

CHANGE

第十七期

2018.12

财菁

九
精
舍

水皮：

2019，政策市背景下的投资选择

盛松成：金融强监管与我国货币政策趋向

不要浪费这一轮难得的熊市

专访伯克利终身教授：中国怎样解决中小企业融资难？

开来资本董事长王峰：这个时代没有旁观者





财菁

第十七期

2018.12

指导：上海财经大学 青岛市委高校工委
 青岛市金融办 崂山区人民政府

主办：上海财经大学青岛财富管理研究院
 青岛金家岭金融聚集区管理委员会

编委会主任：戴国强
 编委会副主任：姜暉
 委员：胡雪宁 李保光 赵文善
 李晨 吴元庆 李昊霖
 责任编辑：赵文善
 美编：赵茹 石高阳

鸣谢：

青岛市发改委	青岛市经信委
青岛市教育局	青岛市财政局
青岛市商务局	人民银行青岛市中心支行
青岛银监局	青岛证监局
青岛保监局	中共崂山区委党校
崂山区金融办	青岛市企业家联合会
青岛市工商业联合会	青岛国际投资有限公司
中国银行青岛分行	青岛农商行
招商银行青岛分行	山东互联网金融研究院
百福润财税咨询事务所	

《财菁》杂志编辑部联系方式

地址：青岛市崂山区科大支路57号

电话：0532-88966017

Contents 目录

财富金家岭·声音 | 02 |

04 | 水皮：2019，政策市背景下的投资选择

10 | 盛松成：金融强监管与我国货币政策趋向

16 | 魏加宁：经济增长放缓 改革开放提速

财经时评·观点 | 20 |

水皮专栏

22 | 盘点 2018 年血亏的全球亿万富豪们，谁是亏损大王？

24 | 美国加息，中国降息 “水深火热”是谁的套路？

马光远专栏

26 | 菏泽取消限售令，应警惕大城市跟风！

29 | 房价上涨的动力已基本耗尽

李迅雷专栏

33 | 买自己买不到的东西

38 | 2019 年的投资机会在哪里？



| 行业观察 |—————| 44 |

46 | 公司改制到底改什么？

| 导师思维 |—————| 52 |

54 | 黄凡：不要浪费这一轮难得的熊市

59 | 向松祚：中美贸易只会走向一个结果

| 上财人物志 |—————| 62 |

64 | 这个时代没有旁观者

——专访开来资本董事长 王峰

| 商界 |—————| 70 |

72 | 万链指数如何为产业赋能？

——专访青岛场外市场清算中心总经理 万链指数项目负责人 贾庆佳



| 聚焦西海岸 |—————| 78 |

80 | 关于“三农”企业融资困难的调研报告

83 | 非法集资案件司法处置困难及建议

| 遇见·伯克利 |—————| 86 |

88 | 伯克利终身教授 David Sraer：中国怎样解决中小企业融资难？

| 干货图书馆 |—————| 96 |

98 | 个人知识管理精进指南

财富金家岭 · 声音

VOICE



水皮： 2019，政策市背景下的投资选择

2018年是改革开放四十周年。回望四十年来，中国经济爬上了山巅，成为全球第二大经济体，也正迈向发展的转型升级之路，继续砥砺前行。

站在改革开放四十周年的关键节点上，我们更需要审慎度势、把握时代的脉搏。2018年12月16日，在“致敬改革开放四十周年·金融家俱乐部特别活动”中，金融家俱乐部的老朋友、著名财经评论家水皮老师应邀以“政策市背景下的投资选择”进行主题演讲，紧密围绕股票投资趋势、房地产下一步走向，中美贸易关系等投资者普遍关注的问题分享了自己的观点。



水皮

中国著名财经评论家，《华夏时报》总编辑

市场压力来自何方？

很高兴每年都受到上海财大青岛财富管理研究院的邀请来到青岛。到现在为止，基本每年来青岛和大家探讨同样的话题，大概一年之后就可以验证。那么一般投资策略都是在年初制定的，2019年我们该怎么办呢？

总有人在说，经济周期是十年一个轮回，这个数字肯定是不准确的，但所谓的十年一轮回，无非说的是在一个较长的时间段内，经济的上行和下行都处在逃不掉的经济周期之中。

所以鉴于2008年发生的源于美国、危害世界的经济危机，在2018年之前就有人做出各种预测：认为2018年也许比较动荡，而2019年世界经济恐怕会面临更大的挑战，很多经济学家也在近期表示了自己的担心。

比如，有人分析认为2019年的全球经济形势会更加



困难，因为世界两大增长引擎中美的经济会持续放缓，“贸易纠纷，有对话未必意味着停战”，再加上贸易纠纷变成政策，全球贸易会受此影响进一步萎缩，从而影响各种外需型经济的表现。利率逐步推升、流动性被缓慢抽出，制造出一个“温水煮青蛙”的货币环境，那么体质偏弱、杠杆偏高的企业、个人与国家首当其冲。

而国内普通投资人的压力和困难，一方面来自原先多个路径的收窄和监管趋严，另一方面则体现在对人民币贬值速度的担忧上，因为这个问题事关财富如何丈量。1978年底，人民币广义货币供应量为1159.1亿元，到2017年底，这一数据已经变成了167.70万亿元，增长了1400倍以上，平均下来的年增长率高达20%以上。

现在，每年的货币流通量递增10%，这意味着每年人民币贬值10%，我估计今后人民币的贬值还可能加速。所以虽然人们手头上的钱变多了，反而却更加焦虑。到目前为止，房地产投资是国人唯一能够抵抗通货膨胀和流动性过剩的投资方式。绝大多数居民的财富支撑，都在房地产方面，中国房地产贷款已经占了相当大的比例，导致现在无论是消费，还是投资结构的调整，都已经有心无力了。

但在重重压力之下，我认为大家其实不需要那么悲观，为什么呢？对比一下上一轮经济危机就可以知道，在2008年全球经济危机爆发之前，全世界对经济态势极度乐观，好像经济周期已经被驯服，市场风险已经被复杂的金融创新完全消灭，剩下的

就只有上涨和繁荣，然而就在这种极端的乐观情绪中，纸牌搭成的高楼说倒就倒，真正的危机往往都是预期不到的。

十年后的今天，面对2019年的市场压力，所有人都不看好市场前景，以至于2018年全年资本市场的表现已经糟糕得不能再糟糕。也就是说，目前绝大部分人都不是盲目乐观的，这样的市场反而是健康的，因为真正的危机从来都爆发在暴涨之中，真正的机会反而是在大众普遍的悲观之后。

中美关系：能拿来博弈的都不是底线

2018年中美贸易间的角力牵动全球经济的神经，而中美两国



在重重压力之下，其实不需要那么悲观，因为真正的危机从来都爆发在暴涨之中，真正的机会反而是在大众普遍的悲观之后。



又重新坐回了谈判桌上，现在的谈判结果只能说是休战而不是终战。三个月的时间中，两国还将就结构性问题展开细节性协商，顺利的话之前双方的加税都有可能归零，而零关税、零壁垒、零补贴的“三零结果”是符合中国未来取向的，即便在知识产权保护、技术转让和工业2025的表述上，中美之间的分歧也并非不可调和。

更早的时期，美国的学者发明了一个词，叫“中美国”，因为中美两国之间有太多的互补关系。比如

中国出口，美国进口；中国储蓄，美国借支；中国制造业强大，美国服务业占优；中国有市场，美国有技术；中国是美国最大的债权人，美国是中国最大的顺差国……

中美之间的关系越密切，来往越多，生意也就越大，因此顺差是客观存在的。根据2018年10月的数据显示，中国对美的顺差是1.6万亿人民币，同比增加11%。贸易摩擦的结果难以预料，虽然这个数据中可能有中方出口赶季节的因素，但是成交量本身也说明，即便加税，美国对中国产品的刚需也是不可能改变的。

中美两国虽然隔着一个太平洋，但是谁都离不开谁：美国是中国商品最大的出口国，由此形成了最大的顺差，但这些顺差形成的外汇储备，相当一部分又以购买美国国债和两房债券的形式回流到美国，中国政府事实上是美国国债最大的债主。中国方面如果抛售美债，美国市场股债双杀根本就不是特朗普所能承受之重，这才是真正的底线，也是双方共同的底线，而底线是不会被拿来博弈的，这就是所谓的“你中有我，我中有你”。

特朗普执政近两年以来，作风简单，方式粗暴，始终围绕孤立主义、美国利益优先和“让美国更伟大”这三大主题做文章。客观地说，特朗普成绩相当不俗，是一个在短

时间内较为明显改变美国内外政策，也产生了较大影响的总统。特朗普也兑现了大部分竞选诺言，而且让世界感受到“特朗普飓风”的冲击力和震撼性。

如作为美国汽车行业龙头的通用汽车，前段时间宣布全球裁员15%，并调整北美5家工厂产能，其中有4家就在美国本土。消息一出，美国汽车行业和政界的反应巨大，特朗普火冒三丈，并且以保护美国工人为由，宣布削减对通用汽车的所有补贴，包括对电动汽车的补贴，导致通用汽车股价应声下跌3.8%，收盘跌了2.6%。

众所周知，特朗普竞选的口号就是复兴美国的制造业，为工人创造更多的就业机会。所以特朗普觉得通用应该配合他搞好经济，而不是关厂裁员，这属于明显地唱反调。

如今中美间的关系，正与上世纪美国与日本的角色基本处在同一个历史方位，虽然经济发展、历史发展阶段一样，但是调整的方式不同，会导致结果的不同。日本的每次经济调整，基本可以概括为三句话：

第一不是继续放水，而是紧缩；第二是要减税收，降低企业生存难度；第三，要让美国放开管制。我觉得对于中国来讲，中长期也是这三个路径。首先中国要严格统一市场，不要寄希望通过放水来刺激经济；

第二中国的减税是一个渐进的过程，可能到时候把国有企业都进行调整，做一个混合制的上市计划，当然最关键的是思想解放的问题。

长周期而言，中国处于上升周期，美国是回落的周期；短周期而言，中国经济处于调整下行期，美国经济处于繁荣冲顶期，两国股市的表现最能说明问题：美股筑顶，A股筑底，各有各的问题，各有各的烦恼。但中美两国的共同取向是银根紧缩，大幅减税，放开管制，目的是激活市场主体，才能在“生意场”上实现共赢。

2019年：股票与房地产的投资策略

2019年的投资策略跟2018年基本相同。但在股市投资上要增加一个变量，就是科创板的推出。

从2014年末开始，政府多次试图启动“印股票的时代”。2015年牛市的启动，其实就是以注册制为目标的，以至于在股灾后还一度坚持要推进注册制改革。直到2018年11月初，国家才宣布在上海推出科创板并试行注册制。

之所以经历了这么长的时间，就是因为我们总想通过发动一轮牛市来对接注册制，而注册制对应的估值远比现在低，一轮牛市之后，就更加无法对接，只能以暴跌告终。现在，管理层终于开始从熊市入手，所以才在2600点宣布在“科创板”试行注册制。这意味着，中国试图杀出资产泡沫的困境，突破口就是股市。

在经济下行周期，期待一轮跨年度的大牛市本身是不切实际的，当然结构性牛市行情还是让人充满期待，而代表着创新，代表着未来，代表着市场交易精神的科创板正是



中国楼市的机会正在向大城市、城市群集中，远离中心城市的普通三四五线城市流动性将越来越差。



这种角色当仁不让的扮演者。

说完股市，再来说说2019年的房地产。我认为，这一年的房地产市场仍是等待捡漏的机会，因为一批公司资金链断裂，那么这些公司要处置资产的时候，就是捡漏的机会。据我的预测，2019年3月份如果促销力度足够大的话，新房可能会达到七五折优惠。

其实，从2013年以来我一直在表达一个观点：中国楼市的机会正在向大城市、城市群集中，远离中心城市的普通三四五线城市机会其实不多了（有显著人口增长的例外），其资产流动性将越来越差。未来，80%的县城、市镇的房价，有可能跑输通胀。只有有显著人口增量的、高级别的城市以及卫星城，其配套好、位置好的住宅，才有较高投资价值。其他区域的房产，正逐步摆脱金融属性，回归房子的本义。

当然从整体趋势来讲，2018-2020年都是房价的平台整理期，现在价格上下浮动10%都是正常的。

如果从周期的规律角度来看，上一轮股市的高点出现在2015年的6月份，下一波投资周期至少是在五年以后，也就是2019年以后的事情。所幸的是寒冷的2018年将要过去了，2019年也应该是个慢慢做大伟业的过程，如果说要论投资周期的话，那么未来的3到5年更值得投资者关注。



2019年大家可能会普遍相对保守和谨慎，除了券商之外各行各业都比较保守，券商是义无反顾、一如既往地看好2019年的走势。对于他们来讲每个年份都是好年份，但是我们一般投资者一定要把目光放长远一点。

演讲结束后，水皮就现场嘉宾关心的问题进行了解答：

■ **提问一：**请问水皮老师，您觉得像乐视这种股票，最后会退市吗？

■ **水皮：**乐视肯定会退市，不要抱着任何不切实际的希望。最近几个交易日，乐视在盘中连续拉到百分之二三的涨幅，这是机构在自救，千万别看成是有人看好乐视的未来重组，否则最后就有可能深陷泥潭。

■ **提问二：**水皮老师您好，现在有观点认为央行可能会降息，您是怎么看的呢？如果中国经济下一步复苏的话，您觉得是会由哪个行业所引领的？

■ **水皮：**我先来回答第二个问题。目前互联网行业的红利的确已经被开发得差不多了，那接下来还有哪个行业可以像互联网那样，能够给大家带来预期的无限遐想？我想答案只有一



个，那就是生物工程。事实上，生物技术从2000年互联网第一波泡沫破灭之后，就是大家寄予希望的下一个风口，但现在我们要有足够的耐心等待它取得本质上的突破。

再来说第一个问题，人民币汇率一段时间内在6.2到6.99之间徘徊，目前中国的首要任务是要“保7”，虽然能不能保住不确定，但是中国政府的决心很大。特朗普对人民币汇率的期望，应该是希望能够通过干预，让人民币实现升值。因为人民币如果贬值的话，不但对中国的出口有好处，提高了人民币对外竞争力；而且会对美元构成压力，所以特朗普不能接受人民币继续贬值。

中国方面当然也不希望人民币

大幅贬值，以免形成恶性循环。我的推测是，我们可以降低存款准备金率，但应该不会降息，因为降息跟美联储的目的和方向正好相反。在这种情况下，降息可能是大家出于希望股市能够反弹的一厢情愿。

■ 提问三：水皮老师，请问您认为目前A股估值已经见底了吗，为什么股市还在下跌？下一波牛市行情什么时候到来？

■ 水皮：从平均估值的角度来讲，A股确实处在历史上的低位，但我们更应该关注的其实是股票的中位数。

A股现在一共有3600多家股票，中位数在1800到2000家左右，

市盈率大约为50倍。同时，A股有2400家公司股票的估值在50亿到100亿之间，但整个A股只有30%多的上市公司利润超过一个亿。换句话说，绝大多数公司的真实市盈率是在50倍到100倍之间，我们面对的是要过50年，公司利润才能回本的残酷现实。而美股却正好相反，有3000多家公司的市值在十亿美金以下，呈现出一个金字塔结构。

至于下一波行情的节点，我认为特别需要关注货币政策。每一次牛市的到来，都有一个共同的特点：即牛市的前半程可以靠A股自身的能力回涨，但中后段一定是靠银行增量存款推动的，无一例外。因此，市场上有没有货币的增加非常重要，如果没有，那么市场一定会下滑。

那么对于2019年来说，首先是控股股东的限制放开后要开始流通了；其次，2016、2017两年大量的定增，现在基本上到了解禁的时间，也要变现流通。

所以，一方面市场变现的压力巨大；另外一方面，银行存款都投到房地产上去了，增量资金十分有限。总体来看，下一波行情的到来可能还需要一定时间，关键是要等待下一步的货币宽松。因为在这个市场上，钱虽然不是万能的，但没有钱是万万不能的：没钱，估值可以一低再低；有钱，估值就可以一涨再涨，就是这个简单的道理。 **财富**



总体来看，下一波行情的到来可能还需要一定时间，关键是要等待下一步的货币宽松。

盛松成： 金融强监管与我国货币政策趋向

货币政策作为宏观调控不可缺少的一部分，其“紧”、“松”或“适度”深刻影响着市场运行的方向。面对国际国内局势的风云变化，央行将做出什么样的政策预案？在货币政策传导机制的进一步疏通中，哪些行业又会迎来新的发展机遇？

2018年10月20日，在第37期金融家俱乐部的活动现场，著名经济学家、中国人民银行调查统计司原司长盛松成先生应邀以“金融强监管与我国货币政策趋向”为题作主题演讲，深度探讨金融风险防范与支持实体经济间的关系，预测利率、汇率与我国货币政策趋向，以其经历和高度呈现独家解读。



盛松成

中国人民银行参事，中国首席经济学家论坛研究院院长；曾任中国人民银行调查统计司司长

防风险要与支持实体动态平衡

中国杠杆率过高的问题在近些年引起了人们的广泛关注。分部门来看，我国政府、住户部门债务风险总体可控，而企业部门杠杆率偏高。目前，我国宏观杠杆率过快上升的势头已得到初步遏制，金融去杠杆成效显著，影子银行风险得到初步治理。

7月31日的中央政治局会议提出明确要求，要把防范化解金融风险和服务实体经济更好结合起来，坚定做好去杠杆工作，把握好力度和节奏，协调好各项政策出台时机。国务院金融稳定发展委员会第二次会议也提到了坚持结构化去杠杆问题，并重点研究了进一步疏通货币政策传导机制、增强服务实体经济能力的问题。



事实上，金融防风险与服务实体经济本质上是统一的。去杠杆既需要控制债务增量，也需要企业、财政和居民收入的增长，而后者要求金融更好地为实体经济发展服务。如果金融不能服务好实体经济，最终自身的风险也无法避免，美国当年次贷危机的教训仍历历在目。

目前，我国宏观政策正朝着金融防风险与服务实体经济动态平衡的方向发展：

首先，坚决防控信贷资金脱实向虚。中央政治局会议明确提出“下决心解决好房地产市场问题”、“坚决遏制房价上涨”，中央对房地产调控的坚决态度，有助于资源配置脱虚向实。

其次，强调货币政策传导机制的疏通工作。国务院金融稳定发展委员会第二次会议对进一步打通货

币政策传导机制提出了具体工作要求，重点是处理好稳增长与防风险的关系，为实体经济创造新的动力和方向，增强金融机构服务实体经济，特别是小微企业的内生动力。

第三，进一步深化小微金融服务。人民银行会同相关部门印发的《关于进一步深化小微企业金融服务的意见》，明确要增加小微企业贷款户数，扩大小微企业贷款投放，适度降低小微企业贷款成本，建成为小微企业贷款的商业可持续长效机制。

第四，积极创造良好的货币金融环境。人民银行与银保监会、证监会共同研究制定的《关于进一步明确规范金融机构资产管理业务指导意见有关事项的通知》，明确了公募产品在满足期限匹配、限额管理、信息披露的监管要求的前提下，可

以适当投资非标资产，且过渡期内金融机构可以发行老产品投资新资产，优先满足国家重点领域和重大工程建设续建项目以及中小微企业融资需求。

未来随着地方政府举债的更加规范、透明，房地产和地方政府融资平台债务将得到有效控制，我国宏观杠杆率有望进一步趋稳，这也将再次降低政府部门和企业的杠杆率，在多举并行中实现风险防范与服务实体经济的动态平衡。

硬币正反面： M2与社会融资规模

改革开放四十年来，我国金融宏观调控的指标经历了一系列变迁。2010年我国首创社会融资规模指标，近年来成为衡量我国金

融支持实体经济状况以及资金松紧程度的重要指标,能够提供行业、地域、融资结构等信息,全面反映实体经济融资状况、地区发展差异、行业发展动向、金融对经济薄弱环节的支持等。

比如,社会融资规模可以细分到各行业,可以反映“两高一剩”行业的融资情况,有助于产业结构调整 and 打好污染防治攻坚战;也可以细分到各地区,观察到各地区的融资情况,及时有效防范化解地方政府和企业杠杆率过高的风险;可以反映房地产开发贷款、房地产企业融资的情况,观察房地产去库存的趋势,还能反映居民购房贷款的增长情况和居民部门的杠杆率水平等等。

社会融资规模与货币供应量M2分别反映了金融机构资产负债表的资产方和负债方,是一个硬币的两个面,长期走势非常接近,而近期社会融资规模与M2增速不一致主要是金融去杠杆进程的体现。

金融强监管、去杠杆的结果最初表现在M2增速上,从2017年5月起我国M2增速开始跌破10%,至今已超过一年,而2018年社会融资规模增速开始下降则是金融去杠杆的进一步表现。在2018年1-8月社会融资规模中除了人民币贷款,其他融资几乎没有,表外融资的萎缩带动

社会融资规模增速下降。

据我的判断,未来社融和M2增速会有所上升,逻辑有两个:第一,之前的金融去杠杆已逐渐平稳。金融去杠杆有两个特征,减少通道业务和表外融资表内化,减通道现在基本已经“减无可减”没有多少余地了,我在几个月前就曾提出,对影子银行不能赶尽杀绝。央行行长易纲也曾提到,虽然影子银行听上去风险较高,但是规范的影子银行也是金融市场的一个必要补充。

第二,M2已经连续一段时间背离我国传统的“GDP+CPI”之和再高出2-3个百分点的规律。如

果GDP增速为6.7%,CPI增速2.2%,再加2-3个百分点,那么我国M2增速差不多是11%比较合理,所以目前的市场流动性比较紧张,我相信2019年应该不会再紧了。

我国货币政策与汇率趋向

未来一段时间内货币政策会保持松紧适度,其结构性特征较为明显。现在有些人觉得货币政策会更加宽松,但“大放水”只会让我们重蹈覆辙,资金可能再次流向房地产等领域。我们要严格管控资金流向,有效防止其在房地产和金



社会融资规模与货币供应量M2分别反映了金融机构资产负债表的资产方和负债方,是一个硬币的两个面,长期走势非常接近。



融内部空转，因此进行金融严监管和房地产调控是十分必要的。同时，货币政策要精准、定向，支持小微企业、民营企业的发展。

当然，单靠货币政策并不能推动经济增长，一定要与积极的财政政策相配合。财政政策主要体现在两方面：减税和增加投资。既要减税，又要增加投资，钱从哪来？2019年的赤字率会比2018年高，可能会到3%左右，2018年定的目标是2.6%。

但我不主张全面下调利率。第一，目前利率已经比较低了，活期存款0.35%，一年期存款1.5%，已经为负利率；贷款利率从六个月到五年是4.35%—4.90%，也处于低位，如果再下调，银行将缺少积极性。第二，利率下调可能会对汇率形成压力。第三，利率应该市场化，让银行自主浮动，MPA在相关的利率考核上应该放松一些。

不过我们的降准仍存在空间，中国的准备金率在国际上处于较高水平。当然降准效果的实现也有一定的条件，如果银行不放款，资金也没法进入实体经济。所以还要强调疏通货币政策传导机制，而定向货币政策就是疏通传导机制的方式之一。

至于未来的汇率可能如何表现？目前，守住人民币的关键关口“7”很重要，如果一旦“破7”，市



场就会形成相对一致的贬值预期，人民币多头遭到抑制，空头力量增强，从而造成汇率进一步下跌，那么稳定汇率付出的代价会更大，也不利于目前国内外条件下，我国经济的稳定和发展。

2014年6月30日，中国外汇储备最高的时候达到3.99万亿美元，但是以后汇率就有贬值的压力，同时外汇储备逐渐减少。但是由于我国实行有管理的浮动汇率制度，所以没有允许汇率完全按照市场形势上下浮动。

我认为，国内学术界把汇率改革看得太重了，很多改革比汇率改革更为重要和紧迫。目前汇率形成

机制改革对我国经济影响并不太大，汇率还是应以基本稳定为佳。目前如果搞汇率机制改革，可能弊大于利。

最近几年来，我的观点一直没有改变：我们不能只看别国的经验，也不能只靠书本上的理论，一定要以中国的实际和实践为基础和出发点，不能为了市场化而市场化。我国现行的有管理的浮动汇率制度，并没有妨碍我国货币政策的独立性。我认为，我国在相当长的时间内都不可能、也没必要实行“清洁浮动”，更不能一说市场化改革就认为方向完全正确，而要做具体和深入分析，这才是实事求是的态度。



守住人民币的关键关口很重要，一旦“破7”，市场就会形成相对一致的贬值预期，那么稳定汇率付出的代价会更大。

演讲结束后，盛松成就现场嘉宾关心的热点问题进行了解答：

■ **提问一**：房产是老百姓大类资产配置的一个重要方向，如果从货币政策的角度来看，您认为房价会是怎样的趋势走向呢？

■ **盛松成**：关于楼市，我们要牢记总书记说过的四个字“房住不炒”。如今中国房价处在升降的交替状态中，但总体70个大城市的房价还是略涨，没有下跌，实际上我们在谈论房价时一直是“稳”字当头，从来没有说过要让房价下跌。因为人们的财富，尤其是中产阶级的财富，保守估计大概有70%都在房地产上，如果房价大幅下跌至30%，那么对整个市场的打击效应不可想象。

我相信中国对房价的调控，并非有些专家所认为的“有心无力”，而是有措施和办法的。为什么？因为房价调控的根本不在于货币超发，而是供求关系，这个问题很好解释：第一，如果说是货币超发推高了房价，那么为何没有推高股价；第二，当鄂尔多斯与温州泡沫破灭的时候，北京和上海的房价照涨不误；第三，2009年货币供应量最大的



时候，房价没有比最近几年高。

正因为是供求关系形成、影响房价趋势，而控制着土地的政府，就掌握了供求关系的决定权。如今，我们已经从中国房地产发展中吸取了教训：不能只调控需求，不调节供给，如果不把供给和需求调控相结合，房价就不会真正平稳下来。

虽然调控有代价，但我们仍要坚持房地产市场调控不动摇，谨防重蹈过去房地产市场调控成为“空调”的覆辙。实际上，房价稳定，哪怕是小幅下跌也不会对经济增长有太大影响。通过增加供给（包括租赁住房）来满足刚需群体的需求，在一定程度上也能保障房地产投资和销售的基本平稳。

■提问二：盛教授您好，您曾发表文章对中国和国外的保险形式进行了对比，并认为资管新规将利好保险业，请问如果将外国保险业的模式搬到中国，那么匹配程度有多高？在目前我国保险业占比与主要发达国家差距巨大的情况下，其产品的突破点将在哪里出现？

■盛松成：事实上，中国保险业还有很长的路要走。首先，国人的保险意识不能和国外能比，从某种意义上说，美国社会就是一个“保险”的社会，保险无处不在、无所不包，它涉及到生活的方方面面；而中



国现在还是靠社保、养老保险托底。

未来随着中国经济的发展，中国保险业的份额也一定会逐渐上升，金融强监管也将为促进保险业发挥长端资金优势提供有利的监管环境和珍贵时间窗口。

最需要买保险的人是谁呢？是中低产阶级，他们也将是推动中国保险业发展的主力军，因此中国保险公司一是要研究美国、德国等发达国家的行业规范，当然这个过程不能完全照搬国外的理念和模式，

一定要改造和变通；二是瞄准主要群体推出有针对性的产品，能让阶层中的每个人能够根据不同的需求和财力，选择最适合自己的产品；第三，保险公司应当紧跟快速的科技迭代趋势，密切关注金融科技与基础资产负债数据组合产生的颠覆性变革，通过现金流匹配、缺口管理、动态财务分析等数据分析工具，构建对负债端和资产端的合理匹配和优化调整，打通投资账户与保险产品的信息流互动。 **■财富**

魏加宁： 经济增长放缓 改革开放提速

纵观中国近几十年的经济史，我们发现中国经济有一个“逢8魔咒”，即每逢尾数为8的年份，中国经济就会遭遇一场比较严重的危机，而同时也会在危机下强力出台一系列改革政策，引领中国经济进入下一轮上升周期。

P2P密集爆雷、中美贸易摩擦、债券违约潮……在2018年黑天鹅事件不断涌现背后，中国经济正面临着近40年来极为深刻的挑战。在此背景下，著名经济学家、国务院参事室金融研究中心研究员魏加宁再次赴青，做客第36期“金融家俱乐部·青岛金家岭财富管理沙龙”，并从宏观经济形势、中美贸易摩擦、转变发展方式三方面对我国改革开放的紧迫性进行了深度分析和解读。



魏加宁

国务院参事室金融研究中心研究员；曾任孙尚清秘书、吴敬琏助手

宏观经济形势： 稳中有为，稳中求进

看待中国经济形势要从整体看、从全局看、从长远看，经济运行依然保持了总体平稳、稳中向好的态势。与前些年两位数的高增长相比，2018年部分指标的增速有所回落，人口红利、资源红利的衰减，急需改革红利的助推和补充。当然，中国经济发展的矛盾不能再靠高速增长来维持和掩盖，今后的“中国速度”比的不是增长速度而是转型的速度，从本质上来说就是改革的速度。

为何中国的经济增长必须从依赖人口红利转向依靠改革红利？在改革开放的40年里，有相当长的一段时间，中国劳动年龄人口迅速增长，每年增长约1.8%，劳动力供给是丰富的、便宜的，每年都有大量新增人口进入劳



动力市场，新增劳动力的平均人力资本水平比存量劳动力高，人力资本得到改善。

首先从资本角度来分析，劳动年龄人口多、人口抚养比低，这样的人口结构有利于储蓄，因此我们改革开放时期具有比较高的居民储蓄率。同时劳动力无限供给，也会延缓资本报酬递减现象的发生。因此在这个时期储蓄率高，资本积累率高，回报率也高。自然地，资本成为经济增长的一个重要的贡献因素。

再从生产率角度来看，实际上生产率提高中相当大的一部分来源于资源重新配置，也就是劳动力从生产率低的生产率转向生产率更高的产业，这种资源重新配置构成了全要素生产率在过去这几十年来重要的组成部分。所有这些因素都和特定的人口结构相关，称之为人口红利。有

了这些因素，把它放在总体生产函数中，就得到了比较高的潜在增长率。

2010年，中国的劳动年龄人口达到了峰值，之后是负增长，人口抚养比也达到了低谷，利用新的变量进行测算，可以发现中国的潜在增长率在下降，实际增长率也在放缓。某种程度上说，中国很难再回到过去高速增长时期，因为中国不再具有人口红利，因此中国的经济增长必须从依赖人口红利转向依靠改革红利。

从长期来看，人口红利减弱、技术创新不足和环境约束趋强等因素，导致中国经济潜在增长率处在一个缓慢下降的过程中；而中期的周期性因素，投资、消费和净出口无法回到快速增长时期，在这种情况下，唯有改革才可以提高中国的潜在增长率。

就拿拉动国民经济的“三驾马

车”来说：首先出口受阻，这是因为世界经济的不景气，不完全是中国自己能左右的。其次是消费的下滑，我们在调研中发现，一些近几年逆势上行的行业和企业，比如化妆品行业，前几年一直以两位数增长速度逆势上行，但从2018年2季度开始，一些企业的销售发生了断崖式下滑；又比如，目前牛奶行业半数亏损，甚至连方便面也卖不动了。我认为这些都是不好的信号，因为中国的消费一直是相对比较稳定的，但是现在也开始出现了恶化的信号。

最后再看投资，出现明显变化的是民间投资的快速下降，这一现象虽然在2018年一季度形势分析会后已经引起了高层的重视，并开始对此事进行重新评估，但是最基本的问题仍没有得到解决。很多专家写了很多技术性的分析文章，而我认为这绝不



贸易战最重要的应对方式就是看清本质，比的是体制制度、决策体制、纠错机制和信息机制。

仅仅是技术性的原因，而是大环境出了问题。

基于当前经济形势中的一些变化，我们首先要处理好三大关系：一是财政政策与货币政策的关系，严防出现“滞胀”的局面；二是宏观调控与体制改革的关系，不改革的话宏观调控的路就会越走越窄，宏观调控的区间也会越来越小；三是体制改革与对外开放的关系。

下一阶段的工作主基调，应该还是会以“稳”字当头，但也不能片面求稳，要稳中有为、稳中求进。当前最大的“进”就是不断深化改革开放，以此化解各种矛盾与挑战，保障经济在合理区间平稳运行，引导人们正确认识当前经济形势，打消市场的焦虑情绪，理性判断我国经济未来走向。

中美贸易摩擦： 知己知彼，百战不殆

时至今日，中美贸易摩擦打打停停已经持续了一段时间。

美国主动挑起贸易摩擦，不外乎有几点原因：首先这是由美国的政治体制决定的，两年中期选举的压力需要寻找外部导火索，转移民众视线；第二点，是美国的意识形态发生了转变，试图推行美国优先的原则来遏制中国的崛起；第三点，是中国自身由于出口太多末端产品，但高新技术如芯片技术等仍受制于人。

特朗普上台后，在其出于商人利益出发点的影响下，美国已经逐渐从自由主义转变成了现实主义思维，具体表现就是推崇国家利益至上。美国朝野、政企和民众在对中国的态度

上更是达到了空前一致。

这种一致性动因主要来自两个方面：选民和行业协会。因此对中国来说，其一是要分析主导的政客来自哪里，是代表哪个产业集中地区的选民；其二是要看行业协会最新的动向，在此基础上，提前分析美国整体的动向，未雨绸缪地提前研究制定策略和方法。

那么，我们应如何来应对中美贸易摩擦？中国首先要做的，就是分析清楚谁才是真正的敌人和朋友，提前做好预判并拉拢盟友，也要充分吸取日美贸易摩擦中的经验教训。

在日美贸易摩擦中，日本会对美国各相关产业做替代性分析、坚决不打金融战，并用美国的“朋友圈”和贸易手段来对付美国，还会牺牲个别产业去换取更大的政治利益，比如

当年用牺牲纤维产业来换取冲绳的“回归”。

因此，贸易战最重要的应对方式就是看清本质，比的是体制制度、决策体制、纠错机制和信息机制。

在具体的战术上，中国首先要做的就是加速对外开放，以坚持对外开放来应对保护主义，占领道德制高点；其次，要加强国内部门间的协调，特别是要增强体制的弹性；此外，中美之间需要推动形成改革共识，既包括国内的改革，也包括国际组织的改革。尤其在目前世界经济复苏乏力的情况下，大家更要形成共识来推进改革。

转变发展方式： 换挡超车，转型升级

如今，中国正从高速增长方式走向高质量发展，过去高投资、高出口、高投入、高污染、低效率、低效益、不平衡、模仿型的增长方式已经难以为继。所谓高质量发展方式，就是要从过去的以GDP为中心转向以提高国民生活质量为中心，它的基本特征应当是巧投资、稳出口、低投入、低污染、高效益、高效率、包容性、创新型可持续发展。

在转变发展方式上，需要从宏观调控、产业政策、金融政策三方面着手实现政策转型，并在经济、政治体制转型方面，加快改革开放和建设现代化经济体系。具体到金融发

展，应从过去以金融业自身发展为中心的高速发展，转变为以提高金融服务质量为中心的高质量发展。

转型升级的另一个重要方面就是要——“换挡”。不仅仅是所谓速度的换挡，从高速档换到中高速档，更重要的是质的换挡：从国有企业的档换到民营企业的档，从政府档换到民间档。尤其是信贷资源的配置，必须转向民营企业，这就需要制度上的转型升级。

在我国GDP增速连续12个季度稳定在6.7至6.9区间的“L型”走势下，目前我们的货币政策已经释放出了最新信号。尤其是2018年三季度以来，货币政策的提法发生了变化，要求把好货币供给总闸门，保持流动性合理充裕，这就要求我们把握好降息和降准这两个难点。总的来看，中国货币政策的调控还是应坚持把握三个原则：一是坚定不移地去杠杆；二是平稳处置金融风险，尽量防范处理过快或不当带来

的种种社会问题；三是要坚持汇率的市场化。

改革开放40年来，中国经济经历了三个大的周期，它们有一个共同的特点就是：每当我们遇到危机和经济困难的时候，都是先有一轮思想解放，再通过思想解放带动改革开放，通过改革开放带动经济增长。

中国是一个大国，决不能在根本性问题上出现颠覆性错误。既要坚定不移地推进改革，又必须头脑清醒，坚持正确方向，不断推动社会主义制度自我完善和发展；既要加强宏观思考和顶层设计，又必须更加注重改革的系统性、整体性、协同性，让改革开放的航船稳健前行。

总而言之，发展仍然是解决中国一切问题的“总钥匙”。随着新一轮思想解放和改革开放，中国经济将实现新的增长，迈向中高端，中国经济和国家治理也就能早日实现现代化。谢谢大家！**财富**



每当我们遇到危机和经济困难的时候，都是先有一轮思想解放，通过思想解放带动改革开放，通过改革开放带动经济增长。





财经时评 · 观点
OPINION





水皮专栏

盘点 2018 年血亏的全球亿万富豪们，谁是亏损大王？ /22

美国加息 中国降息
“水深火热” 是谁的套路？ /24

盘点 2018 年血亏的全球亿万富豪们，谁是亏损大王？

形势比人强！我们见惯了在榜单上呼风唤雨、财富不断增长的富豪，但是很少关注到在市场巨变之后，他们身家打折的悲哀。现在看来2018年，对于很多富豪来讲，是滑铁卢的一年。

2018年血亏的那些亿万富豪们

上证指数2018年初最高的时候是3587点，现在在2449点附近徘徊，恒生指数、日经指数包括我们想的到的指数基本上都是这种态势。

美国标普500的牛市已经持续了十年，但是九月份之后跌幅也是相当厉害，从高点到低点下跌了20%左右，主要就在于FANGG五个科技股，它们在上涨过程中占到美国股市权重的47%，但今年以来它们的跌幅普遍在30%左右。这样的跌幅会导致什么样的情况呢？

Facebook的扎克伯格就是一个很典型的例子。2018年7月25日，Facebook的股价最高到了218.62美元/股，扎克伯格的身价飙升至816亿美元，超越812亿美元资产的巴菲特，成为世界第三大富豪，但仅过了24小时，由于Facebook的第2季度财报不及预期，股价猛跌了19%，市值直接缩水1230亿美元，凭空蒸发了两个百度，扎克伯格154亿美元的财富化为乌有。

现在Facebook的股价缩水了一半左右，扎克伯格的身价更是缩水了187亿美元。

其次是Zara的创始人阿曼西奥·奥特加，今年身价缩水了162亿美元，第三



是格奥尔格·舍弗勒缩水了124亿美元。

那么中国富豪谁缩水最多呢？就是万达集团的王健林，他的财富缩水108亿美元，当然主要是他出售了很多资产，当然也减少了负债。

其次是中国首富马化腾，因新游戏审批暂停、公司季度利润下降，股价下跌超过了25%，身家缩水了101亿美元；再者是顺丰的王卫缩水了67亿美元，蓝思科技的周群飞缩水了63亿美元，京东刘强东的财富也减少了近48亿美元。

这不是财富，是他们缩水的份额。其实这些财富也未必能够兑现，缩水无非缩掉了一些泡沫，没有必要太大惊小怪。

财富逆势而上的亿万富豪们

有人在缩水，就有人在膨胀。亚马逊的总裁贝佐斯就是最大的赢家，由于公司的利润创造了新纪录，亚马逊的股价也达到历史新高，虽然现在有所回落，但是依然比一年以前高了30%。为此，贝佐斯的身家增加了279亿美元。

其次是优衣库的创始人日本亿万富豪柳井正，身家增加了70亿美元，第三是卢克石油的瓦吉特·阿列克佩罗夫，增加了46亿美元，新闻集团的默多克增加了46亿美元，都在说传统媒体正在没落，但是默多克经营的是传统媒体，但他居然在波动的一年，财富还有所增加；比尔盖茨增加了29亿美元，还有特斯拉马斯克的财富也增加了28亿美元。

真是几家欢乐，几家愁。财著



美国加息 中国降息 “水深火热” 是谁的套路？

美国的加息加得轰轰烈烈，中国的降息降得无声无息。

美国总统特朗普现在最后悔的大概是提名鲍威尔出任美联储主席，因为他根本不把总统的警告放在眼里，我行我素，美联储加息进程按部就班，全然不顾美国股市的大跌。尽管特朗普已经为此说了21遍“NO”；但是，三个字，“然并卵”。

美元加息是确定的、公开的、按部就班的、可预期的，原因在于美国经济过热，从长期的角度讲需要降温。美股10年牛市本来就是这种情况的反映，美联储加息降息不是根据美股的涨跌，而是经济状态，反之则是本末倒置，而特朗普就是一个只看结果不讲过程的人，当年他抨击耶伦不加息是为了防止道琼斯下跌，从而破坏选民对民主党的支持率，现在又以美股跌为借口要求鲍威尔停止加息，同样的逻辑就是服从于他的政治需要。

但是，就特朗普一个人有政治需要吗？鲍威尔就没有？其实，特朗普越是如此蛮干，鲍威尔的逆反就越强烈，何况美联储本来就有独立传统，即便为这个政治正确，鲍威尔也不可能和特朗普保持一致。

中国当然不是和美国对着干，尤其央行。

所以，在加息和降息之间，我们创造性地撒了一把“特麻辣粉”，即所谓的“TMLF”。中期借贷便利，就是再贷款面向中小微民营企业的定向宽松，时间一年，数量1000亿，关键是利率由3.30%下降为3.15%，相比较而言，3个月或6个

月的再贷款因为时间短，大家的定义就是“酸辣粉”。

中国经济正处下行周期，跟随美联储加息是不可能的。理论上讲，我们应该降息，但是一升一降之间，利差加大，外汇流失的压力会剧增，美元回流美国本土的动力大大增加。这既不是我们乐见的也不是可以承受的，降息也不是首选项。央行的智慧就在于，既不和美联储对着干，又技术性地引导了利率方向，同时避免了大水漫灌的强刺激，可谓用心良苦。

美股和A股的关系是一种不太健康的跟跌不跟涨的关系，很多人不能理解，更不能接受；但事实就是这样，因为涨是要用钱堆的，跌则不用钱作支撑。

2018年，A股进入摩根斯坦利明晟新兴市场指数基金，拓展了外资进入A股的渠道，也的确有相当部分外资开始吸纳A股，富时公司的罗素基金也宣布开始考虑配置A股，这不能说不是利好，但是却拽不起A股的牛鼻子，未来此举能挡住A股的熊步么？

道琼斯指数在2018年初1月26日创下26616的高点，9个交易日之后便跌至23360点，反复震荡又于10月3日攀升至26951点，现在的位置大约在23323点，高点到低点的跌幅为14%，并不完全确认熊市；但是大量的指标股包括FANNG，甚至中概股阿里、京东跌幅超30%，技术上已经进入熊市，美大盘早晚也是如此。

美股入冬，恒股同样入冬；美资收缩，外资同样收缩。一方面是比价效应会进一步加大A股调整的压力，比如A股H股的溢价、中概股的差价；另一方面出于流动性考虑，甚至都会出售性价比更好的品种以增热过冬安全垫，熊市当头同样会减

持A股，有进就有出，有大进之时就有大出之日，东南亚金融危机就是如此形成的。

我们有资本管制不会出现失控局面，但是资金的正常流动引起的搅动也必须正视，这是国际化带来的必然，外资不是活雷锋，也不是唐僧肉，更不可能是解放军，资本的特征是什么？无利不起早，唯利是图。

美元加息只是“火热”，我们降息的套路堪称“水深”。**财菁**





马光远 专栏

菏泽取消限售令，应警惕大城市跟风！ /26

房价上涨的动力已基本耗尽 /29

菏泽取消限售令，应警惕大城市跟风！

12月18日，山东菏泽发布《关于推进全市棚户区改造和促进房地产市场平稳健康发展的通知》，成为此轮楼市调控以来第一个公开取消限售政策的城市。菏泽此次取消限售政策，信号意义极强，对许多同类城市重启棚改、限售松绑、预售资金的管理方面，都会造成示范效应。

我认为各界对菏泽《通知》的反应有点过头，比如有很多专家预测说，在巨大压力下，菏泽会被迫撤销取消限售的规定。

我们从菏泽的解释来看，主要是因为老百姓有要求，在棚改政策实施以后，大家买不到房子。事实上，我认为在目前整个房地产市场下，这种取消限售本身是完全可以理解的。

自从2016年9月30日，中国房地产市场进入调控周期之后，到目前为止两年多的时间，整个市场已经发生了明显的变化。这种变化主要体现在：

第一，整个市场的预期已经发生逆转。经过两年的调控以后，房地产市场的温度已经降得非常低了。如果说一年前甚至2018上半年，还有很多人对房价的上涨预期很高的话，那么到了下半年，整个市场的预期完全逆转了。

第二，从全国房地产市场的一些表现来看，这一次降温应该是覆盖全国的。房地产调控本身作为一个短期的举措，目的就是为降温。当温度降下来以后，再不断地给它打降温药，那就没有必要了。所以就我的理解而言，我认为没有必要大惊小怪，这是很正常，而且很合理的。

如果我们回看中国房地产调控的20年，可以发现调控的周期大约就是在两年左右。这一轮的调控应该说已经超过两年的时间了，是过去我们历年房地产调控中周期最长的。那么两年以后，我们会看到由点到面的放松，而且这种松绑也是应该的。

第三,从我们的政策目标来看,我们调控不是为了把房地产打趴下,而是促进房地产市场的健康发展。菏泽本身是一个小城市,在全国来讲并不具有代表性。我们的房地产调控,也一直在强调“因城因地施策”,也就是说每一个城市本身,都应该根据当地房地产市场的具体情况出台一些举措,而不是跟风,不是说越严越好,或者越紧越好,而应根据房地产市场的变化,调整调控的举措。

当然,尽管菏泽这个城市在全国范围来看并不具代表性,但是在它打响这一枪以后,对于很多同样的城市来说,一定具有示范效应。

也就是说,这一枪打出去以后,如果没有更强烈的反弹,或者没有更加明确指示的话,那么这意味着大量像菏泽这样的城市,可能会慢慢地对一些过去过严的举措,如限售、限贷、限购等,可能会做适当的调整。

我们从当前整个中国经济面临的基本趋势来看,政治局会议几次强调六个稳,虽然没有稳房地产这一说,但我想这六稳里边包含着整个房地产市场的稳定。如果房地产市场真的出问题的话,中国经济会面临很大的麻烦。

目前,菏泽房价在售项目均价9000元/平米,2016年均价为5588元/平米,房价大幅跃升。过去三年时间,菏泽全力推进棚改,棚改规模在全国区市中蝉联榜首。随着棚改货币化安置收紧,市场迅速降温,三四线城市库存激增,就菏泽而言,12月份菏泽城区在售、待售项目110个,库存压力巨大。菏泽的现状是中国三四线城市的缩影,消化库存,势必动摇限售政策。

如此看来,菏泽对房地产市场的稳定,使它更加具有一些象征性意义。所以,如果讲房地产市场的转折点的话,我认为政策的转折点基本到了:要对

>>尽管菏泽这个城市在全国范围来看并不具代表性,但是在它打响这一枪以后,对于很多同样的城市来说,一定具有示范效应。



于过严的，对于在当时情况下出台，但是跟现在整个房地产市场不太吻合的一些调控举措，进行微调。

当然中国的房地产调控，过去多年来大家都有一个共同的评价，即房价上涨的时候调不下来，房价下跌的时候，调控立即会前功尽弃。那么，就当下整个房地产市场的走势来讲，我觉得菏泽这种放松调控，其实更透露出——中国房地产市场经过两年多的上涨以后，整个市场也进入到了一个新的转折点。

量价齐跌成为目前整个市场的一个基本面。

在这种情况下我倒觉得政策应该具有前瞻性。也就是说，当房地产市场的走向出现逆转，大家的预期开始往下走以后，政策的调整应该提前。比如说在2014年以前，当房地产整个市场出现明显降温迹象的时候，我们没有及时调整调控的力度，导致2014年整个市场持续下探。而之后又因为调整幅度过大，导致市场又出现了一次报复性的反弹。

“因城施策”这种国内其他城市跟进政策调整的基调，一定要明确“房住不炒”的基本定位。也就是说，现在对一些城市限售、限购等政策进行调整，并不意味着鼓励大家再去炒房和投资投机，这个红线一定要守住，不要让房地产市场再出现大起大落。如果现在一旦放松，大家一哄而上，最后又进行新一轮抬升的话，那么房地产市场积累的风险和压力就会非常大。

对一些房价已处高位的大城市，一旦放松调控以后，房价很容易会出现明显反弹，对于这样的城市一定要严格把控。

如果从全国性房地产调控的总基调来说，也必须强调和作用于整个市场的稳定。在整个宏观经济下行压力比较大的情况下，我们要确保房地产市场不出问题，确保预期不要从极度乐观转向极度悲观。房价如果出现快速下跌，对整个宏观经济的影响也是很大的。

响也是很大的。

我现在最担心的是，像菏泽这样的同类城市进行调整，但一些大城市闻风而动。因为从市场温度来看，其实降温最快的反而是一线城市跟大城市。这些城市降温之所以很快，是因为房价整体太高，有调整的空间，房价下调20%左右反而有利于整个市场的稳定。在这种情况下，一旦这些大城市也跟着菏泽松绑，可能会出问题。

当然，中国房地产市场最终能否回归常态，能否回归健康的表现，最终要看长效机制，而不是政策本身。调控两年多以来，长效机制的进展应该说还是比较慢，健康靠调控打针吃药，是健康不了的，最终还要强身健体，靠长效机制。 **财菁**

>>对一些房价已处高位的大城市，一旦放松调控以后，房价很容易会出现明显反弹，对于这样的城市一定要严格把控。





房价上涨的动力已基本耗尽

经过这一轮的上涨周期,全国房价总体差不多都实现了翻番,市场本身的上涨动力基本上已经耗尽。随着调控的持续,市场预期逐渐发生变化,二手住宅市场热度不断小幅下降,目前处于较为稳定的状态。不可否认的是,房价在回归理性。

最近房地产市场最大的变化是什么?大家对它的关注开始减少,无论是老百姓在饭局上,还是我们的政策本身,都出现了一个真空期。10月31日的政治局会议,研判经济走势的时候没有提一句房地产;12月13日政治局会议提2019年中国经济怎么办的时候,也没有提房地产。

这个市场究竟发生了多大的变化?记得我在2017年底的时候,预判2018年的房地产市场将成为本轮最困难的一年。

但在2018年上半年很多人都是不赞成的,因为各地都在抢房子,对抢房子的情况我当时做的解读是:大家不要被抢房子的假象所迷惑,这不意味着整个房地产市场仍然火爆,而是我们的限价本身是有问题的。

二手房价格已经到2万了,新房价格限制在15000元,大家当然去抢!这种抢并不是因为整个市场仍然火爆,而是上半年的限价,导致大家对整个市场出现了误判。

我当时为什么判断2018年以后整个市场会出现调整？因为2017年其实房价已经见顶，经过两年的上涨以后，整个房地产市场出现转折。从短周期来讲，无论是市场自身的周期、政策的周期，还是宏观经济的大周期，其实都到了一个转折点。2018年下半年以后，市场的真相慢慢地显露出来。

一方面是我们看到北上广深四个城市的房价，二手房的价格都在下跌。就当前来讲，我们如果谈房价的话，二手房市场的价格是最真实的，因为二手房市场本身绝大部分没有有限价的举措。

国家统计局日前发布的11月70大中城市房价数据显示，一线城市新建商品住宅销售价格环比微涨，

但二手住宅价格持续下降；二线城市新建商品住宅销售价格环比涨幅均持平；三线城市环比涨幅均回落。

另一方面，从成交量来看的话，2018年相对于2017年、2016年成交量大大下滑，特别是一些城市在一些关键时点的成交量，比如说10月份黄金周甚至下滑了90%，下滑50%的比比皆是，这说明什么？市场整体在降温。

在降温的背后最重要的是预期，预期为什么改变？因为整个房地产市场的指标都在往下走，其实到2018年9月份的时候，我认为房地产投资已经处于逆周期之中了。

>>二手房市场的价格是最真实的，因为二手房市场本身绝大部分没有有限价的举措。



比如说现在房地产投资仍然维持接近两位数的增长，已经完全超过我的预期。国家统计局最新数据显示，2018年1-11月份，全国房地产开发投资110083亿元，同比增长9.7%，增速与1-10月份持平。其中，住宅投资增速回落0.1个百分点。

投资增速之所以这么高，是因为前两年地产公司拿地太多了，拿了地以后资金压力过大，就得加快开发的周期。所以整体来说，房地产投资没有下降，但销售已经下降得非常厉害。

销售面积的增速，到11月已经掉到1.4%，事实上最近四个月，销售面积的增速已经为负，也就是说，整个房地产市场的量在发生变化。

再看一个前沿指标——土地市场溢价率，2017年相对于2016年大大下降，好多地方可能都会流拍。2018年全国的土地流拍应该会超过一千宗，创下中国房地产市场化历史上土地流拍最多的纪录。

土地流拍最严重的区域在一线城市。一线城市的房价停止上涨，是导致其土地市场冷冻的主要原因。而三、四、五线城市，因为还有棚改的后续效应，所以土地的流拍率不如这些热点城市。但是到了2018年下半年以后，有一些城市及时停止了棚改，红利的消失，意味着政策转折点的出现。

那么，经过这一轮从2014年9月30日开始，到2018年的上涨周期，我们很少发现有哪个城市的涨幅是低于一倍的，也就是说全国房价总体差不多都实现了翻番，这个涨幅是非常吓人的，也就是市场本身的上涨动力基本上已经耗尽了。

有人说，京沪房价会永远上涨，但我可以明确地告诉大家，北京、上海、深圳、广州，包括厦门这些过去涨得很快的城市，房价一定会掉，因为它们已经涨过头了；其次，从房价本身目前所处的高位来讲，一线城市房价本身的各个指标都已经太高了。比如说北京，现在如果根据个人承受能力来测算的话，



不到30%的人在北京能够勉强买得起住房，这意味着70%的城市市民被屏蔽在房地产市场之外，这个数字已经非常高了。

此外，在经过棚改的刺激之后，四、五、六线城市是最危险的，因为这些城市人口在流出。一旦房地产市场出现逆转，这些城市的房子是卖不出去的，就会成为名副其实的不动产。

那么，整个房地产市场的基本走势会是怎样的呢？即风险在两头：一头在一线跟一些热点城市；一头在四、五、六线城市，大量的中间城市，比如说，像长沙、重庆、武汉、成都、西安这些城市基本没有问题。

首先，因为这些中间城市的价格并不高，未来



也可能是中国城镇化人口流入的重点。在一线城市、大城市本身控制人口的情况下，可能导致大量人口进入包括武汉、西安、郑州、长沙在内的这些城市，对于这些城市的房价有很强的支撑。我们可以看到房地产的主要指标都在往下掉，有些开发商感觉很寒冷，比如说万科喊着要“活下去”。当然喊着要活下去的企业都是大企业，有很多小的开发商，连“活下去”三个字还没喊出来，可能就已经死掉了，所以整个市场的整合可能会出现。

第二，过去几年我认为有一些大开发商对整个市场是有严重误判的。比如说他们大量到五、六线城市去拿地，一方面把这些地方的房价炒了上来，另一方面可能会把自己套住。为了保护资金链，又加快周转、加快建设，导致房屋质量出现问题。

第三，我们关注到一个现象：有很多开发商都开始实施“去地产化”，基本全国排名前30位的地产公司，大家都在搞去地产，这意味着他们深刻地意识到了房地产市场的变化。

这一轮房地产的上涨基本已经结束了，如果有一个困难周期的话，那么这个周期可以延长到2019年甚至2020年。因为在过去三年，我们把整个市场上涨的动力基本上都耗尽了。

因此基于这些判断，我的基本建议就是：普通老百姓如果现在要买房子的话，可以等一等，不要着急，现在买跟2019年春节以后再买其实是差不多的；第二，投资性购房可以再等一等；第三，就市场整个分化来讲，建议大家着重去关注中间城市，我认为无论是一线城市、热点城市，还是五六线城市，调整期应该都不会太短。

下一个三十年，城镇化仍是根本。从中国经济的大周期来看，中国经济长期没有问题，所以下一步如果我们把城镇化做好，真正完成城镇化的使命，让大量的农民转入城市，中国很多产业会借此发展起来。如果我国的城镇化率真正达到75%左右，将差不多有5亿多的农民成为城市居民，而这5亿人给国家经济带来的巨大增量是不可估量的。財菁

>>这一轮房地产的上涨基本已经结束了，如果有一个困难周期的话，那么这个周期可以延长到2019年甚至2020年。

买自己买不到的东西

步入到商品和资本双过剩的时代，究竟买什么还能赚钱呢？如果说过去是买自己买不起的东西能赚钱，那么如今恐怕已经到了“买自己买不到的东西”的阶段。即便没有趋势性机会，至少还有优胜劣汰的机会和跌出来的机会，拉长历史看，时间会淡化一切。



李迅雷专栏

回眸历史：为何要买自己买不起的东西

12年前，我写了一篇《买自己买不起的东西》，好多人望文生疑：既然买不起，那怎么买呢？实际上就是敢于加杠杆，向别人借钱来买。

当年我写这篇文章的时候，M2规模只有35万亿，A股流通市值只有3万多亿，周边很多人没有多少积蓄，恩格尔系数高达40%，大部分钱都用在吃和穿上。当时我判断，人们的生活水平会不断提高，余钱会增多，恩格尔系数也会不断下降。在外资大量流入、出口大幅增长的背景下，货币一定会高速扩张，从而助推各类资产价格快速上涨。

也就是说，如果你与周边的同事们一样，把省吃俭用后剩下来的钱慢慢地积蓄，希望积蓄到一定程度就可以买房了。但问题是收入增长速度远远比不过M2的增速，但资产的上涨却与M2同步。最终的结果是，你的积蓄总是够不着自己想买东西的价格。

因此，“买自己买不起的东西”具有三重含义：

第一，一般来说，想买而买不起的东西是大家公认的好东西，也是价格不菲的稀缺资源；

第二，当你觉得买不起的时候，大部分人也同样觉得买不起，而只有你的投资思维有别于大众，领先一步行动，才能进入“少数人发财”的队列；

第三，需要倾囊甚至负债投入，才可能有丰厚的回报。如此看来，这一句简单的话要落实到行动上，则非常不简单，不仅考验着一个人的思维模式和洞察力，也检验着他的胆识和魄力，还有筹措资金的能力。

如今，M2规模已经达到181万亿，为2006年的5.7倍，广义货币规模全球第

买自己买不到的东西 /33

2019年的投资机会
在哪里？ /38



>>既然资本也过剩了,那么12年前资本短缺下“买自己买不起东西”的思维方式就不管用了: 一是因为钱多了,二是资产价格也高了。

一,对应房地产规模全球第一、债券市场规模全球第二、股市规模全球第三。因此,当今经济社会已经步入到既不缺钱,又不缺资产的时代。

如果你能够在2006年的时候敢于去加杠杆配置那些在当时看来很贵的资产,如一线城市核心地段的房地产、股市里最贵的股票、贵金属(黄金、白银)及古玩艺术品,一路持有到现在,哪怕中间出现大幅下跌,相信都可以获得极高的回报率。这是因为,过去这么长时间以来,中国通过大量引进外资、运用出口导向战略、大力开展土地财政,从而使得货币规模与资产规模大幅增长。

如果说90年代之前是商品短缺、资本短缺,到了2000年以后则是商品过剩、资本短缺;2010年代,则过渡到了商品和资本都过剩的年代,因此就有了供给侧结构性改革的需求,去产能、去库存,但产能依然过剩;于是就有了输出资本的需求,海外投资规模不断增大,这些年中国海外投资规模仅次于

美国,排名全球第二。

既然资本也过剩了,那么12年前资本短缺下“买自己买不起东西”的思维方式就不管用了: 一是因为钱多了,二是资产价格也高了。说白了,与10年前相比,投资难度大大增强了。12年前,我还写过另一篇文章——《寻找拐点还是追随趋势》,结论是继续看多、追随趋势,躺着也能赚钱。

如今,中国经济已步入到结构分化的时代,即便趋势看对了也未必赚钱。那么,步入到商品和资本双过剩的时代,究竟买什么还能赚钱呢?如果说过去是买自己买不起的东西能赚钱,那么如今恐怕已经到了“买自己买不到的东西”的阶段。

如今什么东西还买不到?

俗话说,有钱能使鬼推磨。在当今商业空前繁荣的时代,似乎只要有钱就能买到一切。但也有例外,举个最简单的例子,由于眼下实行外汇额度管

理，换汇有额度限制，不是你想买多少外汇就可以买多少。但你如果担忧本币会大幅贬值，那不妨买黄金，不论是实物黄金还是纸黄金，不论是黄金期货还是黄金ETF，都可以起到对冲贬值风险的作用。这就是达到了所谓“买自己买不到的东西”的目的。

即便在一个全面过剩的商业环境下，总是存在某些长期紧俏的或者供不应求的东西，而其背后的原因还是非常值得研究。比如这些年来，中华软香烟和飞天茅台都是很难买到的东西，尤其是后者，存放越久，价格越高，不仅有消费属性，还有投资属性。

因此，把某些供给量有限且有收藏价值的商品作为投资品，不失为一种可取的投资方式，如和田玉、翡翠、茅台、片仔癀等，这些商品或受制于原料的稀缺，或受产能的限制，但同时又可以长期保存。由于这类商品能够买到的量通常有限，即便收藏期间价格增值幅度很大，但对家庭资产组合的增值贡献度则未必大。

但如果你买这些具有投资属性商品所对应的公司股权呢？这样的话，投资规模就不再受到限制，而且也不用担心买到假货。当然，并不是所有的稀缺商品都有对应的公司股权，但如果有的话，确实可以考虑择机长期投资。

这世界上有很多供不应求的东西，但有些供不应求只是短期现象，如若干年前，国人排队购买苹果手机，有学生不惜“割肾换苹果”，现在看来，真是太不值得了。又如，比特币也曾被一路疯炒，以至于很多人认为今后区块链币将替代纸币。但比特币与黄金相比，前者被当作货币只有几年的历史，后者作为货币则已经有数千年历史了。

因此，对于“价值”的评估需要用历史的眼光。记得上世纪80-90年代，举国崇尚外烟，“万宝路的

世界”占领了中国的体育文化娱乐行业的商业广告；之后，随着国产烟走向高端化，烟民们的消费又逐步回归到国产烟，如今，中华烟独占鳌头，成为红白喜事的“标配”。

国内白酒市场也是如此，洋酒尽管有过一段时间的辉煌，但笑到最后的还是国酒，而且作为小众的酱香型白酒被越来越多高端人士的味蕾所接纳，颇有一览众山小之感。其实，这背后隐含着历史和文化的积淀。尤其在饮食文化方面，味蕾的传承力量是无可匹敌的。

因此，在中国，买不到的东西通常与5000年的厚重历史有关；而在美国，买不到的东西则与科技创新有关，因为美国的历史即便从哥伦布发现新大陆算起，也只有500多年时间。因此，在中国投资，如果能控股拥有传统品牌的国家级企业，一定可以获得很高的回报。但问题是，你不可能买下受国家保护的牌类企业。



买不到品牌，但可以买到股份。即便没有买到行业龙头的股份，只要是品牌够传统、够响亮，也大致可以获得高回报。如2002年的时候，我所在的研究所出了一本书叫《未来蓝筹》，选了30个行业中的30个“未来龙头”公司，其中白酒选了五粮液而非茅台，中药选了同仁堂而非云南白药。但即便当时没有选对行业龙头，16年之后也同样获得了超高投资回报率。

相比之下，当初我们也曾选对了不少行业龙头，但16年下来，累计回报率似乎并不高，如我们选对了宝钢、晨鸣纸业、鲁泰分别为钢铁、造纸、纺织行业的龙头，但累计涨幅远不如传统品牌类的非龙头企业的涨幅大。

简言之，一是原料稀缺且不可复制的东西买不到或供不应求，二是好品牌不是有钱就能买到。既然买不到，那就投资这些商品或资产所对应的企业股权，其回报率会比较高。

核心技术也很难买到

最近医药股跌得很惨，这对于配置较多医药股的投资者又是一大打击。下跌的主要原因是国家医疗保障局“4+7带量采购”招标新模式的推出，使得医院平均采购药价下跌50%左右，这对于过去靠销

售渠道胜出的药企而言，冲击很大，预期利润将大幅减少。

中国的医改在过去之所以很难推进，我认为主要原因是长期形成的药企-医院-医生之间的利益链有很强的抗拒能力，既然生产仿制药可以通过传统的营销模式获得那么大的毛利，那么在研发投入上就不愿加大力度，创新药在药企中的比重就很低。

随着今后类似这种集中带量采购模式的推广，国内药企将有更大的动力去开发创新药，这将导致国内药企的分化和市场份额集中度的提升，具有核心技术的药企将更具有定价能力。从投资角度看，配置医药板块的逻辑应该没有错，因为人口老龄化和消费升级是长期趋势。但配置的侧重点应该放在具有核心竞争力的药企上。

早在16年前我们推出的《未来蓝筹》一书中，就已经把华为作为电子通信行业的龙头企业了，尽管华为有庞大的销售渠道，但它的研发投入规模要远超国内同行。如华为曾表示，“过去十年累计研发投入近4000亿人民币。面向未来，华为将加大基础研究投入，在每年150-200亿美元的研发费用中，将有20-30%用于基础研究。”

正是因为华为的巨大研发投入，使得它在5G

>>从投资角度看，配置医药板块的逻辑应该没有错，但配置的侧重点应该放在具有核心竞争力的药企上。



核心技术上和专利申报上领先全球。遗憾的是，华为迄今没有上市，投资者也无法买到华为的股权，从而分享华为的成就。如2002年华为的销售收入为221亿元，到2018年已经超过了6000亿元，增加了26倍。

不过，买不到华为股权，也可以买类似的具有技术领先、具有核心竞争力上市公司的股权。我们把A股市场过去20年的市值前20大公司列表，发现A股市场中大市值公司以金融、地产和央企为主，拥有核心技术的科技类企业偏少。即便有那么几家符合要求的科技企业，但从总体估值水平看，并不便宜。

因此，A股市场仍以传统产业为主，周期性行业占比较大。如果明年科创板推出，则能够给市场注入新的活力，也能给投资者提供“买自己买不到的东西”的路径。不过，随着资本市场开放度的提高，国内投资者的投资选择余地也在不断扩大，如沪港通、深港通、沪伦通等已经或即将开通，可以选择的科技类优秀企业数量大大增加。此外，QDII也是实现“买自己买不到的东西”的间接渠道。

从历史看，促进经济发展的动力之一就是科技进步，因为科技进步触发伟大企业的诞生，带来新的供给与需求。如美国生物制药行业的辉瑞，互联网传媒的谷歌，计算机通信领域的苹果，汽车行业的特斯拉等，对全球经济和美国经济的拉动作用都非常明显。这些公司的核心技术都不是个人或某个机构投资者可以买到的，但可以通过股权投资的方式来分享由此带



来的收益。

中国作为全球第二大经济体，增长潜力巨大，在产业升级和科技进步中，也一定蕴含着很多投资机会。同时，中国又是一个全球人口最多、市场最大的古老文明延续至今的未来最大经济体，因此在众多国内商品中，具有品牌价值与稀缺性价值的商品与全球其他国家同类相比，其含金量往往有天壤之别。

当前及今后相当长的时间内，中国步入经济减速、结构分化和人口、产业集聚的阶段，过剩导致价格疲弱，无论是商品还是资产均会如此，但人口、区域、产业、行业等集中度的提升是必然的，也就是说，分化带来风险，集聚创造收益，即所谓的头部现象。而稀缺品、品牌效应和技术的核

心竞争力等都将有利于形成头部。

十二年前，A股市场欣欣向荣，那是因为中国正在经历重化工业化的黄金岁月，GDP也维持着两位数的增长。如今，经济在慢慢减速，股市处在漫漫熊途，估值水平在下移，但这为何被认为是风险而不蕴含机会呢？即便没有趋势性机会，至少还有优胜劣汰的机会和跌出来的机会。不能因为一两个事件就认为百年老店的品牌就此被断送了，拥有核心技术的企业被紧箍了，拉长历史看，时间会淡化一切。

因此，我们需要深度思考未来十年、二十年中国经济的变化趋势，找到什么才是真正可持续的稀缺，什么样的品牌具有持续扩张能力，什么才是买不到且不可复制的核心技术。**財菁**



2019 年的投资机会在哪里？

2019年全球经济增速大概率下行，这是2018年下半年趋势的延续。从2018年全球各国的资本市场表现看，股市基本上是跌多涨少；而房地产市场则在下半年出现了普遍走弱现象；以原油为代表的大宗商品价格也出现了普跌。当前大家对2019年的经济与投资偏悲观，究竟如何来看待投资机会与风险呢？

黄金：风险偏好下降的避险品之选

从GDP同比增速来看，中国从2017年四季度的6.8%回落至2018年第三季度的6.5%，欧元区从2.7%回落至1.7%，日本从2.0%回落至0.4%。美国第三季度GDP增速也比第二季度有所回落。

美国经济增长乏力，与其采取持续加息政策不

无关系。美联储持续加息的主要目的是为了抑制通胀，但这同时也带来了后期经济增速的下行。从美国的历史数据看，当十年期国债与一年期国债收益率之差接近零的时候，通常会出现经济衰退，如今，美国十年期国债收益率再度出现回落，与一年期收益率之差接近零，表明投资者不看好美国经济的长期前景。

因此，全球最大的三个经济体增长率都出现了下行趋势，意味着2019年全球经济增速将放缓，同时，欧美的通胀水平则有回升趋势，故投资者的风险偏好应该是下降而非上升。这段时间以来，美股出现了大幅下跌，也基本印证了这一点。

美国股市的这轮牛市大约延续了9年时间，估值水平已经处于历史高位，故确实存在调整的需求。而黄金价格在经历了前一轮大牛市（2001-2011年）后，则出现了大幅回落，并盘整了7年多，其走势远远弱于大宗商品指数，客观上也有补涨需求。

一般认为，黄金的上涨通常需要通胀、美元贬值等因素触发，但事实上，10月初以来黄金的上涨，是在低通胀和美元指数走强的背景下发生的，如10月初美元指数在95，黄金每盎司在1200美元以下；如今，黄金突破1250美元，而美元指数也上升到了97。

此外，黄金的见底回升，与美国股市的见顶回落的时间很接近。可见，风险偏好的下降可能继续成为

黄金价格走强的主要因素。

汇率走势趋稳，利率资产仍可持有

从日前公布的11月份宏观数据看，外汇储备不降反升，出口增速大幅下降但顺差扩大，PPI和CPI均出现了环比和同比的同时下降。这几个数据至少反映了如下几个初步结论：第一，2018年的贬值预期低于2016年，因为后者外汇储备大幅下降；第二，2019年的经济或工业面临通缩压力。

影响汇率的因素很多，如汇率国际化进程、通胀、出口顺差与外汇储备、美元指数及美国的态度等。目前的汇率水平基本上是各种因素、各种预期的综合反映。也就是说，如果这些因素的变化超预期，则汇率的变化方向和幅度也会超预期。目前，通胀低于预期、外汇储备增长超预期，美元指数今后走弱的概率更大，在中美和解意愿增大的情况下，汇率管控方向应该是不让其破7。

>>从美国的历史数据看，当十年期国债与一年期国债收益率之差接近零的时候，通常会出現经济衰退。





前期美联储主席鲍威尔发表讲话称，美国当前的利率已处于中性偏下水平，这表明美国的这轮加息周期即将结束，这当然与美国经济增长乏力有关。对中国而言，美国加息步伐的停止给国内利率下行也将提供一定空间，加上明年货币宽松但信用仍紧，经济增速下行、通胀压力减弱，对利率和高等级债券资产构成利好。

房地产：进入减持的时间窗口

2016年以来，除一、二线城市之外的其他城市的房地产开发投资增速一路上行，这主要得益于棚改货币化政策。三四五线城市房价的上涨，固然有其合理的因素（补涨），但却与这些城市人口净流出现象相背离。

从表面上看，三四五线城市去库存非常成功，过去两年多时间小城市销售出去的商品住宅和剩余库存的总和，是2015年底商品房库存面积的6倍还多。

也就是说，小城市房地产销售变好后，不仅把原来的高库存消化了，还新建了很多房子也卖出去了。

尽管我国目前房地产的库存水平已经降到较低的水平，但是卖出去的房子并没有凭空消失，它仍将成为房地产市场的潜在供给。因此，对于一个在2014年就供给过剩的房地产市场而言，当前的过剩状况应该更为严重。

我认为，目前市场上看好楼市的几个理由都不够有说服力，第一个理由是认为接下来将有一轮楼市补库存的行情，房价将再度上涨。但资产不同于商品，前者是买涨不买跌，既然过去楼市是靠涨价去库存，那么今后可能就会面临“跌价补库存”，即当新开工面积大于销售面积的时候，开发商就进入被动补库存模式了。

国家统计局数据显示，1-10月份土地购置面积增长15.3%，其中住宅开工面积增长19%，销售面积只增长2.8%，竣工面积却下降12.6%。结论应该是

>>既然过去楼市是靠涨价去库存，那么今后可能就会面临“跌价补库存”，即当新开工面积大于销售面积的时候，开发商就进入被动补库存模式了。

住宅开始滞销，开发商已经买了很多地，但由于银行贷款负增长，资金紧张，融资成本进一步上升，工期拖延，影响到明年购地的积极性。

此前公布的11月份金融数据，其中M1增速只有1.5%，接近于零增长。M1增速的变化与房地产销售额的增速有明显的关联性，销售不畅导致企业活期存款减少，现金流紧张。上一个M1增速的低点发生在2014年，当初也出现了楼市销售额负增长。

2019年商品房销售面积应该会负增长，与此同时，二手房交易也会日渐减少，投资者去库存也会面临流动性不足的压力，从而可能导致房价下跌。

第二个理由是目前房贷利率处于高位，今后的货币政策会推动房贷利率下行。从历史数据看，房贷利率下行后房地产销量会上行，利好楼市。虽然从逻辑上讲是成立的，但历史未必会简单重复。例如从2004年以来，打压楼市的政策屡屡失败，但刺激楼市政策却立竿见影，其深层原因是房价处在上升周

期中，如今似乎已经到了拐点，难道今后刺激楼市的政策依然会屡试不爽？

第三个理由是一二线城市一旦放开限购，房价就会出现上涨。我认为，限购确实是抑制房价上涨的因素之一，但取消限购并不必然会导致房价上涨，因为决定推动上涨的因素很多，如估值因素。目前一、二线城市的房价水平仍处在历史的最高位，三、四、五线城市大部分都发生了人口净迁出，似乎并不支持房价继续上涨。

今年下半年以来，全球房价涨幅较大的城市几乎都出现了房价下跌现象，如美国的西雅图、加拿大的温哥华等华人集聚的城市。中国似乎也难以成为例外，如前两年房价涨幅较大的北京、上海、深圳等一线城市，出现了涨幅缩小甚至下跌的趋势。

房地产的个人投资者与股市的个人投资者之间最大区别在于，前者多为加杠杆，有资金成本，后者多为无杠杆，无资金成本。因此，从理论上讲，如果每年



的房价涨幅不足以覆盖资金成本，则投资为负收益，故杠杆越大，风险也就越大。房价走L型就意味着有部分人投资亏损。

基于此，2019年即便房价不跌，甚至略有上涨，楼市也不能成为资产配置的好场所，因为必须考虑投资者加杠杆的成本因素。我始终认为，国内居民家庭在房地产上是超配的，应该适度减持。

中国今后最大的隐忧是，人口老龄化背景下城镇化进程的放缓，大部分三、四线城市都呈现人口净流出，故尤其要减持未来人口将大量净流出地区的房地产。

权益类市场：估值下移，物极必反

大家都说通胀无牛市，但历史数据表明，信用收缩阶段才无牛市。2019年可能会面临工业通缩的压力，因为PPI已经持续下行，或可能负增长。同时，

随着外需下降、投资不振和消费疲弱，上市公司的盈利增速估计也会回落，因此，2019年出现牛市的概率较低。

2015年下半年以来，A股市场的走势与全球股市走势基本是背离的，2016年全球经济开始回暖，但A股指数却一路下行，尽管上市公司整体的盈利增速是在上行的。说明A股的下跌原因更多是来自估值中枢的下移。

我们统计了从2005年到2018年第三季度沪深300的估值水平下移的速度，为年均2.32%，如果看所有A股的估值水平，其下移幅度则更大，平均市盈率从21倍降至13.7倍。今后估值水平是否还会继续下移呢？不好说，但幅度应该不会像过去那么大了。

历史数据显示，A股上涨的动能几乎都是靠企业盈利增长，因为这些年来，估值水平是下移的、股息

>>中国今后最大的隐忧是，人口老龄化背景下城镇化进程的放缓，大部分三、四线城市都呈现人口净流出，故尤其要减持未来人口将大量净流出地区的房地产。





率普遍很低，唯有盈利高增长，才能覆盖估值下移带来的“资产减值准备”。因此，2019年A股市场仍要坚持配置高收益的资产，而且是盈利模式非常靠谱的资产。

这是因为2018年出现了不少盈利模式不靠谱行业的黑天鹅事件，如5月份国家取消光伏发电的财政补贴，给光伏行业带来系统性风险；之后又掀起一场对影视明星逃税问题的追查，给影视娱乐行业造成巨大冲击。

最近，国家组织“4+7”城市药品集中采购试点，导致药品拟中选价平均下降52%，一夜之间降幅如此之大，又给医药行业带来巨大冲击。这三个案例均发生在

2018年，实际上反映出个共性：今后制度套利的路径已经很难走得通了。而这背后也反映出2018年以来政府财政压力的加大。

从未来看，我国在市场经济的路上会越来越规范，法制也会越来越健全，靠补贴、偷漏税或监管和制度套利等盈利模式均存在很大风险，与此相关的上市公司的估值水平会大幅下调。从2019年看，PPI的回落意味着周期性行业的估值水平可能又要面临下调的压力。而对于受市场规范和制度约束影响不大的优质企业，则有望估值提升。如行业龙头、靠品牌获得高收益的企业，或者拥有核心技术和知识产业

的企业都存在估值提升的空间。

A股市场在2019年这轮全球经济增速再度回落的过程中，很难不跌，但大幅下跌的可能性似乎也不大，毕竟已经跌了好久了。但估值结构调整的压力依然存在，因为投资者结构在发生变化，长期资金的比重会上升、机构投资者和海外投资的比重会上升。

总体来看，2019年在一个全球经济下行、信用收缩的大环境下，投资者的风险偏好都在下降。水往低处流，收益预期在下降，资金会更多流向低风险、低回报的投资领域，进入到一个低增长低收益的时代，投资者会给确定性机会更高的溢价。财菁





行业观察

OBSERVATION

公司改制到底改什么？

文 / 赵春旭

股改对于公司而言非常重要，同时股改程序是否合法合规，也是证券监管部门高度关注的问题。实践中不乏因股改程序不合法、不规范而导致资本运作受挫的案例，本文将对股改中的实体性事项展开重点分析和讨论。

通常所说的公司改制或股改，是指有限责任公司以经审计或评估的净资产折合为股份有限公司的股本，由有限责任公司变更为股份公司，比较规范的称呼应该是整体变更。从《公司法》的角度看，这是公司组织形式的变更。但实际上，整体变更这个概念和操作程序是投行人士在从事上市业务过程中提出并完善的。实践中进行改制、股改或整体变更的，主要是拟上市或拟挂牌企业。

总体而言，股改分为程序性事项和实体性事项，程序性事项主要指进行审计和

评估，办理名称预先核准等事项。本文重点讨论实体性事项，根据实务经验，我们概括总结为“四定”，即定业务、定资产、

定时间、定人员。

定业务

定业务，是指要确定拟上市或挂牌主体主要从事哪些业务。如果实际控制人控制了多家企业，这些企业从事关联或不关联的业务，则在确定资本运作计划时，就要首先考虑选择哪个企业作为资本运作主



赵春旭

山东文康律师事务所 高级合伙人



体，哪块资产或业务作为上市的主营业务，并进行资产重组。通常情况下，应当将相关关联业务、存在产业链关系的业务纳入到资本运作主体，而将不关联业务或存在不规范问题的业务进行剥离。

此外，从符合上市或挂牌要求的角度考虑，也有必要进行资产重组，确定资本运作主体拟从事的业务。

首先，从业务的角度，主板和中小板要求主营业务突出，创业板要求主要经营一种业务；其次，从独立性角度，无论是上市还是挂牌，均要求企业具备独立性，即在业务、人员、资产、机构和财务等五个方面与控股股东、实际控制人及其控制的其他企业保持独立；最后，从关联交易和同业竞争的角度，无论是上市还是挂牌，都要求

企业与关联方不得存在同业竞争或者显失公允的关联交易。

当然，如果拟上市或挂牌企业系单一主体，没有子公司或其他关联方，则不存在定业务的问题。

定资产

实践中，尤其是公司在拟上市和挂牌的背景下，改制通常都是以经审计的有限公司的账面净资产折合为股份公司的注册资本（股本）。当然，也可以将经评估的净资产折股，但是这种方案会因会计基础发生变化导致经营时间不能连续计算，即股份有限公司将被视为新设公司，其成立时间不能以有限责任公司的成立时间为准，

从而导致上市或挂牌时间延长至少3年。

既然改制是以经审计的账面净资产折股，所以，净资产额是否准确就是改制的的关键问题。实践中，因为净资产不准确而导致事后追溯调整的改制瑕疵屡见不鲜，给部分企业上市或挂牌造成比较大的障碍，情形严重的，甚至构成公司上市或挂牌的重大法律障碍。所以在改制前，企业有必要聘请具备证券期货从业资格和丰富经验的会计师事务所，对截至改制基准日的公司净资产进行严格审计，将净资产坐实。此外，中介机构通常会建议企业保留适当的资本公积，为将来可能进行的调整留有余地。

根据《公司法》第九十五条的规定，有限公司变更为股份公司时，折合的实收股本总额不得高于公司净资产额。实践中，部

分公司因为亏损等原因导致净资产低于注册资本，这种情况一般不具备改制条件。作为解决方案，要么进行减资；要么进行溢价增资，使净资产高于注册资本。

定时间

定时间，主要是指确定股改基准日，即以哪个时点的净资产为依据将有限公司整体变更为股份有限公司。股改基准日的确定，应当综合考虑以下因素：

1、影响改制的问题是否彻底解决

改制时公司必须是合法规范的，影响

改制的相关问题应当在改制前彻底解决，比如股东出资是否足额到位、财产存在的瑕疵是否解决、资产和负债的账务处理是否规范等等。

2、上市或挂牌的总体时间安排

企业无论是上市还是挂牌，改制的时间通常都是根据上市或挂牌的总体时间安排来确定的，一般不会太早。比较通行的做法是，在申报材料几个月前完成改制工作，换言之，改制完成时其他工作也基本完成，接着进行申报材料制作。

3、报告期的选择

如上所述，企业通常在改制完成后的

当年进行申报材料，所以改制基准日的选择也涉及到报告期的选择。如果是上市，报告期是申报之前三个完整会计年度；如果是挂牌，则是两个会计年度。因此，应当先确定报告期，然后再确定改制的时间。

4、股权结构调整是否已经完成

部分企业在上市或挂牌前，通常会基于优化股权结构、融资的考虑进行股权激励或引进外部投资者。鉴于改制完成后即进入申报材料阶段，这些工作一般都应当在改制之前完成。当然这些工作也可以在改制之后完成，但是根据《公司法》第一百四十一条的规定，发起人持有的本公



公司股份，自公司成立之日起一年内不得转让，因此如果这些工作在公司改制之后完成，在改制完成后的一年内，公司增加股东只能通过增资的方式进行。

定人员

定人员，主要是指定股东和董监高，即提前确定股份有限公司的股东（发起人）、董事、监事和高级管理人员。

首先是定股东。由于很多民营企业都是家族企业，股东主要是家族成员，董事、监事和高级管理人大多也由家族成员担任。从上市角度看，这种股权结构和治理结构不尽合理，应当进行优化和调整。

在股东层面的安排，基于股权激励通常会吸收部分公司核心管理人员和技术人员入股；基于融资和优化股权结构的考虑，通常会引进风险投资机构或私募基金。

增加新股东不可避免地对控股股东的股权比例进行稀释，所以增加哪些股东、稀释多少股权，企业需要在中介机构的协助下，谨慎决定。

其次，是定董监高。在实践中，很多有限责任公司的董监高设置比较简单，往往不设董事会，只设一名执行董事、一名监事、一名总经理和几位副总经理。这种治理结构显然不符合上市和挂牌的要求。

根据《公司法》《上市公司章程指引》等相关规定及实务经验，通常情况下，公司董事会由五至九名董事组成，其中董事长一名；监事会由三名监事组成，其中监事会



主席一名，职工代表监事一名；高管层设总经理一名、财务负责人一名、董事会秘书一名，根据公司的实际经营情况和规模设若干名副总经理分管研发、采购、生产、销售、行政等工作。

如果公司拟上市，还应当设立独立董事，且人数不低于全部董事的三分之一。无论上市还是挂牌，中介机构均应当根据《公司法》《企业会计准则》及其他相关要求核查，对公司关联方予以认定和披露。

根据《企业会计准则第36号——关联方披露》的相关规定，公司董监高及其关系密切的家庭成员，以及前述主体控制、共同控制或施加重大影响的其他企业，均

属于公司关联方的范围。

综上，公司董监高的选任/选聘将影响公司关联方的认定，并且有可能产生关联交易及同业竞争。关联交易及同业竞争属于挂牌或上市重点关注问题，因此公司在选择董监高时应当充分考虑该因素，减少由此产生不必要的麻烦甚至是障碍。

改制是公司进行资本运作过程中的一项基础性工作，其重要性毋庸置疑；改制也是一项系统工程，涉及面较广，需要企业、券商、会计师和律师通力合作。以上是笔者根据业务实践总结的关于改制的核心和实质事项，希望能对有资本运作计划的公司有所助益。 ■ 財菁



Webster
UNIVERSITY

上海财经大学-美国韦伯斯特大学
合作举办工商管理硕士学位项目

International MBA Program by Shanghai University
of Finance and Economics and Webster University



iMBA Program



上海财经大学

SHANGHAI UNIVERSITY OF FINANCE AND ECONOMICS
SIFE QINGDAO WEBSTER MANAGEMENT INSTITUTE 青岛财富管理研究院

2019年招生

证书获得

- 美国韦伯斯特大学工商管理硕士 (MBA) 学位证书
- 上海财经大学—美国韦伯斯特大学联合办学学历学位认证书 (中国教育部认证)

上海财经大学青岛财富管理研究院MBA中心

联系电话: 0532-88967833 (董老师)

中美合作 MBA

EMBA师资配置

免联考无论文

全球校友网络

学历学位认证教育

23年品质保证

青岛 · 上海 · 美国 · 欧洲

Qingdao · Shanghai · America · Europe

上海财经大学

企业家金融投资与资本运作课程

Shanghai University of Finance and Economics
Financial Investment and Capital Operation

开启，全球金融视野

项目背景

以青岛打造财富管理金融中心城市为背景，为企业家量身定制紧密结合中国金融改革实践、传递前沿金融资讯的课程体系。课程兼具金融深度和管理广度。课程参与者将有机会了解到企业成长各阶段的投融资决策和资本运作最前沿的知识，使实体企业家深入掌握金融工具、塑造战略性金融思维，以资本推动整合和转型。同时，金融与实体经济深度结合，打造高端的投融资合作平台。

学 费 98000元（含游学费用）
78000元（不含游学费用）

报名费 10000元

项目特色

金融+实体
投融资的合作平台
高端交流平台与多元化校友网络
海外模块 全球视野

课程时间

学制一年，每月集中授课一次
每次连续两天（周六、日）

结业证书

学员完成所有设置课程的学习，并且考核合格者，由上海财经大学颁发《企业家金融投资与资本运作》结业证书，并加入上海财经大学校友会。

联系地址：上海财经大学青岛财富管理研究院（青岛市崂山区科大支路57号）

联系电话：0532-88966933

15864727867 李老师





导师思维

EXPERTS' PERSPECTIVE

黄凡：不要浪费这一轮难得的熊市



黄凡

宁波银行私人银行部总经理
CISI财富管理国际资格认证
特聘讲师

2015年泡沫登峰造极。造成股灾的根源就是高估值、泡沫化的低收益资产加上高杠杆，而不是所谓的“敌对势力恶意做空”，更不是“股指期货”中性金融工具“作恶”。

如今，“非理性繁荣”的终结并不是坏事，因为它是不可持续的。尽管这一轮熊市对各方而言代价高昂，然而，对各方都是很好的机遇。如何才能充分利用好这一次难得的机遇，一起打造下一次可持续的“理性繁荣”？

危机 即是投资机遇

国内的股市熊长牛短是不争之实，熊市占据了大部分的交易时间。那么，为何说这一轮熊市非常难得？难得至不能浪费？

从公开数据看，至2018年10月底为止，代表大型上市公司主流的沪深300指数的动态市盈率中位数（TTM）为17倍，代表中小型上市公司的中证500指数的动态市盈率（TTM）中位数为19倍，均处于历史最低的区域。

值得一提的是，连从2009年诞生起就一贯处于高估状态、代表A股高投机主流的创业板指数平均市盈率也回到难得的30倍，“低”到可投资水平。总而言之，A股的总体估值水平已经是历史上各次熊市低点（1995，2005，2012，再加上这次）中的

最低，可以说泡沫基本被挤掉，而且结构也变得更为合理：具备持续稳定的业绩成长性、持续较高的盈利能力、良好的经营性现金流、稳健的财务状况和战略等基本特征的经营能力优秀的上市公司股价表现稳定，而高杠杆、高负债、业绩差的公司股价持续闪崩。这是历史上少见的、符合投资逻辑的比价结构。

熊市时投资安全，还是牛市时投资安全？尽管大家感觉上一定是牛市投资“爽”，然而从长期投资角度，理性的选择一定是选择熊市开始参与更容易获利。

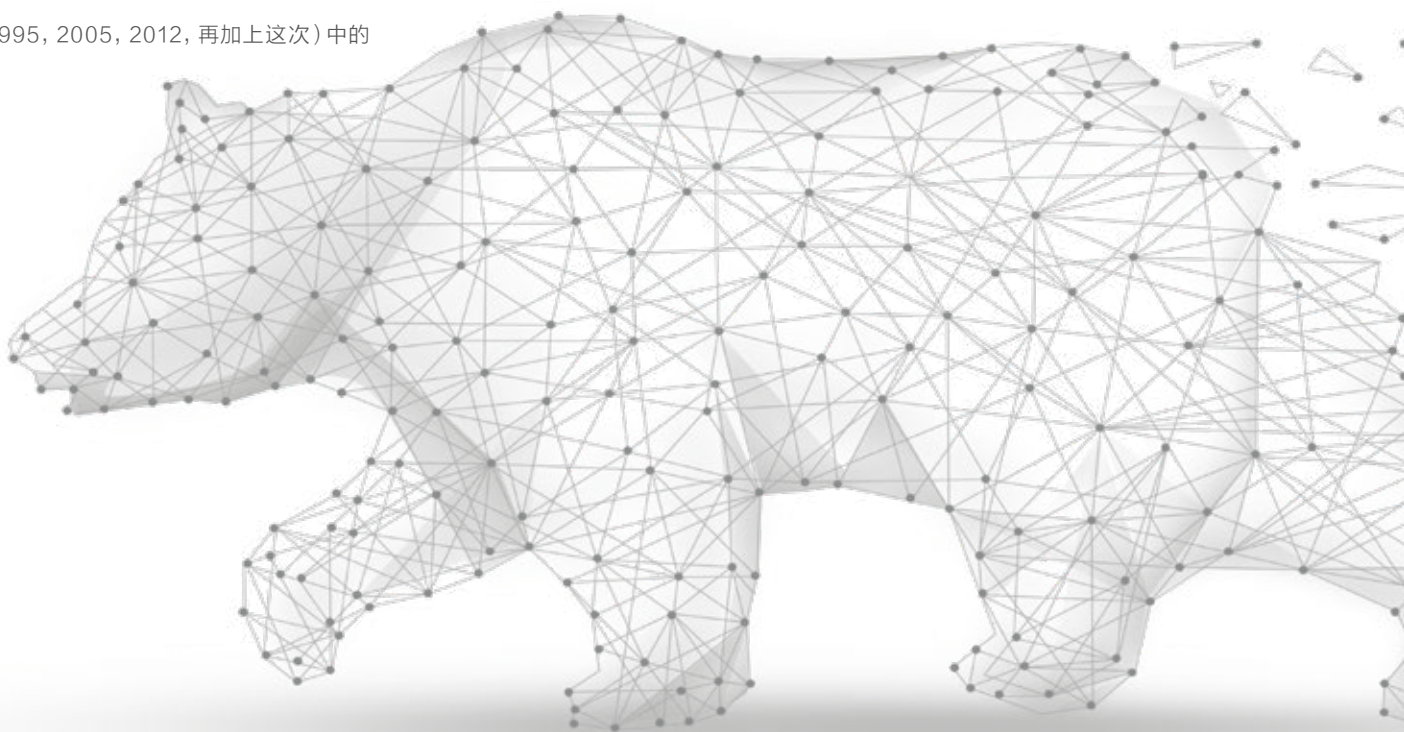
其实，投资理财本无高深莫测的秘诀，只有一些易懂的常识与原则：

其中最重要的原则就是人人都懂的“低买高卖”。请问熊市时股票的估值高，

还是牛市时的估值高？显然是熊市时便宜！

那么，为何牛市贵时抢着买，而在熊市便宜时纷纷避让？

价值投资的核心是以显著低于内在价值的价格买入并持有股票。通常而言，只有在熊市中，市场才会出现大量这类估值极具吸引力的股票，为投资人创造了难得的投资机会。当前市场总体估值水平已处于历史低位，市场也确实涌现出一批价格显著低于内在价值的股票。因此，投资人现在要做的不是怨天尤人、更不是落荒而逃，而是要把握好A股处于相对低位、可以从容挑选好公司以便低价买入的投资时机。如果不知道选哪些公司好，则通过指数型基金，例如代表国内上市公司主流的沪深300加上中证500、又或是MSCI指数的形式参与并作长





期打算。

在持续熊市中，股票即使价值已严重低估，但仍可能继续下跌，并持续相当长时间。因此，即使买入很有价值的股票，仍可能面临股价下跌、长时间被套的风险，但如能长期坚持下来，回报一定不俗。

“如果你不能承受股价下跌50%，那么你就不适合做股票投资。”这是巴菲特一句广为流传的语录。巴菲特的这句名言并非泛泛而谈，而是其切身经历。在过去历次的

熊市中，巴菲特所投资的股票也经历过大跌，然而最终“股神”还是能以优秀的投资回报证明自己。

与所有的投资品一样，优秀公司的股票存在明显的“钟摆效应”，短期涨会过头，跌也会过头。事实上，这些股票腰折不是第一次，也很可能不是最后一次，每一次坚持下来的投资人最终回报都不俗。不能忍受跌50%的投资人，同样也很难等到100%的回报。

低迷 是推进改革的好时机

监管部门应吸取这一轮从“杠杆牛市”到“惨烈熊市”的教训，更好地改善资本市场的制度建设，提升监管的能力。证监会的真正责任是要确保公开、公平、公正的市场原则，让市场变得更有效，保障市场参与各方的合理利益，而不是调节指数的点位，更不是确保投资人大部分赚钱。

我们都知道A股“熊长牛短”的主因在于发行与退市机制的扭曲，让大部分时间的总体估值偏高。新股的发行更是被人控制节奏造成稀缺，一上市的新股价格就处于不合理的高位。只要是处于高位，只有靠慢慢地下跌来回归正常了。山有多高，谷就有多深，无论以何种手段，都没法改变市场规律。为支持虚高的股价，监管者曾默许甚至鼓励过所谓的“以实充虚”方法，就是让股价虚高的上市公司通过不断并购资产提升盈利能力，从而把泡沫充实。其实这并不是什么伟大的发明，上世纪末互联网高科技泡沫高涨时期，许多纳斯达克上市公司就用过这一招。结果情急

之下，高价买回一大堆不值钱的资产，最终一地鸡毛。

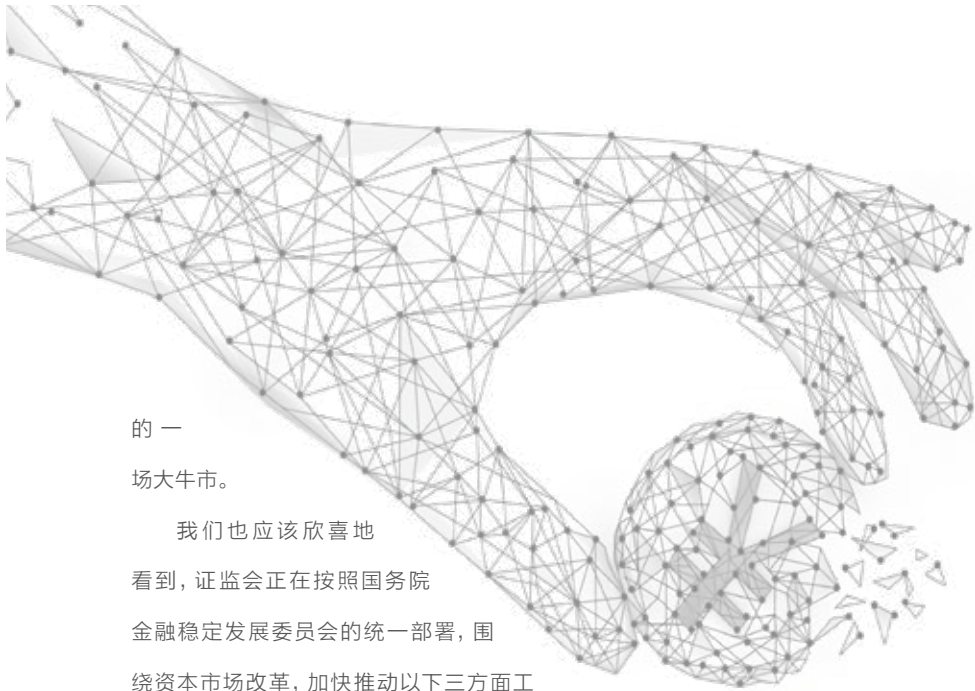
于是为了维持高股价，监管者“限制实际控制人、大股东卖出股份”，这又是另一大发明。而价高不让卖的结果？就是A股市场近年出现的“无股不质押”的怪现象了。一些大股东们采用股权质押融资的方式，把价格虚高的股份质押给金融机构，取得资金就扬长而去，乐视的贾跃亭就是这样做的典型，留下“下周回国”的虚假承诺，以及一大堆不值钱的股份，让金融机构“股财两空”。

当然了，监管者也可以靠重新大量放水，加杠杆来托市。然而，如果不利用这次

机会对各种导致熊长牛短的结构扭曲予以理顺，不但会浪费了这次代价巨大的熊市。而且下一轮“水牛”即使来了，也注定是短命的。2014年至2015年发动人工牛市的覆辙，就不要再重蹈了。

其实，股市低迷时，推行改革的阻力与代价都最小，监管者应把握时机，实行实质上的注册制，严格执行退市制度，配合严惩财务数据造假与市场操纵，让A股具备优胜劣汰的机能，提升A股的投资价值，将来就能改变投资人大多亏损的困境。记得2005年间股市低迷，然而监管者以“开弓就没有回头箭”的勇气推动“股权分置改革”，结果迎来了史上最波澜壮阔





的一
场大牛市。

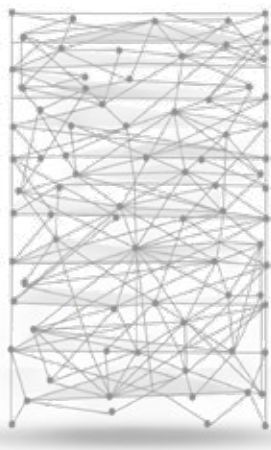
我们也应该欣喜地看到，证监会正在按照国务院金融稳定发展委员会的统一部署，围绕资本市场改革，加快推动以下三方面工作，回应市场关切。

一是提升上市公司质量。加强上市公司治理，规范信息披露和提高透明度，创造条件鼓励上市公司开展回购和并购重组。

二是优化交易监管。减少交易阻力，增强市场流动性。减少对交易环节的不必要干预，让市场对监管有明确预期，让投资者有公平交易的机会。

三是鼓励价值投资。发挥保险、社保、各类证券投资基金和资管产品等机构投资者的作用，引导更多增量中长期资金进入市场。

近期，科创板宣告设立，并推行试点注册制，代表监管者正在积极往正确的方向推进改革，我们有理由相信长期扭曲的市场机制将会被逐步理顺，熊长牛短的宿命会被改变。



便宜 正是并购与壮大的好机会

牛市中，大家抢着买贵价资产。当然是买的不如卖的精，泡沫期天价买回的资产最终难逃折价甩卖的命运。

熊市中，好的公司、好的资产往往被

市场情绪“错杀”而成为价值洼地。价值洼地就是投资良机。

加上监管最近对再融资管制放松，为上市公司进行资产重组与并购提供了很好的融资便利。同时监管对借壳上市条件也放松了，拟上市的企业买壳的代价在熊市既变得便宜了、也更具可操作性。

尽管中国股市存在着很多严重问题，这个市场仍然有它的有效性，也就是说，那些能够持续创造价值的上市公司，还是能够给投资者创造好的长期回报。股市对价值的发现功能并不全面失灵。

现在2500点的股市与2015年的5000点比哪个更健康？理性的答案肯定是现在的2500点，因为泡沫基本被挤出、杠杆被降低，将来上升的空间也更大。

具体而准确的底部位置从来没有人能预知，但无论从总体估值处于历史低位，以及物极必反的原理来判断，现在的A股离底部不远了。股市是宏观经济的领先指标，股市的回升是领先于经济周期的。上一轮全球金融危机中，美国股市于2009年3月见底回升，而美国楼市是2011年下半年才跌至底部，至于美国实体经济更是直到近几年才明显复苏的。

低买高卖的原则人人易懂，而知行合一很难。现在股市是高还是低？那么我们现在是买还是卖？股神巴菲特的投资秘诀很简单：那就是多数人贪婪时自己恐惧，多数人恐惧时自己贪婪。现在大家都普遍恐惧，我们自己应如何做不是显而易见吗？**财菁**

向松祚：中美贸易只会走向一个结果



向松祚

著名宏观经济学家
上海财经大学青岛财富管理研究院
兼职教授

中美贸易摩擦已经持续了较长时间。12月1日中美两国元首成功会晤，双方回到谈判桌上继续商谈，全世界为此大舒一口气，中国股市应声上涨。

回顾历史，望向前路，我们应对中美贸易关系进行总结，并展望未来前景。那么，牵动全球经济的中美贸易最终会走向何方呢？

中美贸易摩擦既不可能有明显的赢家和输家，又不可能短期内戛然而止。唯一可能的结果是打打谈谈，谈谈打打，时间可能长达十年甚至更久！

为什么没有明显的赢家和输家呢？

根据经典贸易理论模型，对外贸易依存度较大的国家输掉的可能性更大，但这只是理论上的可能，实际上究竟如何很难精确计算。

2018年初，中美贸易摩擦刚刚发生，很多机构和学者用数学模型估算中美输赢概率和各自的GDP损失。但经济体系是一个瞬息万变的动态体系，哪里能够用机械式的数学公式去计算呢？

从历史经验看也是如此。

美国1960-70年代和欧洲（主要是西德）开打汇率战和贸易战。主要手段是迫使西德马克相对美元升值，同时加征关税。西德当时没有什么好的应对措施，加上核保护伞在美国手上，只好向美国妥协。西德马克大幅升值，出口遭受严重损失。

乍一看是德国大输，美国大赢。然而西德产业界面临汇率升值和关税加征的多重压力，别无选择下矢志实施产业转型，全神贯注科技创新，结果德国制造一骑绝尘，傲视全球。直到2013年被中国超越，德国一直是全球最大出口国，而且是雄踞产业高端的制造强国和出口强国。

美国看似占了便宜，然而除了以硅谷为首的高科技以外，美国制造业却越来越空心化，整体产业竞争力江河日下，霍博兄弟的名著《清教徒的礼物》对此有精彩分析。从长远历史角度看，到底谁是赢家谁又是输家呢？

到了1980年代，美国又和日本政府大打贸易战。美国挥舞“301”或“超级301”大棒，迫使日本：其一，大幅度限制对美国出口；其二，承诺企业大举到美国投资生产；

其三，被迫让日元大幅度升值，酿成后来的泡沫经济。

日本似乎也成为贸易战中的大输家。人们最喜欢引用的数据是，日本80年代GDP曾经相当于美国GDP的70%，贸易战失败至今，已经不到美国的50%了，所以结果是日本大败无疑。

日本真的是惨败吗？很难说。

短期贸易战让日本经济遭受重创固然不假。从GDP增速看，日元升值刺激的金融



地产泡沫破灭确实让日本陷入了“停滞的20年”。

不过今天的日本哪里像是一个惨败的国家呢？连大名鼎鼎的美国哈佛大学费正清中心前主任、《邓小平时代》的作者傅高义都说，从人们的生活水平、福利保障、收入公正、环境优美、社会和谐、科技进步等等几乎所有指标来衡量，日本几乎都超过美国！

日本怎么做到的呢？那就是痛定思痛、沉下心来，真正致力高质量、高科技、高品

位的制造业，真正致力原创性的科学研究和技术创新，真正致力人和自然的和谐相处，实现绿色发展。须知日本现在荣获诺贝尔科学大奖的人数已经跃居世界第二，仅次于美国。日本到底是贸易战的赢家还是输家？

历史的车轮推进到现在。其实，美国和中国的贸易摩擦不是从2018年才开始的，早在21世纪初，美国就开始将矛头指向中国。

首先是汇率。2003年起，美国开始强迫要求人民币大幅度升值。小布什和奥巴马

政府多次针对中国进行贸易调查，实施反倾销和反补贴措施，加征关税。过去十年来，中国与美国之间的贸易和投资争端逐年快速上升。特朗普上台之后变本加厉，全面进攻原本也是在预料之中。

12月1日中美两国元首同意“休战”之后，双方将立即就强制技术转让、知识产权保护、非关税贸易壁垒和网络盗窃进行谈判。如果在90天内没有达成协议，关税将提高到25%。

明眼人一看就知道，这些领域的纷争不可能一次谈判就搞定。另一方面，根据中美关系的实际情况和全球政治格局现状分析，中美双方走向全面对抗的可能不会太大。因此，中美贸易摩擦的结果就只有一个，那就是：打打谈谈，谈谈打打。

当然，我们不能抱有任何幻想，必须做好充分准备，尤其是要做好长期准备；必须认识到中美贸易摩擦的长期性、艰巨性、复杂性，以及出现各种意外“黑天鹅”事件的可能性，做好各种预案，要做最坏的准备以争取比较好的结果。

还是那句话：应对中美贸易摩擦的最佳策略，就是进一步深化改革、扩大开放。唯有继续深化改革，调整国内政策，激发和保障企业家的创新和创造活力，中国经济和科技才能立于不败之地，我们才能最终赢得和美国的竞争。财菁





上财人物志

PEOPLE IN SUFE

A professional portrait of Wang Feng, a man with short black hair and glasses, wearing a dark grey suit, a maroon shirt, and a dark tie. He is standing against a light blue background with a subtle gradient. The bottom of the image features a dark blue horizontal band containing white text.

这个时代没有旁观者

—— 专访开来资本董事长 王峰

导语

2015年初,我国第一家专业PE锂电池隔膜整套装备制造制造商——青岛中科华联新材料股份有限公司陷入“成长的烦恼”。由于抵押物价值所限,银行信贷额度不能满足企业快速成长的需要,企业面对纷至沓来的订单束手无策,山东开来资本管理股份有限公司(以下简称“开来资本”)闻讯迅速接洽,不到60天,7000万元直投资金如久旱甘霖从天而降,一场资金危机就这样被化解。

相比于大型企业,缺少固定资产和抵押物的科技型中小企业融资似乎有着天然的短板,而开来资本的诞生,则在这片略显贫瘠的土地上为它们撒下了一粒理念创新的种子。从投资顾问到挂牌保荐,再到私募基金管理人,作为中国多层次资本市场的服务商,开来资本一手连着实体企业,一手连着资本市场,创新蜕变、长袖善舞,为青岛科技金融的融合发展乃至山东新旧动能转换,注入了源源不断的创新动力。

命运的转折 相约1998,与资本共舞

1984年,王峰选择了“先就业、再深造”的人生之路,分配到位于淄博的齐鲁石化公司机械厂干起了车工,并且一干就是七年。

回眸20世纪90年代,改革与坚守的争论激烈并反复胶着。而此时的王峰,已经凭借着自身的努力,从一名“专家型车工”被选聘为厂长秘书,后又提拔为厂团委书记。他先后荣获齐鲁石化车工比武冠军、齐鲁石化十大杰出青年、全国青年岗位能手等称号,一路荣誉、鲜花与掌声相伴,令许多同龄人羡慕不已。

1997年亚洲金融危机的爆发,让人们真切感受到了资本裹挟腥风血雨而来的狂暴力量。此时,31岁的王峰也迎来了自己命运转折的“高光时刻”。那时,齐鲁石化公司正在筹划A股上市,此时已经考取律师资格并担任团委书记的王峰被抽调进入到这个陌生的领域,从而翻开了他亲密接触中国资本市场的全新一页。王峰边干边学,每每抱着厚厚的专业书籍一读就到深夜,很快他便成了团队里的“资本通”。经过与同事们6个月的努力与拼搏,齐鲁石化终于在1998年3月3日在A股市场成功发行3.5亿股,4月8日正式登陆上海证券交易所。

可是,人们并没有在参加庆祝酒会的

人群中见到王峰的身影。此刻,他又被赋予另一项使命——负责对被上市公司剥离的49家企业进行二次重组和整合。

许多人不知道,在王菲与那英的《相约九八》唱响大江南北的这一年,“百花正怒放”的全国性资本市场正在摸索中。3月5日,一棵并未引人关注的“孱弱小草”在不经意间破土而出——国泰基金、南方基金正式成立,成为日后在资本市场叱咤风云的中国基金业的开端。此后九年,王峰与资本的缘分开始围绕改革开放20周年的时间起点,不断地朝向更为远大的未来积聚、延伸。

2002年,经过深思熟虑,他毅然告别



给他带来至上荣耀和无限风光的齐鲁石化，下海担任了淄博当地一家“濒危”企业的总经理。短短4年，该企业实现了从负债累累到销售收入4.1亿元、利润2000万元的突破。或许正是这4年，使他这个从央企“象牙塔”里成长起来的管理者真正体会到民营企业的艰辛与无奈。这段令人难忘的心路历程，也使他在以后与民营企业沟通交流时多了几分理解和从容，许多民营企业经常有和他“相见恨晚”的感觉。

拉开时代一角 开启四板市场深耕之路

一个时代的落幕，同时伴随着一个崭新的开端。2008年末，为了破解中小企业多、融资难，社会资金多、投资难等“两多两难”问题，天津股权交易所在滨海新区

金融改革和创新“先行先试”政策背景下应运而生。倏然之间，跃进的鼓点敲响，中国资本与小微实业共舞的掘金时代“兵临城下”。

“在国内主板、创业板、新三板、四板（区域性股权交易市场）并列的多层次资本市场尚未建立、新三板尚未开市的背景下，作为沪深证券交易所练兵场的天津股权交易所的诞生，俨然为中小企业的发展带来了黎明前的曙光，而开来资本就是这样一个迎着曙光前行的拓荒者。”王峰说，政策与时代的风口之下，区域性股权交易市场又陆续在山东、浙江、重庆、上海、武汉、深圳、广州等地“破茧而出”。面对着一片广阔的蓝海，开来资本开启了自己的“四板布道之路”，2009年初“灵芝稀土”作为开来资本保荐的第一家挂牌企业登陆天

津股权交易所。从此，山东多家企业在开来资本推荐下陆续挂牌区域性股权交易市场，成为中国区域市场发展过程中一道亮丽风景。

2011年山东省政府主导的齐鲁股权交易中心成立。翌年4月，德州口腔医院（可恩口腔）在成立不足一年的情况下被破例允许在该中心挂牌。2014年8月12日，可恩口腔转板新三板，成为我国第一家登陆新三板的民营医疗机构。经过4年的发展，可恩口腔已发展成为拥有15家子公司的山东最大的口腔医疗机构。

作为国内最大的区域股权市场推荐商之一和青岛蓝海股权交易中心等10多家场外市场的在册推荐机构，开来资本目前已累计保荐挂牌500余家企业，其中近50家实现新三板挂牌，10余家已成长为市值近

10亿的“小独角兽”。

“开来资本不仅在保荐企业数量上是最多的，质量也是最好的，他们有着独特的眼光，在缤纷的茶园中只摘茶尖。”某市金融办一位副主任评价说。

王峰形象地总结了一个“烧水理论”，用以诠释开来资本成立的初心。他说，做企业的过程就像烧一壶水。从凉水到温水，需要企业家耐得住寂寞，因为这时主要靠创业资本的投入。而开来资本关注的，是企业从温水到热水这段时期，因为这是企业能否实现从“走得快”到“走得远”最关键的一步。从热水到开水是众多PE们最热衷的事，私募股权基金都擅长把已经烧到98℃的水再加一把火，水就开了。

“而开来资本的使命，就是帮助企业尽快把温水烧成热水。”

黑暗中的光 落子青岛，纾困企业

2013年，开来资本总部迁移到了美丽的青岛西海岸新区。如今的开来资本，主营业务除了挂牌保荐，还涵盖投行顾问、股权投资、基金管理、实体工厂等板块，可谓“多核驱动”。而回溯其波澜壮阔的发展历程，始终离不开“青青之岛”这片肥沃的土壤。

“这里创业氛围浓厚，政策好、人才多，气候宜人，非常适合我们与中小企业一同成长。”秉持一片初心和匠心，沐浴着青岛温暖和煦的阳光，开来资本开始着手一

个又一个资本运作的经典案例。也正是这项举动，让因资金问题身处黑暗、进退维谷的众多科技型中小微企业看到了希望与光明。

据了解，作为中国基金业协会注册的基金管理人，开来资本现在管理着青岛环湾基金、若水基金、华瑞创投等十余支基金，完成了对中科华联、凌志股份、万达在线、欣飞智能、汇君环能等几十家企业的股权投资。

2017年，开来资本以获取认股权并为企业提供反担保的模式参与了青岛市科技局、财政局、人民银行共同创新的投保贷联动业务，为中小企业化解融资难、融资贵等问题又开启了一扇机遇之门，目前，已有6家高新技术企业获得银行信贷超过3000

万元，青岛三维海容机电有限公司（以下简称“三维海容”）便是其一。三维海容是我国医用物流传输系统领域的“领头羊”之一，公司获授权专利87项，产品已应用在国内27个省市的400多家医院，但随着国内医疗物流市场进入爆发期，资金缺口成为制约企业发展的一大因素。一个偶然的契机，王峰与该公司董事长赵超超结识。2018年4月，开来资本通过投保贷联动业务方式为其获得银行贷款500万元，助力三维海容扩大产能。王峰说，此项融资业务综合费率仅为3.65%，极大地降低了企业成本。

科技与金融的碰撞交融，正不断地为众多企业赋能。比如，净资产只有1000余万元的汇君环能，却获得了开来资本3000



余万元的股权和债权支持。2018年汇君环能净利润预计高达2000万元，而3年前其年利润还只有300余万元。

王峰说，开来资本的服务模式，就是帮助中小企业厘清发展路径、聚焦主业，服务手段是帮助企业创造条件对接资本市场，服务阶段则是“企业家做好0-1阶段，开来助推他们尽快实现1-10”。

向未来奔袭 “这个时代没有旁观者”

在开来资本2018年新年晚会的致辞中，王峰动情地回顾过往：“2017年，开来资本投保贷业务在岛城稳步推进，四板业务继续领先，资本e栈生根发芽，基金管理成绩斐然，资本与实体比翼齐飞。”

他说，在这个瞬息万变的时代，没有人可以成为旁观者，正如海尔集团董事局主席张瑞敏所说“这个世界唯一不变的就是——一切都在变”，因为任何一个停滞或侥幸都会被瞬间淘汰，唯一不变的是我们对美

好生活的不懈追求和炽热情怀。

“产业资本和创业团队惟有像一群饥肠辘辘的狼，才能嗅到这个不断变化的市场里最底层的痛点和巨大的客户需求。互联网、移动互联、人工智能、区块链、大数据等正在改变人们的生活，如果你不去理解这种改变，对不起，你已经落伍了。”在一次团队会议上，王峰激情四射地阐述他的观点。

王峰经常叮嘱员工，要“与企业家做一辈子的朋友”。员工们每到一个城市、一个企业，都会做好打持久战的准备，连续出差一个月、两个月几乎成为家常便饭。眼下，开来资本已拥有包括律师、注册会计师、行业分析师、投资经理等在内的近百人专业团队。王峰说，开来资本对中小企业的生态有着深刻理解，“所以，像新东方俞敏洪一样，我们不做淘金者，但我们会全力做好一个给淘金者送水的人。”

山东十大财经风云人物、青岛十佳明星投资人、青岛拔尖人才、齐鲁

金融之星……近年来，一系列光环与荣誉使他更感受到责任重大，使命光荣。截至2018年上半年，以为中小企业提供一站式全方位服务为宗旨精心打造的资本e栈，已投入700多万元，建成3个路演大厅及多个会议室，共计举办大小活动30余场，省内300余家企业参与其中，目前已为全省企业实现融资超过15亿元，成为孵化中小企业快速成长的“热带雨林”生态系统。

赠人玫瑰，手有余香。一直致力于全面助推中小企业成长壮大的开来资本，自身的获得感与日俱增，羽翼也日渐丰满。

“2019年下半年，我们将力争在澳大利亚主板上市。”王峰说，未来公司将以资本e栈为依托，计划成立一个颠覆传统模式的商学院。与传统培训不同的是，这个商学院的老师不是“坐而论道”的教授们，而是身经百战的企业家。

凡是过往，皆为序章。王峰坚信，以创新驱动为核心的中小科技企业，必将迎来美好的明天。财菁



上海财经大学 中国企业家创新管理项目

Shanghai University of Finance and Economics
Entrepreneurial Innovation Management Program

课程设置 | Curriculum

- ◆ 团队建设与模拟经营
- ◆ 宏观经济分析与企业机遇
- ◆ 商业变革与技术创新
- ◆ 创新思维与创新管理
- ◆ 产融结合与融资工具创新
- ◆ 企业成长管理与战略决策
- ◆ 战略性人力资源
- ◆ 财务报表解析与企业价值创造
- ◆ 企业资本运作与资本运营
- ◆ 人文修养与知行合一

教学方式 | Teaching Method

- ◆ 拓展建设
- ◆ 金融家俱乐部
- ◆ 实战模拟
- ◆ 优秀企业参访
- ◆ EMBA核心模块
- ◆ 沙龙研讨

教授师资 | Faculty

- 戴国强 ● 何海峰 ● 李稻葵 ● 何怡宏 ● 于研 ● 陈亚民 ● 祝效国 ● 刘志阳

课程信息 **学制/时间:** 每月集中授课一次, 每次连续两天(周六、周日), 学制一年

学习费用: 人民币58000元(包含报名费、学费、讲义费、证书费等)

证书授予 学员修完所有规定课程将有资格获取上海财经大学《企业家创新管理项目》结业证书

招生对象 工商企业董事长、总经理等中高层管理人员, 申请者应具有大学学历以及三年以上管理工作经历

授课地点 **青岛:** 上海财经大学青岛财富管理研究院

上海: 上海财经大学(中山北一路校区, 上海市中山北一路369号)

联系我们 | Contact Us

上海财经大学青岛财富管理研究院

联系人: 0532-88966968

18562751699 徐老师

地址: 青岛市崂山区科大支路57号





商界

BUSINESS

万链指数如何为产业赋能？

——专访青岛场外市场清算中心总经理 万链指数项目负责人 贾庆佳

题记

“没有比脚更长的路，没有比人更高的山。”

2015年9月9日，乘着时局东风，由海尔集团、山东鲁信集团、青岛国信集团共同发起的青岛场外市场清算中心有限公司正式成立，成为全国首家服务于场外市场的独立第三方清算平台。如今，经过三载一步一个脚印地勤恳耕耘，其着力打造的地方金融风险监测预警平台目前已在青岛市相关金融行业领域实际应用，逐渐成为防范和化解金融风险的“桥头堡”，众多荣誉纷至沓来。

2018年6月，在半年酝酿之后，经同一位掌舵人“操盘”，基于供应链的信用评价创新机制——“万链指数”应时而生，破局中小企业融资困境，赋能生态各方，点亮产业之光。

今天，让我们走近青岛场外市场清算中心总经理、万链指数项目负责人贾庆佳，听他独家解读“万链指数”这一创新模式运行的内在逻辑和深刻内涵。



工厂走向无人化、家居走向智能化……物联网时代，改变总是在不经意间发生。

一个简洁的手机终端APP，可以连接起用户（中小企业）、数据方、资源方以及整个产业链条，这便是物联网范式下“万链指数”正在进行的探索与实践。仅仅上线5个月，“万链指数”便缔造出为金融机构引流贷款1亿多元、为海尔供应链上下游200余家中小企业以金融方式赋能的绝佳“战绩”，如此惊人又智慧的场景，已不再是电影未来畅想中独有的镜头。



浪潮：与民企同舟共济

中小企业融资，向来是世界性难题。在中国，中小企业的重要地位无需赘言，它们占据着市场主体的90%，贡献了全国80%的就业、70%的发明专利、60%的GDP和50%的税收。然而现实情况是，它们的融资之路依然充满艰辛。据悉，2018年央行四次定向降准全都瞄准小微企业融资问题，但几千亿又几千亿的流动性释放出去，收效却似乎并不明显。

2018年11月，就在进博会开幕前四天，一场“可能是近来最影响国运”的重要会议——民营企业座谈会在北京召开。会

上，身坐正位发言的十位企业家几乎全部偏向中小企业，互联网大佬们要么坐在一侧，要么挤在后排记笔记，这正向市场传递出一个清晰的信号——民营企业，尤其是中小企业所面临的困境与难关，已越来越引起国家层面的重视。

几天后，中国人民银行党委书记、中国银保监会主席郭树清接受央视记者采访时表示：对民营企业要“敢贷、能贷、愿贷”！风口之下，一场纾困民企的金融行动开始在全国范围内轰轰烈烈地上演。

浪潮汹涌而来之时，刚刚上线5个月的“万链指数”却已经站在了时代前端，成

功帮助150余家中小企业化解融资难题，一笔笔真金白银如久旱甘霖般为“饥渴”的弱势小微群体输送着新鲜血液，阵阵暖意笼罩在企业主心头。

什么是“万链指数”？

贾庆佳告诉笔者，这是一款通过对海尔产业链上下游B端企业进行信用评级，用金融方式赋能，推动产业上下游中小企业信用自成长的信用产品，更是一个链接资源、产品和客户的价值共享生态。

几个月前，威海某电气公司的闫老板同样对“万链指数”深感陌生。那时，全国各地热浪席卷，海尔空调盛大开盘，眼瞅



着商机到来、用户问询，闫老板却因陷入财务危机而一度焦头烂额。“商业库存积压了1100万。”闫老板略显无奈地表示，公司贷款一般会通过威海本地的商业银行进行，利率在5%左右，但是需要抵押物。“可是我们没有可抵押的物产！”闫老板皱紧了眉头。

正在这时，自己前段时间在海尔本地财务工作人员指导下安装的“万链指数”APP闪入脑海。一刻不敢耽误，通过“万链指数”，这位在家电销售领域打拼十余载的老经销商最终找到了适合自己的金

融产品并顺利拿到了“救命”的200万元信用贷款，难题迎刃而解。

令人倍感欣慰的是，闫老板不负众望，在短短4个月时间内便取得了近1500万元的销售成绩。从200万元到1500万元、从一筹莫展到笑颜逐开，60岁的“老闫”第一次感受到小平台里蕴藏的大智慧以及“万链指数”四两拨千斤的巨大魅力，眼前的家电经销之路豁然开朗。

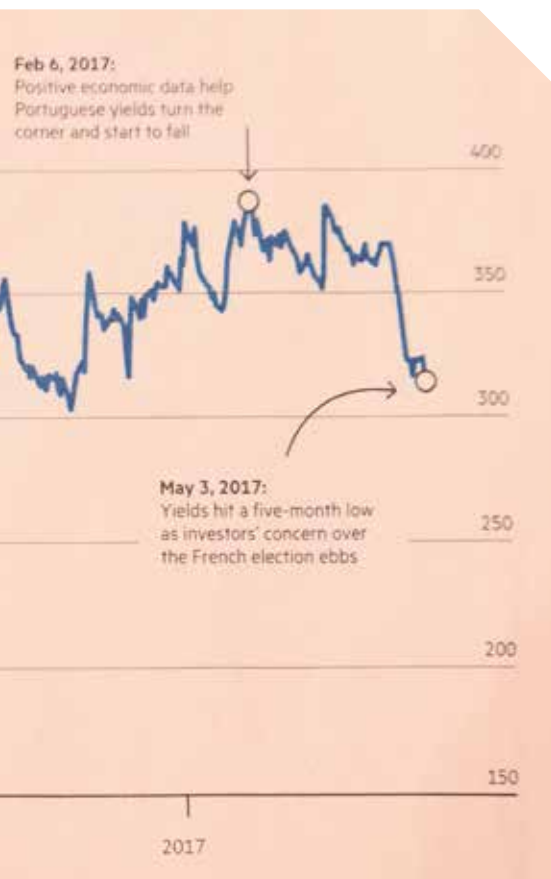
“柳暗花明又一村”的故事不只发生在闫老板身上。“万链指数”自运营以来，便一直秉承“以用户需求为核心”的理念，

以金融服务的方式赋能海尔生态上下游中小企业，无论是空调开盘、承接工程，或是拓展规模、解决一时之需，资金不再是扼住企业“命运咽喉”的那只无形之手。

基于供应链的创新“试验”

很多人不禁要问，刚上线没多久的“万链指数”为什么这么牛？

这便要从“万链指数”破题中小企业信用“一纸空白”的底层逻辑说起。“融资一直是高悬在所有创业者头上的‘达摩克利斯之剑’，中小企业经营时间短、财务信息



披露程度不足、很难提供合格的抵押品，总体来看资质不足，为了降低风险，回避就成为传统金融资本普遍的选择。”在贾庆佳看来，随着市场经济的加速发展，中小企业融资难、融资贵、融资慢已越来越体现为企业信用缺失所带来的障碍。

时间的指针分秒不停，2017年底，继成功运作清算中心项目，曾担任日日顺集团财务总监、海尔集团中国区财务总经理的贾庆佳再次华丽转身，带领年轻的团队开启了一项关于企业征信的全新“试验”，区别于传统征信方式，“万链指数”携带着

与生俱来的供应链基因。

“英国的供应链专家Martin Christopher预言，21世纪的市场竞争将不再是企业与企业之间的竞争，而是供应链和供应链之间的竞争。”贾庆佳表示，最初，集团公司高层受“芝麻信用”启发，希望在体系内打造一套可引导并驱动上下游企业动态向好自成长的价值标准，以此赋能产业生态圈，促进供应链整体提档升级，在前瞻性的目光与强有力的战略推进之下，2018年6月，“万链指数”正式上线运营。

据贾庆佳介绍，“万链指数”首先从经销商群体切入，围绕企业财务实力、价值度、征信记录、成长性、产业粘度等五大指标建立起一套完整而科学的企业信用评价模型，可有效弥补现行央行企业征信的不足，为中小企业描摹出更加完整、可信、有效的“信用画像”，助推企业与金融机构合作从0到1，为依然在黑暗中摸索的企业打开一扇光明的融资之门。

“做中小企业征信，数据很关键，而更深层的要点是对数据的深度解读以及对垂直行业、对场景的深入理解。”贾庆佳指出，在数据采集方面，“万链指数”创造性地将传统征信、互联网大数据征信、产业链交易流数据征信结合了起来，除普遍采用的工商数据等信息外，还引入了基于真实交易场景的流数据作为参考，可以更客观、更精准地把握企业真实运营情况，提亮创新底色。

此外，与企业“过去式”的企业征信报告不同，“万链指数”建立了正向激励、负

向导机制，可应用于金融、采购、经销供应等产业生态圈的多种场景，比如根据指数水平高低可为经销商匹配不同的金融信贷、产业政策、营销策略等权益，不仅可以有效盘活中小企业的可用资源，全面、公正地反映中小企业的信用状况，还可动态引导企业认真履约守信，“见贤思齐”，推动社会诚信体系的建设。

近日，轻轻点开“万链指数”APP，用户们还会发现平台已为中小企业直接搭建了简便、高效的融资通道，主页右下角全新上线的“权益超市”板块中，融e贷、工程贷、伞下店贷、空调贷、尊享贷、家电分期……17款定位不同的金融产品可任由用户挑选，全方位护航企业成长。

在贾庆佳看来，万物互联的IoT时代，“金融产品超市”的打造及优化将实现企业从匹配产品到定制产品的角色转变，颠覆传统信贷模式下企业找钱难的窘境，人、物、互联网、产业链、线上及线下相织交融，“万链指数”由此率先迈出由互联网金融到物联网金融的关键一步。

从“纵观当下”到“预测未来”

“没有最终的答案，只有永恒的追问。”不知不觉，《管理百年》中这句经典名言成为贾庆佳和团队伙伴在物联网领域的这场探险中最真实的写照，每一次思想火花的碰撞都会让这支年轻的团队产生新的创意思法，同时加深对供应链、大数据的思考与理解。

2018年10月，海尔集团董事局主席、首席执行官张瑞敏在第二届人单合一模式

国际论坛现场以及2018鲁商大会现场提出了“三生”体系，即生态圈、生态收入、生态品牌。

从“三生”体系出发，人们不难发现，除了为海尔经销商化解融资难题，万链指数还在海尔的集团生态中默默做着贡献。

“始于产业，应用于产业，在产业中成长信用正是万链指数的核心理念。”据贾庆佳介绍，目前，依托平台效应、渠道作用以及大数据技术，“万链指数”打通了金融、采购、经销供应三大定制化场景，并将海尔财务公司、消费金融平台、好品海智工业采购平台、上下游企业等攸关方共同纳入到生态圈中。

“万链指数”，不是自己唱主角，而是

依靠攸关方们的资源共享，共同为用户服务，并且在这一过程中实现每一个攸关方的生态收入增长，为各类产业端赋能。

“链”中自有黄金屋。贾庆佳说，“万链指数”定位于“物联网范式下的定制化指数增值服务平台”，价值导向为“驱动生态圈场景利益攸关方增值”，目前为金融机构成功引流的1亿多元客户贷款中，超过90%已转化为海尔家电提货，平均引流提货增长率达20%，有效带动了核心企业及产业的整体发展升级。

除此之外，值得一提的是，“万链指数”还可以为合作的金融机构等贷前、贷中、贷后客户进行风险扫描、出具分析报告、支持线上实时对接客户数据明细等，

为金融机构有效辨识中小企业风险提供专业解决方案，“坚决守住不发生系统性金融风险的底线”。

马云曾说，未来的时代将不再是IT时代，而是DT的时代。如今大数据的力量正改变着人们生活的方方面面。在贾庆佳看来，技术革新，正是引领这个时代真正的弄潮儿。“大数据的引入改变了既往的经济学思维，下一场战争一定是数据战争。当信息孤岛被打通，人们对于数据的挖掘和运用，将让我们从‘纵观当下’走向‘预测未来’。”贾庆佳表示，站在新时代的起点，

“万链指数”将致力于成为海尔金控产品生态的深度交互端口，届时，海量客户数据与交互信息持续汇入“万链指数”共创共赢共享生态圈，以用户需求为核心精准进行产品定制的构想将真正变为现实。

关山万里路，拔剑起长歌。如今在海尔生态圈这片生生不息的热带雨林中，不断创新的“万链指数”以经销商模式为样板已实现了自裂变。目前，该模式已被复制到物流、采购等领域，以“质”为上，帮助平台更简便、高效地遴选优质客户，进入自身管理的2.0阶段，持续焕发迭代活力。

入选2018年度金家岭金融区重点决策咨询研究课题名单、荣获2017年度青岛市金融创新奖（研究类）、入编《青岛市优秀大数据应用成果（案例）汇编》……光环之下，相信通过“万链指数”，越来越多的人和企业将感受到物联网基于社会发展现实赋能实体经济发展最生动的一面。财菁



上海财经大学定制培训项目

Shanghai University of Finance and Economics Customized Training Program

项目特色

Program Feature



百年传承

依托上海财经大学百年商学底蕴、雄厚师资力量、丰富政企培训经验，为政府、企业传递最前沿的思想与最先进的理念



量身定制

以政府、企业为中心，针对政府、企业的发展或培训需求，设计并提供针对性、定制化的课程与服务



优质服务

项目全流程跟进，为政府、企业提供先进的咨询服务、完善的教学评估体系



高端资源

学员可享受上海财经大学顶尖学习资源，参与高端讲座、沙龙等活动

特色板块

Characteristic Plate

私募股权
 产融结合
 投融资热点
 非传统投资
 金融衍生工具

金融创新

预算管理
 成本分析
 风险管理
 财务战略筹划
 财务报表分析

财务筹划

团队建设与激励
 市场营销管理
 人力资源管理
 领导力淬炼
 企业文化塑造

管理升级

大数据与人工智能
 运营与供应链管理
 消费者行为分析
 物联网时代商业模式
 电子商务与企业经营

行业前沿

授课方式

Teaching Method

● 课堂教学

● 移动课堂

● 圆桌论坛

● 企业参访

● 游学考察

上海财经大学青岛财富管理研究院

联系人：刘老师 15265266911

地址：青岛市崂山区科大支路57号





聚焦西海岸

SPOTLIGHT

文 / 青岛西海岸新区副区长 隋斌



关于“三农”企业融资困难的调研报告

按照西海岸新区工委管委办公室《关于开展新区乡村振兴大调研活动的通知》要求，金融发展中心立足西海岸新区“三农”个体户、民办小企业等融资困难群体，联合胶南海汇村镇银行、黄岛舜丰村镇银行、王台镇开展行业专题调研，着重调研了25户居民，涉及种植、养殖、配件加工、纺织、服装代理等诸多行业，在充分了解了生产经营发展状况的基础上，对融资需求及当前存在的困难进行了摸底，并现场协调解决融资困难企业3家。调研情况如下：

一、“三农”企业融资现状

(一) 农村金融机构设立情况

新区农村金融机构主要分为银行金融机构和小额贷款公司两大部分，银行类除村镇银行外主要是支行级的分支机构。其中农业发展银行1家、农业银行2家、农商行2家、青岛银行2

家、邮政储蓄银行2家；村镇银行2家；小额贷款公司10家。

此外，新区积极推进普惠金融工程，支持威海银行、浦发银行、交通银行等商业银行设立社区银行15家。截至目前，全区银行机构网点达到243家，自助服务设施950台，农村社区助农金融服务设施覆盖率达到100%，为地

方农村经济发展创造了良好的金融环境。

（二）农村金融业务发展情况

截至2018年10月末，新区各项贷款余额1489.3亿元，比年初增加207.93亿元，同比增长20.63%；其中涉农贷款余额235.3亿元，比年初增长17.31亿元，增长9.01%，占各项贷款余额的15%。

主要呈现以下特点：

一是农发行、农业银行、农商行、邮储银行和村镇银行是农村金融服务的主力军。农发行等银行机构的涉农贷款占全区涉农贷款的62%。尤其是2家村镇银行累计为7450户发放贷款86.38亿元，贷款余额19.25亿元，其中涉农及中小企业贷款达到18.01亿元，占贷款余额的93%。此外，小额贷款公司作为农村金融业的新生力量开始占据农村金融市场的一席之地。10家小贷公司累计放贷1207笔，发放贷款30.76亿元。

二是“三农”贷款投入增长快、领域广。10月末涉农贷款增幅达到9%以上。主要投向渔业贷款、农户消费贷款、农户其他生产经营贷款。涉农经济组织贷款主要投向城市企业涉农贷款、城市企业农林牧渔业贷款和城市企业支农贷款，以及农产品加工贷款、农业生产资料制造贷款和农用物资及农产品流动贷款。

三是农村金融业务不断创新。各农村金融机构积极响应银监会关于“实施富民惠农金融创新工程”的指导意见，主动创新“量体裁衣”式的金融产品和服务方式，服务农村的金融产品数量快速增长，信用卡、自动取款机、电话银行、手机银行、借

证卡等，这些原来只在城市使用的金融机具和金融产品开始进入农村为农民所使用。在贷款的发放形式上，农户联保贷款、农户担保贷款等形式极大地方便了群众。两家村镇银行发挥各自优势，加快信贷业务推陈出新，率先开办了渔船抵押贷款、海域使用权抵押贷款、林权抵押贷款、农村土地承包经营权抵押贷款等创新业务品种。其中，海汇村镇银行获得银监会海域使用抵押试点银行，荣获“全国十佳村镇银行”荣誉称号。

二、当前“三农”融资存在的困难

一是“三农”企业融资需求迫切。加工制造企业生产经营成本提高。主要表现在由于安环保测环评压力加大，生产周期延长，经营成本提高，部分企业存在亏损运营现象；招工难、用工难是推高运营成本的重要原因，大部分企业反映招工难，用人成本高，人员流动性大，稳定性差，影响企业运营；部分企业租赁厂房进行生产，无法融资扩大生产规模，融资需求迫切。





二是企业贷款利率偏高。“三农”企业因缺少有效抵押物多数为信用贷款。如服装代理，服装代理销售结合行业存在季节性，压货存货影响周转，供货方又以供货缴款为供货条件，经营信贷利率较高，影响企业生存空间和利润空间等问题。

三是养殖、种植企业缺乏有效抵押物导致融资难。通过走访调研药材种植苗圃种植企业1家，养貂养鸡企业3家了解到，集体用地无法贷款问题，该类生产经营周期长、成本高、回本慢，进一步加剧企业经营风险；部分企业在新区与胶州交界地区，产权跨区无法抵押融资；三户联保贷款模式存在硬伤，阻碍涉农企业贷款积极性，影响企业生存和发展。

四是授信额度需要进一步提高。建筑工程、装修公司授信额度不足，建筑装饰企业波动性大、工期长，存在压工程款的问题，企业普遍希望扩大授信额度。

三、下步措施及建议

(一) 加快完善农村金融服务体系

一是支持2家村镇银行做大做强。支持设立分支机构3家，通过增资等多种途径做大资产规模，支持三农发展。

二是积极引导商业银行在乡镇（街道）增设分支机构或营业网点，并将网点延伸到农村，着力扩大农村金融服务覆盖率。支持辖内小额贷款公司，深入“三农”市场，提升服务水平。

三是发展农村普惠金融，积极培育新型农村金融机构和小额贷款公司。适当放宽新型农村金融机构的准入条件，允许民间资本控股村镇银行和县（区）域中小型银行和金融租赁公司。在运营好农村信用互助业务试点的基础上，在产业集中区域如王台养豹专业户试点农村信用合作社互助试点业务。

(二) 创新金融产品满足三农企业融资需求

支持各金融机构进一步深入新区农村经济发展实际，结合农村经济社会发展变化特点，积极探索和创新适合实际、可操作性强的金融产品。尤其是2家村镇银行，充分利用法人金融机构的优势，支持开发适应“三农”多层次、多样化、多元化特点的农村金融创新产品；支持开展“最高额授信贷款”模式，灵活适应企业周期长、波动大、回本慢等特点。探索开展“订单农业+信贷”方式支持广大农户有序开展种植养殖业生产。

(三) 进一步优化农村金融生态环境

一是开展金融知识下基层、进农村、进学校等系列宣传教育活动，重点开展金融融资常识普及、打击非法集资及网络信贷教育，提高村民融资知识、了解拓展融资渠道，同时提高辨识和抵御金融风险的能力。

二是提高环境保护意识，克服企业经营困难。十九大报告中指出“绿水青山就是金山银山”，新区作为山东经济发展的“火车头”，更应该坚持绿色发展理念，要在技术升级、生产转型上下工夫，变被动为主动，积极践行绿色发展理念。

三是支持企业拓展融资途径。通过开展区域性股权交易市场及新三板挂牌，完善公司管理体制，拓宽融资渠道。

四是加强政企合作。建议政府进一步创新金融业税收管理，将金融分支机构纳税放入所在地街镇，增强银行与街镇一级政府的合作，实现双赢。财菁

非法集资案件司法处置困难及建议



为深入研究推动打击非法集资工作,根据工委关于“大学习、大调研、大改进”活动部署,青岛西海岸新区打击和处置非法集资工作领导小组办公室赴市公安局开发区分局和黄岛分局开展“非法集资案件司法处置现状及困难”调研,调研情况如下:

一、非法集资案件司法处置现状

2015年以来全国范围内非法集资类犯罪呈高发态势,扰乱了正常金融秩序,影响社会稳定。司法处置作为打击非法集资的重要环节,存在投诉多、立案少、结案难现状。据统计,2017年以来,新区公安部门接到非法集资案件投诉线索66件(含报案),而据此侦查立案的仅有15起,约占22%。2015年以来,新区非法集资立案24起,全部未结案。

二、非法集资案件司法处置困境

涉非案件司法处置难,是打击非法集资的瓶颈,一方面相当数量的涉非违规行为得不到司法定性及应有的打击处置,另一方面案件处置周期长,加剧了社会公众关切和不满。非法集资案件立案查处难的原因,主要包括以下几个方面:

(一) 犯罪证据搜集难

非法集资案件在早期资金链未断裂能正常

还本付息时，集资参与人都不报案，导致公安机关发现线索难，即便是发现线索集资人为保证收益也不作证。而后期资金链断裂或犯罪嫌疑人“卷钱跑路”后，公安机关接到报案再立案侦查，往往因为时间跨度长，团伙或公司犯罪涉及嫌疑人数多，电子记录易被销毁，宣传、合同、账目等证据种类繁杂难以搜集各类原因，造成非法集资案件取证工作难上加难。如点滴聚财因后台电子数据难以取得因而黄岛分局未能立案。

（二）跨地域立案侦查难

非法集资案件作为涉众型经济犯罪，案件涉及人数较多、涉案资金较大，涉及地区跨地域。目前已发的案件多为总公司在外地、分公司在本地，分公司聚集的资金流向总公司，而总公司属地公安部门对案件的司法处置直接影响分公司属地公安部门的案件办理进展。

如2018年3月立案的帅歌家具，其总部在济南，西海岸新区设有分公司，开发区

公安局立案后收集受理线索移交济南公安机关；而枣强县李义加集资诈骗案，西海岸新区将线索协调移送河北警方，因属地公安不立案，新区迟迟无法协助侦查。

另一方面，新区立案的跨地域案件，因受害人分布较广、公安机关经侦力量不足，案件侦破工作难度大。

（三）追赃返还处置难

非法集资案件追赃控赃过程中要冻结各类账户、查封不动产，集结资金流向，部分被嫌疑人挥霍藏匿、部分返还集资人、部分用于公司运营。因非法集资时间跨度大，立案侦查时往往已经资金链断裂，难以追回赃款赃物。另一方面，经公安部门立案后移诉至法院，追缴的资产需法院判决生效后处置，平均判决周期1-2年，且因刑事、民事案情交织，资产处置更加困难。如“泽雨”案立案4年资产尚未开始处置。

（四）涉众处置维稳难

非法集资案件中集资参与人因财产

损失或案件执行周期长等种种原因到省市各级政府上访，甚至进京上访，以此来向政府施加压力，达到返还投资款的目的。而非法集资涉及民众多、多跨地域，极大影响了社会的和谐稳定。为此，公安机关的办案民警也肩负维稳工作任务，一定程度上牵扯了办案单位的精力。部分投资人因投资损失而产生极端诉求，长期多次上访上诉，影响工作。

三、建议及对策

非法集资案件的多发破坏了金融市场的稳定秩序，严重危害社会稳定，同时案件的司法处置存在诸多困难阻碍了案件办理的推进，为此必须加大力度、破除屏障，积极预防和严厉惩处非法集资案件。

（一）全面推进金融改革创新

非法集资犯罪案件高发本质原因是金融市场需求和供给不平衡的矛盾：民间资本多而投资渠道少，小微企业资金需求多而信贷额度少。通过推进金融制度改革创新，把问题解决在萌芽阶段。

一是发展各类金融市场。十九大报告中指出，要提高直接融资比重，促进多层次资本市场健康发展。大力发展股票、债权、基金市场，增加居民的投融资渠道，积极发挥其对金融市场的促进作用。鼓励金融机构多样化经营，创新金融产品和服务，为民间资本提供更多升值空间。

二是加大小微企业扶持力度。完善融资担保体系，鼓励融资性担保公司，





按照市场化运作方式，为小微企业提供担保服务。用好、用活“过桥资金”解决企业“周转难”问题，为企业和银行之间搭建融资桥梁。通过推进简政放权、加大对金融机构和小微企业的税费减免力度，提升小微企业金融服务普惠性，降低小微企业综合融资成本。

三是规范民间融资市场发展。发挥小额贷款公司和民间资本管理公司的积极作用，激活民间资本支持小微企业融资需求。同时强化履行民间融资机构监管的主体责任，加强日常监管，定期排查风险隐患，规范民间融资机构经营行为。

（二）完善部门联动协作闭环体系

非法集资犯罪的治理涉及司法机关及工商、金融、银政保监管、税务、综治、金融机构等多部门，从金融市场发展到规范经济秩序到打击处置集资犯罪再到维护社会稳定，是完整联动的闭环体系，需要监

管力量的共同参与。

一是强化信息共享和执法联动。目前监管层对非法集资案件的管理多为事后监管，虽有效遏制社会不良影响扩散但是治标不治本。各职能部门联合成立专门工作组或建立联席会议制度，实现信息共享。金融管理部门受理的线索或镇街日常监测发现的可疑情况向公安机关报送，工商部门加强机构回访巡查，可疑资金和经营情况上报公安机关展开调查。公安机关初查后认为达不到立案标准但形迹可疑的，可要求监管部门继续跟进监控。满足立案条件的推进司法处置工作。专门工作组或联席会议应定期将司法机关查处案件情况向成员单位通报，确保违法公司的工商登记能被及时取缔，网上和社会上的虚假宣传信息能被及时清理，各监管部门能及时针对自身存在的监管漏洞展开自纠自查。

二是加大司法处置力度。落实举报奖

励制度，鼓励群众积极举报非法集资犯罪线索。在遵循现有法律和司法解释的前提下，公检法三家要就非法集资案件的证据标准、刑罚适用、侦查方向等问题达成一致，通过统一司法认定标准，提升案件处置质量。

三是构建跨区域司法协作机制。各级司法机关可设立专项基金为跨区域办案提供支持。在跨区域办案过程中，与异地司法机关建立起长期协作机制，通过横向联系和沟通，健全信息通报制度，避免造成信息不对称或者衔接不畅通等问题而影响案件处置，也降低了异地协调的工作成本。

（三）加强打击非法集资宣传教育

非法集资案件的高发主观上因投资人缺乏认识，在不理性认识金融产品的情况下盲目忽视高风险寻求高收益，陷入欺骗性极强的投资宣传。通过针对性的宣传教育，可有效提升社会的防范意识和能力。

一是打非宣传实现社会全覆盖。广泛利用横幅、标语、宣传单等传统手段，结合报纸、电台、电视等媒体平台，利用互联网、公众号、显示屏、短信等媒介，以案例剖析、风险提示等多种方式开展宣传。针对社区、村镇等防范意识薄弱的老年人集中的地方，专门开展讲解活动进行宣传。

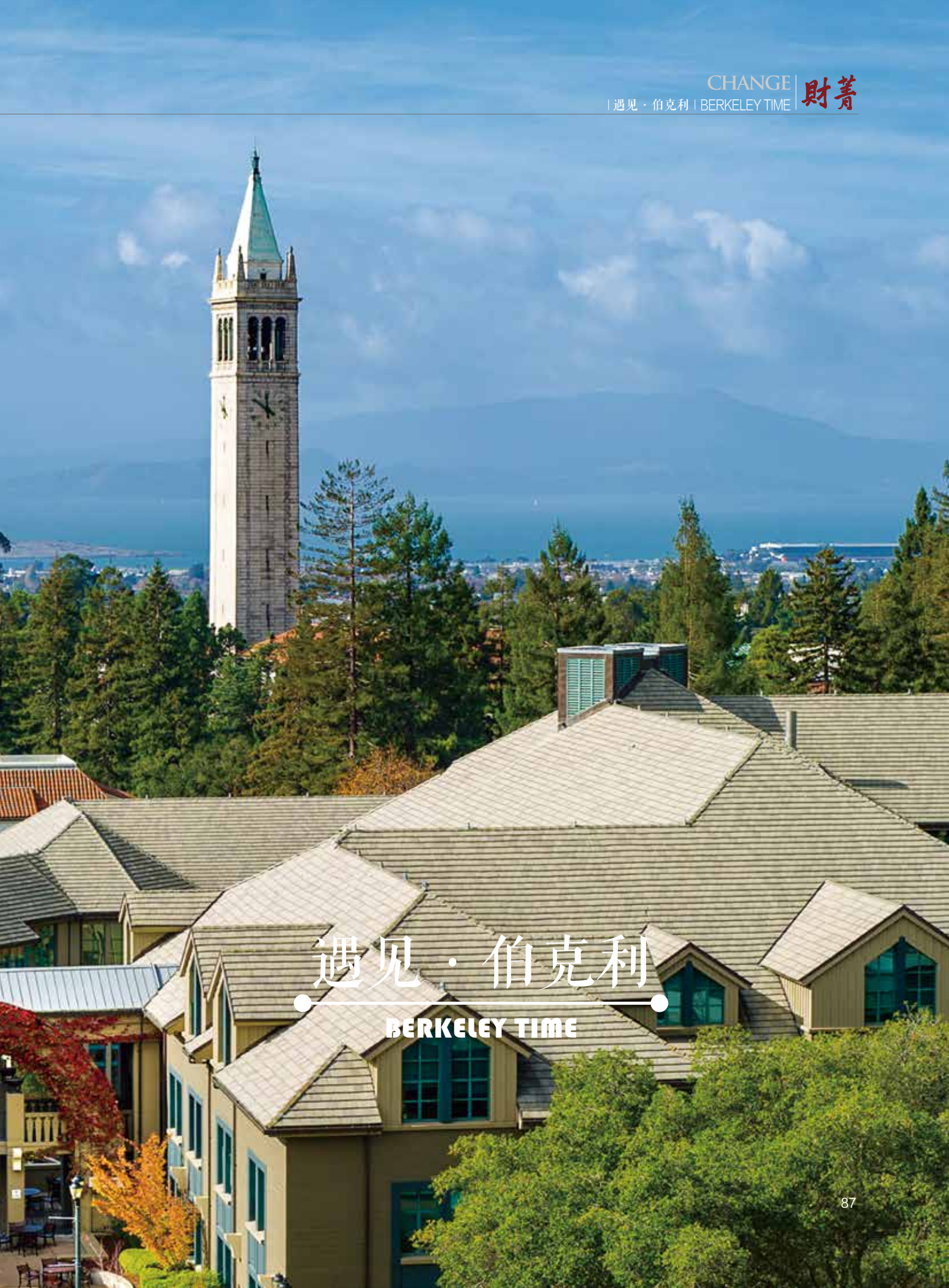
二是做好打非宣传月集中活动。发动各镇街开展宣传活动，在集市、镇驻地等场所进行巡展。开展宣传教育进校园、进机关、进企业活动。通过防范打击处置非法集资宣传月活动，营造社会舆论氛围，有效引导社会公众对非法集资危害性的认识。财菁

財苑

CHANGE

BERKELEY TIME | 遇见·伯克利 |





遇见·伯克利

BERKELEY TIME



伯克利终身教授 David Sraer： 中国怎样解决中小企业融资难？ 美国企业高杠杆或将催生新一轮经济危机？

这是David Sraer教授第一次来到青岛，他用旧金山的风格来形容这座海滨城市建筑与自然风景的结合，他还说，他对这里的美食印象深刻。David Sraer也是加州大学伯克利分校最年轻的终身教授之一，在行为经济学、公司金融学和宏观经济领域颇有建树，他既是美国国家经济研究局NBER的研究员，也曾担任《欧洲经济协会》杂志的副总编。

作为在Richard Lyons教授之后，第二位前来青岛为上财-伯克利金融硕士们授课的伯克利大牛，David Sraer教授在面对面的采访中对美联储持续加息的影响、金融危机的潜在风险等热点问题分享了自己的观点；此外，他还就金融科技在个人财富管理、企业贷款的应用场景提出了新畅想。Let's take a look!

Q1: 自美联储再次加息之后, 美国股市一直“乌云密布”, 创下最新跌幅, 这也遭到了美国总统特朗普的抨击, 作为一名经济学家您是否支持美联储的持续加息呢? 在2008年全球金融危机过后, 是否有一场新的风暴正在酝酿呢?

David Sraer: 目前, 美国的失业率处于历史低点, GDP增长持续了好几年, 经济一直很有活力, 所以我认为美联储加息是一个合理的决定, 或许还加得不够快, 当然美国要小心过多加息导致的市场紊乱, 但是整体来说我认为美联储现在加息是一个正确的决策。

我们最近所看到的市场“乌云密布”不一定是货币政策所导致的, 比如说贸易方面一直存在一些担忧, 以及新兴市场的波动都有可能影响美国股票市场的低迷状态。

至于2008年金融危机后会不会发生另一场金融危机, 这是一个很难回答的问题。但有一些令人鼓舞的迹象: 如银行的规模比之前小了很多, 所以“大到不能倒”的问题不会像之前那么明显了; 与2007年相比, 银行的资本状况有所改善, 它们的股本也比过去多了。这些积极现象的背后同时还存在一些隐患, 比如说, 影子银行的规模还是很大, 所以很多风险是存在于正规银行系统之外的。但是看整体数据的话, 我们的金融系统和10年前相比, 有了更多的安全措施。

最后一点我想强调的是, 我们有可能过多得拿着之前的金融危机来作比较: “如果房地产价格下降的话, 现在的市场会怎样”。但是我们要记住, 新一轮危机的根源很有可能和之前的完全不一样, 这次的根源可能是由新兴场所导致的, 或者是像很多人所担忧的美国企业的杠杆问题, 而不是房地产。

一种可能是, 现在我们会看到更多公司违约的情况, 这就好比2008年金融危机前的美国家庭个体负债过多。所以如果迎来一场全球的需求冲击, 由石油或者是贸易关税所导致的需求下降等等, 那么这些企业就会受到需求下降的波动影响, 导致不能再偿还债务, 然后解雇大量的员工, 这些员工再出现房产抵押贷款违约, 然后市场进入经济萧条, 催生新一轮的金融危机。

Q2: 目前中国一些初创中小企业面临融资难、融资贵的问题(中小企业经济实力薄弱、风险较大, 因此银行不愿贷款给它们), 美国和欧洲等发达国家是怎么做的? 从学术的角度, 您有什么建议呢?

David Sraer: 在一些西方的发达国家, 设有一些专门的公共机构试图解决中小型企业获得信贷的问题。在美国, 有美国小企业管理局, 它帮助了很多小型企业获得资金, 最有名的一个项目是美国小企业管理局7(a)贷款计划——政府会为企业向银行提供信用担保; 法国也有相似的项目, 比如法国国有银行也为小型企业提供信用担保。

我觉得中小企业融资难有两种情况: 第一, 是融资市场可能存在一定的低效率性, 比如说逆向选择、道德

风险、信息不对称等问题，使得好的中小企业得不到应有的融资，在这种情况下，政府项目应该合理地帮助他们融资。第二，是有一些中小企业确实面临太多风险，那么银行不给他们贷款也是合理的，那么这种情况下，他们得不到融资也是市场有效率的结果。

所以对于这些政府扶持项目的难点就是，是否应该只帮助那些应该得到银行贷款的企业，还是对那些风险很高还尚不太成熟的企业也给予融资帮助呢？我的第一个建议是，希望我们可以将精力投入到项目评估当中，通过数据来调研这些扶持中小企业融资的项目是否真正在帮助有效益的企业。

第二个建议是，政府可以在政策上开展和建立更完善的金融生态，从而促进市场发展。以美国的股票市场为例，每天都会有获得风险投资的企业上市，而且这个过程并不昂贵。这种风险资本家与股票市场共存的生态系统可以很有效地为高成长型公司带来资金和融资。但是当我去法国时，这种生态系统就没有这么完善，比如说法国很少有私募股权基金和创投基金等，而且法国的股票市场也没有美国那么发达。

所以我觉得中国的政策可以倾向于确保这种金融生态的建设和完善，确保风险投资公司可以茁壮成长，股票市场可以有效率的运作，让企业的上市过程不那么昂贵，每个人都有机会接触股票市场等等，这样投资者和企业都能在金融生态中茁壮成长。

Q3: 2017年美国经济学家理查德·塞勒凭借其在行为经济学领域的贡献获得了诺贝尔经济学奖，也让行为经济学进入到更多公众的视野。作为您的主要研究领域之一，能否为我们解答一下行为经济学是用来干什么的？能否通过一些最近发生的具体案例来解析一下行为经济学？

David Sraer: 标准的经济理论依赖于许多深层次的假设定义：比如说效用函数，也就是衡量消费者从消费既定的商品组合中所获得满足的程度；或者理性预期模型，就是人们预测未来结果的时候，帮助我们能够完美地做出最好的预测判断。

行为经济学就是将心理学中的见解应用到了经济学当中，从而优化我们原有的经济模型。行为经济学质疑了经济学中的两大假设定义，第一个就是效用函数。相比于效用函数模型，行为经济学的学者认为替代偏好模型，更适用于人们做决定时的行为模式。

举一个通俗易懂的例子，标准经济学假设，当人们在做一个决定的时候，不管是选择去哪家餐厅或者买哪一只股票，都要考虑其在消费者一生中产生的所有效用或者获得幸福感的价值，以及全部效用或幸福感的升值。它假设人在做每一个决定时都在考虑如何最大化自己的全部效用、幸福感和财富，并考虑如何从消费中获得终生效用。

但是理查德·塞勒，这位获得诺贝尔经济学奖的经济学家，他推出了一个叫作心



理账户的理论,认为在真正的实际生活中,人们不用标准经济学所说的“效用函数”模型去判断他们的效益或者获得的利益,反而他们把每一件事情和决定看作是一个单独的事件,从而有不同的对待方式。塞勒提出,人们对于人生中不同的事情会有不同的心理账户,比如说,去饭店吃饭的花销有一个心理账户,投资理财有另一个心理账户等等。所以在这个方面,行为经济学挑战了原有的标准经济学的假设。

第二,标准经济学的另一大假设就是理性预期,即人们在每一刻都可以对未来将会发生的事情做出最准确的判断和预测。我们在心理学中可以找到很多证据来否定这一假设。

比如人们在预测未来结果的时候经常出错,因为我们经常会依赖一些不可靠的推断方式。我们也看到很多研究表明人们在做决定时存在着很多认知偏差,而且会忽略一些非常重要的信息,夸大一些不重要的信息,从而导致他们做出错误的预测和判断。所以说,人们面对着很多的认知偏差和偏见,不像标准经济学中所说的那么理性。行为经济学就是将这些人类的认知和行为偏差结合应用到经济模型当中。



Q4: 在您的行为金融学研究中, 您提到投资者的不理性和思维惯性导致他们做出错误的判断, 从而使投资回报不能最大化。您对投资人在做出更好的投资决策方面, 有什么建议吗?

David Sraer: 行为金融学就是将行为经济学中的见解运用到金融市场当中, 但更侧重于研究投资人的行为, 研究投资者的认知偏差是如何导致他做出错误的投资决策。有些聪明的投资者当然没有那么不理性, 他们尽力避免着这些认知上的偏差, 可是再聪明的投资者还是会面对金融市场中存在的摩擦和效率低下。

其实即使一个人明知自己的认知偏差, 也很难完全地改变自己的行为。所以如果你是一名小额投资者, 你的交易成本会很高, 那我就推荐你做一名被动的投资者, 相信市场是有效率的, 然后买指数基金就可以, 当然要注意分散风险。

因为行为经济学研究中的投资策略, 在交易成本还很高的时候, 由于各种市场摩擦的存在是很难提高利润率的。我知道这个答案有点沮丧, 因为我们总是希望自己可以击败市场, 获得高于市场平均数的收益, 但是这对于小额投资者来说是不太可能的。

对于专业的金融投资者来说, 行为金融学可以提出几个投资方法: 比如说, 研究哪一些新闻和信息是其他投资者容易忽略的, 然后利用这些新闻去做投资决策; 或者去判断什么时候市场过热、投资过多, 然后在这些时机买卖等等, 但是你要保证有足够大的投资规模。



Q5: 有人说金融科技正在改变金融行业的未来, 您怎么看待这一趋势? 能否就某一项具体的金融科技, 预测一下其在金融领域、商业中将会呈现的应用和发展趋势?

David Sraer: 最近金融界在个人财富管理方面有一项非常重要的创新: 个人理财产品可以做到通过完全自动化的过程, 让小额投资人买到多样化、低成本的多资产类别的个人理财组合。在智能投顾方面, 美国的Wealthfront和Betterment就是两家推出手手机app软件, 运用全自动化的过程投顾的公司鼻祖。

首先，投资者需要花费大约10分钟的时间，填写一份个人风险偏好的调查，然后软件就会挑出10几个低成本的ETF基金。他们的模型遵循着资本资产定价模型，因此所提供的ETF基金都处于这些不同资产类别的有效边际线上，也就是对应着你的风险承受能力最大化你的收益。这个过程又便宜又便捷，所以可想而知，这种个人理财的金融科技一定能迅速改变财富管理行业的现状，带来新的变革。

另一个创新是关于贷款的，企业贷款将从传统的银行转向金融科技企业。为什么？Square，是一家美国的支付系统公司，他们帮助200万家美国商家提供支付终端，因此拥有很多关于商家的实用信息和一手数据，比如说每天的销售订单、销售额等。

此外还有Paypal、亚马逊等都在做同样的事情。他们利用这些商家数据，以比银行还优惠的贷款条件，为这些商家提供贷款。

如果你是一家用Square平台作支付终端的商家，你就可以快速地在平台上申请贷款，10分钟以内，Square会通过算法模型分析店铺的历史销售情况和还贷概率，以全自动化的过程判断企业的贷款申请是否通过。

Square还在合同条款方面进行了创新，商家的还款条件可以基于你每天的销售情况。即每一次交易时，Square就会扣除一部分费用，直接转到需要偿还的利息当中。这样做就将一部分偿还贷款的风险从商家转移到金融机构。如果商家这个月的业绩不好，也不需要直接违约还贷，可以这个月少还一点，下个月再补上。

所以我们可以从这个例子中看到很多贷款方面的创新：一、优化企业更加科学便捷的申请贷款过程；二、这些金融机构相比于传统银行拥有更高质量的数据；三、在企业贷款的合同条款上进行创新，形成了更多从企业到金融机构上的风险分担。这将会彻底推翻传统的企业贷款模式。財菁



上海财经大学 - 加州大学伯克利分校金融硕士

SHANGHAI UNIVERSITY OF FINANCE AND ECONOMICS & UNIVERSITY OF CALIFORNIA-BERKELEY MASTER OF FINANCE



项目特色 / PROGRAM FEATURES

- 【双导师制】学术导师 + 实践导师；实习推荐 + 工作引荐
- 【三地资源】上海财经大学与伯克利名师来青授课
- 【海外游学】海外学习与实践，共享伯克利教育资源

学制证书 / DURATION & CERTIFICATES

- 📅 学制：2.5 年
- 📄 证书：上海财经大学金融硕士研究生毕业证书
上海财经大学金融硕士学位证书
加州大学伯克利分校课程结业证书

报考信息 / APPLICATION INFORMATION



报考资格

国家承认学历的应届本科毕业生 或具有大学本科毕业学历的人员 (无工作年限要求)



录取方式

考生须参加每年 12 月底举行的全国研究生统一入学考试 (初试) 以及由上海财经大学组织的复试



授课地点

上海财经大学
青岛财富管理研究院



培养模式

非全日制

联系电话：0532-88963299 / 0532-88965667
联系地址：上海财经大学青岛财富管理研究院
(青岛市崂山区科大支路 57 号)



上海财经大学 金融学专业高级课程研修（青岛）班

*修满全部学分，并通过考试、论文答辩，可申请获得上海财经大学经济学硕士学位证书



专业特色鲜明

百年财经名校，财经类院校全部排名领先，每期限额招生50人，小班制授课，保证教学质量；授课老师均毕业于上海财经大学的教授、博士生导师，为学员带来最前沿的财经类知识。



一站式教务服务

从入学到课程实践，从国家考试到后期的论文答辩，都有经验丰富的教务支持团队为同学的读研路程保驾护航！



跨专业辅修

学员不仅可以学习本专业的研究生课程，作为上海财经大学的校友，可以申请辅修上海财经大学在青岛开设的其他同等学力申硕课程！

专业概况 Professional Profile

在青岛大力发展新经济、转型国际财富管理中心城市背景下，财富管理和资产管理的发展呈现新趋势，重要性日益凸显，上海财经大学青岛财富管理研究院立足当下、放眼未来，将上海财经大学王牌专业之一金融学专业引进青岛，开办财富管理方向的金融学专业高级课程，主要涉及财富管理、银行管理、公司金融、证券投资和国际金融等各方面知识，以优质教育资源和全球财富视野，为青岛培养本土高端金融专业人才。

1 高端论坛讲座

作为上海财经大学校友，学员可以免费参加金融家俱乐部、青融讲堂等大小论坛活动，近距离感受国内外知名经济学家风采

2 培养模式合理

弹性学制，本地周末授课，模块化学习

3 顶级师资

院长领衔，授课师资均是来自上海财经大学的教授、博士生导师

4 优质校友平台

加入上海财经大学金融学同学联合会、校友俱乐部，在学习之外享受优质校友带来的平台体验



干货图书馆

LIBRARY



知识管理

精进指南





导 读

为什么你听过无数大道理却仍旧过不好这一生？

《好好学习：个人知识管理精进指南》的作者成甲说，是因为你对知识（道理）没有进行有效的管理。在成甲看来，知识管理就是通过对外部信息进行加工，以提高我们改变认知或行动的速度。

知识管理分三个层次，分别是数据、信息和底层规律。而《好好学习：个人知识管理精进指南》这本书更多地讨论了第三个层次——底层规律。

底层规律就是指，那些在生活中各个领域最基础而又起重要作用的规律。也就是说，《好好学习：个人知识管理精进指南》这本书，主要是讲“如何发现和应用底层规律”。成甲给“底层规律”取了一个非常好听的名字——“临界知识”，那些普遍指导我们行动的重要而基本的规律，就是“临界知识”。



一、底层规律真的有那么重要吗？

试问一下：你的孩子不听你管教怎么办？学生不听老师的话怎么办？下级违抗上级怎么办？这些问题，表面上是：不听话，怎么办？但成甲却界定为：如何让自己的意见更有效地影响别人。

一般人们在遇到“不听话”的情况时，

多数会想各种技巧来解决这个问题，这就是成甲说的“很多人一直把时间花在想办法提升‘技术效率’”，但是当看到了本质“如何让自己的意见更有效地影响别人”，则是重视了“认知效率”。

重视“认知效率”，实际上就是重视底层规律。而提高“认知效率”，则会改变我们的行为模式。看到这里，不难发现“当我

们重新界定了问题后，答案就会更清晰。我们会发现，这个问题其实就是西奥迪尼的心理学著作《影响力》探讨的问题。真是太阳底下没有新鲜事。”

底层规律基本上都是最基础、通用，具有普遍指导性或适用性的规律。显然，找到了这样的规律，可以让我们透过现象看本质，起到四两拨千斤的作用。看到这里，

或许你终于懂得了底层规律的重要性，可问题又来了：这样的规律会不会很难找到？究竟应该去哪里学到这样的规律呢？

二、怎样掌握底层规律？

很遗憾，市面上没有专门的底层规律培训班让你速成。即便有，教给你的也一定是“技术效率”，而非“认知效率”。因为“认知效率”无法速成，且需要依靠自我形成。

掌握底层规律，我们需要认识到两点。第一点是，底层知识，藏在数学、物理、生理学等可信度高、适用面广的重要硬学科里；第二点是，底层规律要串联起来使用，才能发挥威力。

详细来解说。第一点，比如房价高这个经济学现象，可以有很多解释：温州炒房团、丈母娘经济、对比国际大城市房价等等，这些解释的立足根基其实并不牢靠。底层规律不用这些“现象原因”来解释问题，而是借助可靠度更高的原理解释。比如供需关

系、不均衡分布等基础知识。

第二点，比如市场营销的问题，其背后往往涉及法律、政治、历史和文化的因素。但是我们所谓的专业，只需要我们学好4P（产品、价格、渠道、促销）和市场细分等概念就可以毕业了。成甲说，这种认识，会极大地阻碍我们学习真正应该学的知识。

值得一提的是，各种表面上看起来“无用”的不相干知识，最后在底层都会联系起来。一旦你理解了这一点，就找到了知识一通百通的突破口。比如，你对历史感兴趣，一定会研究到地理和人类文化，而研究人类文化，就一定会进入心理学和传播学的领域。书中也举了一个例子，是说要在非洲的热带平原上修建一座写字楼，但要求不允许使用空调设备。最终解决方案来自生

态学。一个懂生态学的建筑师联想到了热带地区的白蚁能够常年将蚁穴的温度精确地控制在30摄氏度上下。

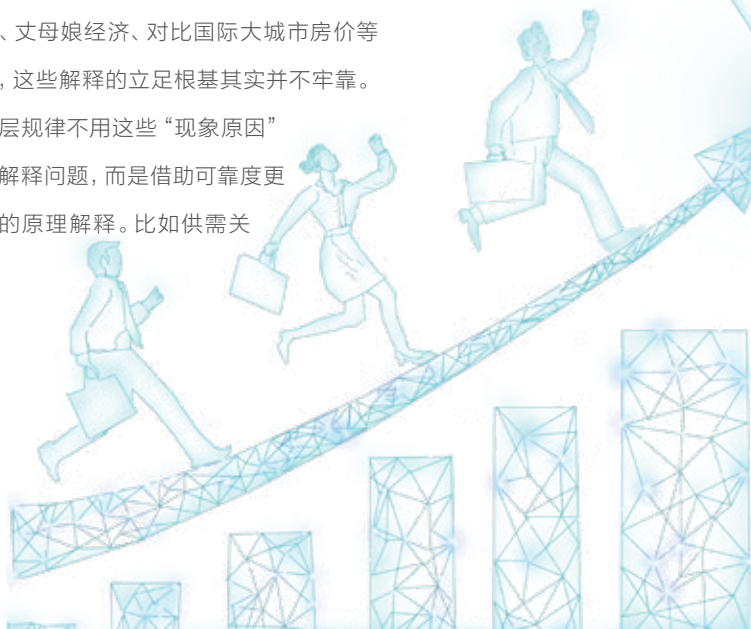
三、两种心态 三个方法： 提升底层规律学习能力

在学习方法之前，首先要有心态。学习临界知识，必须要具备两个心态。

第一个心态是，要有绿灯思维。绿灯思维对应的是红灯思维，也就是当我们感觉到自己的观点、尊严可能会受到挑战的时候，第一反应不是思考对方的挑战和质疑是否合理，而是习惯性地防卫。而绿灯思维是，当我们遇到新观点或不同意见时，会耐心倾听，自我反省，汲取有价值的信息。

想拥有绿灯思维不容易，所以书中也给了一个方法——区分“我”和“我的观点/行为”——我们常常把别人对我们观点的质疑，理解为对我们自己的否定。于是，当有人说我们的项目做得烂时，我们的第一反应往往不是去思考我们的项目是不是真有问题，而是认为对方在针对我、指责我。

第二个心态是，要以慢为快。书中以学骑自行车为例，认为要把精力放在掌握平衡上，反复寻找平衡的感觉，才能学会骑自行车。但是，现在很多人却在追求“两分钟



学会21种踩凳子的技巧”，这也就是上文说到的“技术效率”和“认知效率”的区别。

真正高效的学习，其实是知识融会贯通的结果。有了对重要的、核心知识的深刻理解，才能在运用的时候游刃有余，而这就需要我们以慢为快。成甲以自身的经历来举例说明：他在看一本讲述影视制作和讲故事方法的书时，一个仅300字的“结构图谱”，竟花了五六天的时间——他边看边做笔记。而正是因为“慢”，他打通了很多知识阻塞，比如：下次的演讲可以如何优化节奏？在最短的时间内构思一个震撼人心的故事应该从哪里入手？

拥有了心态，我们紧接着就可以来找方法了。掌握方法之前，也需要重新认识学习的本质。我们的所有决策都是在自己的假设下做出的，学习就是不断调整我们的假设，让我们在正确的假设下做出合理的判断和决策。所以，学习临界知识其实就是用更合理的假设来替代我们过去相对不合理的假设，从而让我们的决策质量更高。

从这个角度看，我们就会发现，学习临界知识最方便的教材，其实就是复盘我们每天的生活：复盘每一天的决策都是在什么样的假设下做出的，又产生了什么样的结果。

因此提升学习能力的第一个方法，就是反思。

反思不同于总结，总结是对结果的好坏进行分析，而反思是对产生结果的原因进行分析。

反思可以帮助我们发现知识的误区。

这很好理解，比如我们日常很多决策是依靠直觉做出来的，而直觉是基于我们平常累积的知识，所以对这些决策进行反思，也就是在反思我们平常积累的知识是否正确、是否有效、是否存在误区。

反思还可以促进已有知识产生新知识。比如，心理学中“损失规避效应”的意思是说，损失比获得的心理感受要高2倍。详细来说就是，捡到100块钱的开心程度，“抵消”不了损失100块钱的沮丧。这个心理学知识，就可以运用到日常生活中。比如淘宝店的送货政策：如果要送货上门，再加运费200元，学习到这个心理学知识，就可以改为，如果自提则优惠200元，顾客显然就更容易接受第二种。这个例子告诉我们，反思一件事的时候，可以通过联想和联结，将生活中其他经历和经验串联起来，重新认识和审视自己的过往经历，这能够将自己分散的生活经验进行重新组织，

从而产生新的知识。

反思还可以督促我们检查学到的新知识是否运用了起来。成甲仍以自己举例说，很多人都读过《高效能人士的七个习惯》，但真正能够做到每天践行的人微乎其微。但是，当他拥有了反思能力后，便开始每天把高效能人士的习惯要求和自我行为进行对比，于是他开始逐步改变、进化和成长。

“人与人之间的差距，不是来自年龄，甚至不是来自经验，而是来自经验总结、反思和升华的能力。”成甲说，持续反思会带来隐形竞争力。

提升学习能力的第二个方法是，以教为学，也就是输出。

因为在教别人的时候，会督促自己发现知识阻塞，进一步打通已有知识；教别人的过程，也是一个强化记忆和认识的过程；教别人的时候，别人提出质疑、疑问和





新想法，也会增强我们的认识。

提升学习能力的第三个方法是，刻意练习。

刻意练习不是说要有目的的练习，而是对心理表征进行训练。什么是心理表征？一个新手下棋，看到的都是车、马、炮，“马走日、象走田”，而一个大师看到的却是棋局走势与可能的策略。这种对同一个问题有不同的认知方式，就是心理表征的差别。

那么，我们应该如何通过刻意练习来提升临界知识呢？一是，抓住问题的本质进行练习。比如，给品牌取名字我们可能会去百度，网页跳出来的结果是“品牌命名的十大方法”，于是我们开始一个个地尝试练习……但这种方法是在提升“技术效率”，而非“认知效率”。那么，究竟该怎么做？实际上，品牌命名的关键是降低传播成本。如果按照这个认识深度再进行训练和尝试，是不是也能基于此，推导出“品牌

命名的20种方法”呢？

二是，大量持续的练习。成甲举了小马宋的例子。当时，小马宋在广告公司工作，他和同事花了半个多月的时间，把德国的一本世界级广告创意杂志10年来的20000个顶尖创意作品全部下载下来。随后，又花了一个月的时间，将这些广告分门别类整理成10个PPT。再将这些创意反复看了三遍以上。他发现，市面上的大部分广告，创意方法都是来自这些经典的创意，无非变变形式而已。如今，小马宋仍旧保持着每天阅读10个以上广告案例的习惯，这个习惯已经持续了6年。

《学习之道》的作者乔西·维茨金说，我们能成为顶尖选手并没有什么秘诀，而是对可能是基本技能的东西有更深刻的理解。

除了上述这些办法外，还有什么办法可以提升临界知识（底层规律）呢？或者说，有没有什么办法可以寻找到我们

自己的临界知识呢？书中建议，可以从自己感兴趣的领域入手，学习这个学科的重要知识。比如，你很喜欢看TED演讲，或者你常常被一些感人的事迹所打动。但是你有没有思考过，很多演讲之所以打动人，是因为背后有规律可循。如果你了解演讲的方法（这就是刚刚说的，如果你对演讲感兴趣，就可以学习这方面的知识，阅读这方面的书籍，从中寻找最重要的原理和知识），那么你在看TED演讲的时候，就会提醒自己：“看，他在用‘坡道’技巧。”——你发现了一个已知的规律在新场合中被应用的案例。

此外，还要找到最重要的知识和原理的原始出处。比如，1万小时天才定律。如果你有心寻找就会知道，这个结论来自心理学家对小提琴手的研究结果。这个发现，会让你对结论的适用范围和可能的局限有清晰的认识。

四、如何应用临界知识(底层规律)?

成甲说，“一切的学习和努力无非三个目标：一是解释问题，二是解决问题，三是预测问题。”如何使用临界知识（底层规律）去解释问题和解决问题，上文已经列举了很多例子。本小节主要来说说预测问题。

1942年，牙买加中部的一个小镇上有一对教师夫妇，他们的女儿乔伊丝通过了初中升高中的考试，但是却没有奖学金。乔伊丝的父亲对她说：“我们已经没有钱了。”但是，乔伊丝的母亲却走出家门，从

中国人的商店里借到了学费。乔伊丝进入高中，最终离开牙买加去英国留学。

可以说，乔伊丝母亲的举动，改变了乔伊丝也改变了这个家族的命运。

改变还未停止。乔伊丝是谁？乔伊丝的儿子就是马尔科姆·格拉德维尔——提出“1万小时天才定律”的作者，他的著作包括《引爆点》《异类》《眨眼之间》等。2005年，格拉德维尔被《时代周刊》评为全球最有影响力100位人物之一。

通过这个故事，我们不难看出，在面对窘境时，不同人会做出不同的选择。我们常常归结为性格差异。但在成甲看来，这种差别更多的是来自对未来的相信程度。

相比较乔伊丝的父亲而言，在是否更果敢地送女儿上学这件事上，母亲似乎比父亲更具有预见性。

哪些行为会阻碍我们的预见性认知？答案是，应激性反应和单因果思考方式。

愚人节那天，男孩提前下班，把自己打扮成鬼怪，想给女友一个惊喜。下午5点，女友下班，刚打开家门，猛然看到一个可怕的血淋淋的怪物在门口。女友失声尖叫，转身跑向马路。由于慌不择路，被一辆疾驰而过的货车撞倒再碾压过去。女友的反应，就是应激性反应。

成甲说，他创业没多久时，公司账户上只够发两个月工资，但这个时候有个送员工出国培训的机会，由于费用高，他的脑海里一直盘旋着和乔伊丝父亲一样的声音：没钱很危险，要安全。

这种思考与决策，受情绪和感受简单左右的过程，就是应激性反应。

而这种对单个事件本身做出反应的

方式，会进一步影响到我们生活中的其他决策，逐步促使我们形成了单因果的思考方式。也就是说，我们在考虑得失时，很容易陷入细节的问题或表象的问题里。举例来说，就是乔伊丝的父亲被表象问题——“存款是否够学费”这个问题限制，从而思考不到上学本身带来的潜在收益。

与应激性反应相对应的是结构性反应。所谓结构性反应，是指我们在做选择时，不仅要根据接触到的现象做出反应，还要思考导致这个现象的系统结构是什么。

比如，一些家庭希望孩子回到家乡工作（留在身边），那么基本可以预见这个家庭的社会地位在未来不会有太大的突破性提升。因为把家庭未来地位的发展情况看作一个系统的话，这个系统的重要组成部分一定包括接触新机会的可能性。而在一个让孩子留在身边的系统结构里，机会因素被极大弱化。所以，可以预见，从长期看这种结构就降低了家庭跨越式发展的可能性。

综上所述，我们应该怎样提高预见性认知呢？成甲给出了公式：对问题的预见性认知=影响问题发展的结构（基础规律，也就是上文一直在说的临界知识、底层规律）+获得具体信息的数量与质量。

书中还特别提醒，我们的重大决策都应该在我们的能力圈中进行——即使那是一个看起来很好的机会。什么是能力圈？能力圈是由你真正擅长并懂得的知识组成的，而且在这些领域里，你要比90%的人都做得好。换句话说就是，你必须让自己配得上自己的欲望。財菁



ICAWM

高级财富管理国际证书

International Certificate in Advanced Wealth Management
上海财经大学—英国特许证券与投资协会（CISI）

ICAWM是高级财富管理国际证书，其英文全称为International Certificate in Advanced Wealth Management。它位于CISI主办的阶梯式财富管理国际资格认证考试的二级，被视为财富管理行业的资深级专业考试。ICAWM可以帮助学习者巩固和深化在财富与投资管理认证课程学习方面所获得的知识与技能，进一步探讨了国际财富管理市场上可获得的资产类型与投资产品的范围，同时结合不同国家的税收征管体系，帮助学习者掌握如何评估客户的财务状况与风险，制定恰当的投资规划建议，并针对客户不断变化的需求和市场环境适时做出调整。

课程特色 | Course Feature

📍 阶梯式学习

📍 理论学习+实践案例

📍 中英双语考试

📍 终身学习平台



课程大纲

Course outline

国际财富管理概况
宏观经济环境分析
金融产品与衍生产品
投资风险和回报
投资组合构建
投资规划与建议
投资征税体系
投资组合表现与评估
投资管理



培养对象

Foster target

银行、证券、保险、
信托、第三方财富管理
机构中高级从业者及管理
人员，家族与企业财
富高级管理人员



课程获益

Course gain

国际职业资格证书

CISI会员

考取ICAWM证书可获得CISI协会的准会员资格及
ACSI会员签名使用权

考取更高等级证书的资格
特许财富管理师（CWM）

报考信息 | Examination info.



报名条件

拥有大学专科及以上学历证书，有至少三年金融相关从业经验



授课时间

周末授课



授课地点

青岛市崂山区科大支路57号崂山党校



授课方式

中文授课



费用

费用包括培训、教材以及考试认证费



联系人：谢老师

联系电话：0532-88963599

联系地址：上海财经大学青岛财富管理研究院



上海财经大学
SHANGHAI UNIVERSITY OF FINANCE AND ECONOMICS

SUFE QINGDAO WEALTH MANAGEMENT INSTITUTE 青岛财富管理研究院



连续6年入选《金融时报》“欧洲最佳商学院”

包揽商学院三大世界权威认证

NEOMA

BUSINESS SCHOOL
EMPOWERING MANAGEMENT

法国诺欧商学院 - 在职工商管理博士DBA项目

中外双导师模式

中英双语（任选）论文及答辩

上海、深圳、青岛、南京四地精英圈层

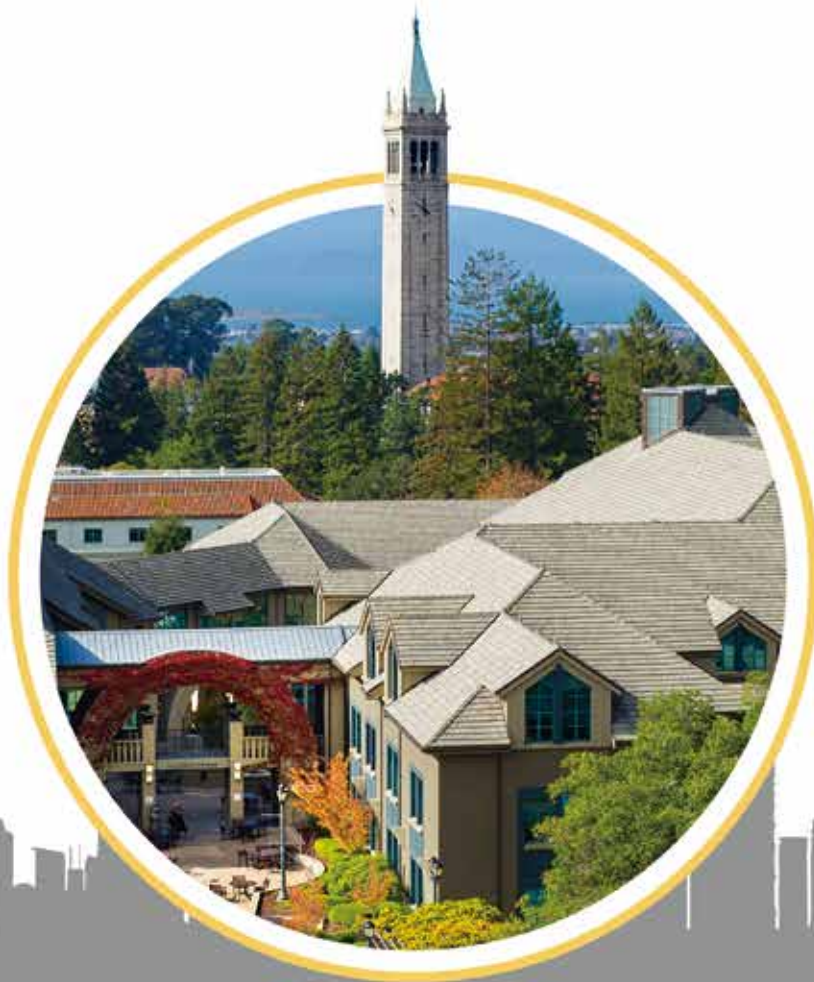


咨询地址：青岛市崂山区科大支路57号（上海财经大学青岛财富管理研究院）
咨询电话：0532-88965166 邮箱：dong.yan@sufe.edu.cn



上海财经大学
Shanghai University of Finance and Economics

University of California
Berkeley
Haas School of Business



金融硕士 SUFE-UCB

上海财经大学-加州大学伯克利分校

SHANGHAI UNIVERSITY OF FINANCE AND ECONOMICS & UNIVERSITY OF
CALIFORNIA-BERKELEY MASTER OF FINANCE

<http://qwmf.shufe.edu.cn/>