与美国在这一区域的竞争是中国做所面临的政治风险。

除此之外，不同国家价值观上的差异也会导致进程中的文化风险。但是，我还是希望它能够成功。因为它会对区域性贸易做出很大的贡献。同时，也会助益中国西部地区的发展，对当地的经济产生很大的影响，当地的农业发展也会有进一步的改变。

年的美国情况一样，我们当时情况几乎更糟。据说1987年的时候我们的市场一天就跌了22%，中国的股市跌幅还是在一个月里才超过22%。当时在美国也有很多政客说，都是要怪期货。但这不是期货的问题，期货只是反映现实，现实就是市场走涨得太高了。期货就像医生的体温计，如果量到病人发烧了，就要吃药诊治，你要是不相信体温计，把体温计扔掉了，对病人有用吗？没有用。你一定要听取市场的信息，市场会告诉你真实的情况。他们一定会变化，因为不断有新的因素进来，事实会有变化，但是市场总是会反映现实。

时银行都是跟这些商业交易打交道，一次交易就是20万美元，这在当时是比较普遍的，但是对于投机者来说量就太大了，有谁能够倒来倒去20万，没几个人，所以这个市场就不太活跃，后来我就懂了，价格单元太大了，我就减少了一半，从20万变成10万，这时候市场就灵了，有很多人参与投机了，很多商业交易者他们也适应这个10万的价格。市场中正常交易与投机的具体比例是多少，我没有办法说。但是如果价值太高，就不能投机，如果价值太低，对商业交易者也不好。假如降到两万，那些商业交易者就懒得来搞了，因为你要进行大笔交易，佣金又太多了。

你要学习，要学会做交易。第二还得有资本。你要从一个产品慢慢开始交易，然后成功的时候可以有更多的钱去投。还有就是连接，市场变动得很快，你打电话找你的交易代理，太花时间了。你一定要与市场有连接，要学会怎么来按一下就操作，就买就卖，这个很难。这是三个根本的条件，我不建议任何人做这样的投机交易，有时候可能连续十年都亏钱，所以你要有足够的资本，要认识到它的困难。从投机的角度，我觉得最大的挑战就是要判断出市场的走向。

投机和对冲的理想比例

一定要有流动性才能有市场，对冲参与者知道市场上总是有很多要价的，很多应价的，这样大家才能成交。所以说，投机对于市场的形成非常重要，但是让投机占多大比例合适？10%的对冲，90%的投机是不行的，一个纯粹投机的市场它就是一个赌场，没有意义，这不是我们要做的事情。我们说的经济，是严肃的工具，你要有一个严肃的市场，你可以买和卖，但是里面没有基础。所以，至少要有百分之三四的套期保值，如果50%、50%也更好。如果说套保交易太多，交易就不够活跃。

所以，一个价值100万美元的合约，参与这样大宗交易的人可能并不多，因为一次就一百万，但是这个市场是有效运行的，这个工具的价值够大，这个商业活动就会占多数。商品的价值有多大是有影响的，到底是商业交易多，还是投机多。1972年，我开货币市场的时候，当时我不懂，我不知道这个比例多少最好，也不知道他们的每一个合约的价值应该是多少？当

我昨天跟证监会的新主席聊了一天，他是非常聪明的一个人，我们谈的很好，他也理解我刚才说的这个问题，要改变投机和正常的套保交易的比例，要通过教育，让投资者理解市场的作用。

个人是否适合做期货投机？

个人参与期货投机交易比较困难，因为期货市场波动很大，上下波动很快，你一定要特别熟悉期货市场才行，个人一般没有这样的条件来连接这样大的市场。你要很懂才能去做，才能去投机，这是很难的。很多人来问我说，你觉得我能去做投机交易吗？我不知道，这要看你的心理、资金、与市场的连接，这三个重要元素。

第一个就是心理，你要不是一个敢于承认错误的人，就不要进行投机，肯定会输光的，你要能够承认失败，承认错误，发现错了，赶紧退出来。有些人不愿承认自己的错误，一味留市场里面，最后输光了。所以，如果你要不是愿意承认错误的人就不要搞这个。你要敢于说，我搞错了。然后

现阶段中国原油期货市场应用美元计价

中国的能源有60%是进口，来自世界各地。既然国外进口占比那么大，那么你们就必须对于价格有一些发言权。所以，我总是跟这些监管当局说，你们必须要能够对于你们接下来能源的供给有发言权。因为现在你们只能被动地去接受定价。但是我认为，如果能够有这个定价的话语权，你就可以减小定价方面的风险。所以，也许你们就应该积极的去推出一个原油的期货市场。那应该是以美元还是人民币计价？我觉得可能必须是美元，因为全世界其他地方他们都用美元来交易原油，如果现在突然推出一个人民币，没有办法吸引到足够的交易对手。但是，如果人民币成为一个比较重要的储备货币的时候，你就可以用人民币来做原油期货的交易。但是，现在人民币离成为储备货币还有一段路。

我个人认为现在应该用美元计价原油的期货，但是，如果哪天国际能源交易所他们觉得更愿意用人民币交易，也许这就是推出人民币计价的原油期货的成熟时机了。

“全球金融期货之父”梅拉梅德： 国际金融市场的现状与未来



全球金融期货之父 Leo Melamed



北京大学光华管理学院副院长、金融学系教授金李

3月22日，北京大学光华管理学院“与大师对话”系列活动邀请到芝加哥商品交易所名誉董事长、梅拉梅德公司董事长，被誉为“全球金融期货之父”的利奥·梅拉梅德(Leo Melamed)博士，发表了以“国际金融市场的现状与未来”为主题的精彩演讲。光华管理学院副院长、金融学系教授金李现场与梅拉梅德博士进行了对话，并主持了现场问答环节。

梅拉梅德博士是芝加哥商品交易所的名誉董事长，同时也是梅拉梅德公司董事长，被誉为“全球金融期货之父”，1972年就担任商品交易所的董事长，并创建了国际货币市场。他带领芝加哥商品交易所开展了多种多样的商品交易，1976年推出了世界上第一个电子交易期货市场，带来了革命性影响。1992年，梅拉梅德博士成

为全球电子交易创始董事长，同时也为很多全球交易所市场，和很多国家的金融监管当局提供顾问。

【以下内容根据梅拉梅德博士发言整理】

股市震荡不应归咎于期货这支“体温计”

期货市场在中国的发展始于农业。2006年，我说服了你们一位很重要的领导人，就是王岐山副总理。我说你们应该搞一个股指期货市场，很多国家都有股指期货。所以，2006年金融期货市场在中国搞起来了。如果在美国推出一个新产品，第一天能有1000笔交易已经算不错了，但中国就可能会有5万笔交易，这么大的数目，一定会很成功。

在它随后的发展过程中遇到一个

大问题，就是这些交易基本上都是投机行为，可能占到90%，只有10%的商业交易，这是个不好的比例。这一点很难改变，因为这种改变需要教育，但教育投资者如何利用市场是很难的。现在还没有很成功的做法，所以去年夏天的市场突然像脱缰的野马，大家觉得只要买股票就能赚钱，是啊。但是有一定的风险，你如果把它炒的太高了，就知道结果会怎么样了，后来确实应验了。一跌就跌得一塌糊涂，这样大家都说，这要怪股指期货，期货不好。不然，期货只是体现了现实，它们是传递信息的，因为它们最接地气，最敏感，与市场连接最紧密。一个指数过高或过低都会最早通过股指期货有所反映。

很遗憾的是中国的市场太高了，大家恐慌的时候就会暴跌，这跟1987