

우리 시대의 글로벌 가치 투자

리 루

베이징 대학 광화 경영대학원 가치 투자 과정 10 주년 기념 연설, 2024 년 12 월 7 일

장궈화 교수님, 징창 선생님, 그리고 이 과정을 가능하게 해주신 모든 선생님, 동료, 학생 여러분께 감사드립니다! 올해 장 교수님께서 미국을 방문하셨을 때, 우리는 지난 10 년간 이 과정이 학계와 산업계 양쪽에서 얼마나 의미 있는 영향을 미쳤는지에 대해 논의했습니다. 올해 온라인 과정 지원자 수가 1,000 명을 넘었다는 사실은 이 과정의 성공을 증명합니다.

10 년 전, 우리가 베이징 대학과 협력하여 이 과정의 개설을 지원하기로 결정했을 때, 이는 저의 개인적인 경험에서 영감을 받았습니다. 35 년 전, 제가 처음 미국에 도착했을 때 컬럼비아 대학에서 유사한 과정을 제공했고, 이를 통해 저는 가치 투자의 거장 워렌 버핏을 만날 기회를 얻었습니다. 이 만남은 이후 30 년 동안 제 삶의 궤적을 근본적으로 바꾸어 놓았습니다. 그래서 우리는 이러한 기회와 아이디어를 젊은 중국 학생들에게도 제공하고 싶었습니다.

오늘 많은 친구들과 학생들이 시애틀 현장과 베이징 온라인으로 참여하고 있습니다. 참석해주셔서 감사합니다!

서론은 이만 줄이고 본론으로 들어가겠습니다. 2015 년 첫 강연에서는 "중국 가치 투자의 전망"에 대해 논의했습니다. 5 년 후인 2019 년에는 "가치 투자의 이론과 실제"가 주제였습니다. 올해 초, 장 교수님께서 10 주년 기념 아이디어를 논의하기 위해 시애틀을 방문하셨고 다시 강연을 요청하셨습니다. 오늘 저는 "우리 시대의 글로벌 가치 투자"에 대해 이야기하고자 합니다.

지난 5 년 동안 중국과 세계는 많은 변화를 겪었고, 이는 투자자들에게 상당한 혼란을 야기했습니다. 가치 투자는 어디에서 실행되든 우리가 사는 시대와 밀접하게 연관되어야 합니다. 가치 투자는 상향식(bottom-up) 기본적 분석을 강조하지만, 우리가 투자하는 기업들은 특정 시대에 존재하며 필연적으로 다양한 거시적 요인의 영향을 받습니다. 따라서 우리는 우리가 사는 시대를 벗어날 수 없습니다. 이러한 점을 염두에 두고 제 생각 몇 가지를 공유하고자 합니다.

오늘 강연은 네 가지 주요 주제를 중심으로 진행됩니다.

현 시대의 주요 딜레마(predicaments).

이러한 딜레마의 근본 원인과 본질에 대한 고찰.

중진국 함정(middle-income trap), 국가들이 이를 극복하는 방법, 그리고 현재 국제 관계에 대한 생각.

우리의 주요 주제로 돌아가서, 글로벌 가치 투자자로서 현 시대의 도전에 어떻게 대응할 수 있는가.

(페이지 2)

이 네 가지 주제는 방대하므로 너무 깊이 파고들 수는 없지만 각 주제의 핵심 사항을 다룰 것입니다. Q&A 세션에서 다루지 못한 부분이 있다면 자유롭게 질문해 주시면 최선을 다해 제 생각을 공유하겠습니다.

I. 현 시대의 딜레마

우리 시대의 딜레마는 무엇일까요? 국내적 관점과 국제적 관점 모두에서 논의해 봅시다.

국내적 관점

국내적으로 도전 과제들은 가시적이며, 특히 젊은이들이 고용 압박을 가장 심하게 느낍니다. 국가통계국 자료에 따르면, 16 세에서 24 세 사이 청년 실업률은 약 20%에 달했습니다. 실업 문제 이면에는 민간 기업의 신뢰 문제가 있습니다. 현재 중국에는 약 7 억에서 8 억 명의 고용 인구가 있으며, 이 중 80-90%의 일자리는 비국유 기업 및 개인, 주로 민간 기업에 의해 제공됩니다. 국유 기업과 정부는 고용의 약 10%만을 차지합니다. 따라서 실업 문제는 주로 민간 부문이 직면한 어려움을 반영합니다. 최근 몇 년간 민간 기업가들은 재산권과 심지어 개인적 안전에 관한 일련의 문제에 직면했습니다.

실업 문제는 또한 소비자 신뢰 하락을 반영합니다. 이는 특히 부동산과 같은 자산 가치의 상당한 하락과 관련이 있습니다. 부동산은 한때 중국 가계 자산의 약 70%를 차지했으며, 오늘날에도 약 60%를 차지하며 여전히 가계 자산의 주요 원천입니다. 결과적으로 부동산 및 자본 시장 가격의 급격한 하락은 필연적으로 소비자 신뢰와 미래 기대에 영향을 미칩니다.

지난 몇 년간 경제적 어려움이 나타나면서 정책 대응은 주로 공급 측면 대책에 초점을 맞추었습니다. 그러나 현재 문제는 주로 수요 측면에 있으며, 이는 디플레이션 추세로 이어집니다. 중국에서는 "내권(involution)"이라는 용어가 인기를 얻었는데, 이는 디플레이션 환경에서의 극심한 경쟁을 반영합니다. 정상적인 경제 성장 조건 하에서는 경쟁이 극단적인 형태의 "내권"이 아닌 상승하는 나선형 성장을 유도합니다. 또한, 오늘날 더 엄격해진 규제 및 정치 환경에서 관료 시스템은 효과적인 긍정적 인센티브가 부족하여 정부 관료들 사이에 광범위한 "탕핑(lying flat, 무기력/소극적 태도)"을 초래하고, 이는 정책

전달 및 실행을 저해합니다. 이것이 중국이 국내적으로 직면한 딜레마 중 일부입니다.

(페이지 3)

지난 40 년 동안 중국은 전 세계 제조업 부가가치의 30% 이상을 차지할 정도로 발전했습니다. 그러나 중국의 국내 소비는 이 생산량의 절반 정도에 불과하며, 이는 중국 제조 상품의 절반이 다른 나라로 수출되어야 함을 의미하고, 선진국이 가장 큰 고객입니다. 최근 몇 년간 동남아시아가 중국의 최대 교역 상대국이 되었지만, 이 무역의 상당 부분은 동남아시아에서의 최종 소비가 아니라 재수출 무역이며, 상당 부분이 궁극적으로 선진국에서 소비됩니다.

국제적 관점

국제적으로 중국은 특히 미국 및 유럽의 선진국과의 관계에서 일련의 도전에 직면해 있습니다. 지난 5~6 년 동안 가장 중요한 글로벌 변수는 미국이 국제 문제에서 자신의 역할에 대해 근본적인 재평가를 한 것입니다. 제 2 차 세계 대전 이후 미국은 국제 무역의 평화와 안정 유지, 해상 안보(항행의 자유) 보장, 글로벌 자본 흐름을 관리하는 "안정화 앵커" 역할을 해왔습니다. 미국은 일련의 시스템, 법률, 분쟁 해결 메커니즘을 포괄하는 소위 "미국 주도 질서(American Order)"를 구축했으며, 모든 측면에서 핵심적인 역할을 수행했습니다.

그러나 최근 몇 년간 엘리트부터 중산층, 일반 시민에 이르기까지 미국인들은 이 역할을 계속 수행하는 것이 가치가 있는지에 대해 점점 더 의문을 제기하고 있습니다. 일부 추정에 따르면 미국은 전 세계 군사비 지출의 약 80%를 부담했으며, 세계 경제의 궁극적인 구매자, 통화 공급자, 최종 소비 시장 역할을 하며 효과적으로 글로벌 질서를 안정시켜 왔습니다. 하지만 많은 미국인들은 이제 미국이 얻은 것이 거의 없다고 믿습니다. 그들은 중국의 부상이 "미국 주도 질서"의 혜택을 입었으면서도 그 질서에 근본적이거나 심지어 적대적인 도전을 제기한다고 봅니다. 이러한 관점이 정확하든 아니든, 이는 미국으로 하여금 이 글로벌 질서를 유지하는 데 있어 역할과 자원 배분을 재평가하게 만들었습니다. 이러한 변화는 미중 관계를 근본적으로 바꾸었을 뿐만 아니라 글로벌 질서의 미래에 대한 근본적인 질문을 제기했습니다: 이 질서는 어떻게 진화할 것인가? 평화와 해상 무역의 자유와 같은 국제 무역의 공공재를 누가 제공하고 유지할 것인가? 이러한 맥락에서 중국 산업은 어떤 도전에 직면할 것이며 어떤 역할을 할 것인가?

요약

국내적으로나 국제적으로 최근 몇 년간 "우리 시대의 딜레마"라고 할 수 있는 일련의 문제들이 부상했습니다. 이러한 딜레마는 특정 시간이나 장소에 국한되지 않으며 단기적인 현상도 아닙니다. 대신, 미래에 대한 깊은 불확실성을 반영합니다.

II. 이러한 딜레마에 대한 성찰: 현상, 원인, 본질

다음으로 이러한 딜레마에 대한 성찰을 논의하고자 합니다.

(페이지 4)

이러한 딜레마는 중국에만 국한된 것이 아닙니다. 지난 500 년의 세계사를 돌이켜보면, 산업 도약 이후 중진국 단계에 진입한 모든 국가는 과도기를 겪었습니다. 이것은 모든 국가의 발전 과정에서 보편적인 도전입니다.

제 저서 『문명, 현대화, 가치 투자 그리고 중국』에서 저는 문명의 진화를 1.0(수렵-채집 문명), 2.0(농업 문명), 3.0(현대 과학기술 문명)의 세 단계로 나누었습니다. 2.0 단계와 3.0 단계 사이의 과도기 단계인 2.5 단계는 현재 중국이 위치한 곳입니다. 독일, 일본, 그리고 남미와 아시아의 일부 국가들과 같이 산업화를 겪은 모든 국가는 오늘날 중국이 경험하는 것과 유사한 도전에 직면했습니다. 일부 국가는 이 단계를 성공적으로 넘어섰지만, 다른 국가들은 여전히 중진국 함정에 갇혀 있습니다. 각국의 경로는 독특합니다. 더욱이 인류는 아직 3.0 과학기술 문명 시대에 국제 관계를 관리하기 위한 3.0 모델을 확립하지 못했습니다.

딜레마의 원인

현대화의 본질은 시장 경제와 현대 과학 기술의 결합에 있으며, 이는 영속적이고 복리적인 지속 가능한 경제 성장을 낳습니다. 복리 경제 성장은 놀라운 수학적 개념입니다. 예를 들어, 개혁 개방 초기 이후 중국의 실질 경제 생산량은 45 배 이상 증가했습니다. 명목 성장 수치는 더욱 놀랍습니다. 그러나 경제 성장은 복리적으로 증가했지만, 사회 거버넌스, 인간 심리, 정치 시스템은 유사한 복리적 변화를 경험하지 못했습니다. 이러한 불일치는 20 만 년 전 호모 사피엔스의 출현 이후 인간의 본성이 근본적으로 변하지 않았기 때문에 발생합니다. 반면, 우리 경제는 수렵-채집에서 농업 문명으로, 그리고 현대 과학기술 문명으로 세 번의 기념비적인 도약을 겪었습니다.

따라서 초기 산업 도약 단계가 끝나면 복리적 경제 상황과 사회적, 심리적, 정치적 거버넌스의 느린 진화 또는 진화 부족 사이의 격차는 필연적으로 중대한 도전을 야기합니다. 이러한 도전은 이 단계에 있는 모든 국가에 보편적입니다.

지난 3040 년간 중국의 급속한 경제 변화는 전적으로 독특한 것은 아닙니다. 역사적으로 영국만이 상대적으로 긴 기간에 걸쳐 독자적으로 산업화와 현대화를 완수했습니다. 다른 국가들은 일반적으로 3040 년에 걸쳐 추격을 통해 산업화를 달성했습니다. 예를 들면 다음과 같습니다.

일본은 1868 년 메이지 유신에서 1905 년 러일전쟁에서 산업화된 러시아를 격파하기까지 불과 30 여 년 만에 전환했습니다.

독일의 산업화는 1871 년 통일과 제 1 차 세계 대전 사이 역시 약 30~40 년에 걸쳐 이루어졌습니다.

(페이지 5)

미국은 남북전쟁 이후 산업화에서 1890 년대 세계 최대 경제 대국이 되기까지 비슷한 기간 내에 전환했습니다.

브라질과 아르헨티나와 같은 남미 국가들은 제 2 차 세계 대전 이후 급속한 성장을 경험했지만 1980 년대와 1990 년대에 중진국 함정에 빠졌습니다.

30~40 년간의 복리 성장은 특히 경제 도약 단계에서 경제를 극적으로 변화시킬 수 있습니다. 그러나 이러한 급격한 변화는 사회 거버넌스의 현실과 상당한 불일치를 초래하고 사회 모든 측면에 걸쳐 주요 도전을 제기합니다. 일부 사회는 이 단계를 넘어서기 위해 동원하고 성공할 수 있지만, 다른 사회는 적응하는 데 오랜 시간이 필요하며, 제 1 차 세계 대전과 제 2 차 세계 대전의 재앙적인 결과에서 볼 수 있듯이 잘못된 길을 택하기도 합니다. 역사는 전쟁 자체가 그러한 문제를 해결하지 못하며, 종종 전쟁 후 개혁이 해결책을 가져온다는 것을 보여줍니다.

패러다임 전환의 예

이 과도기 단계에서 개념적 패러다임이 어떻게 진화하는지에 대한 몇 가지 예를 들어보겠습니다.

1. 토지의 개념

2.0 농업 문명 시대에는 토지와 인구가 경제 규모의 주요 결정 요인이었습니다. 이 둘은 본질적으로 경제의 총 생산량을 정의했습니다. 그러나 농업은 성장에 한계를 부과했습니다. 이는 인구 증가가 결국 토지의 부양 능력을 초과하는 맬서스 함정(Malthusian trap)으로 알려져 있습니다. 결과적으로 영토 확장은 사회, 민족 집단, 국가의 가장 중요한 추구 목표였습니다. 많은 역사적 인물들은 영토를 확장했거나 침략으로부터 영토를 방어한 것으로 기억됩니다.

3.0 과학기술 문명 시대에는 지속 가능하고 복리적인 경제 성장은 토지와 인구가 아니라 시장 규모와 생산 요소의 완전한 순환에 의해 주도됩니다. 이러한 오래된 패러다임과 새로운 패러다임을 조화시키지 못한 것이 제 1 차 세계 대전과 제 2 차 세계 대전의 결정적인 원인이었습니다.

제 1 차 세계 대전 발발 시 모든 측은 신속한 해결을 기대했습니다. 그러나 영토 확장을 위한 전쟁이 시작되자 토지에 대한 뿌리 깊은 심리적 집착은 갈등을 격화시켜 세계 대전으로 확대되었습니다. 산업화된 유럽은 수천만 명의 목숨을 앗아가고 참여한 모든 제국의 붕괴를 초래한 전쟁에 빠져들었으며, 어느 쪽도 목표를 달성하지 못했습니다. 결과가 예견되었다면, 승자조차 막대한 대가를 치렀기 때문에 어느 누구도 전쟁을 시작하거나 참여하지 않았을 것입니다.

제 2 차 세계 대전은 본질적으로 동일한 뿌리 깊은 영토 충돌에 의해 촉발된 제 1 차 세계 대전의 연속이었습니다. 그러나 산업 전쟁으로 인한 파괴는 훨씬 더 재앙적인 결과를 낳았고, 전 세계 사상자는 1 억 명을 넘어섰습니다. 참여한 모든 제국과 국가는 큰 고통을 겪었습니다.

(페이지 6)

아이러니하게도 독일과 일본과 같은 패전국의 전후 개혁은 전쟁을 통해 확보하지 못했던 바로 그 목표를 달성하는 데 도움이 되었습니다. 두 차례 세계 대전의 주요 선동자였던 독일과 태평양 전쟁의 주요 선동자였던 일본은 소위 "생존 공간"을 확보하기 위한 수단으로 영토 확장을 추구했습니다. 그들의 전시 동원은 국가 생존과 민족 경제 발전이라는 서사를 중심으로 이루어졌습니다. 그러나 전쟁을 통해 달성하지 못한 것을 전후 평화 시대에 달성했습니다. 제 2 차 세계 대전 이후 두 나라는 지속 가능하고 복리적인 경제 성장의 기회를 찾았습니다.

제 2 차 세계 대전 승리 후, 미국은 역사상 처음으로 모든 정복된 영토를 원래 국가에 무조건 반환한 최초의 국가가 되었습니다. 이러한 행위는 이전 전쟁에서는 전례가 없었습니다. 그 대가로 미국은 국제 무역, 상품 교환, 자본 흐름을 포괄하는 원칙에 기반한 글로벌 시스템을 구축했습니다. 모든 미국 동맹국이 이 시스템에 참여했으며, 이는 이들 국가와 미국 모두에게 "국경 없는" 경제 성장을 가능하게 했습니다. 근본적인 원인은 3.0 과학기술 문명 시대에는 토지가 더 이상 경제 성장의 주요 동인이 아니라는 것입니다. 대신 시장 규모와 기술, 노동, 자본과 같은 경제 요소의 자유로운 흐름이 결정적인 동인이 됩니다.

그러나 토지에 대한 집착은 여전히 우리의 본성에 남아 있습니다. 현재의 과도기적 2.5 단계에서 토지와 영토에 대한 이러한 집착은 위험할 수 있으며, 이 사고방식은 수만 년 동안 인간의 뇌에 각인되어 왔기 때문에 언제든지 민족주의적 열정을 점화시킬 수 있습니다.

2. 가상 경제 대 실물 경제의 이분법

최근 몇 년간 중국의 많은 정책은 "실물 경제"와 "가상 경제"를 구분하여 실물 경제를 지원하는 동시에 "가상 부문에서 실물 부문으로 자원을 재분배"하는 것을 목표로 삼아왔습니다. 이러한 구분은 자원이 농업에서 산업으로 재분배되는 초기 산업화 단계에서는 타당성을 갖습니다. 그러나 경제가 2.5 단계를 넘어 특히

성숙한 경제로 전환함에 따라 이러한 구분은 시대에 뒤떨어지고 심지어 오해의 소지가 있습니다.

비디오 게임을 예로 들어 봅시다. 실물 경제의 일부일까요, 아니면 가상 경제의 일부일까요? 많은 사람들이 가상으로 분류할 것입니다. 그러나 오늘날 러시아-우크라이나 분쟁과 같은 전장에서는 탱크, 기관총, 심지어 비致命 미사일이 아니라 지능형 드론이 큰 영향을 미치는 요인입니다. 이 드론은 대부분 숙련된 게이머가 조작합니다. 이 분쟁에는 100 만에서 200 만 대의 전투 드론이 활동하고 있으며, 게임에서 전문성을 얻은 개인들이 조작하는 것으로 추정됩니다. 이것은 소위 "가상" 경제와 "실물" 경제가 얼마나 얽혀 있는지를 보여줍니다.

(페이지 7)

또 다른 예는 소프트웨어입니다. 실물 경제의 일부일까요, 아니면 가상 경제의 일부일까요? 오늘날 소프트웨어는 글로벌 경제를 지배하며, 소프트웨어 없이는 중국 경제도 글로벌 경제도 기능할 수 없습니다.

반도체는 중국이 실물 경제의 일부로서 막대하게 투자해 온 분야입니다. 세계에서 가장 유명한 글로벌 반도체 회사 중 하나인 NVIDIA는 흔히 실물 경제의 일부로 간주됩니다. 그러나 1993년 설립 이후 NVIDIA는 단 한 개의 반도체 웨이퍼도 직접 제조한 적이 없습니다. 모든 생산은 TSMC에 아웃소싱되었습니다. NVIDIA는 근본적으로 반도체의 작동 프로그램을 설계하는 소프트웨어 회사이며, 가상 경제의 특징을 가지고 있습니다. AI 애플리케이션이 등장하기 전에 NVIDIA의 제품은 주로 게임에 사용되었습니다.

독일은 강력한 실물 경제 기반을 보존하는 모델로 종종 인용됩니다. 그러나 오늘날 NVIDIA의 시장 가치는 독일의 모든 상장 기업의 합산 시장 가치를 능가합니다. 심지어 독일과 이탈리아, 그리고 100개 이상의 다른 국가들의 모든 상장 기업의 합산 시장 가치보다도 높습니다. 가치 평가에 잠재적인 거품이 있을 수 있지만, NVIDIA는 게임, 클라우드 컴퓨팅, AI 산업에 없어서는 안 될 존재입니다. 이것은 가상 경제와 실물 경제 사이의 경계를 흐리게 하여 구분을 대체로 무의미하게 만듭니다.

3. 정부의 역할

경제가 전환함에 따라 정부는 어떤 역할을 해야 할까요?

국내적 수준에서 농업 시대에는 중앙 집권적 거버넌스와 분권적 거버넌스가 각각 장점을 가졌습니다. 계획 경제에서 정부는 지휘 본부 역할을 했습니다. 개혁과 함께 그 역할은 지도적인 역할로 바뀌었습니다. 그러나 시장 경제에서 주요 경제 결정은 경쟁 환경에서 운영되며 결과에 이해관계가 있는 기업가들이 독립적으로 내려야 합니다.

중국의 18 조 달러 규모 경제는 매일 수십억 달러 또는 수조 달러 규모의 경제 결정을 내리는 1 억 개 이상의 기업으로 구성되어 있습니다. 이러한 결정의 순수한 복잡성과 규모는 소수의 개인이 효과적으로 계획하거나 지시할 수 있는 범위를 넘어섭니다.

국제적 수준에서 중국 생산량의 절반이 전 세계로 수출되며, 중국은 120 개 이상의 국가에서 최대 또는 두 번째로 큰 교역 파트너입니다. 이들 국가는 중국을 제외한 세계 경제의 약 80%를 차지하며, 이들 국가 수십억 명의 일상 생활은 중국에서 내려지는 수십억 건의 민간 결정에 의해 깊은 영향을 받습니다. 만약 중국 정부가 문제에 대해 생각하고 처리하는 데 있어 명령 또는 지도적 사고방식을 계속 유지한다면, 이는 중국의 14 억 인구뿐만 아니라 중국 밖의 수십억 명의 삶에도 영향을 미칠 것입니다.

(페이지 8)

오늘날 거의 모든 주요 글로벌 미디어는 중국을 1 면에 다룹니다. 이는 중국 정부의 결정이 세계에 미치는 광범위한 영향, 즉 최소 수십억 명의 사람들의 생계와 이익에 영향을 미치는 것을 반영합니다. 농업 경제에서 현대 과학기술 경제로 전환하면서 전 세계 정부는 명령-통제 역할에서 협력적, 자문적, 지원적, 서비스 지향적 역할로 진화했습니다. 이러한 변화는 현대 경제 시스템의 규모와 복잡성에 부합합니다. 중국 역시 글로벌 무역에서의 독특한 역할과 자체 경제 현실에 맞게 거버넌스 모델을 조정해야 합니다. 모든 국가와 교역하고 생산량의 절반을 해외로 수출하기 위해 중국 정부는 이러한 글로벌 이해관계자들의 이익, 관점, 경제적 현실을 고려해야 합니다.

이 세 가지 예는 경제가 중진국 단계에 진입함에 따라 복합적인 경제 발전과 전통, 거버넌스 구조, 인간 본성의 느린 진화 사이에 상당한 격차가 발생한다는 것을 강조합니다. 이러한 격차는 경제의 모든 측면에 나타납니다. 따라서 우리는 경제 발전을 저해하는 시대에 뒤떨어진 아이디어들을 반복적으로 재평가하고 조정해야 합니다.

III. 중진국 함정, 국가들이 이를 극복하는 방법, 그리고 현재 국제 관계에 대한 생각

지난 500 년의 현대화를 되돌아보며 중국과 다른 나라들은 우리에게 귀중한 지침을 제공하는 풍부한 경험과 교훈을 축적했습니다. 이 기반 위에서 우리는 세 번째 주제에 접근합니다: 중국은 중진국 함정을 극복할 수 있는가, 그리고 오늘날의 국제 환경을 어떻게 다루어야 하는가?

첫째, 3.0 경제의 영속적인 복리 성장은 그 안의 모든 경제 요소의 자유로운 교환과 순환에 의해 동력을 얻습니다. 자유 무역과 교환의 모든 사례는 시너지 효과($1+1>2$)를 창출하며, 지식 교환은 승수 효과($1+1>4$)를 달성할 수도

있습니다. 따라서 상품, 서비스, 아이디어의 교환이 더 빈번하고 제한이 없을수록 증분 이익은 더 커집니다. 진정으로 현대화되고 지속 가능한 3.0 경제는 이 결정적인 특성, 즉 병목 현상 없이 모든 요소의 완전하고 방해받지 않는 순환을 보유합니다.

중국 경제에서 아직 이러한 완전한 순환과 교환 수준에 도달하지 못한 요소는 무엇일까요? 두 가지 예를 강조하겠습니다.

첫째, 중국의 개인 소비는 경제의 40%만을 차지하며, 이 비율은 최근 몇 년간 감소하고 있습니다. 동시에 저축률은 40%에서 약 50%로 상승했습니다. 이러한 저축의 대부분은 주로 국유 은행이 통제하는 은행 시스템 내에 남아 있습니다. 이 시스템이 이러한 저축을 경제에 적절하게 재순환시킬 수 있을까요?

(페이지 9)

역사적으로 국내적으로나 국제적으로 성공적인 사례는 없습니다. 저축이 진정으로 경제 성장에 기여하려면 자본의 효과적인 배분과 순환을 촉진하기 위해 현대화된 자본 시장과 효율적인 금융 시스템이 필요합니다.

경제 발전의 역사를 되돌아보면, 가장 초기의 금융 시스템은 베네치아에서 등장했습니다. 베네치아는 중세 시대부터 나폴레옹 시대까지 천 년 이상 지속된 인류 역사상 가장 오래 지속된 공화국이었습니다. 서기 1000 년부터 1500 년까지 인구가 수만 명에 불과했음에도 불구하고 베네치아는 아시아와 유럽 간의 중요한 교역로를 거의 독점하여 당시 가장 큰 무역 제국이 되었습니다. 베네치아 성공의 열쇠는 무엇이었을까요? 베네치아는 오늘날 현대 금융 시스템의 몇 가지 중요한 부분, 즉 복식 부기, 이후의 주식회사, 보험 시스템, 현대 무역과 관련된 은행 시스템을 발명했습니다.

당시 베네치아는 주로 금융과 무역에 의존했습니다. 좁은 영토 기반에는 농업과 산업이 부족했고, 다른 나라들은 여전히 농업 문명 시대에 있었습니다. 따라서 베네치아는 진정한 3.0 현대 과학기술 문명을 발전시킬 수 없었지만, 베네치아가 발명한 금융 시스템과 도구는 더 큰 나라인 네덜란드에서 더욱 발전되고 정교해졌습니다. 1581 년 네덜란드는 독립을 선언했고, 70 년의 긴 독립 전쟁 끝에 17 세기 가장 중요한 해상 무역 제국으로 부상하여 네덜란드 선박을 통해 세계 무역의 약 4 분의 1 을 수행했습니다. 베네치아보다 그리 크지 않은 수백만 명의 인구로 네덜란드는 공개 유한 책임 회사(public limited liability company) 발명을 포함한 현대 금융 시스템의 초기 버전을 개발했습니다. 네덜란드 동인도 회사는 세계 최초의 상장 회사였습니다. 네덜란드는 또한 중앙 은행과 증권 거래소를 설립하여 높은 수준의 증권 시장 발전을 이루었고, 심지어 인류 역사상 최초의 투기 거품인 튜립 광기(Tulip Mania)를 경험했습니다. 이러한 혁신은 네덜란드가 1 인당 GDP 에서 다른 유럽 국가들을 훨씬 능가하게 했고, 이후 400 년 동안 세계 10 대 부유국 중 하나로 자리매김할 수 있게 했습니다. 오늘날

네덜란드는 여전히 세계 최대 교역국 중 하나이며, 4 세기 이상 번영을 유지해 왔습니다.

그러나 네덜란드는 산업, 과학 기술, 제조업을 갖춘 표준 3.0 경제를 개발하지 못했습니다. 그 이정표는 영국에 의해 달성되었습니다. 영국은 어떻게 이를 달성했을까요? 영국 역사상 가장 중요한 사건은 1688 년 명예혁명(Glorious Revolution)이었습니다. 이 혁명은 두 가지 이정표를 달성했습니다. 첫째, 거버넌스 측면에서 영국은 공화정 및 입헌 군주제 시스템을 채택하여 군주가 더 이상 독재자가 아니라 다양한 권력에 의해 제약을 받도록 했습니다. 두 번째 성과는 아마도 더 심오했을 텐데, 네덜란드와 영국 간의 금융 및 경제 통합을 초래한 "합병"이었습니다. 당시 아내 메리 2 세와 함께 잉글랜드의 공동 군주가 된 네덜란드의 윌리엄 3 세는 사실상 네덜란드와 영국의 지도자였습니다. 그는 네덜란드 금융 시스템 전체를 영국에 이식했으며, 이는 제도적 수준에서의 "합병"이었습니다.

(페이지 10)

이 합병은 영국에 완전한 현대 금융 시스템을 가져왔습니다. 완전한 현대 자본 시장과 금융 시스템의 궁극적인 산물은 무엇일까요?

자본 시장은 단순히 자본뿐만 아니라 신뢰에 기반한 시스템을 제공합니다. 은행은 자본을 제공할 수 있지만 그런 종류의 시스템을 만들 수는 없습니다. 신뢰 시스템이란 무엇일까요? 기업가는 기업가로서 신뢰를 가져야 하고, 투자자는 투자자로서 신뢰를 가져야 하며, 저축과 투자를 연결하는 중개자는 자체적인 신뢰를 가져야 하며, 궁극적으로는 사업과 투자에 대해 아무것도 모르는 평범한 저축자들의 소액 자금을 상당한 자본 기반으로 전환하는 시스템으로 수렴해야 합니다. 이 자본 기반의 결과는 효과적인 생산성, 공급, 수요, 이익의 창출입니다. 즉, 유기적이고 영속적인 순환을 가진 선순환 과정입니다. 이 과정에서 각 중개자는 최종 결과와 직접 연결되지는 않지만 신뢰에 기반한 시스템을 통해 밀접하게 관련되어 있는 독립적이고 전문적인 노드입니다. 따라서 평범한 소액 저축자도 성공적인 회사의 작은 일부를 소유함으로써 참여할 수 있습니다. 수많은 소액 저축자들이 단 한 주라도 소유함으로써 강력한 자본 기반으로 집합될 수 있습니다. 이 과정 전반에 걸쳐 모든 중개자는 신뢰를 바탕으로 자신의 역할을 수행하여 이러한 자원을 가장 가치 있는 사업, 제품 및 서비스로 모읍니다.

이 과정은 법률 시스템, 분쟁 해결, 동급 최강의 관행, 신뢰 구조와 연결된 완전한 신뢰 시스템을 구축합니다. 이러한 시스템을 구축하는 것은 믿을 수 없을 정도로 어려우며 지속적인 시행착오가 필요합니다. 이 시스템을 이식하고 확립한 후 영국은 다시는 유럽에서 전쟁에서 패하지 않았습니다. 이전에는 영국이 왕가를 통해 전쟁 자금을 조달하여 개인 자산, 소득, 영토를 담보로 무한 책임을 졌습니다. 이제는 현대적인 신용 시스템으로 대체되었습니다. 이 시스템을 통해 영국은 GDP 의 몇 배에 달하는 부채를 발행하여 파산하거나 채무 불이행 없이

전 세계 투자를 유치했습니다. 이것이 최초의 진정한 현대 자본 시장 시스템이었습니다.

과학 기술 혁신이 등장하기 시작했을 때, 이 현대 시스템은 영국이 유기적이고 자립적이며 지속적인 성장이 가능한 최초의 현대 3.0 경제를 신속하게 구축할 수 있게 했습니다. 이것이 바로 현대 국가의 정의입니다.

앞서 논의했듯이 오늘날 개인 소비는 중국 GDP의 40%만을 차지하며, 거의 50%가 저축으로 들어가고, 거의 모든 저축은 비효율적이고 신뢰 시스템을 구축할 수 없는 국유 은행 시스템에 의해 통제됩니다. 중국이 구축한 자본 시장 시스템은 아직 초기 단계이며 최근 몇 년간 위축되고 있습니다. 기존 시스템은 현대 자본 시장 시스템과는 거리가 멀며, 상당한 저축을 잠재적 소비와 투자로 전환하여 경제를 활성화할 능력이 부족합니다.

그러나 중국은 영국과 유사한 역사적 기회를 가지고 있습니다. 이 기회는 무엇일까요? 영국은 중국에 선물, 즉 홍콩을 남겼습니다.

(페이지 11)

홍콩은 현대 자본 시장의 모든 요소를 갖추고 있습니다: 법률 시스템, 분쟁 해결 메커니즘, 확립된 중개자, 국제 사회와 투자자들의 신뢰를 갖춘 포괄적인 제도. 그러나 이러한 이점들은 충분히 활용되지 못했습니다. 네덜란드와 영국 간의 관계가 동등한 합병이었다면, 중국과 홍콩 간의 관계는 인수에 더 가까우며, 인수의 이점은 종종 충분히 소중히 여겨지지 않는다는 중요한 차이가 있습니다. 홍콩의 이점을 충분히 활용할 수 있다면, 중국 자본 시장을 재활성화하는 중요한 엔진 역할을 할 수 있습니다. 홍콩과 중국 본토의 자본 시장은 초기 선전 경제 특구가 서로 병행하는 다른 시스템을 구현하여 궁극적으로 전국적인 개혁의 물결을 일으켰던 것처럼 별도로 운영될 수 있습니다. 논리는 동일합니다. 상하이-홍콩 주식 교차거래(Shanghai-Hong Kong Stock Connect)는 중요한 혁신이지만 시작에 불과합니다. 만약 중국이 "인수"를 통해 획득한 홍콩 시장 시스템을 완전히 활용할 수 있다면, 현대적이고 신뢰 기반의 자본 시장 시스템을 구축하는 것이 가능합니다. 현재 상태는 이 목표와는 거리가 멀고, 이에 대한 이해와 중요성 부여도 여전히 부족합니다. 더욱이 최근 몇 년간의 일부 관행은 독립적인 금융 시장으로서 홍콩의 존재 기반을 위협했습니다. 제때 시정되지 않으면 그 결과는 헤아릴 수 없을 것입니다.

따라서 중국 경제는 아직 잠재적인 진정한 성장 전망과는 거리가 멉니다. 현재로서는 정책 부양책에만 의존할 수 있지만, 부양책은 그다지 지속 가능하지 않습니다. 부양책은 지속 가능한 성장으로 이어질 때만 효과적입니다. 그렇지 않으면 중국은 매년 새로운 부양책에 의존해야 할 것입니다.

중국은 종종 "중국 특색의 현대화"에 대해 이야기하며, 각국이 독특하기 때문에 이 말은 맞습니다. 그러나 중국식 현대화의 본질은 여전히 현대화이므로, 이미

현대화를 겪은 국가들과 많은 공통점을 공유합니다. 중국은 중국식 현대화를 달성하기 위해 공통점에 기반하여 현대화를 추진하면서 개성을 보완해야 합니다.

공통성은 지난 수 세기 동안 실패와 성공적인 경험에서 배운 교훈을 바탕으로 형성되었으며, 무엇이 효과가 있고 무엇이 효과가 없는지에 대한 합의를 형성했습니다. 멩거(Munger) 씨가 말했듯이 상식은 드뭅니다. 사람들은 대개 상식을 위반하여 큰 대가를 치른 후에야 상식을 배웁니다.

현대 시장 경제는 400500 년 동안 운영되어 왔으며, 이러한 합의 중 일부는 더 이상 논의하거나 의심하거나 임의로 비판하고 부정할 필요가 없습니다. 이러한 합의는 1776 년에 출판된 애덤 스미스의 『국부론』에서 처음 요약되었습니다. 당시 그는 시장 경제 시스템이 네덜란드에서 영국으로 점진적으로 성숙해 왔으며, 100200 년 동안 실행되어 왔음을 관찰했습니다. 그는 인간의 본성은 본질적으로 이기적이지만, 시장 경제의 가장 위대한 측면은 노동 분업과 자유 경쟁을 통해 개인의 사리 추구 추구를 사회적 이익으로 전환한다는 것을 보았습니다. 이는 사회 자원의 최적 배분을 달성함으로써 이루어집니다.

(페이지 12)

모든 사회 계층에 혜택을 주고 계층 간 상향 이동성을 촉진하는 데 도움이 되는 지속적인 경제 성장을 촉진합니다. "모두를 위한 나, 나를 위한 모두"라는 이상은 실제로 시장 경제를 통해 실현되었습니다. 시장 경제 시스템은 "나를 위한 모두"라는 인센티브 메커니즘을 통해 "모두를 위한 나"라는 사회적 혜택을 달성했습니다.

이 시스템은 확실히 완벽하지 않지만, 인간이 발명한 모든 불완전한 시스템 중에서 시장 경제는 의심할 여지 없이 가장 위대한 시스템 발명입니다. 이것은 지난 수 세기 동안 다양한 성공적이고 실패한 사회 실험을 통해 반복적으로 입증되었습니다. 이러한 확립된 합의를 비판하거나 부정할 필요도 없고, 상식을 위반하는 대가를 다시 치를 필요도 없습니다.

더욱이 시장 경제에서는 대부분의 자원 배분 결정이 민간 개인에 의해 이루어져야 합니다. 한 저명한 기업가가 말했듯이, 총소리를 들을 수 있는 최전선의 병사들이 결정을 내리게 하십시오. 후방에서 총소리를 들을 수 없는 사람들이 올바른 결정을 내리기는 어렵기 때문입니다. 따라서 중국 시장 경제의 성공은 정부가 지속적으로 권력을 이양하고, 지속적으로 철수하며, 명령 역할에서 서비스 역할로 전환함으로써 달성되었습니다. 과학적 돌파구와 기술 발전 역시 고도로 시장화된 경제의 결과이지 원인이 아닙니다. 이것들은 시장 경제에 대한 평범한 이해일 뿐만 아니라 널리 받아들여지는 합의이기도 합니다.

개인 및 재산 안전에 대한 기본적 보호 역시 민간 기업이 번창하는 데 필수적입니다. 기업가들은 사업을 성공적으로 운영하기 위해 개인 안전에 대해 안심해야 합니다. 법적 분쟁 해결에는 절차적 정의가 필요합니다. "법에 의한

지배(rule by law)"와 "법의 지배(rule of law)"의 차이는 주로 정부 권력이 법에 의해 견제되는지 여부와 법적 절차가 공정하게 적용되는지 여부에 있습니다. "자의적 법 집행", "선택적 법 집행", "관할권 외 체포"와 같은 현상이 발생할 때, 기업가들은 법률 시스템을 통해 정당한 이익을 방어할 권리가 있습니까? 법을 위반하는 공무원은 적절한 법적 처벌을 받게 될까요? 이러한 불법 행위를 묵인하는 공무원은 법에 따라 처벌받을 수 있습니까? 평범한 사람들과 기업가들은 더 많은 권력을 가진 상급 당국의 행정적 개입을 통해서만이 아니라 법적 절차를 통해 효과적으로 이익을 보호할 수 있습니까? 이것이 우리가 절차적 정의라고 의미하는 것입니다. 이것들은 사회 발전의 근본적인 필요입니다.

동시에 건전하고 완전한 자본 시장은 경제 요소의 완전한 순환에 매우 중요합니다. 오늘날 중국은 건전하고 완전한 자본 시장을 갖추고 있지 못하여 개인 소비가 GDP의 40%만을 차지하는 반면 저축률은 50%에 가깝습니다. 이러한 수치는 자원이 완전히 효과적으로 순환되지 않았음을 보여줍니다. 사실, 모든 국가는 초기 산업 발전 이후 중간 조정 기간 동안 동일한 문제에 직면했습니다. 이것은 중국에만 국한된 문제가 아닙니다. 일부 국가는 이 단계를 성공적으로 통과했습니다. 일부는 파괴적인 전쟁을 일으킴으로써 비극적인 결과를 경험했습니다.

(페이지 13)

전쟁에서의 실패 때문에 결국 곤경에서 벗어났습니다. 다른 나라들은 여전히 이 과정을 통해 어려움을 겪고 있습니다. 중국은 어떻게 이 난관을 헤쳐나갈까요? 중국은 시장 경제의 공통성을 유지하는 동시에 중국 전통에 의해 부여된 개성을 존중하여 진정한 중국식 현대화를 달성해야 합니다. 이 목표를 달성하는 것은 궁극적으로 시행착오와 지속적인 수정에 달려 있습니다. 복사할 수 있는 현대화 달성을 위한 고정된 공식은 없습니다.

개혁 개방 초기를 되돌아보면, 덩샤오핑은 실천이 진리를 검증하는 기준이며, 효과가 있는지 여부는 결과에 달려 있다고 말했습니다. 그는 또한 고정된 규칙 없이 "돌을 더듬으며 강을 건너는" 방식으로 지속적으로 탐색하라고 말했습니다. 이 단계에서는 많은 고위급 정책이 종종 적용 가능하지 않으며 실천을 통해 지속적으로 조정되어야 합니다. 실천의 핵심 성과 지표(KPI)는 무엇일까요? 진정한 현대화를 달성하는 것입니다. 진정한 현대화란 중국이 자체적인 유기적이고 자립적인 힘에 의존하여 지속 가능한 경제 성장을 이룰 수 있음을 의미합니다. 유기적이고 자립적이며 지속 가능한 경제 성장이 궁극적인 KPI입니다.

가장 큰 원동력은 GDP에서 개인 소비의 비율에서 나옵니다. 이것이 가장 유기적이고 자립적이며 지속 가능한 경제 성장 동인입니다. 다른 모든 것은 이를 뒷받침하며 지속 가능하지 않습니다. 지속 가능한 것은 사람들의 지속적이고 증가하며 새로운 욕구입니다. 그것이 시장 경제에서 가장 지속적이고 가장 타고났으며 항상 무한한 성장 동인입니다. 오늘날 중국의 개인 소비는 GDP의

40%만을 차지하지만, 최대 50%의 저축은 경제 발전을 위한 연료로, 새로운 서비스, 새로운 제품, 새로운 기업의 탄생으로 전환될 수 있습니다. 중국은 최고의 기업가, 최고의 엔지니어, 가장 큰 통합된 수요 및 공급 시장, 신뢰할 수 있는 투자자, 그리고 신용 시스템 공급망에 글로벌 전문 기관을 유치할 능력을 갖추고 있습니다. 이러한 이점은 유기적이고 지속 가능한 경제 성장을 달성할 수 있는 막대한 잠재력을 제공합니다.

대조적으로 인도의 개인 소비는 GDP의 60%를 차지하여 지속 가능한 성장을 보장합니다. 미국에서는 이 비율이 70%를 초과하며 그 성장 또한 지속 가능합니다. 일단 중국이 이 단계에 진입하면 그 성장 또한 지속 가능해질 것입니다. 그러나 현재는 아직 이 단계에 진입하지 못했습니다. 이것이 중국의 현재 도전 과제이자 중요한 기회입니다.

현재의 침체에서 경제 성장을 재점화하려면 중국은 출발점을 찾아야 합니다. 그러나 모든 측면을 파악하려고 하면 성공하기 어렵습니다. "이것뿐만 아니라 저것도" 달성하기는 어렵기 때문에 중국은 돌파구를 마련하기 위해 집중해야 합니다. 중국은 어디에 집중하여 돌파해야 할까요?

경제는 많은 요소를 포함하는 상호 연결된 노드의 사슬입니다. 기업가 정신, 소비자 신뢰, 관료 시스템의 동기 부여 인센티브, 외국 자본의 신뢰, 미중 관계 개선, 국제 무역 환경 변화, 홍콩 자본 시장 활용, 독립성 보호 및

(페이지 14)

모멘텀 회복 등. 이 사슬의 모든 노드는 서로 연결되어 있습니다. 그래서 질문은, 어느 것이 닭이고 어느 것이 달걀인가? 중국은 어디서부터 시작해야 하는가? 답은 간단합니다. 모든 노드는 "닭"이자 "달걀"이며, 모두 "알을 낳을" 수 있습니다. 이 노드 중 어느 것이든 연쇄 반응을 시작할 수 있습니다. 왜냐하면 모두 서로 상호 작용하기 때문입니다. 어떤 노드를 자극하든 전체 경제 사슬을 점화시킬 수 있습니다. 그러나 중국의 현재 문제는 모든 노드가 소멸되고 전체 사슬이 정체되어 있다는 것입니다. 이것이 현재 중국이 직면한 딜레마입니다.

하지만 2024년 9월 이후 중국은 주목할 만한 정책 변화를 보였습니다. 중국이 실천이 진리를 검증하는 기준이라는 원칙을 고수하고, 시행착오를 계속 수행하고 지속한다면 결국 경제 사슬의 한 노드를 점화시킬 것입니다. 일단 한 노드가 점화되면 다른 노드들을 점화시킬 것입니다. 왜냐하면 사슬의 모든 노드는 서로 연결되어 전체를 형성하며, 각 노드는 다른 노드들에게 원인이자 결과이며, "닭"이자 "달걀"이기 때문입니다. 따라서 하나의 고정된 방향에 집착할 필요는 없습니다. 중국과 같이 거대한 경제에서는 환경이 비교적 완화되어 있는 한, 중요한 돌파구는 종종 우연히 발생합니다. 예를 들어, 개혁 개방 초기에 수십 명의 농민들이 가정 책임제를 시작하기 위해 피의 서약을 한 것과 같은 단순한 조치가 중국의 40년간의 웅장한 개혁을 점화시킬 것이라고 누가 예측할 수 있었을까요? 이 조치는 적어도 일부 지역에서는 1년 안에 중국의 식량 및 의복

문제를 해결했습니다. 마찬가지로 선전 경제 특구의 개혁은 빠르게 전국적인 개혁의 물결을 촉발하여 수십 년 된 문제를 단기간에 해결했습니다. 사실은 중요한 변화가 사전에 계획될 필요가 없으며, 계획될 수도 없다는 것을 증명합니다. 왜냐하면 중국은 너무 크기 때문입니다.

중국의 잠재력은 여전히 크며, 현재 직면하고 있는 문제들은 중국에만 국한된 것이 아니라 산업 도약을 경험한 모든 국가에 공통적입니다. 이러한 문제들은 대체로 사회의 뿌리 깊은 믿음, 즉 농업 문명 시대 또는 그 이전 시대에 형성된 믿음 때문에 발생하며, 이는 엄청난 복리 경제 성장 현실과 큰 괴리를 초래했습니다. 중국은 이러한 괴리의 맥락에서 과거 개념들을 재검토하고, 어느 것이 옳고 어느 것이 그른지 시험해야 합니다. 실천에 있어서 저는 리관유(Lee Kuan Yew) 씨의 방법론이 옳다고 믿습니다. 입증된 관행을 단호하게 복제하고 실현 불가능하다고 입증된 관행은 피하는 것입니다. 이것은 매우 단순하면서도 심오한 거버넌스 원칙입니다. 결국 중국은 여전히 실천이 진리를 검증하는 기준이라는 원칙을 고수하고, 시행착오의 결과를 사용하여 아이디어와 방법을 검토해야 합니다. 현재 개발 단계에서 가장 중요한 실천은 중국의 유기적이고 자립적이며 지속 가능한 경제 성장을 촉진하는 것이며, 핵심 변수는 GDP에서 개인 소비의 비율입니다. 이 비율이 현재 40%에서 인도의 60%로 높아질 수 있다면, 중국은 지속 가능한 경제 성장에서 상당한 발전 공간과 전망을 갖게 될 것입니다.

이 과정에서 경제 사슬의 다양한 요소들을 재점화하고, 활성화하고, 연결하는 것이 필수적입니다. 이 사슬에는 기업가, 소비자, 효과적인 정부 관리, 외국 자본, 투자자, 신뢰성 있는 전문 기관뿐만 아니라 미중 관계, 중국-유럽 관계, 동남아시아와의 관계 등 많은 노드가 있습니다.

(페이지 15)

중국의 다른 모든 교역 파트너들과의 관계 등. 이 노드들은 모두 "닭"이자 "달걀"이며, 모두 "알을 낳는 닭"이고, 점화된 어떤 노드든 전체 사슬을 재활성화할 수 있습니다. 그러나 현재 문제는 전체 사슬이 비교적 정적이고 아직 움직이기 시작하지 않았다는 것입니다. 여기에는 방금 이야기한 중국에 대한 특별한 선물, 즉 수년 전 네덜란드가 영국에 준 선물과 동등한 홍콩도 포함됩니다.

현대 자본 시장에 의해 생성된 신뢰 시스템은 국가 통제 은행 시스템이 제공할 수 없는 것이며, 은행이 할 수 있거나 해야 하는 것도 아닙니다. 은행은 위험 투자를 할 수 없습니다. 만약 은행이 위험 투자를 한다면 사람들은 은행에 돈을 맡기는 것을 불안해할 것이고, 그러면 은행은 존재하지 않을 것입니다. NVIDIA와 같은 상장 회사가 탄생하고 성장할 수 있는 것은 신뢰성 있는 중개 기관 시스템을 통해 소액 저축을 자본으로 집계하는 현대 자본 시장 때문입니다. 이 시스템은 또한 법률 시스템, 모범 사례, 분쟁 해결 메커니즘, 역사적 관행, 오랫동안 축적된 신뢰를 통합합니다. 현재 중국에서는 홍콩의 자본 시장만이

현대 금융 시장 시스템의 모든 요소를 갖추고 있습니다. 시장의 독립성이 보장되지 않으면 효과적으로 운영될 수 없습니다. 당시 선전이 성공했던 이유는 특별 경제 구역으로서의 독립성 때문이었습니다. 홍콩을 잘 활용하려면 적어도 자본 시장 및 법률 분야에서는 "50년 불변" 약속이 존중되어야 합니다. 시스템에 대한 신뢰와 믿음은 구축하는 데 오랜 시간이 걸리지만 단 몇 번의 행동으로 빠르게 무너질 수 있습니다. 홍콩의 시장과 시스템은 소중히 여기고 보호해야 하지만, 전제는 그 중요성을 이해하는 것입니다.

IV. 글로벌 가치 투자자는 시대의 도전에 어떻게 대응해야 하는가?

왜 이전 주제들에 그렇게 많은 시간을 할애했을까요? 지난 강연 이후 가장 큰 변화는 모든 사람의 혼란과 불안이 눈에 띄게 증가했기 때문입니다. 그러한 혼란과 불안 속에서 주식을 확고하게 보유하고 진정으로 장기 투자를 실천하는 것은 극히 어렵습니다. 이것이 네 번째 주제로 이어집니다. 글로벌 가치 투자자로서 오늘날의 국제 및 국내 상황 변화에 어떻게 대응해야 할까요? 우리는 어떻게 투자해야 할까요?

첫째, 가치 투자자로서 우리의 기본적인 태도는 거시 환경은 객관적으로 존재한다는 것입니다. 우리는 그것을 받아들일 수밖에 없지만, 미시적 수준에서는 차이를 만들 수 있습니다. 세상은 객관적으로 존재하며 우리의 욕망, 상상, 주관적 판단에 따라 변하지 않습니다. 투자에서는 세상을 우리가 바라는 대로가 아니라 있는 그대로 받아들여야 합니다. 그것이 무엇이든 받아들여야 합니다. 이러한 전제 하에 우리는 특정 기업의 미시적 수준에서 차이를 만들 수 있습니다.

문제는 거시적 수준에서 그러한 혼란 속에서 우리가 진정으로 이러한 회사들을 확고하게 보유할 수 있는가 하는 것입니다. 철저한 조사와 분석 후에도 회사에 대한 확신을 유지할 수 있을까요?

(페이지 16)

우리는 계속해서 그들을 보유할 수 있을까요? 거시적 배경을 제공한 후, 이것이 바로 오늘 우리가 다루어야 할 핵심 문제입니다.

이 질문에 답하기 위해 먼저 농업 문명에서 현대 문명으로의 세계의 길고 대규모적인 진화라는 맥락에서 진정한 부가 무엇을 의미하는지 정의해야 합니다. 투자의 근본적인 목표는 부를 보존하고 늘리는 것이므로, 먼저 질문에 답해야 합니다: 부란 무엇인가? 왜 투자하며 무엇에 투자해야 하는가?

예를 들어, 농업 시대에는 부는 토지와 인구였습니다. 그러나 오늘날에도 토지는 여전히 부로 간주될까요? 세계사, 특히 유럽을 보면 봉건 제도는 대략 수백 년 동안 지속되었습니다. 많은 국가의 봉건 제도는 혁명으로 인해 해체되었지만, 한 가지 예외는 영국이었습니다. 이 세기 동안 영국은 주요 혁명을 경험하지 않았고

많은 귀족들이 토지와 웅장한 성을 유지했습니다. 과거에는 이 귀족들이 가장 부유했습니다. 오늘날에도 그들은 여전히 가장 부유했을까요? 대답은 '아니오'입니다. 토지와 성만 소유한 대부분의 귀족들은 더 이상 부유하지 않습니다. 사실, 그들은 상대적으로 가난해졌습니다. 소수의 귀족들만이 원래의 토지와 성에만 의존하지 않고 다른 투자를 했기 때문에 부유하게 남아 있습니다.

왜 그럴까요? 토지와 성을 유지하려면 많은 인력이 필요하기 때문입니다. 큰 성은 일반적으로 수십 명 또는 수백 명의 사람들을 유지해야 합니다. 그러나 지난 몇 세기 동안 노동 비용이 크게 상승하여 오늘날 귀족들이 그렇게 많은 사람들을 감당하기 어렵게 되었습니다. 마찬가지로 토지에는 농사를 지을 사람이 필요하지만 노동 비용은 크게 증가한 반면 토지 자체의 생산량은 상대적으로 덜 증가했습니다. 농촌 부동산의 가치는 거의 증가하지 않았지만 유지 비용은 높습니다. 따라서 산업용 또는 상업용으로 전환되지 않은 이러한 토지와 성은 귀족들에게 자산이 아니라 부채가 되었습니다. 오늘날에도 여전히 토지와 성을 유지하는 영국 귀족들은 대부분 성을 대중에게 유료로 개방함으로써 그렇게 합니다. 예를 들어, 그들은 성을 공원으로 바꾸고 1인당 5파운드의 입장료를 받습니다. 여러분 중 많은 분들이 영국을 여행하고 그런 성을 방문했거나 생일 파티, 회사 행사, 결혼식 등을 위해 성을 빌렸을 것이라고 믿습니다. 이것이 토지와 노동 간의 상대적 가치 변화의 예입니다.

또 다른 예는 현금입니다. 물론 현금은 가치가 있지만, 현금이 부일까요? 젊은 학생들은 아마 기억하지 못하겠지만, 나이 드신 분들은 개혁 개방 초기의 "만 위안 가구(ten-thousand yuan households)"라는 용어를 기억해야 합니다. 만 위안을 갖는 것은 놀라운 성취였습니다. 당시 "만 위안 가구"는 가장 부유한 사람으로 간주되었습니다. 그러나 누군가가 당시 이 만 위안을 은행에 예금하고 이자를 포함해도 오늘날 여전히 부유하게 만들까요? 분명히 아닙니다. 오늘날 많은 사람들이 한 달에 이 금액보다 더 많이 벌니다. 따라서 현금만 저축하면 시간이 지남에 따라 더 이상 부를 나타내지 않습니다.

따라서 토지, 현금 또는 부동산(특히 유지하는 데 많은 사람이 필요한 경우) 모두 지속적인 부가 될 수 없습니다. 그렇다면 현대 사회에서 부는 무엇일까요? 부의 기능은 무엇일까요?

(페이지 17)

부의 본질은 소비를 위한 것입니다. 경제의 총 규모는 궁극적으로 총 생산 또는 소비로 귀결됩니다. 따라서 부는 전체 경제 내에서 귀하의 구매력 비율입니다. 농업 시대에는 단위 경제 생산량이 거의 증가하지 않았고 총 경제 규모에는 "상한선"이 있었습니다. 이러한 상황에서 개인의 경제 내 구매력 점유율은 상대적으로 고정되어 있었고, 주로 토지, 인구, 부동산을 통해 달성되었으며 이것이 부를 구성했습니다.

경제가 지속적인 복리 성장 단계에 들어서면 장기적인 추세는 단기적인 변동에도 불구하고 단방향 성장입니다. 귀하의 부가 정체되어 있다면 경제 성장에 비해 점차 감소할 것입니다. 경제 성장이 빠를수록 부는 더 빨리 줄어듭니다. 지난 40여 년 동안 중국의 명목 GDP는 340배 이상 증가했으므로 "만 위안 가구"는 더 이상 부유하지 않습니다. 마찬가지로 미국에서는 백만장자가 되는 것이 한때 놀라운 성취였지만, 며칠 전 버핏은 과거의 백만장자가 오늘날의 억만장자와 거의 동등하다고 편지에서 언급했습니다. 이는 현금으로 보유한 정적 부는 지속 가능한 복리 성장을 달성할 수 없음을 보여줍니다. 경제가 지속적인 복리 성장 시대에 들어서면 진정한 부는 전체 경제 내에서 귀하의 구매력 점유율로 측정되어야 합니다. 그리고 귀하의 유효한 부는 주로 소비하기로 선택한 경제 내에서 귀하의 구매력 비율입니다.

따라서 투자의 근본적인 목적은 구매력을 보존하고 늘리는 것입니다. 부의 척도는 절대적인 숫자가 아니라 경제 내에서의 귀하의 백분율 점유율입니다. 한 사람이 다른 사람보다 부유한 것은 경제 내에서의 구매력 점유율이 더 크기 때문입니다. 오늘날 만 위안을 갖는 것은 40년 전 "만 위안 가구"의 의미를 더 이상 갖지 못합니다. 왜냐하면 실질 구매력이 그 이후 기하급수적으로 변했기 때문입니다. 진정한 부는 전체 경제 내에서의 귀하의 점유율입니다. 점유율을 유지하는 한, 전쟁과 같은 요인으로 인해 전체 경제 파이가 줄어들더라도 부를 유지합니다. 점유율이 증가하면 부가 증가합니다. 그러나 현대 문명에 들어선 후 파이는 파도처럼 지속 가능하고 복합적인 방식으로 성장할 것이며, 이것이 현대 경제의 가장 근본적이고 결정적인 특징입니다.

오늘날 전 세계 80억 인구 중 약 10%가 유기적이고 자립적이며 지속 가능한 성장 단계에 진입했습니다. 약 50%는 중국을 포함한 과도기 상태에 있습니다. 나머지 인구는 여전히 농업 경제에서 산업 도약으로 전환하는 초기 단계에 있습니다. 이 수 세기에 걸친 지속적인 과정은 인류 문명의 패러다임 전환이며 어떤 개인의 의지도 이를 되돌릴 수 없습니다. 따라서 가치 투자자로서 당신은 가치가 무엇인지, 추구하고 보호하고 성장시켜야 할 진정한 부가 무엇인지 이해해야 합니다. 그것은 경제 내에서의 당신의 구매력 점유율입니다. 히말라야 캐피탈과 같은 글로벌 가치 투자자에게, 다른 사람들의 자본의 수탁자로서 우리의 책임은 전 세계적으로 우리의 구매력 점유율을 유지하고 늘리는 것입니다. 구체적으로 이는 투자자를 대표하여 세계에서 가장 활기찬 경제에서 가장 역동적이고 창의적인 회사를 찾아 그들의 주식을 소유함으로써 우리의 구매력을 확보하는 것을 의미합니다.

(페이지 18)

따라서 전체 경제가 성장함에 따라 귀하의 부는 자연스럽게 증가합니다. 귀하의 점유율이 증가하면 귀하의 성장이 평균을 초과한다는 의미입니다. 다양한 이유로 전체 경제가 위축되더라도 귀하의 점유율이 증가하는 한 귀하의 부는 계속해서 성장합니다. 이러한 부에 대한 이해를 통해 거시 경제 변동에 흔들리지 않고 가장 창의적이고 우수한 회사의 주식을 침착하게 보유할 수 있다는 이 명제를 더

잘 이해하게 될 것입니다. 밤에 잠을 잘 수 있으면 귀하의 지분, 즉 구매력을 확고하게 보유할 수 있습니다. 이것이 우리가 먼저 거시 경제 주제를 논의했지만 궁극적으로 투자의 핵심으로 돌아가는 이유입니다.

또한 문명 패러다임 전환 이후 세계 경제는 계속 성장할 것입니다. 그 추세는 어떤 나라의 의지와도 상관없이 변하지 않습니다. 중진국 함정에 갇힌 나라들은 이를 넘어서지 못하면 점차 경제적 점유율이 감소할 것입니다. 19 세기 말 브라질과 아르헨티나는 가장 유망한 개발도상국이었던 남미를 예로 들어 봅시다. 그러나 그들은 "중진국 함정"을 성공적으로 넘어서려는 여러 번의 시도에 실패했습니다. 제 2 차 세계 대전 이후 그들은 또 다른 기회를 가졌지만 1980 년대 이후 성장이 다시 정체되었습니다. 한편 세계 경제는 계속 성장했습니다. 이 두 나라는 한때 선도적인 세계 경제 중 하나였지만 지금은 그 목록에서 찾기 어렵습니다. 이는 그들이 정체되면서 다른 나라들과 세계 경제가 빠르게 계속 성장하여 세계 경제에서의 점유율이 계속 하락했기 때문입니다. 이것이 중국이 긴박감을 유지해야 하는 이유입니다.

글로벌 투자자로서 당신은 믿는 가장 역동적인 경제에 투자해야 하지만, 소비하는 곳에서 구매력을 유지할 수 있도록 실제 필요에도 주의를 기울여야 합니다. 히말라야 캐피탈과 같은 글로벌 투자자에게 우리의 목표는 세계에서 가장 활기찬 경제 내에서 가장 역동적이고 창의적이며 경쟁력 있는 회사를 선택하고 그들의 주식을 소유하여 전 세계적으로 부를 유지하고 늘리는 목표를 달성하는 것입니다. 그러나 개인 투자자의 경우, 당신이 기꺼이 소비하고 소비해야 하는 경제에서 구매력을 유지해야 합니다. 그것이 당신의 진정한 부이기 때문입니다. 예를 들어, 많은 중국 투자자들의 주요 구매 요구는 중국에 있으며 유럽이나 남미에서의 구매력이 필요하지 않을 수 있습니다.

오늘날의 조건 하에서 이 목표를 달성할 수 있을까요? 가치 투자의 기원을 다시 살펴보겠습니다. 가치 투자는 극심한 거시 경제적 혼란과 혼란의 시기에 탄생했습니다. 가치 투자의 개념은 워런 버핏의 스승인 벤 그레이엄(Ben Graham)에 의해 처음으로 포괄적으로 명확하게 설명되었습니다. 그레이엄은 언제 가치 투자를 이해하고 실천하기 시작했을까요? 그는 1926 년에 투자를 시작했으며, 많은 투자자들처럼 처음 3 년 동안 "광란의 20 년대(Roaring Twenties)"를 경험하고 많은 투기적 투자에 참여했습니다. 그러나 1929 년부터 1932 년까지의 대공황 동안 그의 투자 파트너십은 시장 가치의 최대 70%를 잃었습니다. 깊은 성찰 끝에 그는 진정으로 가치 투자를 실천하기 시작했고 1932 년부터 1935 년까지 이전 손실을 성공적으로 회복했습니다.

(페이지 19)

1935 년까지. 1936 년에 그는 새로운 폐쇄형 펀드를 설립하여 1956 년까지 운영하며 20 년 동안 놀라운 수익률을 달성했습니다. 이 기간 동안 그는 1949 년에 『현명한 투자자(The Intelligent Investor)』를 출판하여 처음으로 가치 투자의 세 가지 가장 중요한 개념을 완전히 설명했습니다.

가치 투자의 창시자인 벤 그레이엄은 엄청난 거시 경제적 도전의 시기에 가치 투자의 방법론을 발견했습니다. 그 시대에 그가 직면했던 도전은 오늘날 우리가 직면한 것보다 훨씬 더 어려웠습니다. 당시 미국의 실업률은 25%에 달했고 경제는 평가에 따라 약 3분의 1에서 절반까지 위축되었습니다. 사람들은 세상이 끝나는 것처럼 절망감을 느꼈습니다. 그가 손익분기점을 맞추고 새로운 펀드를 시작했을 때, 세계는 파시스트들이 시작한 세계 대전에 휘말렸고, 이는 궁극적으로 수억 명의 사망, 수억 명 이상의 부상, 그리고 세계 대부분의 산업 시스템의 완전한 파괴로 이어졌습니다. 그러한 시대에 그는 뛰어난 투자 성과를 창출했습니다.

오늘날 우리 시대를 보면, 그레이엄이 가치 투자를 개척하고 실천했던 30 년과 비교할 때, 당신은 어떤 시기에 경력을 시작하고 싶습니까? 그러한 혼란스럽고 혼란스러운 거시 환경에서 가치 투자는 특히 장점을 부각시키고 역할을 할 수 있습니다. 그러나 당신은 무엇을 보호해야 하는지, 그리고 당신의 투자 목표가 무엇인지 이해해야 합니다.

가치 투자의 이론과 실천에 중요한 또 다른 기여자는 경제학자 존 메이너드 케인스(John Maynard Keynes)였습니다. 많은 사람들이 케인스의 거시 경제 이론과 전후 브레튼 우즈 체제 및 글로벌 금융 시스템 설계에 대한 그의 기여에 익숙하지만, 그가 또한 뛰어난 가치 투자자였다는 사실을 아는 사람은 거의 없습니다. 1921 년부터 1946 년 사망할 때까지 케인스는 케임브리지 대학 킹스 칼리지의 가장 중요한 기부 기금을 관리하여 25 년 동안 뛰어난 투자 성과를 축적했습니다. 케인스 역시 초기에 많은 투기적 경험을 했지만, 지속적인 교훈을 통해 가치 투자의 핵심 개념을 요약하기 시작했습니다. 케인스의 경력 궤적은 그레이엄과 매우 중첩되어 "광란의 20 년대", 대공황, 제 2 차 세계 대전을 모두 경험했습니다. 그러나 그레이엄과 달리 케인스는 전쟁 중 영국에 있었고 갈등의 최전선에 있었던 반면, 그레이엄은 미국에 있었고 전쟁의 직접적인 영향에서 비교적 벗어나 있어 이 시기 케인스의 업적은 더욱 주목할 만합니다.

케인스와 그레이엄은 많은 개념적 유사점을 공유했지만, 케인스는 회사 자체의 질(quality)을 더 강조했습니다. 버핏과 멍거는 나중에 그와 일치했으며 1957 년부터 오늘날까지 60 년 이상 투자 실무에서 이 개념을 더욱 발전시켰습니다.

또 다른 핵심 인물은 존 템플턴(John Templeton)으로, 그는 가치 투자에서 중요한 역할을 했고 다른 나라로 전파했습니다. 1939 년 전쟁 중 많은 미국 주식이 1 달러 미만으로 떨어졌을 때, 템플턴은 "싼 것이 진리(cheap is the hard truth)"라는 원칙을 고수하여 미국 주식 시장에서 1 달러 미만으로 거래되는 모든 주식을 100 주씩 매수하여 총 만 달러를 투자했습니다.

4년 후 그가 팔았을 때 104개 주식 중 100개가 가치가 크게 증가했습니다. 1954년에 그는 템플턴 펀드를 만들고 가치 투자의 개념을 많은 다른 나라로 전파하기 시작했습니다. 1992년까지 38년 동안 다양한 시장 변화를 헤쳐나간 후, 펀드는 10배 이상의 수익을 달성했습니다.

저는 1997년에 히말라야 캐피탈을 설립했습니다. 그 전에 저는 1993년에 처음 주식을 샀는데, 싼 회사부터 시작했습니다. 싼 회사를 투자하는 과정에서 저는 점차 제 능력 범위(circle of competence)를 구축했고, 싼 회사를 찾는 것에서 질 좋으면서도 싼 회사를 찾는 것으로 천천히 전환했습니다. 펀드가 1997년에 설립되었을 때 저는 아시아 금융 위기를 경험했습니다. 지난 몇 년 동안 중국 시장은 상당한 자본 및 자산 가격 하락을 경험했으며, 많은 사람들이 부동산, 주식 및 기타 증권 가격 하락으로 고통받고 있습니다. 그러나 이 하락의 규모는 여전히 아시아 금융 위기와 비교할 수 없습니다. 당시 주요 아시아 국가의 시장은 70% 이상 하락했으며 가장 심각한 곳은 90% 이상 하락했습니다. 우리 펀드도 엄청난 도전에 직면했고 상당한 변동성을 경험했지만, 그 해 동안의 누적 성과는 우연히도 높은 수익률을 기록한 시기였습니다. 시장은 말 그대로 금으로 가득 차 있었습니다.

재미있는 이야기를 하나 들려드리겠습니다. 당시 저는 뉴욕에서 여러 펀드 매니저와 의견을 교환하고 있었는데, 그중 한 명은 한국계 미국인이었습니다. 우리는 투자에 대해 논의했고, 그는 한국에 대한 관심을 언급했습니다. 저도 관심이 있다고 말했습니다. 당시 한국 주식 시장은 달러 기준으로 80-90% 하락했습니다. 주식 시장이 하락했을 뿐만 아니라 원화도 40-50% 평가절하되었기 때문입니다. 그는 거래를 하고 있다고 언급했습니다. P/E 비율이 2에 불과한 포스코(POSCO)를 매수하는 동시에 P/E 비율이 3이나 되는 삼성전자를 공매도하는 것이었습니다. 그는 이 거래를 환상적이며, 자신이 찾을 수 있는 최고의 투자 기회라고 설명했습니다. 이것은 오늘날 미친 소리처럼 들릴 수 있지만, 당시 주류 월스트리트 사고방식과 가치 투자 외부에 있었던 일을 생생하게 반영했습니다. 참고로 이 사람은 나중에 사기로 크레딧 스위스를 거의 파산시킬 뻔한 것으로 악명을 떨쳤고, 최근 미국 법원에서 18년 형을 선고받았습니다.

이것이 진정한 가치 투자자들이 시장에서 장기적으로 좋은 수익을 얻을 수 있는 이유입니다. 시장은 추상적인 개념이 아니라 많은 개인으로 구성되어 있기 때문에 어떤 시장도 완전히 효율적이지 않습니다. 많은 사람들이 미국 시장이 매우 효율적이라고 생각할 수 있지만, 이 업계에서 30년 동안 일하고 히말라야 캐피탈을 27년 동안 관리하면서 저는 개인적으로 미국 주식 시장이 여러 차례 50% 이상 하락하는 것을 경험했습니다. 2008-2009년 금융 위기 동안 미국 주식 시장은 중국보다 더 가파르게 하락했으며, 당시 사람들은 글로벌 금융 시스템이 완전히 붕괴될까 봐 두려워했습니다. COVID 팬데믹이 시작되었을 때 미국 주식 시장은 약 30% 하락했습니다. 사실, 그러한 상당한 하락은 거의 몇 년마다 발생합니다. 2001-2002년 인터넷 거품 붕괴 동안 아마존과 같은 회사는

90% 폭락했습니다. 미국은 이미 세계에서 가장 성숙하고 효율적인 시장을 가지고 있지만 여전히 그러한 상당한 변동을 피할 수 없습니다.

(페이지 21)

따라서 제 30 여 년의 경험에 비추어 볼 때, 가치 투자의 기본 원칙은 분명히 실현 가능합니다. 다른 투자자들은 전례 없는 거시 경제적 도전에 직면했을 때 가치 투자의 기본 원칙을 발견하고 실천했습니다. 여기에 그들의 가장 중요한 기여를 요약합니다.

벤 그레이엄은 세 가지 핵심 원칙을 설명했습니다. 첫째, 주식은 단지 거래 가능한 종이 조각이 아니라 회사 소유권의 법적 증거입니다. 앞서 논의했듯이 지속 가능한 경제 성장 동안 지분은 구매력을 보호할 수 있으며, 이는 투자의 목표가 구매력을 보호하고 성장시키는 것이기 때문에 필수적입니다. 둘째, 시장은 개인으로 구성되어 있으며 인간의 본성은 단기적인 이익을 추구하는 경향이 있으므로 사람들은 종종 주식을 회사에 대한 장기적인 소유권을 나타낸다는 사실을 간과하고 단기 거래를 위한 칩으로 취급합니다. 시장을 매우 신경질적인 사람인 "미스터 마켓(Mr. Market)"으로 생각할 수 있습니다. 그의 역할은 회사의 진정한 내재 가치를 알려주는 것이 아니라 단지 매수 및 매도 가격을 제공하는 것입니다. 이러한 가격은 종종 가치보다 훨씬 낮거나 높습니다. 가치 투자자에게 미스터 마켓은 안내자가 아니라 봉사하기 위해 여기에 있습니다. 셋째, 미래는 예측하기 어렵고 값싼 가격이 확실한 진리입니다. 상당한 안전 마진(margin of safety)을 확보하는 것이 필수적입니다. 왜냐하면 회사를 완전히 이해하지 못하거나 미래를 명확하게 예측하지 못할 수 있기 때문입니다. 그러나 충분히 낮은 가격에 매수하여 충분한 안전 마진을 남겨두면 밤에 편안하게 잠을 잘 수 있으며 장기적으로 보유할 수 있게 될 것입니다.

예를 들어, 중국 주식 시장은 2005 년부터 2007 년까지 상당한 상승을 경험한 후 78 년 연속 급격히 하락하여 장기적인 약세장에 진입했습니다. 이러한 상승과 하락은 미국 주식 시장 및 2008 년 글로벌 금융 위기와 밀접한 관련이 있었지만, 그 기간 동안 중국 경제는 비교적 잘 수행되었고 많은 회사들도 좋은 펀더멘털을 보여주었습니다. 78 년의 약세장 이후 시장은 틀림없이 금으로 가득 차 있었고 많은 우수한 회사의 주가는 큰 안전 마진을 제공하는 수준까지 떨어졌습니다. 따라서 다른 모든 사람들이 두려워할 때 종종 많은 기회를 찾을 수 있습니다. 상당한 안전 마진으로 이러한 기회를 잡을 수 있는지 여부가 진정으로 부를 창출할 수 있는지 여부를 크게 결정합니다.

버핏과 멍거는 60 년의 실천을 통해 가치 투자의 개념에 더욱 기여하여 가치 투자에 대한 또 다른 원칙을 제시했습니다. 장기적인 투자 수익은 주로 우수한 회사가 장기적인 운영 성과를 통해 창출한 가치에서 비롯됩니다. 우수한 회사는 지속적으로 내재 가치를 높일 수 있으며, 이는 현대 경제의 본질, 즉 회사의 내재 가치가 경제의 복리 성장과 함께 무한정 복리 성장할 수 있다는 것과 잘 맞습니다. 이러한 뛰어난 회사들은 산업 평균과 경쟁사보다 높은 장기 자본

수익률을 가지고 있습니다. 따라서 이러한 회사에 투자하면 시장 평균을 초과하는 속도로 부를 늘릴 수 있습니다. 그러나 이러한 회사를 식별하고 이해하는 것은 쉽지 않으므로 투자자는 자신의 능력 범위(circle of competence)를 구축하고, 무엇을 이해하고 무엇을 이해하지 못하는지, 그리고 능력 범위의 경계를 명확하게 알아야 합니다. 그런 다음 그들은 이해하는 뛰어난 회사들에 대해서만 능력 범위 내에서 투자하고 보유할 것입니다.

(페이지 22)

장기간 동안, 능력 범위의 개념은 버핏 씨와 멩거 씨의 중요한 기여입니다. 실제로 케인스는 이미 그의 시대에 이 원칙을 실천했습니다.

다섯 번째 원칙은 멩거 씨의 기여입니다. 저는 멩거 씨와 20 년 동안 우정을 쌓았습니다. 그는 저에게 친구이자 파트너일 뿐만 아니라 스승이자 가족입니다. 멩거 씨와 그의 가족은 매년 여름 미네소타의 스타 아일랜드(Star Island)라는 작은 섬에서 휴가를 보내며 낚시를 하는데, 이는 그가 가장 좋아하는 활동 중 하나입니다. 제 아내와 아이들, 그리고 저는 지난 20 년 동안 여러 차례 그와 함께했습니다. 미네소타에는 만 개가 넘는 호수가 있고 스타 아일랜드는 큰 호수 한가운데에 있습니다. 흥미롭게도 우리가 낚시를 갈 때마다 멩거 씨는 우리를 다른 곳으로 데려갔습니다. 우리는 스타 아일랜드에서 배를 타고 해안으로 가서 낚시 보트를 끄는 트럭으로 갈아탄 다음 한 시간 동안 다른 호수로 운전하여 낚시를 했고 매번 장소가 달랐습니다. 나중에 저는 그에게 물었습니다. "찰리, 스타 아일랜드 옆에 이렇게 큰 호수가 있는데 왜 거기서 낚시를 하지 않나요?" 그는 "한번 해보세요."라고 말했습니다. 저는 한번 해봤는데 호수에는 물고기가 거의 없어서 잡기가 매우 어려웠습니다. 그러나 우리가 갔던 작은 호수들은 항상 좋은 낚시 결과를 낳았습니다.

나중에 저는 멩거 씨가 낚시하러 갈 섬을 미리 알지 못했다는 것을 알게 되었습니다. 대신 낚시 가이드가 길을 안내했습니다. 그의 이름은 도니(Donnie)이고 그의 가족은 르로이스(Leroy's)라는 미끼 사업을 2 대째 운영해 왔기 때문에 그는 종종 일년 내내 다른 호수에서 미끼를 찾습니다. 미끼를 찾는 것을 통해 그는 어느 호수에 물고기가 있는지, 다양한 종류, 크기, 계절성, 심지어 각 호수 내의 특정 위치까지 알고 있습니다. 그것이 그의 독점적인 지식입니다. 많은 사람들이 물고기가 어디에 있는지 알아내기 위해 그에게서 미끼를 삽니다. 멩거 씨는 항상 도니가 길을 안내하게 했고 우리는 항상 많은 물고기를 잡았습니다. 저는 처음에 모든 호수에 많은 물고기가 있다고 생각했지만 스타 아일랜드 호수에서의 실패한 경험은 실제로 모든 호수가 같지 않다는 것을 깨닫게 해주었습니다.

따라서 멩거 씨는 다섯 번째 원칙을 요약했습니다. 투자는 낚시와 같습니다. 물고기가 있는 곳에서 낚시를 해야 합니다. 그는 낚시에는 두 가지 규칙이 있다고 말합니다. 첫 번째는 물고기가 있는 곳에서 낚시하는 것이고, 두 번째 규칙은 첫 번째 규칙을 절대 잊지 않는 것입니다. 이 다섯 번째 요점은

투자자들에게도 매우 중요합니다. 미네소타에는 만 개가 넘는 호수가 있지만 가장 큰 호수에서 낚시를 할 필요는 없습니다. 개인 및 기관 투자자에게도 마찬가지입니다. 중국의 GDP는 18조 달러이며 많은 산업과 회사가 있습니다. 일부는 실적이 좋지 않지만 우수한 회사, 모든 사람이 완전히 이해하지 못하고 완전히 잘못 가격이 책정된 회사도 많이 있습니다. 투자자는 모든 회사를 이해할 필요도 없고, 모든 거시 경제 매개변수, 정부 거시 정책을 마스터할 필요도 없으며, 향후 10년을 정확하게 예측할 필요도 없습니다. 핵심은 물고기를 잡을 수 있는 "호수"를 찾는 것입니다. 따라서 물고기가 있는 곳에서 낚시하라는 멍거씨의 조언은 선택의 중요성을 강조하는 것입니다. 저는 또한 도니와 낚시를 갈 때마다 우리가 하루 종일 호수에 있는 유일한 그룹이었고, 가장 많고 가장 큰 물고기를 잡을 것이라는 것을 알았습니다. 경쟁 부족은 잘못된 가격 책정의 중요한 이유입니다.

따라서 투자자는 거시 환경을 과도하게 조사할 필요도 없고, 미네소타의 만 개 호수 모두를 이해할 필요도 없으며, 철저히 조사할 필요도 없습니다.

(페이지 23)

중국 경제 또는 세계 경제. 그들은 어느 호수에 물고기가 있는지, 경쟁이 부족한 곳, 좋은 지식과 이점을 가진 곳을 찾아야 합니다. 이곳이 바로 도니처럼 그들의 능력 범위를 확립할 수 있는 곳입니다. 도니는 미끼를 찾고 재배함으로써 잘 알려지지 않은 물고기가 풍부한 호수를 찾는 독특한 능력을 구축했습니다. 일단 모두가 물고기가 어디에 있는지 알게 되면 잡기가 어려워집니다. 이것이 그의 독특한 능력 범위입니다.

여섯 번째 원칙은 오늘 제가 여러분과 공유하는 것으로, 문명의 패러다임 전환에 기반한 결론입니다. 부의 본질은 경제 내 구매력의 비율이며, 가치 투자의 목표는 가장 활기찬 경제에서 가장 역동적인 회사의 주식을 보유하여 부를 보존하고 성장시키는 것입니다. 이 원칙은 또한 지난 30년 동안 히말라야 캐피탈에서의 우리의 실천에 기반한 경험과 기여이기도 합니다.

저는 40년 이상 현대화 현상에 대해 집요하게 생각하고 연구해 왔습니다. 저는 지난 수 세기 동안 각국이 경험한 것이 독특한 현상이 아니라 인류 문명의 더 넓은 패러다임 전환의 일부라는 것을 깨닫게 되었습니다. 이 전환은 어떤 국가, 개인 또는 소그룹의 영향을 받지 않습니다. 세계 경제는 단기적인 상승과 하락, 심지어 주기적인 변동에도 불구하고 단방향적이고 파도와 같은 성장을 보이지만 장기적인 추세는 단방향적인 지속적인 성장입니다. 세계 경제 파이가 때때로 줄어들더라도 구매력 비율을 유지함으로써 부를 보존할 수 있습니다. 그런 다음 경제가 다시 성장하기 시작하고 파이가 커지면 부를 보존하고 계속 늘릴 수 있습니다. 이 원칙은 저의 개인적인 기여입니다. 저는 미래의 실천을 통해 그것을 증명하거나 반증하기를 희망합니다.

가치 투자의 여섯 가지 기본 원칙을 반복해 보겠습니다.

주식은 단지 거래 가능한 종이 조각이 아니라 회사 소유권의 일부를 나타냅니다.

미스터 마켓은 가치 투자자를 안내하는 것이 아니라 봉사하기 위해 여기에 있습니다.

투자에는 충분한 안전 마진이 있어야 합니다.

투자자는 명확한 능력 범위를 가져야 합니다.

물고기가 있는 곳에서 낚시하십시오.

부는 경제 내 구매력의 비율입니다. 가치 투자의 목표는 부를 보존하고 성장시키기 위해 가장 활기찬 경제에서 가장 역동적인 회사의 주식을 보유하는 것입니다.

지난 30 년 동안의 저의 개인적인 경험 역시 이러한 원칙들을 잘 보여줍니다. 제가 처음 미국에 도착했을 때 저는 빗밖에 없었습니다. 오늘날 제가 있는 곳에 도달하고 모든 사람과 우리의 경험을 공유할 수 있게 된 것은 참으로 가치 투자 실천 덕분입니다. 가치 투자의 철학은 실천에 적용될 수 있으며 장기적으로 성공적이고 지속 가능하게 실행될 수 있습니다. 저는 버핏 씨와 멍거 씨처럼 앞으로 30 년 동안 가치 투자를 계속 실천하기를 희망합니다. 오늘, 30 년이 지난 지금도 저는 이 산업에 대해 여전히 열정적입니다. 시대와 함께 호흡하고 함께 성장하는 방식이며, 이는 믿을 수 없을 정도로 매력적입니다.

(페이지 24)

마지막으로 작은 이야기를 하나 더 들려드리겠습니다. 모두가 멍거 씨가 평생 동안 아주 적은 수의 주식에 투자했지만 연구를 고집했다는 것을 알고 있습니다. 그는 한때 배런스(Barron's)를 50 년 동안 읽고 단 하나의 투자 아이디어만 찾았다고 공유했습니다. 그러나 그 단 하나의 아이디어가 그에게 수십 배, 심지어 100 배 이상의 수익을 가져다주었습니다. 먼저 그는 그 투자에서 거의 10 배의 수익을 올렸고, 그런 다음 수익금을 우리 펀드에 재투자하여 또 다른 10 배 이상의 수익을 올렸습니다. 99 세에 멍거 씨는 또 다른 매우 흥미로운 주식을 발견했습니다. 약간 "정치적으로 올바르지 않고(politically incorrect)" 심하게 잘못 가격이 책정된 주식이어서 그는 거의 10 년 만에 유일한 주식 매입을 했고 주가가 두 배가 되는 것을 지켜보았습니다.

오늘은 멍거 씨가 세상을 떠난 지 1 년이 조금 넘는 날입니다. 지난 추수감사절에 찰리는 목요일 저녁 식사를 가족과 함께 했고 디저트 중에 몸이 좋지 않아 일찍 자리를 떴습니다. 다음 날 금요일 아침, 멍거 씨는 입원했습니다. 토요일까지 찰리는 의식을 되찾고 가족에게 마지막 작별 인사를 하고 일요일에 평화롭게 세상을 떠났습니다. 마지막 순간까지 그의 삶은 평온하고 집중되어

있었으며, 가장 사랑하는 일에 헌신했고 결코 멈추지 않았습니다. 그러한 삶은 우리 모두에게 영감과 용기를 줍니다. 멍거 씨는 그의 삶과 60 년 이상의 투자 성공을 통해 우리에게 중요한 교훈을 가르쳐주었습니다. 거시 환경은 우리가 받아들여야 하는 것이고, 미시 환경은 우리가 중대한 차이를 만들 수 있고 만들어야 하는 곳입니다. 가치 투자에 참여하는 것은 우리가 시대와 함께 호흡하고 함께 성장할 수 있게 해줍니다. 저는 가치 투자에 열정적인 사람들은 그들의 위치나 직면한 도전과 상관없이 의미 있는 결과를 얻을 수 있다고 굳게 믿습니다. 저는 모든 분들이 이 멋진 노력에 계속 헌신하기를 진심으로 바랍니다.

감사합니다!

질의응답:

질문 1: 고품질 회사를 보유하는 과정에서 시장이 명확하게 과대평가된 가격을 제시할 경우, 어느 정도까지 보유 지분을 줄이는 것을 고려하시겠습니까? 질문 2: 극소수의 사람들만이 고품질 회사를 장기간 보유하고 지속적인 수익을 얻을 수 있습니다. 이것은 운과 용기와 관련이 있습니까? 젊은이들은 불확실성과 불충분한 정보 속에서 어떻게 투자 결정을 내려야 합니까? 언제 자신의 이해를 뒤집어야 합니까? 젊었을 때 그러한 딜레마에 직면했습니까?

매도에 관해서는 제 고려 사항은 다음과 같습니다. 첫째, 제가 실수를 했다는 것을 깨달으면 즉시 매도할 것입니다. 둘째, 우수한 위험-보상 비율과 하방-상방 비율을 제공하는 더 나은 투자 대상이 있을 때 전환을 선택할 것입니다. 셋째, 시장이 거품과 같은 극단적인 과대평가를 보일 때입니다. 그러나 가치 평가는 종종 타이밍의 개념이며 회사의 장기적인 성장 잠재력에 크게 좌우됩니다. 일반적인 인간의 결점은 단기적인 요인을 증폭시키고 장기적인 요소를 축소하거나 간과하는 것입니다. 따라서 자신의 능력 범위를 개발하는 것이 중요합니다. 연구가 깊을수록 이해가 더 철저해집니다. 단기적인 과대평가는 장기적인 성장과 비교할 때 덜 중요합니다. 그러나 장기적으로 성장할 수 있는 회사를 찾고 이해하는 것은 극히 어렵습니다. 이러한 회사들은 경쟁사에 비해 지속적인 경쟁 우위, 방대한 성장 잠재력, 우수한 자본 수익률을 보유하고 있습니다. 이러한 회사들은 희귀한 보석이며, 그래서 우리는 그들을 "성배(holy grail)"라고 부릅니다. 최고의 투자는 종종 장기적인 경쟁력과 성장 잠재력을 가진 이러한 회사들에 있습니다. 일단 그러한 회사를 진정으로 찾고 이해하면, 저는 일반적으로 성급하게 매도하는 것에 반대합니다. 왜냐하면 과대평가되었다고 생각하여 매도하고 나중에 다시 사려고 하면 여전히 과대평가되어 있다는 동일한 문제에 직면하게 되고, 더 싸지기를 기다리는 상태로 돌아가기 때문입니다. 그 기다리는 기간 동안 그 성장은 원래의 가치 평가 추정치를 훨씬 초과할 수 있습니다. 만약 진정으로 우수한 회사라면 이 시나리오는 더욱 가능성이 높습니다. 만약 우수한 회사가 아니라면 다른 문제입니다.

투자 평생 동안 그러한 회사를 찾는 것은 본질적으로 희귀하기 때문에 쉽지 않습니다. 철저히 조사했고 마침 저렴하기도 한 위대한 회사는 매우 드문 기회입니다. 제 30년 투자 경력에서 저는 그러한 기회를 몇 번밖에 만나지 못했습니다. 똑같이 중요한 것은 그러한 회사를 장기간 보유할 수 있다는 것입니다. 얼마나 오래 보유하든 계속해서 배워야 합니다.

버크셔 해서웨이(Berkshire Hathaway)를 예로 들어 봅시다. 우리는 그것을 세계 최고의 투자자 중 일부가 관리하는 요새와 같은 회사로 간주하며 60년 이상 견고하게 서 있습니다. 그러나 그 주가 역시 3~4번 50% 이상 하락했습니다. 그러한 시기에 계속 보유할 수 있는지 여부는 주로 회사가 소유한 자산에 대한 깊은 이해에 달려 있습니다. 이러한 이해의 깊이는 쉽지 않습니다. 버크셔는 많은 우수한 자산과 자회사를 가지고 있으며, 이를 진정으로 이해하려면 장기적인 연구와 지식 축적이 필요합니다.

(페이지 26)

또 다른 예는 우리가 22년 동안 보유해 온 BYD입니다. 이 기간 동안 주가는 최소 6번 50% 이상 하락했으며, 한 번은 80% 이상 하락하기도 했습니다. 각각의 상당한 가격 하락은 귀하의 능력 범위의 경계를 시험합니다. 정말로 이해하고 있습니까? 그 가치와 얼마나 많은 가치를 창출했는지 진정으로 알고 있습니까? 1년 동안 BYD는 가치를 높였을 수 있지만 주가는 70% 하락했습니다. 그래야만 귀하의 능력 범위가 진정으로 시험되고, 그 경계를 만져봄으로써 그 존재를 확인할 수 있습니다. 우리가 보유한 기간 동안 BYD의 매출은 10억 위안에서 거의 1조 위안으로 성장했으며 아직 한계에 도달하지 않았습니다. 계속해서 성장하고 가치를 창출하고 있습니다. 이것이 투자의 흥미로운 부분입니다.

따라서 주식을 보유하는 기간과 언제 매도할 것인지의 타이밍은 주로 귀하의 능력 범위가 실제적인지 여부와 회사를 진정으로 이해하는지 여부에 달려 있습니다. 투자는 주식을 사고 편안히 쉬는 것만큼 간단하지 않습니다. 그렇게 쉬었다면 모두가 부자가 되었을 것입니다. 투자는 쉽지 않지만 매력적이고 도전적인 일입니다.

네 번째 시나리오는 다른 사람의 자본에 대한 수탁자로서 때때로 필요에 의해 매도해야 하는 경우입니다. 만약 우리가 완전히 투자되어 있고 환매 요청에 직면한다면, 우리의 기본 원칙은 빌리지 않는 것이므로 일부 보유 지분을 매도해야 할 수도 있습니다. 우리가 빌리지 않는 원칙을 고수하는 이유는 그렇게 함으로써만 전체 투자 포트폴리오의 50% 하락을 견딜 수 있기 때문입니다. 상당한 주가 하락은 투자의 정상적인 부분입니다. 투자 경력에서 그러한 시험을 여러 번 거치지 않았다면, 귀하의 능력 범위가 실제적인지 아닌지, 진정으로 이해하는지, 진정으로 용감한지, 아니면 단지 무모하고 운이 좋은 것인지 명확히 하기 어렵습니다.

주식 시장은 진정으로 인간의 본성을 시험합니다. 투자 대상을 이해하지 못하면 조만간 시장이 당신을 패배시킬 것입니다. 따라서 진정한 이해를 얻고, 능력 범위를 지속적으로 심화하고 확장하며, 평생 학습에 전념하는 것이 중요합니다. 제가 강연 말미에 공유했듯이 멍거 씨는 최소 60~70 년 동안 산업을 연구한 후 99 세에 주식을 샀습니다. 중요하게도 지식은 실제로 복리 성장할 수 있습니다. 젊을 때는 가장 싼 주식을 사는 것과 같은 기본부터 시작할 수 있습니다. 왜냐하면 가격이 충분히 낮아야만 편안하게 장기간 보유할 수 있고, 사업과 회사를 이해할 충분한 시간을 가질 수 있기 때문입니다. 그래야만 진정으로 우수한 회사들을 소유해야 합니다. 장기 보유의 전제는 단지 장기간 보유하기 위한 것이 아니라 진정한 이해입니다. 가치 투자의 핵심은 가치를 이해하는 것입니다. 가치를 사기 위해 가격을 지불하며, 이상적으로는 지속적으로 성장하는 가치를 내재 가치보다 훨씬 낮은 가격에 삽니다. 능력 범위를 점진적으로 구축하십시오. 서두를 필요는 없습니다.

질문 3: 미국의 3.0 시대로의 경로를 어떻게 보십니까? 홍콩의 발전을 참조하는 것 외에, 중국은 미국의 부상 경험에서도 일부 교훈을 얻을 수 있습니까? 또한 개혁과 부상 과정에서 고위급 결정이 경제 발전 성공을 어느 정도 결정합니까?

(페이지 27)

장기적인 관점에서 오늘날 우리가 보는 것은 문명의 패러다임 전환입니다. 그것은 어떤 개인이나 어떤 국가의 의지에 의해 좌우되지 않으며, 현대 과학기술 문명에서 지속 가능하고 복리적인 경제 성장의 법칙에 의해 결정됩니다. 만약 한 나라가 정체 상태를 유지하면 다른 나라들이 계속 성장함에 따라 뒤처질 것입니다. 예를 들어, 최근 몇 년 동안 중국 경제는 실제로 미국에 비해 위축되었습니다. 때로는 국가가 성공적인지, 사람들이 여전히 진지하게 일을 하려고 노력하는지 관찰해야 할 때도 있습니다. 오늘날 중국은 10 억 명이 넘는 국내 인구뿐만 아니라 전 세계 약 25 억 명의 사람들에게 영향을 미칩니다. 우리는 공동 운명체입니다.

우리 시대 3.0 경제의 출현은 많은 우연한 요인에서 비롯되었으며, 가장 큰 우연은 미국의 건국이었습니다. 미국은 광대한 지리, 다문화주의, 대규모 다민족 인구를 수용할 수 있는 능력과 같은 독특한 이점을 가지고 있으며 오늘날에도 여전히 그러합니다. 따라서 미국의 관행은 국가 자체의 관행일 뿐만 아니라 다양한 민족 집단에 의한 3.0 문명의 집단적 탐구이기도 합니다. 이러한 관행은 세계에 광범위한 영향을 미칩니다. 현재 세계 인구의 약 10%가 3.0 문명에 진입했지만 국제 관계는 이 단계에 도달하지 못했습니다. 현대 경제 발전의 철칙은 가장 큰 시장이 결국 유일한 시장이 된다는 것입니다. 시장 간에 많은 장벽, 관세, 제한이 있지만 실제로는 제 3 자를 통해 전체 시장이 여전히 연결되고 순환될 것입니다. 누구도 다른 누구 없이는 아무것도 할 수 없으며 일시적인 전쟁과 갈등은 결국 끝날 것입니다.

오늘날 인류의 조직 방식은 여전히 정부와 국민 국가에 기반하고 있습니다. 경제적으로는 공동의 글로벌 시장이 형성되었지만 국제 관계 측면에서는 공식적인 국제 정치 조직 구조 없이 국민 국가에 기반한 느슨하게 조직된 시스템으로 남아 있습니다. 근본적인 이유는 3.0 경제의 급속한 복리 성장과 인간 본성, 조직 구조, 심리, 문화 및 종교적 신념의 느리거나 심지어 정체된 진화 사이의 오래 지속되는 격차에 있습니다. 국제 관계나 국가 거버넌스의 변화는 매우 긴 과정입니다. 다른 나라들의 현대화 과정을 연구하면 오늘날 중국이 직면한 많은 어려움이 해결 불가능하지 않다는 것을 깨달을 것입니다. 1840 년 이후 중국의 현대화 부침을 되돌아보고 지난 몇 년간의 도전과 비교하면 현재의 어려움은 역사적 맥락에서 사소할 뿐이며 지나치게 걱정할 가치가 없다는 것을 알게 될 것입니다. 투자자로서 핵심은 물고기가 있고 낚시하는 사람이 거의 없는 호수를 찾는 것입니다. 모든 것을 명확히 할 필요도 없고, 가장 큰 호수에서 군중과 경쟁할 필요도 없습니다. 이것이 가치 투자의 아름다움입니다.

질문 4: "싼" 회사가 무엇인지 어떻게 이해합니까? P/E 비율을 봅니까? 회사의 P/E 는 다양하며 성장률과 관련이 있습니다. 어떻게 해석해야 합니까?

"싸다"는 다차원적인 개념이며 상대적 가치와 관련이 있습니다. 벤저민 그레이엄 시대에 그는 현금과 같은 신속하게 청산될 수 있는 자산만 보면서 유형 자산 가치에 집중했습니다.

(페이지 28)

등가물, 거래 가능한 증권, 쉽게 회수 가능한 매출 채권, 심지어 부동산까지. 1930 년대 대공황 시기에는 그러한 주식이 많이 있었습니다. 제가 투자를 시작한 1993-1994 년에도 미국 시장에는 매우 싼 주식이 있었습니다. 제 첫 "텐배거(ten-bagger, 10 배 수익률 종목)"는 시가 총액 3 억 달러, 장부 가치 5 억 달러였는데, 그중 4 억 달러는 나중에 미국 최대 케이블 TV 회사가 된 상장 회사 TCI 의 주식이었습니다. 당시 저는 P/E 비율을 보지 않았고 나머지 1 억 달러의 자산도 이해하지 못했습니다. 나중에 이 1 억 달러의 자산이 매우 가치가 있다는 것을 알게 되었습니다. 이는 미국의 초기 무선 통신 시스템의 기본이 되는 위성 통신 및 무선 네트워크 라이선스로 구성되었습니다. 저는 처음에 이것을 이해하지 못했고 우연히 발견했습니다. 주식을 산 후 케이블 TV 회사를 깊이 연구하기로 결심했고, 그제서야 무선 네트워크 라이선스의 진정한 가치를 깨달았습니다. 따라서 싸게 사는 것은 때때로 예상치 못한 이익을 가져올 수 있지만, 산 후에는 깊이 연구해야 합니다. 더 많이 이해할수록 더 많은 가치를 얻을 수 있습니다.

회사의 가치를 측정하기 위해 P/E 를 지표로 사용하려면 수익의 질에 대한 깊은 이해가 필요합니다. 예를 들어, 수익이 주기적입니까? P/E 가 낮다면 주기 정점에 있기 때문입니까, 아니면 수익에 일회성 또는 주기적 요소가 많이 포함되어 있기 때문입니까, 아니면 수익이 진정으로 장기적이고 안정적이며 지속 가능하기 때문입니까? 수익의 질을 명확히 한 후에야 회사의 장기적인 성장 전망을 평가할

수 있습니다. 각 회사의 가치는 다소 독특하며, 정확히 무엇에 투자하고 있는지 이해해야 합니다.

질문 5: 뛰어난 기업가의 특징은 무엇입니까? 공통점이 있습니까?

이 질문은 매우 흥미롭습니다. 30 년 넘게 저는 많은 성공적인 기업가들을 만났습니다. 충분한 경험이 있다면 초기에는 이 성공한 개인들이 당신과 똑같이 아무것도 없이 시작했다는 것을 깨달을 것입니다. 제가 제프 베조스(Jeff Bezos)를 만났을 때 그는 저처럼 스타트업 창업자였고 우리는 즉시 의기투합했습니다. 그는 회사가 100 명이 조금 넘고 첫 창고를 막 임대했을 때 저를 아마존에서 연설하도록 초대했습니다. 모든 세대에는 자체적인 성공 스토리가 있고, 모든 시대는 새로운 인재를 배출합니다.

각 세대의 뛰어난 기업가들 사이에는 많은 유사점과 차이점이 있습니다. 균일하게 분류할 수는 없습니다. 공통된 특징이 있다면 아마도 그들의 지속적인 낙관주의일 것입니다. 세상의 모든 것은 병이 반쯤 차 있거나 반쯤 비어 있습니다. 완전히 차 있거나 완전히 비어 있는 병은 없습니다. 성공적인 기업가들은 가득 찬 절반을 보기로 선택합니다. 왜냐하면 사업을 시작하는 것은 항상 끝없는 어려움과 도전을 수반하기 때문입니다. 만약 비어 있는 절반에 집중하고 항상 부정적인 것에 머무른다면 어떻게 파트너를 찾을 수 있을까요? 합리적인 분석은 필요하지만 기업가들은 믿음의 힘을 믿기로 선택해야 합니다. 미래는 예측하기 쉽지 않으며 종종 믿기로 선택해야 합니다. 믿음은 3.0 문명으로의 전환에서 특히 유용합니다. 왜냐하면 상승하는 조류는 모든 배를 들어 올리기 때문입니다. 경제 자체가 성장하고 있으며 믿기로 선택한 사람들에게 보상합니다. 따라서 결코 패배를 인정하지 않는 것이 성공의 첫걸음입니다. 모든 성공한 사람들은 결코 포기하지 않고 낙관주의를 유지하며 미래를 믿는 특성을 가지고 있습니다.

(페이지 29)

시장 경제의 장점은 누가 성공할 수 있는지 미리 결정하지 않는다는 것입니다. 누가 성공하는지 신경 쓰지 않습니다. 엘론 머스크는 중국에서 성공하기 어려울 수 있습니다. 잭 마가 오늘날에도 여전히 성공할 수 있을지는 알 수 없습니다. 매우 포용적인 사회는 모든 사람이 자신의 재능을 최대한 발휘할 수 있게 해줍니다. 왜냐하면 시장 경제에서의 성공은 미리 정해진 운명이 아니라 경쟁 결과에 의해 결정되기 때문입니다. 어떤 유형의 사람이 성공에 특히 적합한지 아무도 모르고, 성공의 기준은 시간이 지남에 따라 다릅니다. 따라서 자유가 중요하고, 유연성을 제공하는 것이 중요하며, 궁극적으로 다른 사람들이 시장 경제에서 기회를 갖게 됩니다. 이것이 시장 경제가 궁극적으로 사리 추구에서 시작하여 위대한 공익을 달성하는 "모두를 위한 나"에서 "나를 위한 모두"로 변모하는 이유입니다. 그것은 모든 경제 요소를 순환시킵니다. 시장 경제에서는 아무리 많은 재능도 결코 충분하지 않습니다. 지속적인 학습과 자기 계발이 필수적입니다. 성공한 기업가조차도 계속 배워야 합니다. 그렇지 않으면

일시적으로만 성공할 수 있습니다. 낙관주의 유지, 결코 포기하지 않음, 지속적인 학습, 신뢰성, 성실함 모두 중요합니다. 그러나 그 이상으로, 그것은 정말로 모든 사람이 최선을 다하고 엄격한 기준에 얹매이지 않고 재능을 모집할 수 있는 포용적인 환경을 만드는 것에 관한 것입니다.

질문 6: 투자의 의미는 무엇입니까? 개인 투자자의 이해와 능력 범위가 향상되어 투자 수익으로 이어질 수 있지만, 다른 가치는 무엇입니까?

마지막으로 다소 철학적인 이 질문에 답하겠습니다. 투자자는 기생충인가, 아니면 사회에 이익을 주는가? 특히 가치 투자는 싸게 사는 것을 강조하고 각 구매는 다른 사람이 파는 것을 의미하기 때문입니다. 그렇다면 귀하의 투자 이익은 다른 사람의 손실에서 비롯된 것입니까? 대답은 '아니오'입니다. 가치 투자자는 확실히 기생충이 아닙니다. 제가 언급했듯이 현대 자본 시장은 현대 경제의 필수적인 전제 조건이자 초석입니다. 자본 시장의 존재는 모든 경제 요소가 효과적으로 순환될 수 있다는 가장 중요한 보증입니다. 자본 시장이 효율적이라면 시장이 가장 필요로 하는 제품과 서비스를 제공할 수 있는 가장 생산적인 회사에 돈을 할당해야 합니다. 평범한 사람이 한 달에 천 달러를 벌고 오백 달러를 저축하여 최고의 회사에 투자하려는 경우를 가정해 봅시다. 이것은 긴 사슬을 필요로 하며, 사슬의 각 노드는 중요하고 필수 불가결하며 자본 시장, 즉 공공 주식 시장으로 구축됩니다. 그 가장 중요한 기능은 장기적으로 회사를 올바르게 가격 책정할 수 있다는 것입니다. 올바른 가격 책정은 궁극적인 가격이 가치와 대략 일치한다는 것을 의미합니다.

우리는 자본 시장이 항상 효율적이지는 않다고 말하는데, 이는 때때로 단기적으로는 비효율적이라는 의미입니다. 장기적으로 시장 가격은 가치를 기준으로 변동하며 가치가 앵커 역할을 합니다. 그래야만 시장이 효과적입니다. 가격을 단기적인 비효율성에서 장기적인 효율성으로 이동시키는 것은 근본적인 투자자, 즉 가치 투자자에게 결정적으로 달려 있습니다. 가치 투자는 시장의 가격 발견 기능을 가능하게 하며 가장 가치 있는 회사와 비전문 개인 저축자를 연결하는 가장 중요한 노드입니다. 변호사, 중개인, 분석가, 관리자 등을 포함한 자본 시장의 각 구성 요소가 중요합니다. 어떤 노드에서든 금융 분야에서 일하는 사람이 원죄를 가지고 있다고 가볍게 가정하지 마십시오. 이러한 전문가와 기관들은

(페이지 30)

신뢰성을 제공합니다. 물론 이 업계에는 기생충도 있습니다. 수탁 책임을 진정으로 받을 자격이 있는 사람들만이 신뢰성을 창출할 수 있으며, 사슬의 모든 노드에 신뢰할 수 있는 중개자가 있을 때만 전체 금융 시장이 신뢰성을 가질 수 있습니다. 자유 경쟁, 적자생존, 법적 규제 및 장기적인 관행과 함께 진정으로 효율적이고 신뢰할 수 있는 금융 시장을 생산할 수 있습니다.

저는 일반적으로 보유 지분에 대해 이야기하지 않지만, 모두가 BYD 에 대한 우리의 투자에 대해 알고 있으므로 예를 들어 사용하겠습니다. 우리는 22 년 동안 보유해 왔으며, 그 기간 동안 주가는 최소 6 번 50% 하락했고, 한 번은 80% 이상 하락했습니다. 우리와 같은 가치 투자자가 없었다면 BYD 는 일부 위기 동안 자본 사슬 단절에 직면했을 수 있습니다. 예를 들어, 많은 고성장 기업들이 올해 자본 단절을 경험했습니다. 만약 우리가 2008 년에 버크셔와 같은 평판 좋은 투자자를 소개하지 않았다면 BYD 의 성공은 더 많은 도전에 직면했을 것입니다. BYD 가 오늘날처럼 성공하지 못했을 것이라는 의미는 아니지만 더 많은 도전에 직면했을 것입니다. 이것은 솔직한 진술이며 매우 명확한 예입니다. 가치 투자자가 없으면 자본 시장은 가격 발견 기능을 잃고 비효율적이 되며 더 이상 저축을 효과적인 사회적 자원으로 전환할 수 없습니다. 따라서 마땅히 받아야 할 것을 버는 우수한 가치 투자자는 뛰어난 기업에 없어서는 안 될 파트너입니다.

이것이 제가 처음 워렌 버핏의 연설을 들었을 때 이 산업에 진입하기로 결정한 이유입니다. 그는 당신이 물었던 바로 그 질문에 답했습니다. 개인적으로 저는 특히 젊었을 때 돈을 버는 것보다 윤리와 사회 정의에 항상 더 관심이 많았습니다. 월스트리트에 대한 저의 초기 인식은 중국 연극 『일출(Sunrise)』에 묘사된 교활한 기생충처럼 그들의 비밀스러운 음모와 결탁에 혐오감을 느꼈습니다. 그러나 버핏은 가치 투자의 본질이 윈-윈(win-win)이라는 것을 깨닫게 해주었습니다. 투자자는 실제로 회사 성장의 중요한 부분입니다. 저 또한 초기 경력에 일부 벤처 투자를 하여 12 개 이상의 회사가 엔젤 투자자로서 성공적으로 설립되고 성장하는 데 도움을 주었습니다. VC 와 PE 의 경우 투자자의 역할은 더욱 분명합니다. 진정으로 평판이 좋고 신뢰할 수 있는 공공 시장 투자자는 장기적으로 회사를 보증하는 데 유사하게 중요한 역할을 합니다. 더욱이 공공 기업의 존재는 저축을 효과적인 사회적 자원으로 전환하는 데 매우 중요하며, 이는 이러한 기업이 성장하는 데 필수적입니다. 이것이 우리 현대 경제가 자립적이고 지속 가능한 장기 성장으로 진입하는 가장 중요한 노드입니다. 따라서 사슬의 모든 사람은 극히 중요한 역할을 합니다.

이것들은 상식이지만 드뭅니다. 귀하의 질문은 중요하며 이 질문에 답할 지식을 파악하는 데는 시간이 걸립니다. 이것이 우리가 이 과정을 제공하는 이유, 이러한 주제를 논의하는 이유, 그리고 창(Chang) 씨, 장(Jiang) 교수님, 조교들, 자원봉사자들이 교육에 그렇게 많은 시간을 할애하는 이유입니다. 목표는 상식을 합의로 바꾸어 사회가 금융 산업에서 일하는 사람들을 악마화하거나 산업에 원죄를 부과하지 않도록 하는 것입니다. 그러한 합의가 없으면 국가는 중진국 함정에 갇혀 긍정적인 순환을 형성할 수 없습니다. 개인 저축률이 40%에서 50%로 증가하면 사실상 GDP 가 10% 감소합니다. GDP 감소는 미래에 대한 기대를 낮추고 소비를 더욱 줄이며 기업이 노동자를 해고하게 만듭니다. 경제가 위축되기 시작하면 더 많이 위축됩니다. 확장될 때는 더 많이 확장됩니다. 따라서 규제 금융과 부양책이 필요합니다. 그러나 소비자 측의 문제들은

공급 증가로 해결될 수 없습니다. 우리는 실제적이고 지속 가능한 수요를 늘려야 합니다. 이것들은 현대 경제학의 기본이며 부족한 상식입니다. 교육의 가장 중요한 목표는 진정으로 이 상식을 함의로 바꾸어 경제가 이 기반 위에서 계속 발전할 수 있도록 하는 것입니다. 그러나 이 부족함은 또한 자연스럽습니다. 우리는 농업 문명에서 수만 년에 걸쳐 진화해 왔으며 대부분 사람들의 부에 대한 관점은 정적입니다. 우리는 돈을 버는 사람은 누구나 부당하다고 생각합니다. 부에 대한 정적 관점은 2.0 시대에서 비롯되었습니다. 저는 수렵-채집 문명, 농업 문명, 과학기술 문명을 1.0, 2.0, 3.0 으로 명명하여 명확하게 구분했습니다. 왜냐하면 우리의 개념은 종종 이전 문명 상태에 머물러 있고 복리 경제 성장과 복리 부 성장을 이해하기 어렵기 때문입니다. 영국 귀족과 만 위안 가구의 예는 이 점을 이해하는 데 도움이 될 수 있습니다. 우리의 시대에 뒤떨어진 많은 개념들은 바뀔 필요가 있습니다.

오늘 우리는 또한 이 질문으로 강의를 마칩니다. 진정한 가치 투자자는 수탁자의 유전자(fiduciary gene)를 가지고 있으며, 기업과 자본 시장에 중요한 기여를 했고, 현대 경제 발전의 필수 불가결한 부분입니다. 저는 이 분야의 모든 실무자가 진정으로 이 책임에 부응하기를 바랍니다. 감사합니다!