

财商信息

2021年第6期（总第20期）



山东工商学院图书馆

财商信息

2021 年第 6 期（总第 20 期）

目录

★财商管理论坛	1
财富管理行业正站在巨变前夜	1
全球货币政策分化背景下的资产配置分析	6
高质量发展与碳中和背景下的投资思路	11
私人银行业务的风险管理	18
杨东宁：持续加强银行理财业务专业化监管	21
刘寒星：如何在社保基金做价值投资？	24
★财商教育专栏	28
国外青少年财商教育研究概要及其启示	28
华尔街传奇罗杰斯：一场比 2008 年更大的变局，正在靠近……	35
美股进入降温时代	48
★财商分析报告	55
2021 中国私人财富报告	55
2021 中国消费品牌发展报告——从消费看区域发展新机遇	60
消费金融行业发展报告 2020	63
★公益慈善专栏	68
公益教育的使命究竟是什么？	68
什么是战略慈善？（读书笔记）	72
公益领域需要怎样的知识生产？	75

★数字金融专栏	77
中国银行：基于区块链的产业金融服务	77
董希淼：数字普惠金融与中小银行数字化转型	82
重庆富民银行杨明：知识图谱在反欺诈领域的应用实践	87
★山商实践探索	90
我国第三方理财机构的监管问题研究	90
论新时代视域下大学生财经素养现状与对策研究	96
与自我的博弈：我读《“错误”的行为》之二（2）	101

主办：山东工商学院图书馆

主编：崔洪海

责任编辑：陈浩义 排版设计：李嘉乐 封面摄影：崔洪海

财富管理行业正站在巨变前夜

导语：

在监管制度越来越健全和市场规则越来越完善的背景下，当前财富管理行业格局已在巨变前夜，将进入规范经营的下半场，同时也将迎来第二个黄金十年。本文指出，在第二个黄金时代，不仅行业整体规模将再跃进，与直接融资相关的理财品种（投资于标准化资产等）的规模和比重将增加，A股将最为受益。

财富管理行业关系国计民生，既服务于居民财富的保值增值，也是社会融资需求的重要资金来源。随着居民可支配收入的增长，我国财富管理行业自2008年以来有着长足增长，虽然2017年以后有所放缓，但始终在百万亿级别之上。

在监管制度越来越健全和市场规则越来越完善的背景下，当前财富管理行业格局已在巨变前夜，将进入规范经营的下半场，同时也将迎来第二个黄金十年。具体而言，一是金融监管格局改变。统一监管下，各类资管产品拉平，行业竞争加剧，有望倒逼财富管理质量提升，增强行业吸引力。二是财富人群发生改变。到2030年个人可投资资产有望达到近400万亿元，为行业带来坚实支撑，行业规模或达200万亿元。此外人们的投资逻辑也在改变，新经济的复杂性令他们从产业创富转向专业委托，“房住不炒”下他们的财富将搬家。三是财富品种供给端正在发生改变。更多元和更高质量的资管产品入场，也将提升居民持有意愿。

在第二个黄金时代，不仅行业整体规模将再次跃进，与直接融资相关的理财品种（投资于标准化资产等）的规模和比重将增加，A股将最为受益。

一、顶层设计：金融监管格局大改变

监管拉平行业标准，统一化下资管行业回归本源，行业质量大大提升，重塑行业正面形象。2013年后金融业混业经营趋势明显，但监管仍是分业，因此不同类机构的同类产品，在投资范围、投资比例、杠杆比例、期限配置等方面的适用规则都有所不同。因此产生监管套利，大量通道类产品“暗度陈仓”，通过刚性兑付、层层嵌套、高杠杆操作，将社会财富引向有上述牌照红利的产品，吸引大量资金在金融体系内部空转，系统性风险累积。

党的十九大后，防范化解重大风险攻坚战开启，行业迎来统一监管。2018年《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》（又称“资管新规”）正式实施，针对银行、信托、保险、基金、期货、证券等所有资管机构，统一分类。从此，不同机构的同类产品须遵守统一的监管规则。站在同一起跑线上竞争，意味着不同机构的同类产品可以被公开透明地比较，行业的竞争加剧，唯有“回归本源”，

打造投研能力、产品能力，才能在资管江湖中长青。

以银行理财子公司为例，为满足丰富产品形态的需要，银行理财子公司开始积极开发不同系列产品。市场竞争的加剧推动了金融创新，“固收+”、基金中的基金(FOF)等投资策略逐渐兴起，参与权益投资的理财资金规模也与日俱增。此外，一系列金融乱象专项整治行动重塑着财富管理行业正面形象，提升行业公信力。如银保监会自2017年起连续开展的一系列银行业、保险业市场乱象综合治理工作。2017年至2019年来累计处罚银行保险机构8818家次，处罚责任人员10713人次，罚没合计72.4亿元，超过以往十几年总和。经过3年多的治理，效果明显，刚兑类产品的压降已释放超过10万亿元社会财富。到2020年11月中旬个体网络借贷(P2P)公司已经全面清零，此前高峰时有约5000家，交易规模高达3万亿元。

二、需求端：财富人群在发生巨变

居民财富规模有望大幅增加，奠定行业规模长期增长空间。

经济的发展，使得居民有更多资金用于储蓄和投资，促进了居民金融资产和非金融资产的增长，催生财富管理需求。

根据党的十九届五中全会审议通过的《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标的建议》，2035年中国人均国内生产总值(GDP)将达到中等发达国家水平。当前发达国家人均GDP中位数为2.45万美元，这意味着未来15年中国人均GDP年化增速将不低于5.4%。

由于居民财富增速通常高于GDP增速，因此，我们假设居民财富年化增速在未来15年不低于7%（略高于5.4%）。招商银行和贝恩公司共同发布的《2019年中国私人财富报告》中表示，2019年中国个人可投资资产规模约为200万亿元，那么可以测算出，到2030年中国个人可投资资产规模可以达到393万亿元，是2019年底的1.96倍。

财富人群分享经济转型红利的方式改变，转向于委托管理。

改革开放以来，中国财富人群财富创造方式呈现出明显的时代特征。自20世纪80年代至21世纪初，在改革开放尤其是加入世贸组织的背景下，财富人群以创一代企业家为主，主要是通过参与制造业和商贸业获得财富。但是，随着经济驱动转向创新发展，创一代企业家的产业创富模式难再持续。因为新兴产业的技术迭代迅速，投资风险难以把握，也难以评估投资价值。随着新经济的崛起，股权激励与企业分红下诞生了新一批财富人群，这批人以企业高级管理层、企业中层及专业人士群体为主，该群体崇尚专业，希望专业机构提供更多资产配置的专项辅导和定制化方案。该群体占高净值人群的比例由2017年的29%上升为36%，规模已看齐创富一代企业家群体。在上述转变下，财富人群对金融理财的重视度在不断增强，更倾向于委托管理。

“房住不炒”引发居民财富搬家。

过去 10 年，房地产领域，沉淀了大量的社会财富。根据海通证券的测算，目前我国 70% 以上的居民财富配置在房地产相关的资产上，规模达 325 万亿元人民币。这个比例远远高于美国、日本和韩国等。

“房住不炒”下，房地产投资属性减弱，财富效应减弱。百城住宅价格指数 2019 年初至今涨幅仅为 6.41%，同期股票型基金总指数涨幅为 83.11%，债券型基金总指数涨幅为 9.65%。这将释放大量沉淀在地产行业的资金。

根据国外的经验，多数发达国家都曾经历过居民资产配置从以地产为主到以金融资产为主的转变。比如，以 20 世纪 90 年代的日本为例，1994 年日本居民配置非金融资产的占比为 55.2%，其中大部分为房地产资产，而 2017 年这一占比降至 36.1%，绝对规模减少 440 万亿日元。特别是 90 年代日本楼市泡沫破灭，非金融资产大幅缩水，居民财富增配金融资产的速度也明显加快。

三、供给端：更优质的资管机构正提升行业吸引力

提供财富管理产品的资管机构，也正发生着巨变，主要是两个方面：一是如上所述，监管变化带来更高质量的金融产品；二是对外开放带来产品的丰富性和专业度，增强行业的鲑鱼效应，提升行业竞争力，倒逼行业修炼内功。

中国本土金融产品体系此前较为单薄，是居民持有银行、保险以外的资管产品意愿较低的原因之一。2019 年 7 月 20 日，国务院金融稳定发展委员会发布《关于进一步扩大金融业对外开放的有关举措》，主要是放松各类金融机构的外资控股比例，鼓励境外金融机构参与设立、投资入股商业银行理财子公司，提前取消对券商、基金公司、期货公司持股比例限制，放宽外资保险公司准入条件，取消 30 年经营年限要求等，掀起了一轮新的金融业对外开放。

多元的外资机构入场，产生鲑鱼效应，倒逼境内机构修炼内功、提升实力，因为外资在投研能力、跨境投资、技术运用、产品/策略研发、激励机制等方面具备竞争优势。同时，外资机构在本土渠道、人才上不具备储备优势，竞争也会较为激烈。但随着外资的进入，也将带来更丰富的策略。

财富管理行业开启第二个黄金时代。

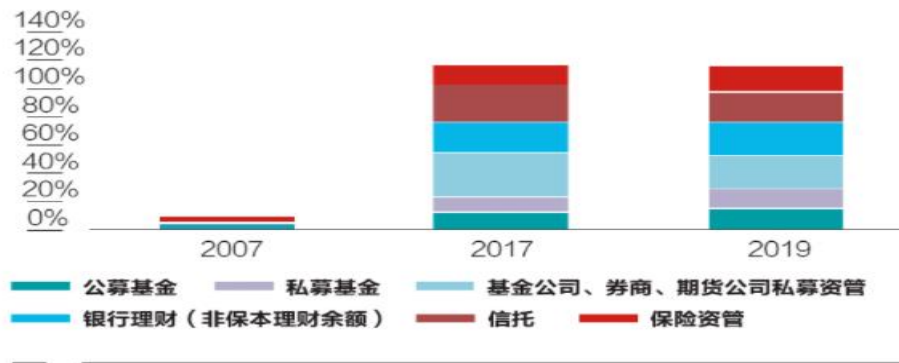


图1 资管行业第一个黄金十年

财富管理行业上一个黄金期是 2007 年至 2017 年。2007 年，党的十七大报告中提出“创造条件让更多群众拥有财产性收入”。此后，私募、信托、保险、银行等各类资管机构迅猛发展。加上 2012 年金融业突破分业界限，成就了第一个黄金十年。但 2017 年至 2020 年间，规模进入瓶颈期。

如今，财富管理行业（银行理财、信托、券商资管、公募基金、期货资管）正迎来第二个黄金时代。其增量规模来自三个方面：行业质量的提升、居民财富的增长、房地产和存款的迁移释放。

截至 2018 年底，我国居民财富集中在房地产和存款上，两项占比达 85.6%（其中房地产 70%，存款 15.6%），在其他金融资产的占比约为 14.4%。相比之下，美国居民财富仅有 33.6%在房地产和现金存款上，在其他金融资产上高达 61.3%。

如上测算，按 7%的增速和 2019 年 200 万亿元的存量基数，10 年后居民可投资财富有望增至 393 万亿元，假设居民财富在非存款和非房地产的金融资产上的比例能够提升至 50%（略低于当前美国居民 61%的配置比例），则财富管理行业规模有望达到 196.5 万亿元。在第二个黄金时代下，与直接融资相关的理财品种（投资于股权、债券等品种）的规模和比重将增加，A 股将最为受益。

党的十九大以来关于直接融资的顶层设计

文件名称	内容	时间
党的十九大报告	指出“深化金融体制改革，增强金融服务实体经济能力，提高直接融资比重，促进多层次资本市场健康发展”	2017年10月18日
习近平在首届中国国际进口博览会开幕式上的主旨演讲	提出“设立科创板并试点注册制”，“不断完善资本市场基础制度”	2018年11月5日
2018年中央经济工作会议	提出“资本市场在金融运行中具有牵一发而动全身的作用，要通过深化改革，打造一个规范、透明、开放、有活力、有韧性的资本市场”	2018年12月19日至21日
习近平主持中共中央政治局第十三次集体学习时的讲话	提出“要围绕建设现代化经济体系，市场体系、区域发展体系、绿色发展体系等提供精准金融服务，构建风险投资、银行信贷、债券市场、股票市场等全方位、多层次金融支持服务体系”	2019年2月22日
《中共中央 国务院关于构建更加完善的要素市场化配置体制机制的意见》	在“推进资本市场市场化配置”部分，提出“完善股票市场基础制度，加快发展债券市场”；在“加快发展技术要素市场”部分，提出“促进技术要素与资本要素融合发展”	2020年3月30日
新修订的《证券法》	规定了发行、投资者保护、信息披露、市场体系等基础制度改革的方向；明确全面推行注册制	2020年3月开始实施
《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标的建议》	全面推行股票发行注册制，建立常态化退市机制，提高直接融资比重	2020年11月3日

首先，直接融资战略地位之高自新中国成立以来前所未有的，未来比例有望大幅提升，将提升相关品类资管产品的规模。自改革开放以来，中国金融业率先发展的是以银行为代表的间接融资体系，间接融资体系为经济的高速增长作出巨大贡献。但当前经济已从高速增长转向高质量发展阶段，“十四五”时期，要坚持创新驱动发展，全面塑造发展新优势。这也释放了不一样的融资需求：高科技企业特点是轻资本、不确定性强，难以估值，因此它们需要风险偏好较高的资金。以股市、债市等直接融资渠道为代表的资本市场，定价高效且直接对接资金，相比银行为代表的间接融资体系，支持创新的动力更足。直接融资的战略地位近年来也大幅提升。自党的十九大以来，反复出现在高层讲话、党代会报告、五年规划、要素改革、中央经济工作会议等顶层设计中，背后是实体经济转型的必然需求。在顶层设计下，近两年，中国按下制度改革“加速键”。2019 年 7 月科创板正式开市，从提出到开市，仅用了 9 个月。而此前创业板从提出到开市，从 1998

年到 2009 年落地用了 11 年时间。同时，注册制开始在科创板试点。5 个月后，新修订的证券法通过，明确“全面推行注册制”。此外，其他的资本市场基础制度也在逐步落地。如新三板改革的深化、再融资的放开、两融新规的放松、上市公司质量的提升、中长期资金入市政策的优化等。

根据海通证券数据显示，现阶段新增社融中，我国直接融资比例约为 14%；存量下，我国直接融资占比长期稳定在 30%~40% 区间。国际比较看，美国企业直接融资占比为中国的两倍之多，银行主导型国家如德国和日本的直接融资占比也明显高于我国。截至 2019 年底，中国 A 股的总市值占 GDP 比重在 59% 左右，而美国是 226%，日本是 114%（日本市值用的 2020 年 10 月数据）。可以预见，未来融资结构仍有充足的转型空间，与之相关的财富管理规模也会相应增长。

其次，“风险—收益”认知重构，居民财富在金融产品间迁移。在防范化解重大风险的攻坚战下，资金也在金融产品间开始迁移。从刚兑类（高收益低风险）产品转向非刚兑产品（风险收益匹配）。严监管下，相关高收益产品消失的消失，转型的转型，导致无风险收益率下降。以银行理财为例，从 2017 年至今，高预期年化收益（5% 以上）的银行理财产品几乎已经消失，公布预期年化收益银行理财多在 3%~5%，超半数理财产品已经不公布预期年化收益。2020 年就出现纯债型银行理财出现亏损，信托产品平均收益率也在过去 3 年从 8% 降至 6%。要弥补吸引力，须增加权益类配置比例以提升收益率，根据《中国银行业理财市场年度报告》，2019 年银行理财产品中，净值型产品存续余额 10.13 万亿元，假设有 10% 配置于资本市场，或向其他权益类产品迁移，都会带来万亿级别的增量。

最后，A 股的现代投资时代在开启，“慢牛长牛”的大幕在拉开。相比于债券市场，股票市场的机构化程度低。根据中信证券的测算，截至 2020 年第一季度，从比例来看，A 股的散户配置比例仍然较高，达到 35.6%，过去 10 年仅下降 3.8 个百分点。而据海通证券测算，美股机构投资者持有市值占比超过 93%，英国也接近 90%，中国香港资本市场的机构投资者持有市值占比也超过了 65%。财富管理行业的增配，将大大提升 A 股机构化程度。对标美国，美国正是在 70 年代中养老金、共同基金大发展入市后，迎来了“慢牛长牛”。在 1980 年至 2020 年的 41 年里，道琼斯工业指数仅有 12 个自然年度下跌，最终涨了近 35 倍，年化涨幅约 9.5%。A 股机构化的过程有望加速。2020 年上半年，居民通过购买股票直接入市和通过购买基金间接入市的规模分别为 3400 亿和 4877 亿元，居民借道基金入市首次成为主角，背后是专业投资的力量驱动。机构化投资者中，增幅最快的是外资，这与对外开放、完善资本市场制度的举措息息相关。外资比例由 2010 年的 0.3% 上升了 2.9 个百分点至 2020 年第一季度的 3.2%，是占比增长率最大的一类投资者。

随着财富管理行业的蓬勃发展，抬升资本市场估值中枢的长期基本面变化正

悄然发生。正如贝佐斯说，人们常常高估短期因素的影响，低估长期因素的影响。站在大变革的起点，布局黄金时代。

作者：杨玲

来源：清华金融评论微信公众号

<https://mp.weixin.qq.com/s/3wyyzZaXnGqX2aeTRVeI2Q>

全球货币政策分化背景下的资产配置分析

导语：

2021 年以来，全球经济逐步“挣脱”疫情影响开启复苏步伐，尤其是美国在一系列宽松政策的加持下复苏强劲，但受到大宗商品价格上涨以及通胀预期的影响，新兴经济体率先开启加息周期，导致全球货币政策呈现分化趋势。在此大背景下，从供需角度分析来看，短期内大宗商品价格或将继续保持高位震荡。同时在经济复苏的预期下，权益资产配置仍然会具有较好的回报率，但须警惕新兴经济体的股市波动风险。而债市利率或将在一段时间内维持下行趋势，信用债投资仍须谨慎。此外，在资产配置决策过程中，本国经济复苏情况、疫情防控以及投资者情绪和偏好等因素也应充分给予考虑。

一、全球货币政策呈现分化趋势

随着新冠肺炎疫苗的接种普及以及经济逐渐复苏，全球货币政策走向出现分化。首先，为保证经济增长，美国近几个月内实行了一系列货币政策和财政政策组合，在货币政策基本保持稳定的情况下（利率保持在接近零的水平并维持资产购买数量不变），通过 1.9 万亿美元新冠疫情纾困法案后不久，又宣布了 2.3 万亿美元的重大基础设施建设计划。在一系列财政与货币的宽松政策下，美国经济逐步回暖，需求上升，使得进入 2021 年以来，国际大宗商品价格很快进入了上升通道，包括国际原油、国际市场铜、铝等有色金属的价格均出现了较大幅度的上涨。

国际大宗商品价格的上涨，造成了各国通胀率和通胀预期的变化。通胀率方面，数据显示，美国 4 月整体 CPI 同比上涨 4.2%，远高于此前 3.6% 的市场预测值，并创 2008 年 9 月以来新高。从环比看，4 月整体 CPI 上涨 0.8%，是 2008 年 6 月以来最大的环比涨幅。Wind 数据显示，4 月份，巴西全国消费者物价指数（INPC）同比增长 7.59%（3 月为 6.94%），土耳其 CPI 为 17.14%（3 月为 16.19%），阿根廷为 46.3%（3 月为 42.6%）。

通货膨胀的预期则导致了美国国债收益率自春节以来出现大幅上升。3 月下旬，美国 10 年期国债收益率触及逾一年高位 1.776%，此后陷入拉锯行情，过去一段时间大致在 1.5%~1.6% 区间波动。

众所周知，历史上美联储的货币政策调整，高度依赖宏观经济数据。目前来看，预计未来一段时间美联储仍会维持宽松的政策环境。4月28日，美联储主席鲍威尔在货币政策会议后发表的讲话，也再次对此进行了表态。鲍威尔宣布，将利率保持在接近零的水平并维持资产购买数量不变。这些措施以及其对利率和资产负债表的有力指导，将确保货币政策继续为经济提供强有力的支持，直到经济复苏完成。

事实上，美国目前也确实保持着宽松政策环境的空间。尽管4月份美国核心CPI的同比增速走高，市场普遍预计美联储宽松政策能够持续的时间或将缩短，但美国目前仍处在就业修复期，4月美国失业率升至6.1%。鲍威尔此前强调，将最大就业视为“全面且包容的目标”。因此，在仍存在较大就业缺口的情况下，美联储或不会过早收紧货币政策。

但对于新兴市场来说，从跨境资本流动来看，美国宽松政策环境下，新兴经济体面临资本流出风险。从国际大宗商品的价格传导来看，国际大宗商品的价格上涨，会带来本国原材料成本的上升，尤其是对于原材料依赖进口的经济体。为了防止资本外流以及导致输入型通货膨胀，新兴市场不得不率先开启“收紧”政策。目前，巴西、土耳其和俄罗斯等新兴市场已在不久前宣布加息，而相比美国还会继续维持宽松政策的现状，全球货币政策在未来一段时间内将呈现分化的趋势。

二、货币政策分化趋势下对资产配置的影响

在全球货币政策分化的大趋势下，美国经济正在强势复苏，美债收益率也维持在高位。而美国经济与全球经济的强弱对比、美元资产相对收益率、投资者风险偏好等因素都将影响美元走势，进而形成美元的周期。对于投资人来说，在资产配置过程中需要重视美元周期的趋势，因为美元周期变化将会引发全球资本的流动和变化，对于全球资产价格形成重新定价的驱动力。

第一，大宗商品价格或将继续高位震荡。与疫情前的2019年底相比，今年以来，铜、铝、铁矿石等价格大幅上涨。尽管国内CPI保持稳定状态，但大宗商品价格的上涨趋势也同样“势不可挡”，我国的工业生产者出厂价格近期也随之迎来较大涨幅。数据显示，2021年4月份，我国工业生产者出厂价格（PPI）同比上涨6.8%，涨幅比上月扩大2.4个百分点。

从需求端来看，由于大宗商品需求弹性较大，全球主要经济体如果经济复苏较为强劲，大宗商品需求也将随之较快增加。不过不同种类的大宗商品情况各不相同，需要分别来看。

首先，因受疫情影响，原油价格在去年4月创出了十几年来新低，但随着疫情逐步得到有效控制，出行人数增多，原油需求稳步提升，而油价也已恢复到疫情前的水平。数据对比来看，去年4月美国出行率不到平时的30%，如今已恢复

至 80%以上。未来随着疫苗大面积接种，人们出行将更加频繁，这会导致原油需求进一步上升。而近期石油输出国组织 OPEC 和国际能源署 IEA 已上调了 2021 年的全球石油需求预期。但原油的整体需求并不会过快增加，当前疫情还存在反复，如全球第三大石油进口国印度已陷入了第二波新冠疫情危机。因此，短期内油价可能出现区间震荡上行走势，增长速率将有所下降。

其次，有色金属方面，目前随着碳中和、碳达峰目标的提出，以及全球绿色发展理念逐步达成共识，全球将从基于油气等碳氢化合物化工能源的生产体系转向基于可持续性能源的生产，绿色能源革新逐步实现，加之产业结构的变化，有色金属需求将会被持续激发。以铜为例，其作为性价比最高的导电材料，在捕获、存储和运输新能源方面具有核心地位，而受益于绿色能源技术的应用，高盛预计，2030 年铜的转化替代能源需求将增长至 540 万吨，而那时的供应缺口可能达到 820 万吨。因此，由于全球经济稳步复苏和绿色能源转型等因素，有色金属的相关需求将持续增加，其价格或将长期处于上涨通道内，但近期有色金属价格上涨过快，或透支了部分未来上涨空间。

最后，在黑色金属方面，由于受到环保限产的政策影响，钢材等商品供给预期收缩，热轧卷板、螺纹钢、线材持续上涨。但随着房地产调控和基建调控的趋严，需求难以持续上涨，因此，在供需达到平衡后，黑色金属短期或存在见顶回落风险。

从供给端来看，大宗商品的供给是刚性的，因为商品的生产需要基础设施的建设等，周期较长。同时由于疫情的影响导致大宗商品的供给弹性进一步下降。一是疫情冲击下，全球经济出现了一定时期的停工停产，供给短期中断，即使复工复产后，多数企业仍会希望增加库存避险，这样使得全球供应链依旧紧张。二是全球经济复苏节奏以及抗疫效果存在差异，经济复苏步伐较慢、疫苗普及度不高的国家供应链还在冲击阶段，因此全球供应链恢复还尚需时日。三是中国要实现碳中和、碳达峰目标，势必需要进行绿色低碳经济转型，而绿色转型也将带来供给压力，例如钢铁生产限产、严控高耗能行业增产等措施，也助推了大宗商品价格的上涨。

4 月 8 日，国务院金融稳定发展委员会（以下简称“金融委”）召开第五十次会议专门提出，要保持物价基本稳定，特别是关注大宗商品价格走势。从供需两端分析来看，未来大宗商品或将继续震荡上行。5 月以来，国务院常务会议连续两次“点名”大宗商品价格问题，国家发改委等五部门召开会议，联合约谈了铁矿石、钢材、铜、铝等行业具有较强市场影响力的重点企业。从这些举措来看，为应对大宗商品价格上涨，保障供给与遏制过度投机炒作的两大重点得到明确。

李克强总理 5 月 24 日在浙江宁波考察期间说，会想方设法做好大宗商品的保供稳价工作，合理引导市场预期。既要适当储备、进行调控，又要打击囤积居

奇，以支持企业应对成本上升等经营困难，努力防止向居民消费价格传导，避免影响人民群众生活。因此，短期内我国大宗商品价格将得到有效的控制，但从整个国际市场来看，从供需角度分析，大宗商品价格或将继续高位震荡。

第二，短期内在经济复苏的预期下，权益资产配置仍然会具有较好的回报率，但须警惕新兴经济体的股市波动风险。目前，在多个经济体货币政策出现分化的情况下，美元具有中长期的走强基础，升值周期可能更长，这将进一步强化美元资产吸引力。尤其是从中长期来看，多数资金或会选择流向强势美元的美国。但对于其他经济体而言，尤其是新兴经济体，资金若持续外流，其本币贬值的压力就会加大，从而可能引发金融动荡。

以土耳其为例，3月下旬，土耳其原央行行长阿巴尔遭解职，由于阿巴尔在职期间频繁通过加息解决土耳其的通货膨胀和货币大幅贬值问题，而新任行长沙哈普·卡夫奇奥卢曾公开批评过前任的利率政策，导致市场预期土耳其将不再“坚定”加息，结果土耳其里拉暴跌，一度跌至接近历史最低水平，由于货币大幅贬值，本国货币开始不断流出，进一步导致股市资金“撤出”，使得股市随之发生大幅震荡。宣布新任行长的第二天，土耳其伊斯坦布尔100指数开盘跌幅接近10%，收盘时跌幅收窄至8.35%。从另一方面来说，如果新兴经济体采取“收紧”政策进行加息，也同样会由于加息后股市资金被“抽走”而造成股市存在下跌风险。因此，对于投资者来说，应警惕新兴经济体的金融市场波动风险。

第三，债市利率或将在一段时间内维持下行趋势，信用债投资仍须谨慎。从政策环境来看，一季度，我国CPI与去年同期持平，扣除食品和能源价格的核心CPI也与去年同期持平，处于低位，因此尚无新兴经济体的加息压力。同时，为做好“六稳”“六保”工作，降低企业融资成本是我国目前的政策基调，这些都使得债券利率难以有较大幅度的提升。从企业融资需求来看，央行数据显示，4月企业债券净融资3509亿元，同比少5728亿元；政府债券净融资3739亿元，同比多382亿元，水平已明显回升。随着经济的逐步复苏，企业的融资需求依然强劲。

值得注意的是，2020年下半年，由于国企“信仰”被打破，信用债投资遭遇“滑铁卢”，尽管长远来看，打破刚兑和信仰，更有利于发挥市场机制的资源配置作用，促进经济的高质量发展，但在信用债投资中，需要把控信用债投资可能带来的风险，一方面要注意投资风险的分散，通过根据相关券种的信用风险调整好相应的投资金额和比例，进行分散化投资；另一方面，要从区域、行业、评级等维度精选资质高的企业进行投资，全方位防范信用风险。

三、其他影响资产配置的因素分析

除货币政策外，本国经济复苏情况、疫情防控以及投资者情绪和偏好等因素也会影响资产配置。

从全球经济复苏情况来看，2021年4月8日，第43届国际货币与金融委员会（IMFC）会议对全球政策议程和国际货币基金组织及各国对新冠肺炎疫情的政策应对等议题进行了讨论。会议指出，全球经济复苏快于预期，但出现分化，且面临较大不确定性。疫情可能给全球经济带来长期影响，包括金融脆弱性上升，以及贫困和不平等加剧等。同时，气候变化等问题亦愈加紧迫。

2021年一季度，全球经济呈现出明显的复苏态势，2021年4月IMF发布的《世界经济展望报告》进一步上调了今明两年的全球经济增长预期。报告预计，全球经济在2021年和2022年将分别增长6%和4.4%，与今年1月发布的预测相比，增速预期分别上调了0.5和0.2个百分点。但报告同样指出，全球经济增长前景仍然具有高度不确定性，主要取决于疫情发展及政策行动的效果，比如疫苗是否对新的病毒变体有效等。而疫情防控的效果不同，也使得经济复苏节奏不一致。

目前，中国和美国的经济复苏较为强劲。数据显示，2021年一季度，中国GDP同比增长18.3%，比2020年四季度环比增长0.6%。美国一季度GDP同样保持强劲的增长态势，路透调查预计2021年美国GDP增速为6.2%，为1984年以来最快增速，高盛甚至预计美国经济在2021年二季度将有可能达到10.5%的年化增速。

但新兴市场经济体和低收入发展中国家情况则相反，如上文分析，新兴经济体正面临通货膨胀和货币贬值等难题，进而引发的债务违约风险，会加剧金融市场的动荡，也会将风险传递至债权国，为金融注入不稳定因素。再比如近期印度疫情的持续暴发，必将成为其经济发展和金融市场的巨大“黑天鹅”。

除此之外，投资者情绪和偏好也会影响资产配置的选择。以国内为例，2021年4月，中国投资者情绪指数为40.5，较上月持平，由此来看，3月市场悲观预期应该已经接近顶点，风险已基本充分释放。随着经济复苏超出预期，投资者对于外资流出、外盘波动的担忧与实际情况的背离都在逐步修正。投资者情绪指数的稳定或上升将有助于投资者活跃度的提升以及强化利好信息，增添投资信心。从投资者个人角度来说，不同的投资偏好所选择的投资策略也自然不同，例如对于风险偏好投资者而言，当预期收益相同时，将会选择风险大的策略，这样会给他们带来更大的效益。而保守型投资者的理财目的更多偏向于保值，因此其对固定收益类产品、货币基金和纯债基金的需求会比较高。

作者：张颖馨，严沁雯，唐郡

来源：财经五月花微信公众号

<https://mp.weixin.qq.com/s/fEpJuNtk-WRiQbSSaQmNlg>

高质量发展与碳中和背景下的投资思路

一、高质量发展的新经济模式具有三大特征

中国改革开放已经走过了 40 余年。过去我国传统的经济模式通过全球化、城镇化、工业化实现经济高速增长，受益于当时的人口红利释放，并通过高出口、高储蓄、高投资完成资本积累。

现在中国进入了高质量发展的时期，我认为这个时期可以用三个特征来描述：消费升级时代、长寿时代和科技自主时代，以消费、健康和科技为代表的新经济将取得蓬勃发展。

首先，消费升级大家比较熟悉。有国际经验和数据显示，居民边际消费倾向会随着收入的增长下降，然后再上升，这个拐点大概在人均 GDP 一万美元左右。

中国刚好到了这样一个时期，所以这些年出现了持续增长的居民收入、日益壮大的中产阶级以及高速发展的电子商务业态，个性化、差异化和多样化的消费意识的崛起共同驱动着消费升级时代的来临。

我们看到，未来消费占经济的比重将继续提升，同时消费结构也将出现一系列变化。

与美国相比，我国食品、衣着、居住、交通等基本生存型消费占比更高，医疗、教育文娱、住宿餐饮等占比较低（图 1）；未来消费层次由生存型消费向发展型消费转变，消费形态由商品型消费向服务型消费转变，消费品质由数量型消费向追求健康、体验和品质的质量型消费转变，由此将推动消费产业的蓬勃发展。



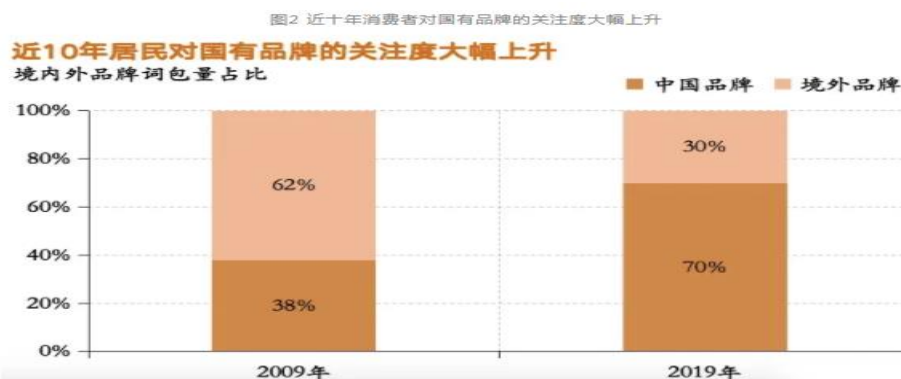
美日等发达国家的经验显示，消费行为伴随收入水平的提升分为三个阶段：大众消费、品牌消费、简约消费，这是一个不断升级的过程。

当前我国即将迈入高收入国家，正从大众消费（主要产品普及化）向品牌消费（品质化、个性化、品牌化）过渡，这一过程也将伴随本土品牌的崛起。

这几年我们看到“国潮”流行的现象，正是本土品牌质量提升、品质提升的写照。

百度数据显示，自 2009 年到 2019 年 10 年间，老百姓对中国品牌的关注度占比由 38% 增长到 70%（图 2）；在国有品牌的关注者中，20-29 岁的年轻人最为集中，且较 2009 年提升最多（图 3）。

年轻人购买国有品牌已然成为流行。我们相信，未来我国将成为全球最大单一消费市场，也一定会产生越来越多享誉全球的日常消费和高端消费品牌。



新经济模式的第二个特征是长寿时代。我们以前叫做老龄化时代，现在由于医疗进步，人类的寿命变长，从而带来一个很重要的问题，就是带病生存。

统计数据表明，一个人生命最后两年的医药费支出占到一辈子医药费的 70%~80%。在这样一个时代，未来医疗、养老等大健康产业一定会蓬勃发展并成为支柱产业。

以日本为例，上世纪 80 年代至 90 年代，日本老龄化问题逐步显现，家庭医疗护理支出占 GDP 比重快速上升；1997 年日本进入深度老龄化至今，健康服务业实际年均增速 2.3%，是实际 GDP 增速的 3.2 倍。

老龄化带来医疗、养老需求的大幅上升，直接促进了日本医养行业的发展，出现了诸如日医学馆、日本长寿控股等一批与医疗保健和养老相关的龙头企业。

我国医疗产业发展较发达国家还有较大差距，医疗器械和制药领域的头部企业，美、日占据半壁江山。2020 年，全球制药企业 50 强中美、日分别有 15 家和 10 家，我国仅有 4 家（云南白药、中生制药、恒瑞、上海医药）；医疗器械企业 50 强中，美、日分别有 28 家和 5 家，我国仅有 1 家（迈瑞）。

第三个特征是科技自主，这刚好与中国人口发展阶段相适应。工程师红利接

棒人口红利，我国经济从要素驱动转向创新驱动。

伴随人均收入提升和要素结构的变化，产业结构转型升级、更多依赖创新驱动将是顺势所趋。

过去 20 年，中国累计培养了 9000 万大学生、660 万研究生，大学专科及以上学历人口已接近 2 亿，超越美国居全球之首，这与科技自主和高端发展是相适应的。

另外，中美之间的“战略竞争”，科技是重中之重。美国对中国的高科技行业进行抑制，同时加速了中国核心技术自主创新、底层技术国产替代。这个背景下，未来很多高科技的产业诸如芯片、机器人等领域，将会长期在投资上受益。

二、低碳转型促进消费升级和技术自主符合高质量发展方向

在上述背景下，我们现在提出碳中和的目标，应该是未来高质量发展的一个前提或约束条件。

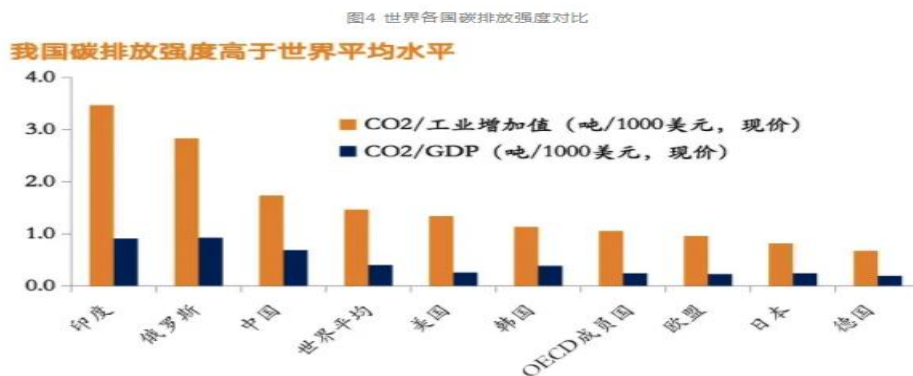
2020 年 9 月，习总书记明确提出“30·60”目标；12 月，进一步提出 2030 年单位 GDP 二氧化碳排放量较 2005 年下降 65%以上、2030 年非化石能源占比要达到 25%等目标细则。

当然，我们清楚中国碳达峰和碳中和的目标非常艰巨（图 4）：

第一，2060 碳中和承诺下，中国减排路径斜率明显高于欧美日。欧盟、美国、日本从碳达峰至碳中和，分别有 71 年、50 年、37 年转型时间，而留给中国的转型时间仅有 30 年。

第二，由于经济结构的差异，中国工业部门碳排放占比显著高于欧美日，工业与建筑部门相比于交通运输部门，电气化程度提升更加困难。

第三，以煤为主的能源结构和稳增长的诉求，也对实现碳中和提出更大的挑战。



碳中和要求的低碳转型方向正好与高质量发展的方向契合。

首先，碳排放强度与经济结构密切相关。中国以地产和基建投资驱动的经济模式，注定碳排放强度大。一方面，在能源结构上，依赖于国内的资源禀赋而形成了以煤炭火电为主的电力结构，另一方面，基建、地产相关的重工业（包括钢

铁、建材、基础化工品、有色等行业)均是碳排放的大头部分,同样也是最难减排的部分。

其次,从产业结构上来讲,产业高端化、精细化转型必然带来单位产值 CO2 排放的降低。

以化工行业为例,全球化工龙头中,以出售专利为主的利安德巴塞尔,和精细化工为主的杜邦、富美实等,单位利润 CO2 排放明显低于以基础化工品生产为主的其他工业集团。国内化工龙头的高附加值单体项目的单位利润碳排放已经达到国际领先水平,但总体仍有较大提升空间。

低碳转型与消费产业升级互相促进。以新能源汽车为例,低碳转型促进纯电为代表的新能源汽车产业发展,对年轻的中国汽车产业而言,迎来难得的换道超车机会。

2019 年中国新能源乘用车销量全球占比 48%,渗透率约 5%,高于世界平均(图 5)。

以蔚来、理想、小鹏为代表的国内造车新势力异军突起,在智能化等领域占据先发优势;国内 ICT 产业头部公司,包括华为、小米、大疆、滴滴等,纷纷投身新能源汽车产业链;比亚迪等国内传统汽车公司,也利用电动化、智能化契机,进一步弥补短板,积累竞争优势;背靠新能源汽车市场规模的快速增长,宁德时代、国轩高科等产业链上的一批公司也凭借多年的技术积累与提前布局,获得领先的全球竞争优势。



低碳转型促进能源领域核心技术实现自主可控。在化石能源时代中国是缺少油气的国家,油气为主的能源结构下,我国对外依存度较高,除了芯片以外进口第二多的就是油气。现在发展新能源刚好把我们的短项变成了长项,在新能源核心技术方面实现了自主可控。

我们在气候变化规则下的很多产业发展已经占据了领先优势,可再生能源投资、装机量、发电量全球第一,专利数全球第一,18 年装机占到了全球 50%以上,形成了“全产业链压倒性优势”。

低碳转型促进传统产业依靠科技创新实现产业结构升级和附加值提升。以钢

铁行业为例，行业的低碳转型将很大程度上依赖于新技术的发展和创新，其中既包括工艺结构改造、余热余压利用、氢冶金等行业自身的技术更新，也包括 5G 大数据管理、碳捕捉、封存和应用技术、清洁燃料运输等跨行业技术突破。

三、不同行业需要针对性投资思路

我国 CO₂ 排放量接近 100 亿吨，主要分布于能源、工业、交运、建筑四个主要产业，其中能源部门和工业部门合计占碳排放总量的 81%，也是实现减碳目标的重点领域。总结各类报告的观点，我们认为实现碳中和的目标主要有四大途径：

一是能源零碳化和电气化：电力领域零碳化和工业、交运电气化是实现碳中和的核心路径，仅电力领域占全部碳排放的 30%；

二是技术改造和能效提高：应用于碳排放较高的各个领域，主要通过技术进步降低耗能和碳排放；

三是需求减量：主要是工业领域通过废弃金属回收、混凝土回收、塑料再生等手段减少产品生产，实现碳减排；

四是碳捕捉：主流观点认为，实现碳中和过程中，化石能源难以被完全替代。预计在碳中和状态下，在能源、工业领域仍有一定规模的碳排放需要碳捕捉（包括农林业碳汇）予以吸收。

实现碳中和目标可带动百万亿规模的投资。根据不同机构的测算，尽管有些曲线不一样，但大致上我国实现碳中和目标所需的总投资规模大约在 90~140 万亿之间，绿色投资年化需求相当于每年约 1%-2% 的 GDP。

分行业来看，新增投资主要分布于能源、交运、建筑等碳排放占比较高的领域，分别占新增投资的 49%、27% 和 16%。

细分领域方面，能源领域主要投资于储能、电网、清洁发电、清洁制氢；钢铁主要投资于电炉冶炼、氢冶金；交运领域主要投资于电动汽车电池、充电桩、加氢站；化工领域主要投资于以绿氢和 CO₂ 为原料的碳化工技术。

传统化石能源相关产业无近忧、有远虑。为实现全球碳中和，我们认为传统化石能源相关产业短期问题不明显，长期会存在一定的忧虑。

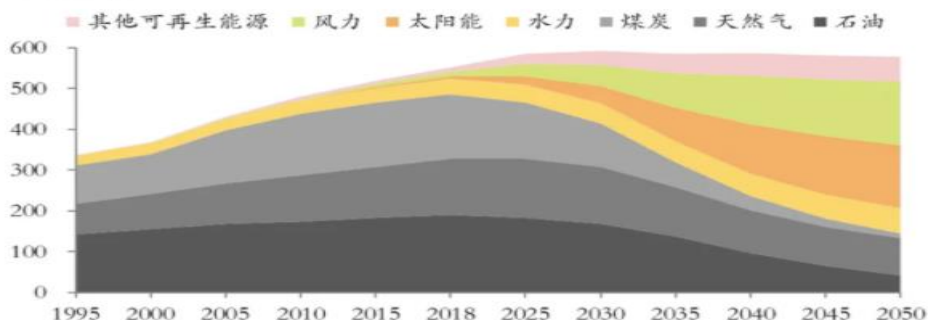
根据 BP 的预测（图 6），全球 2050 年碳中和的情景下，化石燃料占比将从目前的超过 80% 下降至不到 20%，其中煤炭和石油用量显著下降，剩余部分主要用于工业生产，天然气用量保持相对稳定，其中过半将用于配套碳捕捉技术（CCUS）的电力和氢能生产。

能源结构剧变之下传统化石能源长期价格中枢将收缩：能源结构变革中，一方面是电能增速抬升，光伏风电不仅吃掉增量，更替换存量；另一方面大量化石能源需求永久性终结，石油失去 60% 需求，煤炭失去 55% 需求，长期价格中枢收缩。

图6 BP预测的2050年碳中和情景下一次能源结构

全球2050年碳中和情景下一次能源结构预测

数据来源：BP



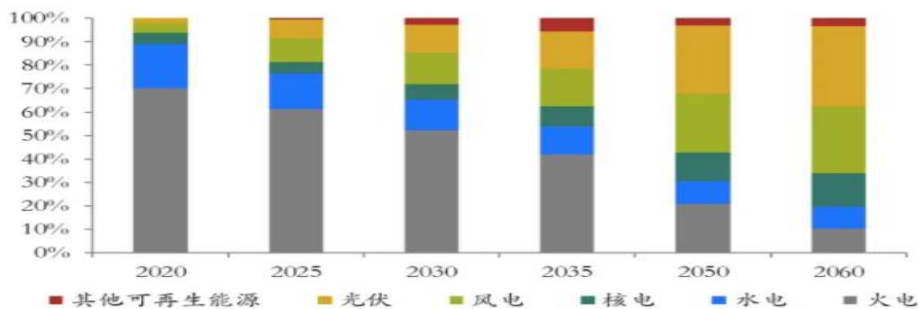
同时，电力系统的转型带来了长期确定性的成长空间。

首先，新型电力系统将转向以新能源为主体：在 2060 年碳中和的约束下，电力结构的变化路径更加清晰，国内火电发电量占比预计将从目前的接近 70% 逐渐降低到 2060 年的 10% 左右，风电、光伏将逐步成为电力系统的主体能源（图 7）。

电力系统清洁化趋势带来相关产业长期增长空间确定：构建以新能源为主体的电力系统将给新能源产业带来长期巨大的市场空间，不仅包括主体的风电、光伏，更包括电网配套的储能、应用端的生物燃料、氢能、电动车等领域。相关行业市场空间大，技术或政策驱动下可能会有爆发式增长的机会，长期趋势比较确定。

图7 2060年碳中和目标下电力结构预测（发电量占比）

2060年碳中和目标下电力结构预测（发电量占比）



另外，重工业部门会出现短期环保控产，长期关注技术变革的趋势。

达峰阶段，重工业的措施主要以节能、控产为主，短期来看类似供给侧改革逻辑，产业集中度提升：一方面，通过限制新增产能和淘汰落后产能，有助于进一步提高行业集中度；另一方面，对环保和能耗要求的提高需要大量的资本开支和碳排放支出，实际上只有盈利稳定的头部企业能够负担得起，而产品碳足迹有可能给标品带来新的溢价能力（低碳钢铁、低碳水泥、低碳原油等）。

碳中和阶段，重工业和重交通领域均需要大量的技术变革，可能对产业格局产生较大的影响：

长期来看，工业和交通部门碳中和的实现将极大程度上依赖于创新技术的发

展（包括氢能、碳捕集技术、合成燃料技术等），生产要素和生产方式的巨大变革有可能直接影响产业的空间和竞争格局。我们认为长期利好有资金、技术实力、管理优势的行业龙头企业，全球限产背景下，国内龙头有望抢占海外市场

根据以上讨论，我简单总结一下，将相关的行业机会分成四类放入平面坐标，横轴是利空和利好，纵轴是生产方式的变革或者是产业颠覆性的变革。每一个象限中的投资逻辑有不同侧重点：

第一象限（利好+产业颠覆性变革）主要是电力系统的清洁化趋势带动相关产业长期决定性的增长，包括光伏风电设备，电动车产业链、储能、氢能源产业链、可降解塑料、碳捕集封存和利用技术，需关注关键政策或技术变革带来的行业景气拐点的变化；

第二象限（利空+产业颠覆性变革）主要是传统化石能源相关的一些行业，包括煤炭-火电、石油、天然气，它们供需平衡更加脆弱，长期来看需要寻找转型机会；

第三象限（利空+生产方式或应用范围变化）主要是工业部门，包括钢铁、水泥、石油化工/煤化工、交通运输等，短期来说具有供给侧改革逻辑，长期主要看生产方式变革和技术创新带来的突破。公司分化会进一步加剧，龙头公司投资机会更好；

第四象限（利好+生产方式或应用范围变化）主要是新能源电力运营、核电、装配式建筑、电网建设、节能环保、5G 应用端等受益于碳中和趋势下政策刺激的细分领域，行业的运营逻辑受到碳中和背景的强化，需要密切关注政策落地时点，把握投资机会。

此外，在高质量发展模式下，我们需要更加注重 ESG 投资。ESG 评分高的行业，更加代表未来高质量发展的方向。

以 Wind 全 A 可持续 ESG 指数为例，消费、信息技术、医疗保险、工业等行业占比居前。究其背后原因，是因为可持续投资的方向与高质量发展方向具备一致性。

例如，环境因素 E，传统重化工业、周期行业对生态环境更不友好，得分通常较低；社会因素 S，劳动密集性行业比资本和技术密集性行业更容易产生劳动纠纷等；“to C”的消费行业则更重视自己的品牌形象和社会形象；公司治理 G 方面，公司治理完善的企业效率更高，更容易取得创新突破、引领行业发展。

作者：段国圣

来源：中国金融四十人论坛微信公众号

<https://mp.weixin.qq.com/s/EejeLkDhGc2VZwbboceJQQ>

私人银行业务的风险管理

党的十九大报告提出，要深化金融体制改革，增强金融服务实体经济的能力，健全金融监管体系，守住不发生系统性金融风险的底线。中央经济工作会议再次强调，打好防范化解重大风险攻坚战，重点是防控金融风险。与商业银行传统个人业务相比，私人银行业务更为复杂，面临的风险因素也更为多元，须确立符合私人银行业务发展特征的风险管理战略与体系，切实做好私人银行业务的风险防控工作。

一、我国私人银行业的最新发展

2007年，中国银行率先在北京和上海两地开展私人银行业务，标志着我国私人银行业的开端。伴随国民财富的迅速增长，我国私人银行业在短短十几年间已形成14万亿元的资产规模。即使在近年来经济进入新常态增速放缓的大背景下，我国私人银行业仍保持着两位数的高速增长。

根据中国银行业协会与清华大学五道口金融学院发布的《中国私人银行发展报告（2020）》，截至2019年底，我国在岸私人银行业的资产管理规模（Asset Under Management, AUM）从2018年底的12.26万亿元增至14.13万亿元，增长15.25%；客户数量从2018年的87.51万人增至103.14万人，增长17.86%。

以信贷业务为主的传统商业银行业务，主要依靠存贷款息差获取净利息收入，具有重资产、重资本等经营特征；而私人银行除经营存贷和结算等传统业务外，还提供各类金融和非金融增值服务，涉及信贷、投资、外汇、保险、信托、慈善等多个领域。在经营模式上，私人银行业务收入来源以管理费和手续费为主，具有轻资本、低波动、高价值等特征，是商业银行业务转型的重要方向。

二、私人银行业务的风险分类

私人银行业务较为复杂，风险呈现多样化特征：既包括私人银行客户层面的操作风险，也涵盖与投资产品相关的信用风险、市场风险、流动性风险与境外风险，还涉及市场环境与管理环境变化所带来的声誉风险、合规风险和网络安全风险等。

操作风险是指由于人为失误、技术缺陷或不利外部事件所造成的损失的风险。巴塞尔新资本协议将操作风险分为由人员、系统、流程和外部事件引发的四类风险。私人银行业务具有客户资产来源复杂性、信息私密性、业务综合性等特征，这使其成为反洗钱风险的多发之地。资产配置、家族信托、税务规划等综合化业务的开展，进一步加大了私人银行反洗钱风险管理的压力。

私人银行还应谨防与产品相关的市场风险、信用风险、流动性风险与境外风险。虽然大部分私人银行业务属于中间业务，与投资产品相关的风险损失主要由客户承担，但如果客户的投资收益目标未能实现，也很容易转化为声誉风险。

声誉风险是指由商业银行经营、管理及其他行为或外部事件导致利益相关方

对商业银行负面评价的风险。声誉是金融机构重要的无形资产，对私人银行业务发展有着重要影响，是关乎客户黏性的重要因素。声誉风险具备易发生和易传导的特征，银行各类风险都有转换为声誉风险的可能性，从而决定了风险管理工作更为复杂。近年来，随着新媒体传播渠道多元化、客户监督言论自由化、新媒体舆论引导复杂化，负面事件通过媒体的传播、发酵，都有可能演化成舆情事件，将涉事银行推上舆论的风口浪尖。

合规风险是指银行因未能遵循法律法规、监管要求、自律性行业准则以及适用于银行自身业务活动的行为准则，而可能遭受法律制裁或监管处罚、财务损失或声誉损失的风险。私人银行涉及业务种类多样，同时存在着较多的创新型业务。多样的业务形式决定了私人银行需要遵循的法律法规、监管要求、自律性行业准则是多重且全面的。这给私人银行的合规风险管理提出了更高的要求。

网络与 IT 风险在数字化时代给私人银行带来了新的风险管理挑战。数字化转型是近年来商业银行的战略重点，银行运用人工智能、大数据、区块链、云计算等金融科技手段，在支付结算、借贷平台、智能投顾、客户身份认证等方面不断创新，有效实现了成本节约和效率提升。数字化改变了私人银行的外部环境，风险也随之增加。网络攻击、数据欺诈或窃取、关键信息基础设施故障等潜在威胁可能会给私人银行及其客户带来不必要的损失。金融科技带来的新型风险值得私人银行进行重点关注。

三、私人银行业务的风险管理体系

防范金融风险、切实依法合规、全面服务实体经济和社会发展，是私人银行应履行的使命和承诺。强大的风险管理能力能够支撑业务创新与发展，帮助私人银行打造面向未来的竞争力和发展韧性。做好私人银行业务的风险管理工作，需要完善顶层体系化设计，打造私人银行防范风险的“银行高管层—私人银行部—纵向跨部门”多层次风险管理体系。

身处战略高点的银行高管层应重点关注私人银行风险战略与制度规划，在商业银行的整体框架下进行风险战略的体系化设计与实施。具体包括确定私人银行的风险文化及风险偏好、完善风险管控体系及职责分工、健全风险管理流程与系统应用、建设专业人才队伍及与风险挂钩的业绩考核机制、建立全面的审计内控跟踪机制等。

身处业务前线的私人银行部更了解业务规律，应做好业务与产品合规的把控。部门领导层应遵循并贯彻行外监管与行内制度，对部门风险防控负全面领导责任。私人银行风险合规团队是风险防线的第一道守卫者，负责设计和开发风险监测、评估、评价、报告和处理的工具与系统。基于监管和法规实施合规审查，私人银行业务经营团队是风险第一责任人，应在客户管理、渠道管理、产品设计运营等工作中实施风险控制与缓释措施，确保所有经营活动合规进行。风险合规团队与

业务经营团队应协力构建合规流程，在新产品与新业务的风险评估、外部产品服务准入的风险审议、客户投诉与法律纠纷、消费者权益保护、风险内控文化建设与培训等方面加强管理，打造事前谨慎防范、事中快速响应、事后监测评估等覆盖全生命周期的管理机制，做好应急处理预案。

私人银行部与银行风险管理部、法律合规部、稽核审计部的跨部门合作是风险防范的最后一道防线。私人银行部须加强与风险管理部的密切协作，遵循银行统一的风险管理政策，了解最新风险发生规律及趋势变化，有效利用全行应急处置与预警机制，将私人银行风险管理落到实处。私人银行部应积极协同法律合规部，落实法律与合规要求，主动管理风险并与监管良性互动。私人银行部要主动接受稽核审计部“体检”，支持稽核审计部开展独立客观的审计检查，并根据审计要求进行制度优化、流程改进和系统完善。

四、私人银行业务的风险防范

做好客户管理，严防洗钱风险。私人银行应实行与普通个人账户差异化的客户接纳流程，进行客户全生命周期管理，在准入阶段和存续阶段持续防范洗钱风险。防范洗钱风险首先要严格把好客户准入关，在开户前通过客户经理 KYC（Know Your Customer）对客户财富来源的合法性进行评估，结合系统后台的客户风险等级、黑名单命中情况等反洗钱信息，判断是否符合准入标准，以及是否需要更高层级的审批工作。在存续期，通过分析客户的证件类型、职业、工作单位、住所地、交易信息等对客户反洗钱风险等级进行分类评级，对不同洗钱风险等级的客户反洗钱尽职调查实行分级审批和管理，并根据风险等级划分回检周期，对高风险级别的客户进行高频率定期检视。通过制定客户反洗钱风险动态监测系统，对客户身份信息、财富来源、交易数据等进行智能监测，对异常或可疑行为进行预警，并推送至相应人员对客户采取加强型反洗钱调查跟踪。

加强产品控制，建立全生命周期管理模式。私人银行应建立独立于表内业务的代销产品风控评审体系和完善的全生命周期管理机制，贯穿产品的售前、售中、售后阶段，对产品准入、尽职调查、产品评审、产品发行、存续期管理等关键环节进行制度化规范。银行可成立零售代销产品委员会，在产品引入阶段对拟代销产品进行审议。私人银行可对代销机构实行名单制管理，每年对“白名单”机构进行复检，如合作机构出现严重违规、代销产品管理不当等问题即列入“黑名单”，进行有序退出。在产品存续阶段，实施穿透到底层资产的风险管理和常态化的报告排查机制。对底层资产风险进行定期监测，按周发布异常指标、信用风险预警；按季度对市场风险、信用风险、操作风险进行全面排查，出具专项报告呈相关委员会审阅。

建设人才队伍，严控违规理念源头。在人才方面，聘请具有风险制度设计、风险模型搭建的专业人员，建立健全风险管理制度，强化风险识别与化解能力。

在员工合规、风险意识引导方面，组织全体员工签署合规承诺书，强化内部合规培训和宣导，开展员工异常行为排查，并将违规行为进行积分管理警示教育。在人员内部选拔与晋升方面，将惩戒情形列入规避范围，明确合规管理导向，建立风险管理与合规文化。

以薪资绩效为工具，纠正员工的冒险倾向。在产品驱动模式下，为最大程度地控制产品引入与设计过程中的风险，私人银行应施行稳健的薪酬制度。通过薪酬延期支付等方式将员工绩效与风险挂钩，抑制产品设计激进、资产配置与客户风险承受能力不匹配等问题。延期支付期间如出现风险事件，则根据事件的属性、风险容忍度等暂停或扣减发放延期支付部分薪酬。如果风险损失特别严重，则须对已发放的薪酬进行追索。

创新与风控兼顾，打赢数据安全防御战。数字化转型实现了降本增效，但数据安全事故会对私人银行和客户造成难以估量的损失。保护数据安全不仅需要私人银行机构加强系统建设、提高科技防御力、抵抗外部恶意攻击，更需要每一位员工具备数据安全意识，做好客户的隐私保护。私人银行应平衡业务创新与风险控制工作，在设计数字化新业务时，同步规划、设计和运营内嵌必要的安全措施，并做到实时监测、适时调整，以控制新业务的风险，为客户营造便利、高效、安全的数字化服务环境。

作者：高皓，许嫒

来源：中国金融杂志微信公众号

https://mp.weixin.qq.com/s/dRWzNxtuu_1EqB7_VKnzbg

杨东宁：持续加强银行理财业务专业化监管



日前，中国银保监会创新部主任杨东宁出席中国理财网·理财 20+论坛时表示，随着资管新规、理财新规等政策落地完善，银行理财业务按照监管有序整改，取得了阶段性进展。理财登记托管中心对促进市场稳健发展起到重要作用，银保

监会持续加强银行理财业务专业化监管，将保护投资者合法权益放在更加重要位置，坚持金融创新的审慎监管前提，严格查处违法违规行为，筑牢风险底线意识。

核心观点：

➤净值型产品发行力度大大增加，同业理财规模和占比持续压降，多层嵌套等拉长融资链条的行为明显减少，影子银行风险显著收敛。

➤理财登记托管中心成立以来，始终坚持服务监管、服务市场、服务投资者的职能定位，在协助加强理财业务监管、促进理财业务规范发展、加强投资者权益保护等方面发挥了重要作用。

➤银行和理财公司要把投资者适当性作为业务的核心标准，准确评估风险偏好和实际承受能力，把合适的产品销售给合格的投资者。

➤坚决打击偏离实体经济需求、追求短期效益、信息披露不透明、规避金融监管等“伪创新”“乱创新”行为。

➤银保监会将保持政策定力，以资管新规确立的统一标准和改革方向为准绳，严肃查处刚性兑付、多层嵌套、池化运作等违法违规行为。

以下为杨东宁主任发言全文：

理财业务承载着银行改革转型、应对挑战的压力和责任，更肩负着服务实体经济、承担人民财产托付的光荣使命。新发展理念对资管业务提出了更高要求，需要业界主动发挥金融资源配置高效、透明等优势，为支持直接融资体系建设，拓宽居民财产性收入渠道，提高服务实体经济质效作出更大贡献。

一、银行理财业务转型发展取得初步成效

随着资管新规、理财新规等政策落地完善，银行理财业务按照监管有序整改，取得了阶段性进展。2018年12月，银保监会发布了《商业银行理财子公司管理办法》，着力推动银行理财业务的子公司制改革，并按照“成熟一家、批准一家”原则有序批设银行理财公司。

到2020年底，已有24家理财公司获批筹建，其中20家已正式开业。各家理财公司按照资管新规政策导向，积极主动回归资管本源，坚持公开、透明、简单、净值化的产品定位，夯实内部管理基础，稳健推进创新，更加注重投资者适当性管理，各项业务开展平稳有序。

截至2020年末，银行及理财公司理财产品合计余额25.9万亿，同比增长6.9%。与此同时，理财产品的结构也得到持续优化。其中，净值型产品发行力度大大增加，同业理财规模和占比持续压降，多层嵌套等拉长融资链条的行为明显减少，影子银行风险显著收敛。

二、理财登记托管中心对促进市场稳健发展起到重要作用

理财登记托管中心成立以来，始终坚持服务监管、服务市场、服务投资者的职能定位，在协助加强理财业务监管、促进理财业务规范发展、加强投资者权益

保护等方面发挥了重要作用。

一是加强投资者教育和权益保护。中国理财网作为理财产品查询的唯一指定平台，积极有效发挥着理财产品信息披露、投资者保护等职能作用。通过中国理财网核实所购买的理财产品是否为银行发行的正规理财产品，广大理财投资者可以有效防范虚假理财和“飞单”。

二是协助加强理财业务监管。托管是监管的第一道防线。近年来，理财登记托管中心不断完善托管系统和理财登记信息系统建设，研究建立理财风险监测体系，加强数据治理，为实现理财产品全生命周期穿透式监管发挥了重要支持作用。

三是促进行业交流和规范发展。去年以来，理财登记托管中心通过搭建行业交流平台，为行业长远发展建言献策，通过举办专业研讨会、培训班等活动，积极助力机构提升专业能力和内部管理的制度建设。

三、银保监会持续加强银行理财业务专业化监管

资管新规是党中央、国务院作出的重大决策部署，理财改革是落实资管新规的重要举措，为推动资管业务回归本源指明了方向，确立了基本规矩。

一是将保护投资者合法权益放在更加重要的位置。银行理财业务涉众范围广，主流客户风险偏好审慎。银行和理财公司要把投资者适当性作为业务的核心标准，准确评估风险偏好和实际承受能力，把合适的产品销售给合格的投资者。同时，重视帮助投资者树立科学的风险观和收益观，合理塑造投资预期，理性看待净值波动。

二是坚持金融创新的审慎监管前提。坚持将“是否有利于支持实体经济、是否有利于防范金融风险、是否有利于保护投资者合法权益”作为衡量标准，坚决打击偏离实体经济需求、追求短期效益、信息披露不透明、规避金融监管等“伪创新”“乱创新”行为。

三是严格查处违法违规行为，筑牢风险底线意识。银保监会将保持政策定力，以资管新规确立的统一标准和改革方向为准绳，严肃查处刚性兑付、多层嵌套、池化运作等违法违规行为。督促理财公司建立健全内部控制管理体系，提高经营管理水平和风险防范能力，促进理财业务规范健康和可持续发展。

“十四五”是中国财富增长的关键时期，也是实现民富的关键时期。希望包括理财登记托管中心在内的行业机构当仁不让发挥作用，共同集合智慧，凝聚共识，助力百姓理财，切实推进银行理财业务健康可持续发展。

来源：中国财富管理 50 人论坛微信公众号

<https://mp.weixin.qq.com/s/xvXUIQoo82E5uTUCMTdlJg>

刘寒星：如何在社保基金做价值投资？

过去 20 年，巴菲特执掌的伯克希尔·哈撒韦公司的年化收益率为 8.26%。而社保基金 2019 年末资产总额已达 2.63 万亿元，自 2000 年成立以来的年化收益率达 8.14%，这一业绩放在全球范围内都是比较领先的水平。

现任全国社会保障基金理事会股权资产部（实业投资部）主任刘寒星对《北大金融评论》说，社保基金是中国为应对未来老龄化高峰挑战而创建的国家战略储备基金，这就决定了社保基金在投资过程中，必然要更加谨慎地处理好收益与风险之间的关系。

2008 年 4 月，刘寒星自交通银行北京分行副行长任上转赴社保基金。资管领域工作 13 载，他个人认为，投资是“事前讲科学，事后看哲学”。而纵观刘寒星整个职业生涯，自 1997 年参加工作以来，每一次工作变迁，背后折射出的都是一次次中国金融改革的探索与实践。他相信，“人生天地间，长路有险夷”，一切都自有最好的安排。

一、社保基金的科学投研体系

全国社保基金理事会成立于 2000 年 8 月，为社保基金保值增值运营机构。社保基金的资金主要来自中央财政，是战略储备基金，用于人口老龄化高峰时期的养老保险等社会保障支出的补充、调剂。

加入社保基金理事会后的 13 年间，刘寒星历任社保基金理事会办公厅主任、规划研究部主任、股权资产部（实业投资部）主任，经历了社保基金股权投资在监管、风险和收益之间多重约束下的一系列拓展和创新。他所在的社保基金股权投资团队 20 年来有效创造了绝对收益：截至 2020 年末，直接股权投资累计超过 2500 亿元，PE 基金累计认缴投资近 1000 亿元，资产合计约 3500 亿元，累计投资收益超过 2000 亿元。出色的投资业绩，让一直低调稳健的社保基金备受全市场关注，一举一动都吸引着市场的目光。

刘寒星说，社保基金之所以能形成独特的竞争力，主要有以下原因。一是社保基金奉行长期投资、价值投资和责任投资理念，实现了知行合一。二是社保基金深入研究大类资产的风险收益特征及关联性，在战略资产配置（SAA）、战术资产配置（TAA）以及纪律性再平衡方面形成了一整套科学的资产配置体系。三是社保基金有严格的投资纪律，摆脱恐惧、贪婪等人性负面因素影响，能根据市场变化及时做出调整。四是社保基金是长期基金，较少受流动性等因素限制，能够比较完整纯粹地运用资产配置理论指导投资。

在直接股权投资上，目前社保基金主要投向金融、能源、基础设施等领域，是所投领域内众多大型优质企业的主要股东之一。在私募股权投资方面，社保基金与 IDG、高瓴、红杉等头部 PE/VC 机构开展了深度合作。当前，股权投资团

队正在根据国家“十四五”规划和 2035 远景目标适当调整优化投资策略，积极进入碳达峰、碳中和及新能源等相关领域。

前述投资原则中，责任投资尤为值得注意。数据显示，美国 2020 年资本市场管理的资产中，约三分之一考虑了可持续性问题（包括 ESG 投资）。中国也已有 51 家机构加入联合国责任投资原则组织（UNPRI）。“社保基金投资理念中的‘责任投资’其实就是 ESG 投资原则的一种应用。”刘寒星说，社保基金在国内投资机构中较早就提出了责任投资的理念，去年又成立了 ESG 投资的专项课题组，开展系统性的研究，加速推动 ESG 投资原则在中国资本市场的落地。

“任何一家资产管理机构，都应认真对待 ESG 并加以实践。”刘寒星说，为什么发达市场很多资管机构都要主动加入 UNPRI，因为如果资管机构不采纳 ESG 原则，委托人很可能不会把资金委托给这些机构，从而形成买方制约。他认为，基于对委托人负责的信义责任，资产管理机构要对应用 ESG 原则后的投资绩效进行回测，观察是否有超额收益，这在欧洲和日本市场已经得到了验证。

二、市场泡沫与波动的理性思考

作为大型机构投资者，如何通过价值投资选择标的很重要。刘寒星的做法是，投资应“事前讲科学，事后看哲学”。投资者买的不仅是一种权益类金融工具，而是整个公司，买入前一定要看懂被投公司的商业模式、发展前景及高管团队。他从反面举例说，一家公司垮掉的原因不外乎以下几种：商业模式崩溃、公司管理无序、经营战略错误。

作为科技创新的重要融资平台，科创板当前平均市盈率远高于其他板块，有市场观点认为其正在累积泡沫。刘寒星认为，判断这个问题要基于比较长的周期观察，至少 3 到 5 年。科创板开板两年多来，在改善上市企业质量、推进资本市场改革创新方面取得了很大的成绩，为股权投资人提供了很好的退出渠道。随着产业结构不断转型升级，越来越多的科创企业正在支撑起中国科技创新的蓝天，刘寒星认为“科创板的项目来源还是比较丰富和坚实的”。至于科创板上的泡沫问题，他认为，“这是一个啤酒没有泡沫还好不好喝的问题”，例如在千禧年互联网泡沫破灭时，亚马逊股价最大回撤曾超过 90%，但现在亚马逊在全球电商、云计算等领域的影响力有目共睹，是全球市值最高的十大公司之一。“所以，这个事情还是要全面地、历史地去看”。

刘寒星对科创板充满信心。从一级市场投资的角度，投资人看重的是企业的产业逻辑、价值增长。科创板带来了很好的交易机会，股权投资人可以选择适时减仓退出，还可以选择长期看好、积极加仓。从二级市场投资的角度，作为超级大型经济体，中国在人均 GDP 达到 1 万美元关口时储蓄率仍能保持在 40% 以上，这在各国经济史上是绝无仅有的。93 万亿元居民储蓄转化为投资的过程会给资本市场发展带来源源不断的动力。他认为，“随着多层次资本市场的改革发展，

一二级市场联动是一个非常好的投资策略”。

作为一个坚定的价值投资者，刘寒星非常认同巴菲特的投资哲学。巴菲特曾撰文指出“影响投资结果的两个重要变数之一，那就是利率。利率之于投资就好比地心引力之于物体：利率越高，向下牵引的力量也就越大”。

近年来，全球低增长、低通胀和低利率现象引发普遍关注。刘寒星认为，低利率正在深刻影响经典投资理论在实践中的应用。首先，低利率会带来风险偏好的提升，大类资产的相关性也在上升。经典投资理论中，股债是可以对冲风险的，但现在股票、债券、商品、汇市经常共振，给大类资产配置带来了很大的挑战。其次，低利率伴随着流动性极度宽松，带来资产配置力量的壮大。配置资金主导市场后，会不断推高市场，每一次剧烈调整后都会有配置盘进场，市场走势表现为熊短牛长，形成坚硬的买方泡沫。这一现象值得投资人警惕。“2009年以来的美国资本市场，是典型的买方泡沫市场，和2008年之前不太一样。”刘寒星指出，卖方泡沫的特点是金融产品结构十分复杂、金融机构自营和代客交易没有有效隔离，2008年世界金融危机后出台的沃尔克规则对此进行了规范。

他表示，今年以来，中长期美债收益率迅速攀升，全球的大类资产估值可能也会面临调整、分化，“这种分化就是大类资产涨跌的周期位置不一致，那个时候可能又会回到传统经典理论上面去，可以做一些对冲的选择”。

三、PE 投资在中国金融体系中的深层次意义与未来

过去十年，私募股权投资在中国发展迅速，今年1月规模已达9.9万亿元。在PE领域深耕十余年后，社保基金已然成为国内最重要的人民币LP之一。

刘寒星所在的股权资产部，重点工作之一是PE投资。他认为，PE之所以能在中国大放异彩，重要原因之一是监管比较适度，同时PE自身也独具魅力。作为积极股东，PE基金可以对企业全面有效赋能，比如协助企业对接政府资源或资本市场、规范公司治理结构、促进上下游产业链协同乃至高管招聘等。“类似于传奇教练米卢曾连续4届带领不同国家队打入世界杯，原因是他经验丰富、深谙足球玩法，顶级PE在赋能企业这一点上也是类似的”，刘寒星指出，成功的PE投资往往可以孵化出行业内的隐形冠军、头部企业，或者高估值的独角兽，乃至巨无霸公司。

在他看来，作为金融工具的PE还有利于缓解金融抑制，实现金融深化。一般而言，PE是国民经济发展到一定阶段、金融市场建设达到一定高度后才出现。美国经济学家麦金农和爱德华·肖的“金融抑制论”认为，政府对金融活动和金融体系的过多干预抑制了金融体系的发展，而金融体系的发展滞后又阻碍了经济的发展，从而造成了金融抑制和经济落后的恶性循环。目前，全球PE投资最活跃的两个市场是美国、中国。刘寒星说，这与两国经济发展程度和金融深化程度密切相关。PE可以有效推动产融深度结合，让金融资本深度拥抱产业资本，

让投资者深度拥抱企业家。

“当然 PE 的发展也需要克服一些问题，比如盲目追求基金规模导致投资行为异化”，刘寒星指出，从 LP 的角度看，如果基金管理人团队投资能力真的比较强，能够驾驭得了大体量的资金和项目，也是值得投资的。否则，PE 投资的激励机制从 Carried Interests（业绩报酬）模式转为 Management Fees（管理费）模式，管理人很难有动力去挖掘优质企业、为 LP 创造超额收益。

对于 PE 投资的未来十年，刘寒星认为伴随中国经济的持续增长，国内市场很可能出现黑石集团这样的顶级资产管理机构，投资范围也不局限于中国，而是面向全球，实现全频谱投资。

四、拥抱变化的人生哲学

中国的证券市场开始于 1990 年，上交所、深交所先后获批开市营业。同年，刘寒星考入北京大学，就读于经济学院国际金融专业。17 岁的他当时还不知道自己以后的人生会和金融改革交织在一起。

求学期间，刘寒星广泛阅读书籍。彼时经济学初入门的他，便在图书馆借了一本硬核的大部头——凯恩斯的《就业、利息和货币通论》，“坦率讲，当时确实读不太懂，是抱着一种膜拜的心情在硬啃”。除了研读专业书籍，他还很喜欢翻“闲书”，“北大文史哲都很强，如果你想读一些其他方面的书，听其他专业的讲座，是很容易实现的”，这对提升人文素养、完善综合素质大有裨益。

大学毕业后，刘寒星 1997 年到 2008 年间主要在银行系统内工作，先后在中国人民银行、中国银监会、交通银行任职。他回忆道，自己的职业生涯与金融改革很有缘，改革、效率、生态成为他记忆最深刻的三个关键词。

“改革”和“效率”是紧密联系在一起，1997 年到 2008 年十年左右的时间里，中国经济占世界经济的比重从 3.06% 上升到 7.21%，翻了一番多。在 GDP 的迅速上升期间，中国金融改革释放了非常多的潜力。他以自己的经历为例：1997 年进入中国人民银行昆明市分行工作，一年后回到总行，时值人民银行管理体制的改革，撤销省分行，跨行政区域设立大区分行及营业管理部；2003 年金融监管体制改革，设立银监会，刘寒星随之履新银监会；一年后，国有商业银行改革拉开序幕，他又来到改革的先行者交通银行工作。在这个要素驱动增长的时代里，除了人口红利的支撑外，金融资源的配置效率发挥了重要作用，“无论是宏观调控手段的创新发展、金融监管体制的完善还是金融机构经营管理的改革，都释放出了巨大的金融资源，有效缓释了金融抑制，支持了实体经济的快速发展”。

至于“生态”，刘寒星仍记得，工作之初去商场时，看到的是收银台上摆放着各家银行的 POS 机，金融支付环境相当杂乱，那时根本无法想象现在这样便捷、高效的手机网络支付。窥一斑可见全豹，上世纪 90 年代金融业还处在发展的早期阶段，金融生态也比较简单粗放。随着金融改革的推进，金融工具越来越

丰富、金融产品渗透率越来越高、消费者的金融意识也越来越强，金融生态不断升级完善。刘寒星表示，虽然目前金融业在风险管理、产品创新、绿色金融、消费者保护方面还有很多不足，但他相信，随着“十四五”规划和 2035 远景目标的落实，金融业将继续深化改革、不断提高效率，金融生态也会建设得更加完备、更可持续。

从银行业到资管业，从监管口到业务口，刘寒星要努力适应不同的岗位、不同的部门甚至不同的地域文化，挑战必然会有。但他认为“君子不器。年轻人在职业生涯的前期，要注重培养自己的适应能力和可塑性，在变迁中找准自己的定位”。2013 年，他参加博士服务团项目支援西部省区建设，挂职银川市委常委、政府副市长。“银川一年的工作经历，对我帮助非常大”，刘寒星回忆，“深入基层，你才会发现，中国的老百姓是多么善良，他们对美好生活的向往又是多么真诚，他们对于生活的执着精神激励着每一个想要有所作为的人”。

每一个和刘寒星深入交流过的人，都很难不注意到他身上同时闪耀着投资者的灼灼智慧和人文关怀者的谦逊品格。当被问及如何应对人生的起伏时，他答道：“人生天地间，长路有险夷。有的时候努力奋斗、取得进步，你会感受到‘骤雨打新荷’的畅快；但有的时候可能不尽如人意，就要有‘笑看海湖秋’的器量，学会等待和忍耐。放开怀抱、眼光长远，才能不断提升人生境界，才能对社会、对国家做出更多贡献。如果有机会，要勇于拥抱变化，因为墨守成规可能会错过看到精彩风景的机会”。

作者：钟龙军，本力

来源：北大金融评论杂志微信公众号

<https://mp.weixin.qq.com/s/jTgbUjHnChD9L9ANMSSRQw>

★财商教育专栏

国外青少年财商教育研究概要及其启示

经过 30 多年的快速发展，中国已成为世界三大经济体之一、世界第一大贸易出口国、世界第三大债权国，GDP 位居世界第二。在实体经济领域，中国事实上已经在一定程度上掌握了世界经济某些领域的主导地位，成为了一个经济大国，但距经济强国还有不小的差距。金融体系的落后已成为掣肘经济发展的最重要原因之一，金融体系落后的主要原因是因为金融人才的匮乏与教育的落后，尤其是我国对青少年的财商教育存在着严重缺失。据《2012 中国少儿财商调研》白皮书显示，中国孩子财商教育严重缺乏。导致的后果使我国青少年在理财、消费理念

上产生许多误区和不良后果，国民整体的财商水平不高，为了中国经济建设稳步推进，跟上瞬息万变的经济发展节奏，财商教育刻不容缓。

一、财商教育的概念及其重要性

现代商业社会中，理财能力就是生存能力。财商已成为继智商、情商之后又一被广泛认同的现代社会人的基本素养之一。财商是由罗伯特·清崎（Robert Toru Kiyosaki）最先在《穷爸爸，富爸爸》一书中提出的。他认为，财商是理财的智慧，包括两方面的内容：正确的金钱观、消费观等理财观念与正确使用、获取金钱的理财能力。对于青少年来说，财商应是为了更好地享受未来生活，成功处理与物质世界的关系而积淀下来的综合素养。

作为人的基本素养之一，财商与智商、情商同样重要。智商（IQ）反映人作为“自然生物”的生存能力，是一种生活在这个世界上方法论，更多代表着人与自然世界之间的关系；情商（EQ）反映人作为“社会生物”的生存能力，代表着人与人之间的关系；而财商（FQ）则是人作为“经济生物”在经济社会中的生存能力，代表着人与客观物质之间的关系。财商、智商与情商已经被西方教育学家列为“三商教育”，成为必不可少的人生成功要素。随着经济的飞速发展，财商教育越来越受到全社会的重视。

财商教育是指培养受教育者经济素养的一系列教育活动，是一项为受教育者提供基础理财知识的普及性教育。教育内容覆盖财经素养、理财能力与知识和理财产品行等多个方面；它是一门融合了经济学、金融学以及社会学、心理学、教育学等多门学科交叉的学科。从组织架构体系来看，它由政府、学校、社会等不同层次部门进行实施，是融合了社会、家庭及学校的教育体系。

二、主要发达国家青少年财商教育

1. 美国的财商教育

美国关于青少年财商教育的探索开始得较早，相对于其他国家的发展更完善、更系统，这与美国社会浓重的商业氛围对教育体系的影响是息息相关的。

（1）家庭教育

美国的父母把财商教育称为“从3岁开始的幸福人生计划”。大多数美国孩子都会接受贴近生活的财商教育，从而使之具备较强的自主能力、金融意识以及基本的物质资源的管理能力。美国家庭普遍采取财商教育的方式有：让孩子从小就做力所能及的劳动，使其明白财富的来之不易；在真实生活情境中引导孩子合理消费，学会计划，学会自我控制；给孩子介绍投资理财与金融产品，帮助他们形成投资意识，掌握初步的投资知识与技能。

（2）学校教育

① 纳入教育体系

《联邦中小学教育法案修正案》（1994年），标志着美国联邦政府正式将财

商教育纳入学校课程体系；而正式把面向全民的财商教育纳入国家法案则是2003年颁布的《金融扫盲与教育促进条例》。之后美国6个州（包括新泽西等）均通过立法，将财商教育列为12年学校教育（小学、中学）的必修课程。

②教育目标

美国的财商教育在青少年的不同阶段有不同的要求，具体而明确：3~4岁能辨别纸币和硬币，辨认币值，并知道金钱并不是无限的；5岁知道钱的等价物及钱的来源；6岁能数钱；7岁会看价格标签；8岁学会储蓄并知道通过自己劳动赚钱，懂得自食其力的道理；9岁能够制订开销计划，并比价；10岁懂得记账、节约以备不时之需；11岁能分辨广告里的真实信息；12岁懂得正确使用银行业务中的基本术语；12岁以后直至高中毕业阶段，则鼓励孩子去从事一些购买股票、债券等投资活动，利用业余时间打工赚钱，从而为以后步入社会做好充分准备。

③课程内容与形式

美国财商教育课程内容丰富，以中小學生为例其财商课程包括：儿童与金钱管理、人生理财、个人财务开支计划、储蓄和投资、金融决策、高中理财计划项目等特色课程。譬如“股票游戏”就是一门非常具有特色的财商教育课程。此课程是美国金融机构于1977年为华尔街的模拟交易开发的，之后全美50个州的4~12年级段都采用了此课程。该课程主要把学生分成若干小组，分配给每小组假定投资本金1,000万美元作为股本，让学生从纽约股市的几百家企业中选择投资对象，进行买卖股票的模拟操作。

④教育活动

美国学校的财商教育，活动可谓丰富多彩，其中最值得一提的教育活动就是对教师的在职培训活动。以密苏里州教师开设的金融讲习班为例，2003年密苏里州政府拨发了1亿美元资金用于本州各学区财商教育的师资培训。为教师开设的财商教育讲习班通常设在以金融见长的大学中，授课教师都是资深的金融领域的专家。采用的授课形式通常是通过引入一个与金融相关的主题活动，在案例活动中传授相应的金融知识与技能，譬如在讲授国家贸易方面中的诸如进出口、贸易壁垒等内容的时候，教师先讲解，后引导、指导学员针对相应知识设计教学内容和活动方式，完成项目学习。

（3）政府措施

①组织保障

在组织保障上，美联储专门开设社区事务办公室与公共信息办公室，具体负责金融基础教育工作，并在12个联邦储备银行设立相关机构，通过项目合作、共享信息和资源的方式，从三个层面——全国性、区域性、项目性，开展内容联系实际紧密、模式引人注目、对象清晰明确的宣传教育活动。

②财力保障

财力保障是财商教育顺利实施的重要保证，为此美国政府通过筹措三方面资金来支撑财商教育的顺利开展：一是自 2009 年起，联邦政府每年给中小学和大学划拨共计 2.5 亿美元的财商教育经费，供其平均分配使用；二是美联储设有财商教育专项基金，资金来源为美联储有偿服务收益的一定比例；三是在美联储与其他机构合作开展的财商教育项目中，部分资金由参加项目的合作机构来承担。

③主要活动

“金融扫盲月”。2007 年起，美国众议院规定每年的 4 月定为“金融扫盲月”（也称为“金融普及月”），旨在促进全国财商教育的推广。在“金融扫盲月”，会举办许多针对不同群体的金融意识、金融知识和金融实务的教育活动；此外，还会有许多金融机构、学校联合举办的金融知识宣传普及系列活动。

网络平台服务活动。www.mymoney.gov 是美国官方网站，是美联邦政府进行网络财商教育的最主要平台。该平台由美国国会自 2003 年建立，并联合 20 个联邦政府机构协同提供各类可靠的金融信息。该网站的突出特点是服务针对性强，分别对青少年、父母、研究人员、教师等不同群体进行信息收集分类与分享，网站还会提供各类课程、简讯、小册子等让公众免费使用。

其他财商教育活动。美联储会定期举办全国性的财商教育校园挑战赛，模拟市场金融活动，组织参观联邦储备银行等财商教育活动，对象涉及中小学及大学在校生。面向国民方面，则采用发行免费手册、报告、宣传单或光盘，开展相关演讲，举办金融知识及论文竞赛，组织参观货币博物馆或国家金库等多种财商教育活动。

2. 英国的财商教育

英国人总是给人以保守谨慎的印象，这种作风也映射到了英国的财商教育理念中，提倡理性消费，鼓励精打细算是英国财商教育的主旋律。

（1）家庭教育

英国孩子往往在家庭生活中被灌输“能省的钱不省很愚蠢”的观念与意识，久而久之使他们养成了精打细算、勤俭度日的好习惯。

（2）学校教育

①纳入教育体系

2008 年，英国政府规定必须对 4~19 岁的中小學生开展金融知识教育，由此正式将财商教育纳入学校教育体系，写入了国民教育教学大纲。2011 年秋季开始，储蓄和理财正式成为中小学生的必修课。

②教育目标

英国学校财商教育设有较为明确的教学目标，具体为以下三个部分：

金融理解力。它指学生能够理解金钱的本质及其功能和用途，其涉及的内容

主要有“钱是什么以及钱的交换”“钱从哪里来”“钱到哪里去”三个方面。

金融胜任力。它指学生能够将所学到的金融知识运用到实际生活中，主要包括“管理好钱财”“花钱和预算”“基本的风险和回报”三个方面。

金融责任感。它指学生能够明白理财决策中涉及的系列道德伦理和价值观问题，主要包括“个人生活选择”“关于钱的更广泛的意义”两个方面。

③内容与形式

财商教育在英国各级学校的实施方式与内容各不相同。在小学，主要是在数学课和健康教育课里传授，还有些学校不以特定的课程形式来传授；在中学，同样是在健康教育课程中传授，还有一部分中学将其纳入商业学习的课程中。北爱尔兰的中学与英国的其他地区有些不同，主要是在家庭经济和生活工作技能等课程里传授相应的金融知识，其中商业学习和家庭经济属于选修性课程。

④教育活动

英国中小学校财商教育活动多种多样，主要有基于财经主题的项目学习、专家讲座、学生建立小型的商业社区、参与经营学校银行、慈善筹款、参与投资竞赛或职业规划建议等活动形式，来让学生了解有关理财的知识和技能，循序渐进将其融入自己的学习和生活之中。

(3) 政府措施

在英国，最主要的财商教育机构是英国金融服务管理局（**Financial Services Authority**，简称 **FSA**），其承担了对公众给予金融权益保护和财商教育指导的职责，并牵头制定国民金融素质规划。

①组织保障

FSA 于 2003 年 10 月成立了“金融能力指导委员会”，专门负责提高国民金融素质的总体规划，并协同有关单位，共同推进财商教育工作。2010 年 4 月成立了“消费者财商教育局（**CFEB**）”，独立、系统、全面地组织开展英国财商教育工作。

②财力保障

英国财政部在普及性财商教育中投资巨大。2004 年 5 月通过金融服务管理局筹集了约 4,000 万英镑的专项资金，2005 年又设立 10 万英镑的“创新基金”，2006 年末增至 20 万英镑，用于奖励在金融知识普及方法、创新方面业绩突出的组织机构与个人。2007 年财商教育预算为 1,150 万英镑，金融危机后逐年递增。如今，英国金融服务管理局每年用于财商教育的支出约为 2,000 万英镑，占其年度预算的 6%~7%。

③主要活动

英国金融服务管理局于 2006 年启动了金融知识宣传普及“七项重点工作方案”：中小学金融知识普及、帮助年轻人树立理财观、工作场所金融知识传授、

消费者金融知识普及、在线理财工具、新婚夫妇理财、金融事务咨询。其中涉及青少年财商教育的内容主要是前两项，具体如下：

中小学金融知识普及。2007年公布的“金融能力调查”报告显示，英国的中小學生是全英金融知识与能力最为缺乏的群体。因此在英国中小学推行“学习金融知识”计划，旨在通过在中小学校实施金融知识普及教育，更有效、更直接地提高未成年人的财商。为了支持此项计划，英国政府划拨1,500万英镑，督促各学校配备财商教育的师资、改善教学设备与条件。

帮助年轻人树立理财观。针对新一代年轻人“月光族”“啃老族”日益增多这一问题，英国金融能力指导委员会于2006年启动了“帮助年轻人树立理财观”计划，希望通过与年轻人熟悉并信赖的金融组织机构开展合作，帮助年轻人培养理财能力。“金融能力指导委员会”已成功与高校、政府机关等开展合作，向青年人提供学习工具及相关支持。譬如“钱博士”的计划，通过培育“钱顾问”，对大学在校学生进行专业金融知识辅导，树立理财观。

3. 日本的财商教育

日本之所以位居世界经济发达国家的行列，与其高度重视早期财商教育有关。日本的财商教育是以学会赚钱、花钱、存钱，和让钱增值为主要内容的。日本青少年的生活中财商氛围浓郁，有利于形成善于理财的品质和能力。

(1) 家庭教育

日本财商教育强调“自力更生，勤俭持家”。日本有一句名言：“一切都要自己劳动获取，除了阳光和空气。”特别是近年来，由于日本经济持续不景气，日本人愈加推崇勤俭持家的理念。

(2) 学校教育

日本政府认为学校应承担起青少年财商教育的主要任务，认为应该让孩子们从儿童时期就开始在实践中学习金融知识与技能。

① 教育目标

与美国有所不同的是，日本学校的财商教育强调的是一种社会责任感，要求学生正视金钱的价值，理性合理地使用金钱，以及正确实惠地预算、合理制定消费计划等相关的财商教育。财商教育的先驱近藤由纪彦先生，是日本在小学阶段亲身践行财商教育的先行者之一，他强调：“打铁要趁热，如果等到小学高年级的课本中才出现指导消费的内容，恐怕积习太深，木已成舟，为时已晚。应从低年级就开始教导一些对金钱的基本看法和想法。”

② 课程内容与形式

日本的中小学校普遍进行正确认识金钱的启蒙教育。东京证券交易所编撰的名为《股票学习游戏》的教材，已被上千所中小学采用。此外，在日本的中学，主题为财商教育的课程内容比较普遍，比如日本大阪的中学采用“储蓄与消

费”“用卡知识”等为主题授课。

③教育活动

日本的学校不仅充分认识到财商教育的价值，并且在学校财商教育实践上也别具特色。比如每班都会选出两个“财商教育干事”，负责有关事宜；学校还按期发行校办的财商教育报刊。青少年成长中心（全球性民间非营利机构），在日本教育部、品川区政府和世界顶级金融机构——花旗集团的资助下，首次在日本兴办起一个“学生城”，将繁华的商业街搬到了学校里，学生们可以在“学生城”中的银行、便利店、公司中打工赚钱。让孩子们在工作中体验成人世界里的经济行为、体会赚钱的甘苦，为将来的健康理财打下扎实的基础。

（3）政府措施

20世纪90年代，日本经济开始下滑，至今一蹶不振。在经济危机之后，理财、持家、金融方面的常识已深入人心。日本人认为，国民素质的提高取决于教育，所以他们十分注重培养青少年的金融意识与理财能力。而根据花旗集团在日本展开的一项研究表明，日本学生掌握的金融知识仅及美国学生的一半。相应的，日本学生对所授财商教育的满意度也只为美国学生的一半。目前，约有半数的日本高校尚未将消费者教育纳入课程范畴，而将消费者教育设为必修课的高校比例不到七分之一。所以日本政府制定了一系列法规来推动青少年财商教育的发展。日本议会肯定了加强财商教育的必要性，并且通过了《消费者教育促进法》，要求在高校甚至中小学开展消费者教育，帮助学生制定具有前瞻性的人生规划，并提高他们社会真实生存能力与解决问题的能力。

三、国外财商教育对我国的启示

我国的财商教育才刚刚起步，借鉴国外先进经验，为我所用，显得尤为迫切，具体启示如下：

1. 政府层面：将青少年财商教育纳入国家教育体系

国家教育部应会同有关部门尽快研究和制定发展我国青少年财商教育的总体规划和具体指导文件，如教育目标、课程内容与形式、教育计划等，把普及性财商教育纳入国家教育战略中，把财商教育作为一门独立课程在各地中小学推广。

2. 社会层面：通力合作完善我国青少年财商教育体系

社会各方应形成通力合作的态势，在政府的宏观政策指导下，发挥自身优势为中国青少年财商教育的发展做出贡献，致力于完善我国青少年财商教育体系，唤起社会各界对青少年财商教育专门化的重视和支持。金融机构如银行、证券公司等可组织学生参观学习，并开发针对青少年的金融理财产品及服务；专家学者、专业组织如经济学会、全国各种教育组织、经济学家、大学经济学教授应对青少年财商教育提供强有力的指导和参与，协助政府制定出高起点的总体发展纲要，协助学校培养专业青少年财商教育师资及开发区本乃至校本课程。

3. 学校层面：教师、学生、课程三位一体开展青少年财商教育

(1) 加强青少年财商教育的师资队伍建设

一方面是职前培养，另一方面是在职培养。职前培养主要是从根本上提高未来中小学教师的财商教育教学能力出发，加强高等师范院校在校生的金融基础教育；在职培养方面可利用多种途径，如短期学习班、在职进修、混合学习，移动学习、教学交流会等形式及时补充教师财商教育专业知识及能力，建立长期化的青少年财商教育教师在职培训制度体系。

(2) 加强学生对财商教育的认同感，使其意识到财商教育的意义及重要性

应思考如何适应青少年的心智特点，丰富教学内容、形式，使其主动认识到财商教育的意义，使知识真正内化为能使自己终身受益的正确的价值观、金钱观与金融理财意识，并形成良好的财经素养及理财行为习惯。

(3) 开发符合学校特点及学生发展的财商教育校本课程

虽然上海、深圳等经济发达地区已有针对青少年的财商教育的校本课程，但成功开发校本课程的却寥寥无几。校本课程的开发应兼顾到教材、教学影片、活动、教学环境、教学形式以及夏令营等学校教学的各个方面，优化组合，发展各个学校的财商教育特色。

作者：陈勇，季夏莹，郑欢 上海师范大学教育学院

来源：《外国中小学教育》，2015（02）

<https://kns.cnki.net/KXReader/Detail?TIMESTAMP=637589965789531250&DBCODE=CJFD&TABLEName=CJFDLAST2015&FileName=WGZX201502005&RESULT=1&SIGN=WV7dt8y9f9QX8f29ljh82yeJ32I%3d#>

华尔街传奇罗杰斯：一场比 2008 年更大的变局，正在靠近…



世界经济似乎拿到了一个“疯狂”的剧本。

名不见经传的狗狗币，年内暴涨 110 倍，市值一度超越 Twitter，达到 800 亿美元。

“带头大哥”比特币，10年间疯涨近60万倍。按理说，拥有112万枚比特币的比特币创始人中本聪已经是世界首富。

就在前几天，全球加密货币的总市值甚至超越了美元货币的流通量。

在另一边，还有着人类数千年历史从未见过的“怪胎”——负利率，以及美联储“无限吹大”的债务泡沫，空前规模的26万亿美元美债、达到7.8万亿美元规模的美联储资产负债表。

一些人说，我们正坐在一辆驶向悬崖的失控汽车中，另一些人则辩解，“这次真的不一样”。

针对上述话题，华尔街著名投资家吉姆·罗杰斯近日推出新书《危机时代》，一语惊人：

“一场比‘雷曼时刻’更大的危机，必定会到来。”

罗杰斯何人？他是全球顶级对冲基金——量子基金（Quantum Fund）的创始人，曾在10年间赚取42倍的惊人回报，还曾准确预测1987年全球股灾、美国次贷危机。

有人说，他是30年来每次危机都赚大钱的人；甚至连巴菲特都评价罗杰斯“把握时局大势的能力无人能及”。

那么，罗杰斯对时局大势又有哪些最新看法？我们摘取、精编罗杰斯新书中的核心要点，涉及他对大势的判断、对商业、投资、人生的经验之谈。

希望内容对你有所启发！

一、为什么说比“雷曼时刻”更大的危机必定会到来？

作为职业投资家，每一天，我都在密切关注世界局势的发展。

只要有看电视新闻或报纸的习惯，特别是其中的经济类板块，并且每天都能事无巨细地浏览、咀嚼上面的每一条信息，相信你一定早就有了强烈的预感。

“一个远超2008年‘雷曼时刻’的巨大危机即将到来。”从2019年开始，我就一再发出这样的警告。

而危机这个东西就像滚雪球，在爆发前，这颗雪球已经在长长的斜坡上滚落了太长时间。

就像当年引发“雷曼时刻”的一系列结构性金融问题，并不仅仅存在于美国，有太多迹象曾鲜明地预示它的发生：

比如说冰岛。恐怕相当多的人都不知道这个国家在地图上的位置。可就是这样一个小国，曾为席卷世界的金融危机埋下重要伏笔。

2007-2008年，冰岛陷入巨大的经济危机，当时占GDP四分之一的金融和房产泡沫已经破裂；2007年秋季开始，冰岛股市暴跌；汇率市场也未能幸免，2008年1-8月，半年多时间，冰岛克朗兑欧元的汇率下跌了超过35%。

当时，这样的新闻可谓俯拾皆是。遗憾的是，大多数人都认为这些事件没什

么大不了。

由此可见，尽管许多人都认为雷曼危机是一场“突如其来”的灾难。事后想来，正是那些遭人忽略的小征兆、小迹象，通过不断发酵最终酿成那场严重的金融灾难。

与雷曼危机爆发前的环境相比，现在的世界经济又到底是什么状况呢？

此时此刻，在我看来正是“终结开始的时刻”，同样的征兆已经充斥眼帘、比比皆是：

在拉脱维亚，银行破产早已不是什么新闻。比如，该国排名第3，也是波罗的海国家最大的私人银行之一的 ABLV 银行在 2018 年实行破产清算，另一家主要的金融企业 PNV 银行紧随其后宣布破产。

印度、土耳其、印度尼西亚等国家在政府财政方面的困境，人尽皆知。

欧洲经济大国德国的情况也好不到哪里去。德国最大的民间银行——德意志银行面临严重的经营危机，积累了过多的高风险金融衍生品资产，到 2018 年底总额竟然高达 50 万亿美元，相当于当年美国 GDP 的 2.5 倍。

如此体量的金融机构一旦破产，给全球经济带来的冲击将不亚于“雷曼时刻”。

让我们再把视线转向美国。表面上看，美国经济增长似乎颇为强劲，自 2008 年秋雷曼危机爆发以来，史上罕见的经济繁荣期已经持续了 10 余年——如此长、如此好的市场荣景过去从未发生过。

我们可以很容易地想象，被乐观冲昏了头，认为“这种好景气说不定可以再持续 100 年”的人一定少不了。

这就是人性。当人们陷入疯狂的时候，永远都会用一句口头禅替自己辩解，“这次不一样”。

这句话反过来说也成立：当许多人心照不宣地说出这句话的时候，很有可能人们已经陷入某种疯狂状态。

对我来说，每当有人在我面前试图用“这次不一样”为自己的疯狂举动辩解时，我脑海中浮现的永远都是同样的人、同样的事、同样的想法、同样的行为和同样的下场。这样的画面，我见过的实在是太多了。

很遗憾，只要有繁荣的开始，就必然会有繁荣的结束；只要是泡沫，必然会破灭。这是客观规律，不以人的意志为转移。

这次也不会例外。问题还是出在“负债”这两个字上。美国境内“欠债上瘾”的幽灵再次出现，已经渗透到经济社会的每一个部门、每一个角落。

尽管美国是世界第一经济大国，但同时它也是世界史上最大的债务国，没有之一。

这个国家在“负债”这件事上，从未停止过狂奔的脚步。从前如此，现在如此，未来恐怕也如此。

2008年，美联储资产负债表的规模是9000亿美元。时至今日，区区10余年，这个数字已经膨胀到7.8万亿美元之巨，这可是7倍以上的差距。

当一个社会拼命借钱的时候，意味着这个社会存在着极为深刻、且不易解决的结构性问题。

所以这一切都不可能是毫无代价的。而现在，正是付出代价的时候：

美国两大汽车巨头通用和福特的大本营——底特律市早在2013年就已经破产。

拥有国际大都市芝加哥，总人口近1300万人的伊利诺伊州，在美国是首屈一指的大州。

可就是这样一个地方，却长期被地方债务余额暴增的顽疾所困，最近也濒临财政破产的边缘。

为了解决财政问题，伊利诺伊州政府可谓伤透脑筋——他们让大麻和体彩赌博合法化，大肆拍卖珍藏许久的名家画作……使出浑身解数。

遗憾的是，迄今为止所有这些作为都是杯水车薪、于事无补。

如果像伊利诺伊州这样的大州发生财政破产这种事，其波及效应将不可小觑；如果相继破产，那么在美国全境上演“多米诺骨牌”的戏码，将不会是一个令人意外的结果。

一个硕大的“债务雪球”，依然在不停地滚动，现在，许多国家的中央银行依然在夜以继日地印刷着钞票。

而且，在金融领域已经发生了从未发生的事情：世界经济的历史教科书上，从未记载过“负利率”的内容。

远处的“警笛声”已从依稀模糊，渐渐变得清晰可闻。可以想象，当地球的每一个角落都在滚雪球的时候，这种破坏传播的速度、深度、烈度和广度也将是指数级的，下一场危机的规模和破坏力将远远超过当年的雷曼危机。

遗憾的是，“好了伤疤忘了疼”是人类的本性。当脑门上的伤养好后，人们永远都会再一次被相同的石头绊倒。

可今天的我，已经不再同情这一人性的弱点。因为即便同情了也没用，人类永远都会醉心于那些完全没有根据的狂热。

我所等待的，只是这种狂热必然会带来的结果，以及那些结果可能会带给我的机会。

二、“永远不要做空自己的人生”

在危机爆发前，我们身边将会发生什么样的变化？

举个例子，一直人满为患的某家高级餐厅，忽然变得很容易预订。这时你要留个心眼。

理由很简单。这要搁在以前，你这通电话打过去，对方一定会跟你说：“不

好意思，已经满了。我们的预约订单已经排到两个月之后，请您那个时候再打电话试试吧。”

可是现在，他们却以极其谦卑乃至急切的语气对你说“请务必光临鄙店，您大概什么时间方便呢？”

还是那句话：事出反常必有妖。

再比如，当你打车的时候，司机师傅跟你聊着聊着，突然开始抱怨最近挣不到什么钱了，这也是一个典型的危机征兆。

总之，我们虽然身处烟火人间，却未必能深刻洞察经济社会中的所有蛛丝马迹。所以，跟不同行业的人交谈时，我们要倍加留意。因为这些人对自己行业的氛围最有感触，最能给你提供真正有用的信息。

尽管是碎片化的信息，但把所有碎片一点点地拼接起来时，这个世界到底发生了什么以及即将发生什么，就会一目了然。

遗憾的是，拥有这种意识的人实在是太少了。对大多数人来说，别说是有人在耳边“吹哨”，即便有人在他们面前敲锣打鼓、大声吆喝，也极难唤醒那些已然麻木的神经。

那么，当危机到来时，我们又该如何应对？

首先，要彻底改变你对危机的认知方式。

危机这个东西，依照一定的频率，每隔一段时期必然会发生。而你现在深信不疑的许多常识，15年后也许就会大错特错。

让我们回望历史：1930年所有人都认为绝对正确的常识，到了1945年变成什么样了呢？显然不可能再是1930年的样子，因为第二次世界大战已经改变了一切。

对我们这个世界来说，变化才是常态，不变反而是变态。

当然，常识的反转周期不一定非得是15年。有时也许是10年，有时也许是25年。但是，当我们追溯海量的历史数据时，会发现大体上每隔10-15年，一次巨大的变化就会来临。

举个例子，1991年，曾经与美国并肩的超级大国苏联解体了。这放在10年前的1981年，几乎是不可想象的事情；1989年柏林墙倒塌后，仅仅两年，苏联这个所谓的“红色帝国”便彻底消失了。

受此影响，许多人断言资本主义意识形态取得了历史性的“终极胜利”，结果已然不可逆转。其中最具代表性的，就是日裔美国学者弗朗西斯·福山发表的“历史终结论”。

可区区15年后，恰恰是资本主义自身发生了严重危机，而以中国为代表的诸多社会主义国家却是一片欣欣向荣的景象。

由此，我可以断言：今天我们认为是常识的东西全部都是错的。未来的历史

必然会证明这一点。这绝不是什么言过其实，更谈不上耸人听闻。如果你想成为一个成功的投资家，务必深刻理解这点。

另外，每当危机来临，总会有人失去一切；也总会有人想不开，做傻事。

我还是那句话，既然好事不可持久，那么坏事也会如此。等一等，未来会不一样。正如中国那句古老的谚语：“留得青山在，不怕没柴烧。”

我自己的人生经历，就是一个鲜活的例子。我曾有一个好友，因为被妻子抛弃而选择自杀这条不归路；我自己也曾因离婚而长期情绪低迷，但我现在却每天都在感谢上帝的恩赐。因为在离婚的15年之后，我又重新沐浴在幸福中，每天过着快乐的生活。

事实上，每一个人都会在人生的某个阶段因为某个理由而悲观绝望。但所有的悲观厌世者一定有一个共通点，那就是对历史的无知，即对“15年后自己的人生将截然不同”这一点一无所知。

以美国和日本的数据来看，绝大多数自杀者都是20岁前后的年轻人。这实在是太可惜了。

如果他们还活着，15年后，当他们35岁时，世界将大为不同，他们的人生也将截然不同。这绝对是大概率事件。至少值得期待一下，等待一次。

以日本为例。1965年日经指数崩盘时，想必有许多人陷入绝望的深渊。但是，那之后的日本在极短时间内满血复活，到1980年迎来了繁荣的巅峰。

掐指一算，正好15年。

美国也一样。1930年的美国，有多少人由于在空前的“大萧条”中失去一切而轻生。可如果当时他们能选择顽强地活下去，熬到1945年，就会迎来戏剧性的命运转机。因为第二次世界大战结束时的美国，国力之鼎盛堪称空前绝后。

掐指一算，又是15年。

巴菲特有一句名言：“永远不要做空美国，因为这个国家有无限潜力。”

我也想借花献佛，对每一个深陷绝望中的人说：

“永远不要做空自己的人生，因为你的人生有无限潜力。”

这不是安慰，是事实。

我由衷地期望，最低限度，“活下去”的念头能够深入人心。只要活着，5年或10年后就会发现：“啊，当初没有做傻事的自己真是太英明了。”

三、如果想做个有钱人，牢记这几件事

许多人都想成为有钱人。可以理解，这是人性，也是人类社会不断进化的动力之一。

问题在于，有太多人都在做一夜暴富的美梦，在重大历史机遇到来时，往往表现得过于见猎心喜、轻率冒进。

尽管这也是人类的本性，即便是我也不例外，可如果屈服于它而不是战胜它，

你的财富人生便会有很大的危险。

所以如果想做个有钱人，记住这几件事：

1. 只要能做到“不懂不投”，不愁赚不到大钱

我一向认为，知其然而不知其所以然，是普通人与职业投资家最为重大的区别，没有之一。

这就是所谓“不熟不做”的道理，“永远不要投资你自己不擅长、不熟悉的东西”。

偏偏所有人都喜欢“独家情报”，特别对我这样的资深投资家来说，每个人都想从我这儿搞到点“内部消息”，都希望从我嘴里得到一句“哥们儿，买这个吧！绝对稳赚不赔！”

可这些人没有意识到，当他们依赖别人的时候，他们自己便会成为无能的人。

所以我要反复强调：投资的铁律是不熟不做。万万不可破例，不可心存侥幸。只要你能做到这一点，就不愁赚不到大钱。

遗憾的是，现实世界中“专做不熟之事”的人何其多。有多少人仅仅靠着每天浏览载满各种投资信息的网页，寻觅投资标的，从而日复一日地给各类金融机构和投资掮客们白白送钱。

举个例子，比如我今天晚上亲自到府上拜访，敲敲你的房门，对你说：“我叫吉姆，是一个证券经纪人。我们公司最近推出了一种特别牛的投资产品，只需要投 50 万人民币，明年就能有至少两三成的回报，您不想尝试一下吗？”

遇到这样的事情，你会怎么做？不出意外，十有八九你不会给我开门，而是会婉拒我的“好意”。不仅如此，如果我不死心，继续纠缠不清的话，你甚至有可能报警。

为什么你会这么做？答案很简单，因为你不认识我，也完全不懂我推荐的那款产品到底怎么回事。

而另一方面，“钱”这个东西到底是怎么回事，以及它对你意味着什么，你则完全清楚。因此，你不可能把一个自己清楚的东西，轻率地投到一个自己不清楚的领域中去。

对吗？就是这个意思。但讽刺的是，我们身边有太多人每天做的就是这件事。他们不断地把自己的血汗钱、把自己兜里的真金白银，无比草率地送给那些陌生的人、投给那些陌生的事。

只是在手机上，不停地在“这只基金不错，看起来业绩挺好”“哦，不对。那只股票更厉害，短短 3 个月已经翻了两倍”之类的想法中跳来跳去、反复纠结，没有意义。

但无论如何纠结，或最终怎么选择，对那些潜在的投资标的，你依然一无所知。所以你的任何投资行为，从本质上讲都是错误的。

总之，在你对“赚钱”这件事拥有真正的自信之前，不要轻易投资。耐心等待才是唯一的可选项。

2. 别忘了孔子的教诲

对我来说，每当遭遇磨难时，总是会从孔子的教诲中得到许多精神的力量。

比如，孔子说过：譬如平地，虽覆一篑，进，吾往也。

这就意味着，1 永远大于 0，千万不要小看 1。100 次地积累 1，就是 100；而 100 次地积累 0，则还是 0。

但问题在于，要做到这点需要目光长远，忍耐再忍耐。对投资家来说，最重要的关键词是“忍耐”二字，没有之一。

很大程度上，成功是忍出来的。为了实现人生的终极目标，对我而言，没有“忍无可忍”这一回事。

还有一句：君子无终食之间违仁，造次必于是，颠沛必于是。

这句话同样意味深远。也就是说，修行这件事，不是做给别人看的，而是为自己负责、让自己受益。

换言之，在很大程度上是一种“自我圆满”的途径。

比如，弯腰捡起马路上一个烟头，不是为了让别人夸奖，也与试图通过这种举动影响他人的行为无关，甚至这个动作完全不需要得到任何人的关注。

你之所以这样做，只是因为渴望“自我圆满”。不是为了做给别人看，只是由于你想、而且必须这样做。因此，你只需要为自己负责即可，无需介意他人怎么想、怎么说。投资也一样。

只有做到这些才能成为一个成功的投资家——显然，2000 多年前的孔子已经把投资之道彻底参透了。实在是厉害。

3. 即使失败 40 次，成功 3 次即可

迄今为止，在长达半世纪的投资生涯中，我曾屡屡失败，同时也收获过几次成功。但这几次成功都是所谓的“大成功”，基本上足以奠定我在投资界的地位。

我将这形容为“40 败 3 胜”，3 胜的分量要远超 40 败。

投资界有一句格言：“所谓成功，就是减损。”我认为这句话与我的“40 败 3 胜”理论有异曲同工之妙：只要 3 胜的战果足够大，便足以弥补 40 败的损失，并最终获得巨大收益。

所以你要的事情就是，把这些失败的损失控制在最低限度，以使用最小的失败去迎接下一个巨大成功。

日本是一个典型的反面教材。也许这个国家曾经成功得太多、太大、太久，日本人对“失败”这件事有着强烈的陌生感以及潜在的恐惧、排斥心理。

在泡沫经济破裂的 20 世纪 90 年代，对于那些经营不善、行将倒闭的企业，日本政府采取了“姑息”乃至“救援”的态度，“破产清算，重新出发”这一选

项从未得到真正的重视。

可见“惧怕失败”的文化氛围在日本这个国家，是何其浓厚。所以日本经济才会“失去”10年、20年、30年乃至更长时间。

对大多数日本人来说，与其面对挑战、失败和众多的不确定性，不如安享眼前唾手可得的安逸划算。

但这种思维和行为方式背后，隐藏着一个不易察觉却极为危险的陷阱，“安逸”这个东西，绝非免费的午餐。

希望安逸一点的想法，本身没有错。问题在于，只有身边所有人都和你有着相同的想法，“安逸”才有可能成立。

反之，如果你享受安逸的时候，别人却在拼命努力，那么你的“安逸”迟早会化为泡影，被其他人无情地剥夺。

所以与自身的好恶相比，现实才是真正重要的东西。哪怕你不那么喜欢、不那么期盼现实，但现实就是现实。一定要把钱投给现实，而不是自身的感受。

4. 做生意的诀窍：找到“竞争最小”的领域

我是在美国亚拉巴马州一个偏僻的小镇长大的。我小时候的学习成绩相当不错。但之所以表现突出，完全是同学们糟糕的成绩衬托的。

所以我知道，就算我是孩子们的“头儿”，也并不是因为我真的很优秀，而是因为竞争匮乏。

当年，每个周末都有棒球比赛。赛场里有个卖可口可乐的阿姨。观赛的球迷都会到她那儿买上一瓶可乐，喝完后把空瓶子随手扔到地上。

由于这些可乐瓶都在供货商那里付了押金，所以她只能一个一个地把地上的瓶子捡起来。这项工作看起来很辛苦，令她疲惫不堪。

于是，5岁的我被这个意想不到的商机眷顾：捡空瓶子这件事由我替她做，作为回报，她会付给我一些报酬。每当有棒球赛，我们便会交易一次。

从第二年开始，我有了自己的生意，在赛场里贩卖可乐和炒花生。当生意越做越大，一个人打理越发吃力时，我雇用了自己4岁的弟弟为我打工。

这就意味着，5岁时的我还是那个阿姨的打工仔；而第二年，6岁的我自己当了老板，成了拥有一个正式雇员的资本家。

这个生意持续了5年，我不但还清了为买炒制机器欠父亲的100美元，还攒下了100美元的利润。

换言之，我人生中的第一次创业，是在6岁的时候，而且取得了圆满成功。但我之所以能做到这一点，并不是因为我有多聪明，而是竞争太弱、太少。

所以从幼年的经历中，我得到一个极其重要的启发：那就是，无论是学业还是生意，竞争越少，取得成功的概率也就越高。

这个发现一直到今天都令我受益匪浅。在我的投资之道中，有一个非常重要

的点：

在做企业分析、挑选潜在的投资对象时，我第一个关注的要素就是这些企业的竞争状况。谁的竞争对手少，我就会投资谁。因为这样的投资才有较高的成功率。

四、关于未来，我有 4 点看法

1. 世界经济重心的“东移进行时”

从今往后，世界经济的重心将会转向东方。

我个人格外关注的国家是中国和俄罗斯。这两个国家有几个共同点：储量惊人的自然资源、众多的人口、不群的军事力量，而且都位于世界的东方。

重温一遍历史，1910 年的大英帝国是世界唯一的支配性力量，也就是所谓的“超级大国”。但 100 年后的 2010 年，大英帝国即使没有崩溃，也处在持续的衰落中。而美国则成为唯一的超级大国。

从 1910 年往前推 100 年，也就是 1810 年时，奥地利帝国是公认的欧洲乃至世界强权；由此再往前推 200 年，1610 年时，西班牙是毋庸置疑的欧洲之王。

而几百年前的 16 世纪，葡萄牙则一度达到繁荣的极致。那时的葡萄牙人走路带风、荷包满满，是欧洲大陆的人们普遍羡慕的对象。

由此可见，强权轮流坐庄是历史的必然；大国衰弱、大国崛起、大国复兴是人类发展的常态。这是我们这个世界的基本运行规律。无论你是否喜欢，历史就是历史、事实就是事实。

所以，今天的美国既然已经达到繁荣的顶峰，那么大概率事件从此将踏上下坡路。

接力棒将传到谁的手里？

我认为是中国。

还是那句话，中国不仅有钱，还有明确的愿景，清晰地知道自己想要的是什么、想做的是什么，以及到底应该怎么做。这样的国家及其发展战略不可能不取得成功。

我亲眼看到许多中国人每天凌晨 5 点钟便开始了一天的劳作，对待工作无怨无悔、尽心尽责。

那是一种为了生存、为了过上更好的日子而不惜一切代价的姿态，而这样的姿态不可能不造就出一个伟大民族无比光明的未来。

当然，100 年后可能这根接力棒又会传到其他人手里；再过 100 年，同样的事情将再发生一次。这样的循环会永恒持续。

唯一的区别，也许将是“王道”和“霸道”之分。

奉行“王道”思想的中国，远在欧洲大陆的“大航海时代”揭开帷幕前，就已率先在航海事业上取得卓越成就。

典型代表就是著名的“郑和下西洋”。航海家郑和即使七下西洋，也没有为中国攫取一寸殖民地，而是为无数新大陆的原住民们带去丝绸、瓷器和各种金银财宝。

因为中国的传统文化信奉的不是“霸道”，而是“王道”；不是“武器”，而是“生意”；不是“零和”，而是“共赢”。即使今天，这也是中国人的思维和行为方式。

但是，当年的欧洲列强却截然相反。他们信奉的是“霸道”“武器”与“零和”。

当这些国家的船队借助古老中国的发明——指南针，来到一片又一片别人的土地时，他们拿出的不是丝绸，而是枪支，“你们的地盘，从今往后就属于我们了。你们所有人都要给我们做奴隶”。

他们用冰冷的枪口指着当地人的脑袋，面无表情地威胁着。尽管后者的回答是“不”，却没人能抵挡现代工业文明的淫威。

遗憾的是，这种“零和”与“霸道”思维一直到今天依然在欧美国家的政客中占据统治地位。

他们信奉的依然是强权，是武力的高低，是“顺我者昌，逆我者亡”的世界观。没有几个政客真正理解或愿意相信中国的“王道”思想。

这种事物认知方式的根本差异，无疑埋下了不少矛盾与冲突的种子。但历史必将给出唯一的正解。还是那句话，这是客观规律，不以人的意志为转移。

2. 不向外国人开放的国家，必然衰弱

一个国家是否能够兴旺发达，与治理方式无关，只与是否开放有关。

现在美国一流的科技企业中相当多的 CEO、高管及研发部门的骨干人才都是移民，特别是亚洲国家的移民。

这也是这些跨国公司能够如此强大，如此长时间地称雄世界市场至关重要的原因。

“苹果之父”乔布斯的经历就是一个典型。这位美国的创新之王，是叙利亚移民的后代。

一个非常朴素的问题：吸收大量移民的国家会发生什么？

很简单。远离自己的国土、千里移民而来的人们，大多都会拼死工作，想尽办法为自己和家人创造更为富裕美好的生活。

这件事一定会发生。否则，抛弃早已习惯的舒适区，孤注一掷地投入一个完全陌生的环境，便也没有了任何意义。

为了让子女接受更好的教育，每个移民都会拼命挣钱；除此之外，他们还渴望享受生活，会用自己的血汗钱购买汽车、家用电器等；当然，还会用自己的储蓄做首付，从银行贷款买房。

把上述种种场景联结起来，就是一本生动的经济学教科书。

换言之，移民们的勤勉、消费与欲望，将成为一个国家或地区强大的经济发动机。这本身就是一种优质生产力的体现。

我认为，无论时代如何变化，让移民向往的、愿意抛弃一切前往的国家，一定会繁荣昌盛。所以国门是开放还是封闭，是搞外向型还是内向型经济，才是真正决定一个国家命运的基石。

3. 如果有人“忽悠”你投资比特币，万万要小心

我一直认为，区块链将是一个具有划时代意义的创新技术，将从方方面面深刻改变我们现在所熟悉的一切。

但人们开始担心一个源于区块链技术的“大规模失业时代”即将来临。

那么，事情的真相又如何呢？我认为，区块链确实有可能消灭许多工作岗位，却未必会带来所谓的“大规模失业时代”。

想当年，计算机的诞生也曾夺走许多人的工作。可另一方面，又创造了大量的新机会。起码，“程序编码员”这个工种今天已经没有人会感到陌生。

所以，区块链技术的普及及其周边产业的勃兴给我们带来的不可能只有输家，还会有大量赢家。

重点是，许多暂时的输家一旦适应这项技术，也依然能跻身赢家行列。前提是真正明白区块链到底是个什么东西。否则无论身边出现多少赢家，这份幸运也落不到你头上。

比如，为了赶区块链的时髦，现在有许多人热衷投资各种“虚拟加密数字货币”。

但讽刺的是，他们投入了如此多的真金白银，却连支撑这种数字货币的区块链技术到底是什么都一无所知。性质无异于赌博。

至于我个人，无论是比特币，还是什么这个“币”、那个“币”，我一律不感兴趣，一律不投资。

现如今，包括比特币在内，各种虚拟加密数字货币的市场价格，普遍存在着波动幅度过于剧烈的问题，爆赚血赔都在一瞬间。而具有这种特质的商品往往都极不靠谱，投资价值极低。

我个人认为，即便是今天大名鼎鼎、备受追捧的比特币，最后恐怕也难逃厄运，将被市场无情驱逐。

我隐隐有种感觉，今天那些热衷“虚拟数字货币”交易的人，好像觉得自己比政府还要聪明、还有能力，可以将一种未经国家机器授权的所谓“货币”，玩弄于股掌之上而不用承担后果。何止不承担后果，甚至还能赚大钱。

但别忘了，国家机器毕竟是国家机器，法律毕竟是法律，游戏规则毕竟是游戏规则。试图与国家叫板，无异于螳臂当车。

所以不妨想想看，如果政府明令禁止交易、使用虚拟数字货币的话，会发生什么？绝对不可小觑这种可能性。因为没有哪个国家会容忍主权货币的地位遭到挑战，那将会引发一个国家金融秩序的巨大混乱。

普通数字货币和主权数字货币是两码事。换言之，主权数字货币是政府行为，是国家机器的产物，而比特币等一般数字货币则不具备这一性质。

所以把政府对区块链技术和主权数字货币的支持，视为比特币和其他虚拟数字货币的投资机会，绝对是一种天大的误解。如果有人用这个说辞来忽悠你，你要万万多加小心。

4. 切记：被视为“常识”的事，千万别信

人们对所谓“常识”太过痴迷，以至于到了执迷不悟的程度。

对绝大多数人来说，但凡不是在电视或互联网上广为人知、广被接受的东西，他们是信不过的。可见“常识”的厉害。这个东西具有强大的洗脑功能，让人们只相信那些大多数人相信的东西。

如果你心里有一个想法，而这个想法有违一般的常识，那么当你把这个想法告诉别人时，恐怕没人会相信你。

违背常识的东西就像一个怪物，所以违背常识的话在大多数人听来，都不像是人类的声音，而与夜晚的狼嚎更为相似。

这是人性。所以，那些愿意倾听、乃至相信与众不同的观点的人，堪称这个世界的稀罕物。

再强调一遍：所有我们以为的“常识”，每隔 15 年大概率必会推倒重来，变成“非常识”。

假设你生活在 1930 年相对富裕和平的日本，会想到 1945 年的日本因为发动侵略战争而变成“一片焦土”吗？

假设你生活在 1998 年受到亚洲金融危机波及的中国，又能想到 2013 年的中国是如此繁荣吗？

如果有时光机器，可以让人们回到 15 年前，当被告知 15 年后的世界是什么样子的時候，又有几个人会真正相信？

可历史就是历史。历史一再地证明了这一点：第二次世界大战、柏林墙的倒塌、中国经济的迅速崛起……

所以以我的人生经验看，真理往往掌握在少数人手中，这就意味着多数人的话往往不正确、不可信。

从无数的失败中，我最大的收获之一，就是彻悟了“务必独立思考”这件事。不人云亦云，完全用自己的脑子思考问题这件事，从来就不简单。

曾几何时，稚嫩的我也曾试图仰仗他人的建议与学识来进行投资，可我发现，即便是从真正的高手那里得到的信息，往往也会带来不同的投资结果：给我建议

的高手会赢，而我却会输。

没错，哪怕是投资同一个标的，别人能赢，而你却未必。因为心态、技巧甚至价值观的不同，都会影响人们的具体行为；而不同的行为必然会带来不同的结果。

所以，独立思考的重要性在于：让自己置身事内，而不是事外；让自己成为内行，而不是外行。

有鉴于此，在自己孩子的教育方面，我最重视的一句话就是：

“用你自己的脑袋思考。”

来源：财商教育微信公众号

https://mp.weixin.qq.com/s/qB_qcNJk7bwjBoipRHLOiA

美股进入降温时代

在众多股票的合力推高下，美国股市4月16日达到了历史上的里程碑。与此同时，一个巨大的阴影也慢慢升起。

华尔街三大股指4月16日均收高，周线也上涨，标普500指数和道琼斯工业指数创下收盘新高。至此，标普500指数已从2020年3月的低位累计飙升了87%。标普500等权重指数（S&P 500 Equal Weight Index）年初至今的涨幅超过了基于市值加权方法计算的传统标普500指数，这也显示推动市场上涨的不仅仅是权重股。该指数对每家公司赋予相同的权重，无论公司规模大小。截至16日，标普500等权重指数2021年以来上涨15%，标普500指数则上涨11%，其间23次刷新纪录。

当周标普500指数上涨1.4%，道指上涨1.2%，纳指上涨1.1%。此前一周，从UnitedHealth Group Inc.（UNH）到L Brands Inc.（LB）再到Vulcan Materials Co.（VMC）都创下了52周高位，在标普500指数成分股中，还有其他184只股票也达到了这一里程碑。

至此，美国股市走过了几个不同的阶段。

从一年前新冠疫情引发的熊市中初步反弹，到投资者抢购科技公司和其他受益于“宅家”环境的股票，而对经济周期更敏感的股票受到冷落；再到成长股成为受益者，而价值股长期跑输成长股的局面进一步加剧。这一阶段到去年秋末结束。

随着疫苗审批取得进展，周期股、价值股和小盘股表现出色。美国国债收益率的不断上升也凸显出这一趋势，在经济重启、政府推出数万亿美元纾困计划和美联储在经济火热之际仍坚持超宽松政策的影响下，投资者预见到了通胀激增的可能，至少在短期内如此。

尽管最近几周，美国国债收益率又从 14 个月的高点回落，美国以外地区的新增病例增加（特别是印度和土耳其）引发了市场对全球经济前景的担忧，但多位华尔街投资人士对《巴伦周刊》中文版表示，更长时期看，经济重启行情正在卷土重来，这一次很可能超过之前的行情。

触及纪录高位后，4 月 19 日、20 日标普 500 指数自 3 月底以来首次连续两日下跌。全球证券经纪商 Instinet 首席市场技术员弗兰克·卡佩里（Frank Cappelleri）对《巴伦周刊》中文版说，“市场可能迎来了迟到的回撤。”被称为华尔街恐惧指标的 CBOE 波动率指数自 3 月 31 日以来首次升至 19 上方，收盘报 18.71。

人们感慨尽管市场总是具有前瞻性，但新冠疫情的性质可能已将市场的折价机制拉到了一个新的极端。投资者对未来的预期时间提前了。现在，他们可能已经在考虑经济很快重新开放之后更长时间的问题了。所有这些问题形成一个巨大的阴影。摩根士丹利美股首席分析师迈克尔·威尔逊（Michael Wilson）认为，早期迹象表明：在迟迟未走出复苏瓶颈的企业供应端面前，美联储所提供过量流动性的效力越渐减弱，多个资产“头部”已现。

美股估值水平基本与前期持平，目前整体处于历史高位。标普 500 和道琼斯的风险溢价（市盈率倒数-10 年期国债收益率）继续处于过去十年的 10% 历史分位以下（分别低于中位数 1.28 和 1.21 个标准差），纳斯达克的风险溢价也处在 21% 分位的较低位置。虽然美股继续上涨的可能性很大，但越来越多的证据表明，与自 2020 年 3 月 23 日触底以来的涨势相比，美股未来几年都不会再有类似的涨幅了。

一、花团锦簇，暗流涌动

相较去年，推高市场的主力已经从少数大型科技股转变为多数股票的参与。4 月 16 日当周，标普 500 指数中高于 200 日移动均线的股票比例升破 95%，为 2009 年 10 月以来的最高水平。根据 Dow Jones Market Data 基于当前该指数成分股的分析，除此次之外，自 2000 年初以来该指标突破 95%、并在随后几天保持在这一水平上方的情况只出现过三次，分别是 2013 年 5 月、2009 年 9 月和 2003 年 12 月——该指标跨越 95% 的门槛时，标普 500 指数在接下来的六个月和一年内均上涨。与此同时，标普 500 指数成分股中价格处于 50 日移动均线上方的股票占比超过 90%。

截至 4 月 12 日，标准普尔 500 指数的席勒市盈率（Shiller price-to-earnings）超过了 37，是其历史年平均水平 16.81 的两倍多。席勒市盈率（也被称为周期调整市盈率或 CAPE）使用过去十年经通胀调整后的平均收益进行计算，是观察股市估值是否合理的指标。在 2019 年经济繁荣时期，四季度每股收益为 139.47 美元。乐观的投资者会认为，30 倍市盈率倍数并不正常，因为 2021 年的股票收

益会令 2019 年表现出色的大盘股都相形见绌。乐观的华尔街分析师仍预测，到 2021 年二季度，年化利润将与 2019 年底的 139 美元持平。2021 年，利润有望重新达到历史高点。

美国经济正在从疫情中复苏，各项经济数据强劲，美国上市公司则在迎来一个出色的财报季，尤其是像银行和零售商这样的周期性股票。一些上市公司实际公布的业绩远好于预期：根据 FactSet 的数据，到 4 月 16 日结束时，已发布财报的标普 500 指数成分股公司的利润合计超出预期 30%，而过去五年超出预期的平均值是 7%。

在投资者感到乐观之时，另外一些变动也在悄然发生。美股在 4 月 16 日当周资金外流规模达到去年 11 月中旬以来之最，也是 2008 年以来第五高纪录。随着标普 500 指数创下历史新高，投资者净卖出 52 亿美元美股，散户是唯一的净买家。四周平均资金流动最近一直“呈下降趋势”，自 2 月中旬以来首次转为负值，“日益高涨的人气”陷入停顿。

其实在 3 月中旬前后，自去年 10 月以来驱动市场的暗流突然发生了转变：折价股票开始跑输大盘，市值较小的股票也是如此，自 3 月 12 日高点以来，罗素 2000 小盘股指数表现落后标普 500 指数 8%，许多周期股也跑输大盘。那些拥有大量现金和较少债务的“优质”公司卷土重来。与此同时，美国国债收益率略有下降，投资者对新股上市和特殊目的收购工具的热情也有所减弱。

当今最具影响力的投资者之一、投资管理公司 First Eagle 全球价值团队的负责人马修·麦克伦南 (Matthew McLennan) 对《巴伦周刊》表示，虽然盈利修复推动股价上升，但市场收益的水位线也在上升。所有这些风险都是实际存在的，而市场没有对这些风险定价。

LPL Financial 首席市场策略师瑞安·德特里克 (Ryan Detrick) 表示：“我们最喜欢的许多情绪指标正在变得极度看涨，这反而可能是近期的反向警告信号。美国个人投资者协会近期调查显示，多头超出空头的数量已达到 2018 年 1 月以来的最高值。”

在麦克伦南看来，市场正从周期性低谷中恢复，这通常是投资的好时机。但另一方面，股价还不够有吸引力，问题还有一大堆。其中比较严重的一个问题就是，美国政府的财政赤字高达 15%（意味着政府的支出超出了收入的 15%），达到了战时水平，政府因此实施了大规模的经济刺激措施，市场从中获益不少。问题在于，今年下半年，美国财政部资产负债表的扩张将会放缓。美国货币供应量近一年的增长率为 25%，这之后将会降至 10% 左右，这意味着货币供应量的增速将下降。经济刺激政策收紧，市场必须采取应对措施。政府将会制定新的监管制度，很可能对企业产生负面影响。通胀预期走高，但若实际水平高于预期又如何应对？这些问题都将影响未来的市场形势。

二、美联储继续为复苏中的经济护航

2月底，纽约联邦储备银行总裁威廉姆斯（John Williams）表示，随着美国经济从冠状病毒大流行中复苏，强有力的财政支持和疫苗接种不断推进可以帮助提振美国经济，并带来几十年来最强劲的增长。

摩根士丹利经济学家将美国一季度GDP环比增长年率预期上调100个基点，至9.7%。去年四季度，美国经济以4.3%的速度增长。今年美国经济增长预计将超过7.0%，这将是1984年以来的最快增速。

去年美国经济萎缩3.5%，为74年来最糟糕年份。

此次疫情暴发后，美国推出财政刺激方案和降息的速度非常快，规模也非常大。从美联储资产负债表来看，2020年美联储总资产由2019年末的4.2万亿美元飙升至7.4万亿美元，增幅高达76.8%，同期美国货币供应量(M2)增长25.4%，创下历史新高。

3月美国推出1.9万亿美元新一轮财政刺激，包括向符合条件的个人和家庭发放每人1400美元的一次性纾困金，财政对居民转移支付大幅增长。目前还在讨论2万多亿美元新型基础设施投资。这样的大手笔是其他国家无法比拟的。预计今年美国政府的预算赤字高达3.5万亿美元，年末赤字率水平将上升至16%，联邦负债总规模将达到29.7万亿美元，占其GDP的比重高达135%。

在政策支持重点上，美国更加关注居民现金转移。在拜登政府通过1.9万亿美元刺激计划之前，美国的家庭额外储蓄就增加了超过2万亿美元。美国家庭部门的储蓄率提升到20%，以前从来没有到达这么高的水平，很大一部分来自于政府的直接支持。

投资者将强劲的经济数据和银行财报视为美国经济复苏动能的迹象，同时对疫苗普及后美国经济的快速恢复抱有很大期待。拜登总统宣布自4月19日起，所有16岁以上的美国人都能获得新冠疫苗。4月中旬，全美国有超过一半的成年人已经接种至少一剂疫苗，超过32%的美国成年人已经完全接种疫苗。

虽然美国服务业在继续修复，但至少从目前来看，美国经济中占比接近70%的服务消费整体仍在低位徘徊，服务业的就业状况也不理想，从事服务岗位工作的失业率仍超过10%，不仅远高于疫情前的个位数水平，也显著高于制造业岗位工作的失业率水平。而且即使等到疫情对于经济的限制解除，服务业的完全恢复可能也需要一个过程，并不是一蹴而就的事情。

因此，美联储对于经济的呵护意愿依然较强，强调“实现充分就业还有很长的路要走”，不仅关注于劳动力市场的整体状态，也注意到失业在结构方面存在的问题。

三、经济通胀的近忧和远虑

过去十年美国一直在低通胀中徘徊。

近 30 年来，建立在美元信用本位下的全球化是理解通货膨胀率的背景。产业内中间品贸易的全球化、资本要素价格的下降、劳动力供给的增加和货币政策规则的变化都是解释全球范围内去通胀和菲利普斯曲线平坦化的重要原因。

2008 年金融危机之后的三大转变——效率优先的全球化进程正在调整、人口结构、货币政策框架，以及政治-意识形态的左转，为中长期内全球通胀的上升埋下了伏笔。国家安全和碳排放等效率以外的维度重要性凸显，新冠疫情会加速全球产业链调整，去全球化进程将暂时缓解，但全球化或难再成为价格压抑的增量。

在截至 3 月份的过去两年中，美国整体通胀年率为 2.1%，以两年为期来看，它低于 2018 年和 2019 年大部分时间的水平。实际上，在相当长一段时间里美联储都在不惜一切代价实现通货膨胀。

美联储希望看到的超过 2% 的通胀率在今年 3 月份得以实现。报告显示，受能源价格上涨推动，美国整体消费者物价比 2 月份上涨了 0.6%，较上年同期上涨 2.6%。这创下 2018 年 8 月以来最大的同比增幅。经济学家通常采用核心通胀指标来更好地追踪通胀趋势，剔除食品和能源项目的核心通胀指标环比小幅上涨 0.3%，同比上涨 1.6%。

通胀预期是否还会进一步提升，立刻成为坊间热议的话题。通胀是多个因素相互作用的结果，如全球化趋势、人口结构与流动、劳动力市场弹性、储蓄与投资间总量平衡与结构特征，及宏观经济政策和大宗商品价格与汇率波动等。

3 月美国 CPI 同比和环比超预期，主要是大宗商品价格上涨的贡献。对于 PPI 也是如此，3 月美国 PPI 年率录得 4.2%，其中，汽油柴油、化工、居民用电等价格均明显提升。推动这一轮美国通胀压力超预期回升的因素是能源项的上涨。服务支出的大幅下降被耐用品支出的大幅上升抵消了，比如汽车和零部件（上升 18%）、家具和家电（上升 16%）以及娱乐用品和交通工具（增长 21%）。非耐用品杂货也上升了 14%。

美联储主席鲍威尔在 4 月 8 日的一封信函中表示，美国经济今年将短暂出现通胀“略高”于目标的情况，因经济增强，且供应限制推高了一些领域的价格，但美联储承诺将任何通胀超过目标的情况控制在一定限度内。

评级机构穆迪公司 (Moody's) 旗下穆迪分析首席经济学家马克·赞迪 (Mark Zandi) 对《巴伦周刊》中文版说，由于疫情蔓延的遏制和经济重新开放会释放大量被压抑的需求，加之政府大规模的货币政策和财政政策的支持，从现在到明年的此时，美国都不需要担心遇到高通胀、低增长的前景。

美国的核心通胀水平开始出现抬升的态势，未来几个月可能会接替能源项成为拉动美国通胀回升的主要因素。赞迪指出，美国需求端的反弹和供应链中断导致短缺，会使通货膨胀在未来几个月内激增，但这将是暂时的。

未来美国服务消费修复加快将带动核心通胀较快上升。尽管医疗等价格或将回落，但交通、旅游等更多受疫情抑制领域的价格将明显上涨。房价的连续攀升也将向房租价格滞后传导。叠加基数影响，通胀中枢有望继续抬升并持续高于 2% 的传统目标。

不过导致经济停滞的因素仍然存在，新冠疫情还有反复的可能。全球性的人口老龄化趋势已不可扭转，收入不平等在短期内难以扭转，更为严峻的是财富分配的不平等。在收入最高的 1% 人群中，劳动收入占比已不足 40%。2008 年以来的严监管政策会持续削弱金融中介的扩张能力，金融部门杠杆率难有提升。安全资产短缺和风险溢价高企的状况短期内也难有改变。此外，疫情期间的财政赤字货币化政策形成的是一种“债务性需求”——当期对 GDP 和就业有正向作用，一旦扩张停止，此前形成的存量债务产生的还本付息负担会压缩未来的需求。

四、维度溢价支付时代

美股今年一路高歌的路上遇到的第一个绊脚石就是美债收益率的飙升。2 月 25 日美债标售当天，美债收益率飙升，纳指暴跌 3.5%。实际上 10 年期美债收益率自 2020 年 12 月到 2021 年 3 月持续抬升，并于 3 月 31 日收盘达到 1.746% 的高点，其中尤以 3 月的升幅最快。4 月 15 日，十年期美债收益率回落至 1.53%，较前期高点已回落了 21 个基点；截至发稿，仍在 1.55 左右上下。

4 月 21 日凌晨，美国财政部进行了规模为 240 亿美元的 20 年期国债标售。包括美联储和其他美国联邦政府实体在内的直接购买人（Directs）本次的获配比例升至 20.2%，创下去年 5 月时隔 30 年后再次发行 20 年期美债以来的最高值。20 年期国债标售后，当天 10 年期美债收益率盘中转降。

美国国债收益率在 3 月底急升之后，随着投资者越来越多地接受美联储关于即使通胀上升仍将维持宽松货币政策的保证，收益率一直在回落，助力美股个股吸引资金流入。

马修·麦克伦南指出，投资者曾经有过为成长性支付溢价的时期，也有过为期权性风险和加速增长支付溢价的时期。现在可以看到这几个维度在同时发生：比特币的迅猛崛起、高科技和替代能源公司获得超高估值，SPAC 模式风靡——投资 SPAC 也具有期权性质，因为他们是在为投资一家公司的可能性付钱，买入时甚至可能还不知道是哪家公司。类似于这些事情让人担心。

在 2020 年一年里，特斯拉股价翻了 7 倍；蔚来从 2019 年跌到不足 2 美元，一年内上涨 35 倍；即便是刚登陆美股市场不足一年的小鹏和理想也分别上涨 102% 和 75%。这一趋势在 2021 年初得到延续，截至 1 月 20 日收盘，特斯拉市值已超过 8000 亿美元；蔚来、小鹏、理想市值分别为 902 亿美元、411 亿美元和 320 亿美元。四家新造车企业就创造了接近万亿美元的市值。而传统车企中，全球销量排名第一的丰田汽车，总市值才不过 2096 亿美元。这只是低利率时代资本市场

的高估值的一个缩影。它意味着市场对泡沫的认知已然转变，传统估值方式在一定程度上失效，投资判断越来越前置。

特斯拉投资的比特币则一跃成为这一轮全球央行放水潮的最大赢家之一。比特币仅去年一年就飙升了 1000%，今年价格呈现出波动上行的趋势，市值一度突破了 1 万亿美元。在当下这个对通货膨胀和货币贬值忧心忡忡的环境中，支持者认为比特币会比美元、日元或欧元等“法定”货币更能保值。他们认为比特币最终将与全球经济中的纸币和谐共存。

众多避险资金、厌恶通胀的资金大量涌入比特币，币价从 2018 年末的 3155 美元/枚低位一路飙升至最高的 65000 美元/枚。即使在年后公募基金、股市的核心资产跌跌不休之时，比特币也一路高涨。

摩根士丹利（Morgan Stanley）等投行认为，投资者应把比特币纳入自己的投资组合。特斯拉（TSLA）和 MassMutual 等公司已买入了大量比特币。如果想交易比特币，Square（SQ）和 Robinhood 可以满足投资者的需求。Visa（V）还和 Coinbase Global 联合发行了比特币借记卡。全球最大期货和期权交易所、芝加哥商品交易所（CME）公布，计划今年 5 月 3 日正式推出一款名为“迷你比特币”（Micro Bitcoin）的期货产品，目前只待监管审批。也就是说，美国金融市场很快将增添一种比特币衍生品，料将进一步加大其流动性。

比特币只是加密货币的一个代表。4 月 16 日狗狗币（Dogecoin）暴涨超 200%，价格达到历史最高的 0.47 美元/枚，总市值一度超 500 亿美元，近一年里涨幅高达 400 倍。

在比特币以全球范围内的热点投资品种风声水起之际，4 月 18 日，市场传出消息称，美国财政部正计划打击涉及加密货币的洗钱计划。直接导致比特币遭遇闪电式崩盘，当日最大跌幅一度超 15%，此后比特币的价格一直处于低位震荡。截至发稿，币价跌回 50000 美元关口下方。数据显示，2021 年以来美元指数和比特币走势显现出明显的“跷跷板”效应。随着加密货币市场的体量增长与受众的进一步普及，其吸收流动性的作用可能会更加明显，继而对美元本身的需求和价值构成一定冲击。

去年美股 IPO 融资额达到创纪录的 1000 亿美元。按募资额计算，在美国科技企业史上十大 IPO 中，有 3 宗都在去年出现，分别是募资 39 亿美元的 Snowflake、募资 34 亿美元的 DoorDash 和 37 亿美元的 Airbnb。美国 IPO 市场达到了二十余年来最火爆的高度，受追捧的新股今年继续涌现，而这很大程度上是由 SPAC（Special Purpose Acquisition Company，即特殊目的收购公司）推动的。

2020 年就开始升温的 SPAC 在 2021 年异常火爆，在今年一季度上市数量及募资总额均已超越去年全年。根据 Refinitiv 的数据，截至今年 3 月底，全球 SPAC 筹资总额已达到创纪录的 1700 亿美元，超过去年全年的 1570 亿美元。

芒格曾表示，没有 SPAC，世界会更好。他谈到，这种对尚未被发现或挑选出来的企业的疯狂投机，是令人恼火的泡沫迹象。Marshall Wace 联合创始人保罗·马歇尔（Paul Marshall）4月20日在致投资者信中表示，SPAC上市股的生命周期，充满了对投资者、保荐人和那些走捷径上市的公司“不正当激励”。SPAC已经带来了“可怕的回报”，最近发行的股票也不会有什么不同。

美国证券交易委员会（SEC）此前开始私下告知会计师事务所，将改变会计准则对 SPAC 的适用方式，向早期投资者发行的权证可能将不被视为股权工具，而被视为负债。如果这成为法律，相关交易以及现有的 SPAC 都必须重新计算 10-Ks 和 10-Qs 财务状况，以确认每季度认股权证价值。这种潜在的会计规则变更可能会给 SPAC 市场带来巨大打击。RSM LLP 合伙人 Anthony DeCandido 称：“SPAC 交易基本上已经停止。这将使这些公司在每个季度而不是仅仅在 SPAC 成立之初就对这些认股权证进行评估和估价，这将花费大量资金。许多公司内部缺乏完成这项工作的能力。”同时，重述财务状况可能会进一步削弱投资者对已经高度波动且经常被视为投机性的 SPAC 市场的信心。

在受到监管打击的情况下，许多 SPAC 股票呈现自由落体式下跌。截至 4 月 20 日收盘，追踪 SPAC 交易的 CNBC SPAC Post Deal 指数自年初至今下跌了 20% 以上。

2021 年一季度，散户交易者也一度成为金融市场上的明星，但随着经济重启，散户在市场的参与度已不像过去那样高了。无论当前无比火爆的 SPAC 是否成为即将破灭的大泡沫，去年科技股、成长股的狂飙突进给美国市场带来的狂热情绪终将随着一切回归正常转向冷静，而那些追逐高风险高收益的投资者或许将对以比特币为代表的数字资产投入更多关注。

一个新的时代也许正慢慢开启。

作者：金焱

来源：财经五月花微信公众号

<https://mp.weixin.qq.com/s/nzwuRaGa9y0syzbcTRl3ug>

★财商分析报告

2021 中国私人财富报告

报告综述：

招商银行和贝恩公司（管理咨询机构）在北京联合发布《2021 中国私人财富报告》（以下简称《报告》）。据悉，自 2009 年招商银行首开中国私人财富研究之先河，持续追踪中国私人财富市场 14 年，致力于通过长期市场追踪、数据

积累分析和大量高净值人群调研及访谈,以独创性、延续性和权威性的研究成果,为中国高净值人群的财富管理提供参考。上述《报告》以“纳川成海”为主题,对中国私人财富市场、高净值人群投资态度和行为特点以及私人银行业竞争态势进行了深入研究。

《报告》显示,2020年,中国个人可投资资产总规模达241万亿人民币,可投资资产在1000万人民币以上的中国高净值人群数量达262万人。在宏观经济持续向好的前提下,中国私人财富市场也迎来稳健发展态势。预计到2021年底,中国高净值人群数量预计接近300万人,可投资资产总规模将突破90万亿元。

据招商银行和贝恩公司观察,2021年,中国高净值人群结构更加丰富多元,伴随着互联网、新能源等新经济、新行业发展迅猛,股权增值效应助推新富人群崛起。2021年,高净值人群年轻化趋势凸显,年轻群体创富速率加快,40岁以下高净值人群成为中坚力量,占比升至42%,董监高、职业经理人(非董监高)、专业人士群体规模首次超越创富一代企业家群体,占比升至43%。中国高净值人群需求的综合化、多元化程度加深,在关注个人需求之外,还延伸到家庭、企业、社会需求,涵盖金融及非金融需求,医疗健康、高端生活方式、税务法律咨询等非金融需求崛起。受益于中国经济结构转型及实体经济发展,带来更多创富机遇,中国高净值人群结构日趋丰富,使得高净值人群中成熟群体的保障、传承需求与年轻群体的创富需求形成二元驱动。

在中国私人银行业竞争态势方面,《报告》认为,市场机遇与挑战并存。中国高净值人群加速向有成熟服务体系构建的头部财富管理机构聚集,中资银行长期位居高净值人群资产配置首选。中国高净值人群在选择财富管理机构时更加成熟,从过去单纯的产品需求导向转向专业的服务需求,期待机构提供产品之外的综合服务,追求线上化、智能化的全流程数字体验,以期通过一站式服务实现多元资产配置。

招商银行相关负责人表示,在新时期,招商银行将着手于构建创新驱动的大财富管理生态,强化以客户为中心,志在用全新的模式、更开放的视野、更专业的服务、更丰富的产品,为中国高净值客户,提供全面的金融服务解决方案,并洞见与展望私人银行业发展态势,与业界携手打造中国私人银行服务生态。

报告节选:



前言：纳川成海，登高博见	1
致谢	2
第一章 2021年中国私人财富市场概览与走势	3
· 经济回归常态、基本面向好，2021年预计总资产稳中有升	4
· 2019-2020年中国私人财富市场回顾与2021年展望	6
· 从一线往周边辐射，三大经济圈高净值人群集中度加强	9
第二章 中国高净值人群群体细分、投资心态和投资行为	11
【专题一：人群结构和多元需求】高净值人群结构分化，需求多元，财富目标更加综合	12
· 高净值人群多元化、年轻化趋势凸显	12
· 年轻群体财富需求显著提升，与成熟群体的保障、传承需求形成二元驱动	15
· 高净值人群需求的综合化程度加深，从个人需求延伸到家庭、企业、社会需求	16
· 境内外资产配置规划趋于理性，传统目的地降温，要求资产全链条服务	25
【专题二：产品服务生态】构建满足“人-家-企-社”综合需求的金融加非金融服务生态	29
· 金融成熟度加强，净值型、权益类产品接受度提升，注重专业资产配置	29
· 家族传承意识加强，财富传承外期待针对性的税务法律、能力传承等服务	36
· 期望私人银行辅助提供企业解决方案，除传统融资外，其他服务满足度有待提升	39
· 对金融机构提供社会公益服务持开放态度	40
【专题三：混合服务模式】以“人为核心，数字化支撑”的服务模式提供前瞻洞察和全流程陪伴	41
第三章 中国私人银行业竞争态势	47
· 机构选择分化并呈现差异化定位，银行系私行仍是首选	48
· 专业度的重要性持续提升，从洞察、体验到体系化服务	50
附录：研究方法	51
版权声明	54

第一章 2021年中国私人财富市场概览与走势

- 2020年，中国个人可投资资产总规模达241万亿人民币，2018-2020年年均复合增长率为13%；预计到2021年底，可投资资产总规模将达268万亿人民币。
- 2020年，可投资资产在1000万人民币以上的中国高净值人群数量达262万人，2018-2020年年均复合增长率为15%；预计到2021年底，中国高净值人群数量将达约296万人。
- 2020年，中国高净值人群人均持有可投资资产约3209万人民币，共持有可投资资产84万亿人民币；预计到2021年底，高净值人群持有的可投资资产规模将达约96万亿人民币。
- 2020年，高净值人群数量超过5万的省市共17个，分别是广东、上海、北京、江苏、浙江、山东、四川、湖北、福建、天津、辽宁、河北、湖南、河南、安徽、江西和云南；其中9省市（广东、上海、北京、江苏、浙江、山东、四川、湖北、福建）率先超过10万人；24个省市高净值人群数量皆超过2万人；高净值人群从一线城市拓展辐射周边区域，三大经济圈高净值人数及集中度进一步加强。



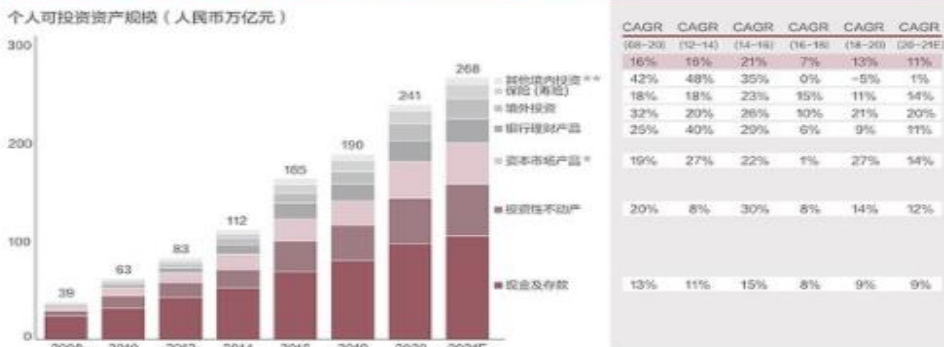
第一章 2021年中国私人财富市场概览与走势

经济回归常态、基本面向好，2021年预计总资产稳中有升¹

2020年，面对疫情冲击和复杂严峻的国内外环境，中国率先在全球主要经济体中恢复经济正增长，GDP首次突破百万亿人民币，逆势增长2.3%，成为全球经济阴霾下的一抹亮色。世界银行预测，随着消费者和企业信心的提高以及劳动力市场状况的改善，2021年——作为“十四五”开局之年，中国的GDP增长将恢复到新冠疫情前水平，预计2021年的GDP增速将达7.9%。

在宏观经济持续向好的基本前提下，中国私人财富市场也迎来稳健发展的态势。2020年，中国个人持有的可投资资产*总体规模达241万亿元人民币，2018-2020年年均复合增长率为13%，重新回归两位数增长。其中，资本市场产品规模增速显著，2018-2020年年均复合增长率攀升至27%；投资性不动产在“房住不炒”政策下改革逐步到位，市场自身动力平稳恢复，年均复合增长率上升至14%。（参阅图1）

图 1：2008-2021 年中国个人持有的可投资资产总体规模



来源：贝恩公司高净值人群收入-财富分布模型

注*：“资本市场产品”包含个人持有的股票、公募基金、新三板和债券

注**：“其他境内投资”包含个人持有的信托、基金专户、券商资管、私募股权投资产品、黄金、私募股权等

*本报告的研究范围主要集中在大陆地区，未包含澳门和台湾两地市场。

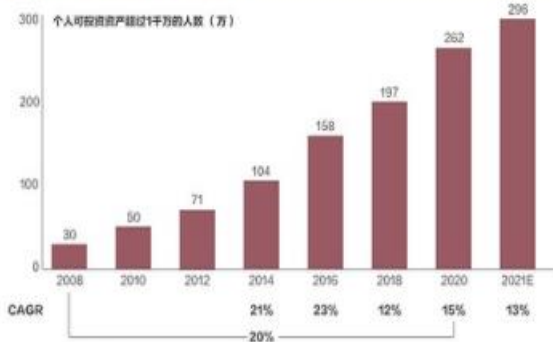
可投资资产：个人投资性财富（具有较好二级市场属性，有一定流动性的资产）总量的衡量标准。可投资资产包括个人的金融资产和投资性房产。其中金融资产包括现金、存款、股票（拟上市流通股和非流通股，下同）、债券、基金、保险、银行理财产品、境外投资和其他境内投资（包括信托、基金专户、券商资管、私募股权基金、私募证券投资基金、黄金等）；不包括自住房产、通过私募投资以外方式持有的非上市公司股权及附赠消费权益等资产。



第一章 2021 年中国私人财富市场概览与走势

中国高净值人群规模*及其持有的可投资资产，增速较往年均持续上涨。2020年，中国高净值人群数量达到262万人，与2018年相比增加了约65万人，年均复合增长率由2016-2018年的12%升至2018-2020年的15%。这主要源于资本市场过去两年的快速升值，一二线城市房地产市场的持续回暖，境内外IPO加速下新富人群的不断涌现。从财富规模看，2020年中国高净值人群共持有84万亿元人民币的可投资资产，年均复合增速为17%。总体高净值人士人均持有可投资资产约3209万人民币。（参阅图2、图3）

图 2：个人可投资资产超过 1 千万的人数



来源：贝恩公司高净值人群收入-财富分布模型

图 3：高净值人群的可投资资产规模



来源：贝恩公司高净值人群收入-财富分布模型

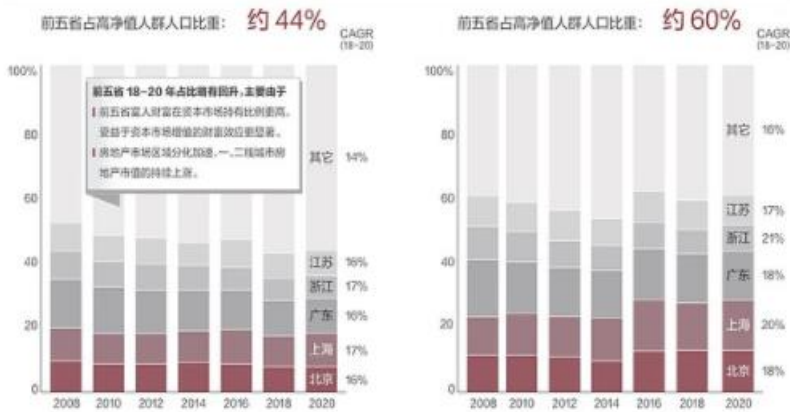
*本报将可投资资产超过1千万人民币的个人定义为高净值人群



第一章 2021 年中国私人财富市场概览与走势

2018-2020年高净值人群的集中度略有回升，受益于资本市场增值的财富效应，前五省高净值人群财富在资本市场持有比例更高。同时，房地产市场区域分化加速，导致一、二线城市房地产市值的持续上涨。2020年，广东、上海、北京、江苏和浙江五个东部沿海省市的高净值人群人数占全国总数比例约为44%，高于2018年的43%；其持有的可投资资产占全国高净值人群财富的比重约为60%，高于2018年的59%。（参阅图5）

图 5：2008-2020 年广东、上海、北京、江苏和浙江五个东部沿海省市高净值人士及其所拥有的可投资资产占全国比重



来源：贝恩公司高净值人群收入-财富分布模型

过去几年，境内外IPO加速、中概股回归趋势显著，特别是新经济领域及其下属的互联网、大消费板块；A股科创板开市火爆，高新企业持牌人接连上演“造富神话”。新经济企业的崛起带来强劲的股权增值与财富效应，造就了大批新富人群，上述行业及相关产业链在北京、广东及上海、江苏和浙江等东南沿海省市的集中度较高。近年，紧跟国家十四五城市群建设态势，高净值人群也从大城市向周边区域辐射延伸，显现出核心城市点、沿海经济带、财富区域圈三头并进的财富分布特征。

(未完)

来源及全文链接：雪球网

<https://xueqiu.com/9508834377/180357064>

2021 中国消费品牌发展报告——从消费看区域发展新机遇



导语：

2021年5月10日，第五个中国品牌日如约而至。阿里研究院新消费研究中心多年来深耕产业前沿，现将「中国品牌」系列报告之四——《2021中国消费品牌发展报告》呈现发布，并将其作为第5个中国品牌日的生日献礼！

2020年，是十分不寻常的一年，中国是全球唯一实现经济正增长的主要经济体。官方统计数据显示，2021年第一季度，居民可支配收入与消费支出两项指标同比大幅反弹，均达到了双位数的实际增长，前期经济增长逐步转化为消费热情，消费呈现出恢复性增长。五一黄金周消费数据成为国内外热议的话题，各项指标表明消费增长良好，特别是旅游复苏已经接近2019年同期水平。阿里零售平台上的销售数据同样印证了消费复苏的趋势。服装、建筑装潢、家具类等可选消费品消费需求疫情过后快速增长，五一期间飞猪平台乡村旅游预定火爆。

研究发现，疫情过后消费者更多倾向于就近与居家自助服务，线上线下融合发展使得情境组合丰富多样，消费场景重要意义凸显。从品类结构看，阿里零售平台上文化娱乐、3C数码类中国品牌2015-2020年线上市场占有率增长领跑其他消费类别，复合增长率达4.5%；医药保健类高价格带增长贡献度51.9%领跑质量增长。



一、新品牌快速崛起

在今年报告的写作过程中，我们将区域公共品牌纳入中国消费品牌的研究范围，作为居民生活消费场景中商品品牌的重要组成部分，沿用《中国消费品牌发展报告》系列中的消费品牌断代分类，四个时代的消费品牌分为：1978年以前的民族品牌；1978-1997年改革开放以后商品经济发展初期的代表性品牌；1998-2014年消费品工业发展期的代表性品牌，我们将这一时期诞生的电商品牌称之为第一代互联网品牌（“淘品牌”）；2015年供给侧改革以后诞生的新品牌，称之为第二代互联网品牌，方便用来对比分析。我们综合了市场规模、消费者规模和增长性三个方面的考量，使用标准化得分的综合排序，获得了四组代表性品牌。



疫情期间，不同时代的中国消费品牌表现各有特色。从数据上看，供给侧改革以后的新品牌增长速度是最快的，可比的 TOP10 代表性品牌 2020 年的销售额是 2016 年的 17.9 倍。一方面因为他们基数相对较小，创新动力强，更加依托线上渠道，线上数据表现突出；另一方面，借助新型渠道，新品牌可以在消费者规模方面快速比肩传统品牌。我们在大量的调研中观察到，新品牌大多诞生于高频购买的日用品品类，成立时间不长，从研究的角度出发，新品牌的长期发展还需要更长时间的观察和市场的检验。但是，我们依然惊喜的发现，第二代互联网品牌与上一代互联网品牌产生了明显的区别，这也是最惊喜的区别，从上一代的侧重销量转为更加注重品牌塑造。直观上看，位于新品牌区域的一半品牌是英文标识，甚至只有英文标识，这表现出了品牌创始团队的国际化视野，他们年轻且拥有较高的知识文化水平。商品方面可以简单概括起来就是：高颜值、高科技、有品质、有活力。新品牌还表现为倡导安全健康环保理念，具有现代感，甚至是有趣、有内涵。工作团队通常对营销、产品研发与设计环节有着深刻的认识，也不乏专业人才，可以熟练使用数字营销工具，掌握与消费者沟通的技巧和方式，并且可以借助大数据市场洞察快速响应市场需求，一部分有潜质的团队受到了资本青睐。总的来讲，新一代国产消费品牌正在迈向微笑曲线两端，更加关注品牌长期价值的建设。这是一条艰辛的路，中国消费品牌面对的市场大，竞争同样也是最激烈的，在这条路上能够走多远，是要靠工匠精神来支撑的。

二、品牌高质量发展三大支点

在我们的研究中，我们关注到了 2020 年更多政府驱动的新业态新模式的发展，特别是以区域公共品牌、区域优势产业整体形象出现的最新实践案例。总结下来，品牌高质量发展离不开政策引领与扶植、企业内生的创新精神与工匠精神、新型服务商补短板提升市场竞争力，三者缺一不可。其中，新型服务商由多元主体构成，电商平台及其生态伙伴是其中的主力军，在服务的过程中也同时为中国消费品制造业的品牌化发展注入了现代要素。主要服务包括四个方面：延展品牌内涵和体现长期价值的形象设计与价值传播服务、帮助企业通过新型渠道在更大范围内达成销售的营销与销售服务、优化供应链降本提效的共享资源服务、把握需求提升产品市场竞争力的市场洞察服务。

三、从区位优势看发展四大机遇

区位优势只有在市场竞争中才能实现。经过多年研究沉淀，我们关注到了这项研究成果——电子商务发展与长江三角洲区域经济发展带存在紧密的关系，空间上的虚拟集聚突破了原有传统产业发展格局，形成新型全球性的产业集聚空间，而空间内区位各个节点优势得以实现和增强。

基于此，我们展开了区域发展与市场发展二维视角的研究思路，选取了四类发挥区位优势的最新实践，阐述不同资源优势条件下的发展机遇。

第一类是农产品资源优势，第二类是传统产业资源优势，第三类是旅游文化资源优势，第四类是综合资源优势。

这些区位优势在现代要素作用下，表现出了差异化的新产品新品牌新场景新模式，研究者寄望此项研究为其他拥有相似资源优势的地区带来参考价值。

报告全文链接：<http://navo.top/myemUr>

报告全文链接：<http://navo.top/myemUr>



来源：数字经济与商业模式微信公众号

<https://mp.weixin.qq.com/s/UbIIvamgdN2wIYgHLTmgVA>

消费金融行业发展报告 2020

2020年新冠疫情冲击，消费金融行业整体增速放缓，加速了科技化转型，但各项利好政策陆续出台，消费金融公司牌照审批加速，大型机构纷纷入局，加之居民消费能力、消费需求升级、行业渗透率较低等因素，消费金融行业仍有强大发展空间与潜力；在鼓励发展的同时，各项强监管相继落地，采取一系列措施平衡创新与风险，遏制盲目扩张和滥用杠杆风险。

最高法限定民间最高借贷利率，4倍LPR是否适用消费金融仍在探索；网络小贷新规出台，消费金融牌照身价随之水涨船高；场景金融暴雷，场景的交易风险与金融的信用风险叠加到了一起；新冠疫情让行业从线下走向线上，面临更严峻的考验……

伴随着我国疫情的有效防控，经济的逐渐复苏，“十四五规划”的出台，国家推出“以国内大循环为主体，国内国际双循环相互促进的新发展格局”，消费作为拉动经济增长的重要力量，受到国家重点扶持，消费金融行业将迎来新的发展机遇。

随着平安、小米、蚂蚁、唯品会牵头设立的消费金融公司获批筹建，我国持牌消费金融公司数量从2010年的4家上升到2020年末的27家。头部机构纷纷入局，市场竞争日趋激烈。随着市场竞争程度的加剧，消费金融行业的竞争方式也将随着改变。从增量客户的竞争转向存量客户的竞争，从不同客群、不同产品、不同场景之间的差异化竞争，转向相同客群、同类产品、同场景之间同质化的价格竞争，从产品和价格的竞争逐步转向金融科技和管理能力的竞争。

竞争必然导致优胜劣汰的马太效应和挤出效应，强者的市场地位在竞争中不断稳固和增强；弱者在竞争中市场规模不断萎缩，甚至可能被挤出市场。

本报告基于专业研究并调研了行业领先的消费金融公司，包括马上、捷信、海尔、中原和盛银消费金融。从消费金融行业目前的行业现状，监管中面临的利好与困境，消费金融产业链的发展，以及现阶段金融科技如何解决消费金融各流程的痛点问题，对消费金融行业进行探索与分析。

一、消费金融行业概况

1. 消费金融生态体系及发展历程

(1) 消费金融行业参与主体

消费金融是向各阶层消费者提供消费贷款的现代金融服务方式。金融机构以信贷的服务方法，提供信贷金额给群众消费者以满足其消费需求，进而对消费市场进行开拓发展，促进发展现代化金融服务方式。

广义上的消费金融企业是指从事消费金融行业的企业，狭义的消费金融企业可以用消费金融公司代称，指的是已通过中国银监会批准，设立于中国境内，并

未对公众存款进行吸收，基于分散以及小额等原则，将以消费作为主要目的的相关贷款提供给境内居民的非银行金融机构。

目前消费金融行业的参与主体主要包括：商业银行、消费金融公司、汽车金融公司等持牌金融机构；电商平台、互联网公司、金融科技公司等非持牌机构。

表1：消费金融行业主要参与主体

	放贷业务 牌照	参与主体	代表机构	业务模式
持牌 金融 机构	银行 牌照	商业银行	招商银行 平安银行	信用卡为主
	消费金融 牌照	消费金融 公司	捷信消费 金融 马上消费	消费贷款 现金贷款
	汽车金融 牌照	汽车金融 公司	上汽通用 金融 宝马汽车 金融	经销商库 存融资 消费信贷及 融资租赁
非持牌 金融 机构	网络小额贷款 牌照 小额贷款 牌照	电商平台	淘宝 京东	现金贷款 商品分期
		互联网 公司	美团 滴滴	现金贷款 为主
		金融科技 公司	乐信 趣店	商品分期 助贷业务

来源：公开资料、零壹智库

（2）消费金融行业发展历程

国内消费金融起源于上世纪八十年代，历经数十年的发展，经历了四大发展阶段，目前已经进入规范整顿期。

萌芽期（1985-2008）：1985年，中国银行发行了中国第一张信用卡，标志我国消费金融业务的开启。在此期间，以银行提供房屋按揭贷款、汽车按揭贷款、信用卡为主，持牌汽车金融公司提供汽车信贷产品为辅。

试点探索期（2009-2012）：2009年7月，银监会公布并实施《消费金融公司试点管理办法》，首批获批试点的消费金融公司成立，提供不包括房贷、车贷的消费信贷服务的消费金融公司成为消费金融业的有效补充。

修订启动期（2013-2014）：2013年11月，银监会扩大消费金融公司试点范围，并鼓励民间资本参与，行业发展进入高速时期。自2013年6月蚂蚁金服“余额宝”上线以来，“互联网+”金融模式开启。

高速发展期（2015-2017）：随着“互联网+”金融的快速发展，大型电商、互联网公司、P2P平台等细分平台纷纷布局消费金融，市场参与主体日渐丰富。2015年7月，消费金融公司扩大试点范围至全国。同时放开消费市场准入，并鼓励符合要求的民间资本发起设立消费金融公司。

规范整顿期（2017至今）：2017年，《关于立即暂停批设网络小额贷款公

司的通知》、《关于规范整顿“现金贷”业务的通知》一系列监管政策，对暴力催收、多头借贷、资金流向进行严肃整顿，行业进入调整期。

2018年起，后续监管政策出台释放积极信号。开放商业银行开展互联网贷款合作的口径，以及“百行征信”正式营业的宣告，消费金融行业将在规范中迎来下一波增长。

我国金融监管要求金融机构服务实体经济，不能脱实向虚，而消费金融服务实体经济即促进消费，要求资金流向是有具体消费场景的。在监管的高压下，有场景的消费金融业务将在未来阳光、积极地占领市场份额。

随着互联网金融的整顿，无牌照机构多从事助贷，如导流、科技输出等业务，不能参与核心业务环节。大浪淘沙过后，持牌消费金融机构和有存量小贷牌照的互联网巨头将逐渐规范平台合作、管理，整个行业发展将渐入稳定期。

2. 我国消费金融发展情况与发展驱动力

(1) 消费金融行业整体增速放缓

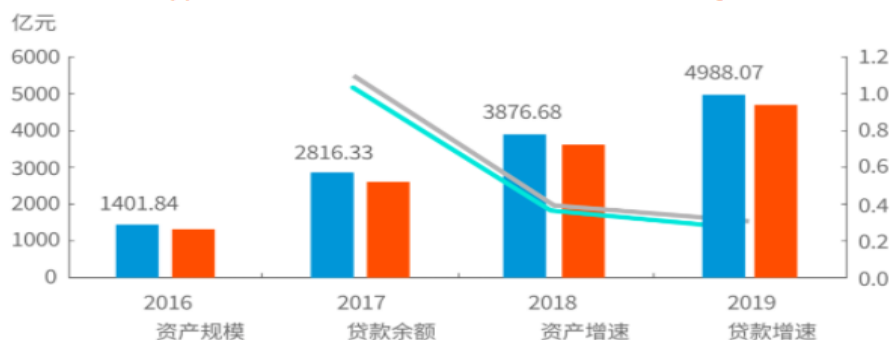
自2015年以来，消费金融行业规模迅速扩张。中国人民银行《金融稳定报告》显示，截至2019年末，消费贷款余额（不含房贷、经营贷）13.91万亿元，较2015年的5.92亿元提升了约135%。2017-2019年间，消费金融行业增速分别为38.13%、24.12%、15.92%，增速持续下滑，行业发展明显放缓。

截至2019年末，我国消费市场整体规模高达122473.17亿元，消费金融公司市场份额仅占其中4%，消费金融公司发展空间巨大。

随着市场规模持续扩大，消费金融政策持续利好，消费金融服务商也在不断增多，无论是以商业银行、消费金融公司为代表的传统消费金融机构，还是以电子商务平台、分期购物平台、网络借贷平台等为代表的互联网消费金融机构都获得了快速发展。

中国银保监会审核批准的持牌消费金融公司数量从2010年的4家上升到2020年末的27家，并且行业整体盈利状况良好。截至2019年末，消费金融公司资产规模达4988.07亿元，同比增长28.67%；贷款余额4722.93亿元，同比增长30.5%。

图1：2016-2019年消费金融公司资产规模与贷款余额变化情况



数据来源：中国银行业协会消费金融专业委员会

(2) 消费市场：居民可支配收入持续增加，消费成经济增长主要驱动力
居民消费支出快速增长，催生巨大的消费金融需求。

一方面，随着居民可支配收入的增加，我国居民消费能力逐步提升，消费者的消费习惯从基本消费发展到升级消费，消费理念从“理性消费”到“感觉消费”并进一步发展到“感性消费”。

另一方面，消费能力的逐年提升，催生消费金融市场需求。从消费能力看，从2013年至2019年末，我国居民人均可支配收入从18311元增至30733元，共计增长67.84%，年复利增长7.68%；居民人均消费支出从13220元增至21559元，总计增长63.07%，年复利增长7.24%。两者的增速都快于人均国内生产总值(GDP)增长。随着人民财富的逐年积累，人民对消费品的需求日益增长，对生活质量的追求逐年提高，从而催生我国消费金融市场的巨大需求，我国短期消费贷款占比不断提高。



数据来源：国家统计局

但目前，消费金融供给仍显不足：近40%成年人未获得消费信贷。

(3) 金融科技赋能消费金融转型升级

① 金融科技的发展为促进消费金融发展提供了新的机遇。

随着金融科技的发展，借助互联网和5G通讯，城乡差别、数字鸿沟等不断缩小，传统消费金融发展面临的成本较高、收益不足、效率和安全难以兼顾等问题逐步得到了解决。线上获客、自动化审批逐步成为市场主流，借助人脸识别、机器学习、云计算、大数据、人工智能、区块链等技术，在批量处理客户申请及审批的同时，引入机器人自动催收，兼顾效率性和安全性。消费金融公司利用金融科技，不断降低服务门槛和运营成本，将金融服务融入民生应用场景，覆盖更多的人群，大大促进了行业发展。

金融科技在消费金融领域的广泛应用，促使消费金融更具普惠性，能够契合消费金融的小额、分散的信贷原则，可以覆盖更多的中低收入客户。金融科技的可应用性增强，也促使消费金融可扩展到租房、教育、装修、医美消费的多个应

用场景。

②金融科技的深化应用，助推消费金融向“无接触金融”业态发展。

互联网、大数据等技术的发展，促使消费金融行业从传统消费金融时期（2009—2013年）向互联网消费金融时期（2013年至今）迈进与发展。互联网消费金融是指通过互联网来向个人或家庭提供与消费相关的支付、储蓄、理财、信贷以及风险管理等金融活动。

2020年，疫情的爆发驱使消费金融逐渐向线上化、无接触消费金融业态发展。

消费金融业务从获客到贷前、贷中、贷后基本实现全流程线上化，金融科技为消费金融创新奠定基础，服务于消费金融的产品设计、营销推广、风险评估、额度授信、信用增加、合约签订、贷后管理以及债务催收等诸多环节，全面助推消费金融行业优化升级。

互联网、大数据、人工智能等新一代金融科技的兴起促进消费金融行业的客户准入、金融定价模型与风险控制日益成熟，让长期游离在传统消费金融之外的中低收入“基准”用户能够实现互联网消费金融的可得性，从而对传统消费金融形成重大冲击，加剧了消费金融行业的竞争格局。

虽然传统消费金融机构（商业银行、消费金融公司）在中高端用户、业务开展、风险管理、征信数据获取、资金获得等方面具有优势。

然而，互联网消费金融机构优势与传统消费金融机构互有不同，错位竞争：一是在目标客户定位上，互联网消费金融主要针对年轻的中低收入人群，覆盖了传统消费金融机构客户群的空白市场；二是在消费金融产品上，互联网消费金融主要是以小额、高频的消费分期或者“现金贷”为主，不同于传统消费金融大额低频的消费贷款；三是在风险控制上，互联网消费金融是以大数据为基础的大数据征信与机器审核，不同于传统消费金融的中国人民银行征信与人工审核。

（未完）

来源及全文链接：零壹财经微信公众号

<https://mp.weixin.qq.com/s/gykJXIyptu8jyJn7YM9sTA>



★公益慈善专栏

公益教育的使命究竟是什么？

写在前面：

高校公益慈善教育究竟应该如何发展？是追求专业教育还是普及通识教育？慈善教育的使命是什么？

面对以上问题，国内已经有多家高校在探索公益慈善教育的路径。行业、高校和慈善研究/教育者的合作，亦在更大规模地推动慈善教育（专业、通识）发展方面进行了诸多尝试。

本文主要呈现了慈善教育发展当中，部分高校与公益行业探索者的重要思考。

最近几年，随着《慈善法》的落实、社会组织的发展、互联网公益的崛起，人人公益、人人慈善的趋势越来越明显，相应的对于公益慈善教育的需求也越来越大。

尤其是 2020 年疫情当前，全世界同做一张考卷。丛林规则、零和原则在严峻的疫情面前失灵了，与之相应的中国式“人和”理念呼之欲出。“在这样的变局当中，中国式的公益慈善教育，将会面临巨大的国内国际需求。”上海民政局原党组书记、局长马伊里表示。

目前，国内已经有多家高校在探索公益慈善教育的路径。例如，华东师范大学与上海紫江公益基金会在 2017 年就开始了公益慈善人才培养模式的创新探索。但与此同时，2020 年 6 月，北师珠慈善专业停办，引发“大学该不该有慈善专业”的争论。

那么，高校公益慈善教育究竟应该如何发展，是追求专业教育还是普及通识教育？包括紫江公益慈善课程在内的高校慈善教育探索取得了怎样的成就？

2020 年 12 月 13 日，第四届华东师范大学紫江公益慈善教育论坛上，来自政府、高校、公益组织等不同领域的研究者、实践者进行了分享和讨论。

一、公益教育的使命究竟是什么？

推进公益慈善教育，首先要厘清公益慈善课程的定位。因为只有弄清了定位，才能再来完善课程体系。那么，公益教育的核心或者公益教育的使命究竟是什么？

“我个人认为，公益教育的核心，是全过程、全领域、批量培养，具有公益人格的年轻人。”马伊里表示，不是单单为公益机构培养从业人员，是在各个领域都要培养具有公益人格的年轻人。

公益人格到底有什么特征呢？“去功利、开放、分享、积极、参与，他们观察问题比较多的是社会视角。”马伊里强调，“我们不仅仅要培养专职的人员，还要培养有良心的企业家，有良心的医生、有良心的老师，和有良心的科学家……”

培养具有公益人格的年轻人，需要的无疑是通识教育，但公益慈善行业的发展也需要专业教育，究竟谁更重要呢？

“我一直认为专业教育很有必要，但是在当前公益慈善事业发展的状态下，可能谈专业比较奢侈。另外一个方面，我们在高校里给学生上课感触更深，我们的同学要去公益慈善组织就业不太现实。在不否认专业教育的重要性的前提下，现阶段特别有必要去推动通识教育。”华东师范大学社会组织与社会治理创新研究中心主任周俊强调。

华东师范大学公共管理学院副教授聂磊也认为通识教育是更为现实的，“公益慈善现在不能说是涉及到各个行业各个专业，至少越来越多的涉及到很多专业和行业。它的专业性很大程度上取决于所处的行业和专业。”

“学生做公益的时候一要结合自己所学的专业，把专业带到公益服务里面去，变成了更加专业化的人才，做专业化的公益服务，这对社会更有帮助，更能提升社会公益服务质量。”上海交通大学发展联络处副处长于洋表示。

南京爱德社会组织培育中心主任田梅梅也认为：“高校里面多开通识性的课程，让更多的学生能有一个入口了解公益慈善，我觉得是难能可贵。最开始我们设置了专业的课，优秀的学生不会首选，最后又变成了剩余学科”。

二、知行合一的紫江公益慈善教育探索

那么，公益慈善通识教育究竟要如何实施呢？

2017年华东师范大学与上海紫江公益基金会共建了“华东师范大学-紫江公益慈善中心”和“研究院”，设立了相关的基金项目，推动公益课程建设，开展了公益慈善人才培养模式的创新探索。

“我们的定位是选修课，非专业教育，我们希望通过课程学习，培养大家的公益心和社会责任感，培养公益的种子。因为参加这个课程学习的同学可能会走向各行各业，大家在走向各行各业的同时，也把公益的种子带到各行各业，这是我们的初衷和动力。”华东师范大学紫江公益慈善教育中心主任、社会发展学院教授黄晨熹表示。

据黄晨熹介绍，通过三年的教学实践探索，形成了以“知行合一”为核心的系统公益慈善通识教育模式，包括形成了纵深有序的课程体系设置，组建了多方位、多学科背景的师资队伍，推动促进公益慈善理论知识与服务实践的有效融合等。

在“知”层面，确立了三大主题——基础性课程以重塑公益慈善认知为目的，集中于对公益慈善基础知识及伦理原则的传递；应用性课程以非营利组织管理内容为基础，侧重于对公益慈善项目的开发、管理、运营、营销等一系列能力的锻炼与提升；而前沿性课程则聚焦于公益慈善前沿理念，强调关注公益慈善行业发展未来走向。

另一方面，搭建了“课堂—讲堂—论坛”三级交流平台，包括在授课过程中，结合授课内容邀请相关教师及行业从业人员开展主题分享；组织“善知公益讲堂”，邀请名家讲座，以“线上+直播”形式；举办三届公益慈善高峰论坛，聚集400余位国内外学者及业界人士对公益慈善热点问题进行探讨。

在“行”层面，强调“体验式”教育理念，积极开展多样课程实践活动，组织公益机构探访、志愿服务等一系列活动鼓励学生走出课堂。2017年以来，共组织两期暑期台湾社会创新公益实践研修营，选拔20余名优秀学生赴台参访近20家公益创新相关机构，实现学员们的深度赋能。2020年，结合疫情背景推出“践善行益，踏浪前行”紫江暑期社会实践项目，吸引了13所高校近300人参与，最终选出10支队伍进行资助，其实践项目涵盖抗疫力、心理疗愈、性教育、助农等多领域。

同时，积极组建由国内外高校教师和公益慈善行业专业人员构成的多学科背景、多元化、全方位的师资队伍，不断丰富公益慈善通识教育内容。搭建了公益慈善实践平台，组建紫江公益学园、“紫江一大夏”公益社等2家学生社团，采取人员选拔制及公益学分制管理，每年选拔80名社员，为“知”“行”融合统一提供有力平台支持。

三年来，共开设公益慈善通识课程27门，共计学分50多分，吸引了1000余名校内外师生及公益慈善行业从业人员修读。

“我们欣喜地看到，不同专业的学生走进了公益慈善课堂，他们共同讨论学习，一起设计公益项目、一起做研究。公益慈善的种子，正在华东师大这个美丽的校园中生根发芽。更让人欣喜的是，随着学生的毕业，在社会的各个领域，播种到下一代的心灵之中。”上海紫江公益基金会秘书长陈琳表示。

三、行业+高校，更大规模地推动慈善教育

近年来，认识到公益慈善课程对学生培养的重要性的高校开始逐步开设公益慈善课程。北京社会管理职业学院、南京工业大学浦江学院、山东工商学院等开设了公益慈善专业（全日制）课程，深圳大学公益创新专才班实践了辅修双学位模式……

这一举动赢得了公益慈善行业的欢迎。“今天这么多的高校老师一起来探讨公益人才的培养，我们觉得非常非常感动。”田梅梅在论坛上表示，“通识教育在高校里如果能推开，对未来的公益慈善发展有非常大的帮助。公益机构的人力资源现在面临着两难的困境，一是招不来，二是培养不起来。期待高校把人才培养出来，这是我们的期待。”

基于共同的认知，公益慈善行业和高校之间就慈善教育达成了越来越多的合作。

一方面，公益慈善行业为高校的慈善教育提供了越来越多的支持。

紫江公益慈善课程就是紫江公益基金会与华东师范大学合作的成果，这一合作已经持续了四年。在这一过程中，课程得到了越来越多公益慈善组织的支持。包括紫江公益基金会、敦和基金会、真爱梦想公益基金会、上海市慈善基金会、联劝公益基金会等在内的 19 家社会公益组织和项目成为课程社会实践基地。

“紫江做这件事情，在全国都属于是起步很早，而且动作也比较快，合作方式也很巧妙。扎扎实实做出一个案例，我们可以拿到行业、高校，做跨区域跨校的交流与合作。从我们基金会的角度，我们更希望能把这些经验和合作的模式方式形成政策意见，通过政策倡导，有更大的一个变革。”敦和基金会项目官员叶珍珍表示。

敦和基金会这几年也推出了高校慈善教育项目。

2019 年 9 月，敦和基金会与公益慈善学园联合发起了“敦和·善识计划”高校慈善通识课程支持项目，支持国内高校教师开设公益慈善方向公共选修课程。

一期项目共资助了来自中国人民大学、北京师范大学、浙江大学、中央民族大学、华东师范大学、南开大学等高校的 17 位教师，通过理论教学、双师课堂、体验式慈善等方式，为近 600 名大学生带来专业通识教育。

2020 年 10 月启动招募的二期项目收到了 73 份申请，最终 23 名教师获得项目资助。同时，二期项目增设了体验式慈善教学专项资助的版块，将有 11 位入选教师在开设公益慈善通识课程的同时，带领学生进行体验式慈善的探索。

此外，针对国内公益慈善学历教育发展水平与发展速度无法满足公益行业对专业人才需求的问题，敦和基金会还发起了“敦和·菡萏计划”，支持院校在慈善学历教育中的多种探索。

另一方面，公益慈善行业对高校慈善教育也提出了更多的需求。

叶珍珍认为，高校公益慈善教育要注意两个核心的问题，一个是定位在办学还是办班的问题——和行业内的各种慈善教育的班、短期培训班，有什么样的区别？需要在进一步发展中明确自身的定位。

一个是理论和实践的平衡问题。“我们发现很多高校开展公益慈善教育，在理论体系课程的设置上，会有一些的难度。当然这是源于公益行业本土化理论的发展整体上偏弱。我们也在资助相关的理论建设。”叶珍珍表示。

另外，学生未来是否参与公益，是否愿意做志愿者，或者是到公益机构中实习，未来去公益行业里面工作，实习实践环节是至关重要的一个环节。

从项目资助的角度，上海新力公益基金会秘书长吕基成提出，高校公益慈善教育需要回应缺乏全局观、专业技能、利益相关方沟通技巧等问题。要重新定位公益，引入大量的案例教学，增加学校与社会组织的实践合作。

在高校和公益慈善行业的共同推动下，高校公益慈善教育加速发展的趋势已经显现。“我们期待与社会各界共商共议共建共享，共同推动公益慈善教育发展，

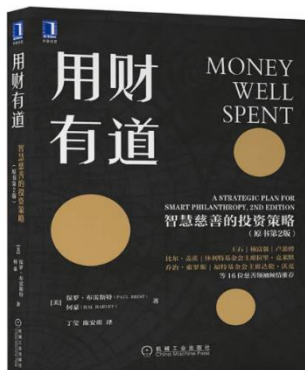
我相信在各界的支持之下,在我们的努力之下,公益慈善教育体系会不断的完善。”陈琳强调。

作者:王勇 公益时报

来源:敦和基金会微信公众号

<https://mp.weixin.qq.com/s/6Fd0UoMKq0vIIAFwAMg1HQ>

什么是战略慈善? (读书笔记)



导语:

做慈善就和做投资一样,你需要有效的策略,帮助你分析哪些是有用的,哪些是徒劳的,以及背后的原因。《用财有道:智慧慈善的投资策略》这本书就提供了必要的工具,可以帮助你制定有效的策略以获得成功。比尔·盖茨评价说:“本书浓缩了战略慈善的精华,对于那些想要进一步扩大社会影响力的慈善机构而言,是十分宝贵的资源。”对公益慈善从业者而言,本书的确值得一读。

1. 一个慈善家要想真正产生影响力,需要三个基本条件:动机、金钱和有效的战略规划。战略规划对慈善的意义,就像它对投资、经商和打仗一样重要。尽管好的战略规划并不能保证成功,但它会增加成功的概率,而缺乏战略规划则必然会导致失败。

2. 我们相信慈善可以改变世界,但是它的潜力还没有被充分发挥出来。坦率地说,大量善款被挥霍浪费了,因为它们被捐赠给了那些一事无成的慈善机构。这本书将指导你改变这一情况。

3. 对于慈善事业,我们的基本观点是,合理计划、系统执行和长期反馈,具有和投入资金同等的重要性。

4. “战略慈善”的意思是“结果导向”“目标导向”“有效”的慈善。

5. 基金会制定了以下标准,用于选择资助哪些事业:(1)重要性:问题出在哪里?有多少人受到了影响?影响的程度如何?(2)可行性:可能的解决方案是什么?是否有可能取得实质性进展?(3)拥挤度:还有哪些机构在处理这个问题?这个领域是不是资金不足(而不是捐助者“人满为患”)?捐赠能够让基金会发挥更大的影响力?

6. 无论你参与慈善的动机和目标是什么,你的工作都离不开使命感、责任感和热情。但是,每一个成功地将使命感、责任感和热情转化为影响力的案例背后,都有数百个案例中的慈善家以为,仅仅依靠这些就可以成功。如果慈善家没有将热情转化为理智、计划和执行的能力,美好的愿望和实际影响力混为一谈的行为

将充斥这个行业。

7. 不同于商业上的经济回报或是政治上的支持率回报，慈善行业很难获得反馈，却又充斥着杂乱的信号，这些信号常常因为各种对捐助行为的过度美化而被曲解。

8. 战略包括现实的、详细的方法，帮助你完成你的慈善事业。战略的最终目标是发挥影响力，这与美好的愿望所产生的结果完全不同。影响力指的是引发了变化，这种变化并不是存在主义上的或通常意义上的，而是根据你的慈善目标产生的。

9. 鼓励慈善家更现实、更坦然地面对失败。“失败”这个词在慈善领域具有强大的杀伤力。尽管有很大一部分的非营利活动以及基金会资助的项目都没有成功实现预期的目标，但正如我们前面所说的，一个组织如果不能坦然面对失败，它将失去一个最重要的学习方式。

10. 战略慈善的要素包括通过循证战略实现的明确的目标；通过监测进度及评估成果，对战略进行适当的调整。还有一个构成战略慈善实践的基础元素是：最大化地预期你的慈善行为可能产生的社会收益。简单来说，这个想法就是用你有限的资源，尽可能地产生最大的影响。

11. 以下是制定策略的基本步骤：

- 明确你要解决的问题是什么；
- 了解你的受益人以及他们的需求；
- 分析导致问题的原因；
- 清楚地表述你的预期目标和可能实现目标的基于证据的变革理论；
- 制订一个实施策略的计划，并预测可能出现的问题；
- 在实施计划时，做好获得反馈的准备。

12. 即使在解决自身问题这种最简单的情况下，问题的本质，以及每个人潜在的需求和关注点，也并不总是显而易见的。制订一个强有力的解决方案需要了解问题的本质，以及每个人的需求或兴趣，即使他们并没有说明。定义问题的过程，往往开始于对当前状况的描述，以及决策者从中发现了差错。即使一个人对差错的认知还不成熟，也会有关于困难、冲突或挫折的故事帮助其描述问题，并有数据可以反映问题的严重性。

13. 在慈善领域，让我们思考一下基金会对受助组织的称呼，包括“客户”“伙伴”和“代理”。“客户”体现了维系良好关系的重要性，但忽视了慈善事业真正的受益者是基金会及受助组织服务的机构和个人。“伙伴”体现了基金会和受助组织的理想关系状态，但是忽视了双方权力的不平等，常常会割裂它们之间的关系。“代理”体现了二者之间的权力关系，但是低估了受助组织的主观能动性的重要作用。

14. 我们认为，有效的问题描述具有以下特点：

- 深入问题的核心，即问题的实质是什么；
- 明确你的目标受益者，即你在为谁解决问题；
- 它不是一个变相的具体解决方案，而应该足够广泛，可以包含一系列解决方案，且不排除任何可能的解决方案；
- 避免基于隐藏和可疑的事实假设。

15. 有一种众所周知的心理现象——“可识别受害者效应”，是指慈善家和决策者愿意花费大量的资源来帮助处于困境中的人，却不愿将资源用于防止同样的伤害发生在更多不确定的人身上。如果你不得不把稀缺的资金用于艾滋病的预防或治疗，你会怎么选择？

16. 一个看上去可信的变革理论，要优于那些显然不可信的理论，但是非营利组织中往往充斥着那些基于貌似可信的想法，却最终徒劳无功的项目。因此，一个变革理论越完善，就越适合作为制定策略的理论基础。

17. 区分行动和产出之间的区别并不重要，但许多人使用这两个词，所以我们认为你应该有所了解。重要的是行动和产出，以及行动与目标之间的区别。行动和产出是组织所做的事情，而目标是发生在组织之外的，因组织的行为而产生的结果。有句老话可以帮助你记住其中的区别：“你可以把马牵到水边，但你不能让马喝水。”把马牵到水边是一种行动或产出，而让马喝水是你想要实现的目标。另一个例子是，击倒第一个多米诺骨牌是一种行动或产出，而使多米诺骨牌接二连三倒下就是目标。

18. 在制定评价标准的时候，经常用到的是 SMART 原则。

S=具体：清晰、聚焦，避免产生误解

M=可量化：可以被测量，并与其他数据进行比较

A=可实现：在预期条件下可实现，具有合理性和可信度

R=现实：符合组织的客观条件，且性价比高

T=及时：在给定的时间范围内具有可行性

具体和可量化针对指标本身，可实现、现实和及时针对组织希望达到的目标。你应该从引申义的角度，而不是仅从字面上理解这些词。

来源：善达网微信公众号

<https://mp.weixin.qq.com/s/ftt7-KYB1Ir9eED26YSbWg>

公益领域需要怎样的知识生产？

写在前面：

近年来，在公益领域，以知识生产和内容服务为核心的支持性组织越来越多，产出也日渐丰富。然而，也有观察指出“已有知识/内容与实践者需求是脱节的”，如何创新、优化知识生产机制，促进实务与理论结合，为实践者提供切实的指导，是我们要共同面对的课题。

在此背景下，2019年敦和基金会、三一基金会、悦享新知联合主办了公益行业知识生产研讨会，邀请各类实践机构和资助方共同参与，尝试集合群体智慧，梳理和呈现：

- ①在知识生产/内容服务这个价值链条上，都有哪些主体，各自角色如何
 - ②知识和内容是如何从生产端到使用者的
 - ③在整个价值链条上，最关键的挑战是什么
 - ④现有的实践中，看到了哪些突破挑战的可能性
- 与大家分享研讨会的产出，以期引出更持续的交流和探讨。



一、公益行业知识生产图谱

这张图谱的呈现，要感谢研讨会 20+参与伙伴的开放分享。尽管它不够全，却也真实呈现了过往 10 余年间，公益领域内知识生产生态发展的一个切面：

资源支持本土化：10 年前，知识生产类的资源支持多来源于国际机构；10 年间，出现了更多本土资助机构，且颇有前瞻性、战略性地支持知识生产。

生产主体多样化：10 年前，知识生产更被认为是学术专家才能做的事；近些年，越来越多专业服务机构和个体出现，参与其中。

生态角色丰富化：10 年间，得益于互联网技术的发展，知识的生产、存储、分发、使用场景都产生了一定变化，相应地，生态中的角色也随之丰富起来，不再只是「资源支持—生产—使用」（见下图）。



二、从生产端到使用端，各环节都充满挑战

然而，有发展并不意味着尽如人意。研讨会中，伙伴们开放且批判地指出了现有价值链中存在的问题和挑战。

为谁生产，为什么生产，不明确：在真实工作中，知识生产的选题确定、框架，多是由资助方和生产方沟通确定，“资方希望做”+“生产方有能力做”=可做。但对于生产目的界定往往比较模糊、抽象。看似有共识，实则不清晰。因为不明确，而带来连锁反应——生产和需求错位。生产者“恨铁不成钢”，需求者则反应这些内容都太“高大上”，并不能指导实践。

尚未就生产过程和质量管理形成共识：一般的项目资助模式，不能完全契合知识生产的机制和特点，资方觉得难以管理、问责。常会出现，资方觉得不满意，生产方则觉得“为什么不早提”。

生产出来的内容是不是递送到了有需求的人？不知道。多为产出负责，而少为目标、受众负责。有一位伙伴更是坦诚地提出，“看到各家机构分享的知识生产内容，他作为比较关注公益领域的人，大部分都不知道，没见过，说明这些内容并未送达到他。”更遑论那些不怎么主动关注知识生产的目标受众。



三、对标知识付费产业生态，获得启发

问题多，有挑战，这是任何新兴、早期领域必然会面临。找到问题，找对问题，才有机会实现突破。对标近年快速增长的知识付费产业，我们获得几点启发。



图片素材来源于《2018知识付费产业报告》

要抓住关键问题和关键需求：在“有没有”的基础上，要注重内容的获取和实践效率，否则就是徒有知识，而不能充分释放和发挥知识的价值。

在资金分配上，要兼顾生产、分发和转化，这样才能在最终价值、实际效果达成上，整体提升资源使用效能，让终端用户，可以轻松找到、获取，不用太费劲就能看懂、学会、用起来。毕竟，资方并不只是投资于产出——更多知识和内容，而是投资于结果——行业有发展。（关于这一点，由资助者圆桌论坛、南都基金会、敦和基金会联合出品的《中国公益慈善基础设施报告》中有更完整论述。）

作者：悦享新知

来源：敦和基金会微信公众号

<https://mp.weixin.qq.com/s/tGkC4m5ZA8u0kgxe1uPLYw>

★数字金融专栏

中国银行：基于区块链的产业金融服务

自2008年比特币问世以来，作为支撑比特币网络的底层技术，区块链逐渐为世人所知，并在实践中不断演进创新。经过十余年探索，区块链技术已经与大数据、人工智能等其他新兴信息技术一起，已经成为中国乃至全球数字经济发展的重要支撑，并凭借数据难以篡改、信息透明可追溯等特征，正成为构建全球信用价值网络的基础设施。

2020年是中国区块链产业应用实践的关键之年。在政策、技术、市场三重力量的共同推动下，中国区块链产业应用多点开花，各类创新实践加速推进。但同时我们也清醒地认识到，当前区块链产业仍处于发展早期阶段，在商业模式、人才培养、技术创新、监管配套等方面均存在诸多挑战。为了提升区块链技术的社会认知度，降低区块链技术服务商和传统企业之间的供需信息差，01区块链·零壹智库将持续推出《全球区块链创新应用案例报告》，以飨读者。

本篇为 01 区块链·全球区块链创新应用案例报告的第 1 篇。本篇分析的案例是：基于区块链的产业金融服务项目。

该项目由中国银行发起，主要面向供应链金融场景，针对融资过程中银行业务成本高、中小微企业融资难等问题，提出了将区块链技术和供应链紧密结合，帮助链上中小微企业有效融资的解决方案。该项目一方面可以帮助银行降低服务成本、减少融资风险；另一方面，能够打破链上参与方的业务边界和信息壁垒，提供融资效率，优化金融生态。

目前，该项目已经成功实现落地应用，首笔项目以汽车供应链为基本场景，为吉利汽车供应商提供了全流程、全线上化的供应链金融服务体系。

案例名称	基于区块链的产业金融服务
应用场景	行业应用-金融相关应用-供应链金融
主要实施/运营机构	中国银行
参与机构	长亮科技
实施时间	2020 年 6 月（拟正式运营时间）
网信办备案情况	无
关键技术	分布式账本、零知识证明、密码算法等

一、案例背景分析

1. 公司/团队简介

基于区块链的产业金融服务项目由中国银行推出，是中国人民银行金融科技创新监管的第二批试点项目之一，其中，长亮科技为该项目的首批服务商。

在区块链实践方面，2015 年，中国银行开始立足传统银行业务，研究区块链技术和理论演进，剖析区块链在金融行业的应用前景和适用前景。2016 年，中国银行金融技术创新办公室启动了区块链技术的系统研究，并与北京阿尔山金融科技公司签订战略合作协议，通过“产学研”一体化的方式，探索区块链技术在金融业的应用，搭建了中国银行首个基于云架构的区块链应用平台，推出了中银数字钱包系统。

目前，中国银行主要将区块链技术应用用于跨境支付、贸易结算、电子钱包、数字票据、押品估值、公益扶贫以及供应链金融等场景。根据 01 区块链的《中国区块链专利报告 2020》，截至 2020 年 12 月 31 日，中国银行共计申请了 55 件区块链专利。

长亮科技成立于 2002 年，2012 年在深交所上市，主要为商业银行等金融机构提供金融科技应用解决方案，主要产品分为数字金融业务解决方案、大数据应用系统解决方案、全面价值管理解决方案以及产品与解决方案为基础的创新型技术服务等四个方面。长亮科技的原始客户是烟台银行、恒丰银行，腾讯为其第二大股东，持股 6.66%。在区块链技术投入方面，目前，长亮科技已经成立了有关

区块链的项目组织，并已经针对央行数字货币进行了常态化研究与技术准备。

2. 目标场景分析

基于区块链的产业金融服务项目主要应用于供应链金融场景。

(1) 供应链金融市场分析

供应链金融能帮助中小微企业解决融资问题，受到了国家政策的大力支持。2017年10月，国务院发布《关于积极推进供应链创新与应用的指导意见》，供应链金融发展上升到国家政策层面。此后，央行、银保监会等机构出台了一系列政策，支持供应链金融发展。2021年，《政府工作报告》首次提及要创新供应链金融服务模式。

根据信通院数据，2017年-2020年，中国供应链金融市场规模保持平稳增长，增速维持在4.5%~5%左右，2020年，市场规模约为15亿元。同时，随着产业链、资金链以及数字技术的发展，供应链金融呈现出场景化、数字化、信用化、资产标准化以及资金多元化趋势。

(2) 供应链金融场景的痛点分析

目前，供应链金融主要有应收账款融资、库存融资以及预付款项融资三种模式，其中核心模式是应收账款融资。

传统的供应链金融解决方案存在信息不对称、核心企业信用无法传递及业务效率低下等问题：

第一，由于同一供应链上企业之间的ERP系统不互通，导致企业间信息割裂，难以实现全链条信息的互通，可能导致信息欺诈风险的发生；

第二、核心企业仅能对一级供应商进行背书确认，核心企业的信用难以传导到供应链闭环上的所有参与方，供应链闭环上的中小微企业被排除在信用传到链条之外，且中小微企业自身制度不成熟，财务数据不完善，从而导致中小微企业融资难；

第三，目前供应链金融模式以银行与核心企业共建平台为主，对核心企业依赖性过强会增强银行供应链金融业务隐患，核心企业较强的议价能力导致银行获客成本高，同时随着核心企业主导地位的凸显，欺诈风险也随之增加。

二、基于区块链的产业金融服务的解决方案分析

1. 基于区块链的产业金融服务的业务模式分析

基于区块链的产业金融服务通过建立一个基于区块链的关系网络，实现供应链上下游企业、金融机构、物流以及政府等各方信息的有效交互，解决供应链金融服务中各参与机构面临的合作信任、数据安全、融资成本高等问题，即构建供应链商流、物流、信息流和资金流“四流”信息上链与可拆转融的数字信用凭证相结合的金融生态。

在具体业务模式设置方面，中国银行构建了基于区块链的产业金融服务平台

（以下简称“平台”）。使用该平台的用户（以下简称“用户”）与中国银行签订协议，并开立中银 E 证。中银 E 证作为用户在平台上的电子债权凭证，用于记载并证明电子债权凭证持有方持有的以中银 E 证开立方为债务人的应收账款，任一中银 E 证均可通过其编号对应特定的应收账款。中银 E 证可转让、可拆分、可融资，其转让、拆分和融资即所对应应收账款的转让、拆分与融资。

图1：基于区块链的产业金融服务业务模式



资料来源：01区块链

以该项目的首笔业务为例。首笔业务围绕汽车供应链这一场景展开，吉利及其上游供应商作为客户参与了该项目。在“基于区块链的产业金融服务”项目下，吉利汽车为供应商提供认证，将供应链企业间的交易数据、物流数据、税务发票、合同与结算单等信息上链，实现基础交易信息的交叉验证，并防止信息篡改。在融资过程中，银行根据吉利汽车提供的相关交易信息，为链上供应商提供融资支持。利用中银 E 证可转让、可拆分、可融资的特性，供应商可以将单笔债权拆分并按需选择融资或转让，在这一模式下，由于数字信用凭证的债务人是核心企业，所以核心企业的信用可以穿透到二级、三级等多级供应商，从而帮助二、三级供应商等快速获得融资。

2. 基于区块链的产业金融服务的技术功能分析

基于区块链的产业金融服务系统可以提供企业注册审批、数字信用凭证的开立签收、拆转、融资及相关审批流程等功能。该系统采用私有云服务器的部署方式，保证客户数据实现中国银行的内部化管理，并利用密码算法对交易数据信息进行加密保护，关键数据信息以密文形式进行存储。

同时，系统针对区块链网络节点和上层应用，配套建设了监控和报警系统，能够及时发现和报告系统运行过程中的异常问题，并制定有应急预案，保障系统一旦出现问题就可以及时解决。

3. 优势及创新点

从整个项目设计来看，基于区块链的产业金融服务在技术创新的基础上，设置了风险防控机制和投诉响应机制。在制定业务风险管理、内控合规管理和数据安全管理的同时，制定了风险补偿机制、退出机制和应急预案，能够及时发现并防控风险；其次，为方便客户快速、直接解决问题，该项目设计了机构投诉、自

律投诉在内的投诉解决机制。

从技术创新来看，该项目通过建立一个基于区块链互信的关系网络，实现供应链上中下游企业、金融机构、物流以及政府等各方信息高速交互，解决供应链金融服务中各参与机构在合作信任、数据安全等问题；依托大数据与人工智能技术，使得金融机构快速做出金融服务决策，解决传统中小微企业的融资难、融资贵等问题；采用零知识证明等技术，提高基础业务验证速度，增强对企业隐私信息的保护，提高企业间信任度。

该项目的应用价值主要体现在四个方面：

第一，实现对供应链商流、信息流、物流、资金流的数据管理，打通多方数据孤岛，集合产业链上下游数据信息，能够建立供应链企业诚信体系；

第二，可以为中小微企业提供包括可拆转融的数字信用凭证、流动资金贷款、应收账款融资等场景在内的金融服务；

第三，利用区块链的可追溯性及供应链相对闭环的特性可以实现对相关业务产品及企业行为的穿透式监管，促进产业生态向有序化、健康化发展；

第四，可以实现贷款业务的线上线下融合应用，涉及信用贷、抵押贷款等多种贷款形式。

三、基于区块链的产业金融服务的实施效果分析

1. 实施效果及经济效益分析

该项目主要服务产业链条上下游及衍生生态的企业客户及个人客户。根据中国银行披露，在风险可控的基础上，该项目预计最多服务企业客户 2 万户。

中国银行预期通过该项目提升供应链管理及金融业务的风控能力，有效降低金融服务门槛，降低中小微企业融资及银行业务成本，构建正向循环的产业融合生态。

2. 舆情及合规分析

基于区块链的产业金融服务为中国人民银行金融科技创新监管的第二批试点项目之一，并通过了北京市君合律师事务所的合法合规性评估和杭州趣链科技有限公司的技术安全性评估。

在业务合规性方面，该项目构建了产业金融服务综合服务生态，进一步提升供应链的效率、降低了金融服务门槛和成本，有助于中小微企业成长，契合当前国家的政策要求，契合新技术和金融业界的发展方向；在金融服务端，没有新增金融服务品类、模式或服务内容，没有改变传统金融服务本质；仅是从技术角度提高了交易流程效率，增强了交易涉及相关基础文件和信息的安全性、可靠性、可查性，没有突破或违反相关业务的监管规定和内外管理要求，不涉及新增业务合规性风险。

在技术安全性方面，该项目符合区块链分布式架构标准、数据隐私保护标准、

密码安全规范、测试标准等的要求。

表1：基于区块链产业金融服务技术安全性评估维度

技术评估维度	具体标准
技术架构	符合中国人民银行《云计算技术金融应用规范技术架构》(JR/T 0166—2018)、《云计算技术金融应用规范安全技术要求》(JR/T 0167—2018)、《金融分布式账本技术安全规范》(JR/T 0184-2020)和中国工业和信息化部《可信区块链：第1部分 技术参考架构》(TBI/T-J-2018-01)、《可信区块链：第2部分 总体要求和评价指标》(TBI/T-J-2018-02)。
数据隐私	数据的标准格式、数据的收集、存储、应用、披露与删除，符合国家工信部《区块链数据格式规范》(CBD-Forum-002-2017)和《区块链隐私保护规范》(CBD-Forum-001-2018)。
密码安全	使用密码算法对交易数据信息进行加密保护，关键数据信息以密文形式进行存储，密码算法及参数符合中华人民共和国密码管理机构认可的标准密码算法及相关参数，如《SM9 标识密码算法》(GM/T 0044-2016)、《SM2 密码算法使用规范》(GM/T0009-2012)。
测试标准	对系统在共识算法与容错、智能合约、数据的存储与传输、签名与验签、节点的稳定性和可扩展性、性能的测试方面，符合中国工业和信息化部《可信区块链：第3部分 评测方法》(TBI/T-C-2018-01)《可信区块链：第4部分 性能基准测试方法》(TBI/T-C-2018-02)。
系统运营	针对区块链节点，区块链上层应用，配套建设有完善监控和报警系统，能够及时发现和报告系统运行过程中的异常问题，并制定有应急预案，保障系统发生问题时及时解决问题。同时具备对系统上链信息的审计能力。

资料来源：中国银行《金融科技创新应用声明书》

四、基于区块链的产业金融服务整体点评

无论是从政策环境还是产业规模来看，供应链金融发展空间广阔；同时，供应链金融又是目前区块链技术应用最为成熟的场景，因此中国银行推出的基于区块链的产业金融服务项目有较强的市场潜力。

从具体的解决方案来看，该项目的可用性较强，目前已经成功落地应用；而且该项目合规性较强，通过了北京市君合律师事务所的合法合规性评估和杭州趣链科技有限公司的技术安全性评估。

目前，中国工商银行的工银 e 信、中国农业银行的 e 链贷、中国建设银行 BTCrade2.0 区块链贸易金融平台、浙商银行应收账款、众邦银行“众链贷”、江苏银行“苏银链”等均在区块链+供应链金融领域取得了一定成效。

以工银 e 信为例，上线首月已注册包括中铁、招商局等 500 多家供应链企业，累计签发 6.1 亿银行贷款，交易流转金额达 5 亿元。从整个市场竞争性来看，中国银行的基于区块链的产业金融服务项目面临较强的市场竞争压力。

作者：赵越，编辑，蒋照生

来源：零壹财经微信公众号

<https://mp.weixin.qq.com/s/pzPPLNO-by1Ufnz2ObyPDg>

董希淼：数字普惠金融与中小银行数字化转型

2021 年 2 月 21 日，2021 年中央一号文件《中共中央 国务院关于全面推进

乡村振兴加快农业农村现代化的意见》发布。文件第一次提出了“发展农村数字普惠金融”。2020年12月召开的中央经济工作会议强调，要“强化普惠金融服务”。这是在全面推进乡村振兴的背景下，对我国普惠金融发展提出的新的明确要求。中小银行应积极落实中央决策部署，加快和深化自身数字化转型，助推数字普惠金融尤其是农村数字普惠金融发展。

普惠金融在全球范围内备受瞩目。2005年，世界银行小额信贷年会首次提出“普惠金融”（Inclusive Finance），也称“包容性金融”。焦瑾璞等（2015）认为，普惠金融是指在金融机构成本可负担的前提下，通过不断竞争和创新，以保证金融服务排斥对象逐步获得其需求的相关服务。

2013年11月，中共十八届三中全会正式提出，“发展普惠金融，鼓励金融创新，丰富金融市场层次和产品”。2015年3月，政府工作报告进一步强调，“大力发展普惠金融，让所有市场主体都能分享金融服务的雨露甘霖”。2015年12月，我国印发《推进普惠金融发展规划（2016—2020年）通知》，明确：到2020年，要建立与全面建成小康社会相适应的普惠金融服务和保障体系，特别是要让小微企业、农民、城镇低收入人群、贫困人群和残疾人、老年人等及时获取价格合理、便捷安全的金融服务。2017年7月，习近平总书记在全国金融工作会议上强调，要建设普惠金融体系，加强对小微企业、“三农”和偏远地区的金融服务，推进金融精准扶贫。2017年8月，中国人民银行发布《中国农村金融服务报告（2016）》，提出：大力推动农村数字普惠金融发展，在适度竞争中增加农村金融供给。

一、银行业发力普惠金融

近年来，在政策引领和推动下，以银行业为主体的金融机构高度重视普惠金融发展，并采取了一系列措施。特别是数量众多、机制灵活的中小银行，不断加大金融产品和服务创新，扩大基础金融服务覆盖面，提升金融服务的便利性，强化薄弱环节的金融服务供给，取得显著成效，主要体现在四个方面。

一是金融服务覆盖面明显扩大。截至2019年底，我国共有银行业金融机构4588家，其中，中小银行法人机构占比超过95%。银行业营业网点数量达22.8万个，其中，社区网点7228个、小微网点达到3272个；在全国布放自助设备109.4万台。

二是金融服务可得性不断提升。截至2019年底，银行业金融机构本外币涉农贷款余额35.19万亿元，同比增长7.7%；小微企业贷款余额36.9万亿元，同比增速10.1%。其中，单户授信总额1000万元及以下的普惠型小微企业贷款余额11.7万亿元，较年初增速24.6%。

三是金融服务质效显著提高。银行业借助互联网、5G、大数据、人工智能、区块链等不断改善服务，借助手机银行、直销银行等载体，推动“线上+线

下”“人工+智能”的融合一体服务模式，非接触式服务发展迅速，全行业平均离柜率达 89.77%。

四是金融基础设施逐步完善。截至 2019 年底，全国金融信用信息基础数据库收录自然人为 10.2 亿人，企业和其他组织数为 2834.1 万户。其中，小微企业法人数为 1571.3 万户。已累计为 1.86 亿农户建立信用档案，2019 年底建档农户信贷获得率为 51.47%。

二、数字技术助力普惠金融发展

综合而言，我国普惠金融还存在一些不足和问题。我国幅员辽阔，经济发展不均衡，区域发展水平不一，全面推进普惠金融面临着较大挑战。近年来，打着“普惠金融”旗号而进行的伪创新在我国大行其道，侵害了金融消费者合法权益，也在一定程度上扰乱了金融秩序，影响社会稳定。在这种情况下，普惠金融如何做到“成本可覆盖”“风险可控制”仍有待进一步探索。我国金融消费者的知识和素养尚难以适应快速发展的金融业态，加强金融消费者教育迫在眉睫。此外，我国金融基础设施还有待加强，特别是信用基础设施仍然不够完善，信用数据呈现碎片化和单一化，“信息孤岛”等影响普惠金融的可持续发展。

要改变上述局面，除需要加大政府的资金投入和政策支持、做好基础设施及信用环境建设外，还需要借助数字技术的深度应用和创新，推动我国普惠金融进一步发展。2016 年 9 月，二十国集团（G20）杭州峰会发布《数字普惠金融高级原则》，提出“数字普惠金融（Digital Inclusive Finance）”。党的十九大报告进一步强调指出，“推动互联网、大数据、人工智能和实体经济深度融合”。2018 年 9 月，中国银保监会发布《中国普惠金融发展情况报告》，指出：数字普惠金融引领，是普惠金融可持续发展的重要出路。

数字普惠金融具有有别于传统普惠金融的突出优势，其原因在于大量运用数字技术，提升金融服务的可能性、可得性和可控性。目前应用在普惠金融领域的数字技术主要有“ABCDT”，即：人工智能（AI）、区块链（blockchain）、云计算（cloud computing）、大数据（big data）及物联网（IOT）。具体而言，数字技术将为普惠金融带来三个方面的帮助。

首先，数字技术可提升普惠金融服务的可得性。目前农村地区已实现移动信号全覆盖。随着智能手机的广泛普及，手机银行等业务得到快速发展。数据显示，我国手机银行业务成本是面对面处理业务所需成本的 1/5 左右，是网点和代理点成本的 1/35。随着移动数字技术的发展，基于手机端金融服务可得性大大提升。如中国建设银行开发“建行惠懂你”App，推出“互联网获客+全线上信贷业务流程”业务新模式，基于交易结算、纳税记录等大数据评估企业信用，实现全程在线为小微企业提供信贷服务，无需再付担保、评估、“过桥”周转等附加费用，也有助于降低小微企业贷款成本。

其次，数字技术可提升普惠金融服务的可能性。我国现有的信用报告范围覆盖不足，超过一半的人群因为缺乏信用数据，无法享受正规的金融服务。借助数字技术搭建开放平台，通过互联网获得更多维度信息，一方面链接到在线场景和用户，一方面链接到各类金融机构，降低信息不对称，就会提高获取金融服务的可能性。如四川新网银行借助数字技术，通过自身的科技能力特别是互联网运营和连接能力，搭建起一条条通往小微企业和个人“信用白户”的“金融毛细血管”，打通金融输血实体经济的“最先一公里”和“最后一公里”，并初步探索出一条互联网银行普惠金融新方式。

最后，数字技术可提升普惠金融服务的可控性。近年来风靡一时的“校园贷”“现金贷”之所以深陷“高利贷”旋涡，原因之一是相关平台缺乏风控能力，企图通过高利率覆盖高风险，以及通过暴力催收挽回损失。而借助数字技术进行风险监测、预警以及反欺诈，一定程度上提升金融机构和互联网平台风控能力。如多家主流银行运用人工智能等技术，推出一系列智能信贷产品，主要为无抵押无担保的个人短期小额信用贷款。该模式下，所有流程都在线上完成，从风控、授信到贷后管理均由系统自动完成，一般情况下，人工不干预信贷流程，有助于降低风控等运营成本，提升服务效率。

与此同时，部分中小银行在发展数字普惠金融的同时，还积极促进社会信用体系建设。如安徽亳州药都农商行在提供农村金融服务时，注重培养和提高农村与农民的信用意识，将经济目标和社会目标有机结合，推出“党建引领信用村”系列产品。其中“党员先锋贷”“致富带头人贷款”将先进党员、致富带头人身份转换为信用额度，充分体现金融信用惠农支农的实效，用金融的力量来推动农村信用体系建设。

三、政府、银行、社会多方发力数字普惠金融

随着普惠金融特别是数字普惠金融的蓬勃发展和深入推进，金融服务的覆盖面、可得性和便利性均有较大改善。普惠金融不仅是深化金融供给侧结构性改革的重要手段，也是我国乡村振兴战略的“助推器”。2021年是我国“十四五”规划的开局之年，是全面推进乡村振兴战略实施的重要一年。习近平总书记指出：脱贫攻坚取得胜利后，要全面推进乡村振兴，这是“三农”工作重心的历史性转移。银行业是我国金融业的主体，也是普惠金融的主力军，责任重大，使命光荣。下一步，中小银行要继续坚持金融科技引领，推动数字普惠金融尤其是农村数字普惠金融健康可持续发展，更好地发挥金融在全面推进乡村振兴中的积极作用。

这需要政府、银行、社会多方发力，协同推

从政府层面看，应加大政策支持力度，健全普惠金融体系，夯实金融基础设施，为银行业推进普惠金融发展提供更好支持。

第一，完善并加大政策支持。普惠金融发展关系国计民生，具有政策性的一

面，要进一步完善普惠金融的顶层设计和制度安排。如建立健全普惠金融评价指标，对积极开展普惠金融服务的银行机构给予一定税收优惠；央行等通过定向降准、再贷款、再贴现等工具，加大对普惠金融流动性的定向支持，降低银行业服务成本；探索建立政府主导的小微信贷担保体系，改善普惠金融风险补偿环境。

第二，健全普惠金融服务体系。要推动普惠金融各类参与主体打破各自为政的局面，以开发包容的精神，逐步构建整体协同、分工明晰的服务网络，打造好普惠金融生态圈。要引导银行业金融机构发挥主力军作用，构建政策性金融、商业性金融以及金融科技企业各司其职、协调配合的多层次、差异化普惠金融体系，避免抛“小”追“大”、脱“实”入“虚”。

第三，加强金融基础设施建设。普惠金融发展的重要基础是社会信用体系。以百行征信、朴道征信成立为契机，加快推进市场化信用信息整合和共享，打破“信息孤岛”现象，建设全国统一的信息服务平台。同时，进一步优化农村普惠金融基础设施与生态体系建设。通过向各类机构提供更加高效、低成本的金融基础设施，显著地降低他们的运营成本。

从银行层面看，要坚持商业可持续原则，借助金融科技创新业务，创新产品和服务，提升普惠金融服务能力和效率。

第一，坚持普惠金融可持续性原则。商业可持续原则是商业银行特别是中小银行发展普惠金融的关键所在。中小银行应遵循市场经济规律，在做好政策研究和风险防控的基础和前提之上，提供“融资+融智”的综合性金融服务以及非金融服务，增强民营企业、小微企业、农户和创新创业者的“造血”能力，实现供需双方共同受益，进而实现经济价值和社会价值的统一。

第二，加快探索普惠金融新模式。普惠金融的发展应与乡村振兴战略相结合，逐步加强对广大农村地区的金融服务支持力度，建立健全与乡村振兴相适应的普惠金融市场体系、组织体系和产品体系。特别是，中小银行要加快自身体制机制改革优化，进一步建立健全专门的综合服务机制、风险管理机制、资源配置机制、考核评价机制，以民营和小微企业、“三农”经济作为重要服务对象，提升普惠金融服务效能，拓宽普惠金融覆盖面。

第三，加快普惠金融产品创新。践行普惠金融，如果仍然通过铺网点、拼人员等传统手段，不仅费时费力，而且也难以满足金融消费者日益增长的新需求。中小银行应积极借助大数据、云计算、区块链等金融科技，提升网点服务“上云”，以O2O方式提升客户体验；进一步将普惠金融服务标准化、批量化，不断降低运营成本。同时，积极优化县域乃至村域数字金融服务，并借助农村征信体系建立和小微担保体系建设，探索适合“三农”的业务风险管理体系。

从社会层面看，应全面正确地理解普惠金融，避免走入认识上的误区。

普惠金融不等于全民金融，大力发展普惠金融，并不是号召全社会都去从事

金融服务活动，更不是鼓励全民都投身金融创业。一哄而上，全民干金融，容易引发金融失序并形成较为严重的社会问题。这是金融监管部门尤其要重视的，即要重视发展普惠金融与金融稳定的权衡问题。

同时，普惠金融也不等于慈善金融。普惠金融的服务对象不仅是低收入和困难群体，而是所有人。国际经验与研究表，仅仅依靠慈善、捐赠等公益性措施发展普惠金融，或者以低于成本的价格向弱势群体提供金融产品与服务，往往事与愿违，甚至适得其反——要么很快遇到发展瓶颈，无法将普惠性深入发展，使得普惠金融停留在表面上，这是印度的教训；要么产生“使命漂移”，形成道德风险的温床，以致危及金融稳定，这是孟加拉国的教训。

此外，还要进一步提高金融消费者的金融素养。

经验表明，公民金融知识水平和信用文化状况等金融素养，在很大程度上制约着金融业的深度和广度。当前，总体而言，我国金融消费者群体的金融素养有待于进一步提高。今后，应该进一步增强金融教育方式多元化、有效性，着重加强风险认知能力培养，切实提高普惠金融消费者金融素养特别是风险识别和防范能力。

作者：董希淼

来源：当代金融家微信公众号

<https://mp.weixin.qq.com/s/dmPY-5l5hcOuBeegbq6xQQ>

重庆富民银行杨明：知识图谱在反欺诈领域的应用实践



重庆富民银行风险管理部总经理 杨明

导语：

随着互联网的快速发展，电子银行、网络支付、互联网贷款等互联网金融业务为客户带来了更加便捷地服务与体验，互联网也逐渐成为各家银行为客户提供金融服务的主要渠道。与此同时，由于互联网业务的特定商业模式，其业务发展过程中长期面临种类繁多的欺诈风险，如电信诈骗、网络钓鱼、撞库攻击、薅羊毛、商户欺诈、黑产中介等各类欺诈行为与欺诈事件，复杂多变、快速蔓延，并呈现出产业化、组织化的发展趋势。该类风险一旦发生，影响范围迅速扩大，且难以进行事后追踪与弥补。

一、充分应用金融科技，武装智能风控大脑

重庆富民银行（以下简称“我行”）业务规模持续扩大，客户借款需求不断增加，面临的恶意欺诈风险越来越高。互联网金融欺诈普遍存在黑产业化、专业化、高频化、关联化四个典型特征，也更具有隐蔽性。为此，搭建各类数据互联与互通的反欺诈系统势在必行。在反欺诈技术发展过程中，“知识图谱”因其智能、高效的知识组织优势，能够帮助用户快且准地查询、关联、挖掘潜在信息，被广泛应用于反欺诈领域。为提升我行反欺诈能力，降低欺诈风险，我行开始探索、研究、构建知识图谱，将海量结构化、半结构化，甚至非结构化信息实现自动化的利用，为我行反欺诈应用决策提供更精准、更可靠的依据。

二、小步快跑，持续迭代反欺诈知识图谱

我行从 2019 年 4 月份启动知识图谱项目以来，持续迭代完善知识图谱，深化其在反欺诈领域的应用。经过两年的不断迭代优化，知识图谱已应用于业务贷前、贷中、贷后全流程各环节。

1. 构建关联模型。结合我行项目场景和反欺诈业务需求，确认实体、实体间关系及其属性，即知识图谱需要展示的实体、实体间所属关系、实体和关系的属性。目前我行知识图谱包括 20 余种实体、30 余种实体间关系，数据量已达亿级。

2. 开发知识图谱预警平台。基于异常关联指标，开发知识图谱预警平台，并在预警平台内配置关联规则，实时扫描客户风险，如遇指标异常，将关联风险及时向相关人员提示，实现风险早阻断。

3. 计算实体间关联关系的关联权重，识别实体间的紧密程度。针对已识别出的团伙欺诈的标签客户，为了找出影响力最大的节点，科学量化各实体欺诈关联的影响程度，例如应用中心度算法 PageRank，识别欺诈源头。

4. 上线可视化应用。结合我行业务情况，知识图谱分析平台主要功能包含关联分析查询、关联路径查询、指标计算查询。关联分析查询提供智能搜索功能，查询目标实体的多度以内的关联关系；关联路径查询，可计算多个实体间的最短或全路径；指标计算查询，计算目标实体的关联率、触黑率等指标。为便于业务人员开展欺诈分析，开发了具有较强易用性的可视化操作界面。系统功能因其可

视化、便捷性，已作为调查辅助工具帮助欺诈案件调查人员进行深层次的风险排查。在日常工作中，如发现疑似欺诈案件，调查人员将通过知识图谱分析平台进行初步风险甄别及欺诈挖掘，帮助调查人员厘清疑似欺诈人员的关联关系，提升工作效率。

5. 制定和开发关联指标接口及其标准模块，构建知识图谱策略体系。基于知识图谱技术，开发关联指标接口用于贷前实时审批策略以识别客户的关联风险，为我行搭建关联网络策略体系。当前用于反欺诈策略的关系网络指标有 120 多个，主要包含设备关联、IP 关联、地址集中度关联、联系人关联、身份证关联、手机号关联等维度。

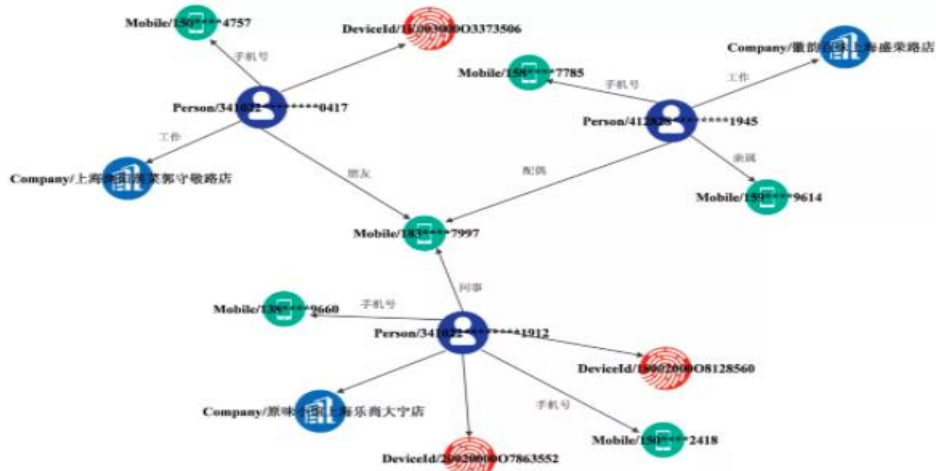


图 知识图谱在反欺诈领域的应用实践

三、创新反欺诈技术，实现高效精准风控

1. 打造数据实时传输的高效能知识图谱平台。我行利用 canal 技术实时抽取实体和运用 Kafka 传输消息，打造数据实时传输的高效能知识图谱平台。与传统知识图谱平台相比，我行实时知识图谱平台可以实时传输客户行为及信贷交易数据，实现关联关系的实时查询，用于风险评估，从而有效侦测欺诈风险。在响应速度方面，通过一系列的优化，知识图谱预警功能可实现 3 秒以内准实时告警。查询目标实体的关联关系，3 度以内实现毫秒级查询。查询多个实体间的最短关联关系路径，5 度以内实现毫秒级查询。基于知识图谱技术，设计和开发了近百个关联风险指标，输出标准的 API 接口，其性能 TPS>300，为业务提供有力支撑。

2. 提出地址相似度计算方法。因部分前端客户填写的地址不标准，无法直接区分多个地址是否是同一地址，需进行地址相似度匹配，识别地址异常集中度风险。最初直接计算两个地址的经纬度距离，因计算复杂度过高，效率低下，无法应用到信贷策略。如果用传统的编辑距离算法（EditDistance）、n-gram 算法，地址相似度计算结果准确率低。为解决前述问题，我行通过构建地址树，优化了地址模糊匹配算法，极大提升计算效率，可应用到信贷策略和异常集中度预警方面，

扩大了项目的应用范围。

四、知识图谱赋能反欺诈业务，助力精细化反欺诈运营

我行已将基于知识图谱的反欺诈策略部署到贷前、贷中、贷后反欺诈策略中，关系网络指标已覆盖全行项目。在实践过程中，截至目前，通过关系网络规则触发的关联风险客户转到人工进行欺诈调查的案件数为 3293 笔，经人工排查，确认欺诈 389 笔，确认的欺诈率为 11.8%，涉及金额数百万元，通过提前预警并介入清收，有效减少了欺诈损失。

五、下一步重点工作

下一步，我行将继续深化金融科技工具的应用，持续迭代知识图谱，丰富知识图谱的功能，提升智能风控水平。一是定义和识别可疑团簇，分析知识图谱演绎团簇的形成过程，挖掘欺诈团簇的形成过程，深入理解欺诈团伙形成路径，制定有效策略拦截欺诈客户，反哺贷前策略。二是基于无监督学习的异常关联点检测，智能挖掘可靠关联变量，提供可靠有效的风控变量。三是制定节点权重，计算欺诈团伙分，输出欺诈团伙报告。四是丰富反欺诈评分卡的入模变量维度，基于知识图谱技术，开发关联关系衍生的特征变量，提高识别欺诈行为的准确性和有效性。

来源：中关村互联网金融研究院微信公众号

https://mp.weixin.qq.com/s/2PrXGIHie2tkGVC_6xuuA

★山商实践探索

我国第三方理财机构的监管问题研究

摘要：随着我国经济水平稳步提升，人民群众可支配收入日益增多，投资理财需求也越发旺盛，第三方理财机构发展迅猛。目前在对第三方理财机构监管上却存在制度缺失，监管主体不明确，业务存在较大风险。在借鉴发达国家监管经验的基础上，从严格市场准入、明确监管主体、完善法律法规和建立诚信体系以及信息披露制度等多维度加强第三方理财机构监管。

关键词：第三方理财机构；监管制度；法律体系；

基金资助：2019 山东工商学院财富管理特色专项，项目编号：
2019ZBKY085；

第三方理财是指金融市场上不同于保险、银行和证券的独立的金融中介机构，第三方理财机构根据客户的要求，站在公平公正的立场，用专业的金融理财知识帮助客户分析他们的财务状况并为客户做出特定的理财计划，匹配适合不同客户需求的理财产品。第三方理财和传统金融机构相比较，更具有独立性

和公正性。作为独立的中介机构不属于任何一家金融机构有效的避免了其他金融机构对其控制和影响，保证了第三方理财机构的独立性和在面对客户咨询及给出客户建议过程中的公正性。但到目前为止，我国第三方理财监管机制极不健全，缺乏必要约束的第三方理财市场也频频发生风险案件，对经济社会和投资者造成损失，能抑制我国金融市场稳定和有序发展。因此，为了促进我国第三方理财机构乃至整个金融业发展，必须要加强对第三方理财机构监管。

一、第三方理财机构发展现状分析

1. 第三方理财机构数量增速迅猛

根据中国建设银行公布的《中国私人银行 2019》：截至到 2018 年末，中国居民可投资金融资产情况数据显示，我国个人可投资资金于 2018 年末达到 147 万亿元，比 2017 年的 138 万亿元增长了 8%，我国居民总体财富依然保持稳定增长。该报告还提到，在经历了短暂经济波动后，个人可投资金融资产预计将在 2023 年达到 243 万亿元。由此可以看出，居民用于投资金融资产的资金与日俱增，人均财富在不断积累、扩大的情况下，人们对于财富管理的需求也有了极大的提高，必然会促进第三方理财的高速发展。

2. 市场份额相对较小具有很大的发展空间

据相关数据显示，中国大陆财富管理市场在 2017 年就已经达到 150 万亿元，然而第三方理财在整个财富管理市场仅占了 10%左右的份额。在欧美等发达国家和地区，第三方理财在财富管理市场的占比却高达 60%以上；就连中国的台湾、香港等地区第三方理财在财富管理市场的占比也达到 35%的份额。第三方理财产品在互联网金融中占比达到 18.7%，作为新兴的理财产品，第三方理财有着较强的产品竞争力。由此可以看出，我国第三方理财在整个财富管理市场中占比较小，但随着人们持有财富的增加和对财富管理的需求的增多，第三方理财市场拥有巨大的发展潜力。

3. 第三方理财多样化发展趋势明显

在第三方理财迅速发展的背景下，国内出现了各式各样的第三方理财机构以及相应的理财产品，第三方理财市场逐渐朝着多样化趋势发展。特别是在网络信息水平日益发达的背景下，相当多的第三方理财机构开始发展网上理财服务业务。第三方理财机构开展互联网理财业务不但方便了客户对于理财产品的选择和购买，也将理财服务的过程更加透明化，有助于机构和客户对机构服务过程中的共同监督。

二、第三方理财机构监管中的问题分析

1. 第三方理财机构监管主体不明确

随着我国金融业的不断发展，相关的法律体系和监管制度已经基本完善，但第三方理财属于新兴的金融产品，对于其监管方面的问题，缺少相应的法律

法规。中国人民银行行使中央银行的职能，中国银保监会和证监会协调监管银行、保险、证券等金融机构，实行的是“分业经营，分业监管”的管理模式。另一方面，在全球金融业日益多样化发展的背景下，“混业经营、混业监管”的监管模式也逐渐成为监管的主流。作为混业经营的第三方金融机构在当前我国监管体制下显现出了极大的不适应，其服务与产品可能同时涉及不同的金融领域。因此，第三方理财机构的监管主体成为其监管过程中的一大难题。

由于我国实行“分业经营、分业监管”的监管模式，不管是央行、银保监会、证监会还是其他监管机构，都不能独立的监管第三方理财机构。而第三方理财机构在我国数量众多，所涉及多个金融领域，仅仅是依靠政府的力量就想实现对第三方理财的有效监管其难度可想而知。因此，我国第三方理财机构还需要建立行业内部自律监管机制。除了第三方理财监管的法律法规需要完善之外，还应建立辅助管理机制，多方协调对第三方理财机构进行科学地管理。

2. 第三方理财机构信息披露不充分

由于第三方理财机构的准入门槛较低，没有明确规定其进入市场的条件限制，导致其水平良莠不齐。更有甚者披着“合法”的外衣，以较高的投资回报率作为诱饵，向投资者提供虚假信息。部分销售顾问在利益驱使的情况下，往往向投资者隐瞒产品的部分信息，有意向投资者推荐高风险投资，更有甚者在投资者投入大量资金后卷钱跑路，严重损害投资者利益。

第三方理财机构作为独立的中介机构，完全是按照客户的要求来制定理财计划的，并切身考虑客户的利益。然而，佣金不是向投资者收取的固定服务费，而是按照该理财机构代销产品金额的一定比例收取。这样的收费情况经常会出现现在证券之星、拍拍网、诺亚财富等第三方理财机构的网站中。如此运营的第三方理财机构将会导致服务性质发生偏移，中立的理财机构称为了推销产品供应商，由服务型机构变成了销售型机构，销售顾问为了个人利益罔顾客户的投资需求，甚至牺牲客户的切身利益。这样的运营模式必将严重损害第三方理财机构的信誉，严重影响我国第三方理财的有序发展。

3. 第三方理财机构业务经营存在较大风险

第三方理财机构的立足之本是理财营销，从短期利益来看，第三方理财机构的收益取决于私募机构提供的佣金和业绩分成激励，也就是说，其收益的实现更多是与资产端的私募机构绑定在一起，因此对私募机构的风控问题重视程度不高。部分第三方理财机构在短期利益的驱使下会重视理财营销业绩而忽略了风控。此外，第三方理财机构由于其业务的复杂性、隐蔽性极易容易陷入洗钱的风险当中。目前，我国第三方理财还处于发展初期阶段，监管存在一定局限性，加上第三方理财机构通常与多方金融领域有合作关系，在利益的驱使下，理财机构极易成为不法分子洗钱的庇护所。

第三方理财机构的立足之本是理财营销，从短期利益来看，第三方理财机构的收益取决于私募机构提供的佣金和业绩分成激励，也就是说，其收益的实现更多是与资产端的私募机构绑定在一起，因此对私募机构的风控问题重视程度不高。部分第三方理财机构在短期利益的驱使下会重视理财营销业绩而忽略了风控。此外，第三方理财机构由于其业务的复杂性、隐蔽性极易容易陷入洗钱的风险当中。目前，我国第三方理财还处于发展初期阶段，监管存在一定局限性，加上第三方理财机构通常与多方金融领域有合作关系，在利益的驱使下，理财机构极易成为不法分子洗钱的庇护所。

三、国外第三方理财机构监管经验及借鉴

我国第三方理财机构刚开始兴起，缺乏监管经验，而国外一些发达国家的第三方理财市场的运营已经非常成熟，并且取得了丰富的科研成果。因此，完善我国第三方金融机构的监管制度，还需要不断借鉴国外的成功经验。

1. 国外第三方理财发展现状分析

国外的第三方理财机构最早起源于美、英等国家，发展至今已有四十多年的历史，第三方理财的监管体系也颇为成熟。第三方理财市场在整个美国金融市场的占比约 60%，在澳大利亚金融市场也超过 40%，其监管体系较为健全，发展状况良好，对国家经济发展起着及其重要的作用。

一方面，国外第三方理财机构收费模式和运营状况比国内更为规范。境外第三方理财主要职责是帮助客户进行财富管理，并根据客户的资产状况和不同需求为每个客户定制其专属的理财计划。国外第三方理财机构主流的收费模式主要有四种：一是第三方理财作为中介机构帮助投资者购买理财产品收取的佣金；二是帮助客户进行财富管理收取费用；三是对客户咨询做出专业性解答以及按照客户的要求来制定理财计划的过程收取费用；四是第三方理财机构向投资者推荐其适合的投资产品，第三方理财机构的收益由金融机构将所得部分利润分成。另一方面，国外针对第三方理财制定了具体的法规。

2. 美国第三方理财的监管经验

美国虽然没有针对第三方理财的监管制定专门的法律法规，但是美国拥有全球最完善的证券法，可以有效地监督第三方理财市场。目前，美国对于第三方理财机构的监管主要有以下两点：一是通过法律体系和多种金融监管制度协调监管。二是信息披露和诚信体系较为完善，保证第三方理财的公正性和独立性。在监管体系和金融监管制度的构建方面，美国比其他国家做得更具体，多种金融监管制度以及一系列具体的法律监管条令也成为有效的监管辅助机制，发达的征信体系成为第三方理财的重要监督工具，第三方理财的从业人员做了严格的筛选，对于机构从业人员，不但要求具备极高的职业素养，还对其从业年限和工作经验作出规定，发达的金融业以及深入人心的理财观念在经济文化

领域上起到对第三方理财的监督作用。

3. 澳大利亚第三方理财监管经验

关于第三方理财的监管澳方政府主要制定了以下三项政策：第一，政府详细制定了针对第三方理财机构监管制度。第二，澳大利亚政府针对金融业在1990年代建立了的两个特殊机构，审慎监管局专门负责保障国家金融体系健全和金融业发展，证券投资委员会负责保障金融领域投资者的个人权益。此外，审慎监管局还负责对第三方理财的资本充足率、资产质量、风险管理、风险集中等方面的监管。第三，澳大利亚政府对不同类金融机构根据审慎监管的原则分成四个级别进行监管，包括企业与市场的监管、审慎监管、市场纪律、消费者的权益保护。多级监管能够对第三方理财机构全面监管起到很大作用，保障了第三方理财机构的稳定发展。

4. 国外监管经验对我国监管的启示

美国采取了无明文立法的监管模式，而是靠其健全的法律体系和多种金融监管法令协调监管。澳大利亚采取了明文立法的监管模式，政府对第三方理财机构的监管制定了专项法规并成立了审慎监管局和证券投资委员会。此外，不论是美国还是澳大利亚都有着完善的信息披露机制和诚信体系。鉴于对美、澳两国对第三方理财机构监管经验，我国从中获得的监管的启示主要有以下几点：

(1) 完善我国第三方理财监管的法制体系。

美国通过完备的法治市场经济体系和证券法对第三方理财监管，澳大利亚采取针对第三方理财建立专项法规的办法。由此可见，我国也应尽快出台相关的更具针对性的法律条文以及与之匹配的法律制度。

(2) 加强我国第三方理财的诚信体系建树及信息披露制度。

美国就因为其诚信体系建树完善从而在第三方理财监管中取得巨大绩效，澳大利亚则通过建立具体的法律条文对信息披露的监管内容进行具体要求。而我国还未建立第三方理财机构在信息披露中的举措，应尽出台相关政策。

(3) 发挥政府在监管过程中的职能。

就美、澳两国监管经验来看，其政府都建立了专门的监管机构。

四、完善我国第三方理财机构监管的对策建议

1. 监管第三方理财机构及从业人员市场准入

(1) 为第三方理财机构市场准入设定门槛。

第三方理财机构准入门槛较低是导致各种风险问题层出不穷的主要原因，因此应对准入市场的机构进行实体评估，规定理财机构的资金规模要求、业务范围、营业性质和法律责任等。通过立法将所有的第三方理财机构强制划分为不同的类别，并建立多层次的许可证制度。另一方面，进行多重审核机制，可

以由证监会、银保监会对准入市场的第三方理财机构共同审核，对于两会都通过审核的机构方许进入市场，并对其颁发准入资格证。

(2) 对第三方理财机构从业人员进行管控。

一方面，第三方理财机构对于销售顾问应当做一定层度的筛选。机构应当对于持有多种证书且有证券业或其他金融机构工作经验的销售顾问优先采用。另一方面，在美国和澳大利亚等第三方理财市场发展成熟的国家，机构的销售员大多数是经验丰富，有金融或法律相关机构的从业经历。由此可以已看出我国急需建立大量有组织纪律、从业经验丰富、职业素养高的销售团队。

2. 明确监管主体构建多级联动监管机制

(1) 明确监管主体。

由于我国实行多头监管，并未明确规定每个部门的监管责任及如何协调各部门之间的工作，以至于第三方理财市场上监管杂乱的现象层出不穷，“分业经营、分业监管”的监管模式与我国当前的经济形势并不相符。因此，应明确国内监管主体。主要有如下建议：最直接也是最有效的举措便是由证监会，银保监会共同成立金融监管委员会协助助理银保监会、证监会和央行的工作。金融监管委员会的成立可以不仅有效解决“分业监管”的不足，也能实现我国由“分业监管”到“混业监管”的监管模式的转变，更好的对跨多个领域的金融机构进行监管。

(2) 构建多级联动的监管机制。

仅仅靠“一行两会”实现对第三方理财机构的严格监管存在很大的制度障碍，上级的监管制度很难确保地方的有效实施，监管的全面性和具体性也将难以得到保障。因此，应当建立由中央到省、市、县区多级联动监管，多级协调工作进行对第三方理财的监管，总体监管的宏观政策应由中央银行制定，省、市级政府和地方监管部分实施具体监管细则，要重视地方金融监管部门监管职能的作用，上下级之间相互监督实行监管工作以此确保监管过程中的全面性和规范性。

3. 完善第三方理财的法律法规

目前，我国第三方理财机构的法律监管体系并不完善，在处理许多问题时缺少相应的法律法规。针对这一现象，主要有两点建议：一是对第三方理财机构的资金规模、业务范围、营业性质和法律责任等做出规范。比如，在《信托法》中补充关于第三方理财机构在信托销售中的相关法律条文。二是制定专门监管第三方理财机构的法律法规。但由于当前我国金融市场并未成熟，金融监管机制不健全，若对各金融领域法律法规进行完善可能存在一定的难度。

4. 建立诚信体系及信息披露制度

建立诚信体系和信息披露机制主要有以下两点建议：一是第三方理财机构

应与投资者签订投资合同，合同应当阐明第三方理财机构有义务对投资者进行信息的完全披露，并且对投资者的投资风险进行全面讲述，以此来维护投资者利益。二是设立一定奖罚机制，理财市场信息透明化可以有效地构建第三方理财诚信体系。对长期保持信誉良好的理财机构应对其颁发 A 级信誉证书，而对于那些信誉差，故意欺骗投资者的理财机构实行警告处分、或停业整顿。理财机构和理财产品的详细信息应当放在机构平台上供投资者参阅和选择。

作者：房德东 山东工商学院国际商学院

来源：《现代商业》，2021（06）

<https://kns.cnki.net/KXReader/Detail?TIMESTAMP=637587433421787422&DBCOD=CJFD&TABLEName=CJFDLAST2021&FileName=XDBY202106026&RESULT=1&SIGN=iezSwhL7fhp%2bbwfDFHhNpj5kG8c%3d#>

论新时代视域下大学生财经素养现状与对策研究

摘要：新中国成立 70 多年来，中华民族迎来了从站起来、富起来到强起来的伟大飞跃。新时代大学生成为中国特色社会主义建设的主力军，这对其财经素养教育提出了具体的新要求。坚持用习近平新时代中国特色社会主义思想铸魂育人，构建完善的财经素养培育体系，明确大学生财经素养培育的目标和职责。在实现两个 100 年的征程中，通过科技创新，让知识成为财富，培育大学生树立靠奋斗创造财富的理念十分重要。

关键词：新时代；大学生；财经素养；

基金资助：2019 年山东工商学院财富管理特色年度招标项目“‘00 后’大学生财商素养培育及其路径研究”（2019ZBKY036）；

党的十九大会议上，习近平总书记指出：“经过长期努力，中国特色社会主义进入了新时代，这是我国发展新的历史方位。”随着新时代到来，以物联网、人工智能、大数据、区块链、云计算等为代表的金融科技迅猛发展，经济领域出现了具有划时代意义的变革，这是社会发展的必然趋势。

新时代大学生是中国特色社会主义建设的主力军，这对大学财经素养教育提出了具体的新要求。特别是党的十九届五中全会通过了《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标的建议》，强调到 2035 年全体人民共同富裕取得更为明显的实质性进展，解决好人民群众关心的教育、就业、收入、社保和养老等问题。全面提高新时代大学生的财经素养已刻不容缓。由于我国大学财经素养教育正处于起步阶段，课程的系统性和针对性不强，培养大学生良好的财经意识和行为模式在教学内容与方法方面也有待于创新。为此，本文将围绕新时代大学生财经素养的现状及对策等问题进行深入探讨。

一、新时代财经素养的内涵

财经素养是一个外来词，关于它的内涵学界有很多的解释。根据国际学生评估项目的界定：财经素养是指在现实经济生活中，个体理解和把握财经概念和金融产品，意识到金融风险和机遇，并做出正确财务决定和采取有效行动，以改善财务状况和实现财富增值所必须的知识、技能和态度的综合能力。我国学术界认为，财经素养是指人们通过处理经济信息，合理进行财务规划、财富积累、资金使用等金融决策的能力。因此，新时代大学生关于财经的内在涵养特征，不仅集中表现在处理经济信息，合理进行财务规划、财富积累、资金使用等金融决策的能力，还包括拥有健康、科技知识和信息的理念。它是由财富观念、财经意识、财经知识和理财能力等要素组成，以财富观为核心，形成个人与家庭以及社会之间的综合价值体系。

财经素养培育最早起源于美国的公民教育。20世纪80年代初，罗伯特·清崎在《富爸爸，穷爸爸》一书中正式提出了财经素养的概念，从人的基本素质的角度进一步解释了财经素养的培育，为财经素养的培育提供了正式的理论依据。此后，一些国外学者如：尼尔·古德弗雷《钱不是长在树上的》和博多·舍费尔《小狗钱钱》等开始对财经素养教育的概念、重要性、内容层次以及实施途径等进行深入研究，发表了许多相关论著。

二、新时代大学生财经素养的现状

新时代以来，步入校园的大学生，绝大多数都是独生子女。他们从小娇生惯养，并伴随着互联网长大。他们知识学习和认知的方式等都与互联网紧密相连，所以他们被称为“网生代”，具有鲜明的时代特征。新时代由于经济和科技的飞速发展，家庭财富日益增加，财经素养已经成为公民必备的核心素养和生存发展技能。新时代的大学生作为特殊群体，其依赖于父母提供的经济支持，经济行为和决策能力增强，追求财富的欲望越来越强烈，获取财富的热情持续升高，其主流积极向上。然而，由于他们缺少相关知识和经验，并不具备对金融产品的辨别和使用能力，防范风险意识比较薄弱等因素，在大学生群体中诸如“裸贷”和网络欺诈等金融事件层出不穷，影响了高校正常的学习生活秩序，给社会造成了不良影响。目前，大学生财经素养的现状是喜忧参半，成为教育热点问题。主要表现在以下几点。

1. 获得财富观念增强，创造财富观念薄弱

新时代大学生是未来社会财富的创造者，他们个性独立，思维活跃，对财富有独特的见解。他们绝大多数认同劳动和奉献的人生价值，能客观理性地看待金钱和财富。他们渴望财富，以实现自我价值。然而，由于他们从小生活条件优越，对于钱没什么概念，不能体会父母工作赚钱的辛苦。他们往往存在急功近利行为，总想以最小的努力和成本实现一夜致富，以至于落入各种财富陷阱，并导致金钱

至上的拜金主义思想出现。

财经素养教育有助于新时代大学生形成正确的财富观，真正认识到劳动是创造财富的源泉，大学生通过专业知识和技能的学习，才能累积自己的财富，进而为国家和社会创造更多的财富。

2. 消费欲望强烈，不能合理支配财富

新时代大学生是一个具有较强能力的消费群体，包括基本生活、学习用品及旅游娱乐消费等。他们绝大多数衣食无忧，没有赚钱的生活压力，有着很强的优越感。他们有一定经济行为能力，追求时尚，缺乏勤俭节约意识。他们是网购主力军，每年都刷新双十一网上消费记录。特别是在抖音、快手等网络直播带货诱惑下，因为产品新颖，他们容易不考虑价格和实用性等问题，造成盲目消费，入不敷出，成为“月光族”。

近些年，大学校园中“校园贷”“裸贷”等事件的频繁发生，体现出大学生财经素养的不足、收支不合理、攀比和浪费现象严重等问题。当前，我国经济正处于高速发展阶段，国家经济建设和金融发展，需要培养具有良好财经素养的人才。学校应该注意了解新时代大学生的消费行为特点，引导他们养成勤俭节约的好习惯，树立艰苦奋斗的责任感和使命感。

3. 有投资理财的愿望，防范安全意识需要提高

新时代大学生有一定可支配资金，有自己独立的银行账户，他们改变钱少不需要理财的观念，从管理自己的零花钱开始，购买少量理财产品及股票、基金、债券、保险等，有极少部分富裕的学生炒外汇和期货等。他们体验财产增值的乐趣，积累投资经验，使有限的可支配财富实现增值。

新时代大学生对相关金融知识有一些了解，但他们对互联网上名目繁多的金融产品缺少甄别能力，缺乏风险防范意识，投资理财存在着极大风险。这些问题的出现与金融、财务、经济学和法律等专业知识学习密切相关。投资理财需要在一定的专业知识基础上，才能实现财富收益的增加。

三、新时代大学生财经素养培育的路径

新中国成立 70 多年来，中华民族迎来了从站起来、富起来到强起来的伟大飞跃。大学时代是财富观、财经知识、财经决策能力培育的重要时期。全面良好的财经素养比创造财富的能力更重要，帮助学生提升财经素养，有利于社会财富的积累，维护社会和谐与稳定。培育新时代大学生财经素养主要有以下几个途径。

1. 注重财富观塑造

(1) 以马克思主义财富观为指导，树立劳动创造财富的价值理念。

这是新时代大学生健康财富观培育的关键因素。财经素养教育的最终目标是使新时代大学生能够成为一名自食其力的劳动者，实现个人财富积累和创造社会财富。习近平总书记强调：“新时代中国青年要勇做走在时代前列的奋进者、开

拓者、奉献者，毫不畏惧面对一切艰难险阻，在劈波斩浪中开拓前进，在披荆斩棘中开辟天地，在攻坚克难中创造业绩，用青春和汗水创造出让世界刮目相看的新奇迹！”财富观是正确的世界观、人生观、价值观的集中体现。我们要积极提倡新时代大学生追求财富，更重要的是引导他们通过正当途径去获取财富。厉行节约，反对浪费，消除攀比和享乐思想。要努力营造靠劳动创造财富的环境，让知识成为资本力量。通过科技创新创造价值，取得丰硕成果，实现财富的积累与增长。

(2) 以社会主义核心价值观为导向，增强社会责任感。

财经素养的教育要融入大学生正确的价值观、人生观和世界观之中，尤其是帮助其正确认识金钱、财富与人生的关系。明确财富不是独立于人之外的存在，是人的价值观的具体展现，人生的智慧决定着财富。新时代大学生喜欢手机和电脑等高科技产品，对网络十分依赖。因而，要树立科技和信息是财富的价值理念。

(3) 以健康财富观为根本，增强大学生的幸福感。

2020年初，一场突如其来的新冠肺炎疫情席卷全球，成千上万的人失去了生命、健康和财富，使世界各国经济面临着严重挑战。为了战胜病毒，健康财富以及公共医疗卫生安全等问题受到普遍关注，全民健康才能托起全面小康。同时，我们应高度重视大学生的身心健康教育。拥有强健的体魄、健康的知识和乐观向上的心态，才能提升他们良好的财经素养，树立健康是人生最宝贵的财富观念。

2. 注重财经知识和理财能力培养

新时代大学生在获得经济金融相关知识技能的基础上，引导他们根据自身支付能力，进行合理的有计划消费和理财投资，提高金融经济的思维能力，形成良好的经济行为模式。

(1) 财富知识培育。

新时代大学生的财富知识培育包括专业与综合财经知识教育两方面。互联网本身就是一个巨大的信息资源库，为新时代大学生财富知识教育提供了平台与资源。信息时代财富知识不断变化发展，科技知识是创造财富的力量和源泉。新时代大学生财富知识的培育应与时俱进，不断创新。

(2) 财富行为培育。

财富行为教育是财经素养教育的最终目的。首先，注重培养投资理财能力。在掌握财富知识技能的基础上，勇于拼搏，艰苦奋斗，培养新时代大学生的获得感。其次，财经素养培育不仅要掌握经济学、金融学知识等，更重要的是培养良好的消费行为模式，运用金融经济知识，进行决策。信息时代财富行为的培育，其目的就是使大学生根据自身特点及理财需求，积极投资、合理规划、控制风险，让有限的财富增值。

(3) 财富品质的培育。

新时代大学生良好的财富品质包括：契约精神、法律意识、决策能力等在内的综合素质教育。君子爱财，取之有道。积极引导学生热心公益和慈善事业，培养无私奉献社会的优良品质。

3. 增加社会实践活动

2018年，中国教育科学研究院和中国财经素养教育协同创新中心首次发布了《中国财经素养教育标准框架》，标志着财经素养培育正式纳入我国大学的教育体系框架中。财经素养涵盖了心理、价值观、能力以及行为实践等多个方面的内容。

(1) 健全完备的实践机制。

财经素养的提高，仅学习书本上的知识是不够的，要主动将知识与实践对接，加大学生社会实践活动。通过组织模拟理财和投资以及创业大赛等课外实践活动，在充分调研活动的基础上，进行案例分析，逐步培养他们对日益复杂的金融环境做出科学的决策。

(2) 注重方法和效果。

对于贫富差距悬殊的学生所体现出的个体认知差异，要因势利导。深入了解大学生在学习、生活和择业等方面遇到的实际问题，培养他们吃苦耐劳的精神，增强其自主创新意识，提升他们的财经素养，使他们真正成为财富管理者。

四、新时代大学生财经素养培育的对策

财经素养的培育是一项十分复杂的系统工程。新时代大学生财经素养培育标准基本涵盖了消费、储蓄、理财、投资等综合财经知识。我们应该利用网络新技术资源，更新教育理念，帮助他们正确处理物质财富与精神财富的关系，树立正确的价值观和财富观。其主要对策有：

1. 建立财经素养教育管理机制

新时代财经素养教育是跨学科的教育活动，通过开设财经教育方面的通识课程，将财经素养教育纳入常规教学管理体系。在课程的设计、教材的编写以及课后实践等环节，都需要特别考量。现阶段我国高等学校财经素养教育存在着课程系统性不强、对行为塑造不足等问题。因此，创新财经素养的教学内容和方法要落到实处。此外，学校应加强在职教师财经知识方面的培训，使财经素养的教育渗透到各科教学中，才能培养新时代大学生良好的财经思维和行为模式。

2. 坚持以新时代大学生为培育主体

新时代大学生的心理和生理特征明显，他们对财富问题的认识上，存在着很多误区，不能够理性消费。近年来，各种校园金融事件层出不穷，折射出大学生财经素养的缺乏。新时代大学生要充分发挥自己的主观能动性，主动适应“互联网+金融”社会发展的要求，认真学习相关的财经理论知识，积极参与各种实训实践活动。高校要针对大学生财经素养现状，一切以大学生的健康成长为根本，

系统讲授财经素养知识，拓展大学生财经素养实践平台，提高大学生财经素养的综合能力。

3. 打造以健康财富观为导向的校园文化

2017 年中国银监会等部委颁发《关于进一步加强校园贷规范管理工作的通知》明确规定，积极开展常态化和丰富多彩的消费观、金融理财知识及法律法规常识教育。大学思想政治理论课在引导大学生具备健康良好的财经素养方面起到关键性作用。大力加强政治思想工作，要倡导理性地看待财富、正确地获取财富和理智地支配财富的新风尚，为大学生健康财富观的培育营造良好的校园文化环境。利用互联网更快地去了解大学生的思想动向，以便及时做出相应的对策，培养新时代大学生适应财经社会发展的价值观、思维模式和人际交往方式。

综上所述，新时代大学生财经素养的培育研究正处于起步阶段。面对新时代大学生财经素养教育的艰巨任务，必须坚持用习近平新时代中国特色社会主义思想铸魂育人，帮助大学生树立正确的财富观。构建完善的财经素养培育体系，明确大学生财经素养培育的目标和职责，规范大学生财经素养行为，有效地化解财富风险和挑战，需要全社会共同努力。在实现两个 100 年奋斗目标的征程中，通过科技创新，让知识成为财富，培育大学生树立靠奋斗创造财富的理念十分重要，具有重大现实意义。

作者：吕秀莲，甘文启 山东工商学院马克思主义学院

来源：《黑龙江教育（理论与实践）》，2021（05）

<https://kns.cnki.net/KXReader/Detail?PlatForm=kdoc&TIMESTAMP=637587422768418281&DBCODE=CJFD&TABLEName=CJFDAUTO&FileName=HJLL202105011&RESULT=1&SIGN=j99Sv0WSuWq%2bGMsh4EtkUBD8Ct4%3d#>

与自我的博弈：我读《“错误”的行为》之二（2）



二、金融市场：1983~2003 年

1. 选美竞赛和股票投资

“有效市场假说”这一术语是由芝加哥大学经济学家尤金·法玛提出的。但直到 20 世纪 70 年代，有效市场假说才被正式提出。有效市场假说由两部分组成，它们从某种程度上说是相互关联的，但从概念上讲又有区别。其中一部分与价格的合理性有关，另一部分关注的则是能否“跑赢市场”。

泰勒将第一部分称为“价格是合理的”，也就是任何资产的价格都能反映出其真正的“内在价值”。泰勒将第二部分称为“天下没有免费的午餐”，也就是说，我们没有办法跑赢市场。

20 世纪 70 年代，微观经济学领域也发生了类似的革命。理性预期理论及模型日渐兴起，凯恩斯经济学则日渐式微。可能正是出于这个原因，凯恩斯的著作不再是研究生的必读书目。这一点其实让人感到很遗憾，如果凯恩斯还活着，这场辩论可能会更公正，因为他的确是行为金融学的鼻祖。

凯恩斯在著名的《就业、利息和货币通论》一书中关于金融市场那一章的见解最深刻。凯恩斯的洞察力部分源自于他丰富的投资经验，多年来，他一直在剑桥大学管理着其所在学院的基金并率先提出可以把基金拿来投资股票。

凯恩斯那一代的很多经济学家都对人类行为有着很深刻的见解，而凯恩斯在这方面的洞察力更显睿智。他认为，情感或他所说的“动物精神”在个人决策中扮演着重要角色，其中也包括投资决策。

凯恩斯认为，职业投资者玩的是一种微妙的竞猜类游戏。他将选择最佳股票与一种常见的比赛做类比，在 20 世纪 30 年代以男性为主导的伦敦金融圈常有这样一种比赛：从一组照片中选择最漂亮的面孔。这就是广为流传的“选美竞赛”。

职业投资者的投资决策好比报纸上刊出的选美竞赛，在竞赛中，参与者要从 100 张照片中选出 6 张最漂亮的。如果参与者选出的 6 张照片最接近于全部参与者共同选出的 6 张照片，他就是获胜者。由此可见，每一位参与者要挑选的不是他自己眼中最漂亮的人，而是其他参与者最可能会挑选的人。所有的参与者都会以同样的方式看待这个问题。这里的挑选并不是每个参赛者发挥最佳判断力去选出自己认为最美的面孔，也不是具有正常判断力的人们认为最美的面孔，而是运用推理能力去推断一般人所推断出的一般人的意见是什么。这是第三级推理，我相信，还会有第四级、第五级甚至更高级别的推理。

人们心理的复杂性各不相同，所以选美竞赛现在仍可以用来类比投资者的行为。

2. 股市反应过度了吗？

在理性世界中，交易量不会很高。实际上，应该没有多少交易量才对，经济学家有时将其称为“格劳乔·马克斯定理”。一个理性的经济人不会想要购买其他经济人想要出售的股票。实际上股票的交易量大得惊人。泰勒发现用过度自信解释观察到的高交易量是极为合理的，但却无法证明它的正确性。他们打算使用卡尼曼和特沃斯基的发现：人们会根据站不住脚的数据做出极端的预测。只知道

幽默感测试结果的实验对象所做的预测应该与该学校学生的平均绩点相差无几，简言之，他们的预测不应该受到幽默感测试结果的影响。然而对于幽默感测试分数排在前十分位的学生与 GPA 排在前十分位的学生，实验对象预测出的 GPA 基本一样。对于这一结果的一种可能的解释是，实验对象对学生幽默感测试信息的反应过度。那么投资者会不会有同样的行为反应过度呢？如果投资者确实反应过度，又该如何加以证明呢？

在泰勒看来，过度反应的间接证据早已存在，即由来已久的“价值投资法”。价值投资法由投资大师本杰明·格雷厄姆率先提出。格雷厄姆常被尊称为“价值投资之父”，价值投资法的目的就是找到定价低于其内在长期价值的股票，重点是如何找出这类股票。

本杰明·格雷厄姆在投资领域享有崇高的地位，但是 20 世纪 80 年代初，大多数金融经济学家认为他的研究已经过时。购买便宜股票这种简单策略显然与有效市场假说不符，而且格雷厄姆的方法几乎算不上高级。当时，各种投资组合的回报率数据毫无疑问都是人工计算的。现在，金融市场已经数字化，研究人员建立了各种数据库，比如收集股价信息的证券价格研究中心和收集金融财务数据的标准普尔 COMPUSTAT 数据库。有了这两个数据来源，相关研究就变得更加全面了，而像格雷厄姆那种涉及股票数量较少、时间跨度较短的研究方法只会被贴上落伍的标签。

泰勒认为，与其说所有人都反对格雷厄姆的价值投资法，不如说 20 世纪 70 年代的有效市场假说指出价值投资法不可能奏效，但事实并非如此。

一位名叫戴维·德勒曼的投资者对格雷厄姆的投资方法做出了更加大胆的阐述。德勒曼此前已经建立了自己的投资公司，不知道他从哪里读到了卡尼曼和特沃斯基的文章。他是第一个明确用心理学知识来解释价值效应的人，即人们倾向于根据最近的情况去预测未来。1982 年，德勒曼将自己的想法写成论文，发表在《逆向投资新策略》一书中。

顺着德勒曼的想法，泰勒和维尔纳做出了一个合理的假设：“市盈率效应”是由过度反应引起的。因为投资者对股价的未来增长过度乐观，市盈率高的股票，即成长股价格涨得“过高”；而因为投资者过度悲观，市盈率低的股票或价值股的价格又跌得“过低”。如果该假设成立，价值股的高收益和成长股的低收益将呈现“趋均值回归”的现象。股市存在趋均值回归现象似乎不是一个特别大胆的假设，当然除了一点之外，有效市场假说指出这种现象不会发生。

如果能找到趋均值回归的证据，就可以打破有效市场假说。于是，泰勒和维尔纳决定试试看能否找到这种证据。他们对纽约证券交易所的所有股票，当时几乎包括所有美国大公司，按照它们在某一段时间内的表现进行排序。这段时间很长，足以让投资者对公司产生过度乐观或悲观的情绪，比如 3 至 5 年。他们将表

现最佳的股票称为“赢家”，把表现最差的股票称为“输家”。然后，把最大的赢家和输家，比如最好和最差的 35 只股票分为两组，对比它们未来的表现。如果市场是有效的，那么两个投资组合的表现将会同样好。根据有效市场假说，依据过去无法预测未来。但是，如果过度反应假设成立，输家将跑赢赢家。实验结果有力地支持了他们的假设。他们用几种方式检验过度反应，只要追踪投资组合表现的时间足够长，比如三年，投资组合的输家就会比投资组合的赢家表现好，并且会好很多。如果是五年，输家的收益比大盘高出约 30%，而赢家的收益比大盘低大约 10%。

3. 价值股比成长股的风险更大？

有效市场假说中，“没有免费的午餐”意味着，泰勒和维尔纳的投资组合是不可能跑赢大盘的，但他们的研究结果却证明了“输家”的回报率的确高于大盘。

尤金·法玛指出，所有针对“没有免费的午餐”的检验实际上都是对两种假设的“联合检验”，即有效市场假说以及风险和收益模型。这种联合假设的论点可以用于解释任何违背有效市场假说的现象。如果输家组合比赢家组合承担的风险高，那么观察到的高回报率可能是理性投资者在投资高风险投资组合时所要求的补偿。但泰勒提出，核心问题在于是应该接受对研究结果的解读，将其看作错误定价的证据——违背有效市场假说，还是应该将其归因于风险呢？

输家组合中的股票若单独来看都是有风险的，其中有些公司甚至可能会破产或退市。但是，在他们的研究中，他们已经将这种风险考虑在内了。

如果输家股票的贝塔值很高，根据资本资产定价模型来衡量其风险也很大，而赢家股票的贝塔值较低，风险也很小，那么有效市场假说与他们的研究结果不会发生矛盾。实际上他们发现的规律恰恰与此相反。赢家组合实际上比输家组合的投资风险更大。运用经济学的标准方法调整风险后，他们的研究结果显得更加异常。不管用什么测量方式，“价值股”的表现都胜过“成长股”。还有一点令有效市场假说的支持者十分震惊，即用贝塔值计算，价值股的风险也更低。

法玛和弗伦奇于 1992 年发表了一系列论文，指出价值股和小公司的股票收益确实高于资本资产定价模型的预测。1996 年，他们二人发表了一篇论文，论文题目颇具震撼性，名为“资本资产定价模型的生死判决”，正式否定了资本资产定价模型。虽然法玛和弗伦奇宣布资本资产定价模型已经过时，但他们并没有打算放弃有效市场假说。他们转而提出了“法玛-弗伦奇三因子模型”，

其中除了既有的贝塔值，还加入了两个解释性因素，对小公司和价值股的高收益做出了合理解释。后来又发展到五因子模型。

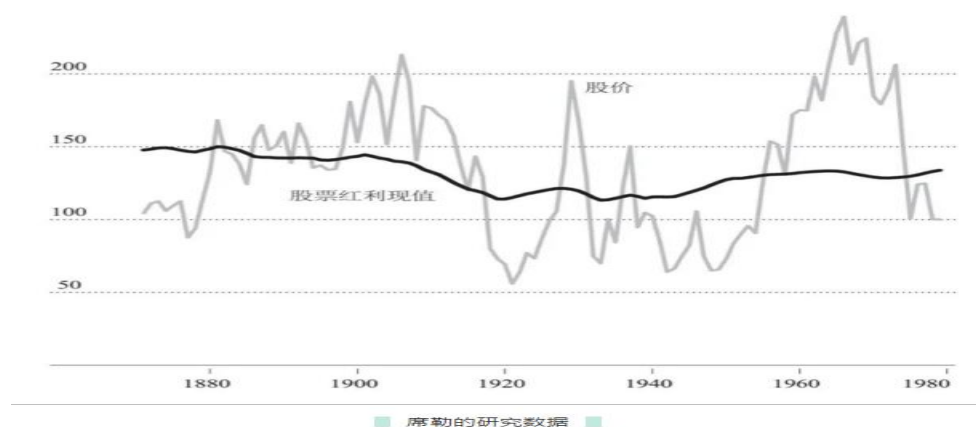
1994 年，约瑟夫·拉科尼肖克、安德烈·施莱费尔和罗伯特·维什尼，发表了一篇名为“逆向投资、推断和风险”的论文。泰勒认为，这篇文章彻底解释清楚了价值股是否风险更大的问题。其实，价值股的风险更小。这篇论文的三位作

者对此深信不疑，后来还创办了一家极为成功的理财公司——LSV 资产管理公司，所采用的投资方法就是价值投资法。

4. 价格并不都是合理的

罗伯特·席勒收集了从 1871 年以来的股价和股票红利信息，然后从 1871 年开始，对每一年都根据历史数据预测未来的股票红利，即如果某人购买了那时的股票投资组合，预测他未来能够得到多少股票红利，席勒将此称为“事后合理”预测。席勒的计算方法是，通过观察实际支付的股票红利，并将其贴现到某一年。长久以来，股价呈上涨趋势，席勒调整了这一显著趋势后发现，股票红利的现值就像新加坡的温度一样稳定，但股价却波动很大。

席勒在 1981 年发表的这篇论文题目是“股价是否波动太大，此后的股票红利变化已经无法解释这种波动？”答案是肯定的。席勒的研究在金融界引发了一场风暴。



1984 年，席勒重新写了一篇论文并成为行为经济学领域的重磅炸弹。这篇论文名为“股票价格和社会动态”，对“正如社会现象可能会影响时尚趋势，它同样也会影响股价”这一异端学说表示支持。几年后，席勒和乔治·阿克洛夫在一本书中引用了凯恩斯的“动物精神”，以指代消费者和投资者反复无常的态度变化。

1996 年，席勒与约翰·坎贝尔给联邦储备金监察小组做了一次简报。正是这次简报促使时任美联储主席的艾伦·格林斯潘做了一次讲话，他在讲话中用其一贯的间接方式问道，怎样才能知道股市是否进入了“非理性繁荣”期？席勒后来用这个名词作为他的《非理性繁荣》这本畅销书的名字。

5. 动物精神和封闭式基金折价之谜

席勒的研究对有效市场假说中的“价格合理性”部分可谓一记重创，但有效市场假说的支持者们却不愿意否认“价格是合理的”。有一种方法可以用来检验价格是否“合理”，即运用有效市场假说的一条核心原则——“一价定律”。该定律指出，在一个有效市场中，同一种资产不可能同时以两种不同的价格出售。如果出现价格不一致的情况，立刻就会出现套利的机会，也就是说可以在没有任

何风险的情况下获利。违反一价定律的情况其实很容易就能找到，本杰明·格雷厄姆等人早已讨论过这一话题。封闭式基金这种共同基金似乎就违反了一价定律。

有效市场假说对封闭式基金的价格有一个清晰的预测：基金价格等于资产净值。但是，事实并非如此。

基金	资产净值(美元)	市价(美元)	溢价或折价(%)
加百利公共设施基金(GUT)	6.28	7.42	+18.2
贝莱德健康科学基金(BME)	38.94	42.48	+9.1
第一信托专业金融基金(FGB)	7.34	7.62	+3.8
DNP选择收益基金(DNP)	10.50	10.55	+0.4
第一信托能源收益和增长基金(FEN)	37.91	35.83	-5.5
ASA黄金&贵金属有限公司(ASA)	11.24	10.19	-9.3
贝莱德资源和大宗商品战略基金(BCX)	11.78	9.93	-15.7
第一手技术价值基金(SVVC)	29.70	18.59	-37.4

截至2014年12月31日

■ 部分封闭式基金的溢价与折价 ■

“噪声交易者”一词源自费希尔·布莱克。布莱克在出任美国金融学会会长的就职演说中，用“噪声”一词与“信号”进行了对比，使之成为金融学领域的一个术语。理性经济人只会因为真实的信号而改变投资想法，但普通人可能会对那些都不能算作信号的噪声事件做出反应。

拉里·萨默斯与他曾经的三名学生布拉德·德朗、安德烈·施莱费尔和罗伯特·瓦尔德曼写了第一篇有关“噪声交易者”的论文，随后又发表了一系列相关论文。后来，安德烈·施莱费尔加入了泰勒和查尔斯·李的研究团队，他们共同写了一篇有关封闭式基金的论文，指出了4个封闭式基金之谜。包括：（1）为什么有人会花107美元购买6个月后期望值为90美元的资产；（2）为什么基金的交易价格与资产净值不同呢；（3）不同的基金在不同时间的折价（和溢价）为什么差异很大；（4）为什么当折价销售的封闭式基金决定转变为开放式基金时其价格会趋近于资产净值。

泰勒、查尔斯·李和安德烈·施莱费尔发表的这篇论文，主要研究贡献是进一步剖析了折价随时间变化的原因。这些基金的主要持有者是个人投资者而非机构投资者。他们假设个人投资者在市场中扮演着噪声交易者的角色，他们很容易改变自己的积极或消极情绪，这些情绪被称为“投资者情绪”。他们推测，当个人投资者兴致高昂时，封闭式基金的折价率会降低，但当他们比较悲观或害怕时，折价率则会升高。其实，在席勒看来，投资者情绪显然是“动物精神”的一种。问题是如何衡量投资者情绪。泰勒及其合作者认为，如果个人投资者的情绪是变化的，这会表现在封闭式基金的折价上以及小公司和大公司的相对表现上。研究发现，封闭式基金的平均折价与小公司股票和大公司股票之间的收益差有关；折价越大，两种股票的收益差也越大。这一发现相当于找到了大脚怪或其他神秘生物的脚步。他们用一个经济学家讨厌的反常现象（小公司效应）解释了另一种反常现象（封闭式基金折价之谜）。

6. 果蝇、冰山和负股价

在泰勒看来，金融领域的某些特殊案例就像遗传学研究中的果蝇。大千世界，物种繁多，果蝇并不是一个极其重要的物种，但它们的快速繁殖能力有助于科学家的研究。所以，泰勒将他发现的案例称为金融学中的“果蝇”。通过这些罕见的案例，可以讨论其内在价值。没有人能够确定 3Com 或 Palm 公司的股价应该是多少，但我们几乎可以确定在资产拆分后，3Com 公司的股价至少应该是 Palm 公司股价的 1.5 倍。泰勒认为，类似案例只是市场定价错误的冰山一角，而法玛却以为泰勒及其合作者看到了整座冰山。

封闭式基金公然违反了一价定律。几年后，泰勒与欧文·拉蒙德再次研究了一价定律。拉蒙德发现了一个有趣的问题，有一家名为 3Com 的公司明显违背了一价定律。为此，泰勒和拉蒙德合作了一篇有关 3Com 和 Palm 公司的论文，题目叫作“市场能自动调节吗”。该论文提出，20 世纪 90 年代末的科技公司的股价显然不是由理性经济人推动的，令人疑惑的是，3Com 公司的股票分拆计划确实奏效了。1999 年 12 月 13 日，3Com 公司首次宣布他们计划将 Palm 公司分拆出来，当时 3Com 公司的股票为每股 40 美元，到 2000 年 3 月 1 日 Palm 公司首次公开募股时，3Com 公司的股价超过了 100 美元。耗时耗力的分拆计划的回报还是不小的！不过，真正奇怪的事情还在后头。在理性的世界中，3Com 公司股票每股价格应该等于 Palm 公司股价的 1.5 倍加上 3Com 公司的自有价值。但是股市收盘时，股价并不合理。如果计算 s 的值，你会发现 3Com 公司的自有价值是负数。

$$\boxed{3\text{COM}} = \boxed{\text{PALM}} \times 1.5 + \boxed{s}$$

3Com 公司股票
的每股价格 Palm 公司每股
股价的 1.5 倍 3Com 公司的
“自有”价值

■ 理性世界 3Com 公司的价值 ■

$$\boxed{\$82} = \boxed{\$95} \times 1.5 + \boxed{-\$61}$$

3Com 公司股票
的每股价格 Palm 公司每股股
价的 1.5 倍 3Com 公司的
“自有”价值

■ 现实世界 3Com 公司的价值 ■

金融学中还有一个比一价定律更基本的原则，即股价不可能是负值。为什么会发生这种情况呢？3Com 公司股价违背一价定律并使其持续了几个月时间，有两个必要因素。第一，要有一些噪声交易者，也就是萨默斯所说的“傻瓜”。虽然购买 Palm 公司股票时有人知道其估值过高，但他们希望随后以更高的价格卖给“傻瓜”。另外一个必要因素是，必须阻止专业投资者让股票恢复到正常价格。明智的投资者只会购买 3Com 公司的股票而非 Palm 公司的股票，但真正的经济人还会更进一步。在这种情况下，专业投资者将购买估值过低的 3Com 公司股票，

然后卖掉一定数量的 Palm 公司股票。这种交易绝不会亏本。

作为规范性标准，有效市场假说是十分有用的。在理性经济人的世界里，泰勒认为有效市场假说是正确的。另外，目前还没有一个有关资产价格的标准行为理论可以作为实证研究的理论基础，而有效市场假说仍是最佳起点。如果没有这个理性框架就没有所谓的反常现象，也就无法发现非理性的行为。

总结一下，泰勒的结论是：价格通常都是错误的，有时还错得很离谱。此外，当股价偏离基本价值的幅度很大时，资源误置的情况会非常严重。如果政策制定者只是简单地相信价格永远合理，那么他们永远都不会认为有政策干预的必要。但是，一旦承认可能会出现泡沫，决策者在某种程度上出手干预就是有道理的。

三、助推计划：1995 年至今

1. 当法律遇上行为经济学

法律经济学的传统研究方法完全以经济人模型为基础。泰勒和克里斯蒂娜·乔尔斯的想法是将行为经济学的某些基本要素引入法律经济学。泰勒采用了教学法，将这些基本要素归纳为“三个有限”：有限的理性、有限的自我控制力、有限的利己主义。而在当时，法律经济学假设人类的这些特性都是无限的。后来，芝加哥大学法学院教授卡斯·桑斯坦加入了研究团队。他们三个人完成了名为“从行为角度研究法律经济学”的论文。

在泰勒看来，最不认同行为经济学的人是那些为建立理性行为模型付出最多的人，因此可能会出现一种有趣的情况。在涉及沉没成本谬误时，他们的反对态度会不会更明显呢？

当人们面对不公平的对待时，他们会十分生气，甚至不惜牺牲个人利益去惩罚对方，这是我们从最后通牒博弈实验中学到的基本知识。在运用科斯定理的情况下也会发生同样的事情。按照科斯定理，如果败诉一方更看重自己刚刚失去的产权，他必须愿意出价给对方以尝试拿回产权。但是，当人们生气时，最不愿意做的事就是与对方说话。

除了科斯定理，他们的论文还有一部分内容是关于家长制的。泰勒说，这让法律经济学的教授们怒发冲冠。

泰勒指出，很难说他们的论文究竟产生了什么影响，不过这篇论文常常被引用。

2. 挑选办公室的风波

芝加哥大学布斯商学院面临着分办公室的问题。这个任务看似很简单。但院长们商定了一种不同寻常的分配方法。他们将举行一次选办公室的活动，所有教员都会得到一个挑选时间段，这时他会知道哪些办公室已经被人选走，然后在剩余的办公室中任意选择一间。这一切看起来似乎都很好，但有一个重要问题，那就是如何确定选择顺序。围绕着分配顺序和不太精确的测量结果，引起了一场场

挑选办公室风波。这场有趣的亲身经历，让泰勒增加了他的行为经济学案例库素材，让他再次有机会得以检验他的行为经济学学说。

3. 球队选秀与贝克尔猜想

美国国家橄榄球联盟的选秀活动和电视竞猜类节目中参赛者的决策这两个问题从表面上看似乎微不足道，但其共同点是所涉金额很高，这为泰勒提供了研究此类决策的绝佳途径。批评人士不断指出，如果做决策时所涉金额足够高，“行为偏差”就会消失，泰勒研究这两个问题就是为了回应这些批评。

泰勒和凯德·马西一起研究了美国国家橄榄球联盟的选秀活动。泰勒认为在联盟中每支球队选择球员的方式都与教授选办公室的方式十分相像。但球队选秀与芝加哥大学商学院选办公室有一个重要的不同之处，即球队是可以交换选秀权。他们研究发现在国家橄榄球联盟的选秀过程中存在一种普遍性行为，即通过交易得到更靠前的选秀权。泰勒认为心理学领域有5种关于决策的研究发现可以支持他们的假设：

(1) 过度自信。人们可能过于相信自己在辨别两名球员优劣上的能力。

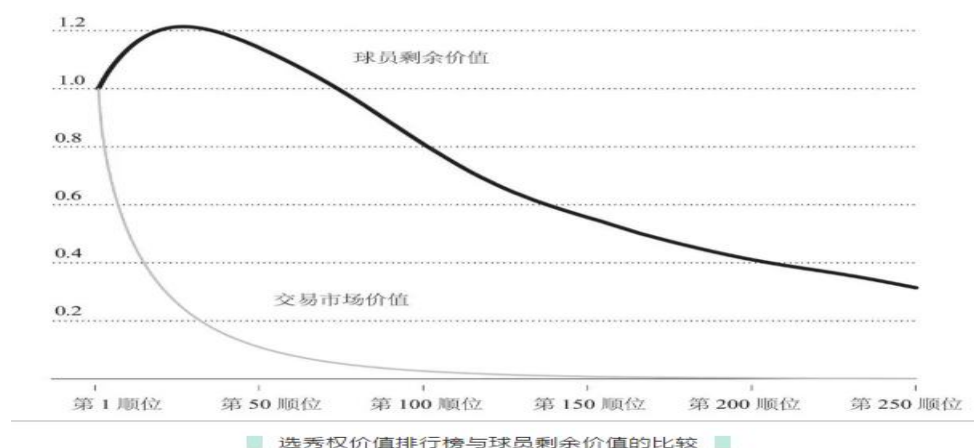
(2) 过于极端的预测。评估潜在球员素质的球探很喜欢说某某球员很可能成为超级明星，但巨星往往不那么容易出现。

(3) 赢家的诅咒。当很多人为某标的物展开竞争时，赢家对该物品的估价往往最高。赢家的诅咒指出，这些球员素质很好但并不像选择他们的球队认为的那样好。

(4) 错误共识效应。一般来说，人们倾向于认为其他人和自己有同样的偏好。橄榄球选秀也是一样，当一支球队想选某个球员时，他们认为其他球队也有这样的想法。因此他们会尽全力去交换靠前的选秀权，以防止其他球队捷足先登。

(5) 现时偏见。对于那些在选秀中很早就被选中的球员来说，球队寄希望于他们能立刻改变一个落后球队的命运，使其翻身成为赢家或是超级碗的冠军。球队要的就是马上赢得比赛。

他们的基本假设是，靠前的选秀权的价值被高估了，选秀活动并不符合有效市场假说。为了证明球队对靠前的选秀权估值过高，泰勒需要确定球员的薪金。幸运的是，他们可以找到相关数据。在研究薪金之前，他们发现美国国家橄榄球联盟在选秀时采用了薪资帽制度，即联盟为每支球队支付球员的总薪金设定了一个上限。正是由于薪资帽的存在，每支球队必须在相同的预算下选秀。薪资帽制度表明，打造一支胜利球队的唯一方法是，要选择那些为球队带来的价值高于球队为其付出的成本的球员。联盟还对新秀的薪金做出了规定，球员第一年的薪金水平按选秀顺序排列。这样靠前的选秀权从交易价格和球员薪金水平这两个方面讲都是很贵的。这样做值得吗？



如果市场是有效的，选秀权价值曲线可以准确地预测使用该选秀权的球队可以得到的剩余价值，也就是说第一顺位将产生最大的剩余价值，第二顺位将产生第二大的剩余价值，依此类推。但是，事实并非如此。交易市场价值曲线，即选秀权价值曲线并没有一模一样。泰勒认为，在他检验有效市场的这么多年时间里，这是他见过的最明显的悖论。同时，他们还发现选秀权市场有一点很有趣，有时球队会用今年的选秀权交换次年的选秀权。因此，他们的研究总结出两条简单的建议：第一，球队应该用一个靠前的选秀权去换取多个靠后的选秀权，尤其是第二轮的选秀权；第二，成为一名“选秀银行家”，用今年的选秀权去换取次年更靠前的选秀权。

虽然前后有三个橄榄球队找到泰勒合作，但他们最终选秀时并没有采纳泰勒的建议。球队未能做到选秀最优化这一案例说明，委托人-代理人问题其实更确切地说应该是愚蠢的委托人问题。经济学家会这样评价一支以次换好的球队：“这只是一个代理人问题。”经济学家的意思是，总经理或教练因为担心自己的工作保不住，所以需要马上就赢得比赛，否则将会被解雇。当然，教练和总经理被解雇的事情时常发生，所以他们担心丢掉工作也是十分合理的。但是，泰勒认为将他们的糟糕决策归咎于传统的代理人问题是错误的。在很多情况下，不仅是在体育领域，老板至少应该和员工担负同样的责任。若要了解球队或任何其他组织是如何做出决定的，以及如何改善决策的，我们就需要记住一点，即这些组织都是由普通人拥有并管理的。

4. 有奖竞猜类节目你该怎么玩？

金融学终身教授蒂里·波斯特、马蒂因·范登阿西姆和吉多·巴尔图森正在研究荷兰的一档有奖竞猜类电视节目的决策问题，他们的初步研究结果证明“庄家的钱”效应是存在的。他们邀请泰勒加入研究团队。

泰勒认为，如果让他设计一个游戏来检验前景理论和心理账户，他不会做得比这档电视节目更好。该节目由恩德莫娱乐节目制作公司出品，最初在荷兰推出，很快便席卷全球。该节目的名字是“一掷千金”。

泰勒和·波斯特、马蒂因·范登阿西姆和吉多·巴尔图森合作的这篇论文的

主要目的是通过这些高风险决策来比较标准的期望效用理论和前景理论。除此之外，还要检验“路径依赖”的作用。研究得出的结论是：参赛者只是适度地规避风险，并没有对风险表现出极度的厌恶情绪。这一结果与股权溢价之谜的研究有关联。有一个简单的事实可以证明这一点，在这档节目的荷兰版中，即使银行提供的金额为几十万欧元，也没有哪位参赛者会在第4轮之前退出比赛。如果一位参赛者的风险厌恶倾向十分严重，则足以解释股权溢价之谜，但在这档节目中却并非如此。更有趣的便要属路径依赖的作用了。《一掷千金》中的参赛者表现出不那么厌恶风险，甚至会主动追求风险，并且是在金额很大时的两种倾向。第一种发现在两种情况下。第一种情况是他们赢钱的时候，即“用庄家的钱赌博的时候”；第二种情况是输钱但有机会翻本的时候。显而易见的是，参赛者不仅会对赌博本身做出反应，赌博结果也会影响他们。大赢家和输家更愿意追求风险。

四、让世界变得更美好：2004年至今

1. “为明天多储蓄”计划

为什么人们没有在养老金账户存入足够的退休金？泰勒认为有三个障碍因素。

第一个障碍是惯性。调查显示，大多数加入退休金计划的人都认为自己应该多存些钱，也打算尽快付诸行动。但是，他们会一直拖延，甚至从未改变自己的储蓄率。在现实中，除非换工作时又有一堆新表格要填，否则大多数人不会更改自己的退休金计划选项。自动加入可以神奇地解决惯性问题。另外，还应该在计划中加入自动提高储蓄率这一条。如果我们能够吸引人们加入储蓄率不断提高的计划，并且将储蓄率选项设置为自动提高，惯性就可以起到积极作用了。

第二个障碍是损失厌恶。人们讨厌损失，尤其不愿意看到自己的薪水下降。损失厌恶是用名义工资衡量的，并没有消除通货膨胀的影响。所以，如果能够想出一种方法，不让员工感到薪水下降，就会减小推行退休金计划的阻力。

第三个障碍是自我控制问题。与当下相比，我们在未来有更好的自我控制力。在沃尔特·米歇尔的棉花糖实验中，如果让实验对象在明天下午2点得到一个棉花糖和明天下午2点15分得到两个棉花糖之间做选择，即使是小孩也会做出正确的选择——选择后者。但是，如果将选择的时间改在今天下午，则很少有小孩会等到下午2点15分，他们都有现时偏好。

基于此，为了实现为明天多储蓄机会，泰勒提出三个建议：

第一条建议是让纳税人把一部分所得税退款存入个人退休金账户，存入的金额取决于其当前的报税情况（针对前一年的收入）。也就是说，纳税人只要在报税前开设“个人退休金账户”，然后让美国国税局将一部分退还的税款存入这个账户，以后每年都重复这一做法即可。

第二条建议是建议政府调整计算预交税款的公式，以便纳税者在年末时能得

到更多的退税。当然，任何人都可以主动降低他们的预付率。

第三条建议是改变人们加入雇主所提供的退休金计划的方式，根据一般的规定，想要加入退休金计划员工必须填写一大堆表格，选择储蓄率，并决定这些钱的投资方式。将加入退休金计划设为默认选项，然后告诉他们如果不选择退出，就将以默认的储蓄率、默认的投资方式加入退休金计划，对增加储蓄是有益的。

关于第三条建议，泰勒提出已经有人先他一步想到了这个自动加入选项，他们是埃里克·约翰逊和丹尼尔·戈尔茨坦。刚开始，助推人们多储蓄的“自动加入”计划的推行很困难，但现在，“自动加入”和“为明天多储蓄”计划正在逐步普及。很多公司都采用了“为明天多储蓄”计划的简单版本，泰勒称之为“自动升级”。

2. 自由家长主义与助推策略

泰勒提出他所说的“家长主义”是指尽力帮助人们达成他们的目标。如果有人问我们，如何到达最近的地铁站，我们给他指了指正确的路，那我们就是一个家长主义的支持者。之所以用“自由”这个形容词，泰勒是想通过这种方式帮助别人但并不限制他们的选择。但后来出版社的编辑建议泰勒用“助推”这个词来替换“自由家长主义”。由理查德·泰勒和卡斯·桑斯坦合著完成的《助推：事关健康、财富与快乐的最佳选择》这本书顺利出版并成为畅销书。

3. 助推人们做出正确的决策

泰勒认为，他们从来没有说过“助推”能够解决所有问题。有些禁令和命令是显而易见的，没有哪个社会能在毫无规章制度的状态下存在。他们的目标是有限的。他们想知道，在不发号施令的基础上，人们对这种帮助性政策的接受程度有多高。因为人们都是普通人，而不是理性的经济人。他们都会犯一些可预测的错误。如果我们能够预测到这些错误，就能设计出相应的政策去减少错误发生的概率。助推是那些所谓的看似无关的因素，但其能够影响我们的行为，使我们生活得更好。助推的目的不是告诉人们该如何做，只是想让人们少犯他们自己也认为是错误的错误，从而帮助他们达成自己的目标。

在参加过行为洞察力小组的多次会议后，泰勒发现以下两点已经成为小组的行动指南了。

第一，如果你想鼓励某人做某事，一定要让事情简化。这是泰勒从卡尼曼那儿学到的，卡尼曼给泰勒讲了库尔特·勒温的研究。勒温是 20 世纪上半叶最著名的心理学家，他把让人们改变行为的第一步称为“解冻”，其中的一种方法就是不论阻碍人们改变行为的因素多么微小，都要移除它们。

第二，没有证据就无法制定循证政策，也就是说在可能的情况下，坚持用随机对照实验这一标准方法检验所有的干预措施。

经过 40 多年的发展，行为经济学不再是一个边缘学科了，其取得的成就有目共

睹。尤其是在行为金融学领域。

多阅读的好处，在读《“错误”的行为》这本书时得到了体现。以前读过的关于行为经济学、经济学和风险管理的书籍对理解和把握这本 397 页专业书籍时发挥出了作用，让我能用三天之内的碎片时间阅读完这本厚厚的行为经济学经典著作，并且能够很好地理解。这本书相当于泰勒的学术传记，读这本书帮我理清了行为金融学的发展脉络，让我对以前读过的行为金融学著作也有了更好的理解。另外，不得不承认这本书确实写得好玩有趣，不枯燥。如果您对行为金融学有兴趣，我推荐您阅读此书。

这本书的最后两个部分都和“助推”有关，助推是指不用强制手段，不用硬性规定，却能保证我们同时收获“最大利益”和“自由选择权”的这股推动我们做出最优选择的力量。《助推：事关健康、财富与快乐的最佳选择》是本畅销书，由理查德·泰勒和卡斯·桑斯坦合著完成。我已经从图书馆借到《助推》一书，希望通过阅读它能解我疑难，给我启迪。

阅读很妙，积累更佳，与自我博弈、战胜自己在路上。就是还有一点儿小愿望，我什么时候能写出这样幽默风趣的专业书籍？最喜欢珊妮老师的这句话，再次默写出来给自己力量：万物之中，成长最美；自然之中，希望最新！只要不停下努力脚步，也许真有这么一天。

作者：常叶青 山东工商学院会计学院

来源：山东工商学院图书馆微信公众号

https://mp.weixin.qq.com/s/x9kAXJ8bqR6b8V_ymIL8JQ