

CHANGE

第十八期

2019.04

财菁

财菁
精英

陈淮：
房地产未来仍将稳居支柱产业

李迅雷：把握预期差带来的确定性机会

这轮牛市怎么才能不「踩雷」？

「你好，新时代！」：两会奏新曲，上财献「乐章」

「换一种活法」专访青岛亿联集团总经理李海涛

「金牌董秘」纪东：做企业资本疆域的开拓者





财菁

第十八期

2019.04

指导：上海财经大学 青岛市委教育工委
青岛市地方金融监管局
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
崂山区地方金融监管局	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 | 陈淮：房地产未来仍将稳居支柱产业

10 | 郑秉文：养老金三大支柱改革助力资本市场发展

财经时评·观点 | 16 |

水皮专栏

18 | 奔驰女车主揭开金融服务费黑幕？4S店已经被盯上了！

20 | A股来造势，为什么科创板的使命如此之重？

马光远专栏

22 | 2019年房地产变局之后，该出手时才出手

李迅雷专栏

25 | 把握预期差带来的确定性机会

33 | 房价上涨才是拉动消费的真正动力？



| 行业观察 |—————| 36 |

38 | “降税负、严征管”下企业规避涉税风险及节税的正确姿势

42 | 科创板的设立对市场有何影响?

| 导师思维 |—————| 48 |

50 | 黄凡: 这轮牛市怎么才能不“踩雷”?

55 | 李大霄: 面对“国际牛”, 需注意这八大变化!

| 上财人物志 |—————| 58 |

60 | 换一种活法

——专访青岛亿联集团股份有限公司董事、总经理 李海涛



| 商界 |—————| 66 |

68 | “金牌董秘”纪东: 做企业资本疆域的开拓者

| 上财政能量 |—————| 74 |

76 | 你好, 新时代! ——两会奏新曲, 上财献“乐章”

| 干货图书馆 |—————| 84 |

86 | 慢决策: 如何在极速时代掌握慢思考的力量

财富金家岭 · 声音

VOICE



陈淮： 房地产未来仍将稳居支柱产业

步入2019，宏观经济下行压力犹存，中国的城镇化和城市化成为长期经济增长的重要支撑点。房地产业依旧承担着国民经济增长支柱产业的重任，承担着老百姓住房条件改善、产业结构升级和社会私人财富累积的重任，更承载了人们对美好生活的向往。

回望2018年的楼市，从上半年的“狂热”到下半年的“冰封”，在经历了降价潮以及最近因取消限购出现回暖“小阳春”之后，中国房地产市场将会迎来怎样的日子？日前，著名经济学家、原建设部政策研究中心主任陈淮，应邀做客“金融家俱乐部·青岛金家岭财富管理沙龙”，在“从十九大报告看，如何认识中国房地产”的主题演讲中，陈淮问诊并把脉楼市的本质问题，为投资者提出了最中肯的建议。



陈淮

著名经济学家，中国社会科学院研究生院城乡建设经济系主任，原建设部政策研究中心主任

在演讲开始前的互动问答环节中，陈淮就现场嘉宾关心的房产税出台影响、房价涨跌走向等热点问题进行了解答：

■ **提问一：**陈淮老师，您对“中国必须保持6%以上的GDP增速”这一观点有何看法？

■ **陈淮：**为什么中国必须保持一定规模的GDP增速？因为我们国家是一个巨大的经济体，而且是发展严重不平衡的经济体，如果我们不保持一定的经济扩张速度的话，有四个问题会立刻显现：

第一个问题就是就业。我们已经有过若干次的历史教训，比如1997年的亚洲金融危机过后，下岗问题就成为我们当时研究的主要社会危机，大批国有企业职工被迫离开就业岗位，大批国企停产。虽然近几年兴起的快递与外卖行业解决了数百万人的就业问题，但是也蒙蔽了我们可能存在的低端就业危机，如果经济增速出现



问题，那恐怕不仅仅会反映在低端就业上，包括金融界中的银行、证券业，也包括IT产业的很多精英人士都会面临比较严重的丢失饭碗问题。

第二个是系统性的金融风险。当整体经济增速放缓的时候，资金的流动性就会放缓，一旦发生大规模的资金链断裂，后果必然不堪设想。第三，基础重工业将会面临全行业亏损，尤其是钢铁、石油、石化、煤炭、机械、纺织等行业的传导性非常强。第四，地方政府的财政也会出现问

题，经济增速如果达不到一定的扩张再生产规模的话，越是发达省区的财政将会越困难。同时，保证经济增长可以保证中国对外国资金的投资吸引力，只有保持经济快速增长，才能稳定就业、缓解社会矛盾，减少社会动荡与暴力的产生。

■ **提问二：**陈淮老师，请问您认为房产税出台以后对房价会有何种影响？

■ **陈淮：**房地产税和房价两者之间没有必然联系，房地产税的本质是资产税，它不仅是中国税负体系改革中由间接税向直接税转变的一个重要立足点，还是调动存量资源，进行优化配置的重要手段。

发达国家市场经济完善的税负体系是以直接税为主，直接税向个人征收的税主要有两种，第一个就是收入税，比如我们所缴的个人所得税；第二个就是资产税，还有赠与税和遗产税，也是向自然人征收的，但我们国家目前还没实行。房地产税的第一要义实际上是资产税，房地产税绝对不是大家以为的“打土豪分田地”，其根本目的是实现中国税赋体系从间接税到直接税的转

变，因此房产税一定会征收，只是时间早晚的问题。

■ **提问三：**陈淮老师，国家一直在强调“房子用来住的，不是用来炒的”，可是近两年房价依然在涨，而且涨得非常高，“房住不炒”难道仅仅是在安慰人心吗？

■ **陈淮：**“房子是用来住的”在经济学上的意义是调动存量资源，提高存量资源的利用效率，即让人住到房子里去，把资源充分利用起来。这包括四个方面：第一，加快发展租赁市场，租赁市场是让物、人、资源和需求更有效结合起来的非常重要的组成部分；第二，要有产业支撑；第三是完善基础设施，包括交通条件、上下水、城市配套，也包括社区周边的商业医疗资源的合理配置，我们的发展方向是要让更



房产税一定会征收，只是时间早晚的问题。



多人民群众分享城市化发展的好处；第四，是税负方面的调整和完善。

总体来说，房地产业的核心问题不是房价，是土地供应和货币。房价是国家决定的吗？房价只不过是社会利益矛盾的外在反映而已。人们把穷人和富人的矛盾、政府和市场的矛盾、城和乡之间因为征地拆迁引起的矛盾，以及原有的制度设计与经济发展不相匹配等种种问题，归咎于房地产这个角色。这就如同看一部120集的电视连续剧，把各种各样的矛盾都集中在一个角色的身上体现而已。

随后，在主题演讲中，陈准紧密围绕改革开放以来房地产业的发展路径及其带来的改变等阐述了自己的观点和看法：

房价：社会利益矛盾的外在反映

十余年来，中国的房地产业是在一片讨伐声中发展起来的。人们耳熟能详的，是房地产绑架国民经济、暴利、泡沫、断崖式下跌、鬼城、冰点以及一剑封喉等警告、质疑、忧虑的话语；政策也在年复一年地加码调控。但即使在这样的社会氛围中，中国的房地产业仍然顽强地发展到了今天的规模。

人们通常在舆论引导下普遍关注“房价”和“政策”这两个关键词，把分配失衡导致的贫富矛盾、保障不足引起的政府和市场间矛盾，以及土地财政这种既有制度缺陷归咎于房地产业，实际上，在房地产领域，供和求的形成因素是不同步、不一样的。因此，其内在关联也并不是非黑即白的。

长期以来人们都存在一种误解：政策是无所不能的。其实，在经济学意义上，房价不过是社会多方面利益矛盾综合的外在反映，政策不过是人们的主观选择。其实，相比于政策，我们应当更多地关注规律和国情。因为在任何社会，人的主观认识都具有片面性、局部性，都不可能穷尽客观规律。

许多人对房地产业目前的寒冷抱有悲观态度，但我认为，最近面临的经济形势和挑战，都是短期因素。我们千万不能仅凭中国经济增长的快慢等数据，就剑指房地产并一剑封喉。

因为中国的农民进城、老百姓住房改善等，决定了中国的城镇化、城市化将是一个长期的历史发展过程。比如，孩子考不考得上清华大学，取决于他在长期培养过程中的努力学习、锻炼，而不取决于短期内身体条件变化、生病感冒，同理，我们也不要拿短期的问题来判断中国房地产的长期发展。

目前，我国城镇常住人口已经达到了7.7亿，改革开放初期的1978年是1.7亿，中国城镇人口所占比重已经超过56%。有人认为城镇化已经走过上半场，实际上，中国城镇化上半场还仅仅走在初级阶段，这体现在：我国56%的城镇人口里，有17%到18%涉及到的2.7亿人口是伪城市人口，远未在城市中定居落户下来。从这组数据不难看出，只要我国城镇人口在不断增长，我们就一定需要更多、更好的房子，只要我国城镇常住人口还在增加，我们就需要提供住宅。

此外，我国城市基础设施建设还处在极度危机的时刻，城市所有维持经

济运行和老百姓住行安全的基础设施，都还处在比较原始或者极其落后的不平衡状态；中国城市资产也远远没有和证券化流动性密切结合起来，金融化发展还差得很远。从这个意义上说，中国房地产还没有发展到后半场，这就是目前符合我国国情的客观规律，而凡是顺应了客观规律的行业就会有最强大的竞争力。

未来房地产仍将稳居支柱产业

房地产业之所以重要，是因为它是连接我们克服经济运行的严重挑战和困难，以及我们现代化的长期发展战略之间最重要的节点，

也是推进城镇化、城市化，连接城乡之间最重要的节点。没有哪个国家靠盖房子、建城市成了现代化国家，但是也没有哪一个国家能绕过城镇化的进程达到了现代化。中国现在正处于城市化、城镇化发展的伟大历史进程当中，房地产业仍是这个过程中必不可少的支柱性产业。

为什么说房地产业是未来连接中国短期、中期和长期经济发展最重要的结合点？

首先，相对于其他发达国家，中国的城镇化水平还有很大的发展空间和潜力，未来还会有数以千万的人奔向城市，这些进城的人需要住房，因此住房需求空间非常庞大。

其次，我国购房主力正逐渐从刚

需转向改善需求。换句话说，老百姓的住房需求已经从脱困型向改善型、舒适型转变，住房条件正在成规模地进入改善期，人们对房屋的需求已经不再是最起码的生活起居，而是舒适性、享受性和娱乐性，譬如女性对化妆台的需求，男士对书房和健身区域的需求，以及新兴的影音播放间的需求等。因此，在新型城镇化、住房现代化等趋势的影响下，中国的房地产市场仍有极高的增长空间。

再者，在资产配置中，房子仍是拥有相对高安全边际的资产。其一，房地产行业几乎不存在诸如高科技电子设备面临的技术贬值或无形损耗的问题，它不像全新的笔记本电脑长时间闲置，再出售就会价格大缩



中国房地产还没有发展到后半场，这就是目前符合我国国情的客观规律。



水；其二，在我国经济持续发展、城市化加快推进的背景下，有利于城市固定资产价格的升值；其三，房地产作为一项可配置的资产，其安全边际不同于股票，资产价值不易被产生实质性影响。所以，房地产是安全边际高、能够较好抵御风险的资产，在所有的投资资产中，受技术磨损程度也是最低的。

回望改革开放四十年，中国的房地产业可以明确分为前20年和后20年：前20年，国家鼓励单位自建住房，以缓解住房危机，度过了严重的房荒阶段；后20年，中国进入商品房时代，中国的房地产业开始兴起。从房地产业兴起伊始，就伴随着各项调控政策，房地产业一直处于不断走出困境的过程，因此，房地产这个行业

成为了带动中国经济增长动力中唯一一个投资增速两位数的产业。可以说，房地产改变了中国，它也将支撑中国走过下一轮挑战。

房地产业带来的四大思想转变

中国的房地产业之所以能在波澜诡谲的大环境中具有如此之大的竞争力，是因为这个产业顺应了必然的客观趋势。即便外部环境压力不断加大，房地产业仍在改变着中国，它的逐步发展推动形成了我们今天的四大共识：

第一，房地产业告诉我们，消费不是一种恶。在工业化初期怎样发更多的电、挖更多的煤、炼更多的钢是

提高人均收入，实现社会富裕、国家强盛的关键，彼时人们曾普遍认为，生产是善，消费是恶。

在工业化初中期，这或许是对的，但在工业化中后期，社会经济发展的主要障碍已经从生产领域转移到了消费领域。怎么生产更多的产品已经并不困难，困难的是如何在效率不断提高的条件下把生产出来的产品卖掉，也就是说，让人们消费掉，才是社会避免危机、平稳增长、可持续发展的关键。

房地产业就是为社会普遍的消费结构升级提供物质基础的产业。由农村社区消费方式向城市社区消费方式的转变、城镇居民持续的居住条件以及居住环境改善，是不断推动消费结构升级和扩大内需的物质基础。



房地产是安全边际高、能够较好抵御风险的资产，在所有的投资资产中，受技术磨损程度也是最低的。



要实现十九大报告提出的2035年中国基本实现现代化, 2050年把中国建成现代化强国, 一个核心的长期问题是如何推动消费结构的升级, 实现供和求、生产与消费的平衡。唯此, 才有可能可持续地平衡供给与需求、生产与消费之间的关系, 实现这两个战略目标。

第二, 房地产告诉我们, 追求现世的幸福不是罪恶。在过去很长一段时间内, 人们认为追求眼前利益是恶, 看向长远利益才是善; 追求现世幸福是恶, 献身理想社会才是善。十九大报告提出, 要努力满足人民群众日益增长的对美好生活的需要。这句话道出了真谛, 告诉我们人们开始认同追求现世幸福是一种善。房地产业的发展就是顺应了这个不可遏制的共同追求, 这也是一个客观的必然趋势。不管是年轻人结婚, 还是老年人养老, 都希望拥有更能满足自己生活需求的房子, 这就叫追求现世幸福。

第三, 房地产告诉人们有产不再是恶。曾经, 人们认为无产是善, 有产是恶, 越穷越光荣, 越穷越革命。如今, 不论是为买到房而窃喜的人, 还是为买不起房而抱怨的人, 不论人们是否意识到, 大家都在努力希望早日成为有产一族, 人们在满足最基本的衣食饱暖之后, 就会追求私人财富的累积, 这便是客观规律, 更是必然趋势。



社会十六大报告指出, 要让一切创造社会财富的源泉充分涌流; 十七大报告说, 要创造条件, 让更多人民群众拥有财产性收入; 十九大报告说, 要满足人们对美好生活的向往。十九大涉及经济发展的重心, 是对全面小康之后中国走向现代化的战略部署, 不涉及短期经济运行的政策。因此, 现代化阶段的住房目标是判断房地产业未来长期发展潜力的根本依据, 让老百姓吃好穿好之后还能有点富余, 还得有点资产累积。因此, 有产不再是一种罪恶, 是一种善良, 这种理想的变化, 就叫做对美好生活的向往。

第四, 房地产告诉我们城市不是恶。在过去很长一段时间中, 人们曾认为城市是恶, 农村是善。建设方针要远离大城市, 所以几千万城市知识青年要到农村去改造世界观。今天我们知道, 把中国建设成世界

一流强国, 根本消除城乡二元结构, 让更多人民群众分享经济发展的成果, 积极稳妥地推进城市化、城镇化是必由之路。

中国的城市化和城镇化本质上就是人口向城市的集中, 但是中国的城市化意味着全世界人口最多的经济体, 正在由立足于农耕文明手工劳动的生产方式转变为城市文明、工业文明、机器文明、科技文明的现代化生产体系。

当下中国经济发展的关键, 就是把几亿居住在乡村的人口转变为城市人口, 所以短期和长期的连接点, 就是房地产业和房地产市场。

现在中国一线城市的景观已经可以和伦敦、巴黎、纽约、东京等大城市相媲美, 因此, 对于今天我们要建设的全面现代化强国来说, 其中最大的物质基础就是我们能够更好、更快地建设更加优质的城市。【财富】



中国现代化阶段的住房目标是判断房地产业未来长期发展潜力的根本依据。

郑秉文： 养老金三大支柱改革助力资本市场发展

中国在短短几十年内，从人口红利期进入到老龄化社会，如今老年人口的占比不断升高，形势严峻。在我国的社会转型期，面对人口老龄化趋势加速、养老金缺口持续扩大、区域统筹困难等巨大压力与挑战，如何满足日益增长的养老服务需求，成为当今社会的一大重要课题。

日前，中国社会科学院美国研究所所长、世界社会保障中心主任郑秉文应邀做客财富管理大讲堂，在“从财富管理看养老金改革”的主题演讲中，深度剖析了我国养老金的现状以及如何通过构建顶层设计、加大金融支持力度，从而推进养老金改革。以下为核心内容摘要：



郑秉文

中国社会科学院美国研究所所长、世界社会保障中心主任

我国养老金三大支柱不均衡

一直以来，中国和其他主要发达国家的家庭财富总值和净值构成存在着较大差异。我国从1998年进行房改至今，二十年间的房价几乎涨了20倍，在这样的大背景下，我国家庭财富净值的构成普遍存在一个非常奇特的现象：在中国家庭财富净值中，主要构成来自不动产，个人养老金占比平均不到2%。而美国家庭的个人养老金，占其家庭财富净值的25%左右，其中相当一部分来自于保单。同时，发达国家的保险深度平均已超过12%，保险密度超过3000美元，而2017年我国的保险深度和密度分别只有4.42%和400多美元。



改革开放以来,我国在制度规模上从零起步,建立起了一个世界上最大的社会保障制度,同时,在制度结构上,从单一体制建立起一个多层次的社会保障安全网。

目前,我国养老金有三大支柱:城镇、城乡基本养老保险构成第一支柱,这也是国家制定的基本养老保险制度,但第一支柱的可持续性是当前改革的主要难题。

企业年金、职业年金是第二支柱,被诟病为“富人俱乐部”,其主要问题是参与率太低,公平性存在问题。

第三支柱覆盖保险业和基金业等,包括延税型商业养老保险和养老目标基金,属于新生事物,第三支柱目前存在的主要问题,是能否获得理想的可及性。

1998年,城镇职工基本养老保险的财政补贴仅为24亿元,占当年GDP的0.03%;而2016年补贴则高达6511亿元,占GDP的比重高达0.70%。1998至2016年财政补贴总计高达33114亿元,而2016年底的历年累计结余是38580亿元。也就是说,在全部养老保险基金余额里,绝大部分为财政转移支付的历年沉淀,高达86%。

为什么中国养老保险体系离不开财政补贴,而且补贴规模越来越大?著名的“拉弗曲线”告诉我们,高税率未必能够带来高税收,高到一定程度时就不利于经济发展了,经济不能发展,税收自然就减少,所以税收比例一定要适当。这可以从侧面解释中国社保制度的这个奇特现象,中国社保缴费过高,但却不

能带来制度高收入,进而不能带来高替代率。从现实的角度看,我国的养老金制度绝大部分由国家的制度供给,而来自第二、三支柱的供给则少之又少,甚至第三支柱才刚刚起步。因此,国家供给的第一支柱负担很重,企业的名义缴费率过高。

当前中国养老和医疗保险统账结合的混合型制度陷入困境,缴费率水平总体过高,长期来看并不利于企业发展。再加上,各项社会保险统筹层次始终未能实现预期目标,制度运行质量和财务可持续性受到极大影响,因此尽快实施供给侧改革,降低企业缴费率可谓迫在眉睫,可以说,构建中国特色“多层次混合型”养老保障体系是改革开放后中国社会保障制度的必然选择。



构建中国特色“多层次混合型”养老保障体系是改革开放后中国社会保障制度的必然选择。

新挑战： 中国正进入老龄化社会

截至2018年年底，我国60岁以上人口达到了2.49亿，占总人口比重的17.9%。根据预测，未来20年中国将进入老龄化急速发展阶段，老年人口年均增量将在1000万以上。根据统计局的数据显示，中国2010年到2014年的平均生育率仅为1.2，这意味着每隔一代人，年出生人口将减少36.4%，两代人将减少超过60%。

2016年我国开始实行“全面二孩”，当年有1786万新生儿，到2018年只有1523万新生儿，生育率逐年下降说明放开二胎刺激生育的增长犹如昙花一现，大部分育龄青年甚至都不愿意生一胎，这是“老龄化+少子化”的标志性数据。

如果说前几年这个标志性数据还只是老龄化的话，那么，我国现在是正式进入了“老龄化+少子化”，与很多发达国家出现的“老龄化+少子化”如出一辙，如同最典型的日本、德国和台湾地区等。中国是人

口老龄化速度较快、老年人口规模最大的国家，人口老去，少子化将会深刻影响着—个国家的未来，若是不采取相关措施，我国养老保险制度将面临着比较严峻的可持续风险。

人口老龄化是全球面临的人口问题，为了应对人口老龄化高峰时期养老金的支出需求，不少国家在养老保险缴费体系之外，建立了养老保险储备基金，即主权养老基金。20世纪以来，发达国家的主权养老基金在资本市场上取得了较好的投



资回报，在一定程度上保证了基本养老金制度的可持续发展。

关于养老服务的提供，现在有两种主要方式，一种是以国家提供为主，一种是以市场提供为主。美国就是后一种，美国的养老金制度和养老服务业制度都是多层次的，可以相应地满足多层次的社会需求，国家的负担也不重。但是，如何借鉴需要结合我国的国情，养老服务应充分发挥市场的作用，欧洲式福利在中国是不现实的。我认为，多层次的养老服务业可以用采购的办法，保证贫困人口的医疗、食品以及公共住房等，其余由市场发挥作用，国家给予税收优惠政策支持，只有走上这种模式，才能让整个社会稳定下来，各个群体才能各得其所。

目前各国福利供给的模式几乎没有单一的方式，既有国家供给的，也有市场供给的。两种不同福利供给方式的关键问题在于，在这两个端点之间，有的模式是国家供给多于市场供给，而有的模式则是国家供给少于市场供给。国家层面提供少的社会，多层次养老金制度相对较发达；相反，国家提供多的社会，第一层次相对发达，而第二和第三层次便略落后。国家与市场的不同组合，这正是需要制度选择做出的决定。



新方向： 制度设计和创新必不可少

社会保障改革的中国道路与中国方案离不开科学的制度设计。目前，中国养老金制度正面临美国模式还是欧洲模式的决策问题。该问题涉及到三个因素：第一个因素为中国文化，即个人主义与集体主义精神的存在；第二个因素为中国经历，即新中国苏维埃模式的集中福利供给与1978年后市场化改革的市场供给的较量；第三个因素为中国改革，关键在于国家主义与市场主义的结合，在福利制度方面也大

致是国家主导与个人参与的结合。

如今从制度层面看，第一支柱和第二支柱的覆盖面不够，第三支柱尤为重要。所以，在当前我国的社会保障体制下，保险如何与社保结合是一个非常重要的议题。我国的医保一年有四万多亿，其中财政、社保、个人各占三分之一，商业保险不应该成为社保的竞争者，而是人民社会保障的参与者和重要的补充者。

未来，养老服务业无疑将是“朝阳产业”或者说“新的利润增长点”之一。商业养老保险应发挥“催化剂”和“粘合剂”作用，有效促进



多层次的养老服务业可以用采购的办法，保证贫困人口的医疗、食品以及公共住房等，其余由市场发挥作用，国家给予税收优惠政策支持。

养老服务业的发展。在社会养老保障市场化运作方面，商业养老保险的作用难以替代。

所以，我认为在当前和未来一段时期，商业养老保险在养老保障体系中至少应承担以下三个功能：第一，成为个人和家庭商业养老保障计划的主要承担者，在本质上成为家庭财富净值构成的主要成分；第二，“失独”家庭的政策性商业养老保险应逐渐提升保障水平；第三，建立长期护理保险，应充分体现社会保险的支持和商业保险的政策

突破。

商业养老保险可以为社会各行各业的参与者提供合理的养老保险产品与养老资金保值升值之道，此外，积少成多的商业养老资金可以通过创新运用方式，以多种形式助力国家经济增长与金融协调发展。如今，在多项政策的推动下，养老保险资金规模不断增大，对行业进步和社会经济发展起到的作用越来越显著。所以，商业养老保险要充分发挥养老保险资金特征，从而服务经济增长、服务民生。

新时代： 公募基金应扮演多重角色

九大报告指出，中国特色社会主义进入新时代，我国社会主要矛盾已经转化为人民日益增长的美好生活需要和不平衡不充分的发展之间的矛盾。报告对经济社会各领域做出重大部署，明确了我国社会保障体系的发展方向。

我认为，社会保障体系的“新时代”有三大特征，第一要建设“多层





次”的社保体系；第二要构建资产社会，从历史经验来看，理想的社会应该是“资产社会”；第三要建设“多层次”的资本市场，这也是前两大特征的互动和反哺。

在新时代的社保体系中，公募基金应该扮演多重角色。在“多层次养老保障体系”建设上，公募基金应成为投资的社会基础设施以及资产社会的重要组成部分，以促进经济增长，维持社会稳定。同时，为了更好地建设资本市场，公募基金还要发挥自身优势，成为大类资产配置的主力军。

具体来看，基金业该如何拥抱第三支柱养老金？关于第三支柱个人养老保障的制度设计，我认为应该让基金业和保险业相加共存，形成合力。基金业养老产品和保险业养老产品的“消费群体”应当既分层又混合。我们的思维在转型过程中，正如国内市场需要打破刚兑，其实打破的不仅是刚兑本身，而是思维的固化。

目前基金业涉及的养老产品本质上仍是公募基金，由投资者承担市场风险；而保险业大多数养老产品本质上仍是买断收益预期、无风

险的保险。如何将这两类产品结合到同一账户，让广大民众能在同一个账户中自由配置资产，就需要持续不断的制度设计和创新。

总体来说，“多层次养老保障体系”既是增加人民福祉的必由之路，也是“深化多层次资本市场改革”的不二选择。在“多层次养老保障体系”改革之路上，各方应齐心协力，提高投资收益率，服务多层次养老生态体系。第三支柱的国民福祉正在向我们走来，我相信，在跨越中等收入陷阱的历史进程中，这是中国的一个重要软实力。**财苑**



我们应该让基金业和保险业相加共存，形成合力。基金业养老产品和保险业养老产品的“消费群体”应当既分层又混合。



财经时评 · 观点

OPINION





水皮专栏

奔驰女车主揭开金融服务费黑幕？4S店已经被盯上了！ /18

A股来造势，为什么科创板的使命如此之重？ /20

奔驰女车主揭开金融服务费黑幕？4S店已经被盯上了！

拔出萝卜带出泥！西安奔驰女车主“维权”原来只是质量事件，或者最多就是个售后事件，现在很有可能演变成一场对4S店销售模式拷问的一个危机。

奔驰事件重点转移：收取金融服务费是否合理？

最新的消息是中国银保监会表示高度重视，已要求北京银保监局对梅赛德斯-奔驰汽车金融有限公司是否存在通过经销商违规收取金融服务费等问题开展调查。

大家都知道西安奔驰女车主维权事件，当时女车主提车还未开出4S店，车子就出现了发动机漏油现象，之后的半个月她跟4S店交涉三次，希望退车，但是4S店方面多次出尔反尔，不肯退车，仅仅同意按照“三包”政策更换发动机。

在汽车“三包”的规定里面明确说明，“自销售者开具购车发票之日起60日内或者行驶里程3000公里之内，出现转向系统失效、制动系统失效、车身开裂或燃油泄漏的情况，如果消费者选择更换家用汽车产品或退货，销售者应当负责免费更换或退货”。但是4S店想利用消费者不了解三包的规定，只同意更换发动机。无奈之下，这位女车主才做出了“坐在引擎盖上哭诉”维权的举动。

4S店这个做法肯定是不合理的，所以任何一个人碰到当事人这样境遇的话，要求退车都是可以理解的，也应该被退车。

不过，之后当事人已经不再要求“退不退车”，而是要跟奔驰较真，质问奔驰店为什么收她一万五千块钱金融服务费。因为她当时买车的时候被4S店销售人员忽悠采取了分期付款的方式，在不知情的情况下，被4S店收取1.5万元金融

服务费，并通过微信转入个人账户，且没有开具发票，只有收据。

其实，分期付款实际上是4S店的一种盈利模式，因为它可以通过这种方式来争取中介费用，但关键的是这笔费用进入了销售私人账户，显然不是对公账户的来往。所以大家就质疑：首先，4S店有没有权利收取这笔金融服务费？其次，这笔钱进入了个人账户，那么是不是涉嫌偷税漏税的问题？再者，如果4S店没有权利收取这笔金融服务费，收了这笔钱是不是涉及到违规经营的问题？所以，这件事情影响就大了。

该管管了！银保监会调查奔驰金融服务费

现在不光是陕西的税务在查，北京的银保监会也正式介入，这就涉及到4S店开展分期汽车销售提供所谓金融服务过程中间的一系列问题。说白了，收取汽车金融服务费在汽车行业里就是个“潜规则”。

众所周知，汽车行业的竞争也是非常激烈的，汽车的价格也相对透明，出厂价跟4S店的价格基本上是一致的。理论上讲，经销商的获利空间不大，但是谁都是无利不起早。4S店开在城市中心地带，又

雇这么多人为厂家卖车，它挣什么钱呢？它就要想尽办法挣这种莫名其妙的所谓“中介”费用。

其实金融服务费就是分期付款利率补偿的一部分，因为奔驰金融提供的贷款方案在利息方面要远低于一般银行贷款利息。走奔驰金融贷款的话，3年利息一共4.99%，每年算下来1.66%，远低于银行贷款3年年化4.75%的利率，有的时候奔驰金融还要贴息提供贷款。所以很多4S店经销商也挣不着什么钱，那么经销商挣什么钱？经销商挣的就是类似这种附加费，包括给人家做保险的返点，这几乎是所有4S店里的潜规则。什么是潜规则？潜规则就是不要脸的规则，这是见不得阳光的，这实际上也是目前4S店的一种经营模式。

陕西奔驰事件就把这个潜规则，捅到了社会公众面前，以致于我们的监管部门再也不能装聋作哑，必须认真起来。有句老话叫：世界上怕就怕认真两个字，一旦认真起来，4S店的这种盈利模式，就可能面临着颠覆。

应该讲奔驰这个事件，意义真的是比较重大的，不光是消费者维权意识的提升，更是对汽车市场规则的一个重建。财菁





A 股来造势，为什么科创板的使命如此之重？

A股上涨、管理层救市、市场更加活跃……一切都是序曲。

可以说，2019年春节之后的A股行情重新燃起了投资者做多的热情，A股的成交量从3000亿上升到1万亿左右，指数也从2500点左右的位置回到了3000点之上的中枢位置，相当一部分股票的价格完成了一轮大牛市才具备的涨幅。

在宏观经济下行压力与日俱增的背景下，市场的活跃一定程度上对冲了下行的悲观，而这一切更是为科创板的推出营造了极好的氛围，管理层的救市与机构的自救以及散户的减亏形成了难得的和谐共振，A股的制度性变革时机正在形成，这个变革非

科创板试点的注册制不可造就。

由此可见，意义重大。

科创板的推出不是一个简单的板块扩容，如果它只是上交所和深交所竞争的产物，根本用不着如此兴师动众，以现在的规格主导只能说，其肩负的使命是前所未有的，也是极其沉重的，更是寄托了无尽希望的。

什么希望？国家、民族、社会未来的希望，这个希望就是科技兴国，科技强国。

我们都喜欢说美国的十年牛市，都希望中国A

股也有十年的牛市，更希望投资者能分享中国经济增长的红利，但是很少有人想过美国的十年牛市靠什么涨的？

一方面，美股的数量在减少而上市公司回购的股本更少，从而导致含金量的提升，有了个股内在价值的上涨；另一方面，美股十年上涨的动力正是来自新旧动能转换的成功，著名的FAANG贡献了上涨的74%，而传统的金融行业至今，估值都没有恢复到2008年金融危机之前的峰值。

反过来可以说，如果没有科技股，尤其是纳斯达克的引领，美国或许今天都迈不出危机的泥潭，更谈不上所谓的十年牛市，道指十年前的高点是14198点，现在的高点是26951点，虽然相比之下也有96%的涨幅，但是和纳斯达克相比，纳指2007年的高点是2700点左右，现在的高点则是8133点，涨幅是200%。

亚马逊是美股历史上第一个盘中过万亿美元市值的公司，时间在2018年9月5日，但是历史上A股十年前就有中石油在盘中突破了一万亿美元市值，当时的中石油是48元，亚马逊是86美元，时至今日，中石油是人民币7.8元，亚马逊则是1800美元左右。同理，现在的苹果是200美元左右，当时是12美元，而Facebook则是从当初的38美元涨到现在的168美元，奈飞更是从6.5美元涨到377美元，谷歌同期也上涨了400%。

同样是炒股票，A股炒的是什么？一块猪肉，一块屏，一个东方打天下，一块金钗，一张网，一群券商炒垃圾，这样怎么持久？

5G算不算科技，当然算，但是东方通信有5G吗？没有！股价从3.7元炒到40元，这跟投资有何关系？中信建投从6元炒到31元，市值超过2000亿，



总资产在券商股中排名第10，但是市值却成为第二，利润只有摩根斯坦利的5%，但是估值却达其45%，A股和H股差价是4.5倍。十年前，中信证券的市值也曾高达将近4000亿，印象中甚至超过摩根斯坦利，但是结果又怎样？券商这个行业说到底还是金融中介，难道靠中介救国？

美股和A股处在不同历史阶段，这无法改变，比如美股在收缩股本，A股在IPO扩容，但是发展路径是可借鉴的，也是可以学习的。科创板聚焦硬核科技就是如此，如果这个板块能诞生一两家FAANG，或者BATJ，那么中国经济新旧动能的转换才有希望，资本市场才发挥出了应有的价值发现功能，A股才能改变“牛短熊长”的格局，垃圾股的炒作才会成为历史，就让我们拭目以待，为这个时刻鼓掌。**财菁**



马光远 专栏

2019 年房地产变局之
后，该出手时才出手 /22

2019 年房地产变局之后， 该出手时才出手

2019年大家最需要关注的是房市上的变化。过去两年我们讲房地产市场的稳定是不让这个市场继续暴涨，避免涨得太快导致一系列问题，而进入2019年之后的稳市场、稳预期指的是什么？是绝对不能出现大跌。

2019年1-2月份，全国房地产开发投资12090亿元，同比增长11.6%，增速比2018年全年提高2.1个百分点；商品房销售面积14102万平方米，同比下降3.6%；房地产开发企业到位资金24497亿元，增速比2018年全年回落4.3个百分点。

最近，国家统计局发布了房地产领域的很多数据，除了房地产开发投资增速，创下了最近两年的新高位，剩下的数据都在大幅度下滑。所以如果大家只看到投资增速的话，会以为整个房地产市场仍然像过去那样火爆。

但是如果我们看其他的一些数据，比如销售，从2018年年底到今年1到2月份出现了断崖式下滑。当然参考往年数据，由于受到春节的影响，一、二月房地产的数据都是比较低的。

1月份以来，一线城市的二手房交易市场重新出现了非常火爆的场面，所以大家都在说：这是不是“小阳春”？

3月15日，国家统计局还发布了2019年2月70个大中城市商品房价格指数。数据显示，一、三线城市房价环比均实现微涨；二线城市的新房和二手房价格环比一升一降，总体平稳。

市场整体降温趋缓，这与楼市调控有所放松相关。尤其近期多地房贷利率持续下调，部分城市的楼市出现回暖迹象。3月过半之后，深圳已两度下调房贷利率。

但从全国情况来看，整个房地产的销售市场应该说仍然在快速地降温。一般认为，房地产开发投资的资金增速如果低于5%的话，这意味着整个市场的情绪比较低迷，大家对房地产这个行业不看好。现在，1月至2月的数据掉到了2.1%，说明资金对整个行业的悲观程度是比较大的。

所以，2019年大家一定要注意房市上的变化。过去两年我们讲房地产市场的稳定是不让这个市场继续暴涨，避免涨得太快导致一系列问题，而2019年稳市场、稳预期指的是什么？是绝对不能出现大跌。

这关系到中国房地产市场的几个关键问题：

第一，中国80%的老百姓的钱都在房地产市场里面，这个市场一旦出问题，就会地动山摇，谁都难以交代，所以稳定市场是关键。

第二，房地产跟经济血脉相连，如果房地产市

场不稳的话，中国经济也会出问题。

所以我认为从两个层面可以看出，我们的房地产到了2019年，在大家预期不好的情况下，政策层面一定会告诉大家，我们会稳住这个市场，我们有信心稳住这个市场。房地产市场在悄然变局下，政策其实已经出现了逆转。

对投资者而言，这时进场一定要非常慎重，过去那种抢房的情况已经不存在了。当然，也千万不要做梦说房价会出现大跌，即使市场有这种需要，中国房价也不会出现明显下跌。因为从全局来讲，房地产市场的稳定，关系中国经济的安危，所以我觉得大家应该回归理性，以后看到房价涨涨跌跌都是正常的。

当市场发生变化，我们的逻辑、思维都要转变，房子作为最好的投资品的时代已经过去，现在整个市场的风险更多暴露了出来，那这些风险究竟来自

>>在大家预期不好的情况下，政策层面一定会告诉大家，我们会稳住这个市场，房地产市场在悄然变局下，政策其实已经出现了逆转。



哪里？

首先，五六线城市的房价一定不能大涨。但是我们现在很多开发商都利用政策的窗口，把这些地方的房价炒起来了。最近碧桂园的杨国强还在说：我看好五六线城市的房地产市场，他为什么看好？因为碧桂园在五六线城市拿了很多地，他必须看好。

但是我想告诉大家，五六线城市的房价是没有希望的。

为什么？那里的房子比人还多，这样的情况只有在中国才出现过。一旦房价下跌，这些房子就会变成名副其实的不动产，多少钱也卖不出去。所以我觉得小城市的房子不能投资，这是我们应该秉持的一个原则，不管它怎么涨，我认为都是不正常的。

那么，希望在哪里？

我觉得在中国的很多二、三线城市，因为它们

将会是中国未来城市的发展重心——二、三线城市发展起来以后，构建大的城市群，这是我们城镇化的正确道路。

二、三线城市以后也会成为人口流入的地区，从现在整个二、三线城市的房价来讲，绝大多数还是相对比较合理的，千万不要老认为房价太高，我觉得该出手时还得出手。

相较而言，中国的一线城市、一些热点城市，因为过去几年涨得太猛了，整个市场仍然存在着很大的变数。所以现在来看，2019年我觉得对老百姓来讲，如果只把房产作为投资来考虑的话，一定要慎重，哪怕在北京，买房子都可能会亏，而且这种情况已经出现了。

总体来说，哪个城市未来的发展更有前景，整个房地产的真实需求存在，这个地方就仍然有希望。财菁

>> 绝大多数的二、三线城市的房价还是相对比较合理的，千万不要老认为房价太高，该出手时还得出手。



把握预期差带来的确定性机会

2019年开局, 资本市场非常火爆, 涨幅居于全球之首。但资本市场火爆与经济增速下行形成了一个鲜明对照。我们不要因为股市好, 就认为一切都好, 还是要冷静下来思考一下, 中国宏观经济面临的压力, 因为这种压力是长期存在的。



李迅雷 专栏

把握预期差带来的确定性机会 /25

房价上涨才是拉动消费的真正动力? /33

中国经济: 均值回归下的分化和集聚

今年是建国70周年, 中国经济可分成两段, 一段是前30年, 一段是后40年。中国经济在前30年业绩平平, 起伏很大, 因为不是以经济建设为中心; 正是因为前30年经济增速相对较低, 经济动荡, 所以后面40年才迎来经济高速增长。

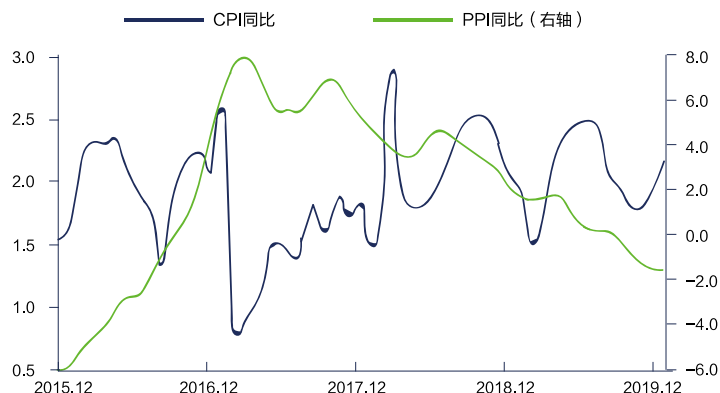
经济的增长受到了种种要素影响, 如总人口平均年龄、资本回报率、技术进步等等, 这些因素的增速最终都会下降或负增长, 导致经济增速回落。全世界各国经济发展都会受到生产要素的制约, 如目前没有一个发达经济体的经济增速在5%以上, 美国去年GDP增速反弹, 也不过2.9%。

对中国来讲, 低于6%都是难以接受的。日本、韩国都是二战之后经济增长迅猛的国家, 而且实现成功转型, 但现在增速依然也都是回落。所以, 我对于当前国内经济增速下行的理解, 是属于经济长周期中的均值回归。

再来讲讲今年经济形势, 预计三驾马车普遍都会出现增速的回落。从出口来讲, 欧美经济增速放缓, 不能说是经济逐渐衰退, 但是放缓是一个趋势, 这会带来外需的不足。国内来讲两驾马车, 一个是投资, 一个是消费。

投资而言, 房地产投资今年估计增幅会下降, 去年是9.5%, 在固定资产投资中是一枝独秀, 今年我估计会降到3%左右。去年的房地产开发投资主要是靠

CPI和PPI同比及预测(%)



来源: WIND, 中泰证券研究所

土地投资, 建筑安装投资是负的, 预计今年建筑安装投资会上升, 但土地购置会下降。在这种情况下, 稳投资更多要依赖于基建投资。

基建投资主要靠政府加杠杆, 经过2017年以来的降杠杆, 政府部门对于逆周期经济政策的操作更加趋于理性成熟, 我的判断是基建投资今年会回升, 大幅度的回升不太会有, 因为地方政府的债务压力还是在加大, 投资的回报率仍在回落, 这是一个总趋势。总体来讲, 预计投资增速与去年基本持平。

但今年消费这驾马车会有回落。虽然消费升级仍是大趋势, 因为居民收入还在增长, 尤其是过去两年, 三四五线城市由于房价大幅上涨, 这些城市的消费占比明显上升, 消费仍在升级, 只是升级速度会下降。

由于三驾马车都不太理想, 经济增速下行的压力就会比较大。经济下行时, 政策肯定逆周期, 而且逆周期政策还会持续进行, 同时逆周期政策有一定的“天时”基础, 比如说今年没有通胀压力, 预计无论是CPI还是PPI都会往下走, PPI可能会为负, 这样工业的通缩压力更大, 这也给货币政策的稳健偏宽松提供依据, 另外人民币的汇率依然能保持稳定,

对于国内货币政策的独立性有利。

2020-2022年都是关键之年。正如不久前一份官方表述: 今年是新中国成立70周年, 2020年是全面建成小康社会收官之年, 2021年是我们党成立100周年, 2022年是党的二十大召开之年, 因此, 今后每年都是重要的时间节点。

可以预见, 今后三到四年, 经济和社会稳定将成为政策制定的出发点, 经济增速下行, 但必须维持在合理的区间内, 故政策需要一定的逆周期性。

我认为, 对策可以分为两方面, 需求对策和供给对策。一方面从需求的角度来进行逆周期的调节, 比如说货币政策和财政政策; 另一方面是从供给的角度推进改革, 推进产业升级和区域合理布局。

就货币政策而言, 尽管一定防止大水漫灌, 因为1月份的信贷和社融数据创新高, 创了历史天量, 但我觉得一定要评估放水量与水位之间的关系, 年初放水较大, 是因为现在水位比较低, 还构成不了“大水漫灌”。

财政政策方面, 大家只看到2万亿的减税降费, 以为力度很大, 我认为其实力度并不算大。因为从广义赤字率看, 今年不如2016年高; 从狭义赤字率看, 我期望应该超过3%, 这样才有力度, 但实际预算只有2.8%。广义赤字率能更准确地反映财政政策的积极度到底怎么样, 我相信未来还是会有空间。

只有改革超预期才能稳预期

我们过去习惯于通过稳增长的方式, 通过发展去解决或缓解问题, 更多地把问题平滑处理了, 对于发展中也解决不了的问题, 始终没有触及及其根源。随着经济增速的放缓, 依靠发展去解决问题的难度越来越大, 唯有深化改革, 才能真正解决问题。所以我认为, 只有改革超预期才能够稳预期, 这一轮资本市场的好转, 更多是反映了各项改革举措正在逐

步推进,有些改革举措应该超过了大家的预期。

我认为,改革的动力和压力来自外部和内部两个方面。外部压力方面,中美贸易纷争目前和解概率很大,但是WTO的改革还是箭在弦上,美国也对WTO屡屡发难。WTO上诉机构作为贸易争端解决机制中必不可少的一环,在贸易争端解决中发挥重要的作用。当前上诉机构仅存3位法官,达到最低限度,对于有利益相关的案件已经无法处理,并且其中2位在2019年12月任期结束,届时如果仍旧没有新的法官继任,上诉机构将处于停摆状态。

这对中国整个外部环境来讲,也需要引起重视。在全球经济增速下行的情况下,更要朝着全球经济一体化、分工合作的一个目标去推进。中国作为对全球经济增长贡献最大的国家,一定会遵守国际标准和国际规则,在环保、食品安全、知识产权保护、出口补贴政策、关税等领域顺应全球经济一体化的大趋势,积极推进改革。

就国内而言,改革的动力和压力来自存在的问题长期不能得到有效解决,单靠货币和财政政策治

标不治本,而且问题越积越大,会倒逼改革,成为改革的压力和动力。

现在制造业的产能过剩、环保、劳动成本过高等问题,都导致民营企业债务压力加大和投资意愿不足。所以,再不取消产业进入限制,民企问题会越来越严峻,最终触及金融安全。

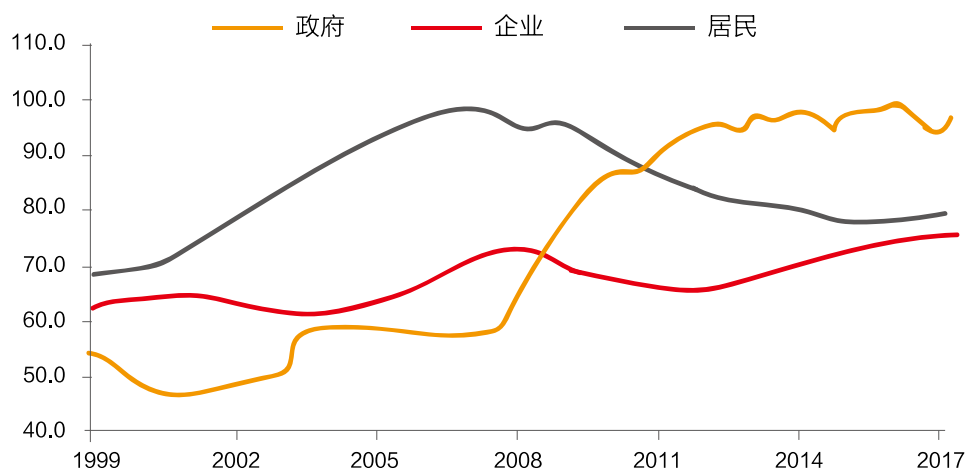
过去三年改革,使得国有企业的日子好过了,过去民营企业本身不成大问题,现在成了大问题,当问题越来越严峻的时候,就要想怎么去改革才会见效。靠减税降费政策肯定是必要的,但还是解决不了根本性的问题,只有从改革最基本的制度出发,实行中性竞争原则,才是根本之策。我们最需要解决的是制度问题,而不是一些政策问题。

今年国家前两个月出台了很多政策文件,其中针对民营企业的文件居多,这说明今年的重心是怎么能够解决民营企业的问题。我认为,民企问题应该与国企改革同步推进,如减费降税可以有效减轻企业负担,增强民企投资意愿。但同时,也可以加快推进国有股权划拨社保的进程。

>>改革的动力和压力来自存在的问题长期不能得到有效解决,单靠货币和财政政策治标不治本,而且问题越积越大,会倒逼改革。



美国各部门杠杆率（%）



来源：WIND, 中泰证券研究所

如企业的社保减费之后，全国社保长期存在巨大的缺口进一步扩大了，靠财政补贴社保，属于拆东墙补西墙，只有扩大国有股权划拨的比重，才能弥补缺口，这样其实是隐含了对国有股权的改革推进。所以，通过盘活国有资产，也有利于推进国企改革。

从长期看，我认为政府加杠杆依然是需要的，应对未富先老问题，没有别的更好办法。而且，中央还有加杠杆的很大空间。中美之间全社会杠杆率水平相差无几，但是中国政府部门所拥有的资产量是巨大的，如国有金融企业、非金融企业的净资产规模在80万亿左右；国内大部分土地是国有的，自然资源也是国有的，故政府资产负债表内的资产应该超过全球任何一个经济体，既然有这么大的资产，负债加杠杆的空间很大。

如果我们将全社会杠杆率进行国际比较，把杠杆率的分母——GDP换成资产，那么我国政府的杠杆率和居民杠杆率水平将大大降低，因为政府的国有资产和居民的房地产资产都是巨大的，所以我们

不要对杠杆率问题有过多的担忧。

从美国杠杆率的结构来看，2007年后居民和企业的杠杆率都是下降的，政府为了振兴经济，在次贷危机后加了杠杆，政府杠杆率从07年底的57.7%提高到13年底的97%。

所以杠杆的结构是可以优化的，企业和居民部门泡沫被刺破，政府在此过程中托底经济。杠杆优化的过程也是金融、经济资源优化配置的过程。而资源优化后，经济也可以更健康增长，杠杆率走平甚至下降。

经济再平衡下的确定性投资机会

2019年经济无大忧，通过需求和供给两端政策扶持和改革推进，经济会实现再平衡，经济再平衡的过程当中要寻找的是确定性投资机会。而年初以来的这种行情，都是一些不确定性的资产价格在大幅度上升，这样短暂的、靠大量的热钱进入A股市场，推升绩差股上涨的现象，不会持久，游资不久后会消退，但入市资金的水平面会上升，投资最终还是

要把握基本面能够支持的资产。

预计今年的货币政策还是会稳健偏宽松，“稳健”与否不是只看货币供应到底增加了多少，还要看目前货币的整体存量是多少，在存量偏低、增量偏大的情形下，不能断言货币政策不稳健了。今年货币政策的目标应该是宽信用，最终使得信用利差缩小，故对于信用债、转债来讲还是有上行的空间。

虽然我们判断短期利率不会往下，但长期来看利率还是存在下行的空间，因为经济增速在下行。当第二产业增速下行、经济维持下行趋势时，对于大宗商品来讲，机会并不大。研究发现，M1-M0增速对大宗商品（南华工业品指数）也有一定的领先性，因为产出水平对商品表现影响比较重要。目前看，M1-M0仍在下行。

最值得关注的大类资产，还是来自权益类市场的结构性机会，结构性机会来自多个方面，第一个方面是新旧动能的转化，虽然新动能比重并不高，但

是增长速度很快。比如2018年信息技术产业的增加值累计增长了30%，与此相关的，像房地产、建筑业、金融，增加值的增长只有3%-4%，所以基本上是10倍的差距。

我们对新经济领域的结构性机会还是要予以重视，像现在讲的5G、边缘计算机、基因检测、氢能等等，这些新的技术、新发明会成为未来经济增长当中的几个亮点。

另外一方面，对于金融供给侧结构性改革给资本市场带来的正面影响，还是要有理解高度。比如要解决此前金融严监管带来的金融抑制，影子银行业务大幅消减，民企融资难问题进一步加剧。

目前表外业务规模还在往下走，预计今后表外业务应该会有所提升，监管在规范中放宽也是一个趋势。这次改革的重点在于调整融资结构，建立全方位、多层次的金融服务体系，提高直接融资比例，利好券商。





过去我们对金融的理解过于片面，认为金融太虚了，是金融加杠杆导致债务的增加。但这些年来，在去杠杆、降债务的过程中又导致了资产缩水。实际上，把资产这一分母做大，即便负债这一分子不变，资产负债率也会下降。

因此，这轮金融供给侧结构性改革，反映了对金融的再定义。过去，去杠杆直接去分子，现在要做大分母，一是靠制度改革，提高企业盈利水平，从而提升估值水平即经济强、金融强。

二是通过降低风险溢价来提升估值水平，即金融稳，经济稳。降低风险溢价也有两个路径，一个是降低流动性溢价，股市繁荣，交易活跃；一个是降低信用溢价，通过改善营商环境、缓解融资难的问题等来实现。

因此，金融活，经济活；金融稳，经济稳。经济兴，金融兴；经济强，金融强。经济是肌体，金融是

血脉，两者共生共荣——这构成了资本市场得以繁荣的理论基础。

此外，大家对科创板一定要有更深的认识，不能简单把上海的科创板当作深圳的创业板。创业板重在创新，就是为创业类公司及投资者提供融资和投资服务的板块，科创板则同时带有推进产业升级、经济转型和资本市场制度改革的使命，即试点注册制。注册制的意义非常重大，实际上是把资本市场过去28年来出现的种种缺陷和问题给予改革、改进和纠偏，这才是科创板的深远意义所在。

过去那么多年来，中国经济增速高于任何一个发达经济体，但为何资本市场在28年中熊长牛短，屡次暂停新股发行？原因就在于资本市场基础性制度不够完善，尤其是入口和出口没有完全按市场化原则去管理，尤其是退市制度不力，导致僵死企业数量不断增加，包袱越来越重。

>>注册制的意义非常重大，实际上把资本市场过去28年来出现的种种缺陷和问题给予改革、改进和纠偏，这才是科创板的深远意义所在。

只有解决好进入和退出的问题，整个资本市场的新陈代谢才会畅通，优胜劣汰才是市场活力。这点来讲，注册制的确意义重大。故我们不能简单认为科创板是给上海的红包，它实际给了整个资本市场一个巨大的红包——推进资本市场改革。

因此，此轮行情与2015年的行情是不一样的，2015年的行情是在大众创业、万众创新背景下，由金融创新带动下的行情，并且在利率市场化改革的大背景下，5次降准，5次降息，最终导致信用大幅扩张，资本市场大水漫灌。2019年这一轮的行情，我觉得是以改革为主线，A股的估值水平处于历史低位，金融杠杆率水平也处于历史低位，货币政策进取而不激进，宽信用是目标，财政政策积极而不狂轰滥炸。

在经历过2015年的金融创新教训之后，或经历过2009年两年4万亿的铁公基大投资之后，我们对过去的经验教训已经有了很深入的反思和总结，不会再重蹈覆辙。我们有过那些惨痛的教训，所以现在不能走老路，这一轮行情处在经济增速下行过程中，经济转型、深化改革是当前及未来应对困难的主要思路。

此外，A股市场目前总体处于估值水平的相对低位，主要驱动逻辑是估值修复和预期差驱动，不容易出现“疯牛”行情。如果按照过去10年ROE的水平分档，对比各档A股与美股的估值，发现无论PE还是PB，A股都明显低于美股。

A股重资产属性的公司偏多，PB可能整体偏低。但就PE来看，A股当前处于盈利周期的低位，而美股处于盈利周期的高位，A股当前的PE还是低于美股，可见估

值优势非常明显。

A股市场长期以来的估值体系较为扭曲，即绩优股的估值水平比较低，绩差股则较高，导致“确定性折价”和“不确定性溢价”。今后，随着机构投资者数量的增加，加上资本市场改革，对信息披露、退市制度的规范，市场的价值投资理念一定会深入人心，和成熟市场的估值体系逐渐接轨，故未来确定性机会更值得去把握。

大类资产里面另外一个就是房地产，房地产行业总体来讲还是会趋弱的，这是由经济周期决定的。如前所述，房价稳定也是保持经济稳定的重要方面，因为中国经济周期实际上就是房地产周期，故政策现在要做的就是平缓房地产周期，使得经济周期更加平滑，在这过程中可以促进资本市场的繁荣，



以减少中国经济对房地产的依赖度，这对中国经济转型是有利的。

今年一二线城市房地产将表现比较好，符合经济结构变化趋势；三四五线城市前期涨幅过大，随着棚改的货币化力度减弱，房价会有回调压力，故三四五线城市的房地产会偏弱一些。对于房产税的担忧，我觉得不必过度炒作，毕竟在稳房价的前提下，要推进房产税的难度较大，迄今没有提出明确的时间表。

我认为，对宏观经济政策的把握，只需要记住两点，第一点是稳中求进，因为中国经济已经成为全球第二大经济体，任何一个经济政策出台，都要考虑对现有的经济影响多大。第二点是底线思维，即不发生系统性风险的底线。去年跌破2500点的时候，我认为已经触及底线了，那个时候，我对股市便开始乐观了，并且多次撰文，提出一个过度超跌的资本市场必然有长期投资价值，因为到了要发生系统性风

险底线的位置，政策肯定会转向，改革肯定会启动。

因此，底线思维和稳中求进，是我们把握宏观经济政策方向和力度的两大要点，包括对资本市场投资机会的把握，也要掌握这两个要点。

今后无论是中国资本市场，还是房地产市场，更多呈现的是结构性机会。未来中国经济将步入到存量经济时代，中国经济新动能、新产业不可能在全国遍地开花，经济份额将更多地向两个区域——长三角和珠三角集中，更具体说，会往浙江和广东这两个省集中，会往北上广深及其他中心城市、大城市集中，产业、技术、人口、金融在集中，各类资源都在集中。

存量经济的特征是此消彼长，今后会看到，一些地区的GDP高增长，另外有些地区的GDP负增长，在这种格局下，投资一定要有结构性思维，更多以此消彼长的观念来把握好区域、产业及资本市场的结构性机会。财菁

>>中国经济新动能、新产业不可能在全国遍地开花，经济份额将更多地向两个区域——长三角和珠三角集中，更具体说，会往浙江和广东这两个省集中。





房价上涨才是拉动消费的真正动力？

国内消费增速趋缓，原因是经济增速下行，导致居民收入增速下降，从而影响到消费。但在消费增速整体下行的同时，也出现了消费区域性结构的变化，如过去两年，部分三四五线城市出现房价大幅上涨，这些城市的消费增速明显上升，但这种上升并不是来自新的经济增长点，而与房价上涨的相关性更大。总体而言，三四五线城市的消费在全国消费中的占比有所上升，相应地，一、二线城市的消费占比在下降。

三个方面看房价与消费之间关系

为何房价上涨会带动消费增速上升呢？我们可以从三个方面去观察。

一是房价上涨会带动商品房销售面积增速加快，使得与商品房相关的商品销售额增速上升，如家电、家具和建筑装潢。2016-17年商品房销售额的

增速显著上升，同时，家电和家具的销售额增速均比2015年要高，且维持在10%以上。到了2018年，由于房价出现了地区间涨跌分化，销售额小幅增长，也使得家电、家具和建筑装潢等消费额增速回落。

二是房价上涨会增加购房者的财产性收入，尤其对拥有多套房的高收入阶层的收入增长有利，国



国家统计局公布的数据显示，2016年以来，国内居民中20%高收入组的可支配收入增速明显上升。

据国家统计局公布数据，2017年占人口20%的高收入组的人均可支配收入达到64934元，增速为9.5%，但全国居民人均可支配收入的中位数增速只有7.3%，农民工收入增速只有6.4%。高收入者收入高增长，使得高端消费增速出现两位数回升，如高档白酒、香烟、豪华乘用车以及其他奢侈品消费等。

例如，2018年汽车销量负增长，1月份乘用车销量同比下降17.7%，但德系、日系、美系车销量仍保持增长势头。

另据贝恩咨询公司估计，2018年中国内地市场的奢侈品销售总额达到230亿欧元，按现行汇率计算同比增长18%，这是2018年国内社会消费品零售总额增速的两倍，国内居民奢侈品消费额要占到全球总额的三分之一。

三是因为居民的消费行为不仅受到当期收入的影响，还会受到居民资产和财富变动的预期影响，因此财富的增值和减值也会影响改变居民消费信心和行为。房价上涨时，财富效应会提高消费信心促使居民增加消费；房价下跌时，居民消费信心不足从而缩

减消费。我们获得的统计数据 displays，房地产价格波动领先消费者信心指数约6个月。

我们利用国家统计局投入产出表进行测算，发现2008年至今我国经济增速中有三分之一左右是由房地产直接或者间接贡献的，可以说房地产市场是影响经济走势的主导力量之一。这一方面说明房地产对我国经济增长的重要性；另一方面，也反映了除房地产之外，其他传统产业大多呈现疲弱走势，对居民收入的贡献都在减弱。

与此同时，新兴产业发展势头虽然不错，但对GDP和居民收入的贡献依然比较小，难以改变近些年来居民收入增速下降的趋势。而且，过去刺激房地产，会使得居民收入差距扩大并出现固化的问题。

如何避免跌入“中等收入陷阱”？

2018年我国居民人均可支配收入增速为8.7%，低于名义GDP增速一个百分点，同时，占人口20%的中等收入组的居民人均可支配收入增速只有3.1%，大大低于全体居民8.7%的增速，更是不足名义GDP9.7%增速的三分之一。

即便把中等偏上、中等和中等偏下三个组的居

>>2008年至今我国经济增速中有三分之一左右是由房地产直接或者间接贡献的，可以说房地产市场是影响经济走势的主导力量之一。

民都加在一起，占全国人口60%的居民人均可支配收入增长也只有4.4%。这是否意味着国内已经出现了“中等收入陷阱”？即国内60%居民的收入增速大幅低于名义GDP增速，从而拖累了消费增长。

通常分析收入差距，都是用相对数，但直接从增速（相对数）来衡量贫富差距是失真的，因为即使增速一致，收入的绝对差额还是会明显拉大的。如从分组间的月均收入差额更能看出贫富差距的拉大。

收入差距不断扩大、中等收入组的收入增速大幅低于GDP增速的问题，对于扩大消费是非常不利的。因为我们居民中，中低及中等偏上收入组才是消费的主力，也就是说，中国的消费要靠60%的人。占20%人口的高收入组，尽管其收入增长较快，只是这些收入有利于储蓄或投资率上升，不利于消费——基于边际消费倾向递减的理论。

因此，我们一定要有清醒的认识：当房价上涨时，由于收入效应、财富效应等因素，房地产会对消费有一定的带动作用，居民债务攀升对消费的抑制作用没有那么明显；但当房价下跌时，房地产泡沫越

大，房价跌幅就越大，居民消费受到的冲击也就越大。当年日本房价泡沫破灭时，消费也大幅下降。

过去10多年来，为了实现稳增长，政策上偏向于逆周期操作，经常打压或刺激房地产市场，尽管刺激政策会带来短期的经济回升和消费旺盛，却同时又会扩大收入差距，并使得这种收入差距扩大、长期化后进一步固化，同时，房地产泡沫也会使得金融风险不断积聚，一旦风险爆发，其负面影响之大难以预估。

对此，我国今后政策重心应该是防控房地产风险，即防止房价大起大落，同时要降低经济对房地产的依赖度，因为从过去10年看，房价对消费的刺激效应是在递减的。

在新经济的比重短期内不可能大幅上升，而人口老龄化问题却越来越严峻的情况下，要想方设法提高居民收入水平和社会保障及福利水平，恐怕只有靠中央政府增加负债，加大对民生领域的投入规模，或加大国有股权无偿划拨给社保比重，缩小社保缺口。财菁

>>我国今后政策重心应该是防控房地产风险，即防止房价大起大落，同时要降低经济对房地产的依赖度，因为从过去10年看，房价对消费的刺激效应是在递减的。







行业观察

OBSERVATION

“降税负、严征管”下 企业规避涉税风险及节税的正确姿势

文 / 张贞生 迟海鸣

一边是自上而下发起的保护、支持民营经济和民营企业家的热潮，减税降费政策不断推出；而另一边是征管体制改革、新个税法修订、金税三期上线运行和CRS的正式实施。2018年，高净值人群陷入旋涡，在“降税负、严征管”形势下，高净值人士如何在追求财富保值增值的同时，有效规避涉税风险，选择正确的节税方式？

节税势也——“故善战者，求之于势”

“唯死亡与税收不可避免。”既然不可避免，则要正确面

对。2018年以来，国内不断推出减税降费各项政策，顶层设计终于意识到：对于弱小的民营经济，承担的税负太高，已成为阻碍市场竞争的重要因素。终于，节税路上，创业者们不再孤独。

从整体来看，本轮减税既有外部压力，也有内部动力，国际国内形势使得减税降负不仅仅是企业和企业家们的事，更是国家的需求。“故善战人之势，如转圆石于千仞之山者，势也”。在环境剧变下，企业和

企业家必须抓住本轮减税大势，合法谋划税收方案，从而借势轻装上阵，将节约的资金用于技术、人才和产品中去。反之，没

有趁势而上者，将不得不承担比之前更高的税收风险。

犹如借新旧动能转换之机实现产业升级换代，促进可持续发展，本轮减税，国家诚意十足，最低5%的企业所得税实际税负率在国际上也相当有竞争力，足以让民营企业度过财务合规带来的税前利润上升的阵痛期。

为保证国家税收体系正常运转，如“高薪养廉”，高待遇必须要和严惩腐败结合



张贞生

山东德衡律师事务所税法业务部主任



使用，“轻税负、严征管”必将成为税收征管“新常态”。新个人所得税法修订后，税务总局接下来必将全力推动征管法修法，对于纳税主体而言，窗口期正是从金税三期上线到征管法全面修订这段时间。如果没有端正节税意识，借势而上，借国家减税降费政策以节税，将来或因税收成本高于同行被淘汰，或因逃税避税被惩戒。总体来说，得不偿失。

节税道也——“君子爱财，取之有道”

节税是一种态度，更是一种技能：经营有道，节税也有道，不多交税不代表不交税，节税应当合规、合法——节税不是逃税和避税，节税不能通过逃税的手段去实现，也应当谨慎运用避税手段。

合法节税是国家鼓励和支持的，减税降费优惠政策的出台就是为了让民营企业

和企业家们合法节税，减少的财政收入会被直接投入到再生产或消费中去，减少了再分配的成本。偷逃税是绝对禁止的，也是得不偿失的，一旦被查实，除了滞纳金、罚款等经济惩戒，还要承担被列入税收违法“黑名单”带来的不利后果，更有甚者要承担刑事责任。避税和逃税的界限本身就模糊，目前的避税手段更多的是运用信息不对称将利润或税收转移到境外去，这同样严重损害了我国的税收主权，一旦被认定为避税，同样要加征利息。

节税以合法性为前提，企业家应谨记：我们适应规则，而非破坏规则。我们都知道增值税专用发票既可以抵扣又可以税前扣除，但不能取得虚开的发票。

节税是选择的艺术：按需要选择靠近或者远离规则。企业必须有选择性的节税，远离高风险事项。节税是一个系统工程，而非断代工程：国家对减税的设置是

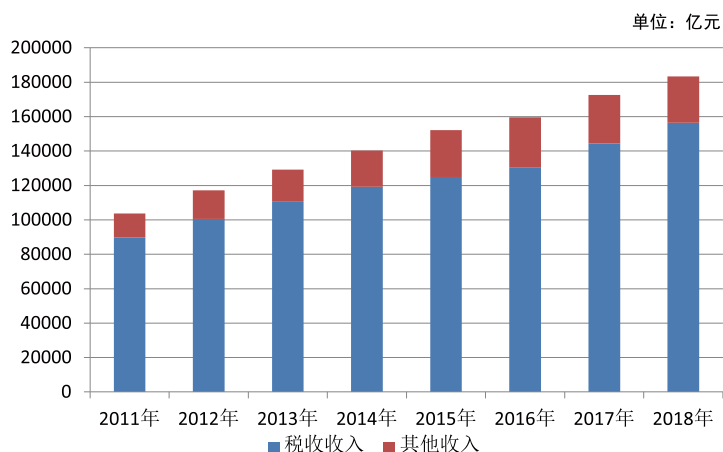
系统的，由小微企业优惠到研发费用加计扣除再到高新技术企业低税率优惠，对创业者而言，节税所得用于扩大生产经营而非个人消费，在把事业做大做强的同时将会获得更多的减税支持。

势所以然不代表必然

我们先来看一组官方数据：根据2018年财政部数据显示，1-12月累计，全国一般公共预算收入183352亿元，同比增长6.2%。其中，中央一般公共预算收入85447亿元，同比增长5.3%；地方一般公共预算本级收入97905亿元，同比增长7%。全国一般公共预算收入中的税收收入156401亿元，同比增长8.3%；非税收入26951亿元，同比下降4.7%。

这样来看是不是很矛盾、很纠结？明明说好减税力度空前的，财政收入（税收收入）怎么还增长这么快呢？

历年财政收入构成



我们再来看一组官方数据：2018年，全国共查处涉嫌虚开增值税发票企业108970户，定性对外、接受虚开增值税专用发票及其他可抵扣凭证582.5万份，涉案税额1108.93亿元。查处涉嫌骗取出口退税企业3545户，挽回税款损失147.87亿元。

以2016年金税三期上线为界，前20年企业和企业家们的税收需求以税收筹划为主，此后20年应当以风险应对为主。

国家运行对税收的依赖度越来越高，减税又势在必行，怎么办？于是耗资千亿，顶着巨大争议的金税三期匆匆上线了，“以票控税”这一曾经被视为落后的征税手段越用越熟练。

每一次经济变革，最先受到波及的一定是民营企业。企业家们懂经营、懂管理，重合同、重诚信，但可能不懂税，更不懂涉税法律风险。所以，创业选择一个好的领域很重要，设置好的股权架构、打通安全

的金融通道、合法节税同样也很重要。

但就目前看，企业和企业家们对税收的态度仍停留在重视税收筹划而忽视涉税法律风险的阶段。甚至很多人会说我合法经营，涉税法律风险离我很遥远。我们再来看一则新闻：

“近日，税务、公安、海关及人民银行通力合作，历时半年，破获一起代号为‘海啸一号’的案件。这是一起涉案企业众多、违法手段隐蔽、涉及地区较多、链条和环节复杂、由职业虚开团伙实施的虚开增值税发票案件。案件共查处企业658户，涉案虚开金额超过500亿元，抓获64名犯罪嫌疑人。”

这么多的虚开发票最终会流向哪里？最终接盘的大都是合法经营的企业，接受这类发票最好的认定结果就是善意取得虚开发票。我国对善意取得虚开发票的处理规定是不得抵扣增值税和企业所得税税前扣除，不罚款不加征滞纳金。所以涉税法律风险像不像高高悬起的达摩克利斯之剑？如果在不经意间突然落下，往往会给



创业者造成毁灭性打击。作为个体，我们每年会对我们的身体进行体检，会定期对我们的车进行保养和检测，同样，作为一个企业家，也应当定期对企业进行财务和税务体检。

关于避税的几个误区

1. 移民避税

许多高净值人士会选择通过移民避税，特别是2018年CRS启动后，移民仿佛成为避税的不二法宝。实际上对国内的大部分高净值人士而言，移民并不能达到避税的目的。

很多人混淆了国籍意义上的居民和税收上的居民的区别，比如你拥有A国国籍，属于A国居民，但你有可能属于B国税收意义上的居民，需要在B国申报纳税。中国税收管辖采取的是和美国一样的来源地管辖，即使你移民到了别的国家，只要你的收入来源于中国，那么很大程度上构成中国税收居民，仍然需要在中国申报纳税。这样不仅达不到通过移民避税的目的，反而失去了全世界最难取得的中国国籍，得不偿失。

2. 关联交易避税

通过境内境外关联方交易进行避税是很多企业常用的避税方式，根据《特别纳税调整实施办法（试行）》（国税发[2009]2号）第三十条规定：实际税负相同的境内关联方之间的交易，只要该交易没有直接或间接导致国家总体税收收入的减少，原则上不做转让定价调查、调整。许多人据此认为，税务机关认可企业利用国内



关联交易避税的合法性。但是我们应该注意到关于此类的规定仅限于2号文，该文件是主管国际税收的国际司主导制定，管辖范围也主要是跨境交易特别纳税调整。

其实《征管法》、《企业所得税法》中都对关联交易有单独的规定，都将关联方之间明显低于市场价格的交易视为不正常的交易，税务机关有权进行调整，并没有区分境内境外交易。并且，从全国范围内来看，虽然各地执行同样的税收政策，税率也相同，但是很多地方有单独的财政返还政策，从这个角度看并不符合实际税负相同的前提条件。抛开这些，单从税款征收

角度来看，各地基层税务机关也不会任由企业利用关联交易将税收转移到关联方所在地。

结语

互联网时代有句疯传的名句——“站在风口上，猪都能飞起来”，对于民营企业 and 企业家而言，现在正处在合规的风口上。国际国内大环境的刺激下，国家给予了民营企业很多的政策支持，企业家如果心中只想着如何去享受这些政策，而不是利用窗口期走上合规之路，那么当达摩克利斯之剑真正落下来的时候，积累的财富也只能成为过眼烟云。财菁

科创板的设立对市场有何影响？

文 / 王河云

2018年11月5日，在首届中国国际进口博览会开幕式上，国家主席习近平宣布：“将在上海证券交易所设立科创板并试点注册制，支持上海国际金融中心和科技创新中心建设，不断完善资本市场基础制度”，吹响了我国资本市场供给侧结构性改革的号角。本文试对科创板设立的意义和其市场影响进行解析。

科创板设立带来的重要突破

毫无疑问，设立科创板是我国资本市场供给侧结构性改革的重要举措。它是一种自上而下的整体

制度设计，体现了注册制与包容性审核上市、市场化发行交易退市（从重审核轻发行转向严审核重发行、从发审会转向市场挑选上市公司）、法治化、急用先行、增量改革与独立运行等总体思路与指导思想。

同时，设立科创板也是深化资本市场改革举措的“牛鼻子”、注册制改革的“实验田”。

其设立旨在进一步健全多层次资本市

场体系，增强资本市场对实体经济的包容性，更好地服务于具有核心技术、行业领先、有良好发展前景和口碑的企业，通过

改革进一步完善支持创新的资本形成机制，以资本给科技定价，解决中国经济的高债务和信用创造机制不畅等问题，从制度上保障科技中小企业的融资效率，为经济转型、新旧动能转换、科技大国崛起提供强大的资本市场基础。

其次，科创板旨在补齐资本市场服务科技创新的短板，是资本市场的增量改革，将在盈利状况、股权结构等方面做出更为妥善的差异化安排，增强对创新企业的包



王河云

国泰君安证券青岛分公司 总经理



容性和适应性。

再次，设立科创板并试点注册制是提升服务科技创新企业能力，增强市场包容性，强化市场功能的一项资本市场重大改革举措。

最后，通过发行、交易、退市、投资者适当性、证券公司资本约束等新制度以及引入中长期资金等配套措施，增量试点、循序渐进，新增资金与试点进展同步匹配，力争在科创板实现投融资平衡、一二级市场平衡、公司的新老股东利益平衡，并促进现有市场形成良好预期。

科创板作为上交所新设立的独立板块，与现行的A股市场相比，还有几大重要突破需要投资者特别注意：一是允许尚未

盈利的公司上市；二是允许不同投票权架构的公司上市；三是允许红筹和VIE架构企业上市。最重要的是，它对科技创新企业具有更高的包容度，将优先支持符合国家战略、拥有关键核心技术、科技创新能力突出和具有较强成长性的企业。

科创板将对市场有何影响？

科创板为中国未来发展的科技创新企业提供了一个新的证券交易板块，它将推动中国证券市场转变，并将对市场产生巨大影响。

在审核机制方面，可以预见的是：在市场化 and 法制化导向的科创板制度体系下，审核不会放松，但可能转变风格，引导

IPO市场从重审核轻发行向严审核重发行转变。从审核规则看，交易所的审核理念主要是信息披露。与当前审核强调对信息披露的“真实性、准确性、完整性”进行审核不同，科创板的审核重点在于信息披露的“充分性、一致性、可理解性”。

在投资者导向方面，主要是从散户为主向机构为主的方向转变。突出表现在以下四点：

第一，投资者门槛设置。《上海证券交易所科创板股票交易特别规定》明确设置了个人投资者门槛：申请权限开通前 20 个交易日证券账户及资金账户内的资产日均不低于人民币 50 万元，并且参与证券交易 24 个月以上。50 万的门槛，还是会拦住至



少一半甚至更多的散户投资者，确保进入市场进行交易的投资者具备一定的资本实力和风险承受力。

第二，网下发行比例大幅提高。科创板新股发行主要是面向机构投资者发行，给散户的比例最多只有公开发行股票20%（公开发行指扣除战略配售的股票，实际给散户的比例会更低）。另外，《科创板股票发行与承销办法》将询价对象设定为专业机构投资者，个人投资者不再被列入询价对象范围。

第三，新股上市价格形成机制的变化。根据《科创板股票交易特别规定》，新股上市前5个交易日不设涨跌幅限制，自第6个交易日起涨跌幅设为20%，有利于新股充分换手尽快形成市场合理价格。

第四，个股做空机制的加入。根据《科创板股票交易特别规定》，科创板股票自上

市首日起即可作为融资融券标的，也可以根据市场需要开展证券公司证券借入业务。这意味着交易所在制度设计上力图改变单边市的交易机制，更加便利个股做空机制。

在投行业务方面，由通道型投行向综合型投行进行转变。一方面对保荐机构提出了新而严的要求，例如要求提交招股书验证稿和工作底稿，对保荐工作和持续督导提出了更高的要求，逼迫投行提高执业质量；另一方面，也给了保荐机构一些新的业务机会。这次科创板在定价这个环节的改变是巨大的。

投行的一个核心能力应该是定价能力，在询价配售制度下，会考验投行能否用合适的价格卖给合适的投资者。科创板取消了直接定价方式，全面采用市场化的询价定价方式，交由市场买卖双方博弈，不再有估值限制，询价是向七大类机构投资者

询价，进行三档报价，打破了23倍市盈率的局限，从而让优秀企业获得更多的募集资金，降低上市后连续涨停的市场炒作可能性，减少一二级市场套利空间。披露有效报价的平均数和中位数，并有条件地进行投资风险警示，有利于中小投资者理性决策。

科创板制度设计亮点

此外，在制度设计方面，科创板还有七个亮点非常突出：

一是减持制度的突破，采用宽严结合的股份减持制度。通过适当延长上市时未盈利企业有关股东的股份锁定期，适当延长核心技术团队的股份锁定期，以保持控制权、技术团队稳定，强化减持信息披露；

二是员工持股参与配售；

三是退市制度更严格，丰富和优化了退市指标体系，创新了市场约束机制（120

日累计不足200万股、20日破面值、市值低于3亿), 触发即退市, 聚焦存在财务欺诈等重大违法行为的公司以及丧失持续经营能力且恢复无望的主业“空心化”公司, 简化了退市环节, 取消暂停、恢复上市安排, 设置了必要的救济安排;

四是红筹、VIE与CDR留下了空间, 采用更包容的公司治理: 充分考虑部分创新企业存在的红筹、VIE架构、投票权差异等特殊的公司治理问题, 允许特殊股权结构企业和红筹企业上市;

五是允许上市公司拆分子公司上市;

六是允许同股不同权的安排, 科创类

企业多以轻资产经营为主, 难以获得商业银行的贷款融资, 而盈利周期又比较长, 融资需求旺盛。因此科创类企业大多以股权融资为主, 在同股同权的制度下, 科创企业创始人或管理层面临股权被稀释的风险, 甚至可能丧失公司经营决策权。科创企业尤其需要采取同股不同权的架构, 在把握企业决策权的前提下获得股权融资。

但由于A股长期不允许同股不同权架构的企业上市, 许多中国的科创类企业不得不选择香港和美国上市融资, 科创板关于同股不同权的上市规则或将改变这一问题;

七是更加开放与便利的股权激励制

度: 股权激励比例由10%提升至20%, 股权激励对象范围增加了承担企业主要管理和研发职责的5%以上股东及其亲属, 放宽激励价格限制等。

总的来说, 科创板注册制规则体系的出台, 充分体现了市场化、法制化的改革方向, 是证券市场改革的重大突破, 也必将对A股市场产生重大而深远的影响。前段时间市场广泛呼吁的改革措施, 大部分都已经有了落实, 短短几个月的工作成果已经相当不容易了。改革的路要一步步走, 重要的是方向正确而坚定, 不求一步到位, 但求永不止步! **财菁**





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

WEI QINGDAO WEBSTER
MANAGEMENT INSTITUTE 青岛财富管理研究院

► 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）

2019年招生

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：这轮牛市怎么才能不“踩雷”？



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

今年以来，国内股市出人意料地呈现出超强之势，代表A股主流的沪深300指数连续8周上涨、累计涨幅超过30%后才有所回调。

阔别了4年之久的牛市确实来了，投行才俊们纷纷为这一轮牛市冠上“复兴牛”、“强国牛”等一系列高大上的名字。然而说到底，这仅是高层为解决经济增速下行、股权质押爆雷、债务频频违约、社会直接融资积弱等一系列难题而发动的一轮牛市而已，因此，有人戏称这一轮的牛市是“爆雷牛”。

对投资人： 把握牛市机会“敢于获利”

初读小标题，一定感觉怪异。为何强调“敢于获利”？难道还有谁笨到连获利都会不敢吗？

其实该句式的原创当属开国领袖，原说法是“勇于牺牲，敢于胜利”。此语录对于有一定年纪的国人是耳熟能详的。

试想，不少股市投资者在过去的多年间“慷慨地”承担“牺牲”的代价，有不少是全程参与了上证指数从2015年5100点到去年底2400余点的下跌的“壮士”，更有许多经历了从2008年以来十多年股市反复低迷折磨的“先驱”，他们的损失不可谓不巨。这不算是“勇于牺牲”么？“勇于牺牲”后终于换来了当今的机会，这就需要“敢于胜利”的精神来好好把握了。

为何要强调“敢于获利”？正因为许多投资者在机会真正来了的时候，基于几年以来形成的对股市的“熊思维”模式，思想上、行动上并不是“敢于获利”的。何为“敢于获利”？

就是“选”好公司（盈利能力强、具备合理成长性、有品牌优势、内部治理稳定），“等”合理价（股价低于或等于应有价值）买入，长期坚“守”（只要价格依然合理就长期持有）。

否则，以过去的传统习惯，遇上难得的牛市到来时非常犹豫、也非常警觉，每日忙

进忙出、追涨杀跌……却不敢长期坚守而获大利、厚利，也就是，下跌周期中全程参与，到了上涨周期中只是参与其中“几小段”获利。打个比方，就是在一场牛市的盛宴中进进出出吃了几小口菜，却最终要为整个盛宴的天价分担账单，显然不值。

当然，“勇于牺牲，敢于胜利”决不等于“鲁莽冲锋，坚决送死”。近期，又到了市场“群魔乱舞”的年代，投资人不问业绩，不管质地，专门找热点跟随，基本上呈现“研究基本面，就输在起跑线”的搏杀与博傻状态。在牛市氛围中，A股的传统活跃板块——绩差股、概念股、次新股、爆雷股出现了以下怪现象：

深知公司价值的大股东，从2019年开年之初就开启了减持模式。Wind数据显示，截至今年3月5日，A股有778家上市公司发布了1330份减持计划。值得注意的是，有61家公司发布的减持计划涉及“清仓式减持”，即股东拟最多出售所有直接持股。

对公司基本一无所知的散户，几周以来却一直砸锅卖铁地买。根据公开的数据，股市持续上涨的二月份的最后一周新增投资者数量达到了31.61万，比前一周的20.66万多出了10万，环比大涨53%。

问题来了，大股东与散户，谁比谁更聪明？答案不是显而易见吗！

一方面，科创板实行IPO注册制，监管





领导强调坚持新股发行常态化并完善退市机制，目标很明确，就是要逐步建立起优胜劣汰的市场机制。而优胜劣汰机制的建立，受打击的恰好是一直以来受国内投资人热捧而成为市场的热点绩差股、概念股、故事股、爆雷股……这些为多数国内投资人所熟悉与青睐的投资标的将来都是最终被淘汰的对象。

另一方面，MSCI宣布，决定将A股大盘股纳入因子由5%提高至20%，5月、8月和11月逐步提升；5月以10%纳入因子加入创业板大盘股；11月以20%纳入因子加入中盘A股、含符合条件的创业板股票。

外资参与比例提升有利于改善A股的土壤。未来一定是估值合理的绩优公司享受溢价，而高估值低业绩的小公司继续折价，而不是现在的低业绩的小公司享受高溢价。

这样一来，A股的市场土壤今后是一定会改变了，投资人如再以过去的方法来种庄稼是会颗粒无收的。

因此，“选好公司”，“等合理价买”，“坚守作长期打算”的价值投资原则才是能让投资人立于不败之地，而且获得长期丰厚回报的投资正道。

不过，“选好公司”需要有极强财务分析的全能慧眼，“等合理价买”要求有不为价格大起大落所动的淡定耐心，“坚守作长期打算”必须具备能坚守信念而“一意孤行”的顽强韧劲。

那么，普通投资人如果不具备上述“慧眼”、“耐心”、以及“韧劲”怎么办？那就老老实实地持有沪深300+中证500指数基金的组合吧。这两个指数的成分公司共800家，代表了上市公司以及我国经济的主流。目前，从市场总体估值的角度看，沪深300

指数对应的平均市盈率仅为12倍左右，处于历史中位数以下，尽管市场已经连续上涨了一段时间，但总体还是位于相对低位。以指数基金组合投资的形式来“做多”我国经济是非常合适的。

大牛市来了，在市场上涨的周期中，根据古今中外的经验，没有多少专业投资人能跑赢主流指数，这次也一定不例外。其实，指数投资法是从国外成熟市场引进的“舶来品”。相关数据显示，在2008年至2013年底的5年时间中，标准普尔500指数涨了128%，而巴菲特所掌舵的伯克希尔·哈撒韦公司在同期内的回报率仅为80%多。这意味着，巴菲特的投资在美国“十年牛市”的前五年的净值增长率远跟不上大盘。

既然绝大多数资深投资者、甚至公认的股神都难以在牛市之中跑赢基准指数，那么作为普通投资者更是应该听信巴菲特老

人家的一句忠告：通过指数型基金参与，是绝大多数投资人有效地分享股市上涨而带来的盈利的不二之法！

对监管者： 推动发行与退市制度变革

优胜劣汰机制是股市长期走牛的基础。我们长期实行IPO审核制，新股的发行量、定价、时间选择等基本要素均由监管者有形之手决定，特色的IPO机制让股票一上市就被高估；而退市制度却长期难以有效运行。因此，A股市场中大部分时间、大部分品种价格都处于远超其公允价值的位置，

估值贵了就只能以价格长期反复下行来回归其应有价值。因此，造就了“熊长牛短”、“散户被割韭菜”的奇特现象。

我们留意到新上任的证监会主席在首次公开亮相中表达了“必须敬畏市场，必须敬畏法治，必须敬畏专业，必须敬畏风险”的监管思路。

他在被问到如何看待股市近期大涨时的回答也非常睿智“股市上涨是市场行为，不好评论。”我认为潜台词就是：将来股市跌了，也是市场行为，不好干预的。

实际上，“完善规则、明确预期、从严监管、严格执法”才是监管的正道。过去的“上下其手”式的监管方式只会令市场无所

适从。

新任证监会主席在积极推动以“IPO注册制”为亮点的“科创板”的同时，也明确表态“保持新股发行常态化，完善退市机制”。

建议在牛市的初期就严格执法打击财务造假与市场操纵，同时完善做空机制，以抑制过度投机行为，在这轮“大牛市”中，传统热点的绩差股、小盘股、爆雷股、概念股、次新股等板块涨势凶猛，大有让2015年“疯牛”重来的态势。而历史经验告诉我们，每一轮疯牛过后都是一地鸡毛。如何把“疯牛”关在笼子里防患于未然，考验着监管者的智慧。



对经营者： 潜心经营好企业才是王道

牛市终于来了，前期陷入“股权质押爆仓”、“商誉减记爆雷”等等窘境的民营老板们终于因股价大涨而“扬眉吐气”了，一时间，减持公告雪片般飞出，合演一出《胜利大逃亡》。

为何出现前期无股不质押、质押就爆雷的窘境？我们不得不提一下过去几年的繁荣景象：大都市的有房者都成为千万富翁，民营企业只要有办法搞上市，就可以在股市泡沫中畅泳，动辄身价百亿，而其中很多企业主盈利能力有限，于是随意质押一点股票，就可以以“生态化反”、“多

元化经营”等种种名义到处“买买买”……这是基于过去十年货币超发、债务膨胀而产生的“非理性繁荣”。

2015年泡沫登峰造极时，有一个段子：近半数上市公司利润不够买京沪深一套豪宅，但卖掉1%的股份就够买几套了！也真说不清楼市和股市哪个泡沫更大！

为充分利用泡沫实现财富的最大化，部分企业家们以“市值管理”为主要目的通过股权质押融资进行盲目扩张、跨界并购。结果在急功近利的心态驱使下，买回来一大堆贵价“不良资产”。一旦潮水退去，就大面积爆雷。买回来的资产不值钱，但欠下的债务依然要还，质押的股份贬值又被迫要追加保证金，转眼间就从“亿万富

翁”变成了“亿万负翁”。如果不是高层协调金融机构支持、组织“纾困基金”解救，到最后发起一场牛市动员人民群众的无穷力量来成功托市的话，许多的企业家就要因“爆仓”而彻底失去自己艰辛创造的企业了。

现在，市场转眼变得火热，但过去三年间因非理性扩张而导致的一片狼藉应该依然记忆犹新，已经翻过车的覆辙，建议就不要重蹈了。建议企业家们还是在自己专长的领域好好经营企业吧，这才是长期为股东创造价值、也是为自己创造价值的利国利民的正道。

总而言之，A股牛市不易，各方且行且珍惜。财菁



李大霄：面对“国际牛”，需注意这八大变化！



李大霄

英大证券研究所所长
上海财经大学青岛财富管理研究院
兼职教授

3月1日，MSCI宣布将A股在MSCI全球基准指数中的纳入因子由5%提高至20%，并通过三个步骤实施，预计有望给A股带来500亿美元的增量资金。

外资正在加速进入A股市场进程，预计全年外资流入A股资金将达到6000亿元，外资持股市值有望超过公募基金，成为A股市场第一大机构。

在A股成功站稳3000点后，牛市形态已经显现，A股投资者也将在自己的主场迎接外资大规模入场。面对“国际牛”行情，国内投资者应当注意八大市场变化。

1、投资者从短期持股转为长期持股

海外投资者参与股票投资，更多关注上市公司质量和长期投资回报，总体投资的规模较大，并不适用于参与频繁的短期波段或题材概念的炒作。

此外，在2018年市场低迷阶段，外资参与A股的投资规模也是持续增长的，并不因为中短期行情波动改变其对A股市场长期发展趋势的判断。随着外资参与A股市场规模的扩大，外资的操作特点也将影响A股其他参与者的操作习惯。

2、理性投资和价值投资成为主流

海外成熟金融市场发展时间较长，机构投资者占比较大，因此，海外投资者偏向于对上市公司基本面做出详细分析之后，再考虑是否参与其相关品种的投资。

海外投资者参与全球其他证券市场的过程中，也贯彻着这种理性投资、价值投资理念。随着A股市场化、规范化、国际化的步伐不断推进，海外投资者的成熟投资理念也将越来越多地影响A股市场的投资者，进而理性投资和价值投资有望成为A股市场主流。

3、对冲策略会大量使用

A股市场的发展仍是一个循序渐进的

过程，投资者对市场的变化也需要一个理解认识的过程，因此，在这一过程中，A股面对的中短期不确定性仍然比较多，而对于长期持股的机构是一种考验。

一般来说，为了保障自身的持股仓位，海外机构会在中短期使用一些衍生金融工具来对冲其持仓的风险敞口。因此，A股市场相关衍生金融产品或有较大发展。

4、投资指数产品成为A股重要发展趋势

2018年，A股市场股票型指数基金规模大幅增长，其中股票型ETF规模增长了

65.4%。显然，2018年入市资金的主力仍来自于机构投资者，而指数型基金则成为重要的投资品种。

当然，上证50和沪深300这类大型市场指数，其成分股的收入和利润合计规模在A股市场中占比较大，反映了中国经济发展的总体趋势。因此，参与A股市场指数产品投资，海外资金有望获取中国经济的成长收益。

5、股票换手率会慢慢降低

随着市场机构投资者规模的快速发展，A股市场较高的股票换手率或将逐步



降低。A股市场换手率显著大于美国、日本等股票市场，机构投资者占比低是换手率偏高的一个因素，部分高净值投资者的激进操作风格也抬高了A股的换手率。

目前，参与A股市场的海外投资者多为机构投资者，其对正股的操作风格将影响A股市场。此外，衍生金融产品交易市场有望获得较快发展，一些高风险偏好的投资者或将从正股投资转移到相关衍生金融产品的博弈当中。

6、A股市值规模快速扩大

目前，上证50和沪深300指数成

分股市值在A股市场的市值比重分别为33.86%和59.33%；这两个市盈率分别为10.19倍和12.33倍，而全部A股市盈率为14.98倍。

从已入市外资投资情况来看，其投资偏好于低估值的板块及低估值板块中的龙头品种。随着大量外资的入市，主要资金预期仍将配置在低估值的绩优蓝筹股上。A股蓝筹股市值有望快速增长，进而能有效带动A股整体市值规模快速增长。

7、蓝筹股获得流动性溢价

目前，A股市场投机炒作风格仍占主

流，因此，市值规模较大的蓝筹股一般是较低的估值水平。而随着外资持续入市，机构大量且长期持有蓝筹股的现象或将出现。那么，业绩优良且对投资者能够有持续回报的蓝筹股将成为A股市场的稀缺品种。物以稀为贵，有限的绩优蓝筹股将获得高于市场平均水平的估值。

8、高估五类股票边缘化必然出现

海外机构投资者投资高估值小盘股、次新股、题材股、垃圾股、伪成长股的案例是比较少的，相关投资规模也极其有限。而随着A股市场股票供应量的不断增长，此类高估值品种的投机空间也在缩小，高估五类股票边缘化必然出现。

这是A股迎来对外资大开放的唯一一次机会，也是A股从封闭走向开放的唯一一次牛市。但在形势一片大好之际，我也观察到，一批“坏人”的动作悄然出现，上市公司的减持借牛市大量产生。也就是说，牛市最危险的，就是一大批的后知后觉者追高买股票。

希望投资者能够牢记2015年的教训，拥抱低估的蓝筹龙头股，一是不要加杠杆，二是不要买高估五类股票，三是不要追得太高，更加不能够追高高估的五类股票。好的行情不能够让空头给吓跑，但钱也不能让“坏蛋”挣了去。财菁





上财人物志

PEOPLE IN SUFE

A portrait of a middle-aged man with short black hair, wearing a dark green polo shirt with a patterned zipper. He is sitting in a wooden chair in an office setting. Behind him is a wooden bookshelf with various items, including a framed group photo and some books. To his right, there are blue filing cabinets and a potted plant.

换一种活法

——专访青岛亿联集团股份有限公司董事、总经理 **李海涛**
上海财经大学2018级企业家金融投资与资本运作课程学员

导语

在资本造英雄的时代，人们听惯了一步登天的故事，反而更愿意把目光投向那些草根出身的企业人。

草根企业人的故事潺潺流动，充满生活的曲折，满足我们对成功的窥探，也惊叹于他们与自己眼界、与生活的肉拳相搏——更重要的是，他们不服输的韧性与对于苦难的回击，总能给我们以感动和一个时代的启迪。

李海涛，就是这样一个草根企业人。而他的草根性，来自深沉的土地：

他在贫穷、落后的农村出生、成长，以全县状元的成绩考入南开大学，2004年北京大学经济学博士毕业；在体制内供职11载，当行至不惑之年，他又毅然走出体制，转身成为青岛亿联集团的总经理，掌管这家企业的全盘商业版图和多维布局——这样的人生履历，让我们还未谋面，就心生敬意，又让我们更想去探知，他有过何种心路际遇，又将为这个世界开拓出一片什么样的未来？

走出那片烟草地

田野与务农，曾在李海涛的命理中留下刻刀一样清楚的痕迹。

1976年，李海涛出生在河南襄城的一个典型农村。在他的成长记忆里，始终有苦辣混杂的烟草味道。

从19世纪初，英美烟草首次在河南省襄城县试种成功以后，河南乡村便开始大面积地种植烟草。从烟草籽的培育开始，这就是一项考验功夫和耐力的苦活，培育小苗、移植大田、捉虫、打烟，再到炕烟、挑捡、卖烟……每年酷暑时节，恰是农忙

时，李海涛经常跟着大人打烟、抱烟。天上的太阳炽热如火，一人多高的烟地密不透风，让烟油和汗滴在身上混合成柏油一样黏稠的液体，流淌到脚下的这片土地上。

在无数个繁忙的日夜里，他以汗水给予泥土滋润；土地，也第一次赋予了他朴实和吃苦耐劳的品格。

足够幸运的是，这日复一日的劳作并非一个彻头彻尾的死循环，读书、上学给他的世界打开了一扇新窗口。

“只有考上大学，才能走出农业社，走出这片烟草地。”这是父母的教导，也是李海涛年少发奋读书的动力。

“为了供两个孩子上学，我的母亲在镇上的街头摆了一个小水果摊，晚上就搭一个小棚子住在街头。风餐露宿，一摆就是八年。甚至有好几个大年夜，我们全家是在街头简易棚里度过的。”李海涛说，为了不辜负父母夜以继日的辛苦与沉重期待，自己始终全力向前冲刺。

而天道从来酬勤，矢志必有回响。

1995年，李海涛以全县文科状元的成绩被南开大学经济学院录取，也创造了襄城二高的传奇——这所学校十多年来还没有一个文科学子能“跃入龙门”。李海涛说，“这是我人生中十分宝贵的一段经历，



是它告诉我任何时候都不能放弃，只要努力，一切皆有可能！”

在这片土地上，他耕耘并收获，终于靠着数年苦读实现了自己的第一个梦想，拿到了通往外面更广阔世界的通行证。

在大学里，他惊奇于知识给他带来的巨大世界，但也很快认识到，他和自己的很多同学并不在同一条起跑线上。“出身城市与乡村的学子之间，差距最大的应当是眼界，或者说对未来的想象力，因为这是一方土地上无法生长出来的东西。”由于父母无法给自己更多指导，所以李海涛只能自己一步步地适应和摸索外面的社会，同时还得为每年的学费和生活费操心。

所以，当李海涛放弃南开大学研究生保送名额时，很多人大跌眼镜。“我想考进

北大”，李海涛有自己的梦想，并愿意为这个梦想孤注一掷。这种外界看来“跟自己较劲”的背后，是李海涛自我追求的觉醒，他开始有意地同过去那个循规蹈矩的自己“决裂”，拒绝被动的安排，遵从内心深处的声音。

最终，他赢了。1999年，李海涛被北大经济学院录取，拿到了硕博连读的机会。但这对他的家庭来说是喜忧参半——每年1万块钱的学费，当时对农村家庭来说简直是一个天文数字。最后，家里东筹西借给李海涛凑齐了第一年的学费。“记得最清楚的是，当时给了我学费之后，家里就没钱再给我生活费了，所以去了学校之后只能找同学借钱，最窘迫的时候连第二天的饭费都没有着落。”

在北大求学的五年长途奔跑中，李海涛做过翻译、当过老师、申请过银行的助学贷款……为完成学业，他使尽浑身解数，而助学贷款，直到李海涛毕业工作后才全部还清。求学路上的艰辛，在历经时光的沉淀后，对李海涛来说已滤去了苦涩，只留下珍贵的回忆。

“换一种活法”

一直以来，许多家长望子成龙的目标就是“吃上公家饭”，这才算“有出息”。这也是李海涛父母的期望。

所以，2004年北大博士毕业后，当李海涛背负着沉重的期待，被推到择业的十字路口时，他除了成为一名公务员，并没有

其他选择。

因为喜欢青岛这座城市，他来到青岛，成为选调生的一员。在接下来的数个年头里，这个带点青涩书生气的年轻人，跌跌撞撞、摸爬滚打，从胶南市委办公室开始，先后担任了共青团胶南市委的副书记、书记，后调任胶南市黄山经济区管委主任、书记。

基层工作千头万绪，从基层党建、村镇建设，到安全生产、招商引资，再到计划生育，可以说“上边千条线，下边一根针”。特别是在面对矛盾的时候要做好群众的工作，更是对基层领导干部的巨大考验。

顶着重重困难，李海涛经历了3年的淬炼，期间不但有常年住在乡镇、风里来雨里去的默默付出，严寒冬季连续两天两夜扑守山火的惊心时刻，还有面对超生、

违法建设、安全事故等复杂问题的艰难处境。李海涛说，“基层工作培养了我解决问题的能力，虽然经常面对着各种各样的困难，但办法总比困难多。”

2013年9月，李海涛被省委组织部派到中国证监会挂职，任上市部主任助理，同时，地方实职调整为黄岛区金融办主任。在北京富凯大厦的办公室里，俯瞰中国这条繁华的金融街，他终于有机会静静地坐下来，暂停了陀螺般的运转，开始重新复盘自己的人生：

在自己的前半生中，他一直活在别人的期望里，“像背负一个沉重的十字架”。如今，李海涛想换一种活法，真正听从自己内心的声音。这意味着他必须要卸下一些负担，才能去追求另一种完全不同的人生。

《西江月·离京》

昨夜京华梦浅，今朝骏马声急。身未近乡情已怯，千里恍若隔世。

曾求水月镜花，终归寒暑交替。云何四十人不惑，要问初心期许。

（注释：2014年李海涛离京返青所作）



2015年5月12日，李海涛正式辞去公职。

这个接近四十不惑的男人，选择了重新出发，由于为青岛亿联集团董事长刘强的胸怀和诚意打动，他放弃了去大学任教的机会，加入了亿联集团，担任公司总经理一职。“所有的安排，都是最好的安排”，对过去的经历，李海涛满怀感恩。

亿联新天地

青岛亿联集团前身是胶南一建，成立于1975年，是一家有着悠久历史传承的本土民营企业。

早在2013年，当李海涛在北京苦苦思考未来之时，亿联集团就坚定地开启了转型之路，进行“二次创业”，而李海涛的加入恰逢其时。

当然，困难、挑战也是巨大的。其中一个挑战是在多元化布局中找准战略方向、发力点和节奏；另一个挑战是在新老融合中传承文化、打造团队。李海涛认识到，战略方向是第一位的，“如果方向错了，那就是最大的风险。这就必须认清形势，顺势而为。”

“事实上，多而不强、强而不长的现象在中国企业普遍存在。”在意识到这个问题后，李海涛反复告诫团队：慢就是快，

少就是多，多元化不是随意发展、四处开花，而是主次分明、价值整合、优势互补。

“做强百年企业”一直是亿联集团的愿景。那么，如何才能既做强又做长？在长期对这个命题的思考中，李海涛找到了自己的答案，他说，“要做强，就得锤炼自己的核心竞争力；要做长，就得形成优秀的企业文化基因。真正、持久的核心竞争力是洞察变化、应对变化的能力，这就是企业文化。”

文化也是新人、老人融合的关键，团队打造的关键。亿联的文化基因是“家文化”——责任、利他，是其最重要的标签。讲“家规”，也讲“情义”，“不抛弃、也不





放弃”，这种有温度的企业文化，正日渐成为亿联集团吸引人才的一大法宝。

“正是家文化的强大基因，让亿联这棵大树枝繁叶茂，40余载依然生机勃勃。”李海涛说，“为了更好地传承文化、打造团队，我们大力推动‘亿联大学’的建设，近年来每年甚至拿出数百万培训费，打造亿联的黄埔军校。”此外，李海涛还特别注重在急难险重的任务中锤炼团队，“通过打硬仗，让团队拧成一股绳”。

“没有问题就没有发展，要在发展中解决问题”，在李海涛的辩证法下，亿联一路披荆斩棘、攻坚克难，发展的脚步从未停歇：亿联建设2017年、2018年连续拿下市政总承包一级和房建总承包特级资质，业务规模突破30亿大关；亿联置业携手行业翘楚，乘势而上；亿联科技作为新

三板“最具成长价值企业”，在智慧园区建设和基于物联网的智慧化服务业务领域走在全国前列；中纺亿联旗下的东方时尚中心项目，获评“山东省重点项目”和工信部“全国纺织服装创意设计试点园区（平台）”，成为时尚新地标和设计师孵化基地；亿联生物扬帆起航，梅花鹿智慧养生小镇呼之欲出……

如今，亿联集团已形成建筑施工、地产开发、智慧科技、时尚创意、生物健康五大业务板块，员工近千人。

如果说，要找到一条线索把亿联集团的商业版图、底层逻辑等串联起来，那就是亿联集团的企业使命“根植民生、安居乐业”。“我们要做绿色、时尚、智慧、健康生活方式的引领者，美好生活的建设者”，李海涛如是说。

看得出来，虽然累，但李海涛更喜欢现在的自己。

在电影《无问西东》的开头，提出了这样一个假设性的命题：当你提前知道了自己的人生，你是否还有勇气前来？李海涛说，自己仍会愿意选择从一个低起点出发，一步步走向外面的世界，拿出勇气，徒手攀上这一座座山峰，活法虽然有很多种，但只有这样才让他感觉真切、踏实地活过一回。

可以肯定的是，无论是那个北大未名湖畔求学的学子、扎根乡镇的基层干部，还是投身于新时代机遇的企业新兵，李海涛的双脚始终没有离开那块广袤的、苦辣混杂的土地，也没忘记土地赠与他的厚重与淳朴。因此，无论选择哪一种活法，对李海涛而言，时间都将是玫瑰——下面是刺，却能绽放出铿锵的美。**财菁**



商界

BUSINESS

“金牌董秘”纪东：做企业资本疆域的开拓者

题 记

资本市场上，金戈铁马、刀光剑影，但见他举重若轻，谈笑间，一切水到渠成。作为资本市场的发言人，他是紧密连接上市公司与市场、投资者之间的纽带与桥梁，光环与辛劳同在，使命与压力并存，有“顶天”的才能，更有“立地”的精神。

在海尔任职十余年间，凭借着他的两次配股运作、一次增发，为海尔募集了近25亿元资金，并大刀阔斧地运作了股权分置改革；后又为软控股份逆势融资，运作康普顿IPO项目，使康普顿成为润滑油行业首家A股主板上市公司……

他就是青岛康普顿科技股份有限公司董事、副总经理、董秘，也是山东省第一位进入金牌董秘名人堂的董事会秘书，纪东。



初出茅庐 十年峥嵘 琢磨一剑

1991年，纪东迈出了江西财经大学的大门，怀着忐忑与向往走进了当初还是青岛电冰箱总厂的海尔，掀开了作为财务人崭露头角的一页。

1992年2月，邓小平发表南巡讲话，大力支持高科技企业发展，开启了改革开放的新篇章，海尔抓住机遇，在青岛东部高科技开发区征地，海尔工业园顺势拔地而起。面对八百亩园区的水电气建设，从整个工业园的能源设施建设协调，到园区的各类财务拨款问题处理，五年海尔工业园筹建办的工作经历，磨砺了纪东对内对外强大的沟通



能力和学习能力，这也对他后来走上“金牌董秘”的道路产生了深远的影响。

凭借出色的业务能力和潜质，纪东很快便从海尔股份代任董秘。1999年，伴随着轰鸣的神舟一号飞船升天，中国发展进入了快车道。十五届四中全会提出将国企改革提到战略高度，将资本市场定为助力国企脱困的重要手段，国务院层面批示推动证券市场发展，在取消一系列限制消费的政策等多种因素作用下，国内贸易稳中趋活。证监会开始进行上市公司增发新股的试点，进一步推进发行机制市场化的改革。

纪东敏锐地嗅到了这一政策背后的巨

大机遇。二十世纪末是国内空调市场的快速发展阶段，需求量逐年递增，年均增长速度达到了惊人的41%，这也是海尔集团内盈利能力最强的资产。由此，纪东率先提出把海尔拥有的空调资产注入到上市公司中去，这不仅能丰富上市公司产品线，海尔集团还可以通过资产证券化募集部分资金，可谓一举两得。

最终，纪东运作的股票增发募集了近18亿元的巨额资金，为海尔在家电行业做大做强提供了强有力的保障。凭此，海尔集团也开始向金融领域拓展，先后投资了长江证券、青岛银行，并成立海尔纽约人寿，为今日的商业版图打下了坚实的金融

基础。

彼时，同一上市公司股份分为流通股和非流通股的股权分置状况，为中国内地证券场所独有，也带来了诸多弊端。2005年中国证监会发布《上市公司股权分置改革管理办法》，我国的股权分置改革正式进入全面铺开阶段，所有人都明白，这把悬在上方的“达摩克利斯之剑”，只有真正落下才能化剑为犁。但是，由于毫无历史经验可循，部分公司的股改方案都陆续被投票否决。

与此同时，海尔股份流通股股东对高对价也提出了比较高的要求。在各方博弈中，纪东很快便意识到，要想实现股权分

置改革后的双赢，关键是要平衡好流通股股东和非流通股股东的预期，拿出满足各方利益的方案。

因此，在比较琢磨各种方案，奔走拜访了许多机构和研究员之后，纪东提出了认沽权证的预案。他顶着巨大的压力与各股东沟通，最终纪东的股改方案得到了公司法人股东及流通股股东的高度认可，并以高票通过。

时间拾级而上，也给出了我们答案。纪东提出的认沽权证方案使海尔集团只拿出了10%的股份支付对价换取了流通权，比当时平均28%的支付对价整整节省了18%，这看似抽象的百分比数字，在当时折价近60亿元。

十载峥嵘岁月匆匆而逝，留下了一步步坚实的脚印，纪东与海尔共同走过了“由小到大，由大到强”的光辉历程，也见证了海尔凭借金融和资本的力量，从一个资不抵债的小企业逐步成为如今知名的“世界500强”上市公司。斡旋于资本市场，纪东将自己的专业能力与资源整合价值发挥到了极致，不仅为公司也为自己的人生添上了浓墨重彩的一笔。

再踏征程 职责所在 势在必行

《论语》有言：“仁者不忧，智者不惑，勇者不惧。”纪东欣赏仁者，崇敬智者，而他无疑是一个勇者。

2008年，金融危机呼啸而来，全球股市遭遇重创，金融市场急剧恶化。纪东剑走偏锋，加入了软控股份有限公司。



彼时，软控在青岛胶州买下了200亩土地，规划建设软控工业园。纪东顶着数亿元的融资压力迎难而上——“没有危机，就没有转机”，最终他力挽狂澜为软控融资5.8亿元，裹挟资本之势四两拨千斤，确保了软控胶州工业园顺利投资建设。

战舰从来不是为了停靠在港湾里而锻造，有些人的征途注定属于汪洋大海。2011年，一家国内专业的润滑油和汽车养护用品生产商及服务商——康普顿向纪东抛出了橄榄枝。

在润滑油这个细分市场，能生存下来尚属不易，想要做成行业领军品牌，与国外一线品牌比肩，更加离不开资本市场的助力。作为上市公司资本运作、资产运营的

重要操作者之一，董秘是实现资本创新、产业谋变、行业突围的关键。当接过康普顿IPO这杆大旗，纪东深知自己肩负的不仅是重任，更是势在必行的使命。

其后，随着汽车销售行业逐渐走入下半场，以及突如其来的股灾带来的资本“冰封”，都给康普顿的上市带来了前所未有的挑战。“我不能只是尽力而为，必须全力以赴”，纪东带领着手下的精兵强将，经历了激烈的市场竞争考验，最终通过了证监会对拟上市企业异常严格的财务核查。功夫不负有心人，2016年4月6日，康普顿在上海上交所成功上市。

这是上交所主板市场上，第一只润滑油行业股票，无疑为康普顿未来的快速发展及战略蓝图的实现注入了强大的助推

力。此时此刻，金牌董秘对于纪东而言已不再是一个充满光环的头衔，更是使命感与实力的光荣佐证。

未来已来 聚力蓄能 路在前方

未来已不再是以不变应万变的时代。在监管日渐收紧趋严下，纪东说，一位合格的董秘应该“尊重市场、敬畏市场、利用市场”，坚持规范运作的同时对资本市场具有深刻的认识和敏锐的感知，以专业的运作能力维护上市公司利益和投资者的根本权益。“每当完成一项重大资本运作，帮助公司站上一个更高的台阶，都是对自我价值的最好认可。但这绝不是终点，而是下一个起点。”

雄关漫道真如铁，而今迈步从头越。如今，上市公司急速增长的投资并购和再融

资需求，让此前主要着力于信息披露、投资者信息管理 etc 日常事务的董秘成为大多数上市公司资本运作的推动者。伴随工作职能的转换，董秘职群特征也发生了相应变化。纪东的工作重心也随之逐渐从资本市场的执行角度转变到参与重大的决策当中，这意味着，“身兼数职”的纪东不仅要深谙资本运作，同时还要深度参与企业管理，做出重大决策。

“无论是企业的战略目标规划、产品定位，还是服务支持、销售策略等诸多方面，我都要全程参与把关。”纪东表示，工作职能的转变必然要求着更广阔的学习与提升空间，正是这份对持续“充电”的自律，让纪东成为了“上财企业家创新管理项目”的一名学员。

“互联网时代，好的口碑才能培厚企业生存的土壤。”课堂上，教授的话语让纪

东记忆深刻，而这也正对应着康普顿一贯之的品质准则：基于对市场的重视，康普顿内部建立了一整套完善的分权手册，纪东严格把好分内的每一关，使得康普顿上下都自发形成了强烈的归属感与责任感。源于这种近乎严苛的自我管理，让如今的康普顿已获得美国康明斯、通用等世界知名公司的认可，成为了国内润滑油行业的领军者。

立足当下，在“中国制造2025”、“一带一路”等国家战略指引下，中国润滑油行业“品质革命”已全面打响。“我们要在润滑油行业创出中国自己的民族品牌，希望未来不管是三年、五年，还是十年，人们一提到润滑油，大家想到的不是美国的壳牌，而是国产的康普顿。”面向产品品质引领带动技术革新的未来，纪东的语气里充满了笃定。财菁





上海财经大学首席财务官课程 CFO SENIOR TRAINING COURSE



师资阵容

汇聚来自上海财经大学、国家会计学院知名的财务和金融教授，同时课程也邀请了投融资机构实战人士、企业高管资本运作方面专业人士，使教学内容更加丰富，更具实战性。



教学理念

倡导传授知识与解决问题双重导向的教学理念，对金融与财务方面的前沿问题进行多层次、多维度的讲授。总结实践经验，集中进行案例分析，分享商界精英智慧结晶。



课程体系

由众多专家领衔开发，包括财务、金融、管理、资本市场等方面，意在培养具有全面知识体系的战略决策者。



学生活动

作为国内最完善的财务总监课后实战辅导体系，每年举办多场沙龙及投融资对接会，与专家、业界精英面对面交流。

课程设置 | Curriculum

企业战略的财务协同
财务转型与价值创造
财务报告分析与全面预算管理
企业投融资与资本运作
税务管理与纳税筹划
企业内控体制与风险管理
管理类选修课程

报名费用：人民币2,000元

课程费用：人民币26,800元（含学费、综合管理费、教材资料费、场地费、证书费等，移动课堂/游学参访产生的差旅费自理）

申请流程：提交报名表→资格审查→录取通知→缴纳学费→报到入学

课程学制：学制6个月，每月集中周末授课一次，每次学习2天

授课地点：上海财经大学（青岛）+企业现场教学+访学考察

证书颁发：学员修完所有规定课程将有资格获取上海财经大学《首席财务官高级研修课程》结业证书

联系我们 | Contact Us

上海财经大学青岛财富管理研究院

地址：青岛市崂山区科大支路57号

联系人：吴老师 电话：0532-88963288

邮箱：wu.di@sufe.edu.cn



扫·码·咨·询·报·名

上海财经大学 企业家创新管理高级研修课程

Shanghai University of Finance and Economics
Advanced Research Course on Entrepreneur Innovation Management

课程设置 | Curriculum

- 商业变革与创新思维
- 科技创新与未来趋势
- 企业投融资与价值创造
- 战略管理与领导艺术
- 人工智能赋能新时代
- 探索企业制胜之道

教学方式 | Teaching Method

- 教授讲学、案例分析、小组讨论为主，辅以实战模拟及专家点评
- 高端讲座、精品沙龙、移动课堂、企业参访等理论与实践结合

教授师资 | Faculty

- 范剑平
- 孙 铮
- 田国强
- 余明阳
- 陈亚民
- 孙立坚
- 宋 华
- 祝效国

报名费用：人民币2,000元

课程费用：人民币58,000元（包含：学费、学校综合管理费、专家课酬及个税、教材资料费、场地费、证书费等，学员学习期间食宿费、交通费及赴外地学习/研修/考察的食宿交通费自理）

申请流程：提交报名表→资格审查→录取通知→缴纳学费→报到入学

课程学制：学制16个月，每月集中周末授课一次，每次学习2天

课程地点：上海财经大学（青岛）+企业现场教学+访学考察

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

证书颁发：学员修完所有规定课程将有资格获取上海财经大学《企业家创新管理高级研修课程》结业证书

联系我们 | Contact Us

上海财经大学青岛财富管理研究院
地 址：青岛市崂山区科大支路57号
联系人：徐老师 电 话：0532-88966968
邮 箱：xu.kang@sufe.edu.cn





上财政能量

SUFE INFLUENCE



你好, 新时代! 两会奏新曲, 上财献“乐章”

过去一年, 山东迎来历史性发展机遇: 实施新旧动能转换, 建设海洋强省, 履行“一带一路”倡议……而上合青岛峰会的成功举办, 也让这座魅力都市一时间成为了世界的焦点。

乘着发展与变革的东风, 两会如约而至, 在发放2018年终“成绩单”的同时, 也广纳智慧与建议, 向2019全新起航。

据初步统计, 共有8位上财人以人大代表、政协委员身份出席2019年山东两会和青岛两会, 代表各自行业、领域建言献策, 只为让脚下这块我们热爱的土地更加美好。

宫立新: 营造良好法治环境 促进民营企业健康发展



改革开放40年来, 我国民营企业蓬勃发展, 成为推动经济社会发展的重要力量。2018年11月1日, 习近平总书记在民营企业座谈会上强调, 要不断为民营经济营造更好的发展环境, 帮助民营经济解决发展中的困难, 支持民营企业改革发展。司法部紧跟出台相关政策, 支持和促进民营企业的发展。对

此, 宫立新认为, 这也为律师工作职能提出了四点更高的要求:

一是, 律师行业自身要牢固树立助力大局意识, 不断加强对民营经济的法律服务和法治保障, 为民营经济发展提供优质高效的法律服务; 二是, 要以法治方式维护市场秩序, 依法保护民营企业和

- 山东省政协委员
- 上海财经大学2016级企业家金融投资与资本运作课程学员
- 山东众成清泰(青岛)律师事务所管委会主任

民营企业创新创造权益，放宽民营企业的市场准入，打破垄断，简政放权，构建新型政商关系等；三是，切实加强产权司法保护，提振民营企业信心；四是，提升法律服务能力，增强法律服务实效，以组建民营经济法律服务团等形式，为有关部门制定促进民营经济发展的政策法规提供法律支持，并形成完整高效的法律服务体系，满足民营企业的法律服务需求。



张兰兰： 政府牵头引导帮助 加快山东制造业企业转型升级



中国品牌的发展经历了引进外资品牌、中外合资品牌同台竞争、自主品牌不断强化三个阶段。作为中国首个新旧动能转换综合试验区，山东省的传统制造业品牌正在进行艰难蜕变。

对此，张兰兰表示，传统制造业的转型升级迫在眉睫，但面对新旧动能转换，不能简单地把餐饮、制造业所处行业当成旧动能，这些行业关系到民生与社会稳定。她提议政府应当引导企业转变经营理念，她举了这样一个例子：有不少民营企业家被外界信息误导，在条件不成熟的情况下直接用机器人取代产业工人，但这仅仅解决的是生产效率方面存在的问题，并不能完成新旧动能转换。生产过剩导致库存积压，长此以往的恶性循环导致了品牌的日渐式微。

“未来的时代是消费主权时代，企业如何按需生产，国家已经提出了明确的供给侧改革要求。”张兰兰说，只有政府对民营企业主进行理念培育引

导，才能使民营企业清楚自己所在行业的未来场景。有了明确的发展方向，民营企业才会少走弯路。她提到，不少南方的民营企业都会主动寻求产业的升级改造，因此希望山东能够出台具体措施，加强中小企业升级经营理念的宣传，使我省的民营企业能够在建设品牌、转换动能、走向高质量发展的道路上越走越宽。

- 山东省人大代表
- 上海财经大学青岛财富管理研究院职业导师
- 青岛酷特智能股份有限公司总裁



刘宗波： 探索金融支持民企的 商业可持续之道



改善对民营企业的金融服务，缓解小微企业的融资问题，既不能放松风险管控、降低信贷标准，也不能行政强力干预，扰乱金融秩序。刘宗波表示，应坚持市场化原则，以商业可持续为导向，通过优化营商环境、提供创新支持、营造诚信氛围等方式，支持商业银行开展深层次的创新变革，从根本上探索破解之道。

为此，刘宗波提议，营造引导监督环境，政府在制定民营企业的发展意见时，坚持引导与监督并举，将地方政府与银保监会的金融政策统一起来；营造金融创新环境，进一步完善企业大数据共享信息平台，支持商业银行利用大数据等金融科技，进

行深层次的业务创新；营造良好信用环境，进一步提高公共信用信息交换共享平台的整体功能和使用效率，推动信用体系在商业和社会领域的应用，加大金融信贷等重点领域的失信联合惩戒力度，严厉打击恶意逃废债行为，持续净化信用环境。

- 青岛政协委员
- 上海财经大学2014级EMBA（青岛）校友
- 青岛农商银行行长



孟庆敏： 大力弘扬中医药文化 推进健康青岛建设



随着《健康中国2030年规划纲要》《中医药法》等政策法规的出台，孟庆敏认为，弘扬中医药文化、发展中医药事业已经成为“健康中国”的重要组成部分。

“但青岛中医药产业从规模、速度、质量、效益

来看，在全国和全省范围内排名并不靠前，对中药产业布局、中药企业培育和扶持机制还未完全建立。”立足青岛中医药发展的基本情况，孟庆敏主要提出了三条建议：

一是，发挥中医药文化的传播作用，形成人民

- 青岛市人大代表
- 上海财经大学2003级EMBA校友
- 国风药业股份有限公司党委书记、副董事长



群众信中医药、爱中医药、用中医药的浓厚氛围；二是，发挥中医药在预防、治疗、康复、养生的关乎人健康生命周期的一体化价值；三是，加大力度支持海洋药物研发、中药智能制造，形成中医中药同步发展、合力弘扬中医药文化的青岛中医药发展新格局。

李培学： 加快构建 3D 打印全产业发展格局



“对标国内上海、广州、西安、安徽、重庆等3D打印产业集聚的省市，青岛的3D打印产业集聚效应差距明显。”在2019年的青岛两会上，李培学带来了“加快构建3D打印全产业发展格局”的提案，对目前青岛3D打印行业现状进行了全面分析，并对如何促进3D打印产业经济发展提出了建议。

李培学提出，目前青岛市仅有不到30家企业从事与3D打印相关的设备、材料研发生产，仍没有形成规模的、产业化集聚的3D打印产业园；此外，由于没有设立3D打印产业专项基金，导致园区建设项目推进进度缓慢，造成项目引进落地难。

面向促进3D打印产业的未来发展，李培学建议：青岛要营造全国一流营商环境，重点突破创新平台建设、关键技术攻关、成果转移转化三个领域，补短板、增优势，强化人才、环境、基础设施“三大支撑”，并加快推动3D打印在传统制造产业的应用。

- 青岛市政协委员
- 上海财经大学2017级国际MBA（青岛）学员
- 三迪时空集团董事长

徐瑞泽： 顺应居民需求新变化扩大消费



“今年的市政府工作报告提到，2018年全市社会消费品零售总额增长9.8%左右。”徐瑞泽表示，2019年，从国家政策到青岛政策都非常关注民营企业发展，尤其对新零售业的扶持力度也在不断加大。

趁着红利东风，徐瑞泽表示要加强消费载体建设，启动新一轮商业网点布局规划；结合老城区改造，打造一批新兴消费聚集的商圈、商业街。“一方面，零售业要继续深化线上线下相结合的新业态，保证消费者购物的便捷性；另一方面加强源头采购管理，确保消费者日常生活的食品安全与价格优势。”



- 青岛市人大代表
- 上海财经大学2017级企业家金融投资与资本运作课程学员
- 利群商业集团总裁

常欣： 加快发展青岛市区域性股权交易市场

当前青岛民营经济占据了全市经济发展的“半壁江山”，统计数字显示，目前青岛民营经济市场主体总量已位居全省第一、全国副省级城市第四。常欣认为，青岛民营企业的势头正劲，每年都有四五家民营企业上市，企业势必期待更加丰富的融资品种

与形式。

在这种情况下，常欣建议加大挂牌补贴力度，减轻企业挂牌负担，提高企业对接资本市场积极性；其次，加大对私募可转债融资支持力度，对协助企业完成债券融资的金融机构，按照发行规模一定



- 青岛市政协委员
- 上海财经大学2018级国际MBA(青岛)学员
- 蓝海股权交易中心总经理

比例给予支持。此外，加大政府引导基金支持力度，通过加快推进资本市场投资基金组织实施，设立中小微民营企业创新创业母基金，设立股权质押融资增信基金等方式，夯实多层次资本市场的“塔基”。



姜晖： 推动智库建设 助力青岛发展



青岛的发展已走在全国前列，但是比起北京、上海、深圳仍有一定的差距，在将青岛建设成为面向国际的财富管理中心城市愿景下，如何利用自身的优势实现快速发展成为青岛面临的一大课题。

姜晖认为，推动智库建设，可以有效实现各方资源与青岛本地智力资源的整合，切实为青岛市政府

和企业提供支持和帮助。如上海在建设中国特色新型高校智库中，强化资源整合，完善高校智库成果转化机制，并依托智库积极开展对外交流；深圳则在打造新型智库的过程中，突出国家战略导向和服务城市导向，着力增强对国家战略的响应能力，其经验都可为青岛提供有益的借鉴。

● 青岛市政协委员

● 上海财经大学青岛财富管理研究院执行院长



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，财经类院校全国排名领先，每班限额招生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





慢决策

如何在极速时代
掌握慢思考的力量

SLOW THINKING



导 读

在极速时代，我们很多人习惯了快速反应。

快速反应基于直觉、潜意识。而直觉、潜意识往往缺乏理性、偏离事实。由此，快速反应容易犯错。那该怎么办？在唯快不破的今天，我们或许更应该学会慢决策。也就是说，我们要学会稍作停顿，基于直觉，更基于分析，做出决策。

或许有人要质疑了：很多事情，是没有办法慢决策的。实际上，慢决策不等于慢慢去思考。慢决策的意思是，仍旧在规定的时间范围内完成决策，只不过是把行动留在最后1秒。前面所有的时间，我们都要用来做分析、想对策。

如果规定的时间稍纵即逝,那么我们该怎样做分析、做决策?答案就在弗兰克·帕特诺伊所撰写的《慢决策:如何在极速时代掌握慢思考的力量》这本书中。

毫秒间的慢决策

生活中，有许多事情是在秒甚至毫秒之内就需要我们做出决策的。面对这样紧迫的时间，很多人往往是凭借直觉（过往的经验）来做出决策。直觉会出错，这是公认的事实。那么，稍纵即逝的时间内，不通过直觉做决策，又该怎样做决策呢？

我们以网球为例。从对手挥球开始，到球到我们的眼前，一共是500毫秒，而我们的眼睛观察球需要200毫秒，那么，我们只剩下300毫秒来接球还击了。

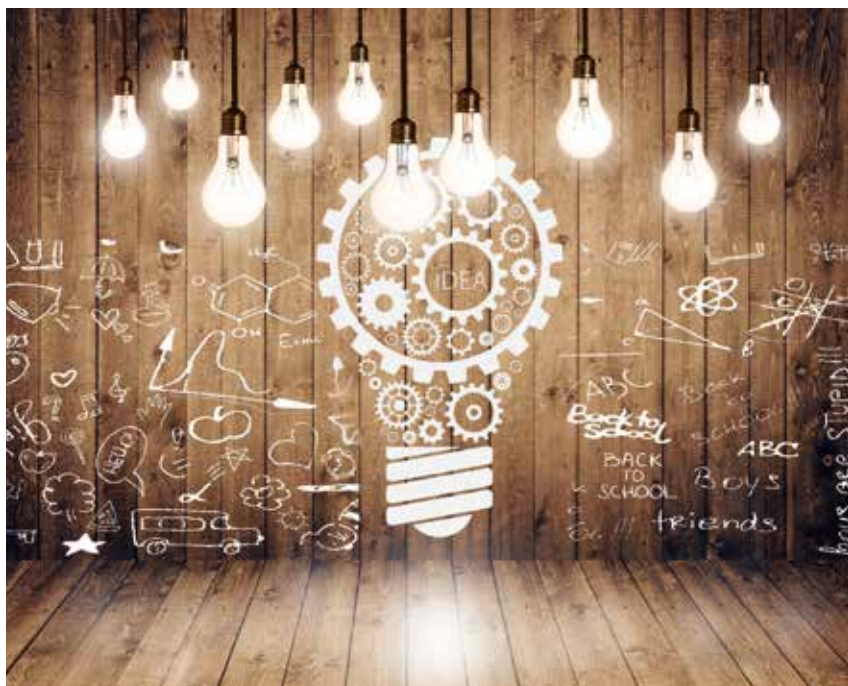
300毫秒的时间内，需要我们思考怎样接球、怎样还击以及完成接球还击的动作。这，可能吗？

对于业余选手，的确不可能在300毫

秒之内完成决策和还击。所以，业余选手会凭借直觉立即接球还击。

但是,专业选手不一样了。专业选手只会在最后100毫秒接球还击,在100毫秒之前的200毫秒里,专业选手会进行决策:该怎样进行反击。

这就是业余选手与专业选手之间的区别。业余选手在毫秒之内凭直觉立即完



成动作；专业选手在毫秒之内进行了慢决策。如女子网球大满贯选手李娜曾多次带着心理导师上赛场，也不希望丈夫到场给自己加油鼓劲。这本书告诉我们，李娜这么做是为了在赛场上能全神贯注地专注于比赛这件事，从而能在最短的时间内思考出最佳的应对策略。

这个案例适用于现实生活中的各种决策。在现实生活中，我们做各种决策，应该遵循这个案例教给我们的原则：首先，粗略计算出自己拥有多少时间来做决策；其次，要仔细观察、处理信息决定怎样做决策；最后，直到最后一刻才做出反应。

也就是说，我们要把“反应”放在最后一秒。如果有1分钟，请等待59秒。当然了，59秒的时间不是什么都不做，千万不要陷入误区，而是用59秒的时间来思考对策。

看到这里，想必大家百思不得其解：毫秒之内，究竟怎样思考对策？

让我们回到网球这个案例中来。怎样训练选手在毫秒之内的思考和决策能力呢？答案很简单：在接发球中学习接发球，且只有在接发球中才能有效、高效地学习接发球。用书中的话说就是，我们要通过训练，来练习“球位识别”能力。

延伸案例： 毫秒之内的潜在危机

那么，会不会有人利用手段在毫秒之内影响我们的决策？有一项研究是这样的，通过将20名学生分成两组：A组学生观看了一组麦当劳、肯德基、赛百味、汉堡王等快餐商标后，再阅读一篇文章；B组学

生没有看快餐商标，而是直接阅读了同一篇文章。结果显示：看了快餐商标的学生阅读耗时是69.5秒，而没有看快餐商标的学生阅读耗时是84秒。

还有一项研究是，让一组学生看快餐商标，然后再看一些精美图片；而另一组学生只看精美图片。结果显示：没有看快餐商标的学生看完精美图片后的愉悦度，要高过看了快餐商标的学生。

这两项研究告诉我们：我们为何“快”而不“乐”？是因为，快餐信息不仅加快了我们的生活节奏，还加剧了我们的焦躁感；而且快餐信息会瞬间刺激我们的神经，立即调动我们的决策机制，从而导致我们做出错误的决定。

那么，我们应该怎样避免快餐信息的影响呢？

第一，要充分了解自己。比如，充分了解自己在什么时候最容易受到快餐信息或潜意识信息的影响。第二，学会隔断自己。一旦我们的意识到受到快餐信息或潜意识信息的影响后，不妨“隔断自己”，去阅读一篇文章、看一本书、走进博物馆或音乐厅，以此抵消快餐信息或潜意识信息所带来的影响。第三，让大脑高速运转起来。因为只有当大脑处于空置时期，潜意识信息才会对我们造成影响。

分秒间的决策

一般情况下，时间对专家来说不是压力，专家完全可以凭借自己的经验和直觉，

做出决策。但是，专家不可能一直都是专家，也会有是新手的时候，比如下面这两种情况：

一种是，理论上的专家成为了实践中的新手。有一项实验是让一批医护人员和救生培训员观看一个短片，短片中，有6个人在进行心肺复苏的抢救工作。看完之后，让这批医护人员和救生培训员从这6个人中做出选择：如果自己也处于危机时，想让哪个人来给自己实施心肺复苏？

实际上，短片中的6个人中，只有一个人是真正的医护人员。这批医护人员都选择了这名真正的医护人员。但是，这批救生培训员中只有30%的人选择了这名真正的医护人员，其他高达70%的人不仅没有选择，反而还指责这名真正的医护人员没有严格按照他们教的方法救援。

救生培训员是专业、专门做救生培训

工作的，他们是这方面的专家，但是一旦进入实际实践阶段，他们瞬间就变成了新手。

另一种情况是，过往的经验失效了。

一天，当某个城市的消防指挥员赶到火灾现场时，看到了一堵高达30多米的火墙。火势之大、温度之高，超过了他以往的经验认知，他从一名专家变成了一名新手。他该怎么办？

时间对新手来说无疑是压力，几秒钟之内让新手做决策，则很难做出最好的决策。那么，新手该怎样在几秒钟之内做出好决策？

书中认为，如果是新手，与其仓促地做出糟糕的决策，不如什么决策都不做。上文火灾案例中，消防指挥员什么决策都没有做，看着大火继续燃烧。结果是，他“什么决策都没有做”的决策是正确的，因为如果他们试图扑火，要么无功而返，要

么葬身火海。两天后，他们找到了起火的原因，扑灭了大火。

这告诉我们，如果只有几秒钟做决策，我们最好是这个领域或这个方面的专家，否则不做决策可能就是最好的决策。

其次，可以做一些针对性的训练，也就是说，设想一下自己做出的某个错误决定，然后找到其中导致错误的原因，到底是哪里出了错误，并要学会接纳自己什么决策都不做的行为，以及学会承担决策失效的后果。

时间稍长的决策

在生活中，如果我们什么都不做，那是懒惰的表现；如果我们所做的都是琐碎的事情，那是决策出了问题；如果我们推迟做事情呢，是不是应该受到指责？





每5个人之中，就有一个慢性拖延症患者；许多杰出的人物都是严重的拖延者……拖延并没有我们想的那么糟糕。

所以，不要因为拖延而产生焦虑、愧疚等心理负担。如果产生了这样的心理负担，那么拖延就成为了一个很糟糕的行为。

值得我们注意的是，拖延并没有我们想的那么糟糕，是基于以下条件：

首先，拖延并不代表什么事都不做。实际上，我们在一些事情上的拖延，多半是在逃避。逃避的原因，要么是觉得枯燥，要么是还没想好怎么去做它或者没有信心做好它。

其次，如果要拖延，一定要有理由。列出理由，是为了找到拖延的动机和原因，找到了动机和原因，就能找到办法去克服拖延。

再者，对于那些被拖延的事情，一定要在日程表里标上具体的完成期限。不然，会造成两个恶果：一个是，到了截止日

期还没有完成，会造成更大的心理负担，而且匆忙赶工失败率也会大大提高；另一个是，完全把这事给忘记了，这可能会耽误大事。

延伸案例： 清单让我们停下来思考下一步行动

曾担任白宫健康政策顾问的阿图·葛文德就十分推崇以列清单的方式，思考下一步的行动。他主张医生尤其是手术医生开清单。

在阿图·葛文德的手术清单里，有三个“暂停点”：分别是麻醉之前、切口之前和离开手术室之前。每次的暂停时间不超过1分钟，可供医生和护士们核对相关的信息。比如：麻醉之前暂停，核对病人的身份；切口之前暂停，核对病人的身体状态、医疗设备的准备情况；手术之后，清点针头

和海绵等等。

这份手术清单能起到怎样的效果呢？数据显示，使用了这份手术清单的医院的重大手术并发症的发生率下降了36%，死亡人数下降了47%。这份手术清单与拖延有什么关系呢？它强迫我们必须停下来，思考接下来的行动。“清单”不仅适用于医疗，还适用于航空公司飞行员、金融从业者等。需要引起我们注意的是，清单一定要简明扼要，要将工作简化优化。

总之，《慢决策：如何在极速时代掌握慢思考的力量》告诉了我们两点最核心的内容：第一，如果我们在做一件事时有1分钟，请等待59秒，在最后1秒做出行动，千万不要一旦遇到问题，就在时间的挤压和催促下，凭借本能、直觉，立即做出反应；第二，在等待的这59秒时间内，我们要去分析、想策略，只有这样，最后那1秒的行动才可以取得更好的结果。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



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



上海财经大学首席财务官课程

CFO SENIOR TRAINING COURSE

与中国顶尖CFO同行 做企业战略的决策者