

财商信息

2021年第8期（总第22期）



山东工商学院图书馆

财商信息

2021 年第 8 期（总第 22 期）

目录

★财商管理论坛	1
全面降准提振市场，后续走势怎么看？	1
理财产品销售新规落地，互联网平台暂未获代销资质	4
接下来的半年，究竟是投股还是投债？	7
低利率环境下巴菲特最看好的资产是什么	14
当前股票配置应布局哪些赛道？	18
兴业银行：打好“财富牌” 强化零售“压舱石”	25
★财商教育专栏	28
财商教育，笃行者致远	28
论财务管理专业学生财商拓创能力的培养	34
资产配置风往哪吹？13 家机构解读财富密码	37
★财商分析报告	44
2021 年中国家庭财富指数、投资理财平均收益率及未来经济趋势分析	44
方太·胡润光谷中国高净值人群健康家居特别报告 2021	49
金融消费者权益保护报告 2021	57
★公益慈善专栏	64
民国儒商荣德生的散财之道	64
王文：不是公益不行了，而是一些公益人变“懒”了	68
徐永光：社会企业来了！公益和商业都将被颠覆	72

★区块链专栏	81
区块链证据在实践中应如何使用?	81
为什么 Web3.0 需要区块链.....	84
如何让数据产生价值? 五专家擘画区块链发展蓝图	94
★山商实践探索	97
财商学历教育与非学历教育融合发展路径探索	97
高等学校在财富管理产品研发中的作用发挥途径探讨	101
我读《投资新革命》	106

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

全面降准提振市场，后续走势怎么看？

事件背景

7月15日央行下调金融机构存款准备金率0.5个百分点（不含已执行5%存款准备金率的金融机构），至此金融机构加权平均存款准备金率为8.9%，释放长期资金约1万亿元。同时开展1000亿元中期借贷便利（MLF）操作和100亿元逆回购操作。从交易结果看，中期借贷便利（MLF）和公开市场逆回购利率均维持不变。

点评：在市场对下半年货币政策保持稳健甚至可能偏紧的主流预期下，此次央行在国常会后2天即采取全面而非定向降准方式，不管是从时点还是形式上，整体节奏均超市场预期。

本期为您解读：

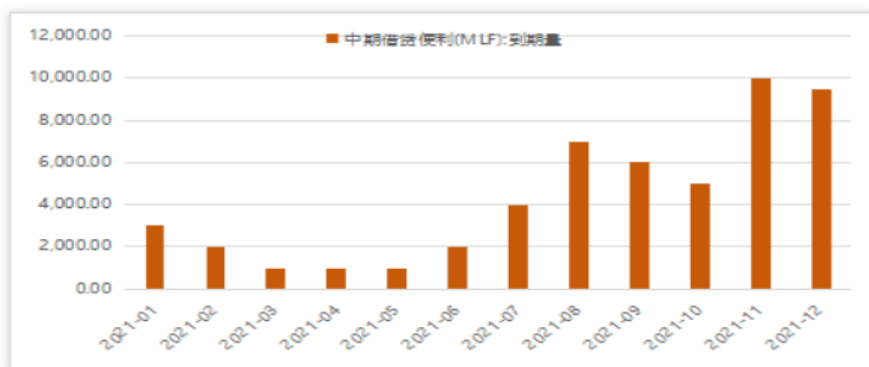
为什么要降准？

后续政策走向？

一、为什么要降准？

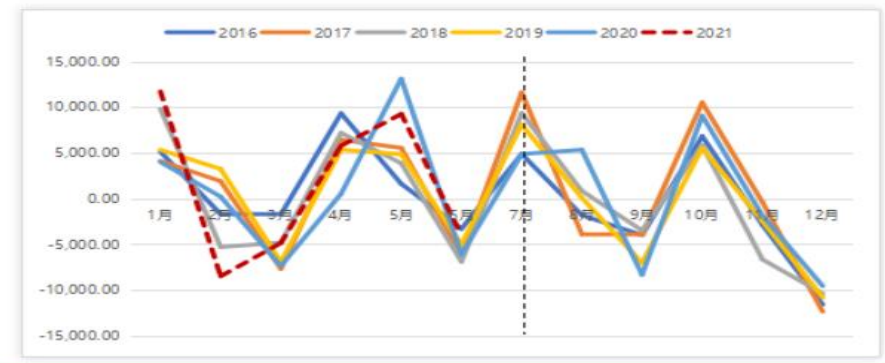
本次降准释放的近1万亿元资金部分可用于对冲到期的MLF和弥补7月缴税高峰的流动性缺口。一方面，下半年有4.15万亿元MLF到期，为历史高峰，其中三季度MLF到期量17000亿元，7月15日将到期4000亿元，降准可能部分用于置换到期的MLF。另一方面，7月中下旬为税期高峰，部分降准资金将用于弥补其带来的流动性缺口，增加金融机构的长期资金占比。

图1：MLF下半年到期量较大



资料来源：iFind

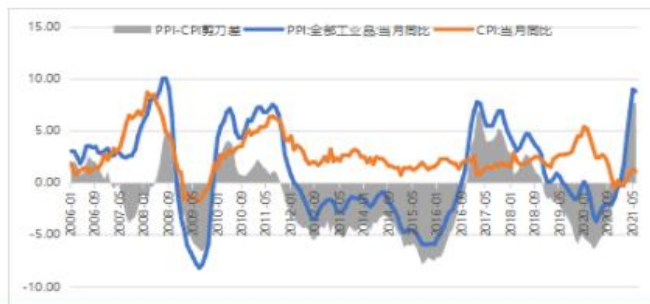
图2：政府存款季节性变化



资料来源：iFind

加强金融对中小微企业的支持。大宗商品价格的上涨，上游原材料价格不断攀升使得产业链中下游的企业面临着极大的压力，PPI-CPI剪刀差持续走高并创近年来的历史新高证明企业利润空间被剧烈压缩，尤其是中下游的中小企业受到严重冲击。作为市场主体的小微企业占到了企业总数的90%以上，并且贡献了80%以上的就业，政策有继续发力对其进行帮扶的必要性。

图3：PPI-CPI剪刀差创历史新高



资料来源：iFind

消费修复乏力。随着疫情的恢复以及消费场景限制的解除，市场对补偿性消费的期待持续升温，但不论是包含清明、五一小长假、端午的数据似乎都暗示了线下消费动力不足。叠加海外疫情控制下供给不断恢复，我国出口替代效应的减弱，下半年我国经济本身面临一定的下行压力。

图4：国内消费修复乏力



资料来源：iFind，2021年以来数据为两年复合增速

二、后续政策走向

降准并不意味着开启新一轮的货币宽松，意图更多在于结构性纾困。降准同时也反映了政策在经济结构性修复与控通胀的目标权衡下又一次倾斜前者。在价格型货币政策框架中，存款准备金率在央行工具箱中的重要性较数量型货币政策明显下降。货币政策的总基调仍旧以稳为主。进入7月以来，央行重回每日100亿逆回购，每日净回笼200亿，维持中性态度明显。

中长期来看，通胀的绝对高位及环比仍旧向上、下半年美联储Taper可能临近对流动性的影响、宏观杠杆率及宏观审慎框架下防风险为主的背景下，后续货币政策难言大幅宽松。

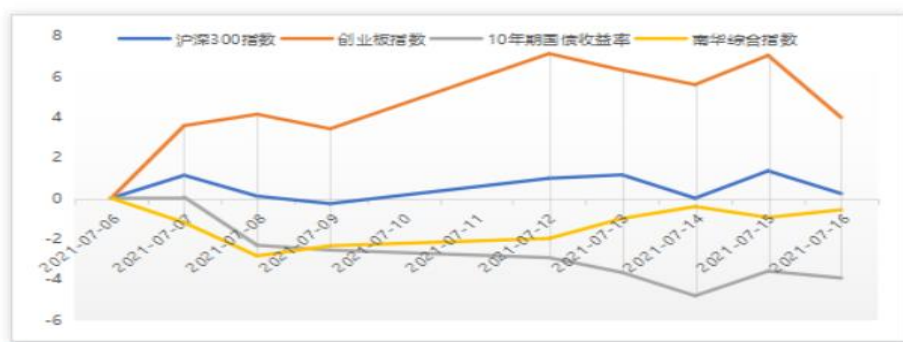
三、投资建议

1. 权益市场

降准释放的资金流向企业，从信贷资金角度加大对中小企业的支持力度，有利于改善企业盈利，促进实体经济提质增效。不过，从历史经验来看，降准和股市之间并不是完全正向的对应关系。降准政策发布之后，股市大概率不会普涨，而是呈现板块分化。

因此我们预测，降准一定程度上利好股市，而且相对更利好偏成长风格，尤其是与产业升级相关部分制造业景气度相对较高、盈利确定性强、成长周期相对较长的科技板块。考虑到央行指出货币政策“支持中小企业、绿色发展、科技创新”，因此，预计后市以新能源、光伏、5G、芯片等为代表的高景气成长赛道或仍是主要布局方向。

图1：央行宣布降准后各市场涨跌幅（以2021/7/6为基数）



资料来源：iFind

2. 债券市场

对于债券市场而言，短期内宣告效应明显提振债市交易情绪，收益率有所下行；资金成本将会以降准实施作为开端开始降低，并逐渐带动长端收益率下降。

中期而言，利率下行的趋势可能尚未结束，但政策跨周期调节，利率下行的时间可能被拉长，利率波幅被熨平。不同于历史上货币宽松到收紧的政策周期轮回，去年的加杠杆到稳杠杆更多通过一些结构性政策来实现，如针对地产的三道红线、对城投债务的管控、对资金信托和结构性存款的监管等等。虽然利率跟随

金融和经济周期波动，但波动幅度更小了。

建议投资者等待利率债调整机会，可加强利率债配置。

3. 大宗商品：

对大宗商品而言，本次全面降准短期来看有利于稳定市场预期，在情绪和资金面上带来一定的提振作用，对商品行情带来一定的支撑。

中长期来看，资本价格运行将更多反映经济和政策基本情况。步入三季度，增长动能可能放缓，出口或面临外需结构调整与份额收缩等压力，房地产政策高压效应逐步显现，而财政力量后置、基建可能适度托底。在政策方面，已经形成供需两端措施来调控商品价格过热。因此，经济和政策方面大宗商品价格均被压制，大概率维持高位宽幅震荡，配置价值不高。

风险提示：宏观经济不及预期、海外货币政策出现超预期调整。

作者：BETA 研究

来源：Beta 财富管理微信公众号

<https://mp.weixin.qq.com/s/Tj4VLVJSr3s6trdZc7hj1Q>

理财产品销售新规落地，互联网平台暂未获代销资质

时隔 5 个月，银行理财产品销售规范落地。

5 月 27 日，银保监会正式发布《理财公司理财产品销售管理暂行办法》（下称《办法》），相较于 2020 年 12 月发布的《商业银行理财子公司理财产品销售管理暂行办法（征求意见稿）》（下称《征求意见稿》，参见《财经》此前报道《监管层拟定 18 项军规，规范银行理财子公司销售行为》），《办法》在适用机构范围、禁止性规定等方面做出调整。

作为《理财子公司办法》的配套监管制度，《办法》共八章 69 条，从合理界定销售的概念、明确理财产品销售机构范围、厘清产品发行方和销售方责任、明确销售机构风险管控责任、强化理财产品销售流程管理、全方位加强销售管理、切实保护投资者合法权益等方面对理财产品销售作出了进一步规范。

银行业理财登记托管中心发布的数据显示，截至 2021 年 3 月末，中国银行理财市场规模达到 25.03 万亿元，同比增长 7.02%。业内人士认为，伴随《办法》落地，25 万亿银行理财市场将迎来规范发展。

值得注意的是，对于此前业内关注的互联网平台是否会得到代销资质，《办法》与此前《征求意见稿》保持一致，并未将其列入理财产品销售机构。不过，监管政策亦留有余地，明确了理财产品的销售机构也可以是“银保监会规定的其他机构”。

有银行业人士据此指出，这意味着未来仍然有可能开启互联网销售渠道，但

在当前互联网金融严监管的阶段暂时不可行。

一、适用机构范围扩大，设置 6 个月过渡期

相较《征求意见稿》，《办法》最明显的变化在于名称的调整，即由原来的《商业银行理财子公司理财产品销售管理暂行办法》修改为《理财公司理财产品销售管理暂行办法》。

银保监会有关部门负责人在答记者问时指出，《办法》进一步明确了适用机构范围。同时，明确理财公司包括商业银行理财子公司和银保监会批准设立的其他理财公司，从而将外方控股的合资理财公司纳入适用机构范围。此外，结合现阶段银行理财业务实际，《办法》明确其他银行业金融机构理财产品的销售业务活动参照执行，有助于维护监管标准一致性。

《财经》记者根据银保监会披露信息统计，截至目前，已有 27 家理财子公司获批，包括 4 家外资控股的合资理财公司，其中 21 家已获批开业。

在名称修改之外，《办法》的其他明显变化在于进一步完善了禁止性规定以及设置了实施过渡期。

上述银保监会相关负责人表示，在完善禁止性规定方面，禁止单独或突出使用绝对数值、区间数值展示业绩比较基准，防止变相宣传预期收益率，更好促进产品净值化转型，推进打破刚兑预期。

“新增第三点要求，即不得‘使用未说明选择原因、测算依据或计算方法的业绩比较基准，单独或突出使用绝对数值、区间数值展示业绩比较基准’。这主要是为了防止销售机构和销售人员变相宣传预期收益率，有助于更好促进产品净值化转型，推进打破刚兑预期。”招联金融首席研究员董希淼告诉《财经》记者。

另据《办法》，理财产品销售机构及其销售人员从事理财产品销售业务活动的禁止行为具体包括：误导销售；虚假宣传；不当展示业绩比较基准；与存款或其他产品进行混同；强制捆绑和搭售其他服务或产品；提供抽奖、回扣、馈赠实物、等销售理财产品；诱导投资者短期频繁操作；违规代客操作；恶意诋毁、贬低其他理财产品销售机构或者其他理财产品等 18 项。

此外，《办法》设置了实施过渡期：《办法》自 2021 年 6 月 27 日起施行。施行前的理财产品销售业务活动不符合相关要求的，理财公司与代理销售机构应当在本办法施行之日起 6 个月内完成整改。

二、互联网平台暂未获代销资质

在上述变化之外，《办法》在销售机构范围等方面的规定，亦受到市场关注。

在销售机构方面，《办法》指出，理财产品销售机构为：销售本公司发行理财产品的理财公司；接受理财公司委托销售其发行理财产品的代理销售机构，包括其他理财公司，商业银行、农村合作银行、村镇银行、农村信用合作社等吸收公众存款的银行业金融机构，以及银保监会规定的其他机构。

这意味着，互联网平台和其他专业机构暂时还无法获得代销资质。

值得注意的是，《办法》对理财产品销售行为进行界定，即面向投资者开展的以下部分或全部业务活动：以展示、介绍、比较单只或多只理财产品部分或全部特征信息并直接或间接提供认购、申购、赎回服务等方式宣传推介理财产品；提供单只或多只理财产品投资建议；为投资者办理理财产品认购、申购和赎回；银保监会认定的其他业务活动等。

按照上述界定，据《财经》记者了解，此前不少互联网金融平台均涉及理财产品的展示、投资建议等业务活动。对此，东吴证券银行首席分析师马祥云此前曾撰文指出，按照《办法》，互联网平台这种模式显然不合规。《财经》记者注意到，多家互金平台此前已相继下架银行理财产品。

不过，监管政策亦留有余地，明确了理财产品的销售机构也可以是“银保监会规定的其他机构”。有银行业人士据此指出，这意味着未来仍然有可能开启互联网销售渠道，但在当前互联网金融严监管的阶段暂时不可行。

“在理财公司刚刚起步、市场辨识度不高以及投资者教育还需加强等情况下，《办法》对理财产品代理销售机构范围的设定相对谨慎，没有进一步扩大代销机构范围，有助于维持理财产品销售制度的连续性和平稳性，也有助于投资者更好地辨别。”董希淼表示，《办法》还禁止向不特定社会公众销售私募理财产品，符合当前投资者接受度和投资习惯。

此外，《办法》对理财公司和代理销售机构分别提出机构和产品尽职调查要求。例如，针对理财公司一方，要求其对代理销售机构的条件要求、专业服务能力 and 风险管理水平等开展尽职调查，明确规定准入标准和程序、责任与义务、存续期管理、利益冲突防范机制、信息披露义务及退出机制。针对代理销售机构一方，要求对拟销售的理财产品开展尽职调查，承担审批职责，并纳入本机构统一专门名单管理，不得仅以理财公司相关产品资料或其出具意见作为审批依据。

该规定实际是源于《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》（即《资管新规》）中内容：金融机构代理销售资产管理产品，应当建立相应的内部审批和风险控制程序，对发行或者管理机构的信用状况、经营管理能力、市场投资能力、风险处置能力等开展尽职调查，要求发行或者管理机构提供详细的产品介绍、相关市场分析和风险收益测算报告，进行充分的信息验证和风险审查，确保代理销售的产品符合本意见规定并承担相应责任。

作者：张颖馨，严沁雯

来源：财经五月花微信公众号

<https://mp.weixin.qq.com/s/5lPeW159K5utqaEi9es22A>

接下来的半年，究竟是投股还是投债？



近日，由中国资产管理人论坛和苏宁金融研究院联合主办、上海金融与发展实验室承办的“资管人沙龙”在上海举行，中国首席经济学家论坛理事长连平，上海金融与发展实验室理事长、浙商银行首席经济学家殷剑峰，国海证券首席经济学家陈洪斌，红塔证券首席经济学家兼研究所所长李奇霖，摩根士丹利中国首席经济学家、董事总经理邢自强，广银理财筹备组专职副组长张瑞，恒丰银行金融市场部总经理白雨石等百名金融大咖与中小银行代表，围绕“十四五”开局之年中国经济形势及未来，资管业务的发展趋势与改革方向，展开了激烈交锋。

在本次沙龙上，国海证券首席经济学家陈洪斌发表了题为《2021 年宏观经济形势与大类资产配置展望》的主旨演讲。

以下为演讲实录：

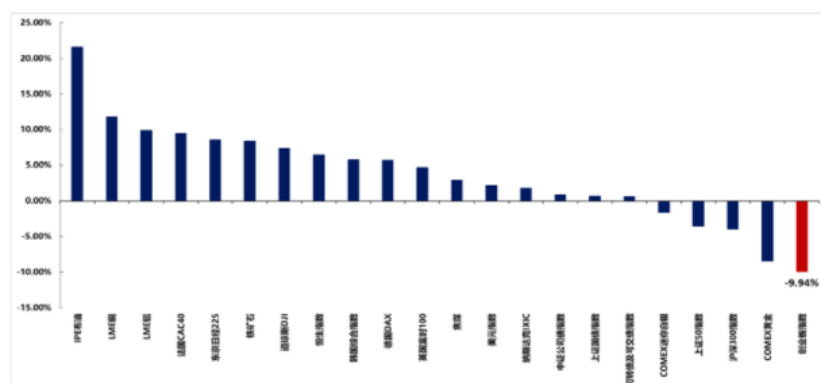
尊敬的各位领导，各位朋友，大家下午好！很高兴有机会和大家一起探讨对宏观经济发展趋势和对市场的一些看法。我今天做报告之前，殷剑峰理事长给我提出了一个命题要求，不能只谈宏观经济，要结合市场趋势和大类资产价值，因此我的报告里涉及一些资产价值数据，更偏市场策略一些。

主要包括三个部分内容：回顾一下全球市场，分析一下国内资本市场，研究一下国内周期和应对策略。

一、一季度全球市场回顾

下图展现了去年 2020 年全年的全球大类资产表现。表现最好的红色部分是中国创业板，去年最赚钱的是这类资产。第二是美国纳斯达克指数，继而是贵金属和新兴市场指数。去年这么好的年景，在全球也有资产是赔钱的，排名最后是原油，去年年初买原油到年尾赔钱最惨。

一季度全球资本市场表现



今年一季度，表现最好的资产是去年表现最差的原油，排在后面的是工业品、原材料和发达市场指数，一季度表现最差的资产是中国创业板、贵金属和新兴市场指数。之前市场有一些争议：对于一季度市场出现震荡和波动，有观点认为是股灾。到底是震荡波动还是股灾？在我看来都不是，而是一个比较重要的市场拐点，是由于宏观经济周期引发的。资产价格出现了180度大转弯，这说明市场已经在进行深刻的切换，这个切换过程是怎么来的？有三个因素值得注意：第一是美国长债利率作为一个重要的风向指标，在急速上行。美国各项经济指标出现快速反弹，失业率出现快速下降。背后原因便是第二个因素，即美国新冠疫情出现了历史性大拐点，我们甚至预计到三季度美国疫情将基本接近尾声。目前，美国疫苗接种人数达到两亿剂，越来越多的州也在今年开始解禁。

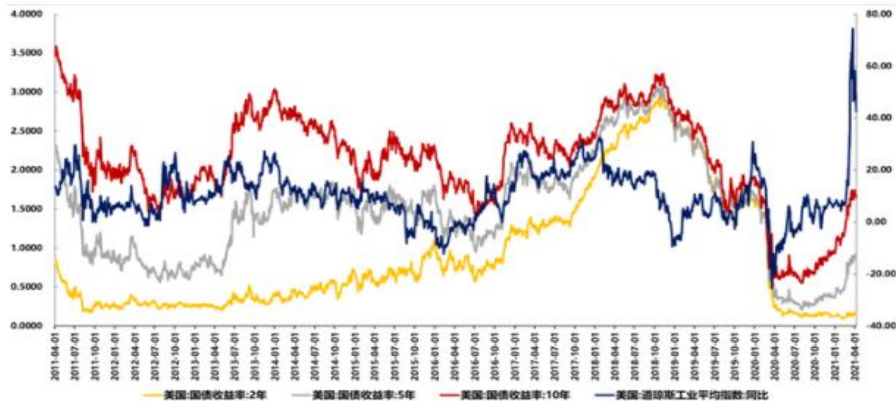
第三个因素是美国财税政策，尤其是1.9万亿美元刺激计划。过去一年里，美国为应对疫情，在去年3月份、12月份、今年3月份共出台三次财政刺激法案，对个人可支配收入增长有三次拉动。同时美国的个人储蓄率也在上升。个人可支配收入和个人储蓄率上升意味着什么？意味着有效需求增长了，可预期、稳定的经济向上趋势便是大概率事件。同时，通货膨胀已经在路上了，CPI连续几个月一直不断向上。而主要发达经济体（不仅仅是美国）的利率也都出现了急速上涨。我们统计了60多个经济体的长债利率都出现了上涨，实际上美国长债的利率涨幅不是最高的，它还没有达到疫情前的水平，很多经济体则已经达到了疫情前水平。

大宗商品价格也一直是维持高位，农产品、能源价格、黑色、有色都处于比较高的区间，继而引发再通胀抬头。

通胀抬头在大类资产表现和配置上，意味着要做标准的再通胀交易。对此，之前市场上还有分歧，有人认为长债利率上行对经济和股市有压制作用，但事实上这种观点与历史规律不符。

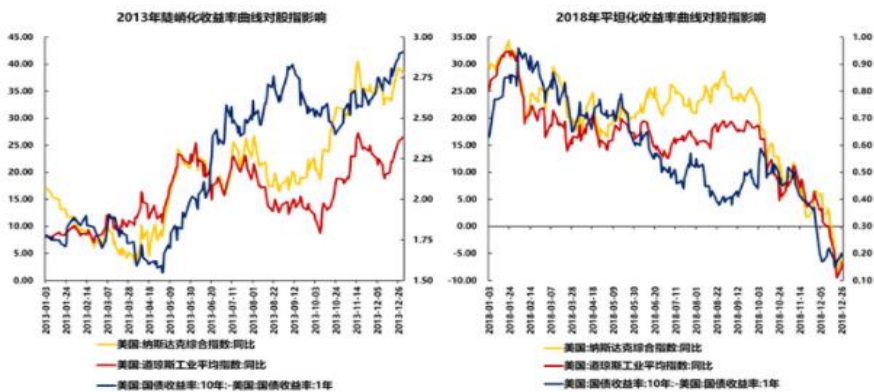
下图红色部分是美国十年期国债收益率，蓝色部分是美股指数（道琼斯指数同比）。可以看到，长债收益率与美股指数正相关。由此，再通胀交易应该怎么做？

美国国债利率与股指相关性



这里给大家展示一下，下图蓝色部分是期限利差，2013年，长债上行而短债没有动，期限利差走阔，对经济、股市有向上牵引作用；但2018年利率曲线平坦化，对经济和股市出现明确的压制作用。今年以来利率曲线陡峭化，对经济和股市应该有拉动作用。对于资产价格、股市有何具体影响？2月份以来，美股表现最好的是能源、工业、通讯、金融、保险、地产等顺周期品种。去年表现最好的纳斯达克则在今年一季度表现不太尽如人意。

美国收益率曲线斜率对股指的影响



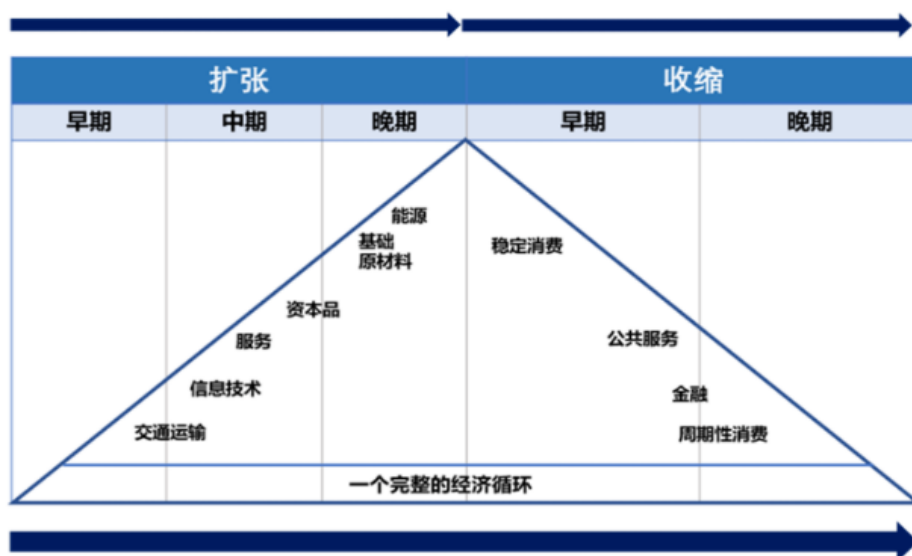
二、国内资本市场分析

接下来看国内。春节以后的A股中，表现最好的是顺周期板块，表现较差的是之前的核心抱团资产。具体看，2月8日，整体股票指数、白酒、生物医药、医疗等核心资产出现暴跌，看上去像是股灾，可是顺周期板块的钢铁、电力、建筑等，在同一天却出现快速上涨。从个股来看，绝大多数顺周期标的都出现快速上涨。

很多机构没有预测到这样的调整，有的机构持仓遭受了20%、30%的净值损失。我认为这多少有一些不应该，因为这样的切换是标准的顺周期切换。下图是一个老旧的美林时钟模型，在我电脑里有十多年了：当前的经济处于向上区间，利率在上行，同时一些估值驱动板块也开始被压制，资本品、基础原材料、能源

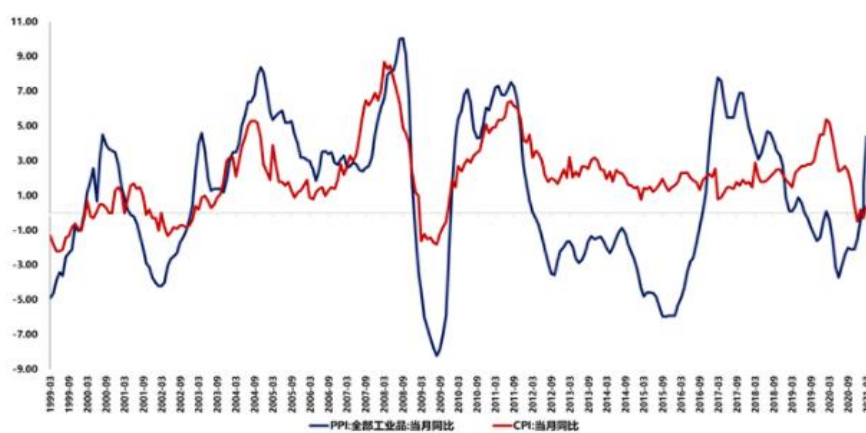
等顺周期标的开始崛起。原理很简单，我们知道高估值板块主要是返还未来的现金流。顺周期板块则是：一旦遇到经济上行周期（尤其是利率上行时），就会提供快速回报。因此，5年后给你十块钱（估值驱动板块），和现在马上给你6块（顺周期板块），你会如何选择？会选马上拿到6块钱。这是确定性战胜了不确定性。

美林时钟：确定性战胜不确定

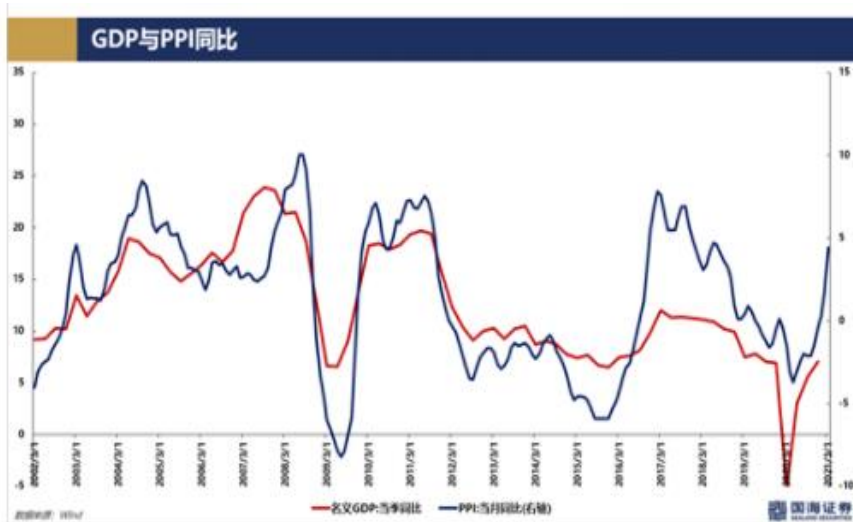


对于我们机构来说，如何看待衡量宏观经济的指标？我认为，PPI 是一个非常重要的指标。中国历史上每次 PPI 穿越 CPI，就意味着应该做顺周期交易了，顺周期交易中要注意两点：第一是股票板块切换，第二是债券防风险。

财政政策周期对通胀指标的影响



历史上，每一次 PPI 穿越 CPI 后，债券就会出现风险。例如 2016 年的债灾，就是在 PPI 穿越 CPI 之后两、三个月以后发生的。我们在日常做交易时，便把 PPI 看作是一个顺周期指数（背后是钢铁、煤炭、水泥、石油、化工、有色、黑色、上下游价格）。因为 GDP 同比与 PPI 同比相关性太强了。

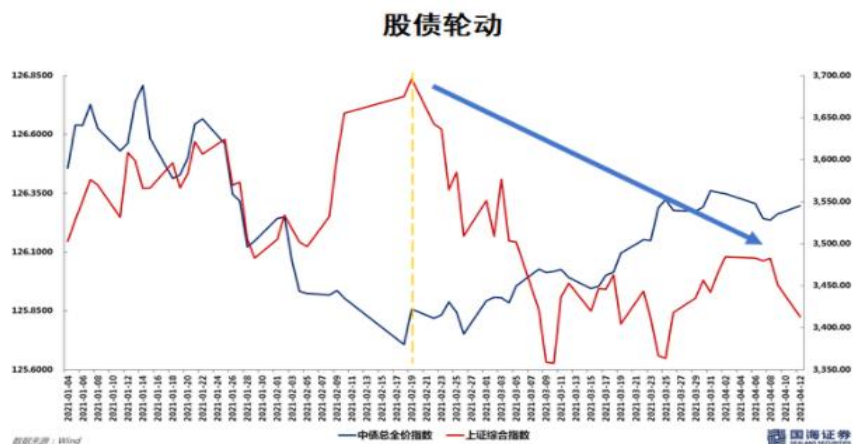


在此背景下，债券市场怎么配置和交易？PPI 与十年期国债收益率也呈现非常直观的同频震动。当然，还有一个指标是关于货币供应的，也就是当 M1 穿越 M2，是顺周期开启最重要的信号，股债市场也会发生切换。

三、国内周期研判与应对策略

第三部分比较重要，也是大家比较关心的，即二、三季度如何具体地进行配置和交易。

首先解决第一个问题，即股债如何轮动。下图中红色部分是一季度股票表现，蓝色部分是债券表现。在 2 月中旬之前，中国大类资产表现与全球一致，股强债弱。2 月中旬后，大类资产走出了“中国特色”，独立于全球，债强股弱。如何判断这个问题？回答好这个问题，大家对于理解今年总体经济和大类资产变化，便可一目了然了。

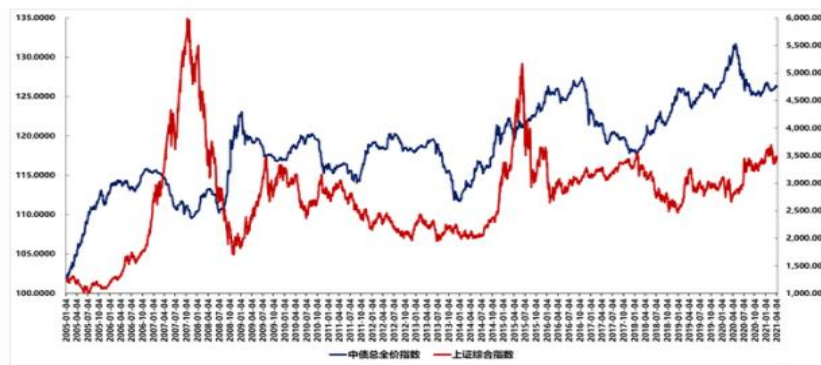


回顾过去 20 年中国大类资产复合增长率表现，可以发现，表现比较好的是房地产。人们都关心投资股票和债券表现如何，事实上，上证综指在 20 年间年化上涨 3%，债券则年化上涨 4%。这样的收益，别说资产增值，就连保值也做不到。因为这样的收益没有跑赢通胀，也没有跑赢五年定期存款收益率。因而从表面来看，中国的股票或债券似乎不是一个很好的投资品种。但是未来 20 年，情

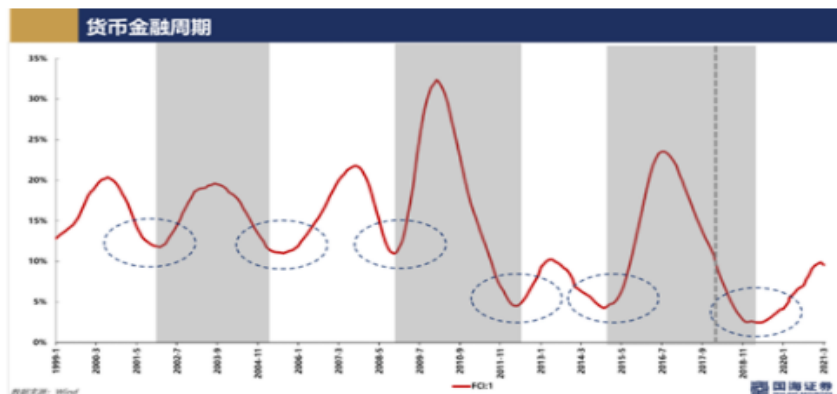
况可能反转。首先，大家很可能认同的一个观点是，房地产不再是表现最好的资产，因为它的估值对应任何工业化国家都已经太高了，现金流已经撑不住如此高的估值了。

其次，过去 20 年股债真的不值得投资吗？并非如此。具体来看，过去 20 年中国股债表现出了极具“中国特色”的交互关系。其他国家很难出现这种规律，为什么？因为这种切换需要像中国这样，货币和财政政策保持严格的纪律性，该松一定松，该紧一定要紧。而对于美国这样的经济体，很多情况下宽松的财政政策涉及到直接给居民发钱，待到政策收紧时，这些流动性是很难有效收回的。

股债轮动



面对如此规律的切换，我们如何做投资？去年我在外面演讲 100 多场，每次都会说，我们 2020 年全年的策略就是把股票从头做到尾，其他资产都不拿，就是拿股票，往常不敢买的股票，都可以开始持有了。因为根据前面提到的切换规律，2020 年股票存在比较确定的上涨趋势。而 2018 年，我们管理组合 1000 多亿元，里面一张股票没有，只拿长债（不是十年期就是三十年期）。为什么？2018 年整个股票在最高点，后续肯定会下跌，这个逻辑很简单。但是想严格遵循这种规律，并在每日交易中进行相应操作的难度是很大的。怎么判断？就要去关注中国的货币金融周期波动。过去 22 年，中国出现了 7 个货币金融周期，货币金融周期中，左侧做股票，右侧做债券，也即上升做股票，下降做债券。



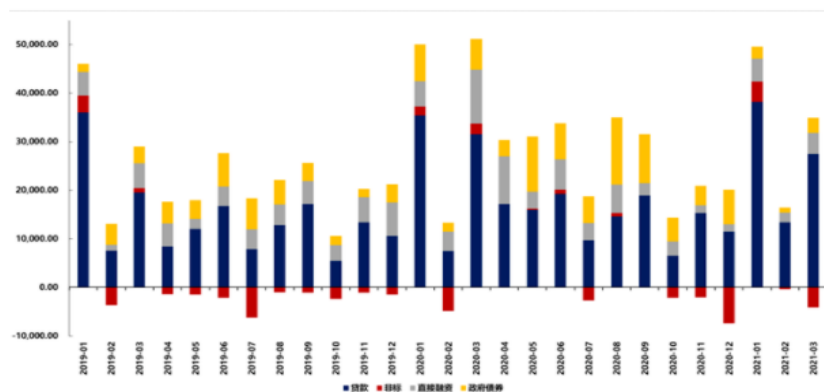
如何捕获货币金融周期？重点是财政周期。下图中红色线是我们计算的财政指标 FPL1（财政周期）。过去 25 年，我们的财政政策表述都是“积极的”，但

事实上不同阶段的财政政策力度差距巨大，所以需要定量表述。财政指标对于交易有什么指导作用？下图中蓝色是股票指数，我们发现 FPI1 与股票之间相关性接近 91%。有很多机构认为股票大盘不能预测，但是我们结合实际工作，认为股票大盘相对来说是可以预测的，其中的重点就是预测国家财政政策。例如，下图中的红圈中，显示 1 月份监测到国家财政指标出现断崖式下跌，监测到这个指标后，我让研究员反复确认，因为出现这样的趋势，意味着我们要进行股票紧急减仓了。我们后来看到，股票市场确实也出现了变动，这个指标也没有让我们失望过。



财政指标可以从社融数据中来挖掘，下图中黄色部分是政府融资，2020 年这个黄色部分与 2019 年相比明显更高，去年财政政策发力特别积极，这种条件下就知道 2020 年可以只做股票，而不是债券，因为财政政策是股票的朋友，是债券的天敌。因为，政府增加融资把无风险收益抬高，投资的时候又把经济拉起来，都是利空债券。今年以来，黄色部分的政府融资几乎没有了，跌到历史历年最低点，这种情况下股票确实会出现一定波动，而债券则会出现行情，为什么？这与货币政策无关（事实上货币政策也没有变化），而是财政政策。一季度以来政府债券发行很少，但大行、大保险公司一直存在刚性配置需求，供需关系导致债券上涨，长债收益率下行。

股票-，债券+



过去 25 年，财政政策存在四个比较大的周期，分别是 1998 年、2006 年-2007 年、2008 年-2009 年、2016 年-2017 年。其中，1998 年是亚洲金融危机，2008 年-2009 年是全球金融危机。按照这个周期进行估算，下一个财政周期就是 2021 年春天，但事实上为什么没有？原因一是去年新冠疫情下财政政策被迫提前，二是经济增速太快了。

去年中央经济工作会议中，对总量政策问题进行了阐述，可以看出是比较积极的。今年两会宏观政策表述则与去年中央经济工作会议发生了明显转变，总量政策部分多了 12 个字：定向调控、精准调控、相继调控。这表明总量政策更偏中性。同时，两会中总量政策对支出项的表述也很少，仅留下减税降费和民生保障等内容。最后一点关于货币政策，两会与中央经济工作会议没有任何改变，所以不用担心货币政策不会太大变动。

总结来看，中国的整体政策非常稳健，主要是财政政策发生了转变。一方面，一季度经济表征增速很快，若叠加财政支出，就会出现顺周期调整。另一方面，财政政策不仅要遵循逆周期，也要体现长期性。

这种政策背景下，我们的策略如何调整？整体来说，在一个经济顺周期向上过程中，债券风险是不断集聚的。但是由于今年货币政策不动，财政政策不发力，今年若遇到利率高点，我们认为交易是没有问题的。不过需要注意的是，风险有可能会发生在四季度，与 2016 年类似。财政政策在今年年中发力的概率比较小，所以股票市场在二三季度可能会偏弱。但是由于今年年底到明年年初的财政政策很可能会重新发力，因而股票市场在年内会有高点，遇到低点可以适当进行配置。

以上是我的一些不太成熟的观点，不当之处请大家多多批评指正。谢谢！

作者：陈洪斌 国海证券

来源：苏宁金融研究院微信公众号

<https://mp.weixin.qq.com/s/Gu53Ajrqu7wBuqgUllqFJQ>

低利率环境下巴菲特最看好的资产是什么

美国东部时间 5 月 1 日下午 1 点 30 分，北京时间 5 月 2 日凌晨 1 点 30 分，伯克希尔-哈撒韦 2021 年度股东大会在美国加州洛杉矶开幕。受疫情影响，本次股东大会继续在线上举行。备受瞩目的巴菲特股东大会首次在奥马哈市以外的地方举行。巴菲特的老搭档——97 岁的芒格在股东大会上“回归”，二人再度并肩回答投资者提问。伯克希尔副董事长阿吉特·贾恩和格雷格·阿贝尔也出席了会议。



伯克希尔-哈撒韦公司披露今年第一季度财报显示，受保险、运输、公用事业、零售和制造业等行业在经济重新开放之际出现复苏迹象提振，公司当季营收645.99亿美元，净利润为117.11亿美元（2020年一季度为亏损497.46亿美元），其中投资和衍生品净收益46.93亿美元（2020年一季度为亏损556.17亿美元），营业净收入70.18亿美元（2020年一季度为58.71亿美元）。营业净收入中，保险承保7.64亿美元，保险投资收益12.08亿美元，铁路公路事业和能源收入19.54亿美元。

Earnings of Berkshire Hathaway Inc. and its consolidated subsidiaries for the first quarters of 2021 and 2020 are summarized below. Earnings are stated on an after-tax basis. (Dollar amounts are in millions, except for per share amounts).

	First Quarter	
	2021	2020
Net earnings (loss) attributable to Berkshire shareholders	\$ 11,711	\$ (49,746)
Net earnings (loss) includes:		
Investment and derivative gains (losses)	4,693	(55,617)
Operating earnings	7,018	5,871
Net earnings (loss) attributable to Berkshire shareholders	<u>\$ 11,711</u>	<u>\$ (49,746)</u>
Net earnings (loss) per average equivalent Class A Share	\$ 7,638	\$ (30,653)
Net earnings (loss) per average equivalent Class B Share	\$ 5.09	\$ (20.44)
Average equivalent Class A shares outstanding	1,533,284	1,622,889
Average equivalent Class B shares outstanding	2,299,925,502	2,434,333,367

2021年以来，伯克希尔-哈撒韦股价涨幅累计达到18.6%，一季度，伯克希尔-哈撒韦以66亿美元用于回购其A类和B类普通股；截至2021年3月31日，公司持有保险浮存金（根据保险合同承担的净负债）为约1400亿美元，自2020年底以来增加了约20亿美元。

巴菲特认为，当前全球20个市值最大的上市企业中前6个中有5家是美国公司，因此美国环境依然利好，他依然喜欢美国公司。当投资者询问长期持有股票还是实现多元化投资组合时，芒格说，对长期投资者来说，持有伯克希尔等于持股多元化。

一、对航空股、银行股保持谨慎

巴菲特介绍公司第一季度财报时表示，营业利润反应公司本身表现，超过70亿元是很有意义的数字；而股市投资组合容易受到市场影响，如去年一季度受股

市影响伯克希尔-哈撒韦投资收益为巨额亏损（-556.17 亿元）。巴菲特认为，当前不同经济领域的企业均在复苏，但是也存在一些行业问题，如国际旅行并未企稳。因此，伯克希尔-哈撒韦公司抛售了其持有的美国四大航空公司：美国航空、达美航空、西南航空和联合航空的大量股份，这些公司在 2019 年 12 月的价值约为 40 亿美元。

有投资者当场以巴菲特名言“别人恐惧时我贪婪，别人贪婪时我恐惧。”询问巴菲特，在疫情之中抛售航空股，是否等于在别人恐惧时也选择了恐惧？巴菲特回应称，国际旅行暂时一去不复返，不过伯克希尔-哈撒韦只卖出了 1% 的部分——其拥有的业务价值约 7000 亿美元，且航空业不是其投资组合中的重要成分。而美国政府与美联储的相关政策救助对其正在起作用。

巴菲特和芒格认为，2020 年的疫情改变了形势，货币基金出现挤兑，这或许是 2009 年 9 月的重演。但美联储 3 月 23 日的无限量宽松将前一天还不能出售债券的市场变成了任何公司都可以出售债券的市场，就像一部电影一样非常不同凡响，看到了很多奇怪的事情。当前 85% 的经济都在高速运转，虽然也带来了通货膨胀。巴菲特对美联储和财政部举措给予高度评价，但芒格同时给予现代货币理论（MMT）提出批评，认为其过于自信，如果实施，财政向央行透支没有任何限制，将会带来一场灾难。

巴菲特说，伯克希尔必须确保在任何状况下都有自有资金，不能想着依赖政府和银行等其他机构借钱，也没有办法在这个疯狂环境下作任何太大投资，出手几十亿、几百亿都要谨慎。

“未来还会有更奇怪的事情发生的。这一年就加强了我们的这一个看法。”巴菲特说，这种情况下，其基本原则是不让投资人失望，确保伯克希尔在未来 50 到 100 年中，组织的方方面面不能让大家失望。

财报显示，伯克希尔·哈撒韦公司一季度末现金储备为 1454 亿美元（约合 9500 亿元人民币），2020 年底的现金储备为 1383 亿美元，增长了约 5%。对于为何没有把手上的现金进行更大的收购，巴菲特回答称，公司手上的现金大概是公司估值的 15% 左右，这个占比还是比较健康的，预计之后的数字会慢慢降低。芒格也回应称，每个人期待公司做不理智的投资，但是公司真的没有办法在这个疯狂环境下做任何太大投资。

除了航空股，巴菲特持谨慎态度的还包括银行股。他在股东会上表态，虽然自己仍然钟爱银行股，但美国银行股在伯克希尔的持仓组合中占比不会超过 10%。“我不愿持有更高比例的银行股，所以去年卖出了一些。”

今年一季度抛售航空股和银行股之后，伯克希尔-哈撒韦在股票市场上进行回购。谈及公司创纪录的股票回购规模，芒格表示，股票回购举措对现有股东有利，“如果仅为股价涨得更高而回购股票，那是非常不道德的。但若因为这是符

合现有股东利益的公平举措而进行回购，那么就不是一种不道德的行为。”

二、依然看好保险公司模式

巴菲特一直看好保险公司，认为其浮存金可看作投资无成本的可用资本。但由于 2020 年新冠肺炎疫情的因素，负债和股东权益方面，伯克希尔-哈撒韦旗下保险公司出现承保的损失。根据其一季度资产负债表，其未付损失和损失调整费用 80961 美元，比 2020 年末有的 79854 美元有所上升。

贾恩认为，保险时限性让理赔可以延长两年，因此理赔数量增多。巴菲特认为，大保险公司还是会在利润率上保持领先地位，“Pacific 确实做的更好，但是在做品牌上，比如说管理支出，我们真的比 Pacific 做得更好，在整个行业都是翘楚。”

BERKSHIRE HATHAWAY INC. and Subsidiaries CONSOLIDATED BALANCE SHEETS (dollars in millions)		
	March 31, 2021 (Unaudited)	December 31, 2020
LIABILITIES AND SHAREHOLDERS' EQUITY		
Insurance and Other:		
Unpaid losses and loss adjustment expenses	\$ 80,961	\$ 79,854
Unpaid losses and loss adjustment expenses under retroactive reinsurance contracts	40,685	40,966
Unearned premiums	23,756	21,395
Life, annuity and health insurance benefits	21,709	21,616
Other policyholder liabilities	8,486	8,670
Accounts payable, accruals and other liabilities	28,486	29,279
Payable for purchase of short-term investments in U.S. Treasury Bills	4,084	—
Derivative contract liabilities	577	1,065
Aircraft repurchase liabilities and unearned lease revenues	5,717	5,856
Notes payable and other borrowings	39,556	41,522
	<u>254,017</u>	<u>250,223</u>

三、低利率环境下看好消费类高科技行业

去年伯克希尔出售了部分苹果股票，但由于回购了自家股票，令股东所持有的苹果比例不降反升。巴菲特表示，其现在持有苹果公司的股份占总股本的 5.3%，是很安全的水平，而且持仓远超其他行业企业。他和芒格都表示非常认可苹果的管理层、品牌和产品。

巴菲特表示，消费者的认可是其投资苹果的基本理解和判断。另外也会基于基本面，将苹果股价和利率作比较；目前低利率环境下，没有什么债券能有苹果、谷歌这样公司的盈利水平。因此，当前美国新科技行业领先于世界，值得投资。

“利率对于资产价值的作用就像地球引力对于其他物体的作用一样。”巴菲特打趣说，短期国库券等无风险资产利率下降很多，这是衡量其他价值的标杆。“如我若能把地心引力减少 80%，我就能参加东京奥运会的跳远比赛了。”

当前美国大规模财政刺激的同时，遵循接近零利率的货币政策，导致了股票上涨，商业繁荣，这种情况下，“梦想中最好的投资是轻资本、高回报的业务模式，但像亚马逊、苹果公司等可选择的标的越来越少。美国大部分公司都没有这么高的回报率。”巴菲特说，不过，投资不仅仅是选择一个好赛道，选择伟大的公司比仅仅选择一个有前途的行业要复杂得多。

“低利率催化了整个股票的估值飙升，让那些投资于市场的人有机会创造财富。”芒格说，“与我们这一代人相比，千禧一代会有大把的好时光能够赚到钱。”

因此，正在崛起的这一代人中的富人和穷人之间的差异将会小得多。”

股东大会上，巴菲特回避加密货币问题，开玩笑说如果批评，他会激怒比特币的持有者。芒格则直言厌恶比特币近期上涨，说问他这个问题就如向公牛挥舞红布的效果一样，并且用了非常犀利的语言说，不喜欢这种虚拟货币来绑架我们现有的货币系统。比特币就好像一种凭空生出的金融产品，这样的资产令人反感，与人类文明利益背道而驰。巴菲特和芒格对待加密货币的看法并没有丝毫改变。

同样，对于近期资本市场特别火热的 SPAC（特殊目的收购公司），巴菲特和芒格认为，SPAC 是一种“容易钱”（easy money），是费用驱动式收购，几乎可以卖任何东西，这是一种利用别人的钱来赌博的赌性极强的羞耻行为。

四、将继续投输电网基础设施助力碳减排

巴菲特在股东大会前号召股东对部分机构股东关于气候变化的提案投反对票。倡议提案的机构股东包括美国最大公共养老金 CalPERS（加州公共退休系统等）。

芒格表示，伯克希尔公司在商业基础设施上的投资很大，高于其他公司。之前也在考虑关闭煤电电厂，但是需要有足够多的其他能源的来源，才可以关闭煤电。“对于很多质疑的人，我可以说不读我们的财报”。

“2007 年我们已经提出气候变化是个威胁，当时提到了创新以及如何设立合理目标，之后我们都围绕‘去碳化’开展。”曾经担任伯克希尔能源业务主管的现任副董事长格雷格·阿贝尔表示，伯克希尔已经宣布要在输电网基础设施上投入 180 亿美元，目前已投入了 50 亿美元，其余 130 亿会在未来的几年投入。2020 年已经关闭 16 座火电厂，到 2030 年还会关 16 座，2050 年以前可以关闭所有烧煤的火电厂。

巴菲特引用凯恩斯 1936 年著作中的话：“投机者可能不会对一个稳定的企业造成损害。但当企业成为投机漩涡上的泡沫时，情况就严重了。当一个国家的资本发展成为赌场的副产品时，这项工作很可能做得很差。”

来源：中国财富管理 50 人论坛微信公众号

<https://mp.weixin.qq.com/s/frfW9L1QwfpGDRfD2fedxg>

当前股票配置应布局哪些赛道？

汇添富基金副总经理、首席投资官袁建军在中国财富管理 50 人论坛（CWM50）举办的“全球通胀环境变化对金融市场的影响及投资策略应对”双周闭门研讨会上作专题发言表示，美联储超宽松政策刺激显示其对通胀容忍度较高，未来收紧货币政策对市场冲击较为温和。国内 PPI 见顶回落，内生性通胀压力不大。对于股票市场而言，下半年或将以震荡为主。在资产配置方面应重视市

场结构性机会，中盘成长风格有望继续领跑，北上资金积极布局中国制造业转型升级，可布局“长坡厚雪”、高速成长的赛道，消费升级、医药医疗、高端制造和科技创新等四大方向仍会孕育巨大投资机会。

此次全球通胀主要源于本轮全球货币和财政刺激力度史无前例。

疫情冲击下，联储货币大放水，M2 增速在今年 2 月攀升至历史高位的 27%，同时联储快速扩表 4 万亿美元，超过 2008 年 3 轮 QE 扩表总和。同时，联储购买国债是财政刺激资金的重要来源，美国实际上已经在践行 MMT（现代货币理论）。美国财政政策也明显发力，联邦政府负债率已经攀升至二战以来的新高。去年美国自然年度财政赤字率达到 16% 左右，创下 1980 年以来新高。

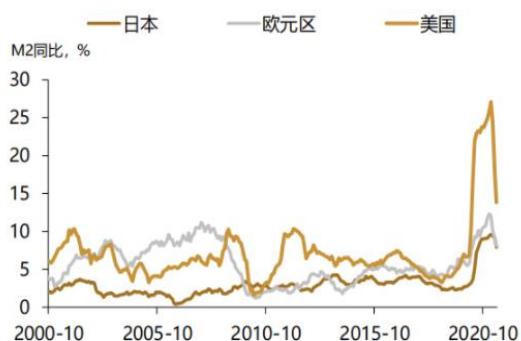


图1：主要发达国家M2增速创历史新高

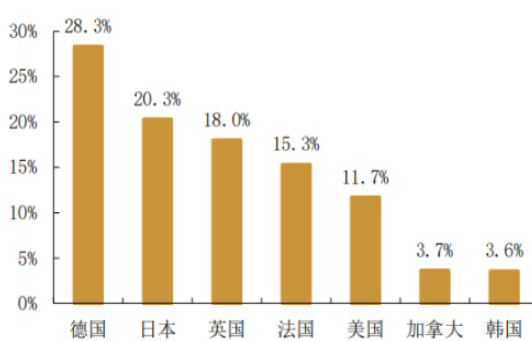


图2：2020年财政刺激占2019年GDP比重

美国政商界对 2008 年金融危机经验教训的主流观点是认为当时的刺激力度不够，宽松退出偏早。2021 年 2 月美国财长耶伦表示“做太少的代价要比大刀阔斧的代价高得多。从长远角度来看，大规模经济刺激计划带来的好处将远远超过（我们因该计划而付出的）代价”。因此，本轮刺激力度要明显超过 2008 金融危机时期，并且在通胀超预期的情况下，美联储依然不着急退出宽松。

	2008年金融危机	2020年新冠疫情冲击
货币政策目标	关注通胀和就业。	更加关注就业，对通胀容忍度提升。
联邦基金目标利率	从2008年初的3.5%，不断下调至2008年12月的0.25%。	快速下降，在2020年三月将利率直接从1.75%降至0.25%。
资产负债表规模	2008年至2013年，联储经历了3轮QE，合计扩表3.5万亿美元左右。	从2020年3月以来联储扩表了4万亿美元。
M2增速	2009年1月达到高点10.3%。	2021年2月M2同比达到历史高位的21%。
财政赤字	2009年预算赤字9.9%。	2020-2021 美国预算赤字分别为14.9%、16.7%。

图3：本轮联储宽松与2008年宽松的比较

一、美联储对通胀的容忍度远超预期

美联储货币政策框架随着时间演变。鲍威尔上台后，对货币政策框架进行了修改，货币政策对经济的关注度提升，并提出平均通胀目标制，在货币政策目标中通胀的优先级靠后。这与金融危机之前优先考虑通胀是不同的。因为货币政策框架的改变，这使得美国通胀远超预期，美联储对通胀的容忍度也远超预期。

时间	货币政策框架	货币政策工具	货币政策最终目标
1970年至1979年	--	联邦基金利率	通胀
1980年至1990年	货币数量论	M1	通胀
1990年至2007年	泰勒规则	联邦基金利率	通胀、就业
2008至2013：伯南克规则	修正泰勒规则	QE+联邦基金利率	伯南克对泰勒规则作出了修正，对产出赋予更高的权重。
2014至2018：耶伦规则	修正泰勒规则	QE+联邦基金利率	耶伦上任后更加关心失业率与劳动力参与率。
2020年以来	修正泰勒规则	QE+联邦基金利率	采取平均通胀目标制。对通胀的容忍度超预期

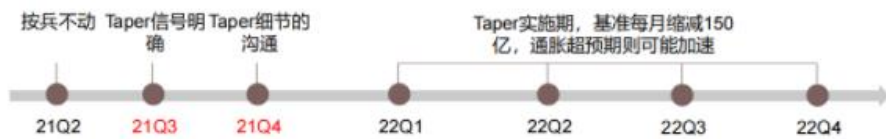
图4：美联储货币政策框架演变

当前，疫苗接种范围扩大，主要发达国家将在下半年实现全民免疫，经济恢复程度将继续改善。全球需求有支撑，叠加劳动力供给紧缺，未来通胀依然有上升压力。美联储关心的核心 PCE 同比指标在 5 月回升至了 3.4%，创下 1992 年以来的新高。另外，劳动力市场存在供需缺口，也将为后续通胀提供支撑。最后，通胀预期回升，并且有自身加强的趋势。

二、如果美国不能平稳退出 MMT，可能引发全球系统性金融风险

但因为美国经济在恢复，货币政策最终还是要往收缩的方向走。这主要是考虑就业数据向好对货币政策影响。随着疫苗注射的持续推进，7 月美国大部分州将重启，同时有部分州失业保险已经到期，预计 7 月和 8 月非农数据（分别于 8 月初和 9 月初公布）将迎来强劲修复，接近美联储重大进展。

6 月美联储议息会议释放偏鹰派的信号，美联储预计将在 2023 年加息，而 3 月的议息会议则是 2023 年之前都不会加息。当前货币政策紧盯就业，按照现在疫情控制的节奏，如果不出意外，若德尔塔病毒有二次冲击，周期会延缓。如果没有二次冲击，我们预测到 5 月份恢复到疫情前的就业情况，货币政策必然要收缩实施 Taper，甚至在此之前可能就要开始跟市场沟通和讨论。



重要会议	美联储可能的措辞变动
7月28日议息会议	与6月议息会议总体变动不大，美联储仍然强调距离重大进展有距离
8月26日杰克逊霍尔会议	鲍威尔承认劳动力市场取得进步，接近重大进展
9月22日议息会议	公布最新经济预测与点阵图，美联储承认取得重大进展，释放Taper信号
11月3日议息会议	美联储确定后续缩减QE规模，确定2022年初缩减QE
12月15日议息会议	公布最新经济预测与点阵图，延续11月议息会议主要内容，同时缩减结束前不会加息

图5：美联储议息会议措辞变动

相比于 2013 年 5 月 22 日伯南克在听证会透露在未来的几次会议上将讨论缩减 QE，美债利率明显抬升，资金从新兴市场回流，股市和汇率均出现明显回调，本次收紧对市场冲击较为温和。首先，因为预期引导做的更充分，2013 年 5 月之所以冲击比较大，是因为但是宣布 Taper 是超预期的。鲍威尔表示，未来在改变资产购买计划之前会提前通知。其次，市场具有学习效应，从已经经历过一轮 Taper 中汲取经验教训。

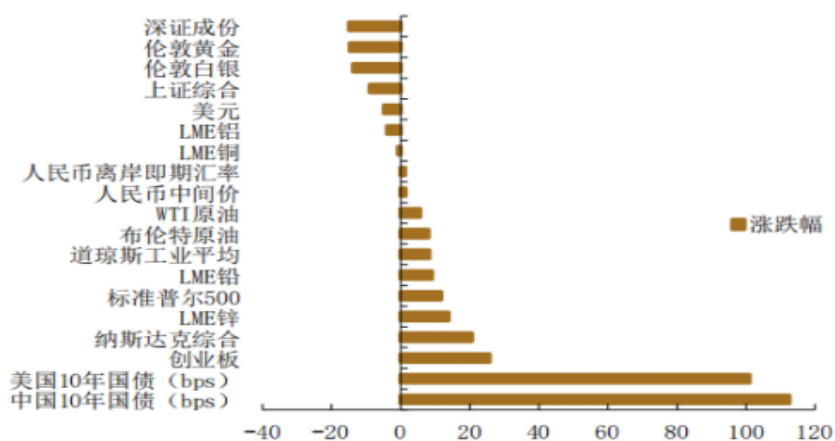


图6：Taper时期（2013年5月至12月）大类资产表现



图7：2014年联储压缩购债规模的节奏

未来，美国退出宽松，并导致美国利率上升，这可能给全球经济系统带来风险。因为这会增加债务负担，引发新兴市场资本外流，导致新兴市场乃至全球金融危机。如 20 世纪 70 年代的末期美国采取紧缩政策，造成了大量国际资本从拉美向美国回流，最终引爆了 1980 年代的拉美债务危机。1997 年亚洲金融危机，也是被美国收紧货币政策导致。

三、年初以来中国宏观经济表现处于舒适区

美国政策变化对全球新兴市场带来的风险值得担心。若美国这一次做到了非常完美有节奏的退出，对股市没有造成负面影响，甚至不排除中美的利差倒挂。但如果美国的通胀温和持续，美国十年期国债持续上升，就像 20 世纪 50 年代—60 年代，美国十年期国债从 1.5%持续十年时间上升到 2.5%，利率持续上升或会

带来另外一个风险。

对于中国经济而言，中美十年期国债利差长期在 80 个 BP 左右才是相对比较舒适的位置，但如果美国的通胀一路温和的上行，中国有可能会面临人民币贬值压力及金融市场的压力。数据显示，截至 2021 年 3 月，境外机构和个人持有境内人民币金融资产情况中，持有股票 33613.65 亿元，债券 36520.97 亿元。

对于宏观经济而言，年初以来我国宏观经济处于舒适区。截至 5 月末，工业增加值和服务业生产指数复合增速均达 6.6% 的水平，恢复至疫情前的状态，企业利润复合增速保持高增。城镇调查失业率和 CPI 优于政府工作报告的目标。在低基数的影响下，预计全年 GDP 同比增速达到 9%~10% 的水平，远高于政府工作报告 6% 以上的目标。整体体现为相对温和和良性的恢复。

房地产和出口将有下行压力。但经济不会有大的下行风险，下半年政府债券发行量将会增加，基建投资有一定支撑，而制造业也会滞后于盈利回升而温和上升，消费继续缓慢恢复。2021 年 Q1GDP 同比增长 18.3% (两年复合增速为 5%)，预计 2021Q2—2021Q4 实际 GDP 增速分别为 9.2% (两年复合 6.1%)、6.7% (两年复合 5.8%) 和 4.9% (两年复合 5.7%)。

整体而言，国内还是一个稳货币+结构性紧信用的状态，社融增速将在下半年保持在阶段性偏低水平震荡，结构性紧信用将延续，去杠杆的主要对象是房地产和政府平台。而对于企业融资(例如中长期贷款)等的支持力度预计仍将维持。流动性会继续保持平稳。央媒近期表态，不要低估央行维持流动性合理充裕的决心，以及 6 月下旬央行加大投放维持跨半年资金面的稳定。因而对于下半年政府债券发行放量，央行预计也会有对冲措施。

四、资产配置方面应重视市场结构性机会

股票市场而言，2020 年偏股型的公募基金一年翻了一倍，2020 年底规模超过了 5 万亿，考虑到赎回，公募基金管理的偏股规模新增的份额约 1.6 万亿。老百姓通过公募基金理财产品大举进入股市，这种现象在 2006、2007 年发生过。当时公募基金的发行是通道制，股票型公募基金出现了秒杀的状态。2020 年有 40 个超过 100 亿规模以上的基金，即 40 个爆款。

这是核心资产提估值的过程，涨幅在 2021 年春节以后戛然而止，春节以后核心资产大幅下跌，公募基金的发行规模迅速下降。其背后原因在于中国股市一个重大特点是缺少长期资金，资本形成短期化现象明显。这是典型新兴市场的特征，高波动，高换手，缺乏稳定的负债来源。因此我国股市健康发展的一项重要任务是吸引中长期资金入市。

在此背景下，对于权益市场而言，当前 A 股市场经过一轮调整后，整体估值不高，系统性风险不大。主要指数 PE 中位数处于 55~80 区间。从股债收益差的角度，中证 500 性价比相对更高，沪深 300 的估值调整时间和空间还不够。

目前机构增量资金入市趋缓，市场从“增量涌入”到“存量博弈”，预计下半年市场震荡为主。二季度以来居民配置基金的热情降温，新发基金规模下降。2020年权益基金大爆发，全年新发行达到了2万亿，今年Q1新发行近1万亿。但二季度以来居民配置股市的热情降温，4月开始单月发行份额维持在千亿以下，Q2仅发行2650亿。同时，年初以来长线稳健的保险资金出现减仓。去年险资加仓超过5000亿元，但1—5月合计仍减仓201亿元。从三大机构持股占比来看，基金、险资、外资持股比例均出现下滑。相比20Q4，21Q1（最新数据）公募、保险、外资三类机构投资者占流通市值比例分别下滑0.04%、0.16%和0.05%，较过去几年占比明显趋缓。



图8：公募基金发行规模与保险余额变动情况（季度）

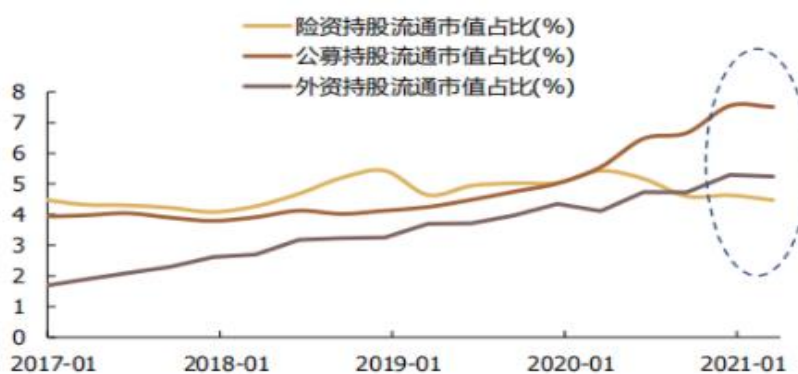


图9：险资、外资持股占比增速明显放缓

因此，在资产配置方面应重视市场结构性机会，下半年中盘成长可能更容易获得超额收益率。2020年公募基金二八分化显著，大盘成长显著跑赢。今年这一正向循环逻辑停止。去年增量资金涌入的背景下，A股市场呈现“二八分化”的格局，即茅指数成分为代表的“核心资产”大幅跑赢中小盘股，前30大主动偏股基金经理管理规模占比已上升至41%。但今年以来公募基金发行明显放缓，去年正向循环逻辑被一定程度打断。

同时，今年私募和散户资金流入的边际动力更强。私募规模持续扩张，两融余额再创新高。私募基金规模也稳步提升至5月底4.83万亿元，相比去年同期几乎翻倍。截至6月29日，两融余额已经达到1.78万亿，不断刷新2015年5

月以来的历史新高，年初至今两融净流入达到 1580 亿元。

经济复苏后半段，中盘股、成长板块盈利弹性更大。经济复苏后期中小票盈利增速更高、业绩弹性更大，如类比 2010 年、2017 年以及当下，在经济复苏趋缓的背景下，高增长个股更加受益。

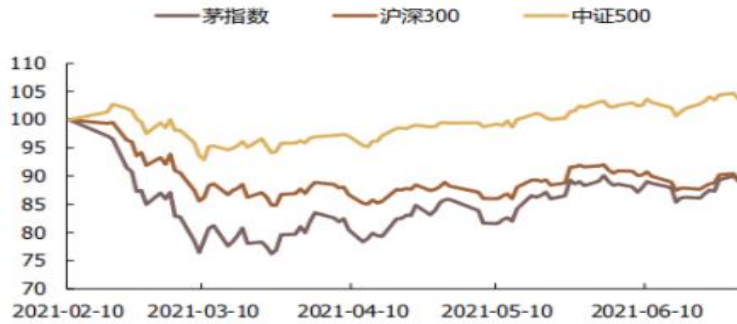


图10：春节后中证500明显跑赢“核心资产”

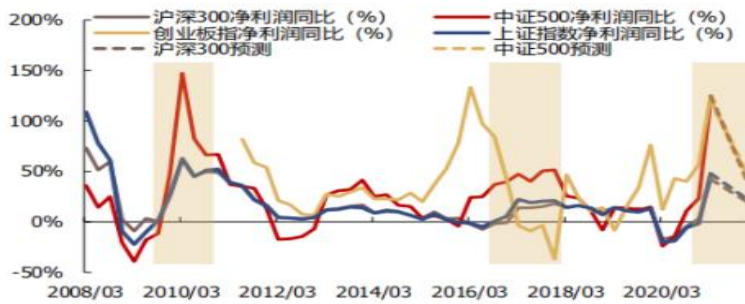


图11：经济恢复后半段，中盘相比大盘业绩弹性更大

五、行业配置布局“长坡厚雪”、高速成长的赛道

在行业配置上，可布局“长坡厚雪”、高速成长的赛道，把握中国经济未来转型脉络，在市场中精选个股，做中长期价值投资。消费升级、医药医疗、高端制造和科技创新等四大方向仍会孕育巨大的投资机会。看好的细分赛道包括：国潮品牌、新兴消费、医药医疗（CXO、创新药）、新能源（光伏、新能源车）、半导体、数字化等。

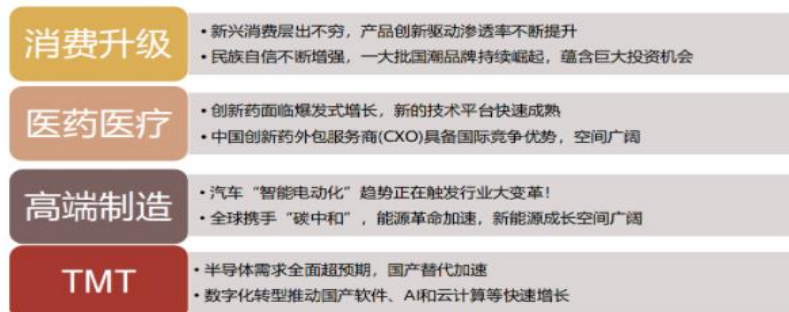


图12：资产配置看好的行业

作者：袁建军 汇添富基金

来源：中国财富管理 50 人论坛微信公众号

https://mp.weixin.qq.com/s/iX3u7YvqHm4kcnrei_Wb8A

兴业银行：打好“财富牌” 强化零售“压舱石”

近年来，兴业银行深入实施“商行+投行”战略，大力推进零售业务转型，实施财富私行战略优先，财富“破圈”效应逐渐显现，零售“压舱石”作用愈发敦实。2020年，零售AUM(客户综合金融资产)达2.38万亿元，同比增长11.4%；零售银行营业净收入670.25亿元，同比增长23.28%；零售中间业务收入达445.3亿元，同比增长16.47%。

财富管理方兴未艾，蓬勃发展，已成为中国银行业争相布局的“新赛道”。2020年底中国已成为全球第二大财富管理市场，个人金融资产达205万亿元人民币，预计未来5年仍将保持10%的增速。

纵观各家银行2020年年报，财富管理成为上市银行转型发展的重中之重。在财富管理领域深耕多年，形成差异化竞争优势的兴业银行也不例外，将财富银行作为新一轮五年发展升级打造的三张“金色名片”之一，努力成为全市场一流的财富管理银行。

兴业银行的自信和底气在于其独特的核心优势——高收益资产组织挖掘能力和深厚的金融同业客户基础，也在于零售财富销售能力厚积薄发，再上新台阶，即使面对疫情冲击，零售财富类产品销售在科技赋能下，也继续保持高速增长态势，2020年销售规模达5.43万亿元，实现财富代理类业务收入同比增长79.70%。

财富业务的做大做强，也促进了兴业银行集约化经营和轻型化转型，增强了其抵御市场波动、穿越经济周期的能力。根据日前发布的兴业银行2021年一季报，在财富银行、投资银行等重点优势业务推动下，该行中收业绩亮眼：2021年一季度手续费及佣金净收入同比增长34%，增速居股份行第一。

一、“场景+分层”财富客群基础不断夯实

百富人生、安愉人生、寰宇人生、活力人生“四大人生”是兴业银行提出的差异化零售客户品牌策略，分别对应了财富、养老、出国、信用卡四大业务客群，已逐步形成该行在财富管理、养老金融、出国金融、信用卡等细分领域的独特优势，成为兼具市场口碑的品牌特色业务，有效扩大了场景化获客能力，促进该行客户基础稳步壮大。

瞄准财富管理，兴业银行大力开展客户精细化分层管理和客户生命全周期管理，深化推进“好兴动”App数字化经营、织网工程线上线下支付场景生态圈建设等，为财富业务发展进一步夯实了客群基础。截至2020年末，该行客户规模持续增长，零售客户逼近8000万户，零售贵宾客户近350万户，为财富业务发展引来源头活水。

而外部渠道，基于分层化营销开展的MGM“客户推荐客户”活动成效也十分喜人，活动获取新客户数在该行当年新开户数的占比超过28%，客户对业务的

高转介率，生动地反映了对兴业银行财富管理服务的满意度与忠诚度。

二、“研发+创设”综合理财能力领跑同业

财富管理业务百舸争流，竞争激烈，必须靠实力赢市场，靠口碑争份额。一家银行在财富管理方面的产品创设、组织能力和销售能力，综合体现了其市场竞争力的高低。

长期以来，兴业银行高收益资产组织挖掘能力一直为业界所称道，兴业理财产品在市场上有口皆碑。在“商行+投行”战略布局下，这一优势更加凸显，兴业银行充分发挥集团资管产品优势，借助理财子公司兴银理财的产品创设和组合投资能力，联动同业，加大优质“固收+”等含权益理财产品创设，努力扩大理财产品供应规模，凭硬核产品抢占客户钱包份额。

2020年，含权益类产品合计1840亿元，较年初增加1617亿元。全年实现理财收入超过100亿元，同比增长68%，迈入百亿级行列；银行理财余额近1.5万亿元，较年初增长近85%，理财业务进入新一轮发展快车道。

2021年4月27日，在第三方咨询机构《普益标准》发布的2021年一季度银行理财能力的排行榜单中，兴业银行再次脱颖而出，蝉联全国性银行综合理财能力第一，连续14个季度获此殊荣，一定程度反映了兴业银行在财富管理和银行理财市场的综合实力与行业地位。

三、“优选+渠道”财富销售能力“爆棚”

代销业务是兴业银行财富管理转型中的重要发力点之一，该行围绕财富家庭的资产配置，抓住机遇，提早布局，通过丰富货架、线上销售以及服务升级等方式，带动财富销售能力稳固提升。

一方面，持续打造财富管理生态圈，遴选优质合作伙伴，从全市场开展产品“选秀”，强化与头部基金、资管机构以及优秀基金经理合作，提升整合稀缺产品资源的能力，积极引入基金、保险、券商资管、实物金、纸黄金等2000多款优质代理类产品，与银行理财产品共同搭建了全品类、开放式财富产品货架，建立了优质资产护城河。

另一方面，通过自主研发的资产配置系统，依托大数据分析，客户经理可根据客户投资偏好、可投资产、风险承受能力等特征为客户量身定制个性化资产配置方案。财富线上销售渠道更加畅达便捷，客户体验和效率大为提高。2020年，通过线上渠道，购买理财、基金、保险的交易笔数在全渠道占比超过90%。

直面疫情，化危为机，该行依托手机银行App，陆续优化推出私募专区、线上双录、“线上理财工作室”、圈子等功能专区，实现了线上财富销售闭环；同时，该行还开设兴业直播间开展了300余场线上财富课堂、投资短视频等，分享专业投资策略观点，加强客户的金融风险教育和知识普及。

凭借稳健超前的“选品”眼光和智能便捷的线上渠道，兴业银行构建了多元

化产品矩阵，依托财富管理服务升级、线上渠道的全面布局，2020年财富类产品销售穿越疫情“封锁线”，销售规模达5.43万亿元，实现财富代理类业务收入同比增长近80%，财富销售能力再上新台阶，财富销售能力“爆棚”，理财+基金“双百亿”爆款产品频出，让该行成为市场上各类资产管理公司眼里的“带货大咖”。

四、“商行+投行”赋能私行高端财富

在私人银行高端财富市场上，兴业银行充分发挥“商行+投行”协同赋能效应，通过加大境内外、公私联动，增强专业化能力，持续提升对高端客户财富管理的专业化和精细化服务水平。

一方面，加强公私联动，帮助客户制订兼顾企业发展和家庭财产的一体化综合性服务方案。通过成立家族办公室，打造“兴承世家”家族财富管理品牌，为私行客户提供包括财产规划、资产配置、风险隔离、慈善事业、家族治理、法律咨询、税务筹划等服务。截至2020年末，“兴承世家”家族办公室提供的家族信托及全权委托业务存续金额近百亿。

另一方面，内外并举，发挥挖掘资产“金矿”能力，架桥对接财富管理。通过联动投资银行条线的债券承销业务实现与理财产品投资资金对接；通过与外部头部资管机构联动，发掘优质“私募股权项目”，为私行客户创造更多主动投资机会……从持有资产到管理资产，为客户构建合适的资产配置组合，实现资产保值增值。

得益于卓越的资产管理能力和专业化客户服务体系，兴业银行连续两年摘得英国金融时报旗下《银行家》及《专业财富管理》杂志“全球表现最佳私人银行奖”桂冠。截至2020年末，该行私人银行客户规模突破4.8万户，保持每年25%以上的复合增长率，财富业务AUM规模达6337亿元。

2021年年是“十四五”开局之年，也是兴业银行新一轮五年规划启航之年。乘势而上，拥抱财富管理大时代，兴业银行财富管理业务立足一流综合财富解决方案供应商定位，努力构建覆盖全市场、全谱系的资管产品和服务体系，树立“要理财，找兴业”的口碑，打造全市场一流财富管理银行。今后5年，该行将通过“全集团+全市场”资产配置能力建设和“零售+企金+同业”全渠道销售能力建设，带动零售客户管理资产总量（AUM）保持20%以上的复合增速，逐渐实现表外管理资产规模赶上表内资产规模。

来源：当代金融家微信公众号

<https://mp.weixin.qq.com/s/QithAHeH-9XuSSTxljZB8w>

★财商教育专栏

财商教育，笃行者致远

推动财商教育规范化发展，坚持教育初心是第一要务。

“我月薪 3000 元，如何通过理财积累 6 位数财富？”“什么时候买基金，能稳赚不赔？”

2021 年，全民基金热站上新高度，90 后年轻人涌入“买基”洪流，千亿公募一哥张坤等基金经理成了网红，甚至有了自己的粉丝团。

无奈，一夜暴富的只是少数人，许多人在“机构性牛市”也没挣钱。以张坤的易方达蓝筹为例，年收益率超过 97%，但其投资者中赚到钱的只有不到两成，近七成的人，在追涨杀跌的盲动中亏损 5% 以上。

根据 2021 年一项针对内地成年消费者的调研，投资市场对新进入者并不友好，2020 年，60.8% 的新入市者蒙受理财损失，38.2% 的新散户亏损在 5% 以内，亏损在 15% 以上的则有 4.2%。

张湧是一网校的经济名师，从事教培行业 10 多年，主讲工程经济、中级建筑，往往一下课，学员问的不是课程内容，而是咨询投资建议，3 年前，他果断开设教授小白理财课程。

“年前热火朝天，年后急剧杀跌，资本市场的复杂程度，远高于地产等日常的投资类别，投资者教育非常迫切，供给却极度稀缺。”张湧说。

旺盛的理财需求，正在催生一个新兴行业——财商教育。过去一年，数以百计的新机构涌入这一赛道，尔湾科技这样的头部机构获得大额融资，市场一片兴旺。

一、炙热的市场

何为财商？

这一舶来词的英文为 **Financial Quotient**，即理财商数，首见于罗伯特·清崎所著的《富爸爸穷爸爸》。财商教育，指一个人与钱打交道的能力，它关乎理财的智慧，涉及财富观、金钱观、消费观等诸多方面。

财商教育起步十来年，一度不温不火。2019 年，再次创业的李鹏，带领尔湾科技转型切入财商教育，彼时能达到一定体量的，仅有两三家。

但过去的一年，新玩家入场陡然提速。“能叫得出名字的，至少一两百家。做教育的、做金融的，以及找新机会的创业者，全都杀进来了。”李鹏告诉《21CBR》记者。

企查查数据显示，国内“理财教育”“理财培训”相关企业共 1 万余家，2019 年新增约 2000 家，较 10 年前增长 8 倍。

资本也日渐青睐这一细分赛道。2020年以来，尔湾科技获D、E两轮共计近亿美元融资，小帮规划完成数亿元B+轮融资，另有习财社、麦耕财商学院等机构，获得百万级到千万级不等的融资。

启明创投合伙人黄佩华分析称，财商教育赛道的火热，存在三大推动因素：首要因素是中国的国民收入越来越高，理财需求膨胀；其次，大众愿意在网上为知识付费，用户习惯已养成；再次，新冠疫情突如其来，大家关切自身财务安全，更关注如何让钱保值、增值。

尤其80后、90后年轻群体，学习能力强，理财主动性高，不再甘心于保守的储蓄。

据央行统计数据测算，中国居民存款总额达到100.12万亿元，人均存款7.15万元，钱袋子变鼓了，中国国民储蓄率却已连续10年下滑，甚至5.6亿人的银行存款为零，难道都没钱了？绝对不是。

以货币基金“余额宝”为例，7亿用户，1.34亿用户是90后，相当于全国每4个90后就有3个在用。他们纷纷将储蓄转为投资，理财是他们的刚性需求。

无奈的是，理财群体的多数人，在正式学历教育中，从未有机会获得系统的财商教育，财富管理的认知层面，存在明显短板，对金融知识、风险等认知不足，挑选产品和持有时机的决策，非常随意，完全拿钱试错，甚至为承诺收益所蛊惑，掉入杀猪盘、庞氏骗局等陷阱，蒙受巨额损失。

中国证券投资者保护基金2019年的一项调研显示，15.3%的投资者基本不了解证券知识，近半投资者仅了解入门知识，此外，银行理财产品等多个证券知识类别，大量投资者仅了解少数领域。

特别是身处三四五线和广阔县域乡镇的居民，接触信息有限，伪P2P、资金盘、空气币等各色忽悠不停，更易成为被割的“韭菜”。比如，游说他们购买挖矿的矿机，每台售价吹到2000多元，成本不过100多元。一位报名启牛学堂理财小白营的学员，在留言框里写下这样的反思：曾开过花店、茶楼，生意不错，就是不安于现状，一心想多挣钱；在朋友劝说下干过资金盘，干过直销，这也投那也投，钱没挣到，反背上70多万元外债。

“辛苦挣下的100多万元，加上国家补偿的土地费和拆迁费，全赔完了！”

尔湾科技课程与教学研究院院长、畅销书《小白经济学》作者苏秦研究大众财商教育多年，他认为，非一二线城市居民的财商水平，满分100分的话，平均只能打到30分。“P2P、典型诈骗等如此盛行，部分在于被卷入者的财商水平太低，他们分不清投资还是投机，也看不懂收益还是骗局。”

如此旺盛的需求，市场供给却存在明显的错配。

我国的教育体系内，尚未形成系统化的课程及实践，相关知识和教育工作，主要由金融机构以营销或者公益形式提供，多局限在特定的高净值人群，且内容相对专业，更该接受财商教育的普罗大众，能获取的信息反而不足。

西南财经大学的一项调查报告显示，2017-2019年，金融机构长期开展投资者教育的比例一直保持较高水平，达七成左右，接受教育的投资者比例却逐年下降，2019年只有36.39%。

据预估，2022年，中国可投资资产在30万-1000万元之间的群体，规模将达到1.83亿人，有财商教育需求的成年人高达4亿人。若财商教育的渗透率达到25%，ARPU值为2000元（财商教育机构收费课程的中位数），这至少是个2000亿元级别的市场。

供需天平两端的匹配失衡，成为一个大机会，一旦头部机构将成熟的模型跑出来，财商教育创业热一下子起来了。

二、体系化的生意

教理财“小白学”财商，是门潜力大且必然得做的生意，那么，谁来教、怎么教、学点啥？

过往的内容供给者，有从事财富管理的金融玩家，有履行投资者教育职责的政府机构，甚至也有个别的知识付费平台，多将其视作日常职能的一部分。比如，2016年，中国证监会即授牌首批13家国家级证券期货投资者教育基地，后在全国建设104家国家级和省级投教基地。

过去一两年情况大变，专业的财商教育机构以体系化的课程、社群性的运营，揽活大量用户，开始担纲主力。

苏秦向《21CBR》记者介绍了尔湾科技旗下财商教育平台启牛学堂的知识和技能输出逻辑：先以入门的小白理财课，了解财商基础知识，提升金融风险防范意识；而后有深入学习需求的用户选择进阶课，了解基金投资、股票投资以及如何配置资产；最后是高阶课，经历财报分析等一系列课程，成为合格、标准的市场投资人。

种子用户则从抖音、快手等流量平台引流而来，头部教育机构将其组建为一个微信社群，提供一个0-12元不等的零基础小白课，上课周期一般为9-14天，主要在社群内以语音、文字、视频等形式，提供一些基本投资理念的介绍，作为试听课程并担当引流“漏斗”。

社群内会安排专人运营、督学和交流，借由打卡、答题、分组PK等方式，增加社群黏性和活跃度，将导入的用户转化为付费客户。

专业打法非常有效，影响的用户群体迅速壮大。以启牛学堂为例，两年间就服务超过1000万用户，有的头部平台，据说年流水收入已达10亿元级别。

在付费课程的教学形式上，头部的财商教育平台尚无统一标准，有的用户付完费，只采用简单录播课，也有启牛学堂这类机构，借鉴K12赛道的玩法，以直播大班课进行教学。

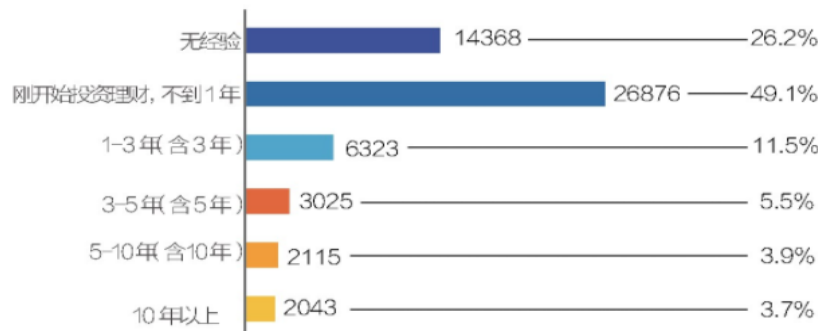
“双向沟通的效率更高，用直播课切入，最符合用户习惯，本身就是一个技术壁垒。”李鹏解释说，直播大班课不允许出现卡顿掉线等情况，实时音视频稳

定性、流畅度要求高，需要过硬的技术能力，同时，公司也正沿着“直播+录播+AI课”的组合路线，拓展产品类型。

在课程内容上，头部平台多将基金股票投资、财报分析等实践技能，视作重要维度，摸索自有的核心理论框架。

对理财小白而言，金融知识相对枯燥艰涩，怎么把它转化为浅显易懂的语言并适于上手，相当考验机构的内容研发功底。

“最好的表达方式，就是讲故事，用大家耳濡目染的案例。比如讲指数基金，用菜市场买菜的价格来打比方，学员一下就能听懂。”苏秦说。



投资理财不到一年的投资者在2020年盈亏情况

据他的经验，通常一堂课有三个重要原则，以故事的形式讲得有趣只是其一，还要输出至少两个硬核知识点，并能切实解决学员实操难题。

“我们要解决的是资产配置不合理的问题，凭空提‘要有好的心态不要慌’，就没讲到根源，讲概念讲原理，学员听着很好，一用就蒙。”苏秦说，好的课研发团队，必须对财商知识尽可能量化，做到可转述、可实操。

例如，上完小白理财课的学员，基本能记住一个判断理财产品的基本指标：3%-5%的收益算正常，6%的还不错，超过8%就会有一定风险。

一堂时长不到20分钟的课，启牛学堂的课研发团队一般要推敲打磨一周，不断请人试听；为帮助学员融会贯通，他们开发了一个AI模拟实战平台，平台数据与真实的大盘和基金数据同步，学员可以进行仿真演练。

据李鹏透露，启牛学堂的定位是“想做普罗大众买得起的财商课”，入门的10天小白课完全免费，进阶和高阶课程定在2000多元的行业平均水平。目前，在这个赛道内，24周7000元大体是客单价的峰值。

“我们的初衷很简单，学员即使是带着投机目的进门，也能带着投资思维出

门。”苏秦说。

三、崭新的命题

2020 年是中国财商教育的发展元年，这个从混沌荒芜中生长的行业，正经历野蛮生长的阵痛与变局。

今年 4 月，央视曝光了一家财商教育机构存在理财课骗局，有学员花 1 元学理财，被诱导报名上万元的课程，最终退费无门，线下调查发现该培训机构已人去楼空。

综合多个消费者投诉平台看，财商教育涉及的投诉内容，集中在课程质量差、诱导投资、虚假宣传等。

作为一个教育的细分赛道，财商教育缺少准入机制和从业资质认证，品质良莠不齐，这也是所有新兴行业普遍遭遇的难题。

一位财商教育从业人士向《21CBR》记者抱怨，近几年财商教育市场看似如火如荼，真正优质的供给远远不够，部分机构甚至没有教研部门，一套课程或不迭代地反复卖上几年，更严重的，直接抄袭拼凑。

苏秦告诉《21CBR》记者，启牛学堂的课程体系投入数百号人进行研发，有一套自洽的逻辑，无奈资讯渠道太发达，盗版剽窃猖獗，做直播课就被录屏，做录播课就下载，尽管他们为课程材料申请版权和著作权保护，并有法务团队配合跟踪，依然防不胜防。

更紧要的挑战，则在于明确监管机构，划定禁区，督导行业回归教育本质。

由于财商教育距离资金活动一步之遥，行业的快速发展，也催生了若干“灰色”机构，出现了打着教育旗号违规荐股、推销投资项目、高价兜售炒股软件等乱象，“庄托”“黑嘴”等藏匿其中。

根据监管规则，只要向投资者推荐股票或提供股票投资建议，直接或者间接获取经济利益的，均属于从事证券投资咨询业务，必须取得相应资质才能执业。

行业内，有些机构迫于残酷的竞争压力，游走在边缘，做法非常隐蔽，比如，培训师声称不荐股，只教选股方法和挑选基金、信托 Reits 等理财产品的方法，但教学中，会有意向学员列出一部分候选股票，专门突出其优势，供其自由选择。

财商教育的用户群已达数千万之巨，若不及早纳入监管，坐视边缘性的违规行为潜滋暗长，很可能出现群体性风险。

现在，行业的头部机构已有了警惕。不违规荐股、不卖保险及理财产品，这是李鹏为启牛学堂设定的一条红线，过去半年他们做了两件事，引发业内许多关注。

其一是在企业内设置合规部门，由尔湾科技联合创始人、高级副总裁白柏全权负责。

白柏告诉《21CBR》记者，基于核心法律条文与广告法等规定，合规部门梳理出一套制度，用以稽查、督导授课内容、销售话术，并融入到日常的管理动作。

比如，即使老师的课件和逐字稿已有前置审核，稽查依然会在直播课的第二天，回溯课程进行复判。

在尔湾科技内部，合规部门有着极高的权限，对违规荐股者，能直接给出开除审议。“不管做什么生意，合规是底线，其他盈利增长的动作是上限。若站的位置在线下面，就是致公司于危险境地。”李鹏说。

其二是在今年初启用全新品牌形象“启牛”，强化教育初心所在，代表着启牛学堂在推动财商教育普惠化这条路上兢兢业业、开拓创新的精神。

“回归创业初心，是想带着用户赚快钱，还是希望他们能成为真正合格的投资人，并沉淀在我们的平台上？我们想选后者。”白柏说道。

头部企业积极思考产业长期发展与社会价值，固然可喜，但是，一个尴尬而亟待解决的问题在于，这个高成长的新行业，恰巧处于教育和金融监管的空白地带，没有明确的监管机构，更未有针对性强的政策法规出台，跑马圈地的野蛮生长中，也给了投机者钻法律空子的机会。

李鹏判断，行业结束野蛮生长步入理性发展的节点，已经不远，最快可能就两三个月时间。“竞争空前激烈，获客成本陡然较去年拔高了好几倍，大部分经营不善、产品力不强的企业会快速消亡。”

行业要过渡到规范化发展、良性竞争的状态，有赖于监管层更高站位的指导和督促；若良币不能驱逐劣币，会成为守正创新者的的发展阻碍，也会让一个有巨大正外部性的新行业，蒙上被误解的阴影。

事实上，中国资本市场长期存在各种乱象，比如“炒差、炒新、炒妖、炒概念”“无视基本面、不看市盈率、买卖自随心、涨跌任我行”等现象，均与国民整体财商素养有限相关，这也间接妨碍了资本市场服务实体经济的能力。建设现代化金融体系，打造健康可持续化的国民金融生态，助力经济高质量发展，全民财商教育是必须要补上的一课。

苏秦说，国民财商教育要补的第一课，就是了解风险和收益，不上当、不受骗，保住自己的本钱。

就财商教育行业来说，发展的第一要务就是清楚边界和禁区，不荐股、不推销，坚守教育的初心。

作者：何己派

来源：《21世纪商业评论》，2021（06）

[https://kns.cnki.net/KXReader/Detail?TIMESTAMP=637627242313885000&D
BCODE=CJFD&TABLEName=CJFDAUTO&FileName=ESYS202106009&RESUL
T=1&SIGN=u4y3VSWyIf8FyFRggUCBh9IWWbA%3d#](https://kns.cnki.net/KXReader/Detail?TIMESTAMP=637627242313885000&D
BCODE=CJFD&TABLEName=CJFDAUTO&FileName=ESYS202106009&RESUL
T=1&SIGN=u4y3VSWyIf8FyFRggUCBh9IWWbA%3d#)

论财务管理专业学生财商拓创能力的培养

一、财商拓创能力人才培养目标的改革

2015年9月10日，国务院总理李克强在出席第九届“夏季达沃斯论坛”开幕式时提出：“大众创业、万众创新”是推动发展的强大动力。教育界为了响应“双创”号召，推动“大众创业、万众创新”在高等学校试点发展，修改培养计划，调整培养目标，增设《创造学》《创业基础》等理论课程教学，在实践教学环节增加《科研创新设计》《素质拓展训练》等项目，并在学校开展了多种形式的创新创业活动。笔者是财务管理专业负责人，同系主任一起进行了四大改革，一是调整培养目标。将原来注重培养学生“投融资管理、理财规划设计能力”的目标提升到较高一个层次，即将培养学生“投融资管理、理财规划设计能力和财商拓创能力”作为财务管理专业新的培养目标。二是确定培养规格。在培养计划中明确提出：培养优秀学生掌握“经商”本领，走向社会成为既有财务管理能力，又有经商智慧头脑的财商“拓创型”人才。三是修改培养目标落脚点，将原来“培养高素质应用型、技术技能型人才”的落脚点修改为“培养高素质应用型、技术技能型人才和具有财务总监能力的企业总裁型后备人才”，即把财务管理专业优秀学生培养目标调整到培养 CFO(财务总监)后备军向培养 CEO(总裁)后备军拓展。四是创立《财商拓创项目设计》课程，举办“财商拓创能力”人才强化班，从生财、理财、用财、聚财等方面研究经商之道，培养有财务管理坚实基础知识的、能闯市场的“商人”。

二、学生财商拓创能力培养的教学体系设计

1. 改革现有相关实践教学课程，为学生财商拓创能力培养打基础

具体措施是：在《中级财务会计》《财务管理》课程实践环节增加“公司创立”“筹资规划”“上市运作”等业务的操作；在《成本会计》《管理会计》《财务分析》课程实践环节增加“创新设计性实验（训）（践）”内容，相应修改实验指导书。

2. 成立与学生创新创业内容相关的社团，吸收优秀学生加入，从组织上保证有教师指导，有学生参加。

3. 同经营实体的运作结合

分三步走：第一步，由指导老师创办经营实体，让社团成员在该经营实体中挂职顶岗；第二步，学生自己创办经营实体，先和社会经营实体合伙或合作经营，再向“独立经营”发展；第三步，经济条件好的学生愿意创业，直接创办经营实体。

4. 设计创新创业项目进行模拟运作

确定四大创业项目的模拟运作：（1）以历史名人张謇状元下海创业的“蓝

花布”和沈寿独创的仿真“刺绣”作品为契机，传承开发南通轻纺产品之绣——蓝花沈绣文化产品，培养学生开发创新能力。（2）以张謇创业古镇——唐闸镇为基地，创办“古镇云游”项目，通过微视频开拓旅游创新之道，培养学生现代化的云技术应用本领。（3）以南通雕刻大师孙王建、姜国圣、朱栋林雕刻产品为基点，创办“古雕家装”项目，运用现代化的电子雕刻技术塑造古雅时尚的艺术作品，培养学生现代设计能力和市场引领能力。（4）以网店为实体进行创业训练。

5. 对接现场经济实体，进行合作经营试运行

我们将“青蓝文化”产品、“蓝花沈绣”文饰产品、“兰花格纳”产品与通州金源塑料印花公司、南通吉奥璐纺织品公司、江苏海盟金网集团公司对接，进行产品的设计、生产和销售。

6. 组织学生撰写营销策划书、创业策划书，参加各类大赛，将课程与项目结合，以及和竞赛结合。

三、财商拓创能力培养方案的应用

1. 在会计主干课程的实践环节增设创新创业能力培养内容

（1）改革《成本会计》实验课程内容

变原来验证性实验为设计创新性实验。改革后的设计创新性实验的培养目标为“培养成本企划设计性、开拓型人才”。修改后的《成本会计实验指导书》中突出了两点：一是增设成本企划设计性内容，包括：成本企划实体参观；成本企划外因影响测定；成本企划内因影响测定；成本企划经济效益测定；成本企划前端策划实验。二是增设培养成本企划开拓型人才内容，包括：成本企划市场环境调研、产品开发设计、材料采购询价、成本动因追溯、成本效益评价等。

（2）改革《管理会计》实践课程内容

变原来技术型管理工具人才的培养为企业价值增值谋略人才的培养。修改后的《管理会计实践指导书》增加“企业价值增值谋略”训练的内容，包括：管理会计价值增值实体认知；企业价值增值基础技术训练；企业价值增值决策技术训练；企业价值增值谋划技术训练；企业价值增值方案策划训练。

（3）改革《财务分析》实践课程内容

变原来财务分析技术人才培养为决策型财务分析师的培养。具体做法是：在《财务分析》课程实践环节增加“筹资项目绩效分析”“投资项目绩效分析”“资产营运绩效分析”“项目风险评测分析”“资本绩效综合分析”“企业价值评估分析”等。

2. 传承张謇“实业救国”精神，组织学生挖掘张謇财商之道

1853年出生在江苏省海门市长乐镇的张謇是个历史名人。他1894年恩科会试高中状元，但1895年却辞官“下海”，在江苏南通创办“大生纱厂”，从此

走上了“实业救国”之路。1953年12月政协会议期间，工商联代表张敬礼（张謇的侄子）恰与毛泽东、周恩来同坐一桌，毛泽东主席说：“谈到中国民族工业，不要忘记张謇。”查阅众多媒体都有一个共识：张謇是中国近代轻工业奠基人、状元实业家、政治家、教育家、中国“民营经济的拓荒者”。赵友良称赞张謇是一个“具有较高会计理论水平的企业家”；王擎称赞张謇是“在近代中国最早提出了成本控制管理理念”的人。

2020年11月12日，习近平总书记考察“南通博物苑”，参观张謇纪念馆时称赞张謇是“中国民营企业家的先贤和楷模”。在习近平总书记的引领下，全国已经掀起了学习张謇精神的浪潮，来“南通博物苑”参观、考察张謇足迹的人络绎不绝。南通理工学院已经在财务管理专业培养计划中，将张謇财商精神列入《素质拓展训练》项目中“学生职业品行训练”的基本内容。

3. 成立社团组织，把创新创业活动引入社团

2017年11月23日，笔者组织成立了“蓝花沈绣文化社”，吸收了三十多名学生参加。2018年11月27日，成立了“张謇财商拓创社”，吸收了二十多名学生参加。2020年10月27日，蓝花沈绣文化社、张謇财商拓创社在全校新招社员，分别有90名学生、108名学生加入该社团，重点开展“创新创业教育和训练活动”。

4. 成立经营实体，组织学生入职锻炼

一是老师开办经营实体，让学生进行创业训练。朱学义教授注册50万元资金成立“青蓝人力资源有限公司”，吸收学生开展五大经营活动：（1）图书销售活动；（2）会计职称（职业）培训活动；（3）现代文化服务活动（复印打印、装订、设计制作等）；（4）微视频摄像制作活动；（5）科学研究服务活动。二是学生开办网店，直接从事电子商务活动。2020年7月，财管周颖、张佳伟等学生在淘宝网创立“Michelia”（密西尼亚）网店，从事兰花格纳系列产品的生产和销售，包括白兰花格纳袋、春兰花留念品、蝶兰花松紧包、蕙兰花女手包、张謇囊香包的生产和销售，取得了良好的经济效益。

5. 组织学生参加全国性竞赛活动，磨炼创新创业能力

2018年6-7月，笔者组织学生参加江苏省及全国大学生电子商务“创新、创意及创业”挑战赛、江苏省互联网+大学生创新创业大赛。2019年7月，组织学生参加江苏省及全国大学生电子商务“创新、创意及创业”挑战赛。2018年8-9月组织学生参加南通市通创荟赛、青创标赛。学生通过参赛获得了国家级二等奖1项、省级特等奖1项、省级二等奖2项、省级三等奖1项、市级奖2项，磨炼了创新创业的能力。

四、学生财商拓创能力培养特色的总结

1. 课程拓展改革特色

改革传统的实践教学模式，突出学生创新创业能力的培养。诸如在会计主干课程实践环节增加公司创立、筹资规划、上市运作等创业业务的操作，增加成本企划能力、企业价值增值谋略能力的培养，增加财务分析决策师综合素质的培养等，使学生的实践创新能力增强。

2. 商用性人才培养特色

改革财务管理人才培养的单一性，向财务商用性人才拓展。以李克强总理倡导的“大众创业，万众创新”号召为指导，拓展财务管理专业优秀学生“经商”知识，走向社会成为既有财务管理能力，又有经商智慧头脑的财商“拓创型”人才，即培养财务总监后备军向培养总裁后备军拓展。

3. 培养途径的特色

改革学生对接现场企业的途径。通过学校社团途径对接、实践基地对接、研究课题对接、实践顶岗对接。

4. 培养通道的特色

打通学生经商创业的通道。一是发挥“老板型”指导教师的作用，让学生在“老板教师”创办的经营实体中经受锻炼；二是为学生和社会经营实体合伙或合作经营牵线搭桥；三是创新融资模式，让学生掌握风险投资、天使投资、股权众筹、收益性众筹等新的融资方式，为学生自己创办经营实体广开筹资门路；四是让学生直接开办网店，积累创业经商的本领。

5. 形色多样的特色

组织学生参加多种竞赛活动。把调查研究、发表论文、发明专利和竞赛结合，把创新创业、经商创业、成果评定和竞赛结合，让学生多出标志性成果，多获省级以上奖励。

作者：朱学义，高玉梅，张琪 南通理工学院，中国矿业大学

来源：《会计师》，2021（04）

<https://kns.cnki.net/KXReader/Detail?TIMESTAMP=637627237271131093&D
BCODE=CJFD&TABLEName=CJFDLAST2021&FileName=KJSZ202104055&RESULT=1&SIGN=tz6KvyGJW%2bnu8IUjy2VvQc6MVo0%3d>

资产配置风往哪吹？13家机构解读财富密码

“居民财富配置转向，这是与过去十年最大的不同。”提及当前居民资产配置情况，某股份制银行零售银行部相关负责人向《财经》记者表示。

过去十年（2009年-2019年），是中国房地产市场蓬勃发展的黄金十年，房产投资成为过去十年中个人财富增长的快车道。但此后，在“房住不炒”政策、金融部门去杠杆等多重因素影响下，中国房地产繁荣周期已接近尾声。上述负责

人认为，未来居民的增量财富将持续转向股票、债券、黄金等金融资产，居民财富配置迎来新拐点。

当前，新冠肺炎疫情带来的冲击尚未完全褪去，如何在确定性中把握不确定性，以面对经济修复之中可能会遇到的意外因素，成为居民资产配置关注重点。基于此，居民接下来需如何调整资产配置策略，以应对风险、实现资产升值？

近期，《财经》记者针对 13 家商业银行、银行理财子公司（下称“机构”）展开《后疫情时代资产配置策略调查》，受访机构总体对大类资产的配置持谨慎态度。但在它们给出的投资策略建议中，依然能发现资产配置的新机会。

需要注意，投资理财本身非常复杂，且因个体的资产状况、风险承受能力等因素均不相同，本文不能作为具体的资产配置依据，请投资者注意投资风险。

一、大宗商品受热捧，关注阶段性投资机会

5 月以来，以钢铁、煤炭为首的大宗商品开启大幅上涨模式，部分投资者喊出“大宗商品太疯狂，煤飞色舞天天涨”的声音，“手无寸铁”（形容钢铁价格快速上涨，手里没货而望“价”兴叹）更是一跃成为投资领域刷屏热词。

随后，望“煤”止渴、踏雪寻“煤”、失之“焦”臂、寄人“璃”下、“铝”战“铝”胜等，与“手无寸铁”一同“晋级”。不过，此轮上涨行情并未持续，在 5 月 13 日出现集体回落。

至于是短暂调整还是将继续高歌上涨，市场观点并不一致。投资者关注，此类资产是否还值得重点配置？

根据问卷调查结果，在 2021 年最值得投资的资产中，原油、农产品等大宗商品得到大部分机构的青睐：在参与调查的 13 家机构中，11 家机构将其视作具备投资机会的资产，其中，更有超过一半的机构将其置于“建议增加配置比例资产”的首位。

平安理财基金投资部负责人单开佳向《财经》记者分析称，受益于全球经济复苏和通胀预期的抬升，上游工业原材料等大宗商品有一定配置机会，但短期涨幅过大的品种可能面临调整压力；同时建议关注农产品等其他商品的投资机会，尤其是事件催化（如碳中和、新能源等）带来的阶段性投资机会。

对于后市走向，约 46% 的机构认为此类资产价格将在未来持续上行，迎来牛市；约 38% 的机构给出的预测是“走势平稳，难出现大幅上涨行情”，其中，建设银行财富管理与私人银行部相关负责人认为“未来或有价格轮换和波动”。

不过，也有两家机构持看空态度，认为未来大宗商品价格会出现一定程度的下跌。主要是考虑钢铁、煤炭、原油等与传统经济高度相关的大宗类别，未来在中国经济高质量发展的背景下，缺乏长期上涨的支撑逻辑。

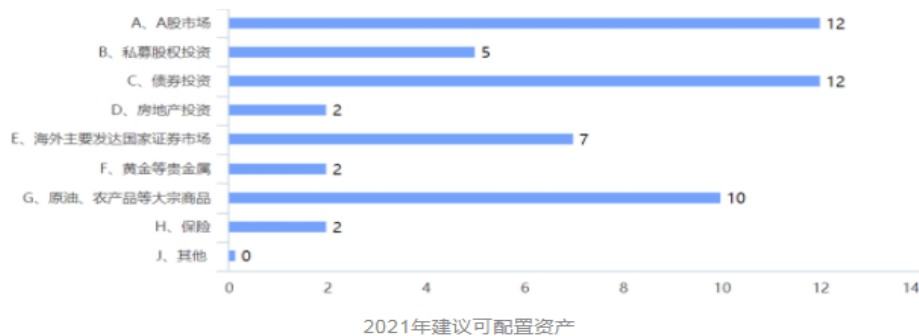


东吴证券首席经济学家任泽平近期发文指出,未来较大可能性出现供需缺口持续,美元流动性收紧,大宗商品价格边际放缓,维持高位。但时间不确定,倾向于认为由于全球经济复苏的不同步,大宗商品价格上涨或维持高位的时间可能会被拉长到三到四季度。此外,伴随供需缺口和流动性未来回归正常化,大宗商品价格终将回落。但在此轮大宗商品价格上涨终结之前,时间的长度可能会超出大部分人的预期。

二、谨慎看多 A 股, 整体看好债市

“一根大阳线,大家跑步来相见。”2020年末,A股、基金走出火热行情,再加上2021年春节前的红包派发浪潮,以90后为代表的非专业年轻投资者蜂拥入市,力图在牛市中分一杯羹。遗憾的是,随着后续股市震荡回撤,部分投资者还没来得及体会赚钱的快乐,便遭遇市场一记重击。

在此背景下,A股是否还会成为机构眼中值得配置的资产? 问卷调查显示,在原油、农产品等大宗商品之外,A股和债券是机构最为青睐的两类资产,建议对这两类资产增加配置的机构数量高达12家。



对于A股市场后续走势,约69%的机构持谨慎看多态度,认为风险大于机遇,建议选择低配;31%的机构则表现得较为乐观,认为机会大于风险,建议投资者选择高配。

中信银行在此前发布的2021年《宏观经济与大类资产展望》报告(下称“报告”)中指出,从长周期的产业趋势看,A股即将进入或已经处在复苏期,随着“十四五”规划的落地,行业集中度会进一步提升,产品渗透率将持续提高,有望跨进技术周期成熟阶段,从而形成指数级别的慢牛行情(类似2009-2019年期间美股)。

“2021 年需警惕信用风险向流动性风险的转化，A 股估值的消化需要盈利增长的带动，投资者可按震荡市的预期安排持有计划，结构上延续‘剩者为王’和‘胜者为王’的逻辑判断。”建设银行财富管理与私人银行部相关负责人告诉《财经》记者。

债券市场方面，根据问卷调查结果，在参与调查机构整体看好债券市场投资机会的背景下，约有 54%的机构认为对利率债的配置优于高等级信用债，30%的机构对利率债的配置和高等级信用债的看法大致相当；16%的机构认为对高等级信用债优于利率债的配置。



2021年国内债券市场投资机会预测

在平安理财基金投资部负责人单开佳看来，“在通胀预期抬升与经济修复的双重压力下，境内外无风险利率或将小幅抬升，我们的态度整体偏谨慎，债券投资应以持有至到期投资为主。境内债市则以中短久期、配置型仓位为主，高评级信用债有一定配置价值，应尽量避免通过过度信用下沉来提高收益率；美债则少配置，观望为主。”

值得注意的是，在 A 股市场、债券投资之外，5 家机构选择将私募股权投资纳入资产配置范围。不过在具体投资建议上，更多机构持相对谨慎态度，62%的机构选择“谨慎看好，适度加大配置”，32%的机构则认为不会有太好的机会，建议保持观望或少量配置。不过，也有 1 家机构较为乐观，认为 2021 年私募股权投资值得重点配置。

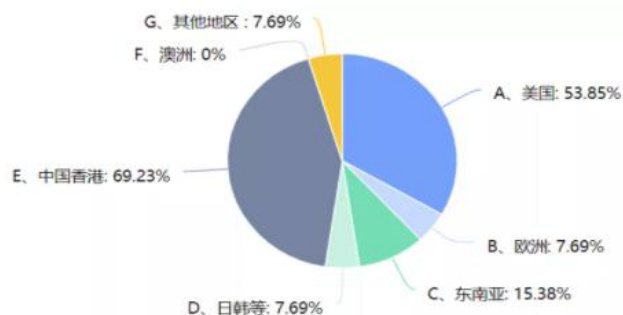
三、境外资产配置，哪个区域有“钱景”

近年来，越来越多的投资者开始寻求跨区域资产配置，境外市场成为重要配置板块。但当前，海外疫情尚未得到有效控制，世界主要经济体遭受冲击，境外资产配置是否还存在机会？

问卷调查结果显示，对于 2021 年境外资产配置的 overall 投资机会，约 54%的机构持谨慎看好态度，建议适度加大配置；38%的机构认为不太乐观，建议保持观望或少量配置。

值得注意的是，根据问卷调查结果，在境外资产配置区域的选择上，中国香港和美国成为热门区域市场。13 家参与问卷调查的机构中，有 10 家机构将中国

香港市场纳入选择范围，7 家机构选择美国市场。同时，两家机构认为东南亚、日韩等市场存在投资机会。另有一家机构认为，欧洲市场亦值得关注。



2021年境外资产配置重点区域市场（多选）

“投资者可关注港股的配置机会。”建设银行财富管理与私人银行部相关负责人表示，港股高股息率和估值洼地的相对优势在 2021 年逐渐凸显，考虑到港股基本面受国内经济驱动、流动性受美联储政策驱动，港股的配置价值仍在，但需要注意港股市场不确定性风险较多，汇率调整叠加做空机制加大了港股的市场波动率，投资者需要根据自身风险承受能力适当配置。

招商银行在最新发布的《2021 中国私人财富报告》（下称《报告》）中指出，受益于南下资金扩容、中概股回归潮、行业结构优化推动估值中枢提升，港股预计有所回升。

问卷调查结果同时显示，海外主要发达国家证券市场是机构眼中的“香饽饽”，在参与调查的 13 家机构中，8 家机构认为此资产值得配置。

不过，在配置比例高低上，约 76%的机构持谨慎看多态度，认为应适当低配；同时有两家机构态度较为乐观，认为还有一定上涨空间，建议高配。不过也有一家机构持截然不同的观点，认为目前估值已经很高，风险大于机会，建议回避。

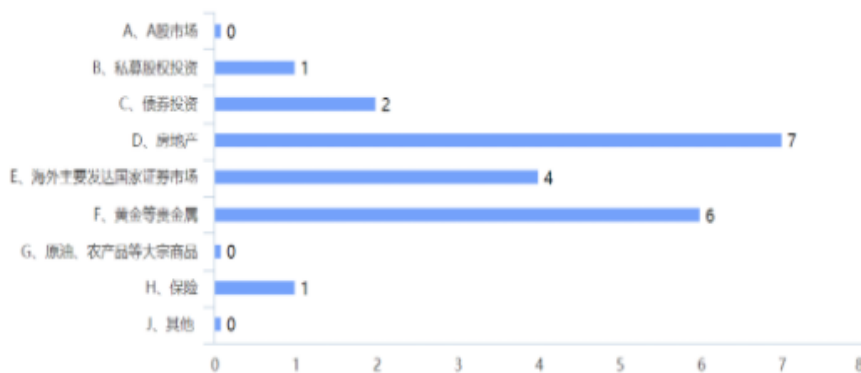
“美股存在利率上行、流动性收紧等潜在风险，预计增速放缓。”招商银行在上述《报告》中表示。

平安理财基金投资部负责人进一步指出，美股市场应重点关注景气修复周期中更为受益的低估值传统行业股票，考虑到未来一段时间通胀有进一步上升的空间，更需要关注抗通胀能力较强的板块或行业，比如上游原材料、必须消费品等。

四、房地产不再“让人兴奋”，黄金走势难言乐观

“房子将不再是‘让人兴奋的资产’。”中信银行在上述报告中做出如是描述。其认为，目前，居民部门杠杆已经加无可加，债务风险不断累积上升。叠加“房住不炒”政策、金融部门去杠杆、居民收入增速放缓、人口老龄化等因素，中国房地产繁荣周期接近尾声，房价已失去持续普涨的基础。

上述观点在问卷调查结果中也得以佐证。提及“2021 年度最应该防范或最不推荐配置的大类资产”，参与调查的 13 家机构中，有 7 家机构选择将房地产列入。

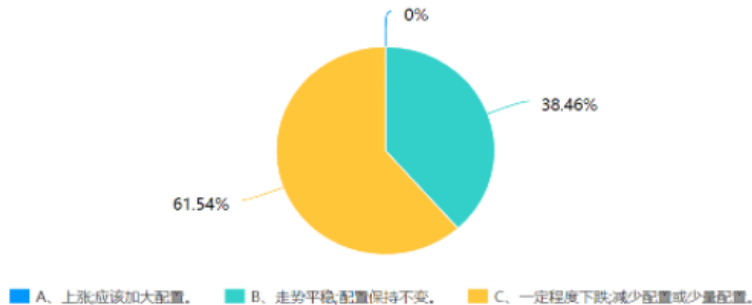


2021年不推荐配置资产

同时，对于 2021 年国内房地产市场，所有参与问卷调查的机构看法一致，认为“国内房地产市场分化严重，谨慎看好重点区域的投资机会。”

某证券公司固收业务负责人告诉《财经》记者，房地产的配置机会很少，能看得到的在于一线城市的改善型需求，尤其体现在大平米房产上，未来 3-5 年内会有一波上涨机会。

紧随房地产之后，黄金等贵金属亦被 6 家机构列入“不推荐”配置的资产。此外，对于黄金后市走势，大部分机构认为形势难言乐观。有 62% 的机构认为黄金价格会出现一定程度下跌，未来建议选择减少配置或少量配置；其余机构则认为未来黄金价格走势平稳，配置方面建议选择保持不变。



黄金后市走势预测及配置建议

招商银行在上述《报告》中指出，预计 2021 年，在弱美元周期、经济复苏对工业品需求提升的两大背景下，大宗商品表现有望强势，黄金价格受利率影响有一定抑制。

但无论如何，具有避险属性的黄金，都不应在资产配置中缺席。中信银行在上述报告中进一步指出，美国政府为迎合选民不停通过财政补贴进行再平衡，政府债务和财政赤字持续恶化，一旦美国在中美博弈中输掉，美元信用体系将面临巨大的风险，而黄金是唯一可以抗衡美元信用风险的资产。因此，在未来数年时间里，居民资产配置中都应应为黄金留有一席之地。

五、全民“碳中和”，高端智造机会来了

将时间线拉长，未来三年有何主题性投资机会？问卷调查结果显示，“十四

五”规划聚焦的相关产业和方向被各家机构看好。在此之中，“碳中和”成为最受关注主题。

华夏理财相关负责人指出，中国已经制定“碳达峰、碳中和”的目标规划，未来我们在能源消费结构、经济发展模式上都将迎来较大挑战和机遇，绿色低碳循环成为发展主题，相关的投资标的将迎来巨大机遇，尤其是与中国经济高质量发展息息相关的行业和投资主题将会迎来重要的发展机会，重点关注清洁能源开发、风能发电、光伏产业、新能源车、生物环保、绿色农业等行业及上下游的投资机会。

“相较于欧美从碳达峰到碳中和的 50-70 年过渡期，中国‘碳中和’目标隐含的过渡时长仅为 30 年。为实现这一目标，预计在节能、电气化加速、清洁能源替代以及碳汇集技术发展四个最主要的碳减排举措方面，后期相关政策的力度相较之前均会有进一步的加强。”宁波银行总行私人银行部相关负责人告诉《财经》记者。

“碳中和”之外，高端制造、大消费等也颇受机构关注。

建设银行财富管理与私人银行部相关负责人表示，高端制造（具体包括智能制造、新能源制造、军工制造、科技制造、生物制造），“十四五”规划（新能源产业链、新一代信息技术、生物技术和龙头券商），双循环的消费端（世代新消费和奢侈品）存在政策引导拉升盈利的优势。

“预计国内消费（国内大循环）、科技创新、新能源等主题的成长确定性相对较高。”广发银行相关人士表示。

杭银理财策略配置部副总经理周宇向《财经》记者表示，未来主要关注国家政策有引导性的方向以及基本面发展的方向，与“大循环”和“双循环”契合的方向，包括绿色经济（新能源）、半导体、大消费、高端制造业。

“传统行业的数字化转型、生物医药、消费大类中的可选消费类别等亦是未来可能出现的主题性投资机会。”某城商行私人银行中心相关负责人告诉《财经》记者，消费大类中的可选消费类别将伴随经济复苏企稳，相较于刚需性的消费有更大的上升空间。

六、锚定“固收+”，谁能穿越牛熊？

未来应如何有效进行资产配置？参与问卷调查的机构均认为，不同客户的资产配置方案取决于可投资资金规模、风险偏好、收益目标、投资周期等约束条件。总体来看，若从可投资资金规模角度粗略分析，可投资资金规模较小的建议以固定收益类资产为主，随着可投资资金规模提升，可均衡加入权益类、商品类及另类投资等资产。

北京银行财富管理与私人银行部副总经理王晓玲认为可遵循以下三个原则：其一，可投资资金越多，固收类的占比应逐渐减少，权益类可逐步增加；其二，

可投资资金越多，公募的占比可适度减少，增加私募多策略产品配置；其三，可投资资金越多，高流动性的产品需求降低，可以投资一些长期产品。

值得注意的是，伴随“资管新规”过渡期即将结束，多家机构亦在调查问卷中均透露了接下来在理财产品上的重点发力方向。

光大理财相关人士透露，光大理财正大力发展“固收+”产品。“当前，全球经济复苏仍不稳固，看好利率下行带来的固收类产品表现。”

“大力发行‘固收+’产品，契合投资者偏稳健的风险偏好，同时可以享受中国资本市场持续向好的制度红利。”招银理财相关专业人士表示。

平安理财固收投资负责人熊珣直言，“固收+”产品是老理财产品向新产品转化的较好选择。当前时点，虽然权益的潜在回报会明显低于前两年，但是优秀的“固收+”产品将聚焦于绝对收益，为客户提供穿越牛熊的回报。

在发力“固收+”产品之外，亦有建设银行、兴银理财、杭银理财等机构表示未来将发力 FOF 型、权益类产品等。

“探索 FOF 等资产组合方式，通过资产组合和策略模型尽可能降低资产相关性、产品波动性；同时 FOF 模式下，优选的基金经理具备的超额收益能力可以提高风险收益性价比，更容易被理财客户接受。”杭银理财策略配置部副总经理周宇告诉《财经》记者。

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>

★财商分析报告

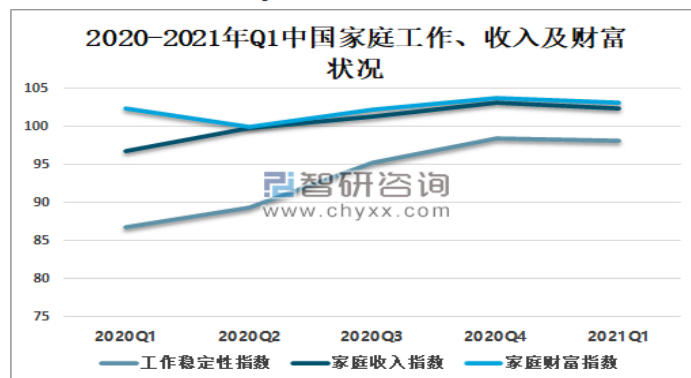
2021 年中国家庭财富指数、投资理财平均收益率

及未来经济趋势分析

一、家庭财富指数

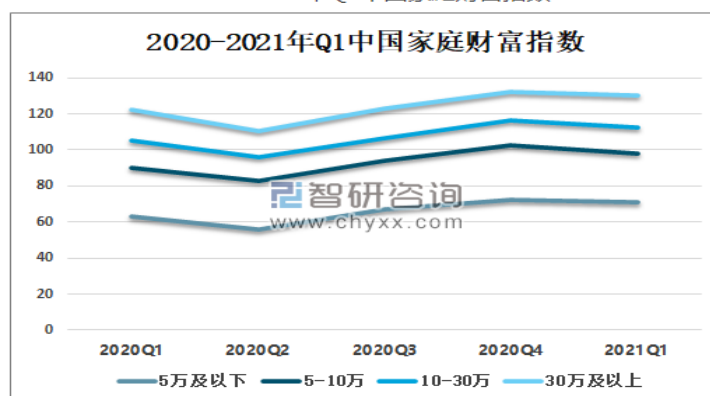
中国家庭财富指数从 2020 年第四季度的 103.7 下降至 2021 年第一季度的 103.2；家庭收入指数从 2020 年第四季度的 103.1 下降至 2021 年第一季度的 102.4；工作稳定性指数从 2020 年第四季度的 98.4 下降至 2021 年第一季度的 98.2。

2020-2021年Q1中国家庭工作、收入及财富状况



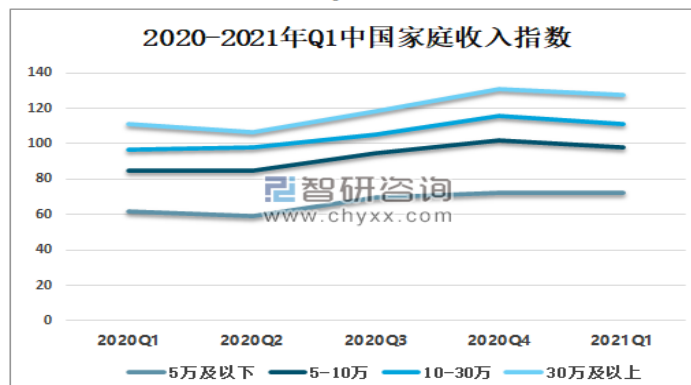
从家庭财富水平看，年收入 10-30 万家庭的财富指数从 2020 年第四季度的 116.2 下降到 2021 年第一季度的 112.2；年收入 30 万及以上家庭的财富指数从 132.1 下降到 2021 年第一季度 130.5；年收入在 5-10 万的家庭的财富指数由 2020 年第四季度的 102.6 下降至 2021 年第一季度的 98.3；年收入 5 万及以下家庭的财富指数由 2020 年第四季度的 72.4 下降至 2021 年第一季度为 70.9。

2020-2021年Q1中国家庭财富指数

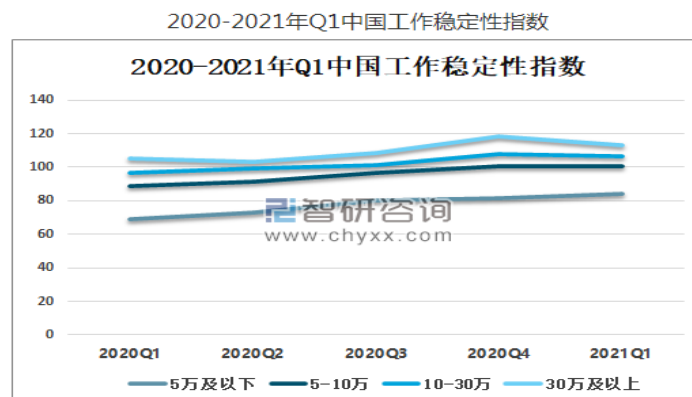


从家庭收入水平看，年收入 30 万及以上家庭的收入水平持续增加，收入指数从 2020 年一季度的 110.9 增加到 127.6；年收入 10-30 万家庭的收入水平也开始正向增长，收入指数从 2020 年一季度的 96.9 增加到 111.4；年收入 5-10 万家庭的收入指数从 2020 年一季度的 85.1 增加到 98；年收入 5 万及以下家庭的收入指数从 2020 年一季度的 62.0 增加到 2021 年第一季度的 72.6。

2020-2021年Q1中国家庭收入指数

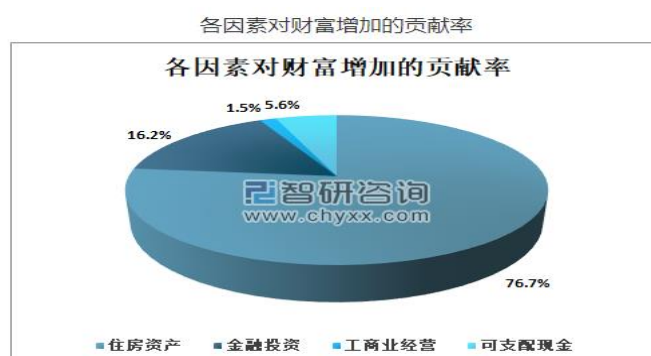


从工作稳定性看,30万及以上家庭工作稳定性指数从2020年第四季度118.2回落至2021年第一季度113.0;年收入10-30万家庭工作稳定性指数从2020年第四季度107.8回落至106.3;收入5万及以下家庭的工作稳定性指数从2020年第四季度的81.7增加到2021年第一季度的84.2。



二、财富增长原因

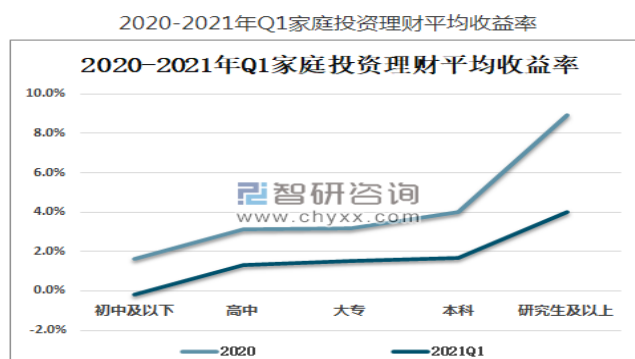
家庭财富增加的因素主要包括住房资产、金融投资、工商业经营、可支配现金四个方面,其中,住房资产增加家庭财富贡献率76.7%,金融投资增加家庭财富贡献率16.2%,工商业经营增加家庭财富贡献率1.5%,可支配现金增加家庭财富贡献率5.6%。



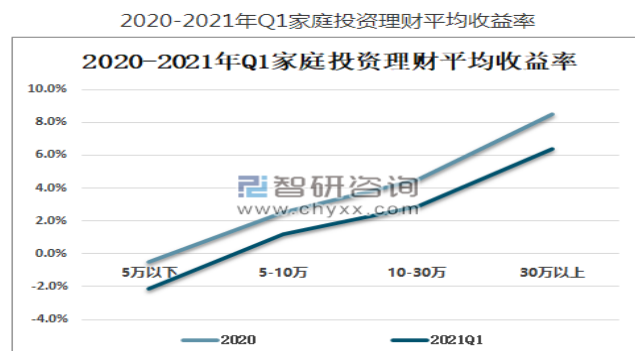
家庭财富减少的因素主要包括住房资产、金融投资、工商业经营、可支配现金四个方面,其中,住房资产减少家庭财富贡献率33.1%,金融投资减少家庭财富贡献率43.6%,工商业经营减少家庭财富贡献率1.3%,可支配现金减少家庭财富贡献率22.0%。



按学历分，2020年研究生及以上学历家庭的投资理财收益率为8.9%，高出本科学历家庭4.9个百分点；而2021年第一季度研究生及以上学历家庭的投资理财收益率为4.0%，仅高出本科学历家庭2.3个百分点。

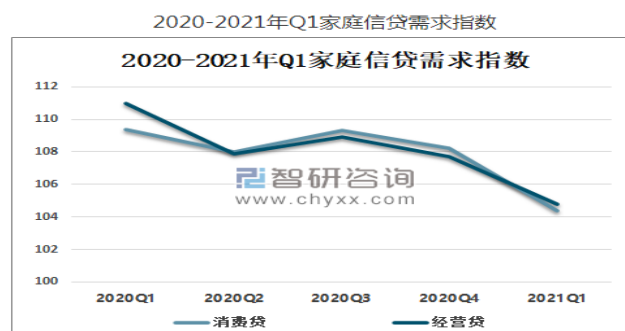


按收入分，2021年一季度，收入30万以上家庭的投资理财收益率达到6.4%；收入5-10万家庭的投资理财收益率达到1.2%；收入10-30万家庭的投资理财收益率达到2.9%；收入5万以下家庭的投资理财收益率为-2.1%。

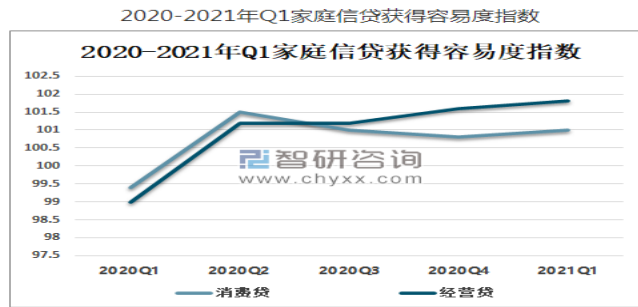


三、信贷需求

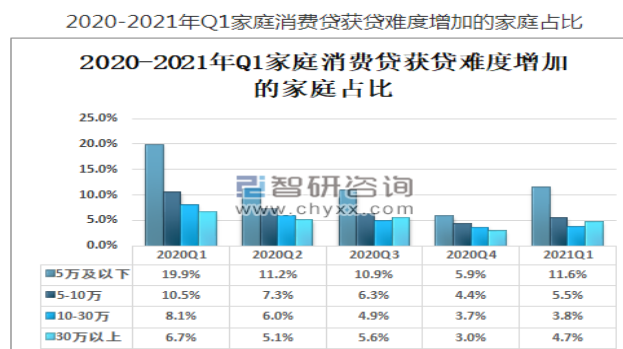
从信贷需求看，2021年第一季度家庭信贷需求增速有所放缓，其中，家庭消费贷需求指数为104.4，较2020年第四季度下降3.8个百分点；经营贷需求指数为104.8，较2020年第四季度下降2.9个百分点。



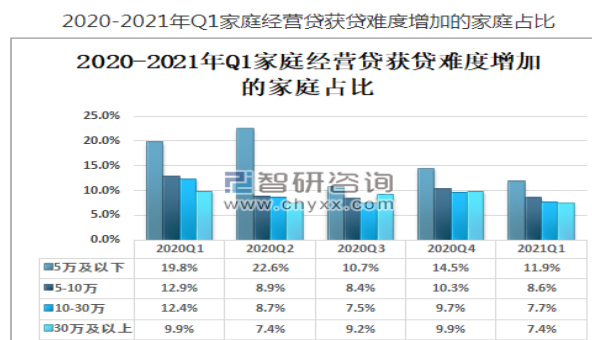
从信贷获取容易度看，2021年第一季度，家庭信贷获取容易度有所上升，其中，消费贷获取容易度指数为101.0，较2020年第四季度上升0.2个百分点；经营贷获取容易度指数为101.8，较2020年第四季度上升0.2个百分点。



从各收入获贷难度增加的家庭占比来看，截至到2020年第四季度，各收入家庭消费贷获贷难度增加的家庭占比均持续降低；到2021年第一季度，各收入组群体的获贷难度增加的家庭占比均有不同幅度的上升，其中收入5万及以下家庭的消费贷获取难度增加明显。

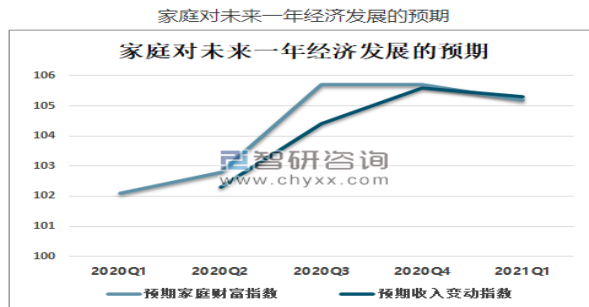


从经营贷获取难度看，2021年第一季度较2020年第四季度各收入组家庭的经营贷获贷难度增加的家庭比例有所降低，年收入在5万以上的获贷难度增加的家庭比例均小于10%，年收入5万及以下家庭中经营贷获取难度增加的家庭占比也从2020年第四季度的14.5%下降到了2021年第一季度的11.9%。

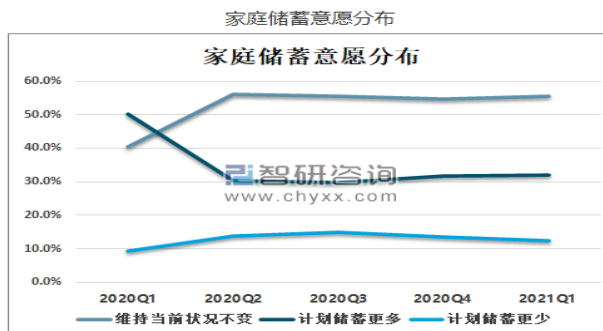


四、未来发展趋势

2021年第一季度家庭的财富预期指数达到105.2，较去年同期增长3.1个百分点；预期收入预期指数达到105.3，总体来讲，预期家庭财富和收入将继续增加。



2021 年第一季度储蓄意愿维持当前状况不变的家庭占比 55.4%，较上个季度上升 0.6 个百分点；计划增加储蓄意愿的家庭占比 32.1%，较上个季度上升 0.4 个百分点；计划减少储蓄意愿的家庭占比 12.5%，较上个季度减少 1.0 个百分点。



来源：产业信息网

<https://www.chyxx.com/industry/202105/949553.html>

方太·胡润光谷中国高净值人群健康家居特别报告 2021

（2021 年 7 月 5 日，上海）胡润百富旗下设计、地产、金融跨产业资源整合运营平台胡润光谷携手方太今日联合发布《2021 中国高净值人群健康家居特别报告》。这份 28 页的调研报告内容涵盖疫情时代下中国高净值人群的生活变革，居家空间的主要问题与未来趋势，以及健康家居的家电需求等。

报告显示，受访高净值人群对于疫情期间的的生活印象最深刻的是居家办公。对比疫情前，超六成受访者在在家烹饪/就餐、居家办公、阅读、亲友沟通、学习中投入了更多时间。健康被认为是最值得投资的人生财富，近半数受访者将其排在首位，亲情第二，事业第三。半数受访者认为可以通过“构建健康的居住环境”来提高家人健康水平。超 80% 受访者表示可能在未来一年内改善居住环境，最主要的两种方式是“购买新的家具/家电”和“更换新的居所”。“享受高端品质生活”被认为是购买家电时的最主要动机。

胡润光谷董事长胡润表示：“胡润光谷自创立‘最受青睐的华人设计师’榜单以来，凝聚了中国最优秀的设计师们，他们发现，随着消费者健康意识的增强，如何打造更健康舒适的家居环境成为设计师们的重要课题。在此背景下，我们很

高兴联合幸福生活解决方案提供商方太进行此次调研，向读者们呈现这份《2021中国高净值人群健康家居特别报告》。”

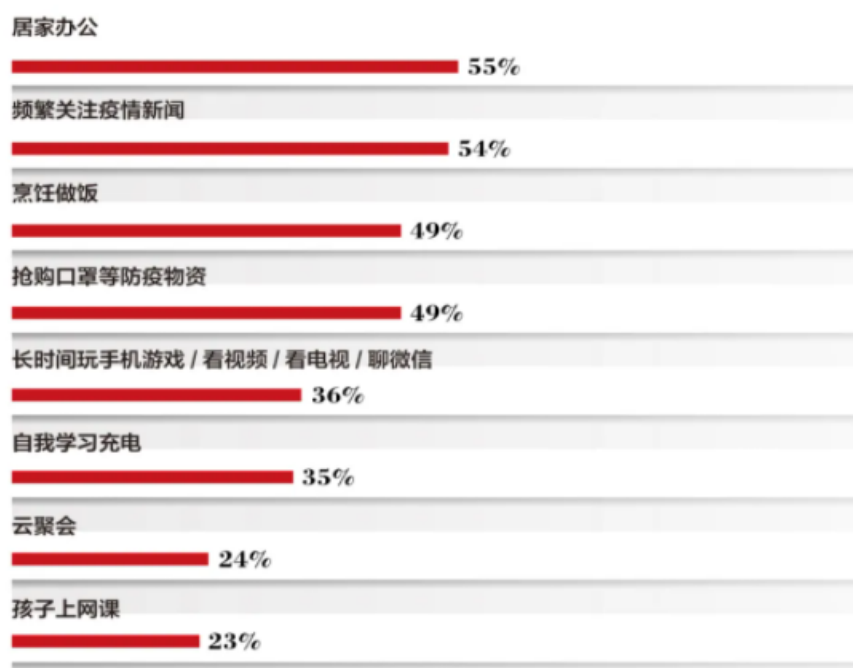
报告主要内容：

一、疫情期间的生活中，印象最深刻的是居家办公（55%）

回想 2020 年初疫情期间的的生活，受访高净值人群认为“团结”“责任”“奉献”“勇敢”与“感恩”这几个词最能表达他们的所见所感。

具体到生活事务上，让他们印象深刻的是居家办公（55%）、频繁关注疫情新闻（54%）、烹饪做饭（49%）和抢购口罩等防疫物资（49%）。相关行业数据显示，在疫情初期国内有超过 1,800 万家企业采用了线上远程办公模式，特别是私营企业和外企，他们有超 80%的员工在家办公。远程办公需求的爆发性增长也促成了相关行业的迅猛发展，例如企业微信、腾讯会议、钉钉等中国软件即服务（SaaS）市场规模实现迅速扩张。此次受访高净值人群表示“发现远程工作效率也不错”是给他们留下深刻印象的原因之一。

回想 2020 年 1 月 -3 月疫情期间的的生活，亲历印象深刻的事



二、超六成在在家烹饪/就餐、居家办公、阅读、亲友沟通、学习中投入了更多时间

44%的受访高净值人群表示疫情对自己的生活影响较大。生活态度方面，变化最明显的是更加重视亲情陪伴/家庭温暖（满分 10 分，平均分 8.04 分），其次是更加注重自我学习提升和增强了家国情怀（均为 7.89 分），再次是更加注重生活品质（7.83 分）和增强了忧患/危机意识（7.81 分）。

受疫情影响，生活理念 / 方式发生的变化

认可程度平均分（10分表示十分同意，1分表示一点也不同意）



生活活动方面，变化最明显的是在家烹饪/就餐，70%的受访高净值人群表示他们投入了更多的时间在家烹饪/就餐，其次是居家办公、阅读、亲友沟通和学习，都有超过六成的受访高净值人群投入了更多时间。

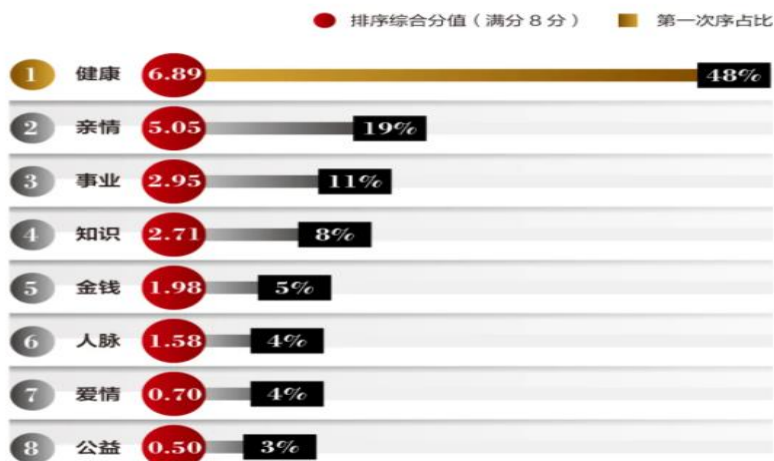
对比疫情前，投入时间增加的生活活动 Top5



三、健康被认为是最值得投资的人生“财富”，近半数受访者将其排在首位，亲情第二，事业第三

疫情后，在健康、亲情、事业、知识、金钱等八项人生“财富”中，“健康”是受访高净值人群认为最值得投资的人生“财富”，排序综合得分 6.89 分（满分 8 分），48%的受访者将其排在首位。第二是亲情（5.05 分），有 19%的受访者选择。第三是事业（2.95 分），有 11%的受访者选择。

疫情后，高净值人群最值得投资的人生“财富”次序



具体到如何提高自己和家人健康水平的方式上，76%的受访高净值人群认为需要“保持健康的生活习惯(饮食/运动/睡眠)”，其次是“注重调节心理平衡”(59%)。值得注意的是，有半数的受访者认为可以通过“构建健康的居住环境”来提高家人的健康水平。31%的受访者在疫后增加了“居住”相关的支出，其中近半数“购买了新家电设备”，约三成对住房进行了“全面装修升级或是更换了新的居所”。

提高自己及家人健康水平的方式 Top3



四、超 80%受访者表示可能在未来一年内改善居住环境，最主要的两种方式是“购买新的家具/家电(66%)”和“更换新的居所(60%)”

在卧室、卫浴、客厅和厨房/餐厅这四大主要生活空间中，受访高净值人群重视程度最高的是卧室(6.41分，满分为8分)，比并列排名第二的卫浴和客厅高出两分有余。卧室也是受访者目前最满意的生活空间，而厨房/餐厅的满意程度最低。

四大生活空间的常见不足之处：

厨房/餐厅：43%的受访高净值人群在疫后明显增加了下厨次数。人们已经不再将做饭单单视为菜肴的烹饪活动，还是同家人相处、休闲及服务家人的一种家庭活动。受访者认为厨房/餐厅存在最多的是设备设施相关的问题，主要有“水槽区域潮湿，易霉变滋生细菌(25%)”“油烟/油渍清洁困难(23%)”“水质较差，不能直接饮用或者烹饪(20%)”等。

卫浴：最多的仍旧是设备设施相关的问题，主要有“洗漱盆使用感不好，易溅水/难清洁(31%)”和“毛巾难以及时烘干，易滋生螨虫细菌(31%)”等。

客厅：受访高净值人群认为客厅最多的问题是设计的缺失，使他们不能充分利用客厅空间，导致了“与餐厅区域的隔断效果(33%)”“娱乐活动的空间不足(31%)”以及“不适宜开展亲子活动(27%)”等问题。

卧室：37%的受访高净值人群认为卧室“储物空间不够”问题比较突出，其次是“隔音效果一般(27%)”和“干湿度/温度环境难以保持适宜状态(24%)”。

理想中的四大生活空间：

厨房/餐厅：受访高净值人群认为厨房/餐厅最重要的是“排油烟系统好，可以保持空气清新(44%)”和“厨余垃圾快速处理，防止细菌滋生(43%)”，同时对于“充足的储物空间，合理的收纳规划设计(41%)”以及“台面易清洁，保持厨房时刻清爽(41%)”都有较高的需求。

卫浴：受访高净值人群认为卫浴最重要的是“安装智能马桶，清洁抑菌（55%）”和“毛巾或衣服可以预热除菌（45%）”，两者均与抑菌除菌的健康要素相关，也显示了高净值人群对智能设备的明显需求。

客厅：受访高净值人群认为客厅最重要的是“日照时间充足（46%）”和“通风性好（41%）”。其次，智能家居对他们也有较高的吸引力。

卧室：受访高净值人群认为理想的卧室应该具备良好的通风性（54%）、静谧性（46%）、充足的阳光（46%）和恒定的温度湿度（44%）等条件以满足休息需求，同时也应该有“充足的储物空间，合理的收纳规划设计（53%）”来满足日常收纳需求。

超过 80%的受访者表示他们可能在未来一年内采取一些措施来改善居住环境。其中，最主要的两种方式是“购买新的家具/家电（66%）”和“更换新的居所（60%）”。在选择可能更换新居的受访者中，38%选择了别墅，23%选择更换为高层（18层以上）住宅。

未来一年改善居住环境的方式可能性 Top3

可能性平均分（10分表示十分可能，1分表示一点也不可能）



四大生活空间的设计趋势：

受访设计师们认为，近一年在国内住宅室内设计领域，高净值业主最注重私人定制、重视绿色环保和注重健康舒适等设计理念。此次调研主要探究了四个主要居住空间当前的设计趋势。

客厅：现代客厅承担、容纳着更多的服务和功能，如阅读、亲子活动、体育活动和娱乐等。托管更多的活动空间意味着需要更大程度的设计灵活性和适应性。

厨房：受访设计师表示传统的油烟机通常会面临油烟味倒灌、噪音大等问题，而现在市面上主流的高端油烟机已经能很好地解决这方面问题，例如方太的低吸式油烟机，搭载背吸增压变频引擎创新，采用低吸上排科技、反向背吸设计与三重增压加速风道等创新科技，使得油烟吸排获得全程加速。高端厨电强大的功能表现使得高净值人群对于厨房的需求已不仅仅停留在烹饪层面，随着家庭厨房使用频率的增加、消费升级的背景下，高净值人群对厨房设计的品质需求也明显提升，注重美学设计、体现科技智能化、使用体验感强的设计备受青睐。近两年“岛台式橱柜”、“开放式餐厨”逐渐成为高净值人群对于厨房设计的主流需求趋势。

卫浴：受访设计师表示近两年卫浴的设计趋势主要有：隐藏式收纳、壁挂式设计（壁挂式马桶/洗漱台/浴柜等）、抗菌卫浴理念（抗菌配件）以及智能卫浴。

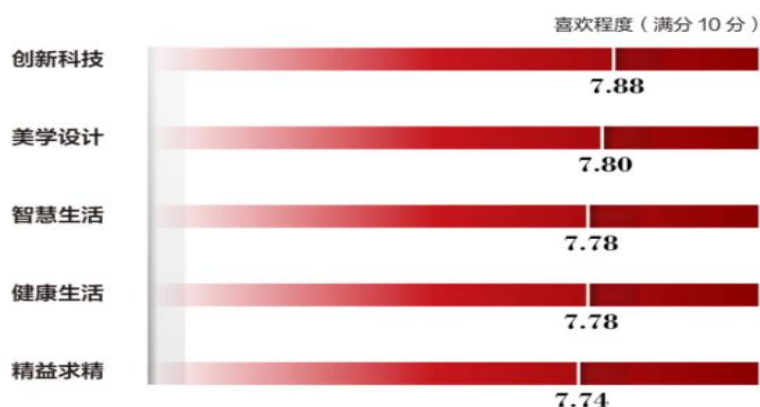
卧室：受访设计师表示近年来最流行的卧室设计趋势是绿色环保材料的一体

化设计以及家居的智能化。绿色设计理念在保证舒适生活的前提下，同时提供健康、安全、节能、环保的生活居住环境的设计。

五、“享受高端品质生活（50%）”被认为是购买家电时的最主要动机，其次是“守护家健康（44%）”和“体验智能科技生活（40%）”

承载最多功能属性的客厅成为了家电配置比例最高的生活空间，超五成的高净值人群表示最关注客厅的家电配置状况。重视程度远高于排在第二三位的厨房（15%）和卧室（12%）。最受高净值人群青睐的家电产品设计理念依次是：“创新科技”“美学设计”“智慧生活”“健康生活”和“精益求精”。

最青睐的家电产品设计理念 Top5



高净值人群为改善居住环境所购买的家电，主要可以分为五大类，分别是针对空气质量、水质、清洁除菌、湿热环境和烹饪设备。在过去的一年中，突发的疫情让空气净化器再次进入到了人们的配置视野之中，成为高净值人群去年购买最多的家电产品，31%的高净值人群选择购买了空气净化器来改善屋内的空气质量；购买厨下式净水器（11%）是高净值人群改善家庭水质量的最主要方式；扫地机器人（21%）是高净值人群最青睐的清洁除菌类产品。中国净饮水整体市场集中度尚未形成，但在细分市场垄断程度差异较大。净水效率、智能化升级等将是净水产品的主要卖点。

	高端品	中端品	代表品牌 / 产品
前置净水器	出水量： 4T 以上 /h	出水量： 3-4T/h 过滤方式： 40 微米精滤	3M BFS3-40GL
全屋净水器	出水量：5-10T/h 清洁：一键式手动		怡口 MG2100
厨下净水器	智能：水质 / 滤芯寿命检测 / 提醒、IOT 互联 出水水质：健康水 / 纯水 废水比：低于 1:1 通量：600G 以上 净水技术：定向选择性过滤		方太 M6A

龙头净水器	滤芯材质：陶瓷 过滤方式：超滤 出水模式：原/净水切换	九阳 JYM-T03	
花洒净水器	滤芯添加： 维 C、香氛、精油	poolicos	
滤水壶	过滤方式： 超滤	过滤方式： 5层精滤	碧然德

未来一年，高净值人群关于五大类家电的选择可能会出现一些变化，之后的生活中高净值人群更加愿意选择一种全局的解决方案，而非单一功能的设备。在空气、水质方面，新风系统和全屋净水-中央净水系统将成为高净值人群未来最受青睐的家电设备选项，有意向购买的人群比例均为 20%，而在过去一年中，实际购买了这两类家电的人数仅占 5%和 10%。关于家庭湿热环境，未来一年选择配置地暖的高净值人群占比为 15%，成为高净值人群最青睐的采暖系统；其次，8%的高净值人群会选择地源/空气源热泵和顶棚辐射系统。

为改善居住环境购买家电

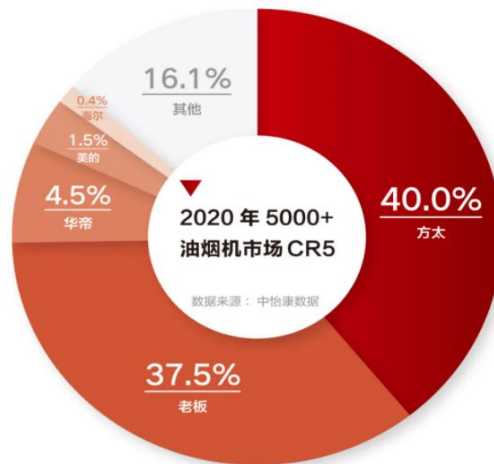


高净值人群未来一年对烹饪设备的需求明显，其中以集成烹饪中心、嵌入式洗碗机、嵌入式蒸箱和嵌入式烤箱为代表。嵌入式家电之所以获得高净值人群的青睐，主要得益于其简洁美观的设计感，同时也使得各家电之间的排列组合更加合理，有利于实现厨房空间的最大化利用。

相比其他家装产品，厨电产品有其特殊性。由于中国饮食文化与烹饪习惯的独特性，一直以来外国高端厨电品牌难以满足国内用户的烹饪需求，以方太为代表的国产高端品牌领军中国厨电行业市场的发展。《2021 胡润至尚优品—中国千万富豪品牌倾向报告》显示，方太是最受高净值人群喜爱的高端厨电品牌。

纵观 2020 年整体厨房家电的销售数据受疫情影响虽呈小幅下滑趋势，但高

端厨电领域向龙头品牌集中的程度加深。其中方太在价位 5000+油烟机、1500+燃气灶和消毒柜的高端厨电市场占有率分别达 40%、32%和 26%，均位居行业首位。同时，方太在水槽洗碗机市场一枝独秀，2020 年品牌的市场占有率高达 96.8%。



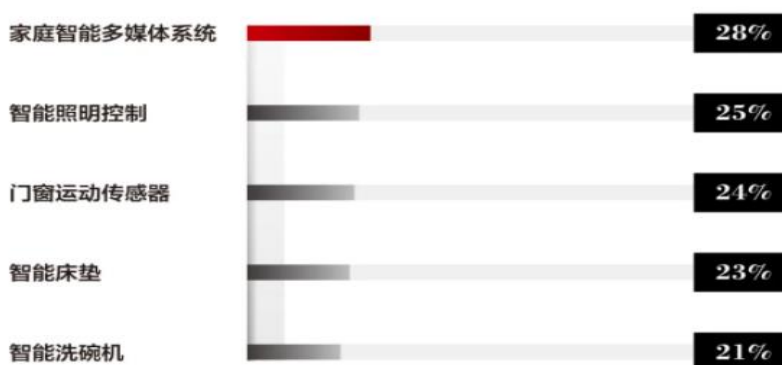
随着科技的发展和物质生活的丰富，功能性不再是人们选购产品时最主要的考量因素。“享受高端品质生活”被认为是购买家电时的最主要动机，占受访高净值人群的50%。其次是“守护家人健康(44%)”和“体验智能科技生活(40%)”。

购买家电的主要动机 Top3



总体上，94%的受访高净值人群中已经配置了至少一样智能家居产品。随着智能家电配置比例的提升，未来各种家电产品之间的联动性也将越来越强，智能便捷程度也越来越高。可以预见，之后用户对于智能产品将会提出更高的要求。90%的受访高净值人群表示未来有购买智能家居的意向，最受关注的三样产品分别是：家庭智能多媒体系统(28%)、智能照明控制(25%)和门窗运动传感器(24%)。

智能家电未来购买意向产品 Top5



研究方法

2021年4月至5月期间，胡润百富·胡润光谷对近百位中国高净值人群和数十位国内资深室内设计师进行了问卷调查。

受访高净值人群平均年龄34岁，女性占比59%，男性占比41%；平均家庭净资产3,200万元；35%与子女/父母两代同住，31%与伴侣同住，24%独自居住，9%三代同堂同住；居所平均室内面积170 m²，平均单价7万元/m²；所属行业主要覆盖科技/媒体/通讯（35%）、金融/投资（14%）、社会服务（9%）、娱乐/文化（8%）和房地产（7%）等。

受访室内设计师30%为签约设计师，25%为设计公司创始人/合伙人，25%为独立设计师，20%为设计公司高管；除了居住建筑的室内设计，77%的设计师还参与或负责办公建筑的室内设计，50%的设计师还参与或负责公共建筑的室内设计；所在企业的年营收规模18%在500万-1000万，35%在1000万-5000万，17%在5000万-1亿元，28%在亿元以上。

来源：胡润百富微信公众号

<https://mp.weixin.qq.com/s/kWUTl85RHntpn-TUpXIV4g>

金融消费者权益保护报告 2021

摘要

2020年是百年难遇的疫情爆发之年，“宅经济”与“无接触金融”成为年度关键词，但同时也滋生出一系列有损消费者权益的违规事件，譬如贷款逾期催收、过多收集用户信息、捆绑销售保险等问题。特殊的疫情环境，将金融业务全部线上化，更加考验各类平台机构的合规风险管理能力。

值此3.15国际消费者权益保护日之际，零壹财经·零壹智库策划《金融消费者权益保护报告（2021年）》及系列文章。报告从金融消费者的行为特征、权益保护监管政策、投诉领域与金融机构处罚情况、十大典型事件案例以及移动金融App备案等视角切入，剖析金融消费者权益保护的现状与问题，并提出相应对策建议，以供业界参考。

本份报告回顾了2020年全年的主要金融侵权事件与投诉重点领域，从中得出以下结论：

一是金融消费者涉及数亿网民。截至2020年末，我国网民数量高达9.89亿，数字生活加速了金融与场景之间的融合，用户享受便利化服务的同时，也更容易遭遇信息泄露、平台默认开通保险服务等问题；

二是“强监管”态势加速金融违规问题查处力度。面对规模庞大的金融消费者群体，我国金融监管部门针对飞速发展的数字金融业态，严肃查处各类违规问题。最受关注的是2020年11月施行的《中国人民银行金融消费者权益保护实施

办法》，重点突出3方面的监管要求，即规范金融机构行为、保护金融消费者信息、解决金融消费争议。此外，各地金融局与国务院等部委也相继提出用户隐私保护、互联网保险销售等细分领域政策规定。然而，传统金融机构与一批新兴的金融科技公司在信息披露不完整、强制搭售金融产品、违规收集App用户隐私等问题；

三是金融机构罚单与十大典型侵权事件引发关注。根据零壹财经·零壹智库发布的“金融消费者权益保护十大典型事件”，场景金融爆雷、大数据荐股骗局、网络互助保险欺诈、过度营销等问题频发。同时，据零壹智库不完全统计，2020年银保监会开出涉及侵权问题的金融机构罚单，合计金额达到9600万元；

四是500+移动金融App备案进展与信息泄露隐患。据零壹智库监测，自2020年6月至2021年2月期间，中国互联网金融协会合计公布了6批金融App备案名单，涵盖548款备案通过的App。然而，仍有大量的银行、保险、消费金融公司以及证券等市场主体App未参与进来，用户使用App过程中的信息泄露隐患较大；

五是金融消费者权益保护的问题与建议。身处数字化时代，人们的数字金融素养尚存在一定盲区，尤其是90后、00后年轻人群与老年客群，亟待加强金融风险预警能力，切勿盲目相信他人。面对不法分子的利益诱导，譬如疫情期间，引导借款人加入“反催收联盟”、借款不用还、借出个人信用卡账户等套路，需要保持客观冷静的应对态度。鉴于此，零壹智库建议在增强金融信息保护意识、数字金融教育、征信系统管理与法律体系完善、线上金融业务的风险防范等方面，我国数亿的金融消费者应当着重提升自我保护意识，严防电信诈骗与各类新型数字欺诈行为。

一、金融消费者群体特征

1. 金融消费者在疫情期间的行为表现

2020年突发的新冠疫情，加快了我国数字经济与数字金融的发展步伐，由此也催生出消费者数字金融素养的培育难题。特殊的疫情环境，使人们的交易行为几乎全部变为线上化、无接触，这促使一批不法分子谎称自身为金融创新的新兴机构，从而实施精准欺诈。零壹智库研究发现，要想理清这类群体的行为表现，需要从金融消费者概念、用户群体规模与“Z世代”典型特征等3个角度切入，系统观察我国金融服务的“待解之谜”。

(1) 金融消费者概念

对于金融消费者的定义，最早可追溯至2016年，央行发布的《中国人民银行金融消费者权益保护实施办法》（以下简称《实施办法》）。文件在第二条第二款规定：“本办法所称金融消费者是指购买、使用金融机构提供的金融产品和服务的自然人”。

2019年12月，央行再次发布了《中国人民银行金融消费者权益保护实施办法（征求意见稿）》，（以下简称《征求意见稿》），依旧延续了对于金融消费

者的定义。

(2) 金融消费者的用户群体规模

根据 CNNIC 发布的《第 47 次中国互联网络发展状况统计报告》，截至 2020 年 12 月末，我国网民规模为 9.89 亿，与 2020 年 3 月的 9.04 亿相比，新增网民数量为 0.85 亿。同时，互联网普及率达 70.4%，较 2020 年 3 月提升 5.9 个百分点。

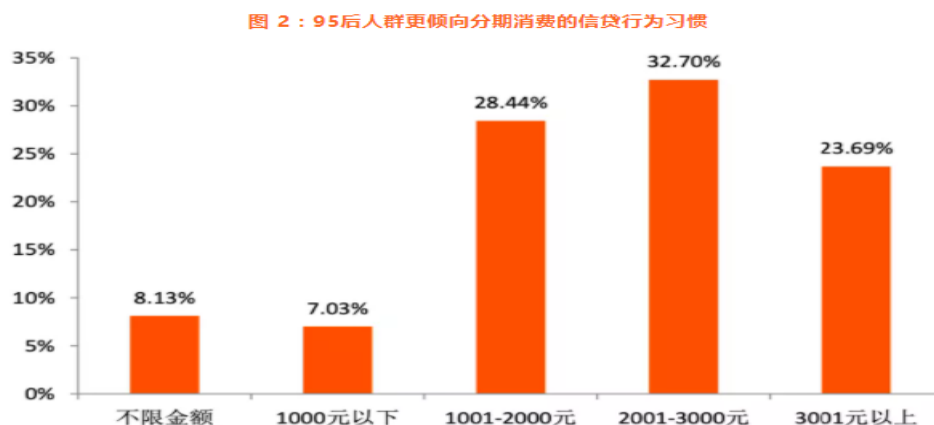


资料来源：CNNIC《第46次中国互联网络发展状况统计报告》，零壹智库

金融消费者当中的绝大多数属于网民群体，疫情不仅使 80 后、90 后甚至是 00 后，加强线上办理信贷、支付、理财等金融服务的频率，也加速了中老年客群步入数字生活，养成线上资金交易往来的行为习惯。鉴于此，通过观察日益庞大的网民行为偏好与金融投诉争议的焦点问题，金融机构可快速识别侵害消费者权益的重点领域。

(3) “Z 世代”典型特征

“Z 世代”客群（指 1995-2009 年出生的人群），是我国互联网线上消费的主力军，基本代表了线上金融服务的主流人群。尤其是 95 后群体，他们对于信贷、理财、移动支付等金融产品，具备较高的好奇心与强烈的需求。尤其是消费金融方面，作为身处校园或是刚走上工作岗位的年轻一代，他们享受到科技进步、生活富足的红利，更倾向于超前消费。调研数据显示，95 后的消费能力主要依靠信贷杠杆扩大，而众多的互联网平台，对于贷款审批与贷后催收的流程标准参差不齐，催生出一系列违规问题，进而侵害金融消费者的合法权益。



资料来源：京东科技，《95后金融消费需求调研报告》

同时，这一年龄层的人群更突显独有的个性，“社交、圈子文化、兴趣”成为其办理金融服务的典型行为特征。然而，他们对于金融的理解，尚处于启蒙与尝试阶段，主要是基于个人兴趣偏好而办理。需要注意的是，这类年轻人群亟待提升消费者数字金融素养。他们是伴随着互联网而成长起来的，对于各类线上平台的玩法十分熟悉，但普遍缺乏金融风险识别与判断能力。

面对着数字金融时代的多项变化和挑战，包括来源于业务、技术、数据、网络等风险叠加因素，年轻客群在线上签署电子合同、交易密码验证、理解法律文本含义、投资理财产品波动性、虚拟货币交易等方面，往往缺乏必要的金融风险防范意识。目前，人们处于“无科技不金融，无数据不金融”的时代背景下，越来越多的互联网长尾客户更需提升金融专业素养，及时防范欺诈风险。

2. 金融消费者区别于普通网民的特征

消费者通常具有以下两个特征：第一，以生活消费或非营利为目的；第二，消费客体为产品或服务。而以Z世代客群为代表，则是具有为兴趣付费、“懒经济”与“宅文化”、偏爱颜值与萌宠等六大特征。

表 1：Z世代客群的六大消费态度

Z世代六大消费态度	具体内容及举例
态度一： 愿意为自己的兴趣付费	这是一种粉丝经济，人们愿意为自己感兴趣的事买单。 例如： B站大商城售卖线下茶话会等活动门票；“二次元”用户愿意花钱买动漫电影、动漫周边，盲盒、手办等商品。
态度二： 内容创作=自我实现+社交方式	Z世代愿意表达自我想法，有强烈的情感互动诉求，推动了平台的壮大和内容消费市场的发展。 例如： 成为B站的UP主，用自己的原创内容吸引众多粉丝，甚至UP主成为一个职业；在B站直播，与人交流的同时获得流量和打赏。
态度三： 爱国是国货潮兴起的重要力量	Z世代享受经济增长的红利，有强大的爱国热情、文化自信和对主流意识形态的认可。 例如： B站发布国漫；云南白药、百雀羚、回力鞋备受欢迎，掀起“国潮热”。
态度四： 追随偶像/KOL的脚步	无论是虚拟还是现实，Z世代格外喜欢追随偶像的步伐，促进了消费。 例如： 购买B站初音未来手办；购买明星周边、购买演唱会门票；为“恋与制作人”游戏中的周棋洛，买下一颗星星的命名权。
态度五： “懒经济”与“宅文化”	“懒经济”指代的是消费者不用出门也可以用手机指挥商家上门服务，以外卖和到家服务为主要表现形式；追求“宅文化”，即乐于宅在家里玩手机游戏、看动漫、逛视频网站、刷弹幕等等，而不是到户外“瞎浪”，讲究物质追求与精神追求两不误。 例如： B站推出手机游戏、视频等一系列线上娱乐。
态度六： 偏爱颜值与萌宠	Z世代人群热衷于追求与高颜值相关的一切事物；与其他人群相比，Z世代更加偏爱萌宠，喜欢“吸猫”和“撸狗”，因此美妆和萌宠相关经济兴起。 例如： B站有许多美妆UP主、宠物UP主吸引了众多粉丝。

相对于普通网民而言，金融消费者目的性更加明确，首先购买金融产品的目的均是为了资产保值、获取利益、规避风险等（排除专职从事投资活动的单位和个人）；其次，从交易地位来看，金融产品交易具有较强的专业性。

而互联网的普及，将金融服务推向了大众消费者的眼球，却并没有向所有消费者普及金融产品服务所具有的专业性，这也是导致金融消费者权益受损的主要原因。

3. 线上金融服务的数字欺诈事件频发

数字技术推动金融行业发展，但数字技术也为金融欺诈带来可乘之机，对金融科技平台的风控提出严峻挑战。金融消费者一面享受着数字金融带来的方便、快捷，同时还由于缺乏必要的金融风险防范意识，而面临着来源于业务、技术、数据、网络等因素带来的叠加风险。

年轻客群在进行线上操作时，将面对线上签署电子合同、上传个人证件信息、人脸识别或密码验证交易、投资理财产品、进行电子货币交易等一系列交易流程，在便捷流程的流畅操作中，往往容易忽视各项条款，而陷入网络借贷诈骗、账号被盗、虚假 App 诱导使用等欺诈事件之中。零壹智库研究发现，要想理清数字金融服务中数字欺诈事件涉及的主要侵权领域和特征，需要从数字金融概念、欺诈特征与数字金融欺诈典型事件等 3 个角度着手进行分析。

（1）数字金融产品概念

从传统意义来看，金融产品是指资金融通过程中的各种载体，包括存款、保险、黄金、外汇、有价证券等。随着我国数字化时代的发展，数字金融产品也随之产生。

数字金融产品是指通过互联网及信息技术手段，与传统金融服务业态相结合的新一代金融服务，主要涉及第三方支付、互联网保险、互联网理财、网络借贷、消费金融等。然而，数字金融并没有改变金融的本质和风险属性，而恰恰其处于数字化时代所具有的开放性和互动性，更容易产生业务、技术、数据、网络等多重风险叠加。

（2）数字金融欺诈的典型特征

数字金融欺诈，普遍具有专业化、产业化、高频化、关联化、场景化五个典型特征。

表 2：数字金融欺诈的典型特征分析

欺诈特征	具体内容及举例
特征一：专业化	数字金融欺诈手段更迭速度极快，由之前较为简单的盗号、盗刷演变为现在的借助大数据等前沿技术，精确识别“欺诈目标”并叠加薅羊毛、兼职、网购退款、虚拟货币等更为复杂多样的手法，使得数字金融诈骗更具迷惑性，不易被识别。
特征二：黑产业化	数字金融欺诈团伙通常有专业组织并且分工明确，各环节具备特定职能，形成一条完整的犯罪产业链。产业链主要包含开发制作、批发零售、诈骗实施、销赃洗钱等环节。

特征三：高频化	数字金融欺诈呈现小额高频的异地作案趋势，给司法机关取证定罪带来极大困难。同时作案成本低廉，可能只有数台手机电脑和银行卡。
特征四：关联化	在地址、户籍、IP地址、交易时间等多个维度上，呈现明显的聚集关联现象，并以异地作案为主。
特征五：场景化	数字金融欺诈多依托指定的场景开展，例如：数字金融欺诈可依托网购等场景，以退货、退运费险为由，骗取赔付，乃至套取用户账号密码等。

(3) 数字金融欺诈的核心问题

相比于传统金融服务，数字金融服务涉及的领域除传统的银行、证券、保险以外，更多应用于互联网场景，因此叠加了业务、技术、数据、网络等风险。数字欺诈行为涉及的领域会更加广泛，譬如账号盗刷可能会涉及第三方支付、网络借贷、信用卡盗刷等众多领域，以下展现了数字金融欺诈的典型行为，以此作为举例说明。

图 3：数字金融欺诈的典型特征分析



• 第三方支付、网络借贷、信用卡盗刷问题

盗刷行为已不是一个新鲜词，从以往的失窃导致的信用卡被盗刷，发展至如今的手机银行信用卡盗刷，或是个人信息从网络上被窃取，从而导致的盗刷行为。大数据时代的盗刷更加体现在技术上对金融消费者个人信息的窃取。

窃取行为一方面体现为黑客非法入侵，通过诱导点击链接等行为窃取账号密码等支付信息；另一方面则是日常使用的 App 侵害用户权益，非法阅读隐私信息，但存在数据安全隐患问题如有 Janus 签名机制漏洞、未移除有风险的 Webview 系统隐藏接口漏洞、界面劫持安全、密钥硬编码漏洞、应用备份风险等，从而导致用户信息从第三方 App 泄露。

• 金融产品捆绑搭售会员、保险

近年来，市场上各类借款平台五花八门，标榜无抵押、审核快、低息高额的小额贷款产品深受借款人青睐。不过，方便快捷的同时，也有平台不断被曝出在借款中搭售保险、服务费或者会员等，抬高借款成本。

在黑猫投诉中可以看到，多人在申请贷款时投诉平安普惠，在贷款流程中未告知贷款中附加保险费和管理费。

除此之外，有平台还存在充值会员才能提现的问题。以“开通会员”之名，

行圈钱之实的行为，已成为多家平台玩家的共识。

如下载某借贷类 App 之后，被通知已经拥有“借款资格”，接下来开通会员即可放款。而在支付会员费之后，发现既不能贷款，平台又不予退费处理。零壹智库通过搜集整理黑猫投诉平台的披露信息，发现提钱游、小赢卡贷、禾诚分期等平台，以开通会员即可贷款为由，诱导会员进行充值，会员费从几十元到几百元不等。实际用户审核不通过后，还会进一步给其他贷款平台导流。

更有甚者，用户在无意中签署了所谓的“免密支付”协议，点击权益包即默认自动开通会员，且无法退还费用。

- 信息披露不明

信息披露问题，早在线下交易中就屡见不鲜，不知情的消费分期、附加费用更是躲在了在线上交易的“避风港”中。

2021 年 2 月，线上教育平台学霸君暴雷，多位家长在停课後，仍被要求向第三方金融机构缴纳学费尾款。

教育机构和第三方金融机构的合作，采用“分期贷”方式付费，俨然已经是业内的“潜规则”。分期可行，然而消费者是否知情成为关键性的争议点。一旦教育机构资金链出现问题，家长们面临的，则很可能将是退费无门、甚至背上还款债务的命运。

在黑猫投诉平台的投诉内容以及家长们提供的信息中，与学霸君合作的金融机构涉及了河北幸福消费金融、中银消费金融、中信消费金融、海尔消费金融、91 金融旗下的易可分、小恒钱包、TCL 小贷金融等。据海尔消费金融官网披露，其与学霸君、平安好学、51talk 等多家教育机构均有分期贷款合作。除了学霸君外，中银消费金融也曾因翡翠教育跑路、英孚教育退费难等问题被投诉。

2020 年 7 月，央视也曾集中曝光过多家培训机构存在诱导消费者贷款问题，英孚教育、北大青鸟、仁和会计等机构均在列。报道中提到，很多教育培训机构销售人员在推销课程时，都强烈推荐消费者通过贷款的方式支付学费，甚至表示“零收入的在校学生或待业人员也可以办理”。这些机构主要抓住了以在校学生为主的用户心理，他们收入少、又对学习抱有极大热情，容易被这类分期贷吸引。根据报道，北大青鸟工作人员称，学生贷款较多，80%的 20 岁以上年轻人同意采用分期贷款。

当在线教育因为疫情按下了“加速键”，几大头部在线教育机构展开“融资竞赛”的同时，由于竞争激烈、线上获客成本不断高企，也让众多中小在线教育机构的资金开始告急。延长“教育预付费”的周期，成为部分机构的“救命稻草”。然而与消费者签订协议时，仍应主动告知实情，让消费者自己做出判断。

- 假冒伪劣 App 误导消费

“真假 App”纠纷在过去的几年来日渐频繁。

2021 年伊始，浦发银行、华夏银行等多行发布通告称，监测发现数家媒体的自媒体账号发布冒用该行名义的虚假营销活动宣传，内容为通过扫描二维码下载

App，注册后连续签到领取奖品。

除银行外，也有不少消费金融 App，如马上、中原、晋商消费金融等在官网及公众号中挂出发现有不法分子以网络贷款为诱饵，并以冒用贷款平台之名诱导不明真相的群众注册申办贷款，涉嫌冒用本公司名义对客户实施诈骗。

（未完，详见来源及全文链接）

作者：李薇，王若曦等

来源及全文链接：零壹财经微信公众号

<https://mp.weixin.qq.com/s/GG9QxBbEiiUmlSw-htEdww>

★公益慈善专栏

民国儒商荣德生的散财之道

编者按

当下，公益创新成为热门话题，但大家往往急于在全球范围内寻找优秀案例，却忽略了中华传统慈善文化中蕴含的精神与经验。许多传统公益慈善人物湮没在历史的尘埃，他们的智慧、创举少有人知晓。

2017 年敦和基金会支持无锡灵山慈善基金会传统公益基金一群青年学人，尝试用通俗、接地气的方式，对明朝到民国的苏南知名慈善人物进行研究，探索数百年前这些慈善人物的精神和创举有何独到之处，对我们有怎样的启示……

今日推出系列文章第七篇，呈现民国时期著名实业家、慈善家荣德生的人生故事和精神世界。这位汲取了传统文化精髓的儒商，是如何看待和支配财富，使得慈善成为财富的归宿？

荣德生（1875-1952），江苏无锡人，原中国国家副主席荣毅仁之父，民族工业巨擘荣宗敬之胞弟，是中国民族资本家、慈善家、实业家，也是新中国第一届全国政协委员。从事纺织、面粉、机器等工商业 60 年，荣德生享有“面粉大王”、“棉纱大王”的美誉。

在发展实业的同时，荣德生兴办了大量公益慈善事业，领域涉及路桥、公园、职工教育、小学、中学、大学、图书馆、文物保护等。在四十多年中，荣德生把慈善公益事业作为自己生命中不可缺少的一部分。

生逢乱世，尽管一生起伏不断，但荣德生始终坚持用中国传统文化思想来对待财富和支配财富，使得慈善成为了财富的归宿。

一、重视教育 创办学校

1904 年，荣德生三十而立，思量着要对地方尽公益义务之责，他与族人发起捐资，创办了公益学堂（1906 年改为公益小学），由此也开启了他 40 多年兴办

教育的公益之路。荣德生兴办的学校从小学至大学应俱全，经这些学校培养的学生不下万人。因学校收费极低，为许多贫穷之家的孩子提供读书机会。

荣德生注重实学实用，他认为“教育贵在实学，若虚有其名，无裨实用，不如无学。”1906-1918年，他先后创办了四年制的公益小学四所，两年制的公益小学两所。这些公益学校学费低廉，如公益第一小学高级班学费5元/学期（贫苦者免），初级班学费3元/学期（贫苦者免）。这些学校为很多农村学子提供学习机会，对当时无锡附近农村小学教育的普及起到了很大的作用。

在晚清时期，一些实业家在西方公益思想的影响下开始重视女子教育。荣德生主张女子“求诸学问技能”，以达到“先在经济之能独立，不赖男子以生存”。1908年，荣德生创办了兢化女校，并且先后创办四所，以足补公家之所不及。

1919年夏，荣德生成立的一所中等职业技术学校，从高小毕业生中招收学员，先经过一年预科，然后进行分班教育，共有工、商两科，学制3年。工商中学共创办8年，培养了一批精英人才，如我国著名的科学家钱伟长、经济学家孙冶方就是从该校毕业。

1947年，年过六旬的荣德生创办私立江南大学，江南大学下设文、理、工、农三个学院九个系，学制四年。这是无锡历史上第一所正规本科大学，当时的文学院院长是国学大师钱穆先生。在《师友杂记》中他对荣德生有这样的评价：“其（荣德生）日常谈吐诚恳忠实，绝不染丝毫交际应酬场中声口，更不效为知识分子作假斯文态，乃俨若一不识字不读书人，话语皆直吐胸臆，如见肺腑。”钱穆说，荣德生这么重视文化教育、修桥铺路等公益事业，但是其个人生活如吃饭衣着却是“节俭犹如寒素”。

当时的教育西式学堂已经取代了传统教育，四书五经连同科举被一并取缔，对此，荣德生认为当时“人才教育”无法取代“公民教育”，前者以知识和技术为主，后者则是道德教育和品格的养成。为此，荣德生决定将旧式书院与新学的科目相结合，编传统文化的通俗读本，取名《人道须知》，他亲拟大纲，请前翰林江霄纬和荆梦蝶两位精通传统文化的宿儒老先生执笔编写。前四卷“孝悌”“忠信”“礼义”“廉耻”，成书于1927年，后四卷“家庭”“生活”“自治”“处世”，成书于1930年。

二、修路造桥 教重于贍

荣德生认为，教育尤事业之母，交通为地方命脉。1928年，荣德生出资修建开原马路，“开原乡自开辟马路以来，交通便利，行人颇受其益。”此后，又先后修筑了通惠路等公路。在修



私立江南大学全貌

筑公路的同时，荣德生成立百桥公司，捐资建造百余座桥梁，其中最看重的是1934年建造的横跨蠡湖的实业长桥（又称宝界桥）。当时荣德生六十大寿，“亲友赠送寿礼折款6万大洋，捐建此桥，时称‘江南第一大桥’。”

作为终身学习者，荣德生不仅自己热爱读书，还希望让更多人读上书，读好书。1912年，荣德生开始筹建图书馆，历时4年，于1916年落成，取名大公图书馆，意在“示不私天下文化利器，愿以公之大众也”。他搜罗购买各种书籍，到抗战前大公图书馆已藏书20万卷，多为善本。抗战胜利后，他又出资补购10余万卷，使之成为无锡地区最大和最早的私立图书馆，不仅为当地人提供免费阅读国内外书籍，而且保存大量珍贵历史文献。



近代最大的私立图书馆之一大公图书馆

荣德生也参与救灾、施米、施衣等传统善行，但他认识到这种临时性的救济不能解决根本问题。荣德生在自传《乐农自订行年记事》中写道：“余以为创办工业，积德胜于善举。慈善机关周恤贫困，尚是消极救济，不如积极办厂兴业，一人进厂，则举家可无冻馁；一地有厂，则各业皆能兴旺。”授人以鱼的物质救助帮得了一时，教育与实业才能授人以渔，才能助人自助。这就是“教重于赡”的原因，（教育胜过赡养）。这接近现代公益的理念，类似“赋能”。

三、动因 家庭熏陶与文化滋养

中国传统的文化精神重视家风和教育，特别重视人格和品德的培育。荣德生的父亲荣熙泰为人仗义，遇事从不推诿。他常说：“治家立身，有余顾族及乡，如有能力，即尽力社会。”正是这种推己及人而至国家社会的观念深深影响了荣德生。

荣德生创办实业的初衷，并非为追逐财富与私利。钱穆在《师友杂忆》中所载荣德生亲述的一件小事，可为佐证。某年，荣氏兄弟及乡友在杭州晚餐之后走

出饭店，被一群正值壮年的乞丐环侍争赏，这令荣德生感慨不已，立刻跟大家一起商议决定设厂招工，让更多人能够就业。可见，荣德生有理想抱负而又真诚务实。

正是中国文化传统的滋养使得荣德生能够不断超越个人而关怀社会、超越财富而追求更高精神价值。品读荣德生在梅园中所收藏或题写的匾额和楹联，可以更好地感受他的精神层面所向往的境界：“以善济世”，“发上等愿，结中等缘，享下等福；择高处立，就平处坐，向宽处行”……荣德生虽是商人，却有读书人和士大夫的家国理想，能力越大就为社会担当更多责任。



无锡荣氏梅园一景

四、启示 中西比较视角下的中国式散财之道

荣德生所生活的时代，是美国基金会产生的时期。如果把荣德生和卡耐基做比较，看似不相干的两人，居于地球东西两端，文化背景完全不同，彼此也没有交流，但他们却有很多相似之处。

他们所处年代相当，都工作很早，少时没读多少书。卡耐基9岁工作，15岁就成了熟练的电报员；荣德生在农村，14岁出来工作，从管理账务的学徒开始；后来他们都从事实业，成了大实业家。他们都很能赚钱，也善于做慈善，选择慈善的领域也是英雄所见略同。卡耐基在《财富的福音》中写到了公益捐赠的最佳领域：一是建立大学；二是建立免费公共图书馆；三是建立医学实验室；第四个是建立公园；最后一个就是捐赠教会。除了医学实验室，两人的公益慈善领域基本一致。

他们还有一个共同点，就是都在年富力强的时候，就开始寻找财富的归宿，那背后的理念是什么？卡耐基所代表的是基督新教对于财富的观念。基督新教认为财富并不属于某个人。卡耐基的著作《财富的福音》做了更清晰明确的阐述：

如果你完成了财富积累的任务，你就有责任对财富进行管理，而富人的责任是树立一个俭朴不张扬的榜样，避免炫耀奢华，只要满足恰如其分的合理需求就可以了。所以卡耐基在临终的时候，将他的巨额财富只留给家人一小部分。其余被委托管理的这笔财富，有责任要用在深思熟虑的、断定能对社会产生最佳效果的事业上。

荣德生受传统文化滋养甚深，在他身上体现出个人与社会、财富与精神的统一。自小接受传统教育，一生倡行儒家道德，荣德生追求的不是个人成功，而是推己及人，帮助每一个人有机会“自立”。荣德生既是实业家，又是慈善家，但比这更重要的是他做事情的方式和背后的精神。

资中筠先生在《财富的归宿》书中写道，财富本身不是目的，它也需要有归宿。财富的归宿，其实是人的归宿，财富只有工具价值，而人要有终极关怀，换言之，就是对世俗社会和现实人生的超越，就是对人生意义的不断追寻。

儒家追求三不朽：立德、立功、立言，这三者可谓是儒家对有限人生的超越，对于自我中心的超越。荣德生和卡耐基都是大实业家，可谓立功；都是大慈善家，可谓立德；都有著作和言论传世，卡耐基有著名的《财富的福音》，荣德生有《人道须知》，可谓立言。三者都具备，可谓不朽的人生。

作者：盖中辉，陈雁雁

来源：敦和基金会微信公众号

<https://mp.weixin.qq.com/s/bRKnEc8-7AsAdcBasomZNA>

王文：不是公益不行了，而是一些公益人变“懒”了

导语

这是一次内部会议上的探索，我本来只想做个简要笔记，一不小心做成了全程速记，又一不小心被触动了，索性编辑成文，与大家分享。

虽然说的是公益，但映射的却是一条修心路。

百川归海，万法归心。根本的破圈之路，往往来自于念念利他的本怀；蓬勃的创造力，往往来自于天下为公的视野。高瞻远瞩的格局，往往来自自知相离相的内心清明。

于公益，筹款不是目的，物资不是终点，慈善的终极意义绝不止于扶危救困，当人心被慈与善的精神润泽，公益之弘，自然而然。大道为公，众生皆益。

无论你是不是公益人，这篇文字，或许都能给你某种启迪。



王文

灵山慈善基金会理事长
中国灵山公益慈善促进会秘书长
上海灵青公益发展中心理事长

一、公募的本质

今年，公益难，公募更难。要突破公募困境，首先要理解，到底什么是公募。

世俗的理解是面向公众的筹款都可称之为公募。但严格说，只有面向非特定用户的募款，才是真正意义上的公募。

比如很多机构参加 99，如果是事先动员好的捐款，即使是公开的手段，仍是定向募捐。

再比如，一个机构，向她的上千万志工线上公开募捐，无论筹款额有多么惊人，从逻辑上讲，这依然是定向募捐。

真正的公募，是一种破圈的、找到潜在、未知用户的能力……捐赠人，不该只是来自你的社群，或你的朋友圈。

那么，怎么才能破圈，这便要解析另一个永远与“公益”并驾齐驱的词——慈善。

二、慈善的本质

今天的公益慈善遇到价值模糊的困境，通过慈善改变世界的原教旨的公益情怀受到冲击，慈善和商业的边界在模糊。

慈善，是悲悯之心的体现，是人类独具的不忍众生苦的闪光品质的体现。所以，一些能激起情感共鸣的项目更易筹款。

但情感上的动因，应该被尊重，而不是被消费，这就要求，每一个调动大家情感呼应的故事必须非常真实。如果总是在消费情感，就会很快流量见底，如

果情感上没有更真实的表达，你都不好意思再说了。

比一时的情感呼应，更久远的相伴是价值认同。比如有些机构与捐赠人，共同认可善因善果的因果逻辑，就可以在募款人与捐款人之间，构架一个互相支撑的需求体系。

所以我们在设计产品时，要试图找到一个公益项目和公益组织活在这个世界上的原因，要构建出一种与捐者产生价值认同的逻辑。这不是简单的扶危济困，你得能改变一个社会议题，引领一个潮流，才能输送勃勃的生命力与温暖。就像有些机构卖东西很贵，但他告诉你这是为了保护地球。

除了理解慈善的本质，增强自身的项目逻辑外，联合各方也是让公益机构抱团取暖，走出困境的关键，“联合劝募”，便是其中最常见的现象。

三、联劝

从募捐角度讲，公益机构需找到在情感和价值上能产生共鸣的捐赠人。从捐赠人角度讲，他们也在苦苦寻找自己认同的项目和机构。

而一些大型公益机构，他们在募捐的同时，还有一个任务——寻找优质的合作伙伴。

目前公益机构的困境，除了公募资质是个坎，还有个难题就是捐赠人的获取。互联网公益的兴起，让很多机构只能依赖于大平台的流量，难以获得真正属于自己的用户，即使获得，也很难维护。

这是我们为什么做平台技术研发的原因，我们要做数据共享，要让合作伙伴都能平等受益。

公募机构，如果只是和合作伙伴共享资质，就成了二道贩子，是空心的。专业顾问能力和平台能力要提升，让合作机构需要你，才是你的价值所在。

那么如何让合作机构需要你？这就要问问，联合劝募的初心在哪里？别人为什么要到你的平台捐赠？

首先，你的项目必须是好项目，你的心未必坏，但甄别力不足时是会出问题的。捐赠人看不懂你的财报，也看不穿你的真假。于是捐赠体验，很大程度上决定于捐赠人和项目之间的高效适配。我本来要捐 100 万，没有好产品，就捐 10 万，反之，则可能捐 150 万。

其次，联劝要有专业的能力，要有获取用户的能力。怎么获取用户？除了品牌营销，还有项目设计。

你的心在哪里？是在你的专业上，还是在你的用户身上？技巧是很容易被驯化出来的。心，才是一个慈善机构最核心的能力。这就回到刚才所说的，联合劝募的初心在哪？对合作机构更是如此，不要老想，他能给你带来数据，先想想，你能带给他什么？你是否在他的项目设计，项目预算上给出了专业建议，你是否真的能带他认清桎梏，成功破圈？

让我们先看看，大多数机构的舒适圈在哪，如何突围。

四、破圈

当互联网进入慈善时，我们说慈善的春天来的，但如今，我们依然在春天守望春天，流量见底怎么办？

很简单，捐赠人的诉求要被关注而不是被消耗，大家都在相对轻松的领域里浴血奋战的结果，就是春天依然寒冷。

不是公益不行了，而是一些公益人变“懒”了，信念缺失。

以前，我们做公益时哪有互联网，都是亲身去。现在，编篇文章，发朋友圈，公益完成。这或许证明，你不是有理想的人，你自己没想真去改变什么，只是让别人喝你的鸡汤。这是割裂的人生。

你在想什么？

现实中，部分公益人的工作状态是这样的：

9:30 的时候想，别人都没到，我也可以不到。

5:10 分的时候想着要下班。

上班时间之外，想着这是自己的时间……

这样的状态是否值得捐赠人拿出善心善款养活你？如果不值得，那你会很惨，你应该很惨。甚至你还会抱怨，为什么今年的所得少了。

再这样下去，土壤会贫瘠，流量会见底。专业会缺失，信任会危机。这是我们在春天里感到格外冷的原因之一。

五、中国的 DAF

其实，任何一个寒冬里都蕴藏着春天的信息。当艰难来临的时候，也就意味着某些更符合时代脉搏的模式，将应运而生。

这里我想介绍的，是在西方已存在百年，在中国仍是新名词的 DAF。

何为 DAF？捐赠人出资设立子基金，捐赠完之后，保留建议权。美国的 DAF 捐赠金额，占了公益筹款的很大比例。

这种信任交托逻辑，让捐赠变得更高效，这是灵山基金会引出邻家计划的原因。（以家族名义成立基金会，形成建议性捐赠）

你跟一个人能处得长久，往往是因为你了解他的动因。捐和募两者之间的相处也是如此。从联合劝募到 DAF，有某种意义上的必然性，昭示了我们对捐赠人的态度发生了变化，真正把他视作信任交托。

DAF 一定是中国未来公益的趋势。改革开放后富起来的第一代人正在老去，如果他们想捐赠，谁是他们信任的人？

在人与财富的关系，因第一代创业者逐渐退出历史舞台而发生变化时，你怎么能找到目标捐赠者，完成他们的慈善诉求？

答案是，你首先要成为那个和他们有共识，能将他们的公益理念，传承诉求

实现的人，所以这个时代对慈善人的要求，是你对专业和人性的认知，越来越深刻。

衣锦还乡，光宗耀祖，是中国人的传统追求，在现代社会，它可以靠慈善体现，人的终极追求都是利他的。如何把利他的追求，结合法律法规变成现实，这是公益人要思索的。

截止 2021 年 3 月 31 日，灵山基金会、金百临基金会共同发起的具备 DAF 模式的邻家计划，用 2 年的时间，拥有了 349 支基金，项目 189 个，累计基金总额 34339385.99 元，项目筹款总额 10452937.81，合计 44792323.8 元

是的，这个春天有些冷，但只要珍惜每一缕春光，在不断探索中，播下一粒粒利他的种子，那个收获的秋天，一定会到来。

来源：善达网微信公众号

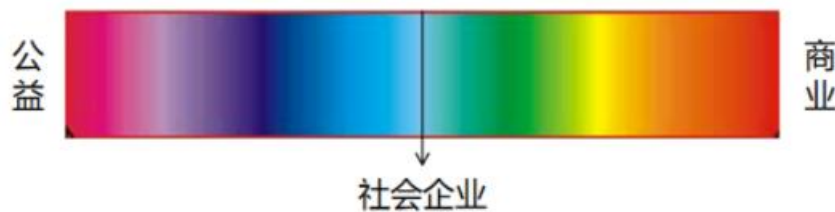
<https://mp.weixin.qq.com/s/M7VfIKe5iIWYPBoRT0II8A>

徐永光：社会企业来了！公益和商业都将被颠覆

一、公益与商业的关系

先画一个“光谱图”，对公益和商业投入产出之社会效益和经济效益，即产生的社会影响力进行排列，公益在左，商业在右。

左边花钱，右边赚钱；左边偏重于社会效益，右边偏重于经济效益。处于最左端的，是捐出钱财做慈善的公益，极端表现是一掷千金，滥行布施；处在最右端的是追求利润最大化的商业，极端表现是唯利是图，急功近利。



公益向右，从布施钱财到注重投入产出效益；再向右，强调资金投入是否有效解决社会问题，产生影响力；再向右，公益服务可以收费，比如教育、医疗、养老服务，与商业很相似。

但商业分配利润，公益组织的收入不分配利润，故称为“非营利性组织”；再向右，公益转变为商业模式，成为社会企业。

商业向左，从追求利润最大化到在商业活动中努力承担社会责任，兼顾股东、消费者、环境和国家利益；再向左，从企业社会责任升级到企业战略公益，把公益渗透于产业链的每一个环节；再向左，用影响力投资于社会企业，有效解决社会问题。社会企业以社会利益为先，把赚钱放在第二位。

在这个光谱图的中间地带，公益与商业的边界渐趋模糊，你中有我，我中有

你。这个模糊地带正是社会创新的精妙之处：活力空间，混沌所在。

如果规定公益与商业只能是泾渭分明，乃至将之视为水火不相容，如果用一成不变的道德标准、祖宗法则来对待新的变化，用道德窥探、道德绑架和道德审判来对待公益与商业的革故鼎新，不亚于冷不防冲出一群社会创新的“杀手”。

在社会创新的“混沌地带”，创新者很容易被“他杀”，如果自己也被世俗势力困扰和绑架，患得患失，没有与之对抗的勇气和能力，则可能走向“自杀”。

《庄子》的“混沌之死”早就给出警示：

南海之帝为倏，北海之帝为忽，中央之帝为混沌。倏与忽时相遇于混沌之地，混沌待之甚善。倏与忽谋报混沌之德，曰：人皆有七窍，以视听食息，此独无有，尝试凿之。日凿一窍，七日而混沌死。

意思是说，倏、忽二帝居南北，混沌之帝居中央（光谱图甚合此景）。倏、忽二帝要报答混沌的恩德，就说，人都有七窍，唯独混沌没有，让我们帮他凿出来吧。于是，善良的混沌在7天之内就被这两位好心人弄死了。

不过我们还是需要清楚，尽管价值趋同，但公益与商业组织的性质并未改变。

二、商业如何向左

2017年年初，我在“好未来‘希望在线’教育公益平台发布会”上的发言中，引出了我的一段回忆。

我做希望工程的时候，有人喊口号：“救救孩子。”我说这个口号不对，受教育是儿童的权利，我们是还他们应有的权利。所以在20世纪90年代中期，我就有一个梦想：用信息化手段给农村孩子提供最好的教育。

尽管尝试了一系列手段，但我的梦没有做下去。毕竟，靠捐赠的免费公益是“烧钱”的模式，我们没有那么多钱的投入；而政府主导的项目也一直很难切中真正的痛点——教育部门“校校通”推行了那么多年，花钱不少，都乏善可陈。

我曾去过一所希望小学，校长告诉我，他们砸锅卖铁建起了电脑教室，因为在学校的评估中，如果不建电脑教室就算不达标。办了电脑教室，电脑却没有开过机。

为什么？学校花不起电费，也没有懂电脑的老师，更缺少教育信息资源，电脑教室就是摆样子。从建成到现在，电脑就是用布盖着，最近有收破烂的来了，学校老师说电脑好多年了，没有什么用了，50元一台给你收掉算了。他们正在纠结，不处理放在那里也没有用，处理的话，还可以拿回一点钱。

困在我心中整整20年的纠结终于被一家教育公司解开了。这家公司叫“好未来”，它有一个“希望在线”网站，打算用它做教育信息化公益模式，把公司开发的优质课件和老师的讲授，通过互联网输送到农村，特别是让贫困地区的孩子们共享。

对于这个想法，我的评价是：“好未来让教育公平从天而降。”但好未来公

司及其基金会在项目设计中存在一个做不好也做不大的致命误区：完全免费，因为是做公益。

为何免费是致命误区呢？我与好未来公司创始人张邦鑫讨论时说：“好未来的教育信息产品给农村贫困孩子共享，固然边际成本很低，但项目的推动毕竟是有成本的。”

张邦鑫说：“对啊，带宽占用成本不低。”此外，还有课程的再开发成本和落地推广的成本。好未来公司再有钱，但是做得大，亏得多，做着做着就支持不住了，结果也就是玩了一场“公益秀”而已。

因此，我的建议是，支持农村教育信息化的模式，无论定位公益，还是企业履行社会责任，或者称为企业战略公益，无论任何模式，都必须收费。

免费是做不大的，你可以免费做一个县、两个县，社会责任也算有交代了，但是几千万、上亿名农村中小學生需要良好的教育信息化资源供给，这是供给侧改革的有效供给，只有做大才有意义。

好未来“希望在线”所要做的，正是“商业向左”的模式，但全免费就走到“极左”路线上去了，必定行之不远。另外值得一提的是，好未来的公益模式可以叫作企业战略公益。

企业把自己的产品做好，这是社会责任的根本所在。企业参与社会公益，1.0版是捐钱，授人以鱼；2.0版是帮助穷人做出改变，授人以渔；更高层次为企业战略公益，是指企业把它的公益行为渗透到产品和服务中，渗透于供应链上下游当中。

比如，我看到中城联盟几十家大型房地产企业推出一个“绿色供应链白名单”，就是说他们供应给上游的产品或材料一定是绿色产品。类似这样的模式就是企业战略公益，把环境保护融入供应链。

中国有14亿人口，有这么多社会问题亟待解决，因此，需要更多的企业把解决社会问题融入商业模式中，惠及更广大的人群，形成长尾效应，才能保持可持续发展，造福社会。

三、社会创新五部曲

一家物流公司的老总找我，请教如何办一个公益基金会，为全国3000万卡车司机群体服务。这位老总姓吴，从事物流行业管理工作30多年，对卡车司机有很深的感情。

3000万卡车司机兄弟（中国卡车司机以男性为主，其中重卡司机中男性占99.4%、中卡司机中男性占97.1%、轻卡司机中男性占95.7%），承载着中国物流75%的运输量，他们每年为每个中国人平均运输2吨货物，每天的劳动都与国民经济发展和全国4.3亿个家庭的生活息息相关。

吴总告诉我，卡车司机大多来自农村，大部分人都是个体户，处于社会底层，

他们从事的是一份高危险职业，缺乏一套社会保障系统。一些司机因为交通事故致残、死亡后，一个家庭就会陷入困境，甚至绝境。

据《中国卡车司机生存现状蓝皮书》，卡车司机一年中有 80% 以上的时间行驶在路上；跑长途的时候基本上都是在车上睡觉，一两个月才能在床上睡一次；50% 以上的人患有颈椎病和胃病；他们当中只有 58.9% 的人购买了保险，他们需要生活上的关怀，更需要社会的理解和尊重。

为此，他想要成立一家基金会，专门救助这些陷入困境的卡车司机及其家庭，比如帮助他们的孩子读书，帮助他们的老人老有所养。我问他，钱从哪里来？他说靠募捐。

基金会需要募捐多少钱才能有效服务于这么一个庞大的群体？在我看来，完全用捐款来解决问题，也就是要不断“烧钱”，这不可持续，也解决不了很多问题。

要改变思路，积极开发这个群体特有的资源，自己生财，走出一条可持续发展、有效解决社会问题的道路。

基于这个问题，我提出了社会创新五部曲。

第一步，公益铺路

对交通事故的伤亡救助，可以通过募集互助金来解决。

首先，基金会应争取获得慈善组织公募的资格，动员卡车司机自愿捐献互助金。假定月捐 5 元，一年 60 元，这对他们不是很大的负担；假定有 100 万卡车司机加入，一年即可筹集 6000 万元。这笔互助金的捐助对象不管是不是捐赠人，如果捐赠人发生伤亡事故就有优先受助权。

其次，基金会可以开发“卡车司机之家”App，真诚为他们提供法律援助、生活指导、消费导航和业务信息共享。

基金会设立的公益驿站可以为沿途卡车司机的吃、住、社交、娱乐提供温暖服务——公益布点比商业布点容易，有了规模自然会带来商业价值。

而且，卡车司机经过培训可以成为救死扶伤的“马路天使”，或者成为志愿者，在车上贴“宝贝回家”寻子公益广告——这些行为都会赢得社会尊重。

第二步，商业跟进

互联网商业需要大量风险资本投入，通过“烧钱”获取用户，成本很高，风险很大。而一个为 3000 万卡车司机服务的基金会，只要真心诚意为自己的目标群体服务，就能获得信任，成为“卡车司机之家”，形成服务网络。

除了公益救助等服务，还可以把客车司机作为自己的客户，提供更多的延伸服务。延伸服务不是免费的，而是质优价廉的商业模式。能做的事情很多，商机无限，就凭你的想象力了。

第三步，产业化扩张

服务必然产生经济效益，有效益、有网络、有规模就会有投资，就进入了产业化扩张阶段。引进社会投资，是产业化扩张的必然选择。

第四步，可持续发展

基金会的公益需要捐赠资源的不断投入，资源不断消耗，而规模又受限，就难以持久。但有了前三步，这个基金会肯定财源滚滚。唯其如此，你的服务目标才可能真正实现。

实际上，当你做到了公益目标和商业手段一起抓，两手都硬，然后超越公益，也超越商业，志存高远，脚踏实地，社会效益和经济效益齐头并进，可持续发展就不成问题了。

第五步，有效解决社会问题

面对纷繁复杂的社会问题，公益创新空间很大，但往往做不大。

好的公益项目总是小打小闹，不入主流，逃不出边缘化的命运。明明公益里面有商机，但踏入此门就羞于言利，视商机为畏途，错失多少贡献社会的良机。

殊不知，管理大师德鲁克讲过：“只有把社会问题的解决变成有利可图的机遇，社会问题才能最终得到解决。”

四、社会企业弥补社会失灵

社会由三个部门组成，即政府、企业和非营利性公益组织。三个部门都做到各司其职，各尽其责，各显其能，才是社会文明、进步的理想境界，但三个部门有时会出现“失灵”。

先说企业。给消费者提供安全、合乎质量要求的产品，创造就业机会，依法纳税，是企业的基本责任。

人类生活品质的提高离不开企业的经济活动，而今天困扰社会的环境污染问题、食品安全问题、劳动者权益侵害问题等，“主谋”也是企业。

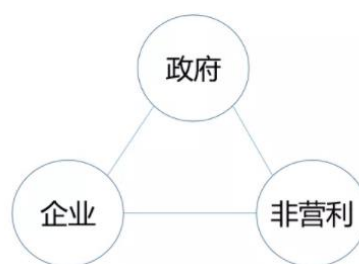
这些问题的大量出现，叫作“市场失灵”。当市场失灵了，也就是说企业自己解决不了问题的时候，就需要政府干预解决。

但政府也会出问题，比如对企业生产、销售环节的监督检验不力，导致危害人民健康的食品在市场上屡禁不止。生态环境的恶化，实际上政府的责任也非常大。这就出现了“政府失灵”。

此时，需要既非企业又非政府的第三部门发挥作用，来弥补政府和市场的失灵。第三部门应该发挥监督、维权、倡导、服务的作用。

但在中国，第三部门很弱小，能力不够，效率不高，加上政社不分，行政化，面对大量社会问题，第三部门也存在失灵的可能。

行业协会、商会失效，是三个部门失灵的集中体现。它们不是企业，也不是政府，本属第三



部门社会组织，其职能是充当企业和政府之间的桥梁，代表行业利益，建立自律机制，促进行业健康发展，推动政策的改变，尤其是在市场和政府失灵时发挥作用。

但中国逾 10 万家行业协会和商会，普遍政府背景深厚。政社不分导致行业协会、商会“人格分裂”，到底代表政府还是代表行业搞不清楚，监督缺位，自律缺失。

2008 年，乳品行业的三聚氰胺事件震惊国人，就是典型的案例。首先是全国数千家乳品企业为抢占市场，导致打价格战的自杀式恶性竞争，偏离成本的低价销售把行业引向不添加三聚氰胺就被淘汰出局的歪路。

这时候，政府应行使监管责任，行业协会应制定行规，通过自律机制来规范行业行为，避免恶性竞争。

对这一事件，我接受记者采访时这样说：“这个行业有自律吗？没有。这个行业有两个协会，一个是农业部主管的中国奶业协会，一个是中国轻工业联合会主管的中国乳制品工业协会，两个协会会长都是副部级干部。也就是说，两个协会都不是自律联盟。因为有权力在里面，好多东西都失去了规则，没有按市场规则来做。这个行业出乱子，协会有很大的责任。”

三个部门的失灵不仅反映在有诸多社会问题没有得到解决上，还反映在有大量社会需求没有得到满足上。我从养老领域切入来分析三个部门是如何失灵的。

按照联合国的标准，一个国家年龄超过 65 岁以上的人口达到 7% 或者超过 60 岁以上的人口达到 10%，这个国家就进入了老龄化阶段。

据统计，我国 2015 年年年龄在 60 岁及以上的人为 2.22 亿，占总人口的 16.15%。预计到 2020 年，老年人达到 2.48 亿，老龄化水平达到 17.17%，其中 80 岁以上老年人将达到 3067 万；2025 年，60 岁以上的人将达到 3 亿，占人口比例超过 21%，成为超老年型国家。

因为几十年的独生子女政策，中国的老龄化比世界上任何国家都可怕。目前，我国城市老年空巢家庭占 54%，农村空巢老人比例也已接近半数。60 岁以上失能和半失能（包括失智）的老年人约 3500 万。

然而，中国养老事业和产业发展非常滞后，市场供应严重短缺，与老龄服务的需求形成巨大反差。

据中国老龄工作委员会几年前的研究报告，养老市场需求 100，而有效供给只有 10；据民政部官员说，中国至少需要 1000 万养老护理人员，现有合格养老护理员仅 30 万人，其中取得职业资格的不足 10 万人。也就是说，养老专业护理人员只能满足市场需求的 1%。

我国养老服务体制是公办、民办公益和商业三种模式并存发展，但对应的政府、公益和市场部门都存在各自的问题，导致该行业发展严重落后。

政府有钱、有权、有责任，该做却难做好；NGO 无钱、无权、缺能力，想做做不了；企业有钱、有人、有能力，趋利不愿做。

三个部门都失灵，天降大任于社会企业。

社会企业不是公益组织，但与公益组织一样，把解决社会问题作为自己的使命；企业要有利润，但社会企业不以追求利润为目标；社会企业弥补了某些公共服务的供给不足。

这种商业模式与三个部门既有关联又超越了这三个部门，有“第四部门”之称。作为一种新兴的“社会经济”，社会企业在整合政府、市场和社会资源方面具有独特的优势，故能在坚持使命导向的同时保持财务的可持续发展。

五、蓬勃发展的社会企业

在亚洲和非洲的一些贫穷国家，出现了不少服务对象为穷人、做穷人市场、赚穷人钱的社会企业，有的规模大得惊人，中国同类型社会企业难以望其项背。

1. 印度案例

一位名叫德维·谢蒂的心脏外科医生在印度 20 个地区建立了 32 家专科医院——Narayana Health (NH)，共雇用 1850 名医生，每年完成全印度 12% 的心脏手术。

在美国，一台心脏手术平均需要 90000 美元（约合 62 万元人民币），而在谢蒂医生的医院，心脏手术的医疗设备和技術同样十分先进，费用却在 1800 美元（约合 12000 元人民币）左右，只有美国的 1/50，手术成功率高达 98%，还高于美国。其冠状动脉搭桥手术的死亡率仅为 1.4%，而美国的平均水平是 1.9%。

德维·谢蒂博士从英国学成回国后做了心脏外科医生，一次，诺贝尔和平奖获得者特蕾莎修女在他的医院住院，修女在重症监护室看着一个小婴儿，就对德维·谢蒂说：“医生，我知道你为什么在这里了。上帝创造这些心脏有问题的孩子时，他意识到自己出了差错，所以把他们送到你这里，让你纠正他的错。”

这是对一个心脏外科医生最好的定义。受特蕾莎修女的感召，德维·谢蒂博士开始致力于创办一所穷人能负担得起的治疗心脏病的医院。他用天才般的管理流程，设计创造了高质量与低收费的“破坏性”创新模式。

重要的是，这是一家营利性医院，投资者包括摩根大通和柏瑞投资公司。医院在极大降低治疗费用、为社会提供福利的同时，还能实现 7% 的利润率。

反之，如果没有利润，就不会有投资，也就不可能创造世界上规模最大、收费最低的心脏病救治的医疗奇迹。

有意思的是，印度亚拉文眼科医院是世界上最大的眼科医院，也是一家社会企业。这家高水平的眼科医院根据求治者的贫富差别，分高收费和免费两种模式，用富人的钱帮穷人治病。

据 2011 年 4 月至 2012 年 3 月一年内的统计，亚拉文眼科医院执行了 349274

例眼部手术，其中 178984 例为免费——免费治疗占了一半以上。

2. 孟加拉国案例

孟加拉国有一家名为 BRAC(农村发展委员会)的非营利性机构，由法佐·哈桑·阿比德于 1972 年发起成立。这家致力于消除贫困的公益组织在孟加拉国有 1800 多个办事处，项目涵盖了教育、医疗、人权、法律、经济发展、环境、农业、小额贷款等多个领域。

2004 年，BRAC 所操作的各类项目惠及全国 64 个地区、78%村庄的近 1 亿人，为全国创造了 635 万个就业机会。

英国媒体评价它“像做生意一样运作 NGO”。自 1978 年 BRAC 开设了第一家零售店到今天，由 BRAC 运作的社会企业包括服装、印刷、蚕桑、茶庄、乳制品、冷藏、包装、饲料加工、奶牛养殖等产业，还在世界各地开了专卖店。

在社会企业的收益中，BRAC 拿出 50%用于发展公益项目，消除贫困；剩下的 50%则用于扩大企业的再生产。

BRAC 建立了世界上最大的私立教育系统，为 70 多万名穷孩子提供大规模的正规教育。为了保证教学质量，BRAC 选择的教师往往是具有 10 年教育经验的老师。

2012 年，BRAC 支出 4.22 亿美元，其中捐赠等外来资金只占了 27%。这一年，BRAC 还为孟加拉国的财政贡献了 6838939 美元。

3. 非洲案例

另一个社会企业传奇正在非洲发展，一位与中国有渊源，名叫香农·梅(Shannon May)的美国女孩，在肯尼亚办了一所“桥梁(Bridge)国际学院”，把世界级的教育带给全世界最贫困的孩子。

香农·梅的想法来自中国东北号称可持续发展“世界第一村”的黄柏峪。2005 年，她和一群理想主义者在黄柏峪度过了一年半的时光。她在这里学会了在地里干活，与当地人的唠嗑，客串婚礼主持，担任出庭代理律师等。虽然村子里生活艰苦，但是香农能感受到人与人亲密无间的关系。

在这里，她对贫困、教育和发展有了更深刻的认识，还产生了一个伟大的梦想，要把世界级的教育带给全世界最贫困的孩子。但她不在中国“做梦”，而是跑到了非洲。

2008 年，香农·梅在肯尼亚首都内罗毕建立 Bridge 科技公司，即桥梁国际学院，研发能快速复制的教育系统：修建学校+课程研发+教师培训。

所有桥梁国际学院的学校都是标准化修建，每一间教室的配置与预算都标准化；总部专家负责准备每一堂课的核心内容，老师上课统一按智能平板教学应用系统的内容讲授和板书，避免因老师水平参差不齐导致对教材理解及重点把握出现差异。

桥梁国际学院的学费是每月 6 美元。公立学校的学费为每月 12 美元，而教师的缺勤率高达 47%，且 65% 的教师都不合格，教育质量很差。

不到 10 年，被誉为“教育麦当劳”的连锁、低价、优质的桥梁国际学院迅猛发展，已经成为非洲最大的连锁私立学校。到 2016 年 7 月，桥梁国际学院的校区总数已达 472 个，并继续以每 2.5 天新增一个的速度扩张。2025 年，桥梁国际学院计划为 12 个国家的 1000 万儿童提供优质而低价的学前和小学教育。

相较而言，做穷人市场、赚穷人钱的社会企业，为何在中国很少见？即便有，也是小打小闹？

因为国情不同。上述国家比中国穷，穷人市场更大，而且这些国家的政府在扶贫领域的财力投入也没法与中国相比。

另外，我国有许多准入制度，NGO、企业的活动空间和自由度无法和上述国家相比。还不得不说，中国一边道德严重滑坡，一边盛产“道德家”，社会创新很容易受到各种质疑和诘难。创新文化环境差，也是社会企业难以做大的重要原因。

但正如我一再说明的，社会企业是解决社会问题的企业，中国面临这么多社会问题、环境问题，有那么多社会痛点要克服——所有社会问题都是商机。

当然，中国在许多与公共服务相近的领域已经存在数量可观的准社会企业，加上社会创新是世界大势所趋，中国特色的社会企业与社会投资发展大潮已经汹涌而至。

六、打败市场指数的影响力投资

在纽约时代广场的纳斯达克广告屏幕上，曾有一则很吸引人的广告，来自英国的“道德银行”——特里多斯银行（Triodos Bank）：

股票看起来是衡量我们生活状态的最重要的指标，股票升值意味着开心，股票下跌意味着悲伤。但是事实上，除了金钱之外，收获和损失也有很多其他含义。

特里多斯银行不是世界上最大的银行，但我們是最可持续发展的银行。我们投资那些能够让社会变得更美好的企业，例如：公平贸易、有机农业、太阳能、消除贫困、改善教育和卫生条件。

现在你可以选择成为我们银行的核心成员，投资一个可持续发展的未来。追随你的内心，发挥你的才智。

特里多斯银行是英国著名的影响力投资银行。我曾造访这家位于苏格兰的银行，听行长介绍，因为坚持有社会使命的投资理念，在遭受金融海啸袭击、许多银行倒闭的情况下，这家银行依然保持良好业绩，它增发的股票被投资者抢购一空。

多米尼 400 社会指数是被称为“华尔街的金融改革家”的多米尼女士于 1990 年开发的。该指数以社会性与环境性议题为筛选准则，选取了 400 家公司，

最初运作的 10 年（1990 年 5 月 1 日到 2000 年 4 月 30 日）的平均年收益率为 20.83%，而同期标准普尔 500 指数的平均年收益率仅为 18.7%。

在美国经历了金融海啸之后的 2010 年，针对多米尼 400 社会指数所做的收益 20 年报告表明，400 家企业的收益 20 年来累计涨幅超过 5 倍，涨幅高于标普 500 指数 70%，这是社会责任投资创造的财富神话。

美国社会责任投资的资产，1995 年为 6390 亿美元，到 2007 年达到了 2.71 万亿美元，规模增长了 324%。

多米尼 400 社会指数绝不是社会责任投资打败市场唯一的例子。日本的社会责任指数——MS-SRI 的成绩更为惊人，该指数自 1993 年创立至 2006 年的累计回报率已超过东证股价指数（TOPIX）5 倍。

MS-SRI 指数是国际权威评级机构 Morningstar 从日本国内的上市公司中筛选 150 家在社会层面获得较好评价的优秀企业的标准。

全球影响力投资网络（GIIN）和摩根士丹利联合发布《2016 年影响力投资报告》称，参与调查的 156 家影响力投资机构旗下共管理着 774 亿美元的影响力投资资产，近半数资产位于新兴经济体国家；在 2015 年的 7551 个影响力投资交易中，这些机构共投入 152 亿美元，89% 的财务绩效报告和 99% 的影响力绩效报告均符合或高于预期。

债券型基金和股票型基金在新兴经济体国家的平均总回报率分别是 8.8% 和 15.1%。可以预见的是，新兴经济体国家将吸引到越来越多的影响力投资基金管理人的关注。

公益向右，商业向左，左右逢源，殊途同归，当两者交集于社会企业时，公益和商业已经浑然一体，成为一边赚钱一边为社会谋福利的新模式。

而在中国当下的社会环境中，我们更需要企业向左，为一个更美好的社会探索更多的可能性。

来源：善达网微信公众号

<https://mp.weixin.qq.com/s/0EtoERy1tCPP7wPPhQ3zog>

★区块链专栏

区块链证据在实践中应如何使用？

2021 年 6 月 16 日，《人民法院在线诉讼规则》发布，该《规则》将在 8 月 1 日正式施行。《规则》在第十六条到第十九条首次确定了区块链存证效力范围和审查标准。正如官方文件中所说，这将有助于当事人积极利用区块链技术解决电子数据“存证难”“认证难”的困境。在涉及区块链技术的诉讼案件逐渐增多，

区块链证据广泛运用于司法实践的当下，该《规则》的发布无疑为区块链证据的审查提供明确指引，也为准备运用区块链证据进行诉讼的当事人指明了准备方向和策略。以下飒姐团队对这四个条文逐条解析，以展现区块链证据在实际运用时需要注意的若干问题。

第十六条 当事人作为证据提交的电子数据系通过区块链技术存储，并经技术核验一致的，人民法院可以认定该电子数据上链后未经篡改，但有相反证据足以推翻的除外。

该条文明确了区块链证据的本质仍然是电子数据，并推定了区块链证据上链后的真实性。区块链电子数据的颠覆性正体现在传统电子数据的窘境中。在过去，虽然我国早早确立电子数据为一种法定证据，但是电子数据在司法实践中遭遇了一系列困难，法官对其的适用相当保守而谨慎。根据刘品新教授研究，“绝大多数情况下法庭对电子证据未明确作出是否采信的判断，其占比 92.8%；明确作出采信判断的只是少数，仅占比 7.2%”（刘品新：《印证与概率：电子证据的客观化采信》，《环球法律评论》2017 年第 4 期，第 110 页。）

这其中缘由，一是基层人民法院往往缺乏鉴别电子数据真假的技术能力，即使送去司法鉴定所也要花去较高成本；二是传统电子数据易受到篡改的特点。因此，《电子数据规定》对电子数据的提取、收集、移送、出示等等建立了保姆式的繁琐规则。稍不留神，相关证据就得补正，甚至强制性排除。为了规避这些繁琐规则，甚至还出现了将电子数据转化为书证、物证使用的“异化”情况。

而区块链较为妥当地解决了这两个问题：一方面，区块链应用简便广泛，只需核验哈希值等就可以快捷地掌握电子数据有无变化；另一方面，除非遭遇 51% 算力进攻，否则链上的电子数据基本是安全的、不可篡改的。因此，当事人只需要确保区块链证据上链前是真实的，与案件有所关联，相关证据就很难被法院排除适用。

第十七条 当事人对区块链技术存储的电子数据上链后的真实性提出异议，并有合理理由的，人民法院应当结合下列因素作出判断：

- （一）存证平台是否符合国家有关部门关于提供区块链存证服务的相关规定；
- （二）当事人与存证平台是否存在利害关系，并利用技术手段不当干预取证、存证过程；
- （三）存证平台的信息系统是否符合清洁性、安全性、可靠性、可用性的国家标准或者行业标准；
- （四）存证技术和过程是否符合相关国家标准或者行业标准中关于系统环境、技术安全、加密方式、数据传输、信息验证等方面的要求。

当然，凡事无绝对。目前商用区块链电子存证平台与官方区块链电子存证平台并存。以后若区块链证据被法院广泛地采纳，则将倒逼当事人普遍选择区块链

进行电子数据存证，那么商用区块链电子存证平台或将雨后春笋般涌现。这时，就需要考虑平台良莠不齐的问题。对此，《规则》第十七条就对区块链电子存证平台提出了一些要求。

这些要求并非是生面孔，而是过往案例法院论证的总结。例如，在“区块链证据首案”中，杭州互联网法院就着重审查了平台与案件之间中有利害关系，其在判决书中论述，存证平台公司股东及经营范围相对独立于当事人，具有中立性，且通过国家网络与信息安全产品质量监督检验中心完整性鉴别检测，具备作为第三方电子存证平台的资质。

再如一个反例，在一项二审判决【(2019)川01民终1050号】中，虽然第三方区块链电子存证平台具有《信息安全管理体系认证证书》、《信息系统安全等级保护备案认证》、《电子认证产品和服务授权》等行业认可的标准，但其缺乏国务院信息产业主管部门颁发的认证许可证书，因此被二审法院否定具备电子认证服务能力，相关案件也在二审中发生逆转。（尽管该平台存证的区块链证据在其他案件中也有被认可）

因此，未来当事人在运用区块链证据对案件事实进行证明时，应当结合上述因素进行综合考虑，保证存证平台为相关证书齐全，具有国家级认证许可的平台。

第十八条 当事人提出电子数据上链存储前已不具备真实性，并提供证据证明或者说明理由的，人民法院应当予以审查。

人民法院根据案件情况，可以要求提交区块链技术存储电子数据的一方当事人，提供证据证明上链存储前数据的真实性，并结合上链存储前数据的具体来源、生成机制、存储过程、公证机构公证、第三方见证、关联印证数据等情况作出综合判断。当事人不能提供证据证明或者作出合理说明，该电子数据也无法与其他证据相互印证的，人民法院不予确认其真实性。

该条文提醒区块链证据的原始恶意是其挥之不去的阴影。当事人最好要通过公证等手段，藉由公证平台的背书，来坐实数据上链前的真实性。但值得注意的是，即使是如此，司法解释也未科以提供区块链证据的当事人过重的证明责任。一方面，真实性推定仍是有效的，需要由对方当事人首先提出一些证据上链前不具备真实性的证据或理由；另一方面，即使提供区块链证据的当事人难以说明合理理由，但只要该电子数据与其他证据相互印证，法院也不会一概推翻其真实性的推定。

第十九条 当事人可以申请具有专门知识的人就区块链技术存储电子数据相关技术问题提出意见。人民法院可以根据当事人申请或者依职权，委托鉴定区块链技术存储电子数据的真实性，或者调取其他相关证据进行核对。

在过去，具有专门知识的人（或称专家辅助人）主要是针对鉴定人和鉴定意见出场的。如《民事诉讼法》第79条规定，当事人可以申请人民法院通知有专

门知识的人出庭，就鉴定人作出的鉴定意见或者专业问题提出意见。《刑事诉讼法》第 197 条规定，公诉人、当事人和辩护人、诉讼代理人可以申请法庭通知有专门知识的人出庭，就鉴定人作出的鉴定意见提出意见。但由于区块链是一项新型技术，其相关问题在技术上具有太多可以讨论的空间。因此该条文拓宽了具有专门知识的人出场作证的条件。

写在最后

区块链技术对电子数据审查判断带来的影响是深远的。传统电子数据最难以解决的真实性问题，在区块链技术的帮助下迎刃而解，甚至还取得了司法上的推定效力，在这点上可以说区块链技术深度地改变了传统电子数据的生态。但是，未来区块链电子证据的泛用或许会带来过于夸大区块链证据证明力，第三方平台标准良莠不齐，上链前证据的“原始恶意”愈加严重等问题。因此，我们在有感于区块链技术所带来的便捷高效之余，仍应理性面对变革可能带来的相关问题。未来希望通过区块链证据对案件事实进行证明的当事人，也应积极结合相关规定进行庭前准备，保证区块链证据的合法性和真实性能得到法庭认可；而意图迈入司法存证领域的区块链技术公司，更应注重相关合规和刑事风险。

作者：肖飒

来源：零壹财经微信公众号

<https://mp.weixin.qq.com/s/V-vgtk6CHVt305HqU7yDVg>

为什么 Web3.0 需要区块链

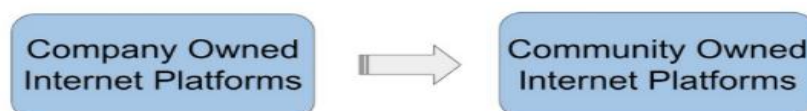
一、前言

本文是《Web3.0 Explorer》系列的第二篇，第一篇是：《对 Web3.0 概念的梳理》。本文也会承接上一篇文章的理念继续探讨。由于作者水平有限加上目前行业仍处于发展的启蒙阶段，故本文很多地方也只是略作提及，并不深入。

让我们简单回顾一下上一篇文章的核心思想：

- Web3.0 是一套开放的协议簇。基于开放的协议，能激发各方强大的创新能力

- Web3.0 解决的核心问题是平台的利益分配问题。打破 Web2.0 导致的大中介平台垄断，让价值从平台顺畅分配到平台中的每个价值创造者。Web3.0 仍然会存在（大）平台，但是这个平台是归社区共同拥有

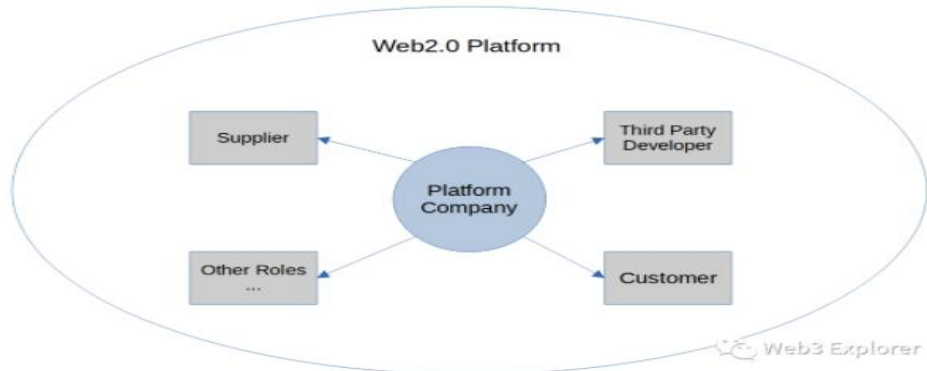


Web3.0 is a more open, fair and secure Internet.

Web3 Explorer

Web2.0 平台由公司拥有，Web3.0 平台由社区拥有。

对这种理念细化作图如下：



Web2.0 Platform Illustration



Web3.0 Platform Illustration

对于 Web2.0 平台，Web3.0 平台核心部分有如下一些参与方：

- **Community Validators/Nodes:** 平台网络的维护者，底层区块链节点的运行者，验证者。用于提供服务安全性
- **Community Contributors:** 包含社区开发者、宣传者等等。对项目有直接贡献
- 其它所有的价值贡献者：包含但不限于平台内容贡献者。价值贡献者也覆盖终端消费者

也就是说，Web3.0 平台对于 Web2.0 平台来说，平台已经不再是归一家公司所有了，它存在一种组织形式的进化。

二、组织形式的进化

对平台来说，组织形式的进化是全面的：既有内部的组织形式进化，也有与外部关系的组织形式进化。我们下面提到的几个词汇：项目，平台，应用，Web3.0 App，这几个词，除非特别指明，默认都表达同一个意思。

先来说说项目内部的组织形式进化。

项目会保持一个精简的团队规模，只包含最必要的几个组成部分：

- 核心管理团队

- 核心研发人员
- 核心开发者社区运营人员
- 核心市场推广人员
- 核心设计人员
- 必要的其它工作人员

除了上述核心人员，所有的岗位都可以开放给社区。也就是说社区可以共同参与项目的推进。比如：

- 由于是开源代码，社区开发者可以贡献代码，修复 **bug** 等。对这些开发者，可以适当有 **bounty** 支持

- 社区开发者可以参与申领和实现整块功能。项目团队可以采用发 **issue** 的形式，以 **grant** 的形式交给社区开发者开发

- 在核心团队外围可以建立一些社区 **KOL**，帮助运营整个社区。适当可以有一些激励措施

- 所有参与做 **validator** 的节点方，可以自发帮助项目做宣传。**Validator** 本身有激励，不需要再额外激励了

采用这种与社区共同协作的形式，可以改变传统企业研发和市场推广的打法。也就是说，公司制的形式可能会被冲击。

我们对项目的成本做了一些分析：

- 仅保留核心团队，能大大降低人力资源成本
- 甚至不需要集中的办公室，或者只需要保留一个很小的办公室。也能节约成本

- 项目早期有社区的积极参与，能搜集更多人的需求，做出更好的产品设计，降低设计成本

- 与社区强协作，可以极大的节省市场推广的费用，以及项目早期的公测费用

- 与社区强协作，良好的互动，能提升产品的 **bug** 修复、功能升级的迭代效率，降低研发成本

- 只要产品达到或接近预期目标，强烈的社区参与感会让每个用户自发的传播，容易形成正向的网络效应。降低市场推广成本

这些节约出来的成本，可分配给平台上真正的价值创造者。

然后讲讲项目与用户的关系变化。

- **Web3.0** 平台中，用户在平台上贡献了内容或数据，给平台创造了价值。至于这个价值是多少，可以做定量的指标评估（但不可能完全精准），这个评估一般来说不会是实时的，或预置的。这种价值产生的收益，最终会以某种形式分配给到用户

- 这种定量的指标和配套的计算方法，会以完全开放的形式，清晰准确地记录下来，并以可靠可信的形式执行

- 平台与用户，真正融合为一体，用户乐于为平台创造价值，平台清晰可靠地为用户回馈收益

然后讲讲项目与资本方的关系变化。

- 传统的天使轮，种子轮，ABCDEFG IPO 的路线在 Web3.0 平台中不会再有效。一般来讲，新的项目形式最多做到 B 轮就已经足够了。

- 投资人在项目中的占比，不会太大。具体数值不同的项目会有不同

- 核心团队股份在项目中的占比，不会太大。具体数值不同的项目会有不同

- 项目的利益分配比例，会尽可能地分配给平台中的价值创造方

也就是说，在平台达到稳定成熟阶段后，平台本身的首要服务对象，是平台的价值创造者，而不再是 Web2.0 中的投资人大股东等。最后，只有影响力投资能留存下来，参见《Thin Heads and Fat Tails: Understanding the Crypto Reinvention of Capitalism》。

这里需要注意一个问题。我们这里说的社区拥有平台，不是将团队彻底打散，完全利用社区的形式进行项目的去中心化运维。创始团队股份占比不需要太多，但是作用依然非常重要。创始团队的综合能力仍然是一个 Web3.0 项目能否创业成功的首要因素。在整个项目的发展过程中，扮演核心推进和核心决策的角色。完全去中心化的链上治理不可取，效率极其低下。我们不能从一个极端跳到另一个极端。如果人类社会能用投票解决一切问题，那么人类社会就不会如此复杂。

我们甚至可以将这种组织治理形式称作弱中心化治理。

前面我们已提到 Web3.0 项目的组织形式（相比 Web2.0 项目）会发生一些变化。而利益的分配与组织形式密切相关。有没有什么工具能支撑这种新的组织形式架构呢？新的模式呼吁新的解决方案。

三、区块链登场

区块链其实提供两大核心能力：

- 更公平更开放的参与方式，也就是组织形式上的开放性

- 资产按合约结算且可靠地无障碍地流通

这两个能力是建立在区块链的各种基础特性之上，因为我们这里谈的是更高一层的概念，基础特性不再赘述。

也就是说，将区块链做为一个底层的利益分配系统，在区块链之上，可以

1. 支撑组织形式的开放性

2. 让参与各方无条件地信任分配方式，对分配方式达成共识

3. 能保证利益分配的可靠执行

下面我们分别讲述一下这三点。

1、支撑组织形式的开放性

区块链本身具有开放性。

- 不管是 PoW 共识协议，还是 PoS 等共识协议，其底层设计都是开放的，不是独占的

- 开放源代码的软件开发模式，让整个社区的人都有机会低成本参与项目的贡献

- 开放源代码的软件开发模式，让项目内容/算法开放性地面对方机构的审计核查

- 开放源代码的软件开发模式，让项目决策可被所有人公开检视和参与

因此以区块链为基础设施的 Web3.0 系统，在基因层面就拥抱开放性。在区块链系统之上，能建立起有效的新型的适应于 Web3.0 特征的开放组织形式。

2、让参与各方无条件地信任分配方式，对分配方式达成共识

由于协议（代码）的开放性，协议内容能被各方无条件验证。分配方式属于整体协议的一部分，因此也被各方无条件信任。协议的内容经过治理是可以变化的，每次变化都会开放地清晰地呈现到协议中。分配方式在一定时期内会保持稳定，变动不会特别频繁。各方对协议都信任，也就达成了共识。

3、能保证利益分配的可靠执行

一旦分配规则明确定义下来，就会落实到链上代码。区块链的基本特性，保证链上代码在各个节点安全可靠地执行。如有分配规则的改变，也会更新在链上，各个节点升级协议，节点间的共识协议保证新的升级安全可靠地执行。

综上分析，区块链对于 Web3.0 至关重要，是 Web3.0 应用的必备基础设施。

需要说明的是，区块链技术本身，在其它领域可能有其它用途，不过这些不是本篇讨论的对象。

四、Web3.0 的 Token 体系

前面论述过，区块链是 Web3.0 应用平台的组织形式和利益分配的的基础设施，这其实隐含了两个基本元素：

- 账户体系

- Token 体系

账户用于区分参与主体，Web3.0 App Token 即为传统期权/股票的映射。作为鼓励社区参与的一种手段，每一个 Web3.0 App 区块链都可以有自己的 Token。特别是对于验证节点参与方来讲，获得 Web3.0 App 的 Native Token 几乎是必备的激励措施。

在开放协议下，要吸引其它节点来做验证，提供安全性服务，本身对于这些节点参与方是有成本的。必须有某种机制对其进行激励，且能保证一定的利润，才能让这个开放的系统平稳运行下去。从这个意义上来说，本地 Token 对于

Web3.0 App 来说，是必须的。

类似传统的主权货币有汇率兑换，不同的 Web3 App Token 之间也有汇率兑换。大体来说，都可以以稳定美元为基准进行汇率换算。

类似于传统 Web2.0 企业的薪资加期权的形式，Web3.0 的本地 Token 对应于期权，相应地还应该有一种 Stable Coin，用于项目日常的运营收支。这种 Stable Coin，应该是业界通用的 USDT，USDC 等稳定币，而不是项目本身发行的 Native Stable Coin，项目方不应该发行无法通用的 Stable Coin。

Web3.0 App 项目中的 Stable Coin 的获得只能通过以下几种形式之一：

- 投资人投资
- 捐赠人捐赠
- 借贷
- 项目的对外经济活动的收入

项目中的 Stable Coin 的支出包括但不限于如下形式：

- 项目研发开支
- 项目推广开支
- 项目运营开支
- 项目源材料供应商开支
- 社区项目支持开支
-

每一个 Web3.0 App 都应该设计自己的经济体系（这句话有点多余，实际每个 Web2.0 App 也都需要设计自己的经济体系，俗称商业模式。用爱发电，毕竟不可持续）。也就是说，经济体系是一个项目的底层机制的一部分。以区块链为基础设施的 Web3.0 App，能够更灵活地设计自己的经济体系，在这个领域能够激发更多的创新。

但是，区块链也不是万能良药。

五、区块链的局限性

区块链，从诞生之初，就有另外一个名字——分布式账本。所谓账本，也就是记录交易（经济活动）信息的本子。那这么说来，是否可以给出这样一个声明：区块链只应处理经济活动相关的事务。

纵观区块链发展的历史（从 2008 年开始），你会发现，几乎所有有效的创新，都属于经济及金融领域的创新，将区块链拓展到其它领域的尝试非常之多，但是成果乏善可陈。可以仔细思考一下，背后是不是有一种内在逻辑性的东西在起作用。

将区块链应用到其它领域，会遇到一些原理性的局限。

局限之一：多节点重复计算计算效率（能耗比）低下，多节点存储冗余度极

高

假设我们的区块链有 100 个节点，相比于传统集中式服务，每个逻辑的计算需要计算 100 份，比集中式服务消耗的能源高 100 倍（以上），如果节点更多，消耗的能源也会更多。存储也是如此，对于传统的集中式数据库，加上容灾备份服务，算重复 5 份。而区块链的存储，100 个节点就是 100 份，是传统集中式数据库存储的 20 倍之多。如果有更多节点参与，这个倍数更大。

局限之二：存储空间效率不高。由于加密以及对 **Proof** 的要求，区块链状态存储采用了如 **MPT** 之类的结构，存储空间占用比较大，经济效率不高。

局限之三：查询效率不高，甚至很弱。交易以块的形式链式存储，状态以 **MPT** 结构 **KV** 数据库形式存储。与传统 **SQL** 数据库不同，区块链的存储方式查询能力很弱，效率也不高。传统的 **SQL** 数据库面向结构化数据的存储和查询的优化做了大量的工作，几十年的发展已经到了非常成熟的阶段，新的进展也在面向分布式扩容等领域进行大量创新，在做到无缝扩容的同时，保证了查询的简单性、一致性、高效性。而区块链一般默认提供的 **RPC** 接口，只能实现最简单的查询功能。

由于以上几个局限性，意图将区块链作为一个通用意义上的分布式数据库是不切实际的。

从另一个角度来分析。这个世界的信息除了经济事务之外，还有各种层次的信息。比如一个杯子。它的形状、尺寸、颜色、重量，是否透明，是否有盖子，盖子与杯体的比例，杯子的容量，杯子的材质，是玻璃的，还是不锈钢的，还是塑料的。能否耐高温，如果是不锈钢的，是 304 吗？杂质多少，杯子的生产日期如何，从哪里寄过来，哪个快递公司寄的，什么时候收到的。杯子上的印刷工艺是什么，印的什么字，什么颜色的图案，设计师是谁。杯体与盖子之间的橡胶垫是什么材质的，有效期限是多久。是在家里用的，还是办公室用的，还是车上用的。主要用于喝水，还是咖啡，还是茶。杯子是否好洗，喝茶是否容易沉积茶垢。杯子热传导性如何，是否带隔热垫。是不是一套杯子中的一个，如果是，他的兄弟杯子与它有没有差异，如果摔坏一个，是否有补发措施。加了热水后，杯子膨胀率是多少。更不要说，加了热水后的杯壁中的分子运动学数据了。诸如此类，等等等等。由一个事物扩展开来，信息在各个层次上是无穷无尽的。

这些信息，是事物的固有属性，或者叫内在属性。它们跟经济事务是没有关系的，是事物的本身的信息。经济是外在属性，或者叫社会属性。经济是社会的产物。

区块链的几大局限性，导致其不可能用于存储这些无穷无尽的事物的固有属性数据，而只应该用来存储经济事务相关的数据。这也呼应了分布式账本的初始叫法。

六、Web3.0 App 系统架构

如果不能将完整信息存储在区块链中，那么存在哪儿呢？业界在这一块也有非常多的探索。比如 IPFS 项目，目标是分布式存储；比如 Arweave 项目，目标是永久存储。它们都可以与区块链进行配合，在区块链的账户和交易数据相关对象中存储一个外部数据 blob 的 hash 值，就能够实现数据关联，关系绑定。这种模式目前已经被大量的项目所采用。下文我们将这一类用于存储大量数据的基础设施统称为分布式存储或 Distributed Storage (DS)。

但是这种模式仍然有很多细节问题需要面对：

- 要稳定、持久。既然是用 Hash 方式关联，那就得保证 Hash 值固定不变，且始终有效。于是对这些 DS 项目提出了比较高的要求，要求数据永久有效，Hash 值固定不变，且无冲突 Hash
- 存取效率要高。这些 DS 项目要能比较好的支持数据存储与访问的效率，延迟不能太高
- 存取费用不能太高。数据的存储和访问的费用不能太高，不然无法真正普及
- 接入要方便。接入容易才会让各种项目快速对接，快速建立起 DS 服务生态

业界很多项目在这些方面努力进行着探索，相信这是合理的方向。

这种数据的分离，会带来软件架构上的变更。区块链的存储和链上逻辑处理，只应负责经济事务相关业务，其它数据和业务，应该在链下进行处理。理由如下：

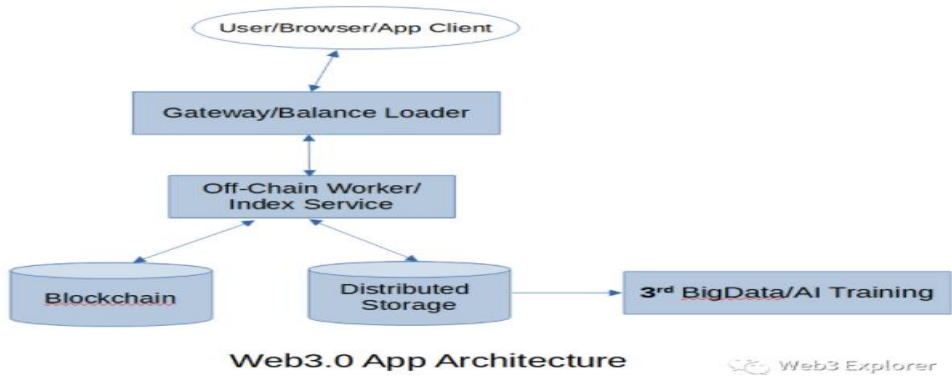
- 向 DS 存入数据和获取数据，都是网络操作，是一个异步请求。这种请求的返回时长具有相当程度的不确定性，相对于本地请求，最多可能有 2, 3 个数量级上的差异。因此，这种操作不适合放到链上，而应该拿到链下来处理
- 大量非经济事务数据的计算和处理，可能需要花费大量时间，这种处理，应该放在链下执行

链下处理的结果，如果与经济事务相关，则应提交给链上进行后续处理。如果与经济事务无关，则应直接存取 DS。

于是，现在存在两个逻辑处理引擎：一个在链上，一个在链下。这两个引擎如何完美的协作、维护、版本升级，其实是相当大的问题。我们看到，业界也开始有相应的解决方案了。比如 Substrate 中的 Off-Chain Worker (OCW) 目的就是要解决这种集成性和维护性的问题。

在整套系统中，为了提高系统执行的效率和稳定性，可能还需要负载均衡，缓存层等组件。

下面，我们通过对比画出 Web2.0 App 的系统架构和 Web3.0 App 的系统架构，来帮助读者更清晰地理解。



Web3.0 App 系统架构，以 Blockchain 和 Distributed Storage 为中心。运行流程如下：

- 用户访问服务地址。分布式 DNS（例如 IPFS 的 IPNS，Arweave 的 DNS Gateway 等）定位到网关；
- 请求通过网关后，进入服务逻辑（Off-Chain Worker 及索引服务）；
- 服务逻辑与 DS 打交道，存入、取出或更新数据。必要的时候与区块链打交道，发交易、更新状态、获取结果；
- 服务逻辑返回处理结果给网关；
- 网关返回结果给用户；
- 另外，直接基于分布式存储的原始数据，可有另一套分支流程，即对大数据的分析，挖掘，AI 训练等等。而在 Web3.0 场景下，这种分析，完全可由第三方大数据 AI 服务进行更专业的处理，做到更专业的分析。

这里，我们明确地给出了 Web3.0 App 的一种系统架构，可以发现，这种架构与 Web2.0 App 的系统架构有一定程度上的相似性。不排除 Web3.0 App 还可以有其它的架构模式和计算范式（如 Arweave 提出的图灵纸带计算范式，参见：《区块链存储 ARWEAVE：图灵机的纸带，可信计算新范式图灵纸带》和《共识的变迁，区块链应用范式进化之旅》）。

七、Web3.0 与 Web2.0 的竞争

Web3.0 作为一个新兴事物，必定会与现有的坚固的 Web2.0 生态进行竞争。在不同的行业，发展速度会有所不同。这里简单地就 Web3.0 如何与 Web2.0 进行竞争做一些分析。

Web3.0 与 Web2.0 的竞争首先还是要在用户体验上保持一致或者近似，这才是竞争的起点。

仅仅靠所谓的分布式、去中心化、更安全、隐私保护、开放等口号，是不足以打动大众主体消费者的。在安全性，隐私性与用户体验之间取舍的话，绝大多数用户会选择用户体验至上（图方便）。所以 Web3.0 应用应该同样在用户体验上下足功夫，尽量做到与 Web2.0 应用的用户使用习惯保持一致，以便平滑过渡至新的更好的综合体验。但也不能为了用户体验就放弃 Web3.0 最基本的要求—

—安全。总的来说，是对应用开发的要求更高了。

在达到了相似的竞争起点的情况下，Web3.0 相比于 Web2.0 平台具有如下竞争优势：

- Web2.0 传统的商业模式，广告、会员、游戏等等，都可以在 Web3.0 中沿用，形式上可能会有些许演进。在这些方面，Web3.0 不会落后于 Web2.0

- 价值贡献方在 Web3.0 平台中能获得清晰的回报，会激励用户乐于使用新平台，而不是旧平台

- 用户在新平台下的行为更安全，隐私保护更好，会促进用户更放心使用新平台

- 更多的用户使用，意味着更多的数据沉淀，最终会形成数据的终极不公平竞争优势。《Thin Heads and Fat Tails: Understanding the Crypto Reinvention of Capitalism》这篇文章认为，终极不公平竞争优势就是随着时间发展，开放平台的数据积累和在其之上的大数据挖掘及 AI 训练，会让传统封闭的 Web2.0 企业不可能与其竞争

- Web3.0 在数据层面，兼具隐私保护和开放访问的特征。作为一种原始数据开放平台，在其之上，可激发无穷无尽的创新：数据加工，大数据分析，AI 训练等等等等。而这些创新带来的部分收益，可反哺给数据的提供方——用户。最终，形成一个庞大的层次丰富的稳固的 Web3.0 开放数据生态

但在初期，也会有一些问题需要研究，比如：

- 开放的数据被封闭产权企业拿去使用，并不再反向开放。造成一段时期内的大企业的产品品质仍然领先于 Web3.0 App

- 封闭阵营不会坐以待毙，开放产品形态会不会促使封闭产权企业划拨部分资源加入开放阵营。这对开放阵营和封闭阵营的意义分别如何

- Web3.0 会率先在哪些领域，向 Web2.0 平台发起挑战？

- 最终，Web3.0 会覆盖到哪些领域，哪些领域不适合 Web3.0 的生存？

八、Web3.0 平台的寻租问题

如果 Web3.0 平台如我们分析的那样，确实非常有竞争力。那么最终同样有可能发展成（在某一个领域的）垄断平台。理论上来说，处于垄断地位的组织，一定具有寻租的动力。那么，Web3.0 平台，能否应对这种内在挑战呢？

区块链的可分叉性和正统性要求，有助于解决这一问题。关于这方面的详细论述，参见：

《加密协议的本质已不是「去中心化」，而是区块链的可分叉》，及《Vitalik：正统性是加密生态最稀缺的资源》。本文不再赘言。

前文我们给出了 Web3.0 App 的系统架构，现在结合区块链的可分叉性，我们其实多了一个要求：DS 组件的开放性。也即这个数据存储组件不能与唯一的区块链绑定，而是应该允许所有此区块链的分叉都应该拥有 100% 功能的存取访

问能力。这个要求，应该在 Web3.0 系统设计之初就作为一个预置策略而存在。这个策略，本身就是一种威慑力量，用来限制 Web3.0 系统的治理机构的做恶动机。

在这个领域的探索应该会有一些非常有趣的成果出现。

九、结语

本文论述了区块链作为承载 Web3.0 应用组织演化和利益分配的核心载体，对于 Web3.0 应用是不可或缺的部分，Web3.0 需要区块链。

本文还就 Web3.0 App 系统架构、Web3.0 的竞争优势、Web3.0 平台的寻租问题，做了简要探讨。

由于作者水平有限，文中观点如有值得商榷之处，还请各方积极批评讨论。可以通过以下邮箱联系到我们：

mike@oct.network, lester@oct.network。

作者：Mike, Lester

来源：Web3 Explorer 微信公众号

<https://mp.weixin.qq.com/s/h76lTnFWlvpXs72aBVs3FA>

如何让数据产生价值？五专家擘画区块链发展蓝图

当前，我国战略性新兴产业的关键技术发展仍面临诸多挑战。区块链作为其中自主创新的核心技术，瞄准技术变革前沿，助推产业创新，传播科技赋能，受到高度重视。对普罗大众来说，区块链到底是什么？下一步如何发展？在发展过程中，又面临哪些风险和挑战？

5月19日，北京大学信息科学技术学院教授、区块链研究中心主任陈钟，国家开发银行创新主任办公室主任吴志峰，中国电信翼支付区块链研究院院长贺伟，北京中关村科技创业金融服务集团首席运营官李霄，华为区块链首席战略官张小军共聚“区块链专家与媒体面对面”活动，围绕上述问题展开交流。



“区块链专家与媒体面对面”活动现场

一、什么是区块链？

“区块链是一个共享的分布式账本，具有防篡改功能。”陈钟言简意赅，过去的账本，中心化、需备份、易篡改、不透明，现在通过点对点、抗毁坏、防篡改、全透明的账本技术，让数据发挥价值，区块链可从中发挥作用。

此外，陈钟表示，通过区块链实现监管语言，将规则转换成链上的代码执行，以区块链的单位来验证和存储数据，利用分布式节点来生殖和更新数据，利用密码学的方式来保证数据传输和访问安全，利用自动化脚本代码组成的智能合约和编程来操作数据，完整记录事实，也可使监管的事后追责演变为事前、事中治理，对电子政务、数字政府建设同样大有裨益。



北京大学信息科学技术学院教授、区块链研究中心主任陈钟

“今天的互联网之痛就是明天的区块链之德，区块链要能解决现在不能解决的问题，才是其重要意义所在。”陈钟说，下一步，区块链很有可能在基础理论、关键技术、监管、平台、应用示范等领域产生颠覆性创新。

吴志峰同样表示，区块链是价值互联网的基石。在技术层面，区块链作为分布式共识账本，能替代原来的中心记账，使数据能像物体一样移动，并产生唯一性、独占性、排他性；在组织层面，区块链能打破原有信息的垄断架构；在激励层面，区块链通过虚拟货币作为激励机制，组织、协调社会生产，降低市场的交易成本，从而产生价值。“可以说，区块链是为下一个时代，有价值互联网的时代，所准备的一项技术。”



国家开发银行创新主任办公室主任吴志峰

在张小军看来，区块链可简化为两部分内容，一是生产关系，把其他单一的生产能力做一个综合的、大型的、“变形金刚”的关系；二是围绕数据构建价值传递方式，即通过流动的可信数据，来保证生产价值。

“区块链能干吗？起码能证明‘你妈是你妈’。”张小军解释，由于没有人有能力篡改区块链的数据，因此在这种情况下就可以简化机构的监管成本，不需要再找更多用户来证明自己的关系，从而确权。



华为区块链首席战略官张小军

二、区块链在发展中面临哪些挑战？

贺伟认为，区块链可以解决数字经济、重要产业对数据的渴求，但需要注意的是，区块链提供的只是在单纯的分布式状态下的可信任数据，并不能解决隐私问题，而如若隐私问题不解决，区块链就始终不能承载政务、医疗、金融这类对数据敏感的业务。

“区块链融合隐私计算是目前数据行业非常有前景的方向，也可能是唯一的发展方向。”贺伟强调，未来要想激发数据要素市场，一方面要解决数据可信来源问题，另一方面就是要解决数据隐私，唯有如此，在“十四五”规划五年后交答卷时，区块链行业才能有良好的赋能效果。



中国电信翼支付区块链研究院院长贺伟

李霄从企业发展角度同样指出，区块链的数据安全和隐私问题亟待解决。

“我们在金融科技领域，围绕着资金和资产的对接也做了一些尝试，有关区块链的业务主要还是在线下完成的，原因即在于出现不良后责任主体的界定不明。”李霄分析，如何将区块链记录实现要素全域化、要素权益化，进而权益资产化、资本证券化，其中的权责障碍和技术壁垒还需要一一清除。



北京中关村科技创业金融服务集团首席运营官李霄

张小军直言，“区块链现在叫好不叫座。”他表示，当前的区块链难以推行，主要问题在于原机制的概念界定。“在国内机构里，什么叫区块链？是数据库能改动就叫区块链？”

除概念认识不够清晰外，张小军指出，区块链标准繁多、适用场景数据不够流通，也是其发展桎梏。“区块链用在哪？第一是政府行业，第二是金融市场，第三是医疗系统，第四是建筑工业，第五是知识产权。以工业为例，共有 520 类，在这么多的工业分类下如何形成体系化改革，真正提质增效，尚有待进一步探索。”

作者：衣韵潼

来源：中国财富微信公众号

<https://mp.weixin.qq.com/s/KbCk07bez5Nzeiqb9xe1Q>

★山商实践探索

财商学历教育与非学历教育融合发展路径探索

摘要：财商的学历教育与非学历教育的融合发展是构建终身学习型社会的必然要求。本文结合我国学历教育特点，探索财商学历教育与非学历教育融合发展路径。首先阐述财商学历教育与非学历教育融合的必要性。在此基础上，从“财商教育”“学术科研”“社会调研”两个角度，对财商终身教育路径进行探索分析。最终对财商学历教育与非学历教育融合发展提出思考和建议。

关键词：财商；学历教育；非学历教育；终身教育；

基金资助：2019 年山东工商学院财富管理特色建设研究项目“中日民间慈善基金资产运营机制比较研究”（项目编号:2019ZBKY089）；

一、财商的学历教育与非学历教育

2019 年印发的《中国教育现代化 2035》将“构建服务全民的终身学习体系”定位面向教育现代化的十大战略任务之一，并将其发展路径定位为“构建更加开放畅通的人才成长通道，完善招生入学、弹性学习及继续教育制度，畅通转换渠道。建立全民终身学习的制度环境，建立国家资历框架，建立跨部门跨行业的工作机制和专业化支持体系。”

学历教育，指由国家教育机关统一制定学制，以学校为载体进行的系统理论知识和实践知识教育，完成后授予相应学历；非学历教育，指除学历教育之外的，面向大众的岗位技能和专业知识的各类培训、进修及研修，完成后不授予学历证书。二者的有机结合和相互补充，是构建终身学习型社会的必然要求。

二、财商的概念与六大模块

财商（Financial Quotient，简称 FQ），又被称为金融智商，或财智商，是与情商、智商相对应的概念，是衡量个人对财富的理解、管理和驾驭能力的指标。他涉及到个人如何获得和使用财务。研究认为，财商的衡量标准主要涉及以下六个模块。

1. 支出规划能力

即能够根据个人财务情况和生活目标，定期规划财富支出，这是财商构架中最为基础的模块。财富支出规划能力以个人收入为基准，高水平的财务支出能力能将支出控制在收入能够把握的范围内，且能够完成个人生活目标。其基本要求为正确区分必需和想要，我们需要了解需要和想要之间的区别。达到收支平衡。

2. 信贷和债务管理能力

第二层次的财商模块为管理信贷和债务的能力。在合理规划支出和收入后，正确认识积极债务和消极债务，最大的限度避免消极债务，在合理范围内，利用积极债务创造更多财富是现代社会的财商教育的重要组成部分。

3. 职业规划和收入管理能力

此模块为第三层次的财商素养，主要指能够根据自己人生规划选择职业，并合理管理自己收入的能力。包括对教育、保险、遗产等的投资和规划，以增加自己的职业资本持续增值。而收入管理能力则指对自己主动和被动收入的合理规划，帮助自己实现个人财务目标。

4. 投资能力

通货膨胀使个人储蓄积累已远远不能满足一部分人的财富需求，通过金融资产、不动产、商业投资等投资行为，保证财富流动。个人投资行为需要衡量财富

目标、收入状况、时间范围和收益、风险等多种复杂因素，是最为重要的财商模块。

5. 财富目标规划能力

财富目标规划能力是以上模块基础上高层次的财商素养。包括制定财富目标及制定实现财富目标的规划。这意味着我们不仅需要根据自身需求，管理当前财富，更要预测未来财富。是我们的财富随时间发展而不断增值的基础。

6. 风险与保护能力

在瞬息万变的当今社会，具备抗风险和自我保护能力，是有足够的的能力保护自己的财富安全非常重要，具体包括抵抗金融诈骗、合理投资各种保险等。近年来金融诈骗事件层出不穷，有足够的应急资金将使我们在不良事件发生时做好准备。

可以说，财商可以涵盖一个人一生财务活动的方方面面，是关于个人创造、管理和研究金钱和投资能力的术语。另一方面，财商还能反应一个人在处理财富时的自信程度，这种自信来自于对各类资金运作方式的理解和对风险的预知能力。与智商不同，财商可以通过后期的教育方式提高。接受过良好财商教育的人可以正确地认识和把握财富，创造财富，从各类整合的方式中获得经济和精神收益。国民财商素质较高的社会，能够最大限度地实现社会效益和经济效益的双赢，特别是在纷繁复杂的当今社会，财商教育的意义尤为重要。

财商教育，是培养和教育人们如何认识财富和创造财富，掌握驾驭财富及应用财富能力的教育。随着我国经济的飞速发展，人民的财富迅速增长，树立正确的金钱观、价值观，掌握规划和管理财富的技能，是社会健康发展和满足人民美好生活的迫切需求。在此背景下，大力开展财商的学历教育与非学历教育的融合，既能完成财富管理高层次人才的培养，也能促进全社会财富管理技能的普及。然而，现阶段我国财商教育的学历教育和非学历教育融合发展过程中还存在诸如教育重心偏向学历教育，非学历教育缺失；教育载体以学校为主，政府及企业联动不足；各阶段教育缺乏衔接与联动，效率低下等问题。如何建立政府、学校和企业有机联动、产学研相结合的跨部门跨行业发展路径是一个重要课题。

三、财商学历教育和非学历教育融合的教学实践探索

学校教育应为财商教育的核心，应按照青少年成长的各阶段进行不同的教育，大致可划分学历教育部分（中学、大学学生及教师）和非学历教育（职场新人、全体国民）。

非学历教育阶段则主要针对不同年龄段和不同社会层次的居民的具体需求，为其提供健康保险、资产管理咨询、个人金融计划制定、金融诈骗风险提示等财富规划指导，并通过科普类图书和手机客户端网站等提供最新的信息和服务，提高全体居民创造财富的能力。

初中阶段的财商教育,应以加深加深中学生对国家社会保障体系和商业金融保险的理解为主要目标,可采取丰富多彩的课外活动,如征文比赛、知识竞赛等形式来达到此目的。大学生、普通高中、高职高专学生阶段的财商教育,则应在此基础上,通过场景模拟和教学实验,按学生发展特点分阶段进行社会常识、经济常识、金融知识、法律知识、金融保险知识和投资风险分析等教育。学校教师远远不能达到此目标,可与校外相关企事业单位合作,通过定期向学校派遣专业人员进行科普教育、教师定向培训等方式达到此目标。此阶段中,普通高中、高职高专教师肩负着重要的责任,可由企事业单位在学校进行教师为对象的集中讲座、定期向教师研修会派遣讲师、提供各类教材等方式,帮助其将财商教育融入日常教育教学工作中,使学生养成良好的财富管理习惯。作为大专院校学生这一特殊群体,财商是其价值观教育的重要方面。学生的财商水准是其综合素质和个人能力的重要衡量指标,也是考量大学教育水平的重要标准。

非学历教育阶段的财商教育,可按对象不同层次安排有针对性的教育内容,对于刚刚进入职场的大中专毕业生或刚刚成年的年轻对象,应由其工作单位或毕业院校、所在社区,在其入职或毕业典礼、成人礼时分发金融知识手册等方式,对其提供最低限度的税法、社会保障体系和金融保险知识。对于普通居民的财商教育,教育主体为政府相关部门,通过与各地社区及企业合作,定期举办辅导班应该集中于进行各类社保科普、税法知识普及、金融投资知识等培训,考虑到对象的知识层次差异,应尽量使用简单平实的语言对专业金融保险知识进行科普,提供最新信息和动态,防止金融诈骗。近年来随着互联网和通讯手段的不断更新,开发各种金融科普类 app 和在线教育也是有效的知识普及手段。结合大数据技术,还可对教育对象的知识结构、具体需求等进行大体上的调研与分析。

四、财商学历教育和非学历教育融合的科学探索

在进行以上财商教育教学实践活动外,总结和分析成果,开展产学研就结合的研究也非常重要。各大科研院所、企事业单位应积极合作交流,进行教材开发、教学成果奖励、相关衍生品开发、学术研讨会等方式,提高财商教育的广度和深度,促进财商教育的全面发展。

五、财商学历教育和非学历教育融合的社会调研探索

承担科研任务的研究机构,应定期对面向大众进行大规模问卷调查和采访调查,以了解和把握我国居民的消费观、金钱观、生活价值观念。通过调查国民金融保险投资情况,国民生活保障和生活保障意识。从而进行有针对性的教育。应充分了解老年人生活实际需求和价值观变化,以有效防止金融诈骗,为相关领域的科学研究和政策制定提供数据参考。

六、我国财商学历教育与非学历教育融合发展路径

为实现以上教育目标,本章提出以下几点粗浅的建议:

1. 建立高校主导的学历教育与非学历教育衔接的机构

目前,我国财商的学历教育与非学历教育作为两条平行线,各自具备独特的发展模式进行,但缺乏协调性,使得教育难以连贯。可建立以金融类高校为载体,政府、金融行业协会和科研院所共同参与的财商教育机构,制定统一的学历教育与非学历教育中长期计划。与小、初、高中和社会教育机构加强协调合作,开展有针对性的教育活动。为避免理论深度缺失的问题,高校和科研院所必须在中心起主导作用。

2. 引入学分银行制度,实现学历教育与非学历教育的统一量化

引入学分银行制度,使得两阶段教育标准量化一致。学习者将在人生各阶段学习成果进行量化并存入学分银行,并根据存款额度量化学习效果。引入学分银行能够突破传统的专业限制和学习时段限制,将技能培训与学历教育结合起来,实现两阶段学习效果的有效衔接。

3. 积极开展科研活动,为财商教育提供理论支持

财商教育机构应积极推动财商教育科学研究,为青年学者科研活动提供资金支持和技术保障,定期进行大规模调查和学会,了解国民价值观变化倾向和实际情况,从而与时俱进调整教育方案,达到理论与实践的完美结合。

七、结语

构建财商的学历教育与非学历教育融合发展体系,是我国财商教育重大而紧迫的任务,应当建立以高校及科研院所研究成果为核心,以国家及政府政策为指导,以相关行业协会有力依托的合作机构,并通过学分银行量化学习效果。大力发展非学历继续教育,稳步发展学历继续教育,逐步实现不同类型学习成果的互认和衔接,搭建终身学习的桥梁。

作者:赵丽雯 山东工商学院外国语学院

来源:《质量与市场》,2021(11)

<https://kns.cnki.net/KXReader/Detail?TIMESTAMP=637623125115283188&BCODE=CJFD&TABLEName=CJFDAUTO&FileName=ZLSC202111030&RESULT=1&SIGN=L8Z6dlu5ivdtDCbwPpMF6CpGDS0%3d#>

高等学校在财富管理产品研发中的作用发挥途径探讨

摘要:当前,我国财富管理需求快速增长,市场日益活跃。财富管理产品将呈现出以满足客户需求为核心、运营更加规范化的发展趋势。财富管理产品研发是未来金融从业者需要优先完成的重要课题。高等学校凭借其人才资源丰富、学科门类齐全、实验设备先进等有利条件,将通过财富管理客户及金融从业者双向教育,提高财富管理产品的供需匹配度;发挥科研环境及条件优势,构建财富管

理产品创新体系；服务社会，搭建财富管理产学研协同创新平台等途径，在财富管理产品研发中发挥重要作用。

关键词：高等学校；财富管理；产品研发；

基金资助：山东工商学院财富管理特色建设项目“财富管理教育的国际合作问题研究”（2019ZBKY086）；

伴随着我国国内生产总值（Gross Domestic Product, GDP）不断增长，社会财富快速积累。截至2017年底，中国财富管理市场已超150万亿元，财富管理行业在中国正处于迅速发展的阶段，相应的财富管理产品越来越多样化。2018年，在金融业面临发展困境的情况下，专业化的财富管理却依然呈现燎原之势，财富管理正在告别“野蛮生长”时代，从盲目追求规模向追求质量转变。面对快速扩大的私人财富规模，面对参与者更多、边界更模糊的大一统财富管理市场，面对更加复杂的各类理财产品，财富管理行业势必要加速专业化进程，进入理性成熟、产品更加丰富、服务更有深度的时代。对财富管理产品的开发研究和对客户的教育是未来金融从业者需要优先完成的重要课题，这一过程中高校的参与不可或缺，其在财富管理产品研发中将发挥重要的作用。

一、财富管理产品概述

1. 财富管理产品的概念

学者们从不同角度探讨了财富管理的概念，比较一致的观点为财富管理是以客户需求为基础，为其提供现金、信用、保险、投资组合等一系列金融服务的过程，以达到客户财富保值、增值和传承等目的。在财富管理过程中产生的金融服务类产品则为财富管理产品，财富管理目的主要通过财富管理产品来达到。

2. 财富管理产品的分类

全球财富管理机构的产品主要分为以下五大类。

（1）货币类产品

货币类产品主要包括现金、信贷、信托等，这类产品具有投资期短、资金赎回灵活、收益安全性高等主要特点，通常被作为活期存款的替代品。由于货币类产品的投资方向是具有高信用级别的中短期金融工具，所以其信用风险低，流动性风险小。

（2）固定收益类产品

固定收益类产品主要包括债券、债券类基金等，是指预先规定应得的投资收入，一般用百分比表示，按期支付，且收益在整个投资期内不变。固定收益类产品主要有收益固定、风险较小、安全性较高、变现较容易、偿还期固定等特点。

（3）权益类产品

权益类产品主要包括股票投资组合、股票基金、并购基金、共同基金等。这类产品的主要特点是顾客作为股东权益人对企业投资，相应的投资风险比较高，

收益相对比较大。

（4）房地产类产品

房地产类财富管理产品主要包括商用房地产、房地产信托基金、住宅类房地产、未开发物业、农地等。通常房地产投资包括房地产开发、出租经营的房产购置、委托第三方公司间接开发及购置房产，以及企事业单位对房地产式固定资产的修建及购置等多种类型。房地产类财富管理产品需要综合考虑收益的规模及时限。只有在比较项目收益和支出的总量与时间的基础上考虑预测的置信水平，才有可能作出合理的投资决策。

（5）另类投资

除上述主要的财富管理产品之外，还存在一些其他类型的产品，主要包括结构性产品、金融衍生品、外汇、避险基金、大宗商品、风险投资（Venture Capital, VC）/股权投资（Private Equity, PE）等。

3. 财富管理产品的发展趋势

随着全球经济增长及国内外市场环境的变化，财富管理产品面临着新的机遇和挑战，未来财富管理产品发展将出现以下趋势。

（1）以满足客户需求为核心的财富管理产品将增多

未来财富管理行业必然由以产品驱动为主转向以客户需求驱动为主。一方面，金融资产类型越来越多元化，但金融产品面临产品同质化、产品替代性较强等问题，导致财富管理行业以产品驱动的模式难以继续。而另一方面，数量庞大的高净值群体人数依然在不断增长，高净值客户的财富管理需求呈现出多样化、专业化趋势。在这一趋势下，以客户为中心、充分地了解客户需求并据此进行合理的资产配置财富管理类产品将在未来发展中占据优势地位，个性化、定制类等以满足客户需求为核心的财富管理产品数量将会大大增加。

（2）财富管理产品运营将走向规范化

随着我国财富管理市场日益活跃，政府对财富管理产品运营的监管力度有了明显提高。服务不达标的各类机构、参差不齐的各类产品将越来越不适应现代市场要求，财富管理产品运营势必会走向规范化。2017年央行发布了统一资管新规《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见（征求意见稿）》，其被认为是未来相当长时间内对大资管市场产生影响的纲领性文件。受监管趋严的影响，财富管理市场将迎来优胜劣汰的新阶段，强监管将倒逼财富管理机构在产品研发、产品销售、售后管理方面更加规范化和透明化。

（3）智能投顾类财富管理产品将迎来大发展

随着人工智能行业发展及金融科技公司快速变革，凭借现代信息技术的智能投顾正在改变财富管理行业。目前，中国智能投顾行业尚属起步阶段，市场环境、政策法规、投资者心态三大方面尚待进一步健全，即便是在这样的市场环境下，

中国的初创金融科技公司、互联网金融公司、BATJ（百度、阿里巴巴、腾讯、京东四大互联网公司简称）科技巨头、传统券商、银行等仍纷纷依靠自己的优势在智能投顾上进行布局。一方面，智能投顾低门槛、低费率的特点将为更多的人提供精准的财富管理服务，从而逐步实现财富管理普惠化；另一方面，智能投顾基于人工智能及大数据技术可研发出更多的资产配置产品组合，从而逐步实现财富管理产品的多元化。

二、高等学校进行财富管理产品研发的有利条件

1. 人才资源丰富、科技成果荟萃

高校是人才第一资源、科技第一生产力、创新第一动力和文化第一软实力“四个第一”的重要结合点，学科优势突出，高端人才集聚，各类信息汇聚，创新要素集中，科研成果丰硕，国际交流频繁，理应在财富管理产品的研发方面发挥特殊重要的作用，为财富管理产品的研发提供强有力的智力支持和人才支撑。

2. 学科门类齐全

财富管理产品研发是一项综合性的创新工作，涉及经济、金融、资产配置、网络技术、市场营销、财务管理、计算机、数字化、人力资源等多学科多领域的知识与技术。高校学科门类齐全，在学科交叉及知识综合等方面具有得天独厚的优势，具备财富管理产品研发的有利条件。

从财富管理产品未来发展的方向来看，智能投顾类产品发展对技术创新要求比较高，高校的创新能力是有利条件；产品运营的规范化对监管政策的解读、把握与实践要求比较高，而具备专业知识、拥有专业人才的高校同样具备有利条件，能够保证研发产品的合法合规性。

3. 试验设备先进

金融科技与财富管理产品的融合是未来财富管理产品的发展趋势，财富管理产品必将朝着科技化、专业化、智能化方向发展，而高校在研发方面不仅具备知识人才等软环境的优势，还是专业化实验室、先进试验设备集中的地方，对于知识、技术密集型财富管理产品的研发、运营试验、维护改进等都非常有利。

4. 是产学研协同创新的现实需要

产学研协同创新即企业、学校、科研机构等相互配合，发挥各自优势，形成强大的研究、开发、生产一体化的创新系统，并在运行过程中体现出综合优势。现代社会技术飞速革新，高校的科研人员在封闭的环境中进行科技创新已经不符合当前技术进步和科技成果产业化的要求，且高校也需要企业来提供科研资金和技术转化成果，因此高校有着产学研协同创新的现实需要。在财富管理产品研发过程中，高校是“学研方”，财富管理机构是“产方”，二者合作十分有利，也是双方发展的必然要求。

三、实现高等学校在财富管理产品研发中作用的途径

高等学校的功能主要体现在教学、科研及社会服务三大方面。高等学校在财富管理产品研发中的作用也将主要通过这三大途径来实现。

1. 通过财富管理客户及金融从业者双向教育，提高产品的供需匹配度

财富管理教育实际上包括两个维度，既包括对财富管理客户的教育，也包括对财富管理从业者的教育。高等学校可以通过财富管理客户及金融从业者双向教育提高产品的供需匹配度。

首先，对财富管理客户开展专业知识教育。目前，财富管理的产品和客户都在随市场经济形势的变化而变化。以往财富管理是以产品为核心，类似于金融机构的各项理财产品，是先开发出产品，然后通过财富管理机构对产品进行介绍、宣传，吸引客户前来选购。财富管理正在由以产品驱动为主转向以客户需求驱动为主，从客户的实际情况出发，细分客户，定制产品与服务，进而满足不同客户的需求。同时，财富管理客户特点也在发生变化：高端客户从被动型投资者逐步向知识型投资者转变，且大众客户也有学习财富管理知识的需求。此种形势下，高校的财富管理专业化教学作用便体现出来，面向客户的财富管理教育将会成为高校财富管理教学服务产品之一。

其次，为金融从业者提供必要的财富管理专业培训。国内大多财富管理从业人员并非专业出身，对财富管理的认识仍局限于传统金融服务领域。面对客户往往仅能介绍清楚固定的金融产品，而无法对知识型投资者进行财富规划管理，以满足其个性化需求。在专业型复合人才缺乏的大资管时代，如何使得未来的财富管理从业人员成为精通金融、产业、经济、法律、信托等知识，具备优秀人际交往能力和过硬心理素质的财富管理师，成为摆在国内财富管理教育行业面前的首要问题。21世纪，财富管理教育的方向将决定金融机构的客户营销与服务水平，也将指明金融从业者的专业培养路径，这一过程中，高校的财富管理教育教学的作用自然不容小觑。

鉴于此，高校在开设客户财富管理课程以及财富管理师培训课程的过程中，可以起到信息链接的作用，将客户的真正需求与财富管理师的产品服务更好地结合起来，这样既能够更好地引导、培养客户的理财观，又能让财富管理师更好地了解顾客，从而设计出更有针对性的财富管理产品，大大提高产品的供需匹配度。

2. 发挥科研环境及条件优势，构建财富管理产品创新体系

高校具备进行科学研究的学科、专业、科技、人才、信息和文化等优势，在财富管理产品研发中可充分发挥这些优势，构建以基础研究和应用基础研究为主的财富管理产品知识创新体系、以金融科技和应用研究为主的财富管理技术创新体系，加快学科链、科技链、创新链与产业链、服务链紧密对接，加强产教融合、校企合作，加快相关财富管理科研成果转移转化，建立财富管理机构知识技术需求与高校科技资源对接机制，增强高校财富管理产品研发、创新和服务的针对性，

建立高校财富管理科研成果与财富管理机构对接机制和社会发布平台,加快相关科研成果落地实施并将其有效转化为现实生产力,为财富管理产品的研发提供强有力的科技支撑。

3. 服务社会, 搭建财富管理产学研协同创新平台

高校在财富管理产品研发方面的服务作用主要体现在产学研相结合方面。高校通过构建协同创新体系,建立产学研协同创新机制,可有效促进财富管理创新要素聚集、融合和贯通,推动高校成为财富管理行业技术发展的研发转化基地、区域创新发展的引领阵地和提升财富管理产品人文特性的文化软实力、影响力的主要阵地。可通过建设重点实验室、技术研究中心、培养拔尖人才,产出重大成果,增强财富管理自主创新、服务创新驱动发展的能力;创新校企、校研、校校等合作机制,建立财富管理产学研协同创新示范基地,搭建财富管理产学研协同创新平台,不断提升合作层次与水平,努力实现双赢、多赢,推动财富管理全方位发展。

作者: 王淑婧 山东工商学院国际商学院

来源: 《投资与创业》, 2021, 32 (05)

<https://kns.cnki.net/KXReader/Detail?TIMESTAMP=637623133721768971&DBCODE=CJFD&TABLEName=CJFDLAST2021&FileName=TZCY202105001&RESULT=1&SIGN=vK3jI3IGkC%2bYEP%2bcg1Okj9U5QnY%3d#>

财商阅读

我读《投资新革命》



我很喜欢霍华德·马克斯的著作《投资最重要的事》。据说霍华德·马克斯对彼得 L. 伯恩斯坦极为推崇,认为他的思想在很大程度上影响了自己。勾起了我阅读伯恩斯坦著作的兴趣。伯恩斯坦是美国著名金融史学家、彼得·伯恩斯坦

公司的创始人及总裁、《投资组合管理期刊》的创办者。

伯恩斯坦出版了多部著作，其中《投资革命：源自象牙塔的华尔街理论》和《投资新革命》是姊妹篇，这两本著作重点讲述1954~1972年投资大师们发展出的度量金融市场风险和回报的理论及这些理论在金融市场上的应用。

《投资革命》出版于1992年，《投资新革命》出版于2007年。与《投资革命》不同的是，《投资新革命》主要揭示《投资革命》中的理论如何成为一般性的常识，从而成为从华尔街到世界各地金融市场商业活动的基础，它更偏重于以资本理念为核心的新古典金融理论的实际应用，而不是新理论的发展。

《投资新革命》这本书分为四个部分，共十六章。第一部分“行为金融的攻击”，涵盖了第一章和第二章。

第一章“谁能设计一个大脑”。本章开篇，伯恩斯坦就抛出阿尔弗雷德·马歇尔在《经济学原理》中为经济学所下的定义：“经济学……研究个人和社会活动中与获取和使用物质福利必需品最密切相关的那一部分。因此，一方面它是一种研究财富的学科；另一方面也是最重要的方面，它是研究人的学科的一个部分。”

伯恩斯坦将根植于现代金融理论框架中的观点、模型、概念以及系统称为资本理念，伯恩斯坦说，资本理念与凯恩斯的关系不大，但与马歇尔关系紧密。资本理念是《投资革命》中的主要思想，这些理论以一个简单的观念入手，即风险是一切投资决策的中心，围绕着风险主要探讨市场行为以及依据市场行为构建投资组合并定价。伯恩斯坦提出，资本理念根本的结构源自于一个最重要的假设，即在错综复杂的事实、传闻、非连续性、粗俗、黑色不确定性组成的真实世界里，投资者能够很容易做出最优决策。

在本书第一部分，伯恩斯坦主要思考行为金融对资本理念的冲击问题。他说，我们知道多少关于现实世界中的人如何做出决策和选择？理论假设和现实世界的差距有多大以及这些差距会产生多大作用？行为金融正致力于寻求这些问题的答案。

卡尼曼和特沃斯基曾指出：“理性模型的缺点是由他所要求的人类大脑造成的，谁能够设计一个大脑使它能像模型的假设一样工作？我们每个人都得充分并迅速地知悉一切、了解一切。”伯恩斯坦认为，卡尼曼和特沃斯基所讨论的人类本质特征自始至终都存在，但是之前的人们都没有发现。行为金融的文献提供了一面镜子，在那里我们看到的更多的是我们自己，而不是我们应该是什么样。

伯恩斯坦提出，行为金融对于理性经济主体模型的批判、对理性经济人实证检验失败的例子是否让理性经济主体模型、理性经济人假设毫无用处或者完全过时，还需等待证据作出最终的判断。但他也同时指出，认为卡尼曼和特沃斯基将所有的人都说成不理性其实是一个误解，卡尼曼曾经强烈反对别人把他和特沃斯基的作品描述成对人类非理性的论证。

在第一部分，伯恩斯坦描述了卡尼曼和特沃斯基用著名致命疾病爆发的例子来说明前景理论。卡尼曼和特沃斯基将在致命疾病爆发例子里发现的不一致性定

义为不变性失误，并用“框架”来描述这种普遍存在的不变性失误，提出框定影响投资决策。其后理查德·泰勒通过抛硬币实验，描述了一个有趣的关于金钱不变性失误的案例，并把他发现的这种不变性失误归结为禀赋效应。

行为金融的拥护者对卡尼曼和特沃斯基的思想给予了很高评价，认为人类的某些特殊倾向，比如不变性失误、框定、有效性幻觉等已经成为他们对抗理性假设的核心。但是，正是理性假设推动、支持了资本理念。关键的问题在于，为什么现实与有效市场假说和资本资产定价模型的理想化世界有那么大的区别？此外，我们还需要回答行为金融能够使我们跑赢市场吗？

伯恩斯坦认为，绝大多数的预测不是一个点预测或者一个可能结果的中间值，决策和风险测度中的“范围”才是重点。金融和投资依赖于未来的结果。这种不确定的投资结果可能使我们非常富有，也可能把我们抛上通向贫民窟的高速列车。就像卡尼曼和特沃斯基所说的那样，投资者在他们获利的投资决策上都有认知困难。但是那些不是很聪明的人也有变成富人的，如果他们足够幸运，以至于能够避免被淘汰，他们就能生存下去，并能制造各种错误的定价吓走更多明智的投资者，凯恩斯发现市场在疯狂水平停滞的时间要比大多数人想象的都要长。

在投资领域，不确定总是伴随着复杂的事物扎堆而来。使用捷径来逃脱某些困境会使得我们对于信息的处理不足，或者完全不使用信息而依靠勇气行事。在过于简单化和本能反应过程中我们所面对的问题根源于想象力的局限性。简而言之，我们是人。用理查德·泰勒的话来讲，人不是大傻瓜，但是他们离超级理性的经济人还相去甚远。1957年诺贝尔奖得主赫伯特·西蒙对于泰勒“大傻瓜”和“超级理性的机器人”之间的差别提出了更为温和详尽的新看法，并称这个理念为有限理性。

按照行为金融的理论，大多数投资者进行决策或选择时都无法或不愿意用资本资产定价模型和有效市场假说所示的冷静、客观并具有完全信息的方式进行分析。比如富勒—泰勒投资管理公司选择优于那些噪声交易者的选择。费雪·布莱克于1986年关于噪声交易者的论文提到过这类投资者，他说噪声与信息相对应，噪声交易者根据他们深信可靠的意见和分析方法来进行买卖，但在大多数情况下，他们实际上却使用了错误的信息，甚至是错到了极点。费雪·布莱克在他的论文中指出，噪声一方面为获利创造了机会，但另一方面也增加了获利的难度。

在无套利条件下，资本理念和行为金融基本原理之间的争论也随之消失。因为不管是出于什么原因，错误定价都会迅速消失，以至于任何人都不能享受到它带来的任何程度的好处。然而真实的世界并不像尤金·法玛有效市场假说和斯蒂芬·罗斯无套利原理描述的那么简单。

在伯恩斯坦看来，行为金融的贡献在于它使我们更深刻地认识到投资者们如何在不确定的条件下进行决策并互动，但除非供需法则被否定，否则行为金融不会取代新古典金融。

桑福德·格罗斯曼提出：“当价格系统完全反映出全体信息时，人们就不会

愿意去收集信息了，而如果信息是有成本的，那么价格系统中就会存在噪声，以至于交易者能够通过收集信息获利。如果市场中没有噪声且信息收集存在成本，那么完全竞争的市场就会被破坏，因为人们收集信息时不能达到市场均衡。”伯恩斯坦指出，当回顾行为金融再来考虑格罗斯曼的观点，一个奇怪的悖论产生了。一方面，行为金融已成为经理们寻找阿尔法的重要工具；另一方面，由于积极寻找市场中的错误定价，行为金融也成为攻击有效市场假设的强大力量。所以相信市场有效并支持指数化的人们会将行为意向作为一个市场谜题与市场的无效性放在一起，而行为金融的支持者，也就是那些与有效市场理论斗争得最激烈的人们，实际上却为市场效率贡献的最多。

本书的第二部分主要探讨构成资本理念核心的新古典金融在理论和实践上的进展，涉及到保罗·萨缪尔森、罗伯特 C. 默顿、罗闻全、罗伯特·希勒、比尔·夏普、哈里·马科维茨、迈伦·斯科尔斯这些经济金融学家。

伯恩斯坦提出，尽管在现实世界里信息的传播和理解方式绝不会与有效市场假说所描述的一样，但是资本资产定价模型所阐述的风险与收益之间正向的系统相关性却越来越明显。

作为最具洞察力的新古典综合学派的主要代表人物保罗·萨缪尔森一直认为股票市场上没有飞来横财。他认为，即使有人的交易记录表明他们在经风险调整后胜过了平均水平，获得了专业金融人士所说的正阿尔法，但毫无疑问，识别正阿尔法是极其困难的。

萨缪尔森很钦佩卡尼曼，但把他在行为金融领域的很多研究看作是噪声。在萨缪尔森看来，正阿尔法的存在不但不是有效市场假说的例外，反而是对该假说逻辑上的证明。萨缪尔森坚信有效市场假说并不是教条，也相信绝大多数击败市场的证据是转瞬即逝的，因为他们是靠运气取得的。

从长期看，因为广大投资者开始意识到过高或过低的价格，因此市场最终回归到平均水平，也就是市场中总有一股力量驱使市场达到有效，尤其是当价格偏离均衡价格一定程度时，市场就会自动驱使投资者做出决策，从而改变市场价格变动方向。关键问题是，在短期中投资者能否识别这些模式并获利？萨缪尔森认为，大多数投资者是不可能做到的，因为他们往往盲目地认为每只证券都会平稳地升值。伯恩斯坦认为，萨缪尔森这种说法可能已经过时了，因为投资组合的广泛分散性是一种管理一生储蓄的聪明方式。事实上，萨缪尔森也承认有少数人获得的回报超过了大众，但问题是谁都不能识别他们。正如他说：“我们不能以低价获得他们高超的技艺和能力，如果我们固执地寻找他们，我们将会为此付出沉重代价。”

罗伯特 C·默顿是萨缪尔森最得意的门徒。默顿充满激情地设计基于资本理念的新制度，以帮助投资者克服行为金融提出的行为异象。默顿提出，风险不是一个附属品，它贯穿着思维的整个主体。默顿认为，资本理念给出的答案依旧有效，对资本理念的批评并不表明它们错了，而是现在我们有了变革。

当默顿转向真实世界里的市场，并试图将他描述的新古典理论应用于实际时，发现了这些理论的严重缺陷。资本理念是在一个静态的、制度自由的环境中发展起来的，里面充满了抽象的人，这些人以个人的名义交易，并且他们不可避免地持有同样的风险投资组合，而从错综复杂的现实中得到抽象结果只适合于无摩擦的、完备的市场环境。事实上，如果对所有投资者而言市场是无摩擦的，那么期权将是多余的。但当真实世界中的条件发生改变时，复制的投资组合并不能精确地模拟出期权的价值，因为交易是有成本的。正是由于要管理一个复制投资组合的交易成本，投资者最好是用衍生工具进行交易。正如默顿解释的那样：“布莱克—斯科尔斯模型是有价值的，因为存在着交易成本。”

在默顿看来，衍生工具极大地扩大了风险分担的机会，降低了交易成本，并且减少了信息和代理成本。但坏消息是我们不能在交易时免除交易商带来的成本。好消息是持续不断的竞争使得资本市场上的机构有压力去寻求更低交易成本的方式。因此，制度变革为那些投资者带来了巨大的收益，这个收益超出了没有技术和竞争所创造的奇迹时投资者的收益。

默顿认为，行为金融的缺陷就本质而言与新古典金融的缺陷相似，因为大多数行为金融也同样假定了个人微观市场。默顿相信一个由机构代表个人充当中介的世界有利于形成一个不同的且更加有效的市场环境。

默顿强调新奇的制度激励没有改变金融理论，但是以革命的方式扩展了理论应用的范围，这些在形式和功能上的改变是资本理念演化最强大的动力。他说，行为金融强调阿尔法机会，但制度结构和功能的流动性在很多方面也有深远的应用意义，包括市场如何运行、投资者如何行事、投资者应该如何行事，以及面对现实的环境我们应该到哪去寻找发展和扩张。

关于默顿重要的观点，伯恩斯坦评论说，它就摆在那里，这个过程没有边界，在金融的任何领域不需要停止，也不会停止。过程在更新，今天的异象将在机构竞争、新的技术和交易成本的下降趋势中消失。到那时，默顿的预言会变成现实，制度的结构会不断调整直到“新古典模型资本理念的预测将对资产定价和资源配置近似有效”。

罗闻全坚信进化力量的威力，所以他更倾向于解释制度的变迁，而不是创造新的制度形式。罗闻全被称为“生物金融学”或“演化金融学”创始人，他是默顿最出色的学生之一。可以说，默顿是罗闻全在金融学的启蒙老师。罗闻全追求的目标与默顿对制度的强调在很多方面都是一致的，但他采取了不同的方式。他找着了追寻科幻小说作家、科普作家艾萨克·阿西莫夫设想的清晰路径。通过将统计模型运用到现实世界的日常金融实践中，它不仅能够把金融领域理论上的焦点往前推进，而且更为迷人的是，他同时找到了他最初想要寻找的圣杯，即阿西莫夫心理史学的实现方式。

罗闻全透过棱镜看待金融，在这个角度下，金融理论只是其中的元素之一。他把金融与经济、数学、物理、历史和生物进化论混合在了一起，同时还融合了

社会学和心理学。从这个复杂的视角出发，罗闻全发现有效市场假说是一个很有研究价值的领域。他提出，虽然他对有效市场假说和基于此形成的理性预期理论深怀敬意，但是为人们对这些观念给予了过多的理论关注感到惋惜。事实上，经济学不是一门科学，历史信息对于理解和应用经济学都是有用的。罗闻全也提出行为金融的研究方法同样令人感到失望，他认为行为金融的研究成果不过是一个意象的集合体，而不是一个真正的理论。由于对行为金融的缺陷感到失望，同时也认为有效市场假说的理论架构应用于现实世界有着明显的瑕疵，罗闻全重新回到了他最初由阿西莫夫和心理史学产生的妙想上来，这构成了激励罗闻全全部工作的动力。

伯恩斯坦提出，罗闻全反驳有效市场理论已被人们发现。他找到了一个在资本市场上发挥作用且与演进和变化相类似的过程，即适应性市场假说。罗闻全的简要解释来自于历史学的观念，由达尔文的进化论和生物自然选择学说演绎而来。但关键问题是什么造就了变化，什么驱动着动态的变化。进化有一个不可避免的特性，即物种由于承受了超出它们能力之外的压力而变化和发展。与自然现象不同，人类制度的发展是视条件而定的。制度是不断试错的结果，完美是不可能的，但是有时候次优就可以满足需要了。制度变化是运用制度的人类有目的决策的产物，然而制度也会对进化的力量有所反应从而发生变化。在限制条件的探究上，还有很多需要研究的，但这正解释了为什么要把风险放在第一位。如果没有限制条件，每一件事都是可预测的，那么在一个所有的事情都与前面发生过的世界一模一样的世界里是不存在变化的。

希勒有很长一段时间研究金融市场的波动性，并出版了《非理性繁荣》。但对该领域的研究促使希勒把注意力转向经济繁荣与萧条交替循环模式，这最终给他带来的荣誉超过了畅销书《非理性繁荣》。虽然繁荣与萧条交替循环模式不是资本理念的组成部分，但资本理念是希勒研究框架的一部分。希勒认为，资本理念以及它们在金融中的角色是一个奇特的传统与反叛的混合物。他认为资本理念的框架“如果运用恰当的话，可以成为许多明智研究的首选工具。更为重要的是，它也是一个出发点，一个与其他理论框架相比较的出发点。”

《非理性繁荣》主要探讨投机性市场的行为、人类的易犯错误性以及资本主义体系的不稳定性，重点是过度波动。对希勒而言，过度波动意味着价格不是因基本面的原因而改变，股价的波动看上去反应了投资者对很多因素的关注，而不是未来股利流量的现值。

希勒关于金融的观点始于一个不同的基础，他专注于学堂里的经济和金融与现实世界中的经济和金融的交互，并认为这种交互作用是关键。他赞同默顿的看法，即只有理解了理论解释现实的差距有多远，和现实如何启发理论，我们才能设计出能够帮助人们管理生活的金融制度和金融工具。这让希勒又重新回到了资本理念，并且引入了资本资产定价模型的潜在逻辑，也就是所有的投资者都应该拥有市场组合。希勒最为大胆的主张是对宏观市场的创造，在这个市场中人们

可以买卖证券，这些证券是基于国民生产总值的。希勒这样看待风险：“现实世界中，大多数人们依赖劳动力收入或其他收入而生活，如果经济陷于衰退，他们将处在危险之中。如果要摆脱这种风险，需要一个真正能多样化的组合，像是市场投资组合一样，一个代表了世界上所有其他国家 GDP 的投资组合。”

伯恩斯坦认为，希勒对金融的观点是资本理念基本理论的产物，并且加入了他对人类行为有着更加真实假定的世界的了解。希勒将这个混合物塑造成了一些新颖观点的发射台，即关于市场如何工作。对希勒更为重要的是，人们如何利用市场和金融工具来管理各式各样的个人风险并最终增加他们的财富。因此，尽管希勒对理论和数学有着奇思妙想，但最后他还是加入了默顿和罗闻全的阵营，专注于研究制度、研究他们做什么、怎么做以及它们变化的原因。

伯恩斯坦认为，尽管出自不同的视角，但希勒与默顿有着完全相同的金融观，即将之作为工具来使世界各地不同层次的人们生活中的金融更为安全。对希勒来说，这个过程没有任何边界。从某种意义上说，希勒是大众的风险管理者。

比尔·夏普因资本资产定价模型而荣获了 1990 年诺贝尔经济学奖。后来，夏普转变为一名金融工程的先驱者。资本资产定价模型建立在马科维茨关于分散化的重要观点上。资本资产定价模型表明某种资产的期望收益等于市场期望收益减去无风险资产的收益，然后乘以该资产属于市场波动的系数值，即贝塔。贝塔是该资产系统风险的度量值，或者说贝塔是该资产相对于投资者最初在市场面对的所有风险的风险程度。在存在非系统风险的前提下，大多数单个资产的收益并不是精确的同市场整体收益相一致，资产的真实收益和与贝塔一致的期望收益之差，我们称为阿尔法。贝塔现在广泛地应用于系统风险的衡量，阿尔法已经成为投资管理的圣杯，用来衡量超过经风险调整市场收益的超额回报。

夏普注意到，有太多的参与者忘记了资本资产定价模型都只是关于预期而已。夏普提出，不能仅仅回顾历史来推断预期是多少或将会是多少，整件事都同未来有关。因此，我们所严重依赖的历史数据可能对资产定价毫无用处，因为我们对于未来是怎样的并不确定，从某种意义上说，我们只能依赖未来事件发生的概率。夏普赞同阿罗理论，即当我们考虑未来种种可能结果时，同一种资产可能在不同结果下会表现出不同特征价值。虽然用夏普认可的状态偏好理论来计算贝塔值要复杂得多，但是夏普认为阿罗为如何看待风险并作出最优投资选择指明了正确的道路。夏普指出，资本资产定价模型只是一个特殊案例，假设太极端了。夏普曾总结说：“至少在一般意义上把风险当成简单的数字，非常危险……我们面对的问题是许多情形未来都可能发生……问题是，对于这些不同的情形，你会得出相似的结果呢？还是不同的结果？这最终取决于你的偏好，或者像经济学家定义的，取决于你的效用函数。所以这方面有很多工作要做。”

夏普的理论发现本身很有趣，但它同时显示了他的目标的一个更为重要的方面。他和新古典金融学家们一起，与马科维茨、希勒等金融工程师一起，加强和促进了新古典金融学，同时使用新的更好的技术提高了商业收益。

马科维茨在 1952 年发表了投资组合选择理论，并以此启动资本理念。但 1952 年以后，马克维茨的理论更进了一步。他认为，当世界瞬息万变且市场波动剧烈时，在某一个时点资本理念基本原理中的均衡从来不会出现，或者这个均衡在一个很短的时间内出现而不会产生影响。所以马科维茨和他的合作者运行了一个计算机程序对现实风险世界进行模拟。模拟过程中，一个有趣的进展就是反馈过程。马科维茨及其同事发现，如果不同类型的投资者之间达到适当的平衡，他们所在的市场就和实际的波动方式一样。但是市场还是继续波动，我们也能看见有别于纯粹均衡情况的动态波动。

马科维茨曾经宣称市场组合不是一个有效率的投资组合。但也并不是说资本资产定价模型一无是处。他说，我们应该认识资本资产定价模型，这个模型就像研究地球上物体的运动并假设地球上没有空气。但有些时候，不争的事实是在地球上，炮弹和羽毛不是以相同的速度下落，这些都应该被注意和解释……应该使用更加实际的约束条件来代替那些无限制贷款和卖空假设，并解释实际的结果。

斯科尔斯不仅因对布莱克-斯科尔斯-默顿期权定价模型的贡献获得了诺贝尔经济学奖。他还曾是长期资本管理公司的主要管理者之一。在长期资本管理公司突然破产后，他又于 1999 年创立了新公司，因为他想知道他是否能够管理风险、保全资本，并为有价值的项目赚钱。

斯科尔斯用欧米伽来描述为他人承担风险的赚钱机会。他说，“欧米伽有一个美好的光环，就像是寻找阿尔法一样，欧米伽不是一个零和博弈。我们是在提供服务，而不是在探索处理信息的优势。简而言之，在这些交易中，我们这一方之所以获得报酬，是因为我们承担了其他人不想承担的风险。”

我们本能地把金融市场当作这样一个中心，买者寻找价值被低估的资产，而卖主在里边卖掉其所认为的价值被高估的资产，也就是说金融市场中的价格很少是正确的。但是寻找价值或阿尔法只是金融市场上发生的部分事件，并且通常只是小部分。当把买主和卖主联系在一起，金融市场远不止创造了一个时间机器。与此同时，许多其他的活动也在进行之中。对买主和卖主而言，金融市场的另一个吸引之处，它是一个为赌注保值的场所，即把风险由一方转移到另一方的场所。斯科尔斯曾这样解释风险转移，他说：“风险转移是所持有资产的时间序列，把资产、证券或风险由现在转移到未来。也就是说，超额财产存量将会在时间上被向前转移，直到新需求者进入该市场。”

在风险转移活动中，分离是关键，先做出商业活动决策，然后改变其面临风险的属性。风险转移与提供流动性类似，但这两者又不是一回事。流动性意味着人们会为了即时性而接受更低的回报率，那些乐于牺牲即时性的人所能获得的更高回报就是流动性溢价。

斯科尔斯认为，通常我们观察资产定价时，如果忽略了诸如流动性和风险转移价格是如何以及何时改变的问题，我们将会遗漏掉市场价格行为的一个重要组成部分。当投资者需要更多流动性或试图转移更多风险给他人时，资产回报的相

关性趋于上升，在极端情况下表现为低相关性的多种资产类别开始朝同一方向共同运动。

这本书的第三部分包括 10~15 章，以巴克莱国际投资公司、耶鲁大学捐助基金、太平洋投资管理公司、高盛为例，探讨了如何将理论上的想法转变为商业化运作。从机构投资者非凡的成功经营上可以看到，这些投资者是如何使用资本理念的原理来构建出适合他们的投资策略。

以新古典金融理论为核心思想的资本理念错了吗？显然，伯恩斯坦的回答是否定的。事实上，资本理念是投资者不可缺少的体系，可以帮助投资者应对不确定性越来越强的投资世界。

伯恩斯坦提出宏伟的资本理念系列理论已经培育和引领如今的市场，发展到了一个比大多数市场参与者意识到的更为广阔的领域。亚当·斯密所谓的看不见的手仍然在以最生动的形式发挥着作用，而约瑟夫·熊彼特所谓的“创造性破坏的永恒风暴”还在猛烈地向一个方向刮着。

伯恩斯坦认为，基本结构比其他任何东西都要重要，真实世界本身的发展趋势将越来越与《投资革命》所描述的世界趋同。但伯恩斯坦也指出，资本理念不会永恒不变，这一框架仍处于演进过程之中。金融创新让资本理念具有非凡的生命力，它们在实践中的应用将有无限的可能性。

理论引领和塑造着实践，而实践反过来又塑造着理论的各个方面，从理论到实践是不断发展的，这一过程不会停下来。

这本书读完了，于我而言还是很有启迪的。如果说以演化思想为基础的经济学重建算是科学革命的话，那么投资领域一直在进行着投资革命或者说是投资新革命，并且永不停歇。正如罗闻全所说，“经济交易……是进化过程本质的结果……。”我倒是很好奇，这场革命到底会将金融理论和实践引向何方。

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/uzkb9ODDrQJZ1DTelLDpjw>