

中信·新书系列

财务规划指南

(套装共5册)



中信出版集团
CITIC Press Group

中信·新书系列-财务规划指南 (套装5册)

王大力 云大慧 【美】阿曼达·斯坦伯格 等著

中信出版集团

目录

投行职业进阶指南：从新手到合伙人

财富管理与传承

走过低谷，见过高山：写给女性的财务规划指南

管清友的股票投资课：做趋势的朋友

工薪族财务自由说明书

投行

\$



\$

职业进阶

\$

指南

从新手到合伙人

王大力◎著



投行求职KOL，知乎投行、债券领域大V
写给投行职场人的精进指南

内资券商、投行、债券领域同业KOL，金融圈影响力自媒体

劳志明 郭磊 兽爷

@饭统戴老板 @八大山债人 @放牛归来再读书

联席推荐

中信出版集团

目录

前言 一场真实的国内投行之旅

第一章 揭开投行的神秘面纱

投行简介

投行的岗位分工

投行的业务范围

投行的职级划分

投行从业者的真实收入

第二章 如何成为一名投行从业者

第一步：读懂实习生招聘启事

第二步：做好敲门砖，点亮简历

第三步：踏踏实实，准备投行面试

付费内推：不可取

成为投行实习生

实习未能留用该如何补救

跨行转入

社会招聘

第三章 投行新人如何职场精进

入职前的准备

新人的困境

精进两步走：搜集信息，解决问题

核心能力：推进项目

软实力：学会社交

拓展客户：如何与客户打交道

避免踩坑：跳槽的正确姿势

第四章 资深从业者的投行晋级之路

专注技术还是转型业务

打破天花板：承揽没有那么难

初转承揽：如何上路

领导力：如何搭建自己的团队

政策：唯一不变的是人心

过去与未来的交汇

附录 投行的日与夜

1984—1992：国内资本市场建立初期的混业时代

1992—1997：混业逐渐转为分业，过渡时期的“额度管理”

1997—2003：分业经营时期的审批制，增资扩股和通道制

2004—2014：保荐制度

前言

一场真实的国内投行之旅

大家好，我是王大力，是一家内资券商投行部门的MD。

MD (Managing Director) 是“董事总经理”这个职位的缩写，很多不了解投行的人，会重点关注“总经理”三个字，但我更想告诉大家的是，在真正的投行职级序列里，MD只是比其他的投行从业人员更“懂事”一些，或者说，你可以将其理解为一个简单代号。就像我的名字“王大力”也只是一个代号，如此而已。

现实中很少有人真正知道“王大力”是谁，不知道他在哪家券商任职。如果现在去网上搜索“王大力”三个字，在搜索页面会出现“‘大力如山’的王大力是谁”“知乎上的‘王大力’是谁”“王大力供职哪家券商”等问题。

没错，这些问题中提到的“王大力”就是我。我是知乎“投资银行”与“债券”两个专题领域的优质回答者。如果各位读者在知乎上搜索名为“王大力”的用户，排在第一位、关注量超过11万的便是我了。我还是一名粉丝量超过16万的财经博主，我的微博账号是“王大力如山”。我的微信公众号是“大力如山”，在这个公众号上，我曾经写过几十篇关于券商历史的文章，业内的读者喜欢称呼我为券商历史的记录者。

在知乎账号、微博账号、微信公众号的后台，我每天都会收到很多从事不同行业，或者仍在读书的年轻人提出的关于投行的种种问题，其中大多都与求职相关。网上的这些朋友虽然有着不同的生活、求学和工

作经历，但所提的问题大同小异，而且都给人一种受投行题材的影视作品荼毒的感觉。

现实中也是这样，很多年轻人觉得投行是一个令人向往的行业，好像只要进入投行工作，就能过上电影《华尔街之狼》演绎的生活。但《华尔街之狼》这部电影中的人物，所从事的行业并不是真正的投行业，更不用说国内外投行的从业环境也有着很大不同。

所以，我从收到的问题中深刻感受到想进投行的求职者们浮躁的情绪和对投行的误解。不仅我感受到了，很多无良商家也感受到了。这些无良商家开发出投行内推实习之类的骗局，利用年轻人向往投行却又对投行一知半解、信息不对称的缺点，对他们举起了收割的“镰刀”。

之所以出现这种情况，正是在这些年轻人的身边，缺少一个多年从事投行工作的人，去告诉他们真正的投行是什么样的，他们需要怎样努力才能进入投行。

此外，还有很多在金融行业，特别是在券商做投行业务的同行，也经常向我咨询职业生涯规划的建议，或者如何把握跳槽机会等问题。其中不乏已经工作了七八年的从业者，他们在面对当前的市场和政策环境时，同样对未来的职业规划有不少疑问。

对此，我非常理解，因为很多业内的朋友对自己的职业发展路径不太清晰，甚至存在错误认知。我想，也许是因为他们走得太急，走得太快，没有花时间记录行业的历史，观察行业的现状，思考行业的未来。简单地用一句话概括，那就是这些朋友还没有学会跳出行业去看行业，跳出自己去爱自己。

本书概述

基于以上所述，我专门写下这本书，主要包含以下几个章节的内容。

第一章针对投资银行业的业务概况、各种类型券商的特点、细分岗位的具体职责、投行职级序列划分等基本概念，给大家做一次行业状况的梳理。

第二章帮助那些想要进入投行的年轻人找到一个值得努力的方向，希望书中的内容可以消除他们心中对于“靠关系进投行”的偏见，通过自己的努力，真正赢取投行业的入场券。

接下来，在第三章，我想给那些入行时间尚短的年轻人，指出投行职业发展的几条可选路径，每条路上会出现哪些坑，以及每条路最终通往哪个方向。希望我的建议和提醒，可以让这些年轻人提前规避不必要的弯路，从而把有限的时间和精力，投入自己真正向往的那条路上。

经历过上面两个阶段的进阶，在第四章，我还想与那些多年从事投行工作的朋友，谈一谈我从业以来的心得和体会，聊一聊我对资本市场的看法。希望我的讲述可以提供借鉴，特别是当他们面临发展瓶颈、管理困境的时候，帮助他们减少在黑暗中的摸索。

最后，分享完投行执业不同阶段的职场建议之后，针对目前国内投行业的发展状况，我还会从源头跟大家聊一聊国内资本市场的发展脉络，帮助从业者更清晰地认识这个行业。

总之，如果你对投行这份工作有向往、有疑问、有迷茫，那么本书会带着你去探索国内投行的真实职场场景，相信你们在阅读结束后，都能找到适合自己的职业发展路径。

第一章

揭开投行的神秘面纱

投行简介

当我们说起“投行”时，到底是在说什么？

这首先要从“投行”的概念说起了。投行的全称是“投资银行”，按照字面含义理解，它所对应的是“商业银行”。但是这个概念从欧美引入国内之后，含义变得比较狭窄，它通常用来代表证券公司的投行业务部门。投行业务几乎覆盖资本市场所有的活动，比如IPO（首次公开募股）、并购重组、基金管理、财务顾问等。在我们国家，负责承接投行业务的，一般是证券公司的投资银行部等。

也许很多人会说：“不对啊，在欧洲，很多商业银行也在做投行业务，比如德意志银行、巴克莱银行，它们既是投资银行，又是商业银行。”说到它们，就必须提到“混业经营”了，这是一个特别有意思的话题，但我在本节先不展开讨论，在之后的内容中，会给大家从本土投行发展历史的角度做一下分析。

投行的业务分类

介绍完投行的基本概念，我们再来看投行具体做的是什么业务。是不是做投行业务的部门或企业就是投行呢？

这就要分清狭义的投行业务和广义的投行业务之间的区别了。

所谓狭义的投行业务，在国内特指券商从事的投行业务，投行业务的承销商必须由具有承销与保荐资质的证券公司来担任。通俗一点来说就是，想做投行业务，必须先从监管部门那里拿到资质（牌照），否则即便有项目在手，也只能在背后做中介。

再来说广义的投行业务。如果你有一个朋友说自己是做投行的，但一看他的名片，发现他是在银行或者信托公司，甚至是风险投资公司的投行部，他可不是骗子，他做的的确是投行业务，只是和狭义的投行业务有所区别。比如华兴资本这种精品投行性质的公司，它主要做的是财务顾问业务，这就属于广义投行业务的一种，为尚在成长期、仅靠财务数据无法体现公司实力的创业公司，提供非标准化的私募融资撮合业务，以满足其资金需求。这也是尚未满足在资本市场公开融资条件的客户想要获取大额融资的主要途径。随着该类客户逐渐发展壮大，其可利用的标准化融资产品也会越来越多，比如发行债券、IPO，那么一般私募融资的性价比相对就会下降。因此，如果华兴资本想要继续为该客户服务，承接其在国内的IPO业务，而该业务属于狭义的投行业务，那么华兴资本就只能通过集团旗下的证券子公司华菁证券来承接，华兴资本自己是没有这个狭义投行业务牌照的。

总的来说，国内的广义投行业务主要包含以下细分领域：证券承销、资产管理、企业并购、风险投资、财务顾问等。但这些包罗万象的投行业务很多都不为人所熟知。而由于狭义的投行并不是指一个独立的法人主体，因此我们在国内比较各种投行业务的时候，其实是在比较业务背后那些拿着投行牌照的证券公司。可以说，当我们谈起国内投行的时候，更多是指国内的证券公司。

国内证券公司的分类

根据股权性质的不同，国内的券商可以分为外资券商、内资券商和合资券商。根据投资主体的不同，可以划分为国企券商和民营券商。

外资券商、内资券商和合资券商

国内对外资券商、内资券商、合资券商的区分，主要就是对其股东

的区分，比如外资券商便是指这家券商的股东全部为境外股东，内资券商则是指这家券商的股东全部为境内股东，合资券商则是指这家券商同时有境内股东和境外股东。在这里大家要特别注意的是，来自港、澳、台地区的股东同样会被认定为境外股东。

在过去很多年里，根据中国证监会颁布和修订的《外商投资证券公司管理办法》《外资参股证券公司设立规则》等一系列法律法规，像摩根士丹利、高盛这些纯外资券商，是无法获取国内资本市场业务牌照的，也就是说它们没办法独立开展境内资本市场业务，只能在国内设立办事处，向国内客户推介境外资本市场业务。而对于国内资本市场业务的开展，它们则需要通过与境内股东合作设立合资券商，利用合资券商获取国内资本市场业务牌照的方式进行，而证监会对此也有明确规定，“境外股东持股比例或者在外资参股证券公司中拥有的权益比例，累计（包括直接持有和间接控制）不得超过49%”。比如国内第一家合资券商中金公司，便是由中国建设银行与摩根士丹利合资设立的，第一大股东为中国建设银行。

近年，国内逐渐放松对境外资本到内地参设金融机构的条件限制，将上述“不超过49%”的规定改为“不超过51%”，到了2020年，直接取消外资参股证券公司的比例限制，一些境外股东便开始增资收购自己参股的合资券商中其他境内股东的份额，从而达到控股的目的，也有一些境外股东直接向内地监管机构发起了新设控股券商的申请。比如合资券商“摩根士丹利华鑫证券”的外资股东摩根士丹利，便以3.76亿元的价格收购了内资股东华鑫证券所持有的2%的股权，成为持股51%的控股股东。2019年3月，中国证监会核准设立由摩根大通控股的摩根大通证券（中国）有限公司，该公司于2020年3月正式开业。

聊完了外资券商和合资券商在国内的发展，咱们再来聊一聊外资券商、内资券商和合资券商在国内的真实现状是什么样子的。

无论是不是投行从业者，大家平时都会外出吃饭，我在这里便用“外出吃饭”这项大家都比较熟悉的活动作为例子，来给大家讲一讲外

资券商、内资券商和合资券商在国内的真实现状。

说到外出吃饭，必然要提到吃饭的场所——饭店。在我的眼里，饭店可以分为以下三类。

第一类是乍一看就觉得非常高档的场所，高墙大院、小桥流水，别说步行来这儿吃饭，坐出租车都不好意思让司机师傅把你送到门口。从装潢和服务的档次就能判断出这里的消费肯定不低。通常，来这里消费的，大多是一些比较特殊的客人。

第二类饭店是连锁性质的大品牌，虽然装修比不上第一类有格调，但标准也都很高。特别是在菜品、菜价上，请客的人和赴宴的人心里都有数。这种类型的饭店，人气比第一类高多了。

至于最后一类饭店，就是专门做当地特色美食的“馆子”。这类“馆子”店面有大有小，有的装修得非常豪华，即便与第一类饭店相比，也是丝毫不差。有的装修上就差点意思，看着就像郊区的农家乐一样。客人来了的话，点单、上菜都是老板亲自出马。各家“馆子”饭菜的价格相差也很大，有的价格甚至比第一类饭店还要贵，有的可能连一份像样的菜单都没有。但无一例外，每家店都有自己的特色，所以，当地人就特别喜欢去这里吃饭，这一类饭店的人气比前两类都要旺。

为什么要讲饭店的分类呢？不是因为我是个“吃货”，而是因为国内的外资券商、合资券商和内资券商，其实就像这三种类型的饭店。

国内的外资券商，就像第一类饭店。来这里“消费”的大多是一些大客户。国内每一次超大型的IPO几乎都有全球顶级投行的身影，比如2016年中国邮政储蓄银行在香港上市，这是当年全球规模最大的IPO，承销团中除了中金公司，还有摩根士丹利、美银美林、高盛、摩根大通等几乎所有顶级的外资投行。

至于国内的合资券商，更像是第二类饭店。这些饭店的菜品已经以大众口味为基础做过改良，价格相对也更合理一些。不过，就像连锁品牌一样，大多数合资券商的本土化做得并不好，因水土不服而倒闭或转

让时有发生。当然，也有一些合资券商有着不错的盈利，只是为了揽客，私下大肆打折，虽然看起来牌子还是那个牌子，但成本一压缩，服务就会严重缩水。

而内资券商，就像前面所说的第三类饭店。愿意来这里的，大多是一些真正有需求的人。发行人选择这些机构的真实标准，也许是因为价格低，也许是因为沟通方便，也许是一些其他的原因。

就像在中国餐饮界“称霸”的并不是全聚德和小南国，而是沙县小吃、兰州拉面和黄焖鸡米饭一样，中国的主流投行也不是摩根士丹利、高盛，而是分布在北上深一线城市各大写字楼里的本土券商。可以说，从股市到债市，国内的大多数投行业务还是由这群本土从业人员做出来的。

这就会让行业以外的朋友对投行存在误解。看起来最为高大上的外资投行，其实在国内做的投行业务最少。

国企券商和民营券商

接下来，咱们再来聊一聊国内券商的另外一种分类：国企券商和民营券商。

20世纪90年代末，国内最早的一批证券公司成立的时候，根本就不存在国企和民营之分，因为当时几乎所有的证券公司都有国企的背景，大部分是部委、银行，甚至央行下辖的子公司。

以国内的第一家合资券商中金公司为例，虽然它是由中国建设银行和摩根士丹利联合成立的，但当时它的实际控制权其实一直掌握在中国建设银行手里。中金公司的首任首席执行官因为与外资走得比较近，只在任三个月就离职了。

而随着国内资本市场逐渐繁荣，也有越来越多的民营企业通过收购或者代持等手段，拿到了券商的牌照。成立较早的国金证券，就是在民

营集团“涌金系”的控股下发展起来的，最近几年刚成立的年轻券商华菁证券，也隶属民营证券华兴资本。

除此以外，国内的金融机构，特别是券商这个行业，还有一个很有意思的特点，那就是国企和民营的区别，有时候体现在股权上，有时候则体现在实际运营中。这是什么意思呢？就是说，有的券商股权关系是国企性质，实际运营却由民企负责；有的券商股权关系属于民营性质，实际运营却带着浓厚的国企风格。

注册地位于湖北的两家券商——天风证券和长江证券，就是两个很好的例子。首先看最近几年发展迅猛的天风证券。天风证券介绍自己是一家混合所有制的证券公司，股东包括国企、民企，还有一些战略投资者，但它往往会特别强调一句：“本家大股东是国企背景。”只看这家公司的股权结构图的话，大股东确实是国企。但它可能不会告诉你，天风证券的股东之一是湖北最大的民营集团“当代集团”，它对天风证券实际运营的话语权可能并不低。

相较于天风证券，长江证券则是一家正宗的老牌券商，前身是中国人民银行湖北分行在1990年牵头筹建的湖北证券。湖北证券由一家地区券商成长为全国性的证券公司，在巅峰时期，作为湖北省的第三大企业，它每年的利润额甚至超过了武汉钢铁集团。

改名为长江证券的湖北证券，在市场上的发展起起伏伏。2015年，新理益集团拿下长江证券大股东的位置。几个月后，湖北省国资委又通过三峡集团增持长江证券的股权，国企和民营展开了大股东争夺战。按照股权关系来看，第一大股东是新理益集团。但长江证券的很多高管都是湖北省国资委派来的，这就让民营控股的长江证券从体制上看又像一家国企。

正是由于国内资本市场的繁荣发展，券商行业才会形成国企和民营两大类型并存的局面。但整个券商行业毕竟还是一个依靠牌照的行业，所以在市场上，一直都是国企券商的数量最多，所占市场份额也最大。

为什么我要花这么长的篇幅，来介绍券商的股权性质和所有权结构呢？这是因为了解一家投行机构的发展脉络，可以更清晰地理解它的运作逻辑，从而判断这家投行未来的发展路径，而这些因素也是影响未来投行职业生涯的关键。

投行的岗位分工

如果你没有从事过投行工作，身边又没有从事投行工作的朋友，那么仅靠一些文艺影视作品，可能无法理解国内投行的真实工作环境，更无法帮助大部分想要从事投行工作的年轻人了解投行真实的岗位分布、组织架构等基本情况。

接下来我就讲一讲国内券商的投行部门到底是由哪些岗位组成的，以及各自都是如何运转的。

在开始正式讲解之前，先给大家出一道思考题，通过这道题，大家可以验证一下自己对国内投行是否有一个清楚的认知。

请听题：

如果你有甲、乙、丙三位朋友，都在国内券商工作，但你并不清楚他们具体在哪个业务部门，那么根据他们对自己日常工作的描述，你认为谁才是在投行部门工作呢？

朋友甲说，他几乎每天都要在股市开市前到达公司，平时在公司的时间大多是在与人交流，电话不断，QQ（即时通信软件）和微信也闪个不停。中午一般会约上同行或客户一起吃饭，交流最新的市场动态和观点。晚上或周末经常参加一些聚会以拓展人脉。

朋友乙说，他的工作很不规律，有时候会到某地出差，常驻一两个月；有时候又会在几天之内轮番跑到好几个城市出差。当他在公司的时候，不是坐在桌前贴发票，就是守着打印机整理材料。

朋友丙说，他很少出差，每天都会按时来到办公室，但经常还没到上班时间就接到同事的电话，询问是否已经到岗。至于晚上，很少准点下班。对他来说，加班就像家常便饭，但是好在不经常应酬。

你们想好答案了吗？

如果你只选了甲，说明你被坊间传闻荼毒太深；如果你只选了乙，说明你对国内的投行工作有些了解，但并不全面。你们看完接下来的介绍就会明白，甲、乙、丙这三位朋友都有可能在券商的投行部门工作，只是负责的岗位各有不同。

在国内，投行部门的岗位分工主要可以分为前台岗位、中台岗位和后台岗位三种类型。

什么叫作前台岗位呢？简单地说，就是服务对象一般对外，投行部门的利润主要是由这些岗位的人创造的，比如负责为部门承揽业务的，就是最主要的前台岗位。

而中台岗位服务的对象既有对内的，也有对外的，比如资本市场发行岗，其服务本质是对前台岗位的工作提供支持和辅助，并不会直接创造利润。

至于后台岗位，就比较容易理解了。这个岗位的服务对象与前台岗位正好相反，主要是对内的，同时也像中台岗位一样，并不能直接创造利润。质量控制、行政秘书等岗位就属于后台岗位。

一般来说，规范的券商投行部，内部所设的岗位至少应该包含以下四种：承揽承做岗、销售交易岗、资本市场发行岗和质控岗。其中，承揽承做岗和销售交易岗属于前台岗位，资本市场发行岗属于中台岗位，质控岗则属于后台岗位。

先来看承揽承做岗，可以说这是投行部门里最基础、最核心的岗

位，毕竟如果没有这群人出去揽活和干活，那么中后台岗位的后续工作也就无从谈起了。

承揽承做岗又可以进一步拆分为承揽岗和承做岗。简单来说，承揽岗的工作任务就是不断地为公司拉来新的业务，同时维护好老客户。而承做岗的工作任务就是协助承揽岗，对承揽岗承接的各种业务做好落地服务。一般来说，能在投行做承揽的，大多都是从承做岗晋升上来的，或者用更直白的话讲，承揽和承做就是一个业务团队，其中团队负责人做承揽，为团队拉业务，然后将业务交给团队里的承做成员，由承做岗做好业务的落地工作。

很多人开玩笑说，投行人就像是拉客户的中介。这话就说得有些片面了，因为在投行里只有做承揽业务的才像中介，而负责承做岗位的，甚至可能都无法胜任这种中介性质的工作。就像之前的思考题中提到的朋友乙，他的日常工作就是承做岗位的真实写照，他大部分的工作时间，都花在项目现场或者准备申报材料上。

销售交易岗也是投行的前台岗位。与承揽承做岗不同的是，它所服务的客户主要是各大投资者，特别是银行、券商、基金、保险等机构投资者。这个岗位的工作内容就是为部门承揽承做的项目找到可以对接的资金方。就像思考题中提到的朋友甲，他的日常工作就是投行部门里销售交易岗所要做的，时刻与同业和投资者保持沟通与联系。

而在国内的投行部门里，负责为承揽承做岗和销售交易岗提供发行辅助工作的中台岗位，就是资本市场发行岗了。这一岗位的主要工作，一方面是对外联系监管审批机构；另一方面是对内协助前台岗位，同时协调双方共同处理有关项目发行、上市的相关工作。由于主要涉及的是发行工作，所以一般只有发行项目比较多的大型券商才会单独设立资本市场发行岗，而一些中小券商的发行岗位，很可能是由销售交易岗甚至承做岗去承担的。

投行部作为券商的一个部门，要维持自己的正常运转，除了前台和中台岗位之外，同样需要后台岗位的支持和协作，比如行政秘书之类的

普通岗位。但投行部的特殊之处就在于，需要设立一个技术要求比照前台、日常内容却隐身于后台的岗位，这便是质量控制岗位，简称质控岗。

质控岗的工作，主要是在部门业务的前期立项、后期申报和最终发行时，审核部门前台岗位所承接的业务和资金是否“合格”。所以在投行部门经常会存在这样一种现象，那就是质控岗会与部门里所有的前台岗位“相爱相杀”。

这是因为，一方面，质控岗需要依靠前台岗位承揽业务、对接资金，以完成部门收入落地，从而获取自己的薪酬；另一方面，质控岗的工作要求就是规避风险，这就需要这个岗位的人员去核查前台岗位所获取的项目和资金是否会在后期给公司和部门带来风险。另外，前台岗位为了尽可能提高自己的工作效率，普遍都会催促质控岗优先处理自己的业务，就像思考题中的朋友丙一样，质控岗的同事经常会被前台催促加班。

那么，质控岗在面临这种矛盾时，该如何去平衡呢？其实这是对质控工作提出的最大挑战。我会在后面的内容中与大家深入展开这个话题。

总之，如果把投行业务比作产品，那么承揽岗的工作就是获取产品订单，承做岗的工作就是把这个产品生产出来。而在具体的生产过程中，质控岗就像产品质量的检测员，会在生产的关键节点对产品质量进行把关。在产品完成后交付销售交易岗，由这个岗位的人员完成销售，最终获取收入。至于资本市场发行岗的工作，则是在产品出厂前协调外部监管机构和内部其他岗位，办理完成产品出厂所需要的一切手续。

所以，投行这份工作并不是简单特指某一个岗位。一个投行项目的完成，往往是前台、中台和后台岗位协作的结果。

投行的业务范围

大部分人都觉得在投行承揽好过承做，但是你们知道投行需要承揽哪些业务吗？或者说，投行究竟提供什么产品？

简单地说，投行的产品就是向客户提供一种直接融资的服务。这种融资服务具体又可以分为两种类型：股权融资和债权融资。

其中，股权融资类业务包括IPO、并购重组以及一些相关的财务顾问服务，很多中小券商的股权团队也兼职做新三板业务，而稍微规范一些的券商会专门设置场外业务部开展新三板业务。但在本质上，新三板业务也是投行业务的一种。

什么叫IPO？IPO的全称是Initial Public Offering，意思是首次公开募股，指一家企业首次公开发行股票，第一次将它的股份向公众出售。而国内券商投行在IPO业务中的角色定位，起始于1988年《证券法》出台后，国内的股票发行不再使用行政推荐上市家数的办法，改由证券公司作为主承销商进行推荐，由中国证监会核准。2003年，中国证监会颁布《证券发行上市保荐制度暂行办法》，股票发行保荐制度开始登场。保荐制度是指拟上市企业既要有投行作为保荐机构保荐，还要有两位具备保荐代表人资质的投行从业人员负责具体的保荐工作并签字。至此，国内券商作为IPO业务中保荐人的角色，才算有了清晰界定。根据上市场所的不同，国内IPO业务可以分为主板上市、创业板上市、科创板上市等，不同的上市场所对发行人的上市要求各有不同，但基本都需要券商投行作为保荐人，所以保荐发行人在新三板上市的新三板业务，也属于IPO业务中的一种。

而与IPO相比，并购重组则是一个概括性的词组，它包括的业务范

围其实很广泛，比如股权转让、重大资产重组、回购、分拆上市、分立等。如果简单介绍的话，券商投行所做的并购重组业务，主要是帮助上市或非上市公司进行收购和重组，从类型上可以分为产业并购、整体上市和借壳上市。其中，产业并购主要服务上市公司，而整体上市和借壳上市，主要服务那些想要通过并购重组的方式上市的非上市公司。

债权业务主要包括三块：第一块是债券业务，比如公司债、企业债，有的券商会将债券业务设置在固定收益部里；第二块是资产证券化（ABS）业务，比如在证券交易所挂牌的资产证券化、信贷资产证券化（CLO）等，因为目前券商受到牌照的要求，会将资产证券化业务放在资产管理部或资产管理分公司来开展，但很多投行团队也承揽承做资产证券业务；最后一块主要是一些非标准化的债权业务，比如在地方股交所发行的私募债等，有些券商会将这类业务放在结构化融资部开展。

首先，我想先跟大家强调的是，虽然有不少券商并不把债权业务放在投资银行部开展，但无论是在国外还是国内，债权业务都是投行业务的一种。比如在国内证券交易所审核的可转换公司债，实际上就是一种债权业务，但券商申报此类业务就像申报股权业务一样，是需要保荐代表人签字的。再比如银行的投行业务，主要做的就是一些债权业务。其次，想要更好地了解券商投行里的债权业务，应该先了解银行投行业务与券商投行业务的不同。银行投行业务主要分为两类：债券业务和非信贷业务。其中债券承销业务与券商投行所做的债券业务类似，都是承销标准化的债券产品，只是各自适用的产品略有不同，比如券商投行业务中的公司债、企业债产品，便只能由券商作为主承销商去协助发行人申报和发行，而银行所做的债券业务，主要指承销中票、短融这些由银行作为主承销商的债券产品；再比如券商可以承销交易所市场的资产证券化产品，银行也能承销银行间市场的资产证券化产品。而非信贷业务也被称为结构化融资，主要指银行通过信托、资管等通道对融资人进行表外融资，承销的是非标准化产品。

所以，从上面的介绍可以看出，银行投行业务和券商投行业务最大

的区别其实是在股权业务上，受益于国内金融行业分业经营的监管要求，如今券商投行已经拥有垄断的牌照，人才和技术也都是相对专业的。在债权业务上，银行与券商并没有本质的区别，但无论是债券、资产证券化还是非标债权业务，银行才是债券市场上的主导。不仅绝大多数资金来自银行，在中票、短融这些细分债券品种上，银行还有着近乎垄断的承销牌照。即便券商有着垄断承销牌照的企业债和公司债，大部分项目端和资金端也都被银行掌握，有时候券商担当的只是“二传手”的角色。只不过，银行的问题在于大部分投行业务都已经形成了稳定的生产线，个人或团队很难把握整个业务链条，这就造成银行投行从业者们虽然越做越熟练，但却始终跳不出局部去感受整体。同时，由于生产线上的人很多，即便整体收入很高，分到每个人身上却也没有多少。但是券商就不一样了，优秀团队的业务把控力度可以越来越强，特别是中小券商里的投行团队，不仅可以从前到后全程跟进整个业务，更可以在利润分配上与公司进行谈判。

总之，投行业务中的股权业务和债权业务其实没有本质上的区别，都是一种服务于客户的直接融资的手段，如果一定要找出它们的不同之处，我想主要在于两点。一是产品的不同。从上面的介绍就可以看出，股权和债权都有着各自的产品线。二是客户群体的不同。曾经有朋友问我：“为什么券商做股权业务的投行部门，有时候会分具体的行业组，而做债权业务的投行部门就不会分行业组？”出现这种情况，其实就是因为客户群体的不同。因为做股权的投行从业者所接触的客户大多是产业类的公司，而每一类产业的经营业务都有着很大的不同，所以从业者在业务承做过程中，某一类产业的业务做得越多，他对这类产业就会越熟悉，也越专业，将来营销其他同类业务时，这种项目经验就会有一定的帮助。这就是做股权业务的投行有时会按照行业进行分组的原因。而债权业务就不同了，大多数从业者做的都是城市建设投资，与其他产业类公司接触得很少，所以分组没有意义。

但我们要明确的是，无论是产品不同，还是客户群体不同，都无法改变股权业务和债权业务本质上都是投行业务这个特点。这也是本书在

后面章节并没有过多区分股权和债权的原因。

简单总结一下，一家规范的券商投行部门主要包括前台、中台和后台三种类型的岗位，其中前台岗位包括承揽承做岗、销售交易岗，中台岗位是资本市场发行岗，后台岗位主要是质控岗。而国内券商承接的投行业务，主要分为股权业务和债权业务两大类，其中股权业务包括IPO、并购、新三板等业务，债权业务包括债券、资产证券化、非标债权等业务。

投行的职级划分

国内投行作为“舶来品”，在职级序列的设置上，无论是前台岗位还是中后台岗位，同样参考了国际投行常用的MD职级序列，从初级到高级的排序如下：

- 分析师 (Analyst)
- 经理 (Associate)
- 高级经理 (Senior Associate)
- 副总裁 (Vice President)
- 董事 (Director)
- 执行董事 (Executive Director)
- 董事总经理 (Managing Director)

当然，国内很多投行并没有完全按照这个顺序进行排列。比如有的投行会省去一些职级，只保留经理、高级经理、董事、董事总经理四个职级，然后再在每一个职级里进行三级划分，变成一级经理、二级经理、三级经理.....一级董事总经理、二级董事总经理、三级董事总经理这样的排序。也有的投行会增加一些职级，比如在副总裁和董事之间增加一个高级副总裁的职级，在董事和执行董事之间增加一个业务董事的职级。还有的投行虽然参考的是MD这种职级排序，但会将职级名称替换为在国内更通俗易懂的名称，比如把“董事”替换为“业务总监”。

但无论国内投行对职级做出怎样的改变，并没有改变MD职级序列

的本质，即三个递进的层次：初阶岗位、中阶岗位、高阶岗位。其中分析师、经理、高级经理、副总裁都属于初阶岗位，董事、执行董事属于中阶岗位，董事总经理属于高阶岗位。

初阶岗位

一般毕业后刚入职的投行员工，都是从分析师这个基层职级开始起步的。虽然分析师这个词听起来很专业，也确实是他们承担了投行里的大部分书面工作。但是，投行里的书面工作并没有大家想象中的那么“高精尖”，投行从业者们经常自嘲平时的书面工作主要是“复制粘贴”。所谓“复制粘贴”，是指投行的书面工作大多都是模式化的。比如债券产品的申报材料，主要是发行人的基本情况介绍和财务数据的撰写分析，其中发行人的基本情况，如历史沿革、主营业务介绍等内容，大多取自发行人提供的各种介绍材料以及工商登记等信息的汇总整理，而财务数据的专业分析，则大多是从审计机构出具的审计报告和评级公司出具的评级报告中的相关内容里摘取的。特别是非首期发行的债券，书面工作可能更为简单，基本情况介绍和财务数据只需要在上期债券的相关内容上进行更新即可。

但是大家也不要小看“复制粘贴”，如何搜集相关的信息，如何选择合适的摘取内容，如何将发行人和其他中介机构的材料信息进行交叉核验，如何将这些“复制”的内容按照投行的逻辑进行“粘贴”，解决问题正是体现分析师们专业能力的地方。特别是投行的书面工作在文字处理和表述上要求非常严格，不要说逻辑不顺、解释不清、误导歧义这些问题不能出现在申报材料中，就连文字错误和格式错误这种简单问题，一旦出现，都会受到监管审核的警告和处罚。所以认真和细心可以说是分析师们最需要具备的工作态度了。

随着分析师们水平和经验的增长，他们会逐渐成长到下面三个职级：经理、高级经理、副总裁。国内很多券商认为，高级经理和副总裁

并没有本质的区别，甚至就是同一个职级，只不过名字不一样而已。在投行业内，通常是有三年工作经验可以升到经理，有五年工作经验可以升到高级经理或副总裁。很多从审计机构、评级机构等其他行业跳槽到投行的年轻人，若有一定的工作经验，会直接跳过分析师的职级，给予经理、高级经理或副总裁的职级。

经理这个职级一般要求熟练掌握投行的基本工作技能，用更通俗易懂的话来说，经理就是技能熟练的分析师，他和其他分析师在工作内容上并没有太大的差别，唯一的区别就是他在工作中更熟练，不需要更高职级的同事进行指导。而当经理可以完全独立承担某一部分工作时，一般就能升职为高级经理、副总裁。分析师、经理往往属于基础工作的具体执行者，高级经理、副总裁则会承担一些上传下达、沟通协调的工作。比如在投行实务中，更高职级的领导往往会把需要执行的工作交给高级经理人、副总裁进行内部分配，这便是所谓的“上传下达”。而在投行实务中，投行从业者们往往会驻扎在项目现场，但通常项目负责人以及更高职级的从业者并不会在现场驻扎太久，而是会安排高级经理、副总裁作为现场负责人带队驻扎，因此在项目现场与发行人、其他中介机构的沟通协调工作，往往会由高级经理、副总裁执行。

那么，投行的初阶岗位有哪些本质要求呢？

工作执行一定要做好，这是投行初阶岗位的基本功，但优秀的初阶岗位从业者们也不能只会埋头干活。

第一，执行要积极主动。投行初阶岗位日常负责的执行工作其实并没有多高的门槛，业外人士在投行招聘信息里了解到的投行对学历、工作经历的高要求，更多是因为岗位的供需不平衡导致的。能否做好一份普通人足以胜任的执行工作，受技术或者专业的影响其实很小，更多是由积极主动的工作态度决定的。比如分析师们的“复制粘贴”工作，更高职级的员工很少会手把手地教他们，同一类的工作也只会教他们一次，所以分析师们如果能在具体的执行工作上主动一些，让更高职级的同事越少费心，就越能代表自己的本职工作做到位了，也代表自己在从分析

师的职级向经理的职级迈进。包括高级经理、副总裁这些初阶岗位的较高职级，他们在内部的上传下达、外部的沟通协调等方面，越不需要更高职级的同事操心，同样也是工作做得越好的表现，正代表他们朝着项目负责人的更高职级进阶。总之，初阶岗位在执行上越积极主动，越能让更高职级的同事少费精力，就越能代表其工作能力，也预示着他从初阶岗位到中阶岗位的距离越来越近。

第二，视角要开阔。工作执行能力的高低可以衡量初阶岗位到中阶岗位的距离，但最终决定初阶岗位进阶中阶岗位的，是你在对投行执行工作中的视野要能够打开。比如投行的承做岗位，如果你都没能从头到尾跟过一个项目——从进场到做材料，再到过公司内核，过完内核去申报，申报完问题进行反馈回复，获取批文然后协助销售，销售完成挂牌上市，后续受托跟踪管理——那么是很难具备执行投行项目的宏观视角的。而这种执行工作的全局观，正是投行从业者晋级中阶岗位的基本要求。

因为只有从宏观视角上看，不同的执行工作才会有新鲜感，而新鲜感是驱动投行工作一直向前的动力之一。有很多刚入行的年轻人会觉得自己所从事的投行工作都是一些重复性的劳动，甚至因此对投行工作失去兴趣。这个观点其实没错，因为仅仅从微观视角看的话，不同投行项目中的某一段执行工作，确实有很多都是类似的、重复的工作，比如不同的项目申报用的都是同一套模板，而需要更新的都是同样的内容模块。但就像盲人摸象一样，如果你不能从更高的视角去看待投行工作，就永远体会不到投行这头“大象”究竟是什么样子。而中阶岗位的要求，就是能够骑上投行这头“大象”走向资本市场，只有这样，走的这些“路”才永远不会是重复的。

所以，投行从业人员要想从初阶晋级中阶，执行工作时一定要有全局观，也就是要能够从负责整个投行项目过程的某一环节，逐渐进阶到可以负责整个项目，这样才能真正看到投行执行工作的全局，全面体会承做工作的意义，而不是被动地觉得自己是在重复性劳动。站得足够

高，看到的自然就会更宽广；看到的更多，自然也就能站得更高。而具备开阔的视角，既是站在了初阶岗位的顶点，也是站在了中阶岗位的起点。

中阶岗位

投行的中阶岗位主要包括董事、执行董事，有的国内券商会在董事和执行董事之间再额外设置业务董事、总监、业务总监等岗位，这些也都属于投行的中阶岗位。但大家不要被这些五花八门的职级名称给搞晕了，因为无论券商怎样命名这些职位，只要处于投行执行工作和营销工作过渡阶段的职位就都属于中阶，这一点是永远不会变的。

投行中阶岗位的起点是董事，当站在初阶职级顶点的投行从业人员沉淀几年后，其技术和经验足以带领项目组负责整个项目的承做，那么在做过几单项目的现场负责人后，董事这个职级就开始向他们招手了。认真来说，只有做到了董事这个职级的投行从业人员，才算摸着了承做的最高门槛。正因为前文所说的宏观视角的差异，初阶岗位和中阶岗位的本质区别并不在于两者之间技术水平的高低，更多是对项目全局感的把握程度不同。

从董事这个职级再往上，包括总监、业务董事、执行董事等，需要的就不只是承做能力了，还要开始承担业务承揽的职责，职级越往上走，所承担的承揽工作占比就越重。也就是说，在投行中阶岗位的升迁考察中，不再像初阶岗位那样只看重项目的执行能力，而是会重点考察业务承揽能力。

那么，投行在对中阶岗位的考察中，会如何认定从业者是否优秀呢？

第一，在项目前期具备判断能力。承揽就是营销业务，但把业务营销进来，只能算是投行承揽的基本功而已。在现实环境中，券商更看好

由从初阶岗位一步步升上来的中阶岗位人员去做承揽，而不是跨行业跳槽过来的中阶岗位人员直接做承揽。

因为很多半路出家的同行承揽投行业务，虽然营销能力确实不错，但往往对项目的评估过于乐观，这就造成业务风险很大，资本市场上很多烂项目，大多都是被这些人接的。但承做技术过关的人员去做承揽就很不一样了，他们在业务营销能力之外，对于项目能不能做、值不值得做，在承揽前期就能做出大概的判断，而不用在承做过程中再进行判断，这不仅能节省不少时间和精力，也能提前避免很多风险事件的发生。

所以，只有具备基本的判断能力，才是未来承揽工作能做得稳定、做得长远的前提。

第二，在项目执行过程中时刻推动项目。很多业外人士、入行没多久的新人，甚至是已经工作几年的初阶岗位从业者，会觉得在投行承揽业务比做纯粹的执行业务轻松多了，好像只要把项目承揽过来交给执行的同事，后面坐等拿更多的奖金就可以了。

其实不是的。为什么投行部门的很多领导都是承揽出身，或者投行的部门领导大多都在市场一线做营销业务而不是负责具体执行呢？并不是因为他们的级别高，而是因为在投行实务中，承揽并不是只负责把业务承揽到公司就结束了，他们在后续项目的执行过程中也要跟踪到底，而且不能只是简单地跟踪进度，还要积极推进整个项目的流程。比如在执行过程中遇到的很多问题，并不是执行人员自己就能解决的，仍需要最熟悉业务相关各方的承揽人员去协调解决。又比如，现在的市场早就变成了买方市场，很多投行项目在拿到批文后的销售阶段，单纯只靠销售岗位的同事很难轻松卖掉，很多时候都需要承揽人员亲自带着发行人去跑投资机构等。

所以，在投行业务的执行方面，通常承揽人员需要比具体执行人员负责更多，优秀的承揽人员也必须比具体执行人员负责更多。

高阶岗位

初阶岗位和中阶岗位都包含了不止一个职级，相对于二者，投行的高阶岗位就简单多了，只有董事总经理这一个职级。

不过，要提前跟大家说清楚，投行的董事总经理与投行部门的总经理是不同的，投行部门的总经理几乎一定是董事总经理，但董事总经理不一定是投行部门的总经理，很可能只是部门副总经理或者经理助理，甚至二者都不是。这是因为董事总经理与前文所说的分析师、副总裁、董事等职级一样，都只是投行技术职级序列里的一级，而总经理则与副总经理、总经理助理一样，是公司组织架构里管理职级的一级。

但就像董事总经理这个职级名称里有“总经理”三个字一样，“董事总经理”与“总经理”二者也有相同之处，那便是同样具备管理职能。投行部门的总经理需要管理整个部门，而董事总经理通常需要管理某个团队或者某个业务条线，比如有些券商的投行部门下辖很多业务团队，那么每一个或者每几个团队的负责人便是董事总经理的职级，这些团队也都由各自的董事总经理具体管理。再比如有些券商的投行部门下辖几个二级部门，有专门负责承揽、承做的，有专门负责销售交易的，那么这些二级部门的负责人往往也是董事总经理。

以上，就是对投行各个职级的具体介绍。当然，职级虽然是这样依次排序的，但不代表每一个投行从业者都必须依次升职。按部就班地升职，主要出现在职级架构体系已经成熟的大券商里。在大券商中，无论你有多么丰富的项目经验，也必须具备至少三五年的从业时间，才能从分析师一步一步升到副总裁。而中小券商投行部的职级架构体系可能尚未建立成熟，如果有的投行团队刚刚建立，人手不足，团队成员便需要承担更多的工作，在短时间内也就会有更多的执行经验和承揽经验，那么越级晋升的情况就会出现，比如两年内就从分析师升为副总裁，三五年就升为董事，这种情况在业内也时有发生。之所以说这些，是想告诉大家，投行是一个市场化显著的行业，职级的晋升并不一定是由从业年

限决定的，但一定是由投行从业者们是否具备相应职级所需要的能力决定的。

投行从业者的真实收入

据观察，许多人关注投行这个行业，多数是因为报道称这个行业从业者普遍年薪百万。这类新闻确实很普遍。很多年前，当我刚大学毕业时，我和身边的同学讨论最多的也是投行有着很高的收入，年轻的毕业生对此趋之若鹜。

很多年前我找工作的时候，传闻投行的年薪就已经达到百万。按照这些年的通货膨胀率推算，那个时候的年薪百万差不多相当于如今的年薪千万。但是如果我告诉大家，如今投行的年薪能达到上千万，你们仍会像过去那样选择相信吗？我想，现在的信息资讯比过去发达多了，大多数人应该是不会信的。

所以，过去相信在投行工作能有百万年薪的我们，比现在的你们要天真。我们直到真正入行，才被现实狠狠地刺破幻想。

投行真的年薪百万吗

我刚入行时，月薪只有千元左右。千元左右是什么概念呢？那个时候，几乎所有的行业都是这么多工资。当然，也有收入高的行业，比如外资企业，报纸、杂志等媒体行业，这些行业的从业者每个月的工资接近万元，但是投行从业者的工资当时只有那么多。

如今，在大部分人的眼中，从事投行工作的人可能已经在北上广一线城市买车买房，而其他行业大多数的年轻人面对高房价只能深感无力。但他们不知道的是，我们刚毕业入行时的那点工资，面对当时的房价同样深感无力。我当初毕业后来到上海工作，很长一段时间也在租房，还是合租，生活环境非常糟糕。当时能租得起房还算好的，有些年

轻的同行甚至连房租都付不起，最后还是找领导、朋友借钱，才能有一个住的地方。

说完住，再说吃。很多年轻人抱怨大城市的生活压力大，刚工作的时候，只能去便利店、连锁超市买包子豆浆当早餐，中午在公司周边吃商务套餐都觉得特别贵。而我刚参加工作的时候，吃的最多的是葱油拌面，肉包子是拿来改善伙食用的。

我当时也充满迷茫：这个行业的收入确实不低，但为什么我在这个行业中的收入不高呢？

后来，等我的收入真的达到年薪百万的水平时，才解开当初的困惑。在这个问题里面，有两点必须搞清楚：这个问题问的对象是谁？是在什么阶段问的？要知道，当你拿这个问题去问刚入行的年轻人，与你去问投行工作经验丰富的管理者时，所得到的答案是完全不一样的。

投行从业人员的收入主要由两部分组成，一部分是基本薪酬，另一部分是奖金。在基本薪酬这一块，对于入职券商总部的应届生来说，无论是在投行部还是在其他部门，无论是做股权业务还是债权业务，其实并没有太大差别。大部分券商对于不同部门的同一届入职人员，都会根据学历水平的高低来设定统一的薪酬标准，比如给研究生学历的应届生的基本薪酬（年薪），税前一般会8万~15万元。

几年前，在投行这个行业还有着不错的红利的时候，有些刚入行的新人确实能拿更多，但现在以及未来的很长一段时间内，投行的行业红利已经消失，所以新人只能老老实实在按照实际标准考虑收入问题。

当然，投行这个行业之所以有吸引人的高薪，主要是因为其收入水平更多是由项目奖金而不是基本薪酬决定的。那么，从业人员能拿到多少项目奖金呢？一般没有上限，但在正常情况下，项目奖金与个人在项目中所承担的责任是正相关的。

很多人可能会对此产生错误的解读，特别是一些年轻人，觉得项目材料是自己做的，所以自己就承担很多责任了。但事实上，责任指的是

如果该项目出现风险或者问题，最终由谁来承担并解决。这就是承揽岗会比承做岗收入高的原因，也是投行部门的管理者比普通员工收入高的原因。因为通常这些人才是每个投行项目的第一负责人。

所以，从进入投行开始，项目奖金在从业人员的收入结构中所占的比重会从低到高逐渐攀升。这个行业跟其他行业相比，在职业前期拿到的工资其实差不多，但在职业的中后期，收入所能达到的上限是远远高于其他行业的。我想，这才是投行在收入方面所展示出的真正吸引力。

当然，大家还要明确的一点是，任何职业的收入都不是不劳而获的，而需要从业者具备足够的实力。投行确实可以提供一个获取高收入的平台，但选择这个行业后，能否保证在未来不被挤出行业，能否靠着实力往顶峰攀登，就要看自己的本事了。

投行的奖金分配制度

说到这里，我觉得有必要跟大家讲一讲券商在分配奖金时实行过但是不值得推荐的制度，比如“大包干”和“小包干”制度。

其中，“大包干”是指公司会跟投行团队谈一个分成比例，所有的成本都由团队自己出，相当于团队的收入是拿到的按比例分成与所有成本（如办公费、差旅费、薪酬、社保费用）之差，结余的部分才是团队真正的收入，年底根据盈利情况再发奖金。券商行业“大包干”的分配比例通常是“三七”或“四六”，有些小券商甚至给“二八”，当然，拿大头的都是团队。

而“小包干”则是指公司会跟投行团队谈一个相对于“大包干”来说较低的分成比例，团队拿的比例会比公司少。但团队员工的基本薪水、办公费、社保费用等均由公司承担，团队一般只承担项目所产生的差旅费。

但不管怎么说，“大包干”和“小包干”都属于过度激励。2018年3月，证监会发布《证券公司投资银行类业务内部控制指引》，明确规

定：“证券公司不得以业务包干等承包方式开展投资银行类业务，或者以其他形式实施过度激励。”如今两年多的时间过去了，虽然行业里的券商大多不再实行业务包干的制度，但仍然有部分券商，特别是中小券商，为了招揽队伍，私下还在用各种变通的方式，实际执行着“业务包干”的制度。所以，该规定能否完全落地，还有待观望。关于收入分配问题，如果不建立一个稳定长效的机制，单纯靠一份文件是不可能完全禁止的，人性中总还是有贪婪和侥幸的成分。

第二章

如何成为一名投行从业者

第一步：读懂实习生招聘启事

投行这个行业，虽然本质上并没有大家说的那么遥不可及，但想成功入行成为一名从业者，也要跨过一个筛选的门槛，而这个门槛可能会比其他行业高一些。所谓门槛高，并不是像很多人想的那样，比如投行工作的技术含量比其他行业高，工作内容比其他行业辛苦，或者从业人员比其他行业的人能力更为突出，而是因为岗位数量和应聘者数量不平衡。

这就好比某家公司的薪酬福利特别好，虽然只招聘十名员工，但却吸引了几千人来应聘，那么应聘门槛自然就会高很多。进入投行的门槛，也是这样被抬高的。其影响便是，对于很多正在找工作的年轻人来说，如果没有投行实习经历，是很难应聘成功的。所以想要进入投行，第一步就是先获取投行的实习机会。

大家能否获取投行的实习机会，关键在于能否通过券商的实习招聘。这就需要我们提前做好准备，最起码也要提前了解投行的实习招聘究竟有哪些要求。这些要求看起来很简单，但有意思的是，如果你比较过各大券商发出的实习招聘信息，就会发现几乎所有招聘信息用的都是同一个招聘模板。我们随机挑选一家券商投行部门的实习招聘要求来看看。

招聘要求<<<

1. 知名院校金融、经济、会计、法律等专业的学生，硕士及以上学历，特别优秀者可放宽至本科学历。
2. 具备良好的学习能力、组织协调能力、逻辑分析能力和沟通

表达能力，具有团队合作精神和敬业精神。

3. 有IPO、并购、债券等资本市场相关实习经历者优先，通过注册会计师考试、法律职业资格考试等相关职业资格考试者优先。

4. 身体素质好，能出差，可保证至少三个月的全职实习。

怎么样，是不是觉得很熟悉？

没错，国内几乎所有券商的投行部在招聘实习生时都会要求这几条。那么问题来了，这种简洁、通用的实习招聘信息，能准确表达投行的真实招聘需求，或者说全部需求吗？

当然可以，只要你懂得去解读这些“招聘要求”。因为这些可以呈现在书面上的招聘信息，就像大海中的冰山一样，永远只会让你们看那些想让你们去看的东西。至于海面以下的冰山究竟是什么样子，很少有人能完整告诉你们。

给大家讲一个小故事。

小明、小张和小王三个人坐电梯去楼顶，小明在电梯里站着不动，小张在电梯里小跑，小王在电梯里做俯卧撑。当他们到达楼顶的时候，别人问他们是怎么上来的，小明说他是站着上来的，小张说他是跑着上来的，小王说他是做着俯卧撑上来的。

你们身边那些有过投行实习经历的同学和朋友，就是故事中的小明、小张或者小王，他们其实都没说错，但就像盲人摸象一样，他们只能看到自己的那一部分。而冰山的全貌，只有提出招聘要求的从业人员才真正了解，比如我。

下面我们先来具体看一下，上述招聘要求究竟代表了招聘者的哪些评判标准。

第一条有关学历的要求，其实与投行业务部门的工作需要没有直接的关系，之所以设置这个要求，主要是为了能更方便快速地进行简历筛

选，后面会有专门的章节具体讲解筛选简历的问题。

第二条有关各种能力的要求，代表了投行业务部门对实习生工作能力的具体需求。比如“良好的学习能力”，投行是一个节奏很快的行业，新政策和新产品出现得快，这就需要实习生具备在短时间内掌握新知识的能力；提出“组织协调能力”这个要求，是因为投行作为资本市场的中介，在项目的执行上需要不断与发行人和其他中介机构沟通协调；而“逻辑分析能力和沟通表达能力”则是投行实务中最重要的两个基本工作要求，其中逻辑分析能力往往体现在撰写项目申报材料上，沟通表达能力则体现在与投行业务内部、外部各相关主体的沟通协调上。

第三条对实习经历和证书的要求，代表了投行业务部门对实习生专业知识的具体需求。具备相关的实习经历，代表应聘者对投行的实习工作内容有基本的认识；考过相关的证书，则代表应聘者具备投行实习工作需要的基本专业知识。

第四条其实是在展示投行实习工作的内容要求，比如“身体素质好，能出差”，代表这份投行实习工作可能会需要加班或者到项目地出差；“可保证至少三个月的全职实习”，代表这份实习工作是一个长期性的全职实习。

以上四条招聘要求虽然看起来很简洁，但已经包括了学历门槛、能力要求、专业要求、工作内容要求这四大方面，而这四个方面正是任何一家投行招聘实习生时都会重点关注和考察的内容。至于应聘者们应该如何简历上体现这几个方面，下文会有专门的章节对此进行解读。

除了以上四项通用的招聘要求之外，有时候投行在实习招聘中还会提出一些特殊的要求，比如性别和性格。

投行招聘对实习生有性别要求吗

在“大力如山”公众号的后台，有许多女性朋友关心这类问题：“听

说投行招女生比较少，那么投行部门的男女比例是怎样的？女生做投行相对于男生有没有优势？”我很理解这些女性朋友，因为在一些实习招聘启事中，确实会标明男性优先。

首先，我想告诉大家的是，性别这个问题并不只是存在于投行这个领域，它是一个普遍的问题。投行这个行业并没有因为自身的特殊性而针对女性设定应聘要求，并强加不平等的待遇，之所以会出现这一要求，原因主要是招聘者的个人偏好和岗位要求。

关于个人偏好这一点，以我所在的部门为例，男女比例确实不平衡。但我们部门的不平衡，却是因为女性占多数造成的。之所以会出现这种局面，原因在于我的选择，而我的选择源于我的工作习惯。我在工作方面是一个非常注重细节，而且对细节要求很高的人。我在招聘实习生，包括正式员工时，首先会关注候选人是否细心严谨。女性往往在工作细心这方面，比男性天然有优势。同理，那些标明男性优先的投行招聘，也可能是出于个人的偏好，比如招聘者偏好善于社交应酬的应聘者，那么在这方面女性可能就不如男性更有优势。招聘者的个人偏好是应聘者无法控制或影响的因素，因此对于这个原因造成的性别偏好，大家没必要有过度担忧，因为你能否遇到偏好自己性别的招聘只是一个概率问题，大家更应该关注的是岗位要求所造成的性别偏好。

前文对投行的各种岗位已经做过简单的介绍，比如券商投行部门主要分为前台、中台和后台三种类型的岗位，前台岗位包括承揽承做岗、销售交易岗，中台岗位是资本市场发行岗，后台岗位主要是质控岗。相对来说，前台岗位中承揽承做岗出差较为频繁，该岗位的实习生有时是需要长期驻扎在项目现场的，而投行的项目现场并不像大家想象中的都是在繁华的地方，很多是在偏远的县城，比如曾经有一位做生猪养殖企业IPO辅导的同行，就长期驻扎在郊区的养猪场里。所以很多时候，出于对实习生的安全考虑，招聘者会更倾向于招聘男性。但投行前台岗位中的销售交易岗、中台岗位中的资本市场发行岗，这些岗位出差的频率就很低，日常工作主要是与投资者和监管机构沟通协调，需要解决的琐

事特别多，就比较偏好细心、专注的女性。

因此，当大家看到招聘要求中关于性别偏好的描述时，首先应该判断这是来源于应聘者个人的偏好还是岗位的偏好。如果是个人的偏好，那么能否应聘成功不应该过分纠结性别原因，而是应该去努力体现性别之外的其他优势，比如工作能力和专业基础。如果是岗位的偏好，那么除了需要努力体现性别之外的其他优势，应聘之前也应该考虑自己能否满足以及适应该岗位的性别偏好。

而在投行招聘中出现性格偏好的原因，与出现性别偏好的原因又有不同。

性格外向的人一定适合投行吗

在这里，我们再来说一说性格对投行工作的影响。之前也有一些朋友留言问我这样一个问题：性格内向的人，是否不太适合从事投行类的工作。

确实，在一些招聘启事上，有的机构会要求候选人性格外向优先。其实，这种简单表述的背后更多代表了投行某一类招聘岗位对于候选人性格的偏好。

大家判断一个人的性格是外向还是内向，通常依靠的判断标准就是这个人是否“能说会道”，而这里的“能说会道”其实代表的就是一种沟通协调能力。请注意，我在这里所说的是“一种”沟通协调能力，因为在投行实务中，沟通协调能力的表现可以有多种方式，比如正式的邮件沟通、对监管问题的反馈等，这些都是“另一种”沟通协调方式。所以上文所说的性格偏好代表的是投行某一类岗位的招聘偏好，那么这个“某一类”岗位，指的便是更需要通过“能说会道”这种方式来展现沟通协调能力的岗位，即投行前台岗位中的“营销”岗，比如承揽承做岗位中的承揽岗位、销售交易中的销售岗位。

承揽岗位的人员在与企业客户打交道时，外向的性格可能更容易拉近与客户的距离；而销售岗位的人员在向机构投资者们推荐某个投行产品时，如果沟通能力突出，可能会让投资者们对这个产品更感兴趣。因此，应聘者在面对这类岗位的招聘时，往往会在面试过程中被重点考察“能否与面试官正常地聊天，甚至愉快地聊天”。但并不是所有的投行岗位都有如此偏好，就像承做岗位虽然同样需要应聘者具备良好的沟通协调能力，但更多是考察其反映在专业技术上的沟通协调能力，比如能否尽快组织好专业的语言，去简要准确地回复监管的反馈意见等，包括在执行具体的投行项目中，客户们并不会像对承揽岗位一样更偏好“能说会道”的承做人员，专注于项目实际进展的他们，过度“能说会道”反而容易引起客户的反感，毕竟在同等工作效率的前提下，沉稳的性格就会显得更加专注于工作本身。

因此，在不考虑具体的投行岗位的前提下，并不能说“外向的人就一定更适合做投行”，或者“内向的人就不太适合从事投行类的工作”，只能说具体到某一个投行岗位时，可能外向的人或内向的人去做会更有优势而已。

了解这些容易让应聘者感到困惑的问题只是第一步，就像在应聘投行岗位时还需要经历投递简历、笔试、面试等多项流程，最终才能决定是否可以留用，而这些流程才是真正的冰山所在。

第二步：做好敲门砖，点亮简历

想入行的年轻人，通常遇到的第一个门槛就是制作简历。

有很多朋友问我：“我的学历不错，能力也不错，为什么连简历关都过不去呢？”“那些不如我的同学都能收到面试通知，而我投了很多次简历，为何都没有消息？”

对于这些问题，很多朋友觉得是因为自己的简历做得不够好，但事实上这跟你的简历做得如何并没有太大的关系。

筛选简历的人是谁

要搞清楚其中的原因，首先要了解筛选简历的人有哪些。

负责筛选简历的，一般会分为两种人：第一种是券商的人力部门人员，很多招聘信息是投行业务部门委托人力部门分发出去的，所以筛选简历也由他们负责；第二种是业务部门里低级别的普通员工，因为除了让人力部门分发招聘信息以外，拥有实习生招聘自主权的业务部门或团队，更多时候是自行发布招聘信息的，所以筛选简历的工作这时就落到了业务部门低级别的普通员工身上。有时候，人力部门筛选后，会交由业务部门再筛选一遍。

基于以上所讲，过不了简历关的原因同样也有两种。

第一种通常发生在人力部门筛选简历的时候，主要是因为候选人的学校和专业没有达到基础要求。如果是这个原因，恐怕让谁帮忙修改简历都解决不了问题。

第二种通常发生在业务部门，很有可能是因为投递简历的候选人太多，业务部门有时会遗漏，或者投递比较晚，候选人数已经满额，再投进来的简历就不会打开看了。

那么，第一道门槛的守门人是通过什么方式筛选简历的呢？就像我刚刚说到的，筛选简历的无论是券商人力部门的同事，还是投行部门的初级员工，这两类人在筛选的时候，其实主要关注的都是候选人的学校和专业。

我举一个例子来说明这一点。

如果有两个候选人，一个是从985高校毕业，另一个是从普通高校毕业，但普通高校毕业的候选人，个人综合能力要比另一位强一些。如果你是投行部门的普通员工，你是会筛掉名校候选人的简历，只留下普通大学候选人的简历交给领导？还是两位都留下，最终交给领导来决定呢？我想大多数朋友都不会擅做决定，顶多在给领导简历的时候，提出自己的建议和看法。

所以，负责筛选简历的初级员工，基本上还是根据大家比较认同的学校和专业标准去筛选的。而人力部门毕竟不是业务部门，没有专业标准，也没有更合适的方式考察候选人，通常也只能用学校和专业作为判断依据。方式虽然简单粗暴，但在大多数情况下还是有效的。

简单地说，筛选简历背后的第一条，就是应聘需求大于供给所导致的一种“名校偏好”。就像前文招聘启事中要求的“知名院校金融、经济、会计、法律等专业的学生，硕士及以上学历，特别优秀者可放宽至本科学历”，这就明确体现出了“名校偏好”，投行实习应聘的竞争非常激烈，这是一个我们无法回避的现实问题。当然，尽管在第一道门槛上会更关注候选人的学校和专业，但并不是说只看学校和专业。所以，对于那些在学历上不占优势，或者在专业上差距有些远的朋友，你们最应该做的，就是要在简历上突出自己的其他亮点，打破“名校偏好”对你的阻碍。

如何在简历中加入亮点

如果你像我一样做过投行的招聘者，那么就会明白每一次发出招聘信息后，很快就会收到大量的应聘简历，这导致我们看一份应聘简历的时间基本上不会超过30秒。30秒其实是很短的时间，大概也就只够我们从头到尾粗略地看一遍简历，比如先看一下应聘者的学校和专业，再看一下相关证书资质，最后看一下实习经历和校园实践，就结束了。所以，要想通过简历吸引招聘者的注意力，特别是那些在学校和专业上处于劣势的应聘者，一定要在简历中加入一些亮点。如何在自己的简历中添加亮点？我认为必须朝着两个方向努力。

第一，多去相关的行业实习，投行暂时进不去，可以去找审计机构、律师事务所等其他相关的中介机构，但大家要记得，一定要选择相关机构里真正做资本市场业务的部门或团队。

什么叫真正做资本市场业务的部门或团队？比如在审计机构、律师事务所里，专门承接IPO、并购、债券融资相关业务的部门或团队，就是做资本市场业务的。而审计机构里专门承接企业内审业务的部门，律师事务所里主要做诉讼类业务的部门，它们并没有涉及资本市场业务。

第二，努力去考一些比较有含金量，又与投行这个行业相关的证书，比如注册会计师证书、法律职业资格证书等。特别是那些在学校和专业上没有太大优势的朋友，可能很难找到相关行业的实习，那就更要在考证上多努力了，通过这些证书去体现自己的学习能力和知识储备。但要特别注意的是，不要为了一时轻松，就去挑难度较低的证书来考，比如CIIA（注册国际投资分析师），用处其实并不大，大家都知道这种考试不难，所以业内也不会太认可。大家要记住，需要付出的努力越少，含金量就越低。

只有通过这两个方向的努力，最终简历中的实习经历和证书资质这两块内容才能形成亮点，进而不仅能帮助大家跨过第一道门槛，还能在接下来的面试征程中发挥更重要的作用。因为，业务部门对实习生招聘

拥有最终决定权的高级别员工，是很少会考虑候选人的学校和专业的，而更关注候选人所展示出的能力。

为什么说拥有最终决定权的高级别员工很少会考虑学校和专业呢？主要有两个方面的原因：一方面是学校和专业作为第一道门槛，已经被筛选过了；另一方面是我们在考虑任何事时都会下意识比较投入成本和产出收益，就像大家就读的学校和专业，无论排名是否靠前，都不能代表在学校学到的知识就一定与投行的实务操作技能正相关。会考试并不代表会做事，成绩优秀也不代表人品就优秀，我们自然会全方面进行考察。

因此，业务部门在筛选候选人简历的时候，会更多地关注应聘者的实习经历和证书资质获取情况。包括在后续的面试阶段中，像学校、专业这种已经客观存在的能力展示，并不需要双方进行过多的深入交流，面试官们更多会把面试时间用在实习经历和证书资质的交流上。一方面通过交流了解应聘者具体的实习经历；另一方面通过交流了解应聘者是否具备所考取证书体现出的专业能力，进而验证该应聘者对投行相关工作的认知和操作的熟练程度。

总之，我们是否招聘一个实习生，更多是看他在面试中的表现，结合他的简历进行综合考察。所以，通过简历关的候选人也不能掉以轻心，还要好好准备下一关——面试。

第三步：踏踏实实，准备投行面试

概括地说，在面试时对应聘者的考察只有两点。第一，你为什么想来投行？第二，投行为什么要你来？

第一个问题考察的是你对待这份实习工作的态度。其实不只是面试，在前面的简历筛选阶段，也同样会对求职者的态度进行考察，只是一般人体会不到而已，因为你的求职态度会通过简历格式表现出来。

有一些所谓职场“专家”会指导年轻人做一份“花里胡哨”的简历，突出自己简历与其他应聘者简历的不同，以加深招聘者对自己简历的印象。其实这个方向完全是错误的，因为投行这个行业讲究严谨、专业，简历应该是一份材料而不是艺术品，在格式上不应该与众不同，如果真正想突出自己的不同，应该是通过简历的内容去体现。所以一份“花里胡哨”的简历反而会让对方觉得你的态度并不认真，只有严谨且专业的简历，才能够展示出你对待这份实习工作的认真态度。

什么样的简历才能体现出严谨、专业呢？这个问题的答案，与“投行实务中的申报材料怎样体现出严谨、专业”的答案是相同的，那就是“标准格式化”。一份“标准格式化”的简历，主要有以下几个要求。

第一，整齐的格式结构。在投行实务工作中，公司内部的质控、外部的监管机构在审核投行项目申报材料时，首先会注意的就是项目材料的格式是否整齐规范，简历也一样。简历排版上下、左右都要对称，整个简历看上去不能太紧凑，也不能太疏松，简历中对不同区域要进行合理的划分，重要内容要在简历中重点体现出来。

第二，合理的排列顺序。一份“标准格式化”的简历，从上到下应该依次是姓名和联系方式、大学和专业、技能、证书、特长、实习经历、

校园经历等。其中大学和专业部分应该从最高学历填起。特长领域要着重填写与投行有关的内容，比如通过了注册会计师考试、法律职业资格等，熟悉彭博终端、Wind（金融数据和分析工具）的使用等。实习经历和校园经历这两部分，一般在简历中填写得最多，所以如果一页纸上没办法把两部分都填写完整，那么应该优先填写实习经历这部分内容，特别是与投行相关的实习经历。

第三，精准的文字表达。很多券商投行的质控岗在审核项目申报材料时，每发现一个错别字，都会对投行项目组进行处罚，监管机构也经常会对项目材料撰写粗糙的券商投行进行警示和处罚。因此，投行招聘人员对应聘者在简历文字表述方面的最低要求就是尽量不能有错别字。正常的要求是，应聘者在简历上的文字表达要准确，不能让阅读者产生歧义。再高一点的要求是，应聘者的简历在表述准确的前提下越简洁越好。总之，这三种不同等级的要求，应聘者能达到的等级越高，就越能吸引招聘者的注意力。

当然，通过简历去考察应聘者的态度并不直观，因此投行岗位的招聘者们更多是在投行面试过程中，通过问应聘者一些比较主观的问题，去了解他们对待这份实习工作的态度。比如，大家如果参加过投行的面试，应该经常会被问到“你为什么来参加这次实习招聘”“你对进入投行的兴趣有多大”等问题。

要想回答好“你为什么来投行”这类问题，一定要明确问题中的“你”和“投行”是关键。虽然每个人的实习经历和校园经历都不一样，但回答的本质都是要把“自己”和“投行”紧密联系到一起。因此，有过相关实习经历的应聘者就可以回答“我曾经参加过投行的实习，非常喜欢投行的工作氛围和节奏”，同时举一些之前实习的相关经历作为具体依据。如果没有过投行实习经历也没关系，在回答该问题的时候，可以将你之前接触过的投行相关认知，特别是从这次招聘启事的应聘要求中所获取的投行认知，比如对学习能力、逻辑分析能力等的要求，与你的校园经历、考证经历紧密联系起来，比如你在校期间所学的金融财务知

识，你在考注册会计师证书期间所学习到的财务分析技能等，提出希望将这些知识和技能运用到投行的实践工作中去。只有这种能够将“自己”和“投行”紧密联系到一起的回答，才能证明你确实认真思考过“你为什么要来投行”这个问题。

“你为什么要来投行”这个问题只是考察应聘者对这份实习工作的态度，但态度并不是一个可以量化的标准，而且它只有在你达到招聘要求之后才能发挥锦上添花的作用。因此，投行招聘者们在面试的过程中会更关注“投行为什么要你来”这个问题，即这份实习工作对你的要求。

还记得前文的那份招聘要求吗？“投行为什么要你来”这个问题其实就是考察你能否满足那些无法通过简历直观体现的要求，主要是能力要求和专业要求。

前文已经介绍过，能力要求主要包括良好的学习能力、组织协调能力、逻辑分析能力和沟通表达能力。专业要求则体现在对应聘者实习经历和证书的考察上。

对这些要求的考察，往往会通过面试中应聘者的自我介绍以及面试官就其相关经历进行提问的方式进行。所以，作为应聘者，大家首先要学会在简历上体现出与这些能力和专业相关的经历，其次在面试过程中的自我介绍环节，也要重点阐述自己的这些能力。而面试者对于应聘者所展示的能力，更多是通过双方交流过程中的一些细微之处进行考察。

那么，作为面试者，我们是如何具体考察这些细微之处的呢？

比如考察应聘者的学习能力，一般来说，仅仅通过几场笔试和面试是很难真正做到的。网上到处都是各种真假不辨的投行面试题库，没人知道你是不是事先熟悉了所有题库，做好准备才来参加笔试和面试的。所以，我们会先根据简历看一看各位的实习经历，主要看大家有没有投行实习经历，或者是跟投行有交集的其他相关行业的实习经历，比如审计机构、评级机构、律师事务所等。接下来会看有没有含金量比较高的相关证书，比如注册会计师证书、法律职业资格证书等。两方面都具备

肯定是最好的，这样在指导这类实习生时会节省很多时间和精力。

大家可以回忆一下，前面所说的那些可以写到简历上的亮点是不是在这里又发挥出了重要的作用。

没错，同等条件下，我们一定是优先考虑那些有过相关实习经历的同学，以及考过了高难度证书的同学，哪怕这些同学在学校和专业上弱一点都没关系。毕竟，我们招实习生是要他来工作的，而有过相关实习经历，在工作上才更容易上手，考过了高难度证书，才能证明他目前的学习能力还不错。

我相信，最终能通过投行简历筛选的人，在实习经历、证书这些硬件方面，应该都不会有太大差距。所以，我们在投行面试过程中还会重点考察候选人的心态是否端正，这也就是通常所说的品德考察。面试中，我们一般会通过两种方式对候选人的品德进行考察：第一，看简历内容是否过分美化甚至造假；第二，我们会跟候选人聊一聊实习经历和校园经历，从而判断简历上所说的内容是否真实可靠。

为什么要考察这两方面？是因为我们在现实的招聘中，遇到过不少简历和实习经历造假的候选人。最近几年甚至出现了更过分的行为——花钱购买投行实习名额，也就是所谓投行“付费内推”，这种行为是绝不被认可的。“付费内推”也是我特别关注的一个问题，我曾写过不少相关的文章告诫年轻人要警惕，也呼吁同行进行抵制。这些文章不仅引起了媒体的重视，如《人民日报》《国际金融报》《中国教育报》《中国青年报》等媒体纷纷跟进报道，也让众多深受其害的正规金融机构，如瑞银集团、中信证券、广发证券等券商纷纷声明明确抵制该类行为。

付费内推：不可取

为什么说“付费内推”不可取？不仅是因为大多都是骗局，还因为这也是一种不值得推荐的行为，特别是对那些想靠自身努力进入投行实习的年轻人来说，是一种非常不公平的行为。

“付费内推”机构的操作套路无非就两种。第一种是大多数机构用的套路——“空手套白狼”。这些所谓可以帮你内推的机构，其实根本就没有真正的内推名额，无非是拿着大家的简历，广撒网式去投递。

如果真的有人通过它们获得面试机会并实习留用，它们就会宣称这是内推的功劳，但能被选中的真正原因，是因为候选人本身的能力已经达到了招聘要求。

如果一直都没能被选中，那么它们就会刻意宣称这是因为候选人的能力不够，甚至连内推的要求都达不到。之后，有的内推机构会退还一部分内推费，或者全部退还，但即便是全部退还，它们也没有什么损失，毕竟只是发发邮件，投投简历，这没有任何成本。

而有些“聪明”的机构，在上述方式的基础上又进行了更新，比如同时开发一系列的职业培训课程。如果这些培训课是收费的，那么这些机构在帮候选人投简历却投不中的时候，就有了两种新的营销套路：在帮候选人投简历之前直接打压，称其水平或者能力太差，必须先花钱买课学习；在投简历后，又用投不中的结果打压候选人，让他再付费买课，或者在购买内推服务的费用中扣除课程费用之后再退还。总之，主要是以培训收费为盈利基础，简历投中一个就挣一笔钱，全部投不中也无所谓。

如果这些培训课是免费的，则是将其作为引流的手段，让人先转发

朋友圈或者微信群集赞，然后才能参加培训。这就和网上免费赠送研报或者PPT（演示文稿）资料包是一样的，靠着免费赠送的资料包，不断吸引目标客户。总之，这种方法仍然是以“空手套白狼”作为主要的盈利手段，通过引流增加客户，进一步提高蒙中的概率，然后去挣内推的钱。

又比如同时设立自己的简历搜集和投递“平台”。这种手段也是很多机构常用的，它们会通过爬虫软件或者人工检索，去各大金融机构的官网、高校BBS（网络论坛）、各大高校或者师门的微信群，抓取机构或者从业人员发布的招聘信息，将真正的投递邮箱抹去，换成自家的邮箱，再发到自己引流攒来的众多学生微信群里。

这样除了能显示自己掌握了很多信息以外，更主要的是还能获取学生客户的简历。而这些截获学生简历的机构，接下来就可以决定是否真的将这些简历投递给金融机构了。

如果再得寸进尺，就是联合各大金融机构一起做线上宣讲会。这些内推机构凭借自己手中掌握的学生群体流量去跟金融机构合作，比如帮金融机构宣传推广校招，为人力部门提供一个和学生进行线上交流的平台等。

但内推机构的真正目的有两个。一是借这种与正规金融机构合作的机会，利用对方给自己隐性背书，以此提升自己在学生心中的形象。二是借用帮金融机构搜集简历的说辞，从中截取学生投来的简历，打着公益的旗号，实际却是为了销售自己的“产品”。

针对第一种套路，我觉得有一句评价非常贴切，完全可以为此做个总结：原本并没有信息不对称，有些机构硬是创造出了信息不对称去收割韭菜。

至于第二种套路，就是付费购买实习机会，也就是真正的“付费内推”。

关于这一点，根本不需要为金融行业洗白，这就是一种不合理的现

象。而且不像很多外行和年轻学生想象的那样，认为这种内推似乎需要金融机构的领导层批准，其实很多入职没多久的从业人员就可以操作，所以这种情况的出现概率是比大家想象中要高的。

金融机构的实习机会，特别是券商投行部、研究所的实习机会，主要分为两种。第一种是统一由公司人力部组织招聘的，比如每年寒暑假的实习生招聘。第二种就是业务部门自行操作的招聘，这种招聘有的会跟公司签订实习协议、发放实习薪酬，以现场实习为主；也有的不签订任何实习协议，不发放任何实习薪酬，以远程实习为主，这就是学生口中所称的“小黑工”。

“小黑工”指的是有些内推机构要求学生客户不许将这段实习经历写到简历上，或者在写之前先与自己的“职业导师”提前沟通，至于为什么写出来会敏感，各位心里应该有数。因为这位“职业导师”一旦被领导或者同行知道，可能自己就“凉了”。也可能他自己也是实习生，只是通过远程联系，把自己伪装成了在职员工而已。

之所以会出现这种情况，主要是第二种类型的实习招聘，在很多情况下并不是由业务部门领导实际操办的。这就造成了招聘漏洞，因为实际决定招聘这件事的是部门或者团队的初级员工，甚至有的初级员工会允许老实习生去招聘新实习生。有些初级员工的工资收入确实一般，那么面对第三方内推机构的诱惑就容易被拉下水。而且很多券商内部员工的联系方式都被贩卖给了内推机构，从业者经常会收到这些内推机构的骚扰邮件和短信，时间长了也可能经受不住诱惑。

总之，无论是第一种套路，还是第二种套路，正规的金融机构都是明确抵制的。而且这类不靠自己的努力去争取，而通过花钱买实习机会的行为，一旦在下一次实习面试时被面试官发现，也会因为弄虚作假给对方留下品德不佳的印象。“付费内推”不可取。

如果顺利通过所有招聘流程，那就意味着你拿到了投行的实习机会。但是拿到实习机会只代表你能进入投行实习，而实习过程同样处处充满竞争，不仅中途竞争失败的会被劝退，就连那些能够坚持到最后的

实习生，仍会为了极其有限的留用名额面临再次竞争。

成为投行实习生

国内投行部门的实习生，工作内容一般分为两部分：一部分是基础性工作，另一部分是专业性工作。

基础性工作主要指投行部门的一般性事务，比如复印材料、整理资料、递送文件，甚至收发快递等，是更偏向行政类的工作。这一点与其他行业是一样的，唯一的不同点可能在于，投行对工作细节的要求会更高一些。因此，在正规企业中实习过的同学，在面对投行基础性工作的时候，只要自己多用心，是能够很快上手的，通常不需要正式员工花费太多时间去指导。

至于专业性工作，只是比基础性工作更贴近投行实务一些。毕竟，很多来投行实习的年轻人都还是读书的学生，他们在投行实务中的工作经验远远不够。专业性工作也指那些相对深入地参与投行实务的工作，比如与正式员工一起拜访客户、做访谈、参与项目的现场尽职调查，或者是做一些简单的材料撰写工作等。

一般来说，我们不会让实习生过多参与投行业务，更多的时候是让实习生打打下手。但是即便如此，这些工作也都属于投行实务工作的一部分。对于之前没有相关实习经历的同学来说，可能就需要正式员工多多指导他们。

除此之外，在投行这个领域，大券商和小券商在对实习生工作内容的安排上也有各自的特点。

比如一些大型券商，它们招牌大，名气响，招聘实习生就比较容易。但是这种公司，特别是央企、国企性质的券商，每个岗位都是“一个萝卜一个坑”，更别说投行部了，总体上，实习生的留用机会其实很

少。因此有些大券商就不太用心培养实习生，毕竟将来不一定能留得下来，更多时候是让实习生处理基础性工作，接触专业性工作的机会相对会少一些。

至于小券商，相对大券商来说，其投行部门里的正式员工本来就不多，如果当年发展得不错，就需要招不少新人。实习生入职以后，对于那些比较优秀又愿意留下来的，这些券商就会重点培养，也会给其更多接触投行实务工作的机会。如果公司或者部门当年发展得不太好，那么不仅不会招新人，可能还会缩减正式员工的数量。在这种情况下，正式员工人手不足，自然也就给实习生分配更多的专业性工作。

我举两位投行实习生的例子，来展示一下投行日常的基础性实习工作和专业性实习工作的不同。

国内某券商投行部门最近招聘了两位实习生——王大栗和牛星河，其中王大栗的实习经验丰富，曾多次在其他券商的投行部门实习，而牛星河在此之前从未有过投行实习经验。因此，这两位虽然是同一批次招聘进来的实习生，但实习期间被分配的工作会有很大的不同，比如牛星河被分配更多的是基础性实习工作，王大栗被分配更多的则是专业性实习工作。

牛星河某一天的实习工作安排如下。

早上8：00—9：00，提前到达公司，在早上9点前整理打印开会需要的材料；

早上9：00—10：00，旁听部门会议，做好记录，在会议结束后整理会议纪要；

早上10：00—11：00，帮正式员工或者领导，按照公司的报销要求贴发票；

早上11：00—11：30，整理某项目的申报材料，打印盖章页，找领导签字后寄出去盖章；

下午1:30—3:00, 签收刚寄到的某项目底稿材料, 按照部门要求整理并归档;

下午3:00—3:20, 公司打印机缺墨, 打印纸也用完了, 找公司后台申领新墨盒和打印纸;

下午3:30—5:30, 协助正式员工复核某项目材料, 主要工作是检查错别字;

晚上7:00—11:30, 继续复核材料, 因第二天需要提交公司系统, 今晚加班完成复核工作。

王大栗某一天的实习工作安排如下。

早上5:00—6:30, 赶早班飞机, 与正式员工一起出差, 到项目所在地做尽调;

早上11:30—1:30, 飞机落地后, 按照正式员工的修改意见, 完善需要递交给客户的项目建议书, 并找复印店打印装订出来;

下午2:30—4:00, 陪同正式员工拜访客户, 旁听并做好访谈的记录工作, 事后整理出会议纪要;

下午4:30—6:00, 根据下午的会议纪要内容和搜集的公司资料, 在正式员工的指导下, 在酒店房间内完成融资方案建议书;

晚上6:30—8:30, 与下午的客户一起吃晚饭;

晚上9:00—12:30, 根据项目的具体信息, 用公司的立项材料模板撰写完成项目立项材料, 并发送给正式员工。

从以上两个实习生的日常工作可以明显看出投行基础性工作和专业性工作的不同, 但投行的实习工作并不会根据基础性和专业性来划分高下, 因为每一项都是投行实务得以完成的必要工作。同样, 判断一个实习生是否优秀, 也不会以他做的是基础性工作还是专业性工作为依据, 因为无论是基础性工作, 还是专业性工作, 都有各自不同的判断标准。

好的实习生标准是什么

评判实习生优劣的标准是什么？是教育背景的高低吗？其实不然。

投行部门更多考察的是工作态度。比如前文所举的实习生牛星河的例子，他的实习日常大多是做一些基础性工作，这也是每一个首次接触投行实习的年轻人会经历的过程。这种类型的工作难吗？不难，任何一位普通的大学生，其所具备的知识水平，都足以掌握整理文档、记录会议、复核文字这类工作。但最终能否做好，主要看你的工作态度，这与从哪所学校毕业、学的哪个专业、考过什么证书，可以说几乎没什么关系。

至于能否做好专业性工作，除了需要端正工作态度之外，也取决于你是否拥有快速学习的能力。比如前文所举的实习生王大栗的例子，他在实习过程中需要根据正式员工的修改意见去完善项目建议书。一般在现实工作中，正式员工是不会手把手地教你修改每一句话的，只会简单地把修改意见告诉你，虽然哪里有不清楚的地方还可以请教，但同类型的问题顶多有一两次请教机会，所以如何把口头意见尽快完美落实到项目建议书上，就需要考察你的快速学习能力。就像我在之前告诉大家的，也许学校和专业能帮助你跨过第一道简历关，但在之后的面试中，包括在实习考察期里，更多考察的是你是否拥有高效的学习能力。

当然，也许有人会说，名校毕业的学生，投行相关的实习经历应该会更丰富，在专业性工作上可能会更容易上手。这是有一定道理的。但对于有相关实习经历和没有相关实习经历的实习生来说，就像王大栗和牛星河，可能连分配的实习任务都完全不同，我们当然也不会按照同一个标准去考察，否则就没办法对比出真正的学习能力了。

其实，大家有这样的想法，我也很理解。毕竟很多人心目中的投行实习生活也许是每天西装革履，跟随正式员工飞到全国各地拜访客户；又或许是跟正式员工并肩奋战，在打印室打印材料至深夜，同正式员工结下深厚的革命友谊。

但在现实生活中，投行实习生的真实一天，很多时候会过得平淡、枯燥。大部分的投行实习生就像牛星河，做的更多的是一些基础性工作，像收发快递、打印或复印文件等。即使能像王大栗一样被安排一些专业性实习工作，可能也并没有技术含量。比如前文让王大栗跟随正式员工一起拜访客户，可能只是为了充人数。让牛星河去检查材料，可能只是去复核错别字。这些就是投行实习生真实的日常工作。

听到这里，大家会对投行的实习工作感到失望吗？如果感到失望，说明你们只是站在自己的角度看待问题，而没有站在业务部门的角度去思考问题。

现在的年轻人都非常优秀，很多是在名校读书，也拿到不少含金量很高的证书。当大家来投行实习的时候，大多都以为自己马上就能投入到专业的投行工作中去。但是，当你们真的来到投行以后，看到领导安排的大多是一些基础性工作，这种反差很可能会让你觉得委屈，感觉有些大材小用。

但从公司和部门的角度看，招聘实习生肯定是有用武之地的。安排实习生做的工作，本来就是为实习生准备的，没有任何一家公司会安排实习生做一些无意义的工作，故意浪费时间，投行也不例外。

很多人觉得基础性工作的门槛很低，什么人都能做，好像让名校毕业生去做这些工作大材小用。但基础性工作也是投行日常工作的一部分，并不是完全不相关的。大家可以问问身边的朋友，谁不是从基础性工作一步一步积累起来的呢？

至于专业性工作，部门或团队领导肯定会先安排正式员工去做，毕竟他们更有经验，领导也更信任他们。再告诉大家一句实话，投行没有那么多专业工作交给实习生拿来练手。

最重要的是，实习期间对实习生的考察并不只是考察其专业水平，更主要的是考察其工作态度和学习能力。而工作态度可是不分基础性工作和专业性工作的，只要能帮助团队完成工作，那就足以体现实习生的

价值。

为了考察实习生的工作态度，我们有时候甚至会故意安排最基础的工作给他们，来看他们的反应和工作结果。所以大家一定要记住，在实习期间对任何工作都要用心去做，因为正式员工随时都会对你的工作态度进行考察。

接下来我会和大家聊一聊，究竟根据什么来决定是否留用实习生。

实习生如何赢取留用机会

2000年，日本上映了一部根据同名小说改编的电影《大逃杀》，该片讲的是在未来世界中，会选出一些学生代表，把他们统一放到密闭地点进行生存竞赛，参赛者们要互相残杀，只有最后一个幸存者可以获胜离开。当时这部电影非常受关注，因为它隐喻了很多深刻的东西。

为什么要说起这部电影？因为接下来要给大家讲的是，投行实习生如何赢取留用名额的问题。

想要进入投行工作的年轻人，当然可以去幻想，也许在实习中遇到的都是关心自己的师长和相谈甚欢的同龄朋友，甚至还能找到心仪的对象，结束自己的单身生活。可惜，现实就是现实，在实习过程中，你们的师长在关心你们的同时，也会暗暗记下你们的表现，以衡量你们是否有留用的价值。那些跟你谈得来的同龄朋友，也许会在背后铆足了劲，想要淘汰掉你拿到留用名额。

听起来很黑暗吗？但这就是残酷的竞争，我们当然希望所有来实习的年轻人最终都能如愿进入投行工作。但多一个实习留用名额，其所在的团队领导、部门领导，未来就要多背上一个业绩指标。资本市场考察的是证券公司的业绩，证券公司考察的是投行部门或者团队的业绩，而投行部门或者团队的领导，自然也要考察想要转正的实习生的能力和潜力。

所以，大家一定要理解，在这种竞争激烈的情况下，实习生应该踏实努力获得公平竞争留用名额的机会，而不应该幻想用情谊来获取留用名额。说到这里，有一个话题无法避而不谈，这也是很多年轻人会有的疑问：券商投行部门的实习生，是不是有很多都是靠着关系进来并最终留用的？

首先要告诉大家，这种情况确实是存在的。但是，我可以负责任地说，也许投行从业者会让这些年轻人直接入场实习，但留用转正的名额，最终却很少会给到这些人。并不是因为从业者们都秉持公正，觉得这样对其他实习生不公平，而是从业者们也要为自己考虑，因为每一个留用转正的名额，最终都会转变为他们的业绩压力。

什么意思呢？打个比方，假如公司给投行部门设定的业绩要求是部门每个员工平均每年要创造100万元的收入，那么10个人的部门每年至少需要给公司带来1 000万元的收入。如果今年部门留用了两个实习生，那么人数就从10人增加到了12人，相应地，明年部门要给公司带来的收入也必须从1 000万元调整至1 200万元。所以，很多时候并不是公司不给投行部门新增员工的名额，而是业务部门确实不想招新人，招人计划是需要根据未来业务的发展提前规划好的。那么，这场通过实习争取留用名额的“大逃杀”究竟是如何决出胜负的呢？或者说，投行部门是根据什么条件，在实习生中选出可以留用的人呢？

首先，投行的实习生所具备的个人能力和素质，归根结底可以分为两类。第一类，我将其概括为硬实力，比如学校和专业、考取了哪些证书、在哪家机构有过实习经历等；而另一类则可以称为软实力，主要是一些无法进行量化对比的能力，比如工作态度、言谈举止，甚至三观。

一个人的硬实力相对来说是比较容易分出高低的。比如实习经历，通过简单交流，我们就可以基本确定简历中提到的实习经历是否属实。比如前文所说的实习生王大栗，他之前的投行实习经历是否有水分，首先从其平时的工作表现就可以看出来，项目建议书修改得是否完善、会议纪要能否抓住重点等，有过或没有实习经历，会交出差别很大的工作

成果。其次，如果他的实习表现确实令人存疑，正式员工若仍想给他留用机会，那么肯定会私下询问他之前的实习单位，他的实习表现如何，再与他现在的表现做对比。

但对软实力的考察，难度就比较大了。短短的几场面试，只能帮助我们做出一个初步的判断，我们很难只通过面试就看清一个人，了解他的真实工作态度。因此，在对实习生进行留用筛选的时候，我们会更多地考察其在软实力上的表现。就像前文所说的实习生牛星河，因为他是第一次在投行实习，之前从未有过投行实习经历，所以除了相关学历、证书之类的硬实力之外，不存在对过往实习经历的考察，更多是考察他实习时表现出的软实力。他做的一些琐碎的基础性工作，比如底稿材料的归档是否符合公司标准、准备盖章文件时是否有遗漏等，都能表现出他在实习时的工作态度。

所以，实习生能否留用的决定因素是什么？这个看起来很复杂的问题，想通了其实就变得很简单。最主要的决定因素是个人软实力的真实表现。我知道有很多年轻朋友见多识广，比我们年轻的时候优秀多了，而且在面试中也都表现得非常出色。但是，如果在实习期间表现出来的并不是真实的能力，又觉得可以蒙蔽考核者，那么恐怕最终的结果就会让你失望。

所以在这里，希望看到本书的朋友要朝着自己应该努力的方向去努力，最终获得什么样的能力、达到什么样的水平，取决于你在实习工作中真实的展示。

实习未能留用该如何补救

有时候现实就像一张考卷，不会只有选择和判断这种客观题，往往在考卷的最后，会有几道分值很高的主观题。虽然你们朝着正确的方向努力，足以让自己答对所有的客观题，并且凭借这些题目获得的分数足够证明你已经达到进入投行的水平，但任何人都无法保证你能够百分之百答出最后的主观题。这并不是因为你们能力不够，而是因为评判这道题是否答对的标准，是谁也无法控制的运气、机会等。

所以，对于有些年轻人来说，最终没能获取实习留用的机会，毕业时无法直接进入投行工作，并不一定代表你们的能力达不到进入投行的要求。有可能是运气不好，只有很少的留用名额，或者当年不招新人。这种情况是很正常的，如果你们真的想要从事投行工作，千万不要因此自暴自弃，只要自己有能力，未来还有很多再进入投行的机会。

如果未能获取实习留用机会，毕业无法直接进入投行，而未来又想从事投行工作，应该如何积累，做好迎接下一次机会的准备呢？我认为最需要做的补救措施，就是去做和投行相关的工作，以此作为未来进入投行的“跳板”，这种性价比最高的方式，我称之为“曲线救国”。

为什么说“曲线救国”这条路是最具有性价比的？这是因为在你们工作之后，要想获得进入投行的机会，那就不再是通过校招了，而是只能通过社会招聘这个渠道。社会招聘相对校招有着很大的不同，其中最显著的一点就是，在社会招聘里，决定候选人能否留用的权力更多是在业务部门手里。而业务部门的负责人则会重点考察候选人的能力和人品，不会受太多其他因素的影响。

在这一点上，校招就不同了。因为大多数的校招都是由公司的人力

部门去统一组织安排的，他们会为公司的前台、中台、后台部门进行统一招聘，甚至在名额的分配上也是由人力部门统一安排的。在这种情况下，业务部门就得听从人力的安排。但人力部门的员工毕竟没有真正做过投行业务，他们无法完全用客观题的标准去考核候选人。所以在校招中，主观题就会更多地被拿来作参考，这就导致有时候主观题的考核占比会比客观题大很多。

另外，相对于校招，社会招聘还有一个自己的特点，也可以说是缺点，那就是社会招聘无法通过一段时间的实习来考察候选人的真实能力。虽说通过社会招聘入职的人一般都会有3~6个月的试用期，但在现实中，这个试用期起不到太大的作用。候选人往往只要能达到差强人意的水平，通常就被公司默认达标了。这是由两个原因造成的。一是对于一家公司来说，短时间内辞退候选人再重新招聘太麻烦，需要内部沟通、重新走人事审批流程等。二是因为在试用期辞退员工，不仅会对他的职业生涯造成负面影响，更容易引起人事纠纷，而且会影响公司在业内的名声。所以很少会有公司在试用期内辞退候选人，除非在试用期内此人的表现非常差，实在不能留用。因此，在社会招聘时会特别看重候选人之前的工作经历，公司会偏向于从相同、近似的行业，或者与投行业务有工作交集的行业里招聘。这样就可以最大限度地避免出现候选人无法胜任投行工作的情况。

因此，社会招聘的这两大特点就使得“曲线救国”这种方式成为进入投行的一个重要途径。接下来你们就需要了解这条“救国”的曲线究竟是什么，或者说具体有哪些行业或者职业，更容易成为进入投行的“跳板”。

下面给大家具体讲一讲，作为投行业务部门的负责人，我个人比较看重的几个行业，以供你们参考。

首先，在我心中排第一位的，是其他金融机构中的融资业务部门，比如银行的投行部门、信托公司的融资部门等。这些部门所做的业务，都属于投行业务范围内的一种，跟券商投行中的债权业务相似。简单地

说，这些机构同券商相比，只是因为各自的牌照不同，所以做出的债权类产品名称不同而已。从事这几个行业的朋友，在专业基础上与券商的投行业务是互通的。另外一点就是，这些朋友也是在资本市场融资业务的一线工作，很多时候他们所面对的客户群体跟券商投行所面对的客户群体会有一部分重合，所以他们跳到投行就相对容易一些，我们也比较认同这些朋友在投行承揽和承做上具备的潜力。

但有一点要向大家特别说明，对于一些在金融机构非融资业务部门工作的人，比如银行支行里的对公部门，特别是客户以小微企业为主的人，或者银行的柜员、大堂经理等，我们考虑起来就会比较谨慎。因为这些人虽然也在金融机构工作，但没有做过大型融资项目，或者说不具备一级资本市场的工作经验。那么在投行眼中，他们几乎等同于一个新兵，如果他们来到投行，未来不仅需要比较长的时间转换工作思路、更新知识，也需要我们付出大量的时间去指导。如果他的人脉关系强到可以直接带来投行项目或者业务渠道，那么也没问题，我们会往承揽的方向对其进行考核。

排在第二位的是会计师事务所。但大家要记住，这里特指那些有证券从业资质的会计师事务所。对于其他普通的会计师事务所，投行并不怎么看重，因为投行需要的是从事资本市场业务的审计。

在国内，有证券从业资质的会计师事务所一般又会分为四大所（普华永道、毕马威、德勤、安永）和国内所（立信、瑞华、天健等）。而针对券商投行部门，做股权业务和债权业务的团队，对两类会计师事务所阵营会提出不同的需求偏好。比如做股权业务的团队，可能会更倾向于四大所；而主要做债权业务的团队，会更喜欢国内所里经常做债权业务审计的人。这是有原因的，相对于国内所，四大所的审计收费和标准都会高一些，这就导致国内的债权业务审计大部分是由国内所承接的。而对于IPO之类的股权业务，注重声誉和影响力的发行人，特别是资金和实力雄厚的发行人，会更多地选择四大所来做审计。比如国内已经上市的银行、券商等金融机构，每年的审计业务大多交给了四大所承接。

排在前两位之后的“曲线救国”路线，就是资本市场上的其他中介机构，比如评级公司、律师事务所等。需要大家注意的是，在这些中介机构中，我们也会优先挑选那些参与过投行相关业务的候选人，比如在评级公司里为各种债权业务做过评级，在律师事务所里参与过IPO项目中法律相关的业务，等等。而对于没有这些工作经历的人来说，可能跟其他行业相比就没有太大优势。举个例子，假如你在知名的律师事务所工作，但从事的是刑事纠纷领域，从未涉足过资本市场的法律业务，那么如果没有其他亮点，可能就很难转行进来。

也许大家觉得上面所说的“曲线救国”路线有点少。的确如此。但现实中，投行在进行社会招聘的时候，重点考虑的只有上面所说的几个职业。因为别说在金融行业以外，即便是在整个金融行业之中，投行这个细分领域也属于就业竞争最激烈的一个。特别是对于那些发展不错的券商团队来说，随时发布一条招聘信息，就有数不清的来自券商同业的简历，更别提来自其他行业的应聘简历了。

最后还想告诉大家，在你们身边可能有些同学能够获取投行实习留用的机会，毕业后直接进入投行工作。但这不代表他们就一定有做这份工作的能力，也不代表他们就一定比你们优秀。很有可能是因为他们运气好，正好遇到了合适的机会，赶上了行业扩招。对于这些运气好的朋友，希望你们在未来的工作中能珍惜自己获得的机会，千万不要错把运气当成实力。毕竟投行这个行业，知识和人员的更新迭代都是很快的，尤其是在整个行业发展波动比较大的时期，对个人能力的要求只会越来越高。如果你们进入投行后就放松了自己，而不是努力进步，那么同样会被行业淘汰。

跨行转入

到这里，可以说我已经带领大家完整地走过了投行实习生的入门之路，现在我们来和那些打算半路出家的朋友，具体聊一聊社招如何转投行的问题。这个问题其实挺复杂的，因为它说难也难，说简单也简单。

先来说难的地方。难的地方就在于，有很多人其实不是真心想进入投行工作的。换句话说，有些人在了解完投行工作的真实情况后，也许就没那么期待了。

在之前的内容里，我很少会“劝退”大家，因为对那些尚未参加工作的年轻人来说，无论他们是否真的喜欢投行，我都希望他们能先来体验一下真实的投行，毕竟对这些年轻人来说，任何职业都是新鲜的，应该先体验，再决定是去是留。

但对那些跨行转入的人来说，我的意见是，无论你们现在从事何种行业，都不应该再像过去尚未参加工作时那样，轻易就喜欢上另一个行业。特别是那些从事与投行完全无关的工作的人，更要慎重。

首先，你所看到的投行工作与实际的投行工作是两码事。就投行的VP（Vice President，副总裁）职务来说，它并不像大家通常所理解的其他行业里的高管，而只是投行MD职级序列中比较低的一个职务，VP的中文名称“副总裁”，很容易给行业外的人造成它是投行高管职位的假象。其实，在大券商里能担任VP职务的，一般只需要有三五年的工作经验，而在小券商里，甚至一两年就可以获得该职级。在现实中，这个误解也经常闹出笑话，比如某地国企准备踏足资本市场业务，某家投行便联系见面拜访，拜访名单里列了好几位副总裁，该国企为了表示尊重以及接待级别对等，召集正在国外出差的集团高管都特意赶回来参会，

结果发现来的“副总裁”都是年轻人，然后才知道是对职级名称产生了误解。从此再有投行副总裁来拜访，连相关部门的负责人都不会出席了，只派出普通经办人员接待。

如果投行人员称自己“参与过重大融资项目”，并不代表这个项目是由他来推动的，可能就像之前举的实习生牛星河的例子，只是在投行实习时为某个项目材料复核检查过错别字。若投行人员说自己在某项业务中与某位企业高管谈笑风生，就更可笑了。因为投行业务的特殊性，监管都会要求在业务开展过程中对客户高管进行访谈，作为尽职调查工作的一部分。高管访谈这种程序性的实务工作，通常会分配给基层员工带着实习生完成，这就是大多传闻中所谓“谈笑风生”的真实情况。

如果投行人员晒出了自己“高大上”的差旅照片、高额的信用卡消费流水单，也不必羡慕，因为这些都是投行业出差频繁的工作性质决定的。其实“高大上”的出行只会偶尔出现在上市路演的过程中，平时的项目执行早已下沉到四五线城市，甚至会去县里和乡镇出差，行程和住宿有多艰苦，只有亲身体会才能感知。而高额的消费流水也都是工作需要的差旅支出，跟个人的收入水平实在是没有太大关系。

以上这些被业内某些人营造出的假象，看起来确实吸引人。但如果你真是因此而对投行有所期望，恐怕在接触到投行的从业现实后会大失所望。

当然，也有很多业外人士，特别是所在的行业平时会与投行有交集的人，虽然对投行的一些现状有所了解，但他们也会遇到其他误区。比如投行是一种周期性行业，当资本市场繁荣或者政策鼓励直接融资的时候，投行业的发展前景比较乐观；但当资本市场衰败或者政策不鼓励直接融资的时候，投行同样会出现行业寒冬。

比如在2013年初，全国中小企业股份转让系统有限责任公司正式揭牌运营，由此开始形成非上市股份转让的全国性证券交易场所，新三板这个投行细分领域开始脱颖而出。当时国内资本市场对新三板的期望很高，上市门槛大幅降低、各地政府对新三板挂牌企业提供高额资金补

助、监管机构大力扶持等行为，让国内几乎所有的券商都很快建立起专门的新三板业务部门或团队，崭新的行业自然需要大量招聘从业人员，很多投行业外的人，就借助这个时期进入了投行业。但是新三板市场的这把火，并没能烧很长时间。先是各地政府对新三板挂牌企业的补贴开始消失，监管的扶持政策也开始减少，直到五年后的2018年，国内A股全年换手率是124%，新三板的换手率仅为5.31%，很多券商便直接撤掉了新三板部门，大部分新三板从业人员也因此失业，很多都离开了这个行业。

总之，讲了这么多，就是想要告诉那些跨行转入的朋友，你们想转投行没问题，但一定要先充分了解自己意向中的行业究竟如何，不要那么轻易就做转行的决定。最起码先把本书看完，在对投行有了真实的认识之后，再去追求自己的投行梦。

社会招聘

好了，聊完难的方面之后，我们再来解释一下简单的方面。

在各位确定自己真的想转投行后，只需要按照两步走。第一步是先评估一下自己的能力，看能否达到投行的社招条件。第二步，如果对照后觉得符合要求，就大胆地去应聘，机会总是不断试出来的。

那么，投行社招一般需要应聘者达到怎样的水平呢？

要回答这个问题，首先需要先搞清楚，投行的社招到底要招什么样的人。一般来说，投行主要招聘两类员工。

第一类是承揽岗位，也就是为公司承揽业务的，主要是招那些可以直接带来投行项目或者业务渠道的人。这就需要我们先了解清楚投行都做些什么项目，再根据这些项目来确定自己是否具备营销相关客户群体的能力。比如想要承揽股权类的IPO项目，就需要营销那些尚未上市且有上市意愿的企业，同时这些企业还要符合上市的条件；如果想要承揽债权类的企业债项目，就需要营销具备发债意愿的地方政府融资平台，而且该地方政府融资平台也要满足企业债的发行条件。

第二类是承做岗位，主要是执行投行类项目。比如股权类的IPO项目，要清楚尽职调查的步骤主要有哪些，确定进场后的工作应该如何开展，申报材料包括哪些文件以及每份文件应该如何撰写，等等；债权类的企业债项目，要清楚地方政府融资平台的评级需要达到什么级别，达到相应评级对财务数据的要求分别是什么，企业债的募投资金用途主要有哪些，市场上最近发行较多的企业债募集资金用途又有哪些，等等。

从上述两类工作的要求可以看出，绝大多数普通人或者刚工作没几年的年轻人，更适合应聘承做岗位，这也是适合作为投行历练起点的岗

位。

如果对照完发现自己尚不满足投行的招聘要求，没关系，就像在之前的内容里，我给那些毕业后不符合条件，不能直接进入投行的人介绍了“曲线救国”的方式，在这里只需要进行两次“曲线救国”就有可能进入投行。

王大栗和牛星河，分别代表接下来案例中的一类人。

会计师事务所

对于即将毕业的学生来说，进入投行的“跳板”职位，按照优先级排序分别是：其他金融机构的融资业务部，具备证券从业资质的会计师事务所，评级机构、律师事务所中与投行业务有关的岗位。但是对于已经参加工作的人，这个顺序需要调换一下，优先考虑的应该是具备证券从业资质的会计师事务所。

之所以将其排在首位，主要有两个原因。第一，会计师事务所的准入门槛较低。这里所说的较低，是跟其他金融机构的融资部门相比而言。而且会计师事务所，特别是处于审计忙季的国内所，招聘的门槛还会更低。可以说，如果你能考过注册会计师考试，甚至只考过审计、会计这几个重点科目，同时对薪酬要求又不高，那么即便没有多少财务相关的工作经验，一般也很容易应聘成功。

第二，会计师事务所与你现在所从事的行业，多少都会有些交集。因为无论是四大所还是国内所，基本上都做过国内大部分行业的年审，特别是当你现在所在的单位在行业里排名比较靠前，那么很可能正在为你目前的单位做年审的，就是具有证券从业资质的会计师事务所。

所以，想要转入投行的朋友，就可以多关注在会计师事务所中专门负责审计贵行业的招聘机会。你去应聘这种与本行业相关的岗位，不仅更容易成功，未来也可以更快地适应新的审计工作。但大家要记住一个前提，即注册会计师是一定要考的，特别是之前没有从事过审计工作的

朋友。

至于其他“跳板”的排序，就不用变了。

等待最佳机会

第一次“跳板”成功之后，如何进行第二次“跳板”，才能成功进入投行呢？第一次“跳板”成功，其实就代表你已经基本符合投行招聘的要求，刚刚也简单提到过，那就是要努力等待合适的应聘机会，下面具体讲一讲，这里的机会究竟是指什么。

首先，大家要知道，上文所说的进入投行的“跳板”，比如会计师事务所、评级机构、律所等，这些机构作为资本市场中介机构的一员，它们平时的工作与券商投行部门都有着很大的交集。因为券商的投行部门无论是做股权业务，还是做债权业务，在项目上都需要经常与这些中介机构进行合作。所以，相对于其他行业，从这些“跳板”转入投行，都可谓“近水楼台先得月”。

而“合适的应聘机会”，就是多去这些部门自荐，或者拜托它们将你推荐给其他券商同行。如果自己有明确想去的机构，而且之前也有过合作，就可以直接去谈。若是想去之前从未合作过的机构，可以去找那些合作过的投行朋友，让他们帮忙引荐一下。这就要求我们在平时做业务的时候，多留心交一些从事投行工作的朋友。平时多融洽相处，当对方缺人手的时候，说不定就会主动邀请你加入，而这都是业内经常会发生的情况。比如，我有不少同事是以前其他中介机构的合作伙伴，我们在业务上合作愉快，他们的专业能力也让人信服，那么当投行有招聘机会的时候，我就会第一时间主动告知他们，甚至会为他们的经验和人品背书。

至此，有关如何进入投行的各种方式，以及针对每一种方式需要提前注意的问题，基本上都已经告诉大家了。下面为了能让大家更好地吸收和理解，针对投行的实习生和正式员工招聘，我特意准备了一些网友

常常咨询的问题，以及针对本书内容做了调整的问答。

有关投行职业的快问快答

1.国内投行与国外投行有什么不同？

本书后面部分将会介绍国内投行的发展历史，以及我对国内投行与外资投行的看法。从中大家可以具体感受国内投行与国外投行的区别。对于我们国家来说，投行这个行业本就是一个舶来品，其建立和发展的大方向，都是以国外投行的发展轨迹为参考的。当然，我们实际走的发展道路，并不是完全沿着国外的轨迹，而是根据国内资本市场的发展程度进行调整的。国内资本市场的束缚，决定了国内投行的产品看起来要比国外少，似乎也更低端。很多人会认为，这是因为国内投行专业技术落后。其实在专业技术方面，目前国内投行并不比国外差多少，就像我在书中说过的，投行本身并不需要特别高深的专业技术，更多需要的是一种解决问题的能力。所以，我个人认为，国内投行与国外投行的区别，更多体现在市场、监管等宏观层面，而在投行业务的本质并没有太大的区别。说得再直白一些，微观的区别主要体现在个人能力的不同，仅此而已。

2.有哪些本土投行最有竞争力？本土投行和国际投行哪个更有竞争力？

这个问题，其实我在本书开篇已经说得很清楚了。在这里，我再简单补充几句。其实，在我们国家，从投行这个行业起步开始，最有竞争力的就一直都是内资券商。比如很多人都想进入的中金公司，虽然它是国内第一家合资券商，但实际控制权一直掌握在内资股东手中。

我做一下解释，大家就清楚为什么了。投行的客户可以简单地

分为国企、民企两大类。对于国企这种单位，大家觉得它们的投行业务会找外资还是内资券商来做？大家可以上网了解一下，很少有外资券商可以单独为国企做承销，即便有外资券商参与，大部分也都是与内资券商联合做承销。而内资券商，特别是背景比较深厚的，出现的频率才最高。至于民企，资金雄厚到可以请外资券商的肯定是少数，而大到“独角兽”那样的民企，其实规模也跟国企接近了。另外，新出台的政策规定在金融行业放开对外资的限制。对于这项政策，我是很赞成的，毕竟未来两年券商面临的监管环境会非常严峻。也许会有不少小型券商被收购或兼并，而外资金金融机构的到来，可以帮助国内填补一些就业空缺。

3.银行的投行部与证券公司的投行部在工作内容和职业发展上有哪些区别？

最大的区别在于股权业务，券商投行自始至终都有垄断牌照，人才和技术也都是最专业的，这一点毋庸置疑。但券商并没有守得滴水不漏，银行得益于自身的网点和资金优势，很多股权业务背后都有它们的影子。比如在新三板业务上，有些银行会在内部设置专门的部门去承揽业务，然后再推给券商挂牌，挂牌后的融资也会由银行继续主导。对于债权业务，虽然双方在细分产品上有细微区别，但无论是债券、资产证券化还是非标业务，银行都占据市场上的主导地位。因为绝大多数的资金都来自银行，特别是债券和资产证券化业务，而且银行在细分品种上还有着近乎垄断的承销牌照。即便券商有着垄断承销牌照的企业债和公司债，大部分项目端和资金端也都被银行所掌控，银行还几乎完全掌控着中票和短融的业务牌照。

但银行投行部门的问题是，大部分业务都已经形成了稳定的生产线，个人或小团队很难把握整个业务链条，这就造成虽然在岗位上越做越熟练，但始终跳不出局部去感受整体。同时，生产线上的人很多，也很难赚到大钱。但券商就不一样了，优秀团队的个体户性质越来越强，特别是中小券商，不仅业务上从前到后可以由单个

团队全部负责，更能在利润分配上跟公司进行谈判。

4. 很多人认为，应届毕业生去做PE（私募股权投资）的话，得不到体系化的培训，没有资源和人脉，就算去了也只是打杂，两三年内掌握不了核心技能，不好跳槽，倒不如去投行打好基础，是这样吗？

这个问题我觉得很有意思，不知道提问的人为何要把投行作为基础，准备先来投行，再跳到其他的行业。我个人认为，现在很多PE不如投行。毕竟在国内资本市场，特别是做一级市场的，投行是目前历史最长、体系最完善的行业，PE、VC（风险投资）与投行比起来，培训也好，成长也好，都没有投行的体系化程度高。

5. “双非”（非985，非211）院校毕业生从事金融行业是否有出路？

“双非”院校的毕业生想要进入投行确实有点难度，至于原因，我想大家都清楚。投行的应聘竞争是非常激烈的，未来的对手中有很多清北复交学校的毕业生，还包括从常春藤联盟学校留学回来的青年精英。我无意虚假安慰，说什么投行招聘完全不考虑学校和专业差距，我们确实会考虑到这些，这是一种普遍存在的评判方式。但是，学校和专业不如竞争对手，并不代表一点机会都没有。我在第一章中讨论过这个问题，大家可以认真看看，平常还是要注意多多积累，提高基础能力。

6. 想要进投行，如果本科背景是国内一般985，考研失败的话，还要接着再考吗？本科生有没有希望？

我可以明确地告诉大家，现在几乎所有券商都要求研究生学历，不是说业务部门觉得本科毕业生能力不足或者有别的问题，我

们其实很愿意一些实习时间长、做事靠谱的本科同学加入。但这个规定是业内普遍设定的准入门槛，业务部门通常是没办法突破的。所以我在这里建议大家，如果可以，尽可能提高自己的学历，至少是研究生学历，这会增加你进场的机会。

7. CFA（特许金融分析师）对进入投行执业有帮助吗？

CFA证书其实含金量不低，但是相对来说，我们还是会将其排在注册会计师证和法律职业资格证后面考察。因为CFA的考察体系更适合二级投研岗位，但是做一级投行的话，还是更青睐注册会计师。这就是两种证书最大的区别。

8. 英国、新加坡的一年制金融研究生，比国内研究生的含金量少吗？

关于这个问题，我想说，大家不要觉得我们不招或者应聘难度大，就代表了一年制研究生比国内研究生含金量差。我们并不是对学校、专业有意见，而是因为学制毕竟只有一年，所以在实习经验方面，跟国内的研究生相比，差距会比较大，国内研究生一般为两年或三年制，所以他们会有充足的时间去积累自己的实习经历。

9. 国外一年的金融机构实习经历，和国内一年的金融机构实习经历对等吗？参加国内券商的招聘时，国外类似的工作经验是否有用呢？

首先，我个人认为，国内外的实习经历不能等同，各有利弊。国外的实习经历可以让你的视野更开阔，但相对来说，国内的实习经历“更接地气”。但无论你在国外还是国内实习，都只是一个经历而已，本质上，我们更看重的还是个人能力能否通过实习经历得

到锻炼。

至于在参加国内券商招聘时，国外类似工作经验是否有用这个问题，我个人认为，在国外金融机构工作的经历确实是一个很好的加分项。但要注意的是，你在国外所从事的一定要是相关的工作才有价值。否则，就像跨行找工作一样，无论是国内还是国外的工作经历，在招聘方眼里的含金量都不高。

10. 国君、招商这类券商投行或资管部门在招收海外留学生时会卡排名吗？

要想知道这个问题的答案，首先，大家需要了解一个现实情况，就是现在去海外留学的学生越来越多，每年我们收到的简历有很多来自海外留学生，他们的学校也都不错，大多是常春藤名校。但是现在海外名校那么多，有些可能都没有听说过。

在这里，我想告诉大家，不要过于担心自己的学校是否知名。特别是当你读的不是常春藤名校时，在我们眼里，名校排名其实没有差别。想要进投行，更多要提前准备的是，如何在实习经历和考证这两个方面追上国内院校的同学，缩小与国内同学的差距。

为什么我说存在差距呢？因为在海外读书的留学生，回国参加国内金融机构的实习确实很困难。而国外正规金融机构的实习竞争要比国内激烈得多。至于考证，很多考试也需要回国参加。这就是留学生遇到的现实困境，要想从其他方面弥补短板，说实话，没有更好的方式。即便我们了解你们的困境，也不可能为你们改变考察实习生的方式，所以你们应该做的是直面这个困境，不要想着去绕开它，而是尽自己最大的努力多找实习机会，多考一些国内认可的有含金量的证书，比如注册会计师证和法律职业资格证。

11. 关于投行校园招聘，在通过面试后是否仍然需要经过实习，再次筛选最终才能留用呢？

大多数国内券商在候选人通过校招面试后，仍需要对他进行至少为期三个月的实习考察。虽然名义上是考察，但更多是让候选人提前体验公司和部门的氛围，以方便正式工作后能更快地融入。实际上，只要在这段实习期不出现重大工作失误，一般是不会被筛掉的。而且这种招聘都是“一个萝卜一个坑”，如果有被筛掉的，会重新补充新招聘，而不是只有5个岗位需求，却找来10个候选人实习。所以，通过校招面试的新人们，需要做的就是实习期间正常表现，而不是患得患失，不用给自己太大的压力。

12.一般来说，对实习时间的要求是怎样的，一定要保证每周5天全勤吗？

说实话，我们会优先选择能保证5天全勤的实习生。因为投行这个行业出差机会比较多，如果每周能来实习的天数很少，就很难安排实习生出差了，那么这种实习生也就只能在办公室做一些文字工作。当然，因为很多实习生还要上课，难以保证每周5天的实习时间，所以，每周的实习时间一般会安排最少3天。如果每周3天都满足不了，那么我们在给实习生分配工作任务时，就会有些为难了。

13.很多人都说在投行部门实习，要参与客户现场工作才比较有含金量，是这样吗？

对于投行实习的工作内容，我在书中已经做了具体介绍。相对于在办公室做一些基础工作，去客户现场体验确实更能锻炼人。一般我们在分配工作任务时，首先考虑的是实习生是否具备出现场的能力，这需要加以客观考察，而不是听取实习生的主动申请。而且考察这种能力的依据，就是实习生做基础工作的态度和水平。所以，我建议大家对待实习工作要始终如一，而不是在基础工作上懈怠。如果你有冒进的想法，大概率是不会被安排去项目现场的。

14.实习工作忙的时候挺忙，闲的时候也挺闲。如果手头没有工作，是否应该向上司主动提出分配其他工作来做呢？

应该主动提出，而且要在完成上一份工作任务时就主动提出。一是实习时本就应该更积极主动一些，毕竟做的工作越多，得到的锻炼才越多，同事和领导也更能看到你的积极态度。二是现实中有许多同行，其实并不会主动培养实习生，一般都是有工作就安排，如果暂时没有工作，可能就想不起来去引导实习生自主学习了。所以当实习生主动说自己有空余时间，如果还有其他工作，领导自然会安排给你，即便没有多余的工作，也会主动安排你去学习与工作相关的内容。当然，在主动要求分配工作的时候，还要注意场合和方式。如果看到其他同事有事在忙，可以主动询问是否需要帮助；但是如果其他同事也都在闲着，再去要求工作就不太合适了，这时应该主动向同事询问如何学习相关业务知识。

15.本身不是特别擅长社交，虽然在投行日常工作中的表现还算得体，但心里经常会觉得害羞和不好意思，那么是不是需要在社交方面做得更好一些呢？

对于年轻人来说，想在短时间内提高自己的社交能力不现实。虽然有很多书上说，只要掌握某项原则，就能在社交上游刃有余，但是说实话，社交这种能力其实是没办法一蹴而就的。因为要掌握任何社交技巧和技能都需要一个长期的过程，并不是说现在背会了几条社交原则，以后在实践中就不会犯类似错误。相反，良好的社交能力大多是由自己过去的经验和教训积累而来的，而经验和教训的积累同样需要一个长期的过程。

所以，对于投行新人来讲，刚开始在职场上只要能做到得体就足够了。至于害羞和不好意思，只是因为新人对职场环境还不熟悉，未来随着你对工作环境、周围同事越来越熟悉，这种害羞和不

好意思是会逐渐消失的，现在没必要对此太过担心。

16.投行的客户会很重视投行的专业能力，并以此作为选择中介的依据吗？投行的承揽岗位真的很看重与客户的私人关系吗？

我个人的观点是，专业能力和关系就像硬币的正反两面。如果说投行很看重与客户的私人关系，其实也相当于说很看重专业能力。这是因为在现实中，很多业务确实是靠“个人关系”承揽的。但这个关系很少是“天生”的。就像我在书中具体介绍的，承揽岗大多都是从承做岗一步步做起来的。之所以能够顺利转型，是因为当初在承做岗的时候就靠着自己的专业水平和靠谱态度，被同行、客户逐渐认可，然后慢慢地形成自己的关系网，也就有了自己的客户群。这些关系网、客户群，就是我们所说的与客户的私人关系。而这些私人关系，更多是依靠你的专业能力而产生的。所以，投行的专业能力和关系，在一定程度上是无法分割的。

17.投行的技术是指什么？学到什么地步才能独当一面？经常听人说某家券商做的项目质量高，那么对一个项目而言，什么叫作质量高？

“投行的技术”，听起来似乎很高大上。但在投行实务中，技术其实是一个“平易近人”的词。投行的技术，我认为本质上是解决问题、推动项目的能力。至于学到什么地步才能代表独当一面，就像我在书里所说的，当你能够独立负责一个项目，也就是具备解决问题、推动项目的能力的时候，就代表你所具备的投行技术可以独当一面了。

至于什么叫作质量高，同样不需要多么高深的解释，质量高体现在工作的细节上。其实在投行从业人员之间，特别是在承做岗位之间，专业水平并没有太大的差别，差别更多体现在对工作的责任

心上。一个投行项目，究竟谁做得更好？我想，一定是那个在工作中事事都追求细节完美的人。所以这就要求我们在刚接触投行工作的时候，不能着急和浮躁。特别要理解“工作上的任何事情都不是小事”这句话，努力形成注重细节、追求完美的习惯。

18.领导布置的任务，我不知道什么时候能够完成，是应该在短时间内就给一个答复，还是用更多的时间尽量做得精细一些？

面对领导的工作安排时，如果领导没有强调尽快完成，或者没有告诉你此项工作的交接时间，就一定不要太着急递交工作结果，尽量多复核几遍，特别要注意那些容易出错的小细节，多打磨几次。直到自己觉得满意的时候，再把工作结果交给领导。记得在交任务的时候，试着了解一下领导对你的工作效率是否满意。如果不满意，之后就提高效率、缩短时间。如果满意，就重点了解领导对你的工作质量的评估，后续工作就不用将精力过多投入在完成时间上了。当然，如果你觉得上述这些步骤把握起来有些复杂，那么还有一个简单的方法，就是每次在收到领导的工作安排时，主动询问时间安排，然后在截止日期之前，尽量提前完成并多复核几次。

19.有人说越是愿意通过校招培养人的公司，未来越是有巨大的发展空间，而没有前景的公司才会忽视校招，通过社招找熟手，随招随用。金融行业是否存在这种情况呢？

我自己在建立投行团队时，就选择了以校招为主，而很多同行选择了以社招为主，后来我们各自团队的发展，确实就有很大的不同。团队建立的选择，本质上和公司发展的选择是相通的，都是在思考未来后提前做好规划。至于这种说法，我个人认为在金融行业里也是一样存在的。

20.因为没有细化的工作目标和明确的工作日程，总觉得有些懈怠情绪，工作起来也总是想起什么就干什么，感觉时间还很多，工作可以慢慢来做。如何安排好工作的顺序和时间呢？

如果有这种情绪，我认为一定要及时改正。懈怠情绪肯定不能放任的，若是没有人督促你完成任务，就要学会自我施压。一是要在工作开始前，花时间梳理一下工作的整体目标，比如完成这项工作最终是为了什么。二是要根据需要实现的目标，对具体任务进行分解，比如具体需要完成哪些步骤。而在工作顺序上，先按照重要性排序，再按照紧急程度排序，综合这两个排序制订出具体的工作计划。工作计划形成后，在时间上一定要主动给自己压力，尽量在最短的时间内完成，这样才能不断提高自己的工作效率。

21.投行工作是否应该保证每周7天、每天16个小时以上随时待命，随时接手？

投行工作做久了，大家就会发现，其实在投行业，工作和生活是没办法分开的。有的人不喜欢这样的模式，有的人就非常喜欢。不喜欢的人似乎觉得工作和生活融为一体，这听起来好像很吓人，但其实周末或者假期也都能正常度过。只不过投行这个行业偶尔会遇到一些突发情况，比如项目紧急的时候，可能就需要加班。但平时只要不是急事，领导一般是不会让正式员工或者实习生加班的。我觉得“随时”这个限定词有些夸张了，只要平时手机保持畅通，微信及时回复就可以了，大家不要过于紧张。

22.如果工作完成得比较晚，在半夜把工作成果发给领导好吗？会不会给别人压力？

可以直接发，没必要等到上班时间才发，万一晚发把事情耽误

了，就是你的责任。当然，如果担心发完会给领导压力，又担心领导不能及时查看，可以在第二天上班时间再去提醒，不要发完工作内容，马上就微信提醒。

23.感觉工作中上司和下属的关系，与学校里老师和学生的关系并不一样，过分的尊敬会有距离感，上司可能也不舒服，还影响工作交流。但是太随意的话，好像也不太好。这个分寸应该怎样把握？

我在书中探讨了类似的问题，对于正式员工也好，实习生也好，我希望他们的工作态度是反映自己内心的真实想法。无论是过分尊敬，还是有些随意，我觉得都可以理解，这并不是什么大问题。只要内心是真诚的，工作是努力的，其他细节问题都是个人性格使然，没必要逼着自己一定要做出改变。

24.大力哥曾经说过“得意时多做事，失意时多读书”，我想知道您和您的朋友们在失意时是怎么想的，特别是这种“失意”不是外部原因造成的，而是自己的某个判断失误或类似原因导致的，在这种情况下，凭借什么对自己依然保持信心呢？

对于这个问题，我有两个建议可以分享。一是读懂“人无完人”这个道理，二是要理解人的成长是靠积累过去的经验和教训实现的，而不是去背成功公式。就像我撰写本书是想告诉大家有哪些弯路，而不是去传授成功学。有时候人生的最优解是很难达成的，人生也不可能处处得意，所以能够尽量避开那些我们走过的弯路已经算是在走“捷径”了。当我失意的时候，我其实想感谢由此而获得的经验教训，我知道自己不会再犯同一种错误，自然也就不会受到打击了。

25. 有哪些投行人士的遭遇，没有进过投行的人不会相信？

经常会被公司拖欠薪酬。我并没有开玩笑，很多年轻人总觉得投行是一个高大上的职业，所以不会发生其他行业那些蝇营狗苟的事情。但投行其实就是一个普通行业，跟其他行业一样，行业里会有各种类型的公司，从业者也会各种各样。这些公司和从业者里确实就有一部分规则感不太强。即便是国内前十大券商，每年仍然会爆出那么一两件拖欠薪酬的事件。所以，大家应该认识到这样一个不太美好的现实，但也要看到事实的另一个方面，那就是这种现象并不是投行这个行业特有的，更多是个别人的行为所产生的结果。任何一个行业，都不会把这些当作光荣的事情，也不会推崇去做这些事，投行也是一样的。

如果大家能够根据本章的内容，朝着正确的方向努力，最终会在层层竞争中脱颖而出，实现进入投行的梦想。

但等你们进入投行开始正式工作后，会发现自己还会遇到关于职业成长和发展路径的问题。如果你们想要在投行职场精进成长，那么下一章就是你们需要了解的内容。

第三章

投行新人如何职场精进

在前面的章节里，大家已经对投行工作有了一个基础的认识。在本章中，我想跟大家，尤其是那些工作不久的年轻人，聊一聊在投行这个行业里，个人要如何修炼，才能得到正常的成长。

请注意，我说的是“正常”的成长，而不是“快速”的成长。这两个不同的表述所代表的含义不同，并且有着很大的区别。“正常”的成长，代表着你应该在投行这个职业领域，去体验每一个关键职级所要承担的工作责任，并借此熟练掌握业务过程中的重要环节。这是因为，一个完整的投行项目是由不同的关键业务环节组合而成的，而每一个关键业务环节，可能由投行里不同职级的人负责。比如在项目的承做阶段，由项目负责人设计整体融资方案和实施步骤，初级员工负责基础材料的搜集和撰写工作，相对资深的现场负责人要负责全套申报材料的统筹编辑和定稿等，如果初级员工在没有做过现场负责人的情况下，就直接跃升为项目负责人，那么他对投行项目的认识，必然会缺失重要的一环，在未来的职业发展过程中，很可能就会造成比较严重的影响。已经在投行领域工作多年的朋友，也许能理解不同的表述所带来的不同结果。但对于入行不久的朋友来说，可能根本察觉不到：一个或许能成就自己的职业，另一个或许能毁灭自己的职业。

入职前的准备

对于即将入行的朋友和已经入行的投行从业者来说，如何选择公司，一直都是一个问题。

为什么这样说呢？因为我发现，无论是在实际生活中，还是在公众号的留言里，都有很多朋友向我咨询如何选择券商。他们不知道自己到底是该选择头部券商还是中小券商。在这些人中，不只是有未入行的年轻人，还有很多已经从事投行工作多年的同行。之所以会出现这种现象，我想是因为他们至今都搞不清楚，在投行这个行业里，除了规模、业绩上的区别之外，头部券商和中小券商还有哪些其他区别。

头部券商、中小券商的优劣势分别是什么

首先，咱们来说说头部券商与中小券商的优势、劣势分别是什么。

先来看头部券商。头部券商的优势，主要是它们的投行体系已经比较正规和成熟了。

在头部券商中，员工可以了解一个投行项目从开始到完结的整个过程，从中学习不同岗位是如何分工合作的。这有助于员工更快地建立起投行业务的专业思维体系，从而更有利于其未来的发展。而头部券商的劣势也很明显，那就是投行岗位的分工过于细化，员工只能在自己的岗位上得到单一的锻炼，承做就是承做，承揽就是承揽，销售就是销售，相互之间不会有重叠。这样虽然发展比较稳定，但是相对来说想要全面发展就会慢一些。同时，如果一个投行项目划分的岗位多了，那么在收入分配上，每个人能分到的自然就会少一些。打个比方，选择在头部券

商里成长，就好比上楼的时候选择了走楼梯。虽然走起来比较慢，但是一步一个台阶，只要一直坚持下去，不出意外总能到达顶楼。

接下来，咱们再来看中小券商。与头部券商正好相反，中小券商的劣势主要体现为部门的建立和岗位的设置有些不完整，而不完整往往就意味着无法更系统、全面地培养员工。

当然，这是有客观原因的，毕竟中小券商的规模小、业务少，有时一年做出来的项目都不如一些头部券商一个月做出来的项目多。所以，相对来说，中小券商的很多岗位其实工作量并不多，那么公司自然会能省就省。这就导致很多中小券商，一个业务团队就是一个部门，整个投行产品线就只有两三个人负责，可能一个做承揽的员工，还要负责部分项目材料的承做工作，甚至等项目拿到批文需要发行的时候，销售工作也要兼任起来。

所以，中小券商的优势也因劣势而生。一是中小券商的员工可以在短时间内亲自参与投行业务条线的各个环节，更加快速地全面成长。而在头部券商里，如果不靠转岗，基本不可能实现。二是收入方面参与项目的人少了，每个人能分到的收入会比在头部券商更丰厚一些。刚刚我把选择头部券商比喻成选择走楼梯，那么选择中小券商，就好比上楼的时候选择坐电梯。然而电梯质量有好有坏，虽然看起来坐电梯比走楼梯要快，但如果电梯时不时停运，或者发生事故，比如有的中小券商的投行业务就因为被监管处罚而全面暂停，熬不住行业寒冬的投行团队也会突然被公司整体裁掉，那么坐电梯上楼究竟能否更快到达楼顶，甚至最终能否到达楼顶，就要看各位的运气了。

如何选择券商

对于即将进入投行的朋友，应该选择头部券商还是中小券商呢？我来谈一下我的观点。

我个人的建议是，希望你们能从头部券商起步，这样未来的职场发展会更稳健，也更长远，这主要是出于三个方面的考虑。

第一，在专业技术上，头部券商对新人的培养更加体系化，方式也更丰富。而中小券商在培养新人时，更多是师傅带徒弟。也许有的人会言传身教，比头部券商更有针对性，但也有的人自己都不够专业，只懂得无尽地安排工作，遇到问题放任你自己去琢磨。所以，能否在中小券商得到好的培养，关键在于能否遇到一个靠谱的师傅，这就要看运气了。相比起来，头部券商会更稳定。

第二，出于对收入的考虑。在前面的内容里，我已经告诉大家，投行的收入是由基本薪酬和项目奖金这两部分组成的，投行的收入高，就高在项目奖金上。首先，大部分的投行新人在刚工作的几年里，收入还是以基本薪酬为主。而头部券商的基本薪酬普遍会比小券商高一些。其次，虽然在项目奖金上，有时头部券商会比中小券商发得少，但当年发不发项目奖金，无论头部券商还是中小券商，都存在不确定性，不仅会随着市场发展情况变化，还跟团队或者部门负责人的个人决定息息相关。更重要的是，对于投行新人来说，在收入上无论是多拿还是少拿，其实一般不会差太多。长期来看，投行这个行业的个人收入水平是在职业的中后期才猛然发力的，而这个猛然发力，主要还是得益于职业前期个人专业能力的积累和个人素质的提升。

第三，业外的朋友可能不太清楚，在投行这个行业里，曾经有过业务发展三大模式之说，分别是以整个集团之力打造，根据细分行业条线划分的中信证券大平台模式；以投行业务流水线操作为特点的平安模式；以及众多投行业务小团队组成的国信模式。本书后面会专门介绍这三大模式，但在这里想告诉大家的是，这三大模式发展至今，只有大平台模式的发展仍然趋于稳定，平安模式和国信模式已经因过分依靠个人或者团队的力量，在监管和市场动荡期间损耗过大，最终销声匿迹。行业里这三大模式的发展结果，也代表了选择稳定才会长久，对我们如何选择券商有很好的借鉴意义。

所以，综合上述三方面的考虑，我建议大家尽量以头部券商作为投行职业的起点。不过，对于那些已经在中小券商里开启投行职业道路的朋友，你们也不用太过担心。虽然头部券商的前期培养会更稳定，但培养出来的更像一批又一批的标准品。中小券商虽然波动大，但在成长空间或者进步空间上，还是要比大券商更多一些的。

比如我所认识的行业中优秀的人，就有很多是从中小券商一步步打拼出来的。而有些一直在头部券商工作的朋友，职业发展到最后也很平庸，不是说他们的个人能力不行，而是在头部券商里一直等不到合适的机会，就这样被埋没了。关于这部分内容，这里暂不多说，在后面的章节中，会和那些已经在投行领域从业多年的朋友专门聊一聊他们未来的职业发展。

那么，讲了这么多关于如何选择券商的问题，想必各位心中对此都已经有了一个清晰的认识。而除了要对公司做出选择之外，在投行业里还有着不同细分行业的划分，那么对于刚刚进入投行的新人，应该如何做出关于细分行业的选择呢？

职业规划：细分行业的战略选择

在之前的章节里，已经给大家介绍过投行股权业务和债权业务具体都是做什么的。咱们再来回顾一下投行的股权业务，主要包括IPO、并购重组以及相关的财务顾问服务等。投行的债权业务则主要包括三部分：第一是债券承销，比如公司债、企业债等；第二是资产证券化业务，比如证券交易所审批的资产证券证、信贷资产证券化等；最后是一些非标准化的债权业务，比如在地方股交所发行私募债等。

如果非要对这些业务板块进行比较，那么对于新人，我建议优先选择股权业务。因为在正常情况下，IPO这类股权业务的成长空间会比债权业务更大，股权业务在专业上对新人的培养也会比债权业务更有深度和广度。

比如在深度上，股权业务接触到更多的是产业类公司，因为大多数行业的公司都可以上市，目前上市的就有银行、券商、汽车制造公司、服饰公司、食品公司等各种类型的公司，每一类产业公司的实际运营都会有各自的明规则和潜规则，单纯的财务报表和简单的尽职调查，不足以让从业人员真正掌握公司的现状和未来潜力，还需要更有深度的行业调研等。而债权类的业务，大多接触的是地方的城投公司，偶尔接触一些产业类公司，也都是高速公路、水务、燃气等负责地方政府通用事业类的公司，这类公司经营稳健性和未来的发展潜力，更多由当地政府的财政实力所决定，所以相对而言，需要了解的就没有那么复杂。

比如在广度上，股权业务会接触更多不同行业的公司，你今年承接的业务可能是一家服饰公司的IPO，明年可能就是为一家汽车制造公司寻找产业上下游的并购机会，这就需要你快速熟悉并了解服饰公司或者汽车制造公司等不同类型公司的业务和财务特点。债权业务主要接触的是负责地方政府融资的城投公司，每年承接的都是为各地的城投公司承销企业债或者公司债的工作，而这些城投公司也都是做当地的基础设施建设、棚户区建设等项目的，主营业务大多比较单一且类似，因此从业人员在熟练掌握某一家城投公司的情况后，会发现其他城投公司的业务和财务结构都大同小异。

当然，这只是相对而言。其实我觉得，只要大家用心学习，在广义的投行业务领域都能得到一个不错的成长空间。但无论你最终选择了股权业务还是债权业务，想要获得成长和成功，都需要沉下心，好好打磨自己。

除了在业务方向上要做好股权和债权的选择，在投行部门各个岗位之间，也需要大家提前做好准备。而要想做好这个选择，就需要提前了解投行各个细分岗位的未来职业路径分别是什么样的。

之前已经向大家介绍过，券商的投行部门一般会设置承揽承做岗、销售交易岗这两个前台岗位，负责资本市场发行的中台岗位，以及负责质量控制的后台岗位。下面我们分别来看一看这些岗位的职业路径。

前台岗位的职业路径

咱们先来看看前台岗位的职业路径一般是怎样的。

承揽承做岗

首先，承揽承做岗要分承揽和承做两种情况。其中，承做岗位的内部上升路径就像打怪升级一样，是需要一步步向着MD，即董事总经理的职级序列上升的。刚入职的员工会从分析师这种最底层的职级开始，之后随着技术水平和项目经验的增长，逐渐成长到高级经理这个职级。等到可以独立承担项目的某一部分工作时，也就可以升职为VP，即副总裁。再沉淀几年，当你的技术和经验足以带领团队负责整个项目的承做时，那么在做过几单项目的现场负责人后，董事这个职级就开始向你招手了。再往上，想坐到董事以上的职位，需要的就不只是承做能力了，还要逐渐承担承揽的职责。

当然，这种按部就班的升职，主要出现在职级架构体系已经成熟的大券商里。在大券商里，无论你有多么丰富的项目经验，要想从分析师一步一步升到VP，也必须熬足至少五年的从业时间。而小券商投行部的职级架构体系可能尚未建立成熟，比如你所在的投行团队有很多业务可做，人手却不足，你便需要承担更多的承做工作，短时间内就会有更多的项目经验，那么越级晋升的情况就会出现，比如两年内就从分析师升为VP，这种情况在现实中，特别是牛市时经常会发生。

而承揽岗位的内部晋升，起点就比承做要高，一般是从董事、业务董事或者执行董事的职位开始。等到你升为MD之后，你会发现，在职级上其实已经没有什么好追求的了，你只需要闷头努力，去承揽更多的业务，争取更多的收入。除非你开始对公司管理产生兴趣，那么就可以朝着公司分管投行业务的副总裁甚至总裁的方向去努力。大家可以了解一下，其实在许多券商中，有不少高级管理人员，包括一些券商的总裁，都是做投行业务出身的。

至于外部转行，如果你能够积极地去学习和成长，可以说，承揽承

做是投行部门内最磨炼技术的岗位，也是转行相对容易的岗位。我向已经离开这行的朋友了解过，他们很少是因为干不下去而被迫离开的，大部分是转身去做投资，比如很多著名股权投资私募机构的创始人或者投资总监，都是做投行出身的，过去他们作为“卖方”来承销企业的上市，如今转换为了“买方”，可以更准确地判断出一个投资项目是否值得投资。还有一些朋友出于自己的爱好去创业，或者想歇歇脚，所以转去其他行业，换了一个更轻松的工作，这都很常见。因为只要投行业务能做好，无论去哪个行业，都不会混得太差。当然，如果你是因为做不好投行才想着换行业，那么也不可能很轻松就成功的。

销售交易岗

另外一个前台岗位是销售交易岗，这几年该岗位的需求变化很大，特别是债券业务对应的岗位。应该说，这一大变化源于2015年监管部门颁发了有关公司债券的新规定，新规大大降低了发行人的门槛，以往只有上市公司才能发行的公司债，变为了非上市公司也能发，所以各家券商的公司债业务在当年都开始突飞猛进。随着业务的增长，各家券商需要销售的债券项目就越来越多。同时，发行门槛的降低又导致市场上出现一批资质相对比较差的债券项目，这就对各家券商的销售能力提出了更高要求。而从2018年开始，资金面收紧，整个债券市场的行情也开始由牛市变为熊市，这导致各家券商积累了不少已经拿到批文却发不出去的债券项目。

所以，如今一个好的债券销售团队的吸引力，早已不亚于承揽承做项目的团队。销售交易岗在投行内部的地位也有了很大的提升，以往该岗位的负责人最多只可能担任一级部门的副总，或者投行部门下辖二级部门的负责人。但这两年，有些优秀的销售团队负责人已经开始担任一级部门的负责人，可以说有了一个很大的提升。

不过，同样是因为债券市场的下行变化，目前该岗位的外部转行渠道变得比以前狭窄了。比如前几年，我所了解的这个行业里比较优秀的朋友，很多都会转去做债券投资。虽然销售交易岗在职业前期成长非常

快，可能一至三年内就能做得非常不错，但这也是这个岗位的缺点，因为同样会很快到达职业瓶颈，很难再取得突破。

同时，由于机构投资者大多只认公司平台，他们愿意投你的产品，并不是因为你这个人，更多是因为你所在的平台，所以这个岗位的可替代性也很强。这也是很多朋友在销售交易岗做了几年之后，一有机会就转去投资或者其他领域的主要原因。其中，债券投资岗是首选，因为债券销售交易岗和债券投资岗的关系最紧密，联系也比较多，就像承揽承做和股权投资之间的卖方—买方关系，在这里债券销售交易是“卖方”，债券投资就是另一头的“买方”。

但这两年，由于投资行业的不景气，特别是债券市场投资的不景气，债券项目的“刚兑”已被打破，债券出现违约的情况也越来越多，因此很多做销售交易的朋友便不敢轻易转去投资，跳槽也只会换公司而不换岗位，大多仍坚守在销售交易的岗位上。

中台岗位的职业路径

接下来，咱们再来说一说属于中台岗位的资本市场发行岗。

在一些大型券商或者比较规范的券商里，资本市场发行岗具体分为DCM（Debt Capital Market，债务资本市场）和ECM（Equity Capital Market，股票资本市场）两种岗位。

DCM的工作主要是负责债权业务的组团参团、安排路演、发行上市等，更多是一些程序性工作。比如组团参团的工作，主要是相关金融机构各种协议的送审盖章；安排路演，就是做好公司内部项目组和销售同事的对接；发行上市，是指在这个过程中联系监管机构申请发行当天的簿记室、上传或递交各种发行材料等。

而ECM的工作主要是负责股权业务，除了在程序性工作中与DCM的对外联系机构略微有些不同之外，主要不同是在安排路演时承担的工作量可能会更大一些，比如IPO的路演，要负责向市场和投资者们宣传

发行人的成长故事、投资亮点等，承担了一部分的销售推介工作。

受限于目前国内资本市场的发展情况，无论是股权还是债权融资，在发行上市这个环节，对技术的要求都不会太高。大多只是需要跟监管机构和投资者沟通对接，方方面面的琐事比较多，因此特别需要员工具有细心、负责的工作态度。

虽然在职级上资本市场发行岗位也是参照MD的序列进行划分的，但相对于其他前后台的岗位，因其本身对技术的要求稍低一些，所以即便是同等资历，该岗位有时在职级上也会比其他岗位低，甚至有很多小券商直接不设DCM或者ECM部门，只是在销售交易部门里单独设置一两个岗位，负责相关的程序性工作。同样的原因，这个岗位的外部转岗机会相对也比其他岗位更少一些，这并不是说没有转岗的可能性，只是需要个人在平时的工作中，要更主动地去积累经验。

后台岗位的职业路径

最后，咱们再来聊一聊属于后台岗位的质量控制岗。

做质控的朋友，虽然出差不如前台岗位频繁，但加班时间一点不比他们少。特别是那些低级别的质控员工，“活多钱少责任大”，指的就是他们。但是，鉴于这个岗位在投行风险管理上的重要性，每家券商质控岗负责人的职务级别，至少是跟投行内部其他岗位的负责人平级的，甚至有时还会更高一些。

但在投行内部的上升路径上，低级别和高级别的质控员工有很大的不同。因为近几年国内资本市场对业务风险控制的要求越来越严格，监管机构对券商的内控要求也越来越严格，所以大部分券商对质控岗的需求都开始逐渐加大。

但是在现实中，有过投行项目工作经验的人，一般都不太愿意去做低级别的质控员工，所以券商只能更多地招聘应届生，或者找审计机构、律师事务所等其他中介机构的员工来做质控。但这些人更多只是将

质控岗作为一个临时性跳板，为了日后可以转去投行的承揽承做岗。所以，在现实中，很多做了两三年质控的朋友，一有机会就会转岗。

此外，质控的高级岗位对任职人员的专业水平及其在投行项目方面经验的要求是非常高的，因为他们要对是否可以承接某个投行业务，以及该业务能否达到可申报监管的要求做出判定。所以，质控的高级岗位大多是由一些项目经验丰富，但又觉得出差太累，不愿再到处跑的承揽承做岗上的人转岗而来的。

这些原因也导致质控岗的外部转行路径有很大不同，级别低的大多是跳到其他券商或者金融机构，转去做承揽承做；而级别高的，因为本身大多是承揽承做出身，所以更多是换一家新公司，或者牵头组建新的质控条线，或者干脆不再做投行，转去做投资之类的工作。

以上就是针对投行部门里不同岗位晋升以及转岗的详细介绍。大家应该如何选择适合自己的岗位，我觉得要从两方面考虑。一方面，要考虑自己的能力水平。因为在投行部门里，一般越吃香的岗位，对个人的能力要求就越高，所以一定要量力而行。如果现在的能力如果达不到承揽承做的要求，那么可以先去尝试应聘质控岗，未来再寻找内部或外部转岗的机会，这是一种很常见的、退而求其次的选择。另一方面，要根据每个岗位未来的发展路径，选择一个自己想要达到的目标。最后，在综合考虑自己的能力和目标后，所得出的那个最适合自己的岗位，才是你们应该去选择的。

当大家对公司、细分行业和岗位分工分别做出自己的选择之后，那么无论你做的是何种选择，接下来都会遇到一个共同的问题，那便是投行“新人的困境”。

新人的困境

一般来说，入职投行的新人可以分为两种。第一种来自校园招聘，这些人在正式入职前已经在投行实习过一段时间，对这个行业的基本工作内容有初步的了解。在目前投行应聘竞争比较激烈的环境下，入职前必须经过实习这种情况是比较常见的。

如果大家是这种情况，那么在入职前，一定要在心态上做好准备。因为在入职后，你们就会发现自己跟投行的老员工，无论是在收入上，还是在生活条件上，甚至在日常谈论的话题上，都会有着很大的不同。

为什么要这样说呢？因为在刚工作的几年里你们拿的是固定工资，有的券商可能每年都会涨薪，但即便是涨薪幅度最高的那几家，给大家的固定薪水也赶不上各位日渐提高的消费水平，所以很多年轻人基本上都是月光族。至于年终奖，新人可能连老员工的零头都拿不到，这是一个很现实的情况。

此外，投行新人们经常出差在外，飞行次数多了，很快就能拿到航空公司的金卡，但到了贵宾室就会发现，无非就是能喝点水，再吃碗热汤面。有些小型机场的贵宾室，能吃上泡面就不错了。大家出去见客户的时候可能会收到各种上市公司高管的名片，然而慢慢就会发现，无论见过多少次，人家虽然很有礼貌，但却总是记不住你的名字。

为什么会出现这种情况呢？就是因为投行新人们刚入职时获得的一切，无论是频繁出差换来的航空公司VIP（贵宾）卡，还是下榻在全国各地的高级酒店，甚至他人口中的各种尊称，都是公司或者这个职业带来的幻觉，跟自己的能力其实没有太大关系，这些幻觉很容易让人洋洋自得。所以，我在这里奉劝大家，入职后一定要对自己有清醒的认识，

慢慢积累，慢慢学习。

第二种入职投行的新人，是指那些在进投行之前，对投行的实务工作接触不多，了解也不多的人。这些人主要来自社会招聘，也有一小部分是通过校园招聘直接入行的。

那么，对于这一类新人，特别是通过校招直接进来的应届生，除了要在心态上做好准备之外，还要提前储备一些投行的专业知识。比如业余时间可以看看注册会计师考试中会计和审计这两科的参考工具书，对基本的财务知识有所了解。或者到证监会、发改委等监管机构的网站上看看行业相关的法律法规，特别是最新的行业指导意见，对基本的业务要求有一个初步的认识。再比如在业务上，做股权业务的可以去网上找几个最新的招股说明书读一读，做债权业务的可以看看最新的募集说明书，包括一些项目的监管反馈和反馈回复文件等。这样，你们就能对未来投行工作中可能接触到的专业知识，提前做到心里有数。

然而，就算大家能做好这些知识准备，当面对具体的工作安排时，可能还是会发现不知道如何开展这项工作。

不要着急，刚开始不知道如何开展工作很正常，当我刚接触投行工作时，同样也感觉无从下手。真实原因是，无论我们做的准备有多充分，当我们面对实务工作时，都很难将自己的知识和具体的实务结合到一起。其中最重要的一点是，我们还没有明确自己需要构建怎样的核心知识体系，更不用说运用到实务当中了。

投行人的核心知识体系

投行从业者需要掌握的核心知识，无非包含三大部分：一是金融知识，二是财务知识，三是法律知识。如果大家不相信，可以去看任何一个投行产品，你们会发现，它们都可以而且只能被拆解成金融、财务、法律三方面的内容。

就像企业债项目，如果你接触过购买企业债的投资机构，就会发现这些机构的投资经理，在前期想要了解某个企业债项目时，一般只会看申报材料中的三份文件：审计报告、评级报告、募集说明书。其中，审计报告不用多解释，里面几乎全部是有关财务的内容。评级报告中有一些金融和财务方面内容的交叉，比如对发行人的营收、财务的现状和未来状况做分析，并按照自身的评级模型给以合适的级别等。募集说明书里的内容最繁杂，但仍可以进行明确的归类，比如有关发行人的历史沿革、股权关系等内容属于法律范畴，因为投资者要依此判断相关流程是否合法合规，有关财务分析的内容属于财务范畴，有关债券要素、本期偿付安排等内容属于金融范畴。总之，所有的内容都不会超出金融、财务、法律这三大范畴。

看起来很简单，但大家应该清楚，想要真正完全掌握这三方面的内容，哪怕是在某一个方面做到精通都很难。但至少我们要先了解清楚自己所能掌握的程度，比如对于投行这个行业来说，我们就可以用三种不容易考出来的证书，去衡量自己对这三方面内容的掌握程度。

其中，是否掌握投行相关的金融知识，可以用能否通过保荐代表人考试来作为判断依据。虽然在保代考试中会涉及不少财务知识和法律知识，但该考试主要还是考察大家对投行相关金融业务知识理解。至于其他两个考试，考察财务知识的是注册会计师考试，考察法律知识的是法律职业资格考试。

这三类考试分别考察了投行要求的核心理论知识，大家的考试成绩也能直观地代表各位对每块内容的理论知识都掌握到了什么程度，以及具体差距在哪里。

如何构建知识体系

即便熟练掌握了这三类知识，或许还会有不知从何下手的困惑，其实说到底，还是因为考证只能检验理论知识，但在实际工作的时候，从

来都是单一、零碎地接收和处理信息的，这就需要将所掌握的理论知识与现有实务工作有效结合起来。简单来说，即便对金融、财务、法律这三方面的理论知识都了解，但在投行工作中遇到了相关实务，如果没有实践经验，也没有老同事的指点，就很难将理论与实践联系起来。就像上文所提的企业债项目的例子，也许你知道募集说明书中主营业务的章节里都包括哪些内容，客户会告诉你他们主营业务的相关情况，你也会去客户的现场做相关的尽职调查，但把客户讲述的内容、尽调的情况准确地转变为投行语言反映在募集说明书中，是空有理论知识的从业者们无法实现的。

如何解决这个问题呢？在基本掌握三部分知识之后，一定要尽快学会建立一个适合自己的、能将知识和实务结合到一起的体系。比如，每一种业务是怎样开始的？经历了哪些过程？最后做到什么程度业务才算结束？在不同的阶段，需要用到的知识都有哪些？政策更新对业务有什么影响？需要掌握哪些新的知识？在自己的脑海里，要对这些问题有清晰的认识，不是说看一点项目材料，学一个业务模式就够了，而是要把所有的专业知识都装到体系中去，这样才算是掌握了三个核心知识模块。

大家要明确，在打造投行专业知识体系的过程中，“弯道超车”是一个伪命题。打造知识体系不仅是一个长期的积累过程，也需要大家在实务工作中不断修正自己的知识体系。

比如在学习法规、招股说明书和募集说明书的时候，如果不去结合实务进行思考，你们会发现自己其实很难理解法规上各项条款的含义，也很难搞清楚为什么同一件事情，不同的招股说明书用了不同的表达方式。这种理解和领悟能力是在做项目的过程中逐渐培养出来的，而不是坐在电脑前绞尽脑汁琢磨出来的。

只有做的项目多了，遇到的问题多了，对专业的理解能力才能得到提升，也只有将理论和实践结合起来，才能逐渐丰富投行的知识体系。这个逐渐丰富的过程同样也是专业知识积累的过程。

精进两步走：搜集信息，解决问题

建立知识体系的目的，就是将理论与实践结合起来。那么应该如何结合呢？具体可以分解为两个步骤：一是搜集信息，二是解决问题。

搜集信息：别告诉我你只会用百度

咱们先说第一步：搜集信息。“别告诉我你只会用百度。”不要误会，运用百度等搜索引擎并不丢人，但是如果你在工作中遇到了需要了解的问题却只会使用百度搜索引擎，确实就有些不专业了。

那么，投行从业人员用于搜集信息的渠道一般有哪些？如果按照专业等级由低到高进行排序，可以分为三类。

基础渠道

第一类是最基础的，属于刚接触这个工作就应该掌握的渠道，主要是指那些我们在工作中需要经常用到的网站或者软件。

第一个是国家企业信用信息公示系统，网址是<http://www.gsxt.gov.cn/>。这个系统的主办单位是国家市场监督管理总局，它一般能提供哪些信息呢？当我们要了解一家企业的基本情况，比如股东信息、是否有过行政处罚、是否被列入违法失信企业名单时，这个网站可以为我们提供最权威的信息。国内几乎所有投行的质控或风控岗位，包括某些投行业务的监管审核岗位，在审核投行项目的时候，均会要求投行项目组在这个网站上对发行人的负面信息做一个尽职调查。

所以，对投行从业人员来说，经常会用到这个网站。

第二个是同花顺、大智慧、Wind等信息软件。这些软件主要提供上市公司、已公开发行过债券的企业等相关主体的信息，特别是帮助我们把握上市公司的整体经营情况。比如上市公司的股价情况、财务信息和财务指标情况，以及年报和公告情况，特别是重大负面事项的信息等。在我们需要为上市公司提供并购重组、再融资等投行业务时，这些信息不仅需要搜集整理并在尽调中一一去核实，也需要披露在项目申报材料里。

在使用这些软件时，大家一定要注意一个问题，就是有一些软件，包括这些软件的付费版，在财务数据或者财务指标上，有时候会出现错误，每一个软件都可能会出现这种情况。所以大家在使用软件时，一定记得多进行交叉复核，特别是财务数据和财务指标等内容，千万不能掉以轻心。如果未经复核，就在项目申报材料中披露了错误数据，你是不能用软件中的数据有错误这种借口去解释的，这完全属于投行从业人员尽职调查的失职，有很大可能是会被监管机构处罚的。

第三个主要是做债权业务常用的信息获取渠道，当然，做股权业务偶尔也会用到。

一是中国债券信息网，网址是<http://www.chinabond.com.cn/>，这是中央国债登记结算有限责任公司的网站，主要用来了解发行人的企业债发行情况，以及下载相关的披露文件；二是中国货币网，网址是<http://www.chinamoney.com.cn/>，这是由中国外汇交易中心暨全国银行间同业拆借中心主办的网站，用于了解发行人在银行间市场的中票、短融等产品的发行情况，以及下载相关的披露文件；三是上海证券交易所、深圳证券交易所的官方网站，除了可以用来了解发行人在交易所市场的公司债、ABS等产品的发行情况，以及下载相关的披露文件。此外，在如今监管政策变化的形势下，我们还需要重点关注这两个网站披露的债券审核信息，特别是对具体债券项目的反馈意见，以及同行对该反馈意见是如何回复的，以保持对业务审核尺度的敏感性。

除了以上这三条途径外，我们平时还会用到其他一些网站，比如证监会、国家发改委等监管机构的网站，主要用来了解监管政策的变动。以上便是了解信息的基础渠道。

同业朋友圈

至于第二类渠道，可能只有在投行工作过一段时间的人才能接触到，或者说，只有身处其中才有机会用得上这些渠道。简单来说，这个渠道就是同业朋友圈。

主要是因为在投行这个行业里，并不是所有项目的信息都会被公开披露出来，除了非公开发行的项目，还有一些创新的业务是不会被披露的，大家在网上也搜不到相关的材料。那么，当我们承揽了类似项目，又不清楚具体怎么执行，想找成功案例学习，或者想跟有经验的同行交流时，就只能靠个人在行业里结识的同业朋友，私下去联系了。投行从业人员有很多，想找某一个具体的人，看起来像是大海捞针，但等你们进入这个行业后就会明白，投行同业圈子是很小的，即便自己不认识材料的撰写人或者项目执行人，但靠着同业朋友托同业朋友，最终总能找到与这个项目有关的同行。

所以这就要求我们，作为投行从业人员，不要把同行当作竞争对手，而是要多交朋友。时间久了你会发现，也许在某个项目上互相竞争的同行，不久之后就突然变成了同事。在共同的行业里，在不涉及泄密的前提下，大家互相帮助，才能各自走得更长远，这也是需要大家去领悟的一个职场生存法则。

监管部门的指导

最后，第三类渠道是监管部门的指导。这个渠道其实不像业外人想象的那么神秘，好像监管就只会给项目挑毛病或者寻找从业人员不尽责的行为，业内的朋友应该都明白，在被监管方和监管方之间，相互的沟

通还是很开放的。

比如像上交所、深交所、交易商协会这些对资本市场业务进行实务审核的监管机构，都会主动组建业务交流微信群，审核人员与从业人员可以直接进行业务方面的探讨交流，有些创新型的业务就是这样探讨出来的。特别是业务指导大多以文件形式发放，个人理解往往会有偏差，所以如果从业人员对一些业务操作有疑惑，就可以在群里与审核员进行直接沟通。如果问题比较复杂，一两句话说不清楚，还可以给审核人员发邮件具体汇报，包括可以直接进行电话沟通等，有很多方式。而这些直接与监管方进行的沟通，比较有权威性，也比同行间的交流更容易获得准确答案。

针对上述几个渠道，我设计了一个具体案例，以帮助大家更好理解。咱们还是用前文的实习生牛星河做例子。假如他在经过一段长期实习后，最终加入了该投行部门，那么在他正式入职后遇到的各种项目问题，都需要他独自想办法解决。比如最近监管部门出台了一个新业务的指导文件，该投行部门研究后觉得有过往上市客户比较适合这个产品，便安排牛星河撰写项目建议书去推介这个新业务。

牛星河领到任务后的第一件事，便是打开公司统一使用的项目建议书模板，接着到监管机构官网上找出最近出台的新业务指导文件，把文件中该业务对发行人的要求，复制粘贴到建议书模板中的合适位置。然后，他打开某个信息软件，查找出该上市公司最新披露出来的财务数据，针对新业务对发行人的财务要求一一进行核对，并将核对结果写到建议书中。在核对财务要求的过程中，他发现指导文件中没有明确部分财务数据的计算方式，便打开监管机构披露该产品的链接，查找是否已经有了发行记录。最终，他查到已经有另外一家券商报了一单新业务至监管机构，目前正在接受审核，只是尚未通过，而参与该业务的评级机构正是本部门多次合作过的机构，他开始联系之前有过项目合作的该评级机构的朋友，进行具体咨询。可惜这位评级机构的朋友也不太清楚该业务的具体情况，就转身介绍了公司内直接参与该项目的同事。经过与

评级公司项目执行人员的讨论，牛星河的一些疑问得到了解决，但仍有一些问题未能讨论出明确结果，他便将这些问题以及讨论结果汇报给了另一位资深员工。该资深员工项目经验丰富，负责部门内多数项目的申报沟通工作，也加入了监管机构审核人员组建的微信沟通群。于是，该资深员工在向牛星河详细了解问题的来龙去脉后，整理出所有的未决问题，直接发至微信沟通群里，没一会儿，便得到了监管审核人员的详细解答。最终，牛星河根据这些解答，顺利完成了项目建议书的相关内容。

解决问题：投行工作的本质

介绍完搜集信息的渠道，接下来我们来聊一聊将理论与实践结合的第二个步骤——解决问题。

投行工作做久了，很多人就会发现这个职业并没有那么“躺着挣钱”。即便升到了投行部门的领导岗位，手下带了很多精兵强将，也会发现自己仍然摆脱不了“救火队长”的身份，甚至就算分管投行业务的副总裁、总裁等高管，都会遇到这种现实情况。那么出现这种情况的原因是什么？

原因在于，投行工作本质上就是一份需要不断去解决的问题的工作。从事投行工作的朋友可以好好地回忆一下，从自己刚入行到现在，做过的所有工作中，小到初步接触客户时写的业务建议书，大到将融资业务执行落地，本质上可以说都是由一个又一个需要解决的问题组成的。

而投行新人在刚入行时无法将知识和实务结合起来，在很大程度上就是因为其在短期内无法熟练掌握知识和实务结合的第二个步骤——解决问题。

之前说到理论与实践结合的第一步是搜集信息，其实投行新人们在投行老同事的帮助和指导下，在不断接触投行实务的过程中，很快就能

熟悉各种信息的搜集渠道。因为投行的信息搜集其实没什么技术含量，就看你能掌握哪些获取信息的渠道，即便刚开始不熟悉这些渠道，做的工作多了自然也就熟了。但第二个步骤——解决问题，在很大程度上是要靠我们自己去主动思考的，从而形成自己的解决思路。

具体的解决思路，可以用“一个核心，两个基本点”来概括。

一个核心：理顺逻辑

首先，一个核心指的是要理顺逻辑。

国内很多高校都把金融学划分为文科专业，这个划分没有问题。也许很多年轻人看到这几年金融行业里出现了量化、区块链等火热的细分领域，就觉得金融是一个对数学要求很高的行业，应该被划分为理科专业。其实不是的，国内大部分金融细分行业是用不着进行复杂计算的，包括投行这个行业，用得着数学的地方，也许只有在看财务数据的时候。

但是，投行作为金融行业的一个细分领域，在解决工作问题的时候，最重要的一个核心是，要理顺问题的逻辑。“理顺逻辑”这个词听起来似乎有点不好理解，那么再给大家换一种说法，你们听起来可能就会觉得更清晰了。理顺逻辑，其实就是搞清楚真正的因果关系。

比如前文所举的牛星河撰写新业务项目建议书例子。虽然这份工作是部门领导或者其他同事安排给牛星河去做的，而且他做完项目建议书后，也要将其发送给同事或者领导去审核，但这份项目建议书并不是给同事或者领导做的，而是写给最终要接收这份建议书的客户的，所以他做这份工作的时候，就要把自己带入客户的视角，以客户能看明白并从中感受到部门专业实力为目的，去想清楚为什么要做以及如何做好这份建议书，而不是说只做出一个领导或者同事觉得满意的建议书。投行的任何工作都需要这样去思考，才算是真正理顺逻辑。

不过，这看起来虽然简单，有多少人能真正长期坚持呢？搞清楚问

题真正的因果关系也是一样，大家都知道这是应该去做的，但有多少人在面对问题的时候，真正能沉下心去，细细琢磨问题的来龙去脉呢？如今这个社会，很多人的心思都放在琢磨自己升职加薪的事情上了，而面对工作的时候，却很不愿意花时间和精力真正去思考这个问题为什么会出现、如何解决，以及真正的解决办法是什么。面对问题的时候，其实只要你能理顺这三个逻辑，就掌握了解决问题的核心，至于解决问题的具体表现形式，那就要说到接下来的两个基本点了。

两个基本点：探索分析方法与建立解决方案

探索分析方法

什么叫探索分析方法？就是在解决问题的过程中，首先要不断去探索、试验，找出最合适的方法，然后再把这个最合适的方法归纳总结成自己的一个方法论，以后再次遇到类似问题的时候，就可以根据具体问题，对方法论进行调整后直接运用。

不断运用和更新方法论，不仅能越用越娴熟，提高自己的工作效率，还能不断加深自己对专业的理解能力，提高专业水平。

就像前文牛星河的例子，如果领导安排你给客户做一个融资产品建议书，这个产品是新推出的，你也是刚听说，怎么办呢？行外的朋友可能会觉得这个例子很幼稚，但你们不了解这就是投行业内经常会发生的一个非常现实的情况。

很多时候，在向客户推介新业务之前，我们确实也没有具体操作过。但是，没有具体操作不代表我们就做不了。投行的专业性也恰恰体现在这一点，那就是对投行从业人员来说，都不应该出现在专业上解决不了的问题，否则就是自己的业务能力有问题。

不过，投行新人在面对新业务的时候，如果不熟悉解决办法，可能就会一头雾水了。前文虽然已经介绍了具体的实施步骤，但在具体实施之前，我们首先应该分析以下问题：这个产品到底是什么属性，是属于

股权范畴还是债权范畴？在这个具体范畴里，又脱胎于哪个产品？如果是全新的产品，是根据什么政策生产出来的？是为了解决哪一类融资问题？

弄清楚这些问题之后，再去寻找可以提供参考建议的相关材料和法规，并根据新业务的特点进行调整。完成这一整套步骤后，自然就能找到解决问题的思路。但找到之后怎么落地呢？那就要说到第二个基本点了，形成解决方案。

形成解决方案

我一直认为，在投行的初级职场，无论是向领导汇报工作结果，还是向客户推介业务，最终能拿得出手，而且不会让对方觉得你不专业的，只能是一套解决方案。

投行的工作结果，其实只有两种表现形式，一是把方案拿出来，二是把问题解决了。但这两种表现形式是有优先顺序的，如果你的职级较低，工作结果主要通过第一种形式表现，只有职级不断上升，你的工作结果才越来越会通过第二种形式表现。

所以，投行新人在入行的时候，要先学会把解决问题的思路以方案的形式表现出来。就像上面举的例子，你对新产品建议书这个问题的解决思路，无论有多具体，如果不能形成一个方案发给客户，并通过这个方案让客户对该业务产生兴趣，那么你的工作就不能算是完成了。

至于具体方案如何撰写，前文的例子已经给大家介绍了，可以说每一家券商都有自己的业务建议书模板，这个模板是你们首先必须要熟练掌握的，然后再根据业务的具体情况更新模板里相应的内容。但要特别给大家说明的是，很多券商的业务建议书模板也挺粗糙的，这就更需要你们多站在方案实际接收方的角度，仔细考虑他们的需求，对方案进行修改和完善。

以上所说的内容，如果大家能够完全吸收，并照此训练自己，那么必定能成为一名合格的投行初级承做人员。什么叫初级，就是领导给你

安排的工作，你能完成。但如果你想晋升成为可以独立负责项目的高级承做人员，那就需要好好了解如何推进一个投行项目。

核心能力：推进项目

本书前文已经向大家介绍过，在投行做一级市场的前台业务人员，主要分为承揽岗和承做岗。一般来说，大部分投行从业人员，都是从承做岗一步步转向承揽岗的。从承做转变到承揽，可以说是投行从业人员在职业发展过程中的一次质变。

但在出现这个大的质变之前，承做岗位的职业发展过程中其实还有一个小的质变，就是从能够配合团队完成承做任务，到能够带领团队完成承做任务。本书这一节的主要内容，就是要跟大家聊一聊，在承做的职业发展道路上，如何实现这个小的质变。

在我眼里，一名普通的投行承做人员，需要不断进步，直到具备综合能力之后，才能成长为一名合格的项目负责人。

这里所说的需要具备的综合能力，往细了说包括很多，比如项目方案的技术设计、内部工作的合理分配、其他中介机构的互助协作，以及与发行人和监管机构的汇报沟通等。

但其中最核心、最重要的，也是大家必须去掌握的一个能力，就是推进项目的能力。我在这个行业里有不少同业朋友，现在大多都在负责承揽业务，其中比较优秀的个人，当年做承做岗的时候，也都是优秀的项目负责人。而根据我的观察，这些优秀的朋友虽然在担任项目负责人时各自有着不同的优势，但也有一个共同的特点，那就是都具备推进项目的核心能力。

为什么这些优秀的从业者都会具备这个核心能力呢？因为投行这个行业永远是跟随监管政策发展的。

投行的融资业务，周期是比较长的。比如一单债券业务，几个月能

做完就已经算时间短的了。像IPO这种股权业务，即使现在已经提速，普通一单至少也要做上一两年才能完成，“独角兽”项目这种特殊情况除外。所以说，投行项目负责人在负责某单业务的过程中，经常会遇到很多突发的政策变化。那么，遇到政策变化怎么办？这就需要从业者能够迎着变化，继续去推动项目。

此外，在任何国家的资本市场之内，几乎都没有十全十美的项目。大家观察一下就能发现，任何一个项目，多多少少都会有点瑕疵。任何一个投行从业者，都不会说自己从来没有碰过毫无瑕疵的项目，这一点是肯定的。

在投行从业人员的眼里，究竟什么项目能被称为优质项目？所谓优质投行项目，其实并不是说它完美无瑕，而是指瑕不掩瑜。举一个很简单的例子，某个债券项目发行人的评级达不到监管要求的发债标准，这是不是瑕疵？发行人达不到任何一个监管要求，都可以说是重大瑕疵了。但如果发行人手里有足够的可抵押土地资产作为反担保物，那么你就可以想办法找一家专业担保公司来为本次债券做担保，去解决这个瑕疵。

所以说，作为投行项目的负责人，遇到了政策变动和项目瑕疵，不能撂下一句“做不了”扭头就走，也不能只做个传话筒，直接把问题甩给领导。作为项目负责人，要有解决问题的能力 and 动力，去继续推动项目的实施，也只有这样，才能体现出从业者作为项目负责人的价值。

那么，该如何培养这种推进项目的能力呢？从整个培养过程来看，可以简单地概括为量变和质变两个步骤。

量变：不断积累

第一个步骤是量变。

量变是没有任何捷径可以走的。量变的过程，就是大家遇到问题后

解决问题的过程。这一系列遇到问题和解决问题的过程，是新人们在投行工作的前几年里一定都会经历的过程，不是通过看书和考证可以代替的，而且谁也没有办法避开。

想要在投行这个行业里有所成长，一定要学会主动寻找问题，勇于面对问题。解决问题的过程，正是学习和成长的过程。我曾经在一篇有关投行的文章中说过这样一段话：“自己的不主动，其实就是懒散，因为工作中的每一个同事，包括领导，都没有主动去教你的义务。当然，善于培养下属的领导、善于为人处世的同事，他们也许会主动去教你，但大家不能因此要求别人必须主动关照你们。”

工作不像在学校里学习，会有老师专门来教。职场中的学习只能依靠自己的自觉和主动。这样，在机会来临的时候才不会慌了手脚。同样，这个量变积累的过程需要我们主动学习和体会。否则，哪怕你在这个行业里貌似经历了多年的量变过程，也永远无法到达下一个阶段。

比如在前面的例子中，牛星河被安排给客户写项目建议书，那么当他第一次被安排这类工作的时候，肯定不会像我在本书例子中描述的那样熟练，也许他不知道怎么查找政策文件，不清楚客户或者业务的信息应该从哪里获取等，在这个时候，他是可以去向资深的同事或者领导请教的，现实中请教后的结果会分成两种：第一种是这次的问题解决了，下一次换了一家新的客户或者要推介新的业务，同类的问题仍然无法自己解决，需要继续请教别人；第二种是掌握了解决问题的逻辑，再遇到同类问题，自己就能随机应变去解决。哪一种结果才能给你带来真正的成长，大家一目了然。而投行的每一个工作都能拆分成这种量化的积累过程，所以大家要重视起来，不可轻视每一个细微的工作。

质变：取决于人

第二个步骤是质变。

这一阶段相对量变来说，就有点特殊了。质变的特殊之处在于，它所耗费的时间长短与每个人理解能力的高低有很大关系。就像本书，虽然每个人看到的内容都是一样的，但每个人所能理解的程度，却不可能完全一样。

比如有的人可能觉得我这本书写得还可以，也可能会有人觉得这本书什么干货都没讲。同样，在投行这个行业里，有的人短短几年就能升到项目负责人的位置，也有的人可能在行业里待了很多年，仍无法胜任这个职位。大家在行业里能够看到很多现实中的例子，因为项目负责人并不是一个简单的投行职位，而是代表一种责任，只有能推动项目整体前进的人才能承担，并不是说年龄和资历到了，就会让你去做某个项目的负责人。所以在现实中，行业里能看到一些项目负责人比下属年轻，或者资历更浅。

虽说理解能力的不同会导致实现质变所用的时间长短不一，但在这里可以给大家提两个具体的建议，以帮助你们更好地理解 and 体会质变过程。

第一，在推进项目的过程中，要抓住关键驱动因素。就像上文说过的，投行从业人员在解决问题的时候，要抓住一个核心和两个基本点。

在项目推进的具体过程中，理顺逻辑的实际目的，其实就是要抓住关键驱动因素。就像前文例子中的牛星河所经历的撰写不同项目建议书的量变过程，他每一次都会遇到各种新的问题，但当他理顺逻辑后，会明白每一份项目建议书，都是写给最终接收这份建议书的客户的，那么写这份项目建议书的关键驱动要素，就是要展示出他们提供的服务，是可以满足目标客户目前的具体需求的。所以牛星河只要不断的量化训练过程中，掌握撰写项目书的关键驱动要素是什么，就代表他开启了质变的过程。另外，很多人都说工作时一定要专心，一次只做一件事。这话虽然没错，但也要考虑不同行业的特点。投行就有一个行业特点，闲的时候特别闲，忙的时候项目又都挤到了一起。现实中的“牛星河”肯定不会在同一时期只被分配到撰写一份项目建议书的工作，他很可能同时

还要处理其他投行项目的尽调底稿梳理工作、申报材料撰写工作、第二天拜访客户前的材料准备工作等。所以一次只做一件事虽然没错，但每件事都不会给投行从业者太多的处理时间，因此这些项目需要同时推动，要求你能在短时间内处理每一件事，去推动每一个项目都向前走。那么在推动每一项工作的过程中，我们就要不断训练自己，去迅速抓住每项工作的关键驱动因素，并且不受其他细枝末节的影响。

至于在抓住关键驱动因素后，接下来具体该怎么处理呢？这就要说到第二个建议了，那就是我们在推进项目的过程中要学会分配任务。

首先，作为投行从业人员，大家心里要有一个概念，就是投行只是资本市场的一个中介。投行在一个项目上所能起到的最大作用，就是去协调发行人，与其他中介机构、监管机构，包括与自己内部相关部门的对接沟通。而投行针对发行人所做的尽职调查、整改辅导，包括编辑汇总申报材料等工作，最终目的都是要将发行人的实际情况完整、合适地展现在资本市场上。

所以，面对项目推进过程中出现的任何问题，投行扮演的都只是一个牵头解决问题的角色。而我们要学会把甲提出的问题交给更专业的乙去解决，而不是甲乙丙丁提出的所有问题，都由自己来解决。老话说得好，闻道有先后，术业有专攻。审计应该负责的工作，我们就交给审计，律师应该负责的工作，我们就交给律师。投行作为牵头人的主要工作，就是在他们之间进行统筹。

而前文所提的撰写项目建议书例子，看起来只是投行内部的工作，不涉及外部中介机构，好像在此就不适用了，其实不然。比如投行的很多业务都是需要与审计机构、评级机构、律所等其他中介机构共同完成的，虽然其中大多数项目都是以投行为主，但也有不少项目对于其他中介机构会更重要一些，像是一单在市场上从未发行过的创新型ABS，各种条款的设计需要与监管不断交流沟通，那么律所的参与就会比较多，其对该项目能否成功所起的作用也更大。如果是这种类型的业务的项目建议书，只简单与其他中介机构交流是不够的，建议书中有关

其他中介机构的篇幅，就交给一起合作的其他中介来完成，这就涉及任务分配。

所以，在投行这个行业里，有很多年轻的从业者在工作上很努力，但事情一多，不仅频繁加班把自己搞得很疲惫，最后工作任务还完不成，受到领导的批评。出现这种情况，往往是因为你没有学会如何协调分配工作任务，一遇到项目上的问题，不是自己硬上，就是抛给领导。久而久之，不仅自己的工作永远做不完，而且解决问题的效果也并不好。所以，当大家自己足够努力，工作上却得不到好的效果时，一定要自我审查一下，是不是在方法和方式上搞错了方向。

相信大家只要掌握好这两个方法，再不断结合实务去训练自己，一定能很快进入质变这个阶段。等你们进入这个阶段后，掌握推动项目的能力，自然就会变成一件水到渠成的事情。

对于投行承做人员在专业工作解决思路上的问题，讲到这里就基本结束了。但专业工作只是投行工作的一部分，在投行这个由人组成的行业里，学会社交也许更重要。

软实力：学会社交

在开始投行领域的社交之前，要先跟大家聊两个投行人必须具备的软技能，这两个技能是社交的前提。

投行人应具备的软技能

具体来说，投行要求的软技能主要有两个：一是沟通和协调能力，二是对自己情绪的把控能力。

沟通和协调能力

为什么需要具备沟通和协调能力？前文已经给大家介绍过，投行的重要岗位基本上全是前台业务岗位。任何一个行业的前台岗位，都是需要经常与各方打交道的，特别是投行这个行业，即便在制作项目申报材料的过程中，大部分的工作精力主要还是用在与发行人、其他中介机构，以及公司内部和监管部门的沟通与协调上，因此，自然就需要我们具备良好的沟通和协调能力。

判断一个人的沟通和协调能力是否合格，主要看情商，这很难有一个量化的标准。我们也不可能找来一个优秀的参考对象，以为模仿对方的言行就能掌握好沟通和协调能力。以我自己的经验来看，从业至今，我在与同事、领导、客户的沟通上一直坚守真诚这个原则。但是在不同的职业阶段，与不同的对象进行交流的时候，沟通方式还是要根据双方的具体情况进行调整。就像各位在与自己的家人、普通朋友、好朋友分别交流的时候，也都会用到不同的沟通方式。运用不同的交流方式不代

表我们对他们就是不真诚的，这是两个不同的概念。如果说我们与任何人交流都用同一种方式，恐怕就不只是情商低的问题了。

咱们再以牛星河做项目建议书为例，他在工作过程中可能会涉及与普通同事、其他中介机构、部门领导的沟通，比如需要从平级同事那里获取建议书的模板，需要向中介机构请教业务信息，遇到了自己和其他同事都无法继续推进的问题时需要向部门领导汇报等。在与平级同事沟通时要不卑不亢，“不卑”是因为这是公事间的对接，“不亢”是因为即便是公事，也是因你的需求而起，沟通时需要把握好平衡。当你在向其他中介机构请教的时候，也要明白这只是你的公事，对方愿意为你解惑是对方的品行好，若不愿意为你解惑也是人之常情，这时“不卑不亢”的态度就要建立在“请教”之上了。最后，在向部门领导汇报问题的时候，也不能只是汇报为什么解决不了这个问题、为什么要领导帮助解决、领导要提供哪些帮助等，这些问题都要提前考虑清楚，如果一问三不知，那就说明你只考虑了自己，而没有换位思考领导想要了解的信息。

所以，真诚的态度是基础，但在交流的具体过程中，还要多站在对方的角度去看待和考虑问题。

情绪的把控能力

第二个软技能——对自己情绪的把控能力。就投行职业来说，我认为最需要大家去把控的情绪有两种，分别是激情过度和懈怠，投行工作的状态浮躁多半是受到这两种情绪的干扰。对于刚入行的年轻人，往往会因为被坊间夸大的行业情况洗脑而投入过多激情。人被激动情绪包围后，可能不会再考虑自己的长远职业规划。如果说在短时间内挣了笔“快钱”，那么很可能在你未来栽个大跟头之前，根本就察觉不到自己的路其实已经走歪了。

如何才能把控自己的负面情绪呢？

首先，我要很明确地告诉大家，在投行这个行业，大家要是想在短

时间内成功并没有那么容易。外在物质的刺激容易使自我膨胀，或者受到打击就自怨自艾。把控情绪的过程就像在高速路上开车一样，需要我们一点点不断地纠正。突然转向，情绪变化太快的话，是很容易翻车的。

所以，大家要时刻牢记一句话：无论周围的人如何，自己要始终保持一颗平常心。在投行这个行业里，在我们的周围，有很多一夜暴富的传奇，也有很多同行突然消失。我们很难知道某些人轻松工作的背后，究竟是靠自己还是其他关系。我们也很难知道，某些人年终拿到的巨额奖金，是来自家里的业务，还是替别人拿的收入。在投行成长的路上，去跟周围的任何人比较都不合适。只有学会跟过去的自己比较，才能体会到真正意义上的成长。我想，道路漫长，能够独行、内心有定力的路，才是最适合自己的。

刚从业的年轻人需要哪种社交

有很多年轻的朋友问过我这样一个问题：从事投行工作，是否有必要擅长社交？我知道，大家所问的这种社交并不是单纯为了交朋友，更多是想通过社交，建立起自己的职场人脉和社会关系，以及通过社交挖掘业务上的客户。你们有这种想法没有错，因为投行式社交，本质就是为了建立职场人脉和社会关系，从而挖掘业务上的客户。

但在我看来，对于刚工作没几年的年轻人来说，把这种社交由想法变为现实，即便会有效果，也是很小的，有时甚至会有相反的效果。因为在如今这个年代，投行应聘的竞争是比较激烈的，很多年轻人在大学读书期间就开始为进入投行做各种准备。所以能够进入投行的新人，很多都是校园象牙塔里顶尖的那群人，读书考证不在话下，但在社会阅历和情商方面，大部分应该都还属于正常水平。甚至有些年轻的朋友，读书时几乎把精力都放在考证上，为人处世的情商可能还达不到正常水平。

所以，如果工作还没几年，就抱着这种功利性的目的去社交，会很容易暴露出自己的水平不够。运气好的，可能也就是碰壁几次而已，比如满足投行融资条件的客户，门槛早就被投行从业人员踩烂了，刚入行的你搭上无数关系，最后连大门都进不去；运气差的，在面对不满足投行融资条件的皮包公司时，资深从业人员能一眼看透，从而纷纷绕坑而行，而刚入行的你可能会把别人当个宝，三言两语就被忽悠到前台，最终人家满载而归飞到海外小岛，你则落得个锒铛入狱的结局。

因此，当你们处在这个阶段时，更应该去做的是继续保持你们在校园里或者刚入行时的那种单纯和质朴，遵从自己的天性。年轻人就应该在行业里、在工作中正常交朋友，交往三观一致、可以信任的朋友，在大家尚且不必出于职业需要而委曲求全的时候，更应该好好珍惜这个阶段。未来也许有一天，在你们非常需要帮助的时候，这些朋友才能在关键时刻拉你们一把。

说到这里，可能有不少朋友都看过我在知乎上的一个回答，那个问题问的是如何评价感觉自己的工作毫无价值这种想法。我在回答的时候说，自己在刚入行的时候，就结交了一群比较热血的业内朋友。从业这么些年，我做过那么多项目，也服务过很多客户，但工作至今所结交到的最好的朋友，还是当年那群热血青年。我觉得，这也是工作的一种价值。

工作多年的投行人需要哪种社交

对于已经在投行工作多年的朋友，有必要主动去进行目的性比较强的社交吗？我可以肯定地告诉大家，一定有必要。主要有两方面的原因。

第一，在大家的工作甚至生活中，所有的社交活动都已经很难再像过去一样，可以单纯地交朋友。大家在社会中工作久了，面对陌生人的时候会主动设防。即便你没有其他目的，别人也有可能会对你设防。

我们在做投行业务时，共同推进某个项目的其他中介机构很可能是首次合作的机构，即便是曾经合作过的机构，被派到该项目的中介执行人员也可能是新人。投行项目在执行过程中会遇到各种问题，有的是发行人的不当行为造成的，有的源于券商的不当行为，也有不少问题出自其他中介机构。问题由谁造成是一码事，由谁来承担责任却是另一码事，现实中各方都会趋利避害，所以就经常发生冲突。没有此类问题出现的时候，各方的交流沟通看起来都很好，一旦出现这类问题，各方平时隐藏在背后的设防就开始显现了，这个时候就会陷入被动。

第二，在投行人的工作中本就需要这种社交，需要去维护已经形成的职场人脉和社会关系。你要知道，客户愿意把投行的业务机会给你，首先是要清楚你有处理好该业务的能力，特别是在与你从未有过业务合作的客户社交时，就更应该抱着聊业务的目的，展示自己的业务能力了。正如前文提到牛星河撰写项目建议书例子，项目建议书就是投行从业人员拜访客户时必备的材料，这份材料展示的便是投行人靠着自己的专业能力来争取业务机会。

投行是金融行业中的名利场，做什么事都要讲究方式方法。投行式社交也是一样。那么，对于已经在职场中浸淫了一段时间的投行人来说，究竟怎样做，才能被称为合适的投行式社交呢？

什么是合适的投行式社交

我觉得，能被称为合适的社交方式，一定要满足下面两个条件。

第一个条件是对等。这里所说的对等，并不是大家平常所说的等价，而是指投行式社交本身都是有所求的，并非只有一方有需求而另一方无所求。我们在进行社交的时候，无论面对的是同事、领导，还是行业里其他公司的同行，首先应该明确的是对自己真实水平的认知。俗话说：“当局者迷，旁观者清。”只不过，这里说的当局者指的是现在的你，而旁观者指的是未来的你。人在当下对自己的认知，往往不如未来

更成熟，而且很少有人能主动跳出自己的视角去看待自己。

我们大部分人都需要经过时间的洗礼，才能逐渐成熟。你到了什么阶段，就会有相应阶段的阅历，对自己的认知水平也就能到这个程度。再往后，随着阅历越来越丰富，自己也会越来越成熟，之后才能更加深刻地认识自己，甚至去读懂别人。

所以，针对自己真实水平认知不足的问题，我们在与同业进行社交的时候，就要特别注意培养自己两个方面的意识。首先，要多去感受身边同事的水平，特别是跟自己同一个职级的同事，这些同事就相当于我们的录音机、穿衣镜。通常情况下，他们的思想和行为跟我们是差不多的，而他们所犯的错误，也是我们最有可能疏忽的地方。所以，当我们看到周围的同事犯了错，不要老觉得是因为对方幼稚、年轻，如果事情发生在自己身上，可能也会犯同样的错误。因此遇到这种情况的时候，我们最应该做的是要引以为戒，而不是去幸灾乐祸。

比如撰写项目建议书的牛星河，如果你是与他同期入职的同事，因为正在忙别的工作，这个任务没分到你身上，但并不代表就跟你没有关系。如果最终牛星河的建议书写得不好，被领导开会批评，这就是你感受自己真实水平的机会。你们在同一时期入职同一部门，代表你们有着差不多的工作经验，和差不多的专业水平，他在撰写项目建议书中遇到的问题，大概率也是你会遇到的。

在观察他的同时，你自己也要主动思考，比如牛星河为什么会这样想和这样做，自己是不是也是这样想的，如果换成自己会不会做出同样的选择，等等。当你在复盘撰写项目建议书的工作时，还要站在牛星河和自己的角度上分别考虑，比如为什么牛星河会依据这个步骤来撰写，如果你来撰写是否会用同样的步骤，不同的步骤有什么区别，以及导致的结果更好还是更坏等。

其次，我们要多试着站在对方的角度去看待自己。有一些朋友在工作上不顺心，对未来不满意，觉得同事总跟他作对，领导也不爱理他。很多人会认为这种情况的发生是因为自己不会迎合同事和领导，其实根

本就不是这些复杂的原因。而是有时候，我们在沟通或者为人处事时，不会站在同事、领导的角度去看待自己。

举个例子来说，很多年轻的投行从业者遇到一个工作任务或一个问题的时候，只会埋头照着自己的思路去做。做出来的方案往往会被打回重做。一次或两次还好，如果这种情况一再发生，同事自然对你不认可，以后再有工作，上级也会先安排给其他人做。

很多实务工作不是埋头苦干就能达到目的的，要先站在对方的角度去思考，为什么要处理这个问题，为什么要完成这项工作，理解对方的目的和态度。特别是在同一件事上，你和对方的看法不一致的时候，当你觉得自己做得不错，而对方却觉得不行的时候。这些情况都是我们要特别留意去思考的，要多想一想为什么，而不是只站在自己的角度考虑问题，并轻易下结论。就像撰写项目建议书这项工作，如果你看了前文有关投行工作本质的内容，一定会明白“理顺逻辑”的重要性，会懂得站在客户的角度去思考和撰写建议书，也会明白给你安排这份工作的同事或领导，他们是怎么看待撰写建议书的。我想，只有通过这两方面意识的培养，尽可能对自己有一个清醒的认识，才会真正理解，在与同业进行社交时，对等原则的真正含义。

第二个条件是有效。所谓有效，一是指有效果，也就是这段社交最终要有一个结果；二是指有效率，是指这段社交的结果要尽快达成。

工作几年的人已经具备一定的社会阅历，现实中的你们会有很多需要别人帮忙的情况，也会有很多别人需要你们帮忙的情况。当别人来找你们帮忙时，凭借阅历，大概都能猜到他的目的。

但在现实中，我们往往会遇到两种情况。第一种情况是，双方明明都有需求，却总是顾左右而言他，或是浪费彼此的时间，在那里自说自话。这些人不会明确说出自己的需求，这是一种谈判策略，他们的想法是等对方主动提出需求，以便自己占据主动的地位。

而第二种情况是，在他们提出自己的需求之后，不会回应你的任何

需求，而是用对自己有利的话术去做空洞的解释，这就叫自说自话。他们的目的是想把你磨到没要求、没意见，以便自己能占到实际利益。

这种情况在投行实务中，往往会出现在与客户的交流里。比如你与审计机构就工作分配发生争执，最终你按捺不住，先向客户提出让步：“投行可以负责设计盈利预测模型，但因为增加了额外的工作量，所以需要增加收费。”那么很可能客户并不会答应你的要求，而是强调给投行的承销保荐费已经很高了，或者以设计盈利预测模型的工作并不复杂等为理由，就是不正面回应你的诉求，以达到不想额外支付费用的目的。

现实中这两类人有很多，但是并不可取。当我们在进行社交的时候，一定不要成为这两类人，不要把自己的目的或者需求，刻意向对方隐藏。不要幻想自己不主动提出需求，对方就察觉不出你的想法。否则，你最终会白白耗费自己的时间和精力。

所以，针对有效这个条件，我们在与同业、客户交流的时候，就要尽量避免两种无效的结果。在具体实现方式上，我建议大家学会倾听和引导。

在这里，要给大家介绍一个概念——“元认知”。简单地说，元认知指的是人们对自己的行为、认知以及思考过程，进行观察、感知和评价。这个概念可应用的地方非常广，大家在学习、工作时都能用到。但这里想给大家重点介绍的是如何把元认知运用到与同业的交流中，这也就是我们接下来要提到的，如何用元认知开启更有效的沟通。

如何用元认知开启更有效的沟通

对电话销售有研究的朋友，应该会知道各行各业的电话销售人员，特别是那些刚入行的销售人员，在打电话推销的时候，手里都有本话术指引手册，可供随时翻阅。当他们在同对方进行对话时，会根据这本话

术指引手册，将对方抛出来的任何话题，都框定在完成销售这个目标范围内。

大家也许会觉得，打个电话还需要用话术套路，是一件挺低级的事。没错，看起来确实有点低级，但这些套路却非常有效，几乎所有需要靠电话营销的行业和机构，都会有这么一本话术指引手册，包括大家这些年看到的很多电话诈骗、网络诈骗等案件，它们大多靠的也是一种话术套路。

但很多年轻的朋友，包括年轻时的我，在与人沟通时，是达不到这个话术套路水平的。说到这里，我们以电影《华尔街之狼》为例。电影中的男主角，在向自己刚组建的杂牌销售团队展示如何进行销售时，他就是一边向团队介绍如何去推销，一边用电话销售的实际案例做解释的。

如果大家仔细回忆这部电影，会发现男主角就是一边沟通，一边见招拆招，但始终将话题圈在完成自己销售目的的范围内。而他的这个表现，就是高级销售人员的技能——善于倾听和引导，这也正是我们在平时与同业、客户社交的时候，为了保证有效这个条件，需要去努力达到的目标。当然，要跟大家说清楚，《华尔街之狼》这部电影中夸张的销售方式，在现实中是不可取的。

至于如何实现更高级的倾听和引导，就需要我们通过“元认知”这种方式，即在与人进行社交的过程中，要让自己随时保持抽离状态，去观察和感知自己是否倾听了对方的真实诉求，因为很多时候，对方所说的话并不是表面的意思。这就要求我们不能只顾着听，还要在内心对其表述进行评价，以便尽量在短时间内理解对方的真实意图。只有理解了对方的真实意图，才代表你实现了倾听。而在倾听之后，如果意识到对方所引入的话题已经偏离了本次社交的目的，那么我们就需要根据新的社交环境，引导对方再回到这个话题上来。

我们还是用电影《华尔街之狼》为例。影片中当男主角在电话里向客户提出：“如果现在不买，等《华尔街日报》将消息刊登后，就为时

已晚了。”客户则回复说：“不好意思，我要跟自己的老婆商量一下。”客户表现出了犹豫的态度，这句话在很大程度上就是拒绝的意思。但男主角对客户的回复判断很准确，他向自己的员工解释说：“他们不愿意买的原因，就是并不信任你。”这种对真实意图的判断，其实就是倾听的作用。

同样，在倾听之后，男主角教会其他同事在遇到这种情况时，应该做出怎样的回应——引导对方，将已经偏离销售目的的谈话重新拉回来。电影中关于这个情节的具体内容，在这里就不多展开了，大家有时间可以看一下这部电影。我们再来看一下在投行工作的实际交流中，具体应该如何运用。还是以前文提到的故事为例。

当与审计机构讨论“设计盈利预测模型”的工作归属时，不要与对方口中的各种应该投行负责的理由去争论，而是要“倾听”其话语背后究竟是否有意愿接这份工作，如果对方其实是愿意接的，那么就要“引导”对方去和客户谈收费，而不是继续争论究竟应该由谁来做；如果对方无论如何都不愿意接，那么就要“引导”对方向客户表明态度，去创造出一个只剩下自己可以做的环境，方便下一步与客户谈收费。

当与客户商谈“因为要负责设计盈利预测模型，增加的工作量还需要额外收费”时，需要先“倾听”客户各种不接受理由的真实原因，如果只是因为对价格不满意，那么就要“引导”客户理解新增工作量的繁重确实值得开出的价码；如果客户确实一分钱都不愿意出，那么就要“引导”客户去明白这份工作的必要性，以及除了投行，其他机构都不会去负责的现状。

总之，大家可以通过这部分内容去仔细体会，在与人进行交流的过程中，如何通过元认知实现倾听和引导这两个步骤，然后再运用到投行的实务工作中。

拓展客户：如何与客户打交道

作为一名投行从业人员，无论负责承揽、承做，还是从事中后台辅助岗位，在工作中总是要面对客户的。特别是作为前台的承揽承做岗，可能大部分的工作时间，需要面对的都是客户。

当我们面对客户时，无论对方是老客户还是新客户，与他们进行社交，本质上都是为了拓展新业务。所以，在与客户打交道这个话题上，我们首先要明确的问题就是，你的客户是谁？

即便大家不是经济学专业出身，或许也听说过“帕累托最优法则”。提出这个著名定律的意大利经济学家帕累托，在分析19世纪英格兰地区财富与收入的分配模式后，发现在抽样调查的对象里，少数人占有了大部分的收入和财富，大约80%的财富掌握在20%的人手里，于是提出了80/20法则，该法则也被称为帕累托法则，我们习惯称之为“二八定律”。

投行从业人员在选择客户上，“二八定律”就有一定的适用性。但请大家注意，是有一定的适用性，而不是全盘照搬。至于为什么要这样说，那就需要跟大家聊一聊投行业的标杆——高盛，在甄选客户方面是如何随机应变的了。

“你的客户是谁”：高盛进军投行业务的经典案例

高盛这家国际顶尖投行，刚起家时其实做的是小贷业务，就像几年前国内遍地开花的小贷公司一样，主要是为个人和小企业放贷。当时高盛主要做两种业务：一种是直接放贷；另一种是从企业那里收商业票据，进行再流转，从中收取手续费。

所以，当高盛想要真正进军投行业务时，根本就挤不进主流圈子，那时已经垄断美国市场的投行承销团，比如摩根大通，甚至直接发出警告，绝不让高盛这种后起公司染指一单投行业务。面对这种尴尬的局面，二八定律可能就不适用于高盛了，因为行业里前20%的客户，正被垄断市场的投行承销团所掌控。

换作你，会接受对手的警告吗？不接受很正常，当年的高盛也没有接受，它抢到了一单投行业务，为美国中西部铁路公司发行1 000万美元的债券，结果最后因为市场突变，来不及处理，不但没拿到承销费，还额外损失了一大笔钱。也正因此，高盛在客户选择方面采取了一项创新的举措，而这一在历史关键时期的创新举措，也正是高盛能有如今行业地位的一个重要原因。

另辟蹊径：开展工业融资

当时高盛分析了投行市场的整体客户环境，看到那些承销垄断集团的大券商已经牢牢把控了当时最有盈利空间的铁路行业的债券和股票承销业务，因此另辟蹊径，去开展当时并不被看好的工业融资。

做出这个选择其实是有原因的，因为工业融资的名头听起来似乎很响亮。但当时美国很多工业生产厂商都是小规模独立经营者，只有极少数成规模的企业去寻求商业银行所能提供的资金之外的投资。说得再直白一点，工业融资的客户就是中小企业，甚至绝大多数在当时连中型企业都算不上，而这些客户恰好对应了高盛在起家时就接触和熟悉的那一批客户。高盛最早承揽的项目，就是从很早之前就已经合作过商业本票业务的雪茄生产商做起的。

这个选择看似很简单，是用老客户去玩新花样，但在当时却面临一个很大的转型困难——在美国的资本市场上，这些工业融资客户并不被认同。

因为高盛要开拓的这类公司，其财务特点同铁路这种主流的重资产

型公司正好相反，虽然有着良好的盈利，但却很难提供客观的资产证明。换句话说，这些都属于轻资产型公司。当时美国的公开证券市场也同国内一样，都是基于融资企业的负债表和固定资产去做投资评判的。所以轻资产型公司是无法在公开市场进行融资的，这就给高盛提出了一个很大的挑战。至于挑战有多大，大家看看现在国内的融资市场环境就明白了，至今通过公开市场融资的企业，仍然需要具备良好的负债表和固定资产，从而让投资者做出评判。

当时高盛为解决此难题，提出了一个全新概念，用公司的赢利能力取代固定资产总值作为衡量标准，看起来就像是现在用PE或者VC的方式，去做传统的投行业务。但那时还是19世纪90年代末，高盛能有如此创新的思路让人不得不敬佩。正因如此，高盛不仅能通过业务的创新逐步占领客户，同时也不必以降低风控为代价获取收益，包括当时还是棉花和咖啡生产商的雷曼兄弟，也是通过高盛开拓的创新业务，开始与其合作，一起进入美国证券承销市场的主流圈子。

但高盛面对的困境此时还没有完全解决，二八定律在后来还是起了作用。在高盛走出第一步创新的四五十年后，美国的投行业务市场有了新的变化。虽说高盛凭借创新业务把握住了中小企业这个客户群体，但这个群体所带来的业务量，只能说是让高盛挤进了圈子，却挤不进圈子的核心。用二八定律来解释，就是在总量中占80%的客户群体所带来的业务量，仍然无法与顶层的20%的客户群体带来的业务量抗衡。

而此时的市场也越发成熟，顶层客户群体间的竞争日渐激烈，很多公司只用固定一家投行的时代已经远去，越来越多的公司希望有一家以上的投行为自己提供服务，并且在承销过程中开始使用联席承销，对投行的执行服务要求也更高。这就使得各家大投行都开始逐渐失去过去已“锁定”的客户，在业务承揽上的竞争也变得更加激烈。

业务改革：分离承揽与承做

针对这种情况，高盛开始利用自己公司拥有较多年轻员工的优势，再次进行业务承揽方面的改革。这些年轻员工的优势就在于，很多人没什么显赫的身世，很难像华尔街的老前辈一样顺利依靠个人关系去承揽业务，但他们在融资服务方面却比老前辈更专业。所以，高盛就在公司内部设立了一个新部门，称为投行业务服务部。该部门将承揽和承做工作进行了分离，负责承揽业务的员工专心在客户身上开发高盛可以提供的任何业务，每一单业务承接过来之后，就直接转至负责承做工作的员工处。

这在当时属于创新的业务开展方式，一方面，使业务承揽人员可以更专心地将精力放在客户身上，并通过各种业务的合作将关系扎根扎牢；另一方面，又能通过更专业的承做人员在业务上提供更加优质的服务。当然，这个改革的想法很好，但想要直接面对顶层的客户，仍然会遇到不小的现实阻力。

因此，高盛选择从当时排在《财富》世界500强之后的500家企业起步，经过长时间的跟踪和研究，一点一点提升客户标准。几年后，全美国4 000多个盈利超过100万美元的企业，每家都由一名高盛的投行人员负责跟踪，并寻找业务机会。就这样坚持下去，最终这个新部门所取得的业绩，在高盛多年的历史排名里都保持第一，并使得华尔街几乎所有的投行都跟随高盛进行了业务改革。现如今，这种承揽和承做分离的设计，仍被全球大部分投行所采用，包括我们国内的大部分券商。

面对两种不同环境的高盛，在当时分别做出的两种选择，往大了说，非常值得国内目前很多正处于改革之中的券商学习；往小了说，对于我们投行从业人员如何去扩展客户，如何将二八定律融入与客户打交道的实际操作中，也有着非常好的借鉴意义。

比如很多从业人员在还未面对客户的时候，首先就分不清谁才是自己的客户，按照二八定律，大家都明白在行业里排名靠前的那部分企业就是优质客户和重点客户。但在整个行业都明白的前提下，也许你早已被排挤在外了，这是很现实的情况。所以在开拓客户的初期，要学会

像高盛一样另辟蹊径。而在与客户打交道的具体过程中，也要像高盛一样，重点从营销和服务两个方面去加强自身的竞争力。

最后想跟大家强调的是，即便你能领悟到这种方法和原则，但熟练进行实际操作仍然是一个长期的修炼过程。就像高盛在开创承揽和承做分离的新部门时，也用了长达十年的时间才在市场上站稳脚跟，并引起其他投行的跟风学习。所以，我们也要沉得住气，只要沿着正确的方向走，哪怕慢一些，但每走一步，都是前进了一步。

避免踩坑：跳槽的正确姿势

这一节要跟大家聊一聊，在职业生涯里，每一个投行从业人员都会遇到的一个最大的坑，也是几乎所有从业者都会遇到的坑，那就是跳槽。

概括地讲，跳槽的坑可以分为两种：一种是遇到了“坏老板”，另一种是遇到了“坏团队”。我个人认为，没有所谓“坏公司”的说法，因为公司是一个法人主体，没有好坏之分，你所遇到的种种不合情理的地方，或许只是个人或者团队造成的，与公司无关。

什么是“串串老板”和“坏团队”

咱们先来说说“坏”老板的情况，其实我不太喜欢用“坏”这个字眼，我更喜欢将其称为“串串老板”。

可能有很多人不知道这里的“串串”是什么含义，它并不是指串串这种食物，在四川话里，“串串”指的是专门在买主和卖主之间牵线牟利的人，类似于“中介”，但在实际场景中，人们更喜欢把开皮包公司的中介称为“串串”。

大家应该都知道，投行其实就是资本市场上的一个中介机构，再简单点来说，投行就是在买主和卖主之间牵线的人。其中买主就是投资者，卖主就是发行人。也许正是因为这个行业特性，业内的一些团队领导、部门领导在说话和办事上，感觉就像“串串”一样，水分非常多。虽然他们不至于把0说成1，但敢把1吹成100的不在少数。

我就经常会在客户面前听到类似的话，比如某券商说这个问题很好

解决，另一家券商说能保证明年就上市成功，又一家券商说的价格可是你们的十分之一，等等。这些同行在客户面前为了营销业务说话带水分可以理解，但有些人在面对同事、下属的时候，仍然喜欢用这种“串串”式的表述：“两万元的月薪要求完全没问题。”（实际只开12 000元。）“我们这里项目储存量非常多，来了你都忙不过来。”（实际上部门内没有业务，全靠员工出去承揽，每个人只发基本工资，自己能拉来业务才有承做机会。）在我眼里，这类把同事当作客户一样忽悠的老板，就属于“串串老板”的范畴，而其管理的部门或团队，正是所谓的“坏团队”。

毫不夸张地说，从我入行至今，在每一次准备跳槽的阶段都会遇到这种领导和团队。特别是那些主动找来的，有的是通过猎头，有的是通过交情不深的同业邀约，“串串老板”和“坏团队”出现的概率很大。

如何辨别“串串老板”和“坏团队”

所以，我们应该如何辨别这些“串串老板”和“坏团队”呢？

对于每家券商，无论规模大小，无论是国企还是民企，都有自己的发展道路。有的只走大路，有的表面上只走大路，其实喜欢抄小路、走夜路。

我在这个行业里沉浮多年，总结发现，大多数“串串老板”和“坏团队”基本上都出自喜欢抄小路、走夜路的公司，而这些公司以民企性质的券商为主。大家可能会了解到，在很早之前，国内个别行业的顶尖公司做大之后，都会想要涉足金融业务，申请或收购一些金融机构的牌照，特别是银行和证券公司的牌照。虽然牌照审核比较严，但仍有很多民企券商不断涌现。

很多同行会收到猎头公司的邀约，但是希望大家在考察时，对待那些比较新的、比较小的，以及民企风格比较浓厚的公司，要更慎重一

些。我曾经接触并考察过几家这种类型的公司，可以说这类公司在整体风格、业务上的打法以及组织规范程度上，还都处在比较低的层次，大多为了在短时间内提升自己在行业里的业绩排名，略显急躁，甚至跟老牌金融机构比起来，吃相过于难看。比如有的券商就打出高薪旗号或者夸张的收入分成比例，在行业里到处挖墙脚，等挖来的人才实现了业绩承诺，却又想尽一切办法让其完成的业绩不达标，甚至直接单方面推翻之前的承诺，总之用各种手段逼迫员工主动离职，它再去行业里忽悠新员工填补空出的位置，一直循环往复下去。现实中这样的情况不在少数，有心人可以上网搜索一下，能找到各种相关的行业劳动仲裁案例，当事人中有普通员工、部门领导，甚至有券商高管。

所以，针对“串串老板”和“坏团队”，建议大家在跳槽前，一定要做好尽职调查工作。

说到尽职调查，应该说这本来就是投行从业人员经常做的一项工作，大家应该比较熟悉了，也许做完调查后就觉得自己可以轻易辨别对方。但是各位不要忘记，尽职调查也是“串串老板”和“坏团队”熟悉的工作，有些个人和团队的反尽职调查工作做得会比普通从业者更“高明”。下面就给大家介绍几种比较有效的尽职调查方法。

针对“坏团队”的尽职调查

首先是针对“坏团队”的尽职调查。为什么说要对“坏团队”做尽调，而不是对其所在的券商做尽调呢？因为个人针对券商做尽调，难度其实是不小的，而且公司的业绩跟员工待遇是没有正相关关系的，所以大家如果像尽调普通企业一样，去看某家券商的财务数据是否优秀，其实没什么意义。

如果我们想去了解一家券商，只能分两种情况考虑。第一，对于国企和老牌券商，这类公司的风格其实已经比较稳定了。我们要做的就是多向公司的内部人员打听，一般从他们那里了解到的信息跟实际情况不

会有太大出入。而且这种公司的薪酬体系也已经很稳定了，除非你的能力很突出，否则去谈任何一个职级，都不可能随意突破该公司已经确定的标准。

当然也有例外，就是公司最近换了领导层，或者行业发展的大风向最近有变化。最近几年，资本市场“降杠杆”的进行、科创板的推出、注册制的推进等因素，让整个券商行业面临新一轮洗牌，比如中金公司并购了中投证券和广州证券，天风证券成为恒泰证券的大股东等，这些相关券商就对员工的收入分配制度进行了适当调整，特别是一些老牌的国企券商更加市场化，我在公众号“大力如山”以及微博账号“王大力如山”上介绍过不少，大家平时可以密切关注。

第二，对于那些成立没多久，或者说规模比较小的券商，考察意义就更小了。因为这些公司的管理更加灵活，管理层可能说换就换，其风格和打法也比较“随便”，哪怕前一年业务发展得还很好，员工待遇也不错，但这些短期冲上去的业绩，很可能靠的只是个别团队，甚至个别员工带来的。如果这些团队或人才的业绩无法稳定，公司的业绩可能说下来就下来，员工的待遇标准也可能大打折扣，包括时任管理层，不管是主动还是被动，都有可能随时被调离。所以对于“坏团队”的尽职调查，更多是要像辨别“串串老板”一样，重点考察这个团队或者部门的负责人。

对“串串老板”的尽职调查

如何针对个人做尽职调查呢？这与针对企业做尽职调查是不一样的。因为考察一个团队或者部门的负责人，不需要过多关注他的财务指标，而要重点关注他的个人履历，比如他之前在哪家券商、哪个部门工作，做到了什么级别，什么时候入职，他来到这儿之后是级别不变还是有所升迁，现在管理了多少员工，这些员工的职级分布又是怎样的，是否都是之前一起跳槽过来的，如果不是的话，那么重新招聘来的占比有多少，等等。

同时，我们也不需要过多关注他向你描述的未来规划，而是重点去关注他的历史业绩。因为资本市场的变化太快了，对未来的规划、业绩的预估，很多都是无法实现的。所以，我们一定要重点关注他的历史业绩水平是否稳定，否则他给你描述的未来规划再好，也只是水中月。

最后一条也是最重要的一条，对人的尽职调查其实就是对人品的考察。我知道有很多同行，包括过去的我有时也是这样，虽然自己的职级不低，但在面试的时候，当对方的级别比自己高，哪怕跟自己是平级时，也会不由自主地降低自己的地位，交流起来只展示自己可以满足对方的要求，却忘了自己也需要考察对方是否满足自己的要求。所以我想告诉各位，无论大家仍是学生，还是工作不久的投行从业人员，有这个心态都属正常，因为跳槽更多是对方在考察你、挑选你。但是，当我们到了项目负责人及以上的职级时，情况就大不一样了。只要我们符合招聘要求，有足够的的能力，那么更多是对方需要我们。当然我们也不能因此就恃才傲物，只是希望大家能把跳槽时的面试尽量当作一个双方对等的交流场合。对等交流，其实也是一个直接感受对方人品的好机会。

另外，除了直接考察之外，投行圈子也是很小的，多在行业圈子里打听面试官的人品，多听听这家公司内部朋友的意见，有时候也会有意想不到的收获。说到底，在这个行业里选择公司和团队，其实就是选择人，选择未来的领导和同事。多年的从业经验告诉我，选择靠谱的同事和领导比选择公司更重要，一个公司是很难去主动关心并为员工考虑的，而能关心你、帮助你成长的，一定是在你身边工作的领导和同事。

然而，即便我们分得清跳槽的坑，但在职业生涯的某个阶段，自己是否需要去跳槽，仍然是重要的问题。我个人认为，过于频繁地跳槽是我们行业的一个大忌，但频繁跳槽又确实是大多数从业人员的职场常态，所以接下来要跟大家好好聊一聊这个话题。

投行人为何频繁跳槽

从业年限比较长的朋友，心里应该都很清楚，频繁跳槽是一个多么现实而又糟心的词，特别是在近几年，“降杠杆”对通道类业务的影响，券商之间的重组兼并等事件的发生，让投行的从业环境也大不如前。而频繁跳槽这个词代表了我們最不需要遇到，或者说遇到了又最需要去摆脱的一种境地。但在现实中，很多人往往对此不以为然，或者说无能为力。

无能为力的原因

先解释无能为力的原因，在投行这个行业里，这是一个非常现实的情况。

大家不要觉得投行人看起来好像挣得多一点，技术含量高一点，从业人员的素质普遍就都比其他行业高。恰恰是这个行业里拿高薪的机会太多，使有些人在涉及物质利益的时候，压制不住内心的浮躁，结果就造成一两年跳一家公司，甚至一年连跳好几家公司。我就见过在一年内换了三家券商的同行，也见过三年时间从做主板上市的岗位，换到做新三板，再换到债券承销岗位的同行。

大家知道个中原因吗？

自己根据行业变化所做的职业规划是一方面，但更主要的原因是，有不少券商不是伤了员工的心，就是克扣员工的收入，甚至兼而有之。结果就导致在很多情况下，投行从业人员是无能为力的，就像在一年内换三家券商的同行，每一份工作的时间肯定不会长，也根本不足以完成任何一个投行项目。谁愿意丢下手头的项目，或者带着自己的项目来回换工作，从而影响项目收入的实现进度呢？对于这种无能为力的情况，我们也只能寄希望于跳槽前对“串串老板”和“坏团队”做好分辨。但危害更大的，是我们主观上对频繁跳槽的不以为然。

不以为然的危害

接下来，对于对频繁跳槽不以为然的朋友，我们来好好聊一聊这会对他们造成什么样的危害。

首先，频繁跳槽带来的最大危害就是，你会发现在职业道路上越来越难积累了。积累的一方面是指收入，因为在这个行业里，收入的大部分来自项目奖金，但大部分公司都把项目奖金放在年终发放，而且年终奖的发放时间拖得越来越久，有的券商甚至拖到下一年的七月，别说是做周期很长的IPO项目，即便是做周期短一些的债权业务，如果跳槽，是根本拿不到过去的项目收入的。特别是在2018年3月，中国证监会发布《证券公司投资银行类业务内部控制指引》，明确提出了“证券公司应当针对管理和执行投资银行类项目的主要人员建立收入递延支付机制，合理确定收入递延支付标准，明确递延支付人员范围、递延支付年限和比例等内容。对投资银行类项目负有主要管理或执行责任人员的收入递延支付年限原则上不得少于3年”。所有券商的年终奖都不会一次性发完，而且有不少券商等员工跳槽后，会直接吞掉未发的那部分奖金，不少同行为了要回自己应得的收入，最终不得不花费大量时间和精力，与老东家对簿公堂。

积累的另一方面是指业绩和能力。首先，跳槽本身就是一件很费心力的事，交接工作、在新的环境中磨合，差不多要耗费两三个月甚至大半年的时间，这会非常影响自己业绩和能力的积累。就像前文所说的那位一年内换三家券商的同行，他的每一份工作的时长，根本不足以完成任何一个投行项目。虽然这个例子有些极端，但本质上道理是一样的。每一家券商筛选项目的门槛都会有差异，一个新环境会对你手头的项目进度造成很大影响，也会额外花费你大量的时间和精力去解决新问题，严重影响你的业绩和能力的积累。其次，频繁跳槽对人脉关系也会产生比较负面的影响。大家都知道在这个社会，人与人之间缺少的就是信任。特别是在投行这个行业里，营销人员与客户之间的信任，不仅很难像其他行业那样建立起来，即便建立起来后，也很容易再次变得生疏。无论是我们平时交往的朋友，还是经常联系的客户，可以说大部分都是工作之后才逐渐熟悉起来的。我们与这些人建立的信任关系大多是比较

脆弱的，一旦开始频繁跳槽，就会给别人留下一种很不稳定的印象，有些客户可能觉得你对待工作这么随意，那么也不会专心对待他的项目。于是，我们从他们那里所获取的信任感往往就很容易在这个时候土崩瓦解。

最后，一旦走上了频繁跳槽的路，有的人是很难停下来的。有过跳槽经历的人，应该都会有这样一种感觉，就是在新公司还没待多久，尚处于磨合期的时候，就会接连发生各种令人不悦的事。很多人就开始后悔自己的选择。如果你能度过磨合期，后面还有可能会逐渐适应新环境。但是如果你熬不过去，可能就面临重新选择公司或者行业的处境。只要不满意就跳槽，久而久之就变成了频繁跳槽。这种职场坏习惯会使大家每次遇到不顺的时候，都先从公司、团队或者领导的身上找原因，而不是看看自己有没有努力做到位，也不会反省自己是不是可以改进来适应新的环境。因此，如果有些朋友一直想不通这一点，恐怕很难跳出频繁跳槽这个怪圈。

如何“正确”跳槽

如果跳槽是迫于无能为力，各位就不要再拖着了，一家公司如果对待员工不好，就不要过于期望其未来会有更好的表现。所以，我们只能以事前预防和事后尽快处理这两种方式去解决问题。

事前预防指的是自己要学会前文所说的“跳槽的正确姿势”，尽量在入职之前，能够分辨清楚“串串老板”和“坏团队”的真实面目。事后尽快处理，指的是一旦发现自己的领导是“串串老板”或自己身处“坏团队”中，不要被领导口中描绘的“大饼”等各种理由拖延，每个人的职业生涯都有限，需要我们在尽可能短的时间里寻找到更合适的地方，否则拖得越久，沉没成本就越高。

至于那些对频繁跳槽不以为然的朋友，建议你们有必要好好思考一下前文的内容，调整自己的心态。不论哪个行业，都很难说有十全十美

的公司和岗位。比如国企券商方方面面都更稳定，成熟的体系已经设定好了每个职级的薪酬和升迁路径，如果不出意外，你可以按部就班走下去，但涨薪和晋升必须满足一些资历要求，可能会让你觉得对于投行来说过于僵化。民企券商在体系方面更灵活，你的薪酬和职级都由你的能力决定，为公司创造业绩的能力越大，你的薪酬和职级就越高，但如果某一时期的业绩没能达标，那么相应地，薪酬和职级就会重新降回去，这种纯业绩导向、不考虑其他付出的考核方式，你又会觉得压力太大。

人总是这样，会一山望着一山高。所以，要想避免走上频繁跳槽这条道路，最重要的还是调整好自己的心态。

第四章

资深从业者的投行晋级之路

专注技术还是转型业务

前面已经说过，投行前台岗位一般分为承做和承揽，无论是国外的投行，还是国内的投行，承做和承揽都是行业中联系最紧密的两个岗位。主要原因有两个：其一是承做和承揽同属于业务团队，负责承揽工作的往往就是负责承做工作的直属上级；其二是负责承揽工作的从业人员大部分都是从承做岗位开始，一步一步成长起来的，或者说，承做岗未来的职业发展方向，最大可能就是上升到承揽岗。但只有真正从事过投行业务的人，才清楚一个真实情况的存在，那就是在承做岗和承揽岗之间会有一个非常明显的天花板，只有突破了这个天花板，才能从承做岗成功上升到承揽岗。

所以本章会与大家聊一聊，当积累了一定的投行工作经验之后，我们应该如何做出职业选择，怎样突破承做与承揽之间的天花板，以及突破天花板之后，我们需要掌握的职业技能。

细说承做岗与承揽岗的特点

根据工作内容划分，承做岗位更偏向于技术工作，而需要突破职场天花板才能晋级的承揽岗位，则更偏向于营销工作，也就是为团队或者部门争取业务的工作。这两个岗位侧重点不同，工作特性也各不相同。

承做岗的三个要点：快速、取舍、执行

先说承做岗，在我看来，要评价一名承做人员的工作能力强，可以用一句简单的话：“这个同行的活儿做得非常好。”从这句话里，大家其

实能看出来，承做岗的最高要求是要把项目合适地做出来。

这个评价看起来很容易实现，但也许只有投行从业者，特别是那些经历过每一个承做职级的同行，才能真正理解，在国内的监管环境、市场环境之下，能合适地做出每一个项目是一个多么高的要求。在这个语境下，“合适”二字具体是什么意思呢？

“合适”的意思，并不是说什么项目都能做出来，或者说都能很快地做出来。就像前文所讲，投行的项目并非十全十美，大部分项目瑕不掩瑜，已经算得上非常好了。对于优秀的承做岗来说，面对每一个项目，都要根据这个项目的具体特征，快速找到项目的瑕疵，然后快速想出解决办法。如果出现了无法解决的问题，那么该放弃就要放弃。如果可以解决，那么就要快速执行。

而在这一系列操作中，特别需要大家注意的有三个要点。

首先是“快速”。大家可以看到，在上面那句话里，“快速”一词被我重复了三次。为什么快速那么重要？这是由国内的监管环境和市场环境决定的。金融业务的发展，包括投行业务，自始至终都要受到监管部门的指导，监管部门的文件一出台，投行业务立刻就要做出调整：原本不能做的业务，可能马上就能做了；原本能做的业务，也可能就不能做了。比如公司债业务，2015年监管部门颁发了有关公司债的新规定，以往只有上市公司才能发行的公司债，新规定发布后非上市公司也能发，所以当年公司债业务开始突飞猛进，特别是融资需求旺盛的城投类和房地产类企业。没过几年，井喷的城投类、房地产类企业的公司债融资量就引起了监管注意，很快各种监管文件一一出台，城投类和房地产类企业申报公司债开始受限，如今就只有个别符合要求的城投类企业可以申报公司债，而房地产类企业几乎全部无法申报公司债业务。在这期间，很多业务调整方向较慢的券商，要么没有享受到开闸时的市场红利，要么就有一堆无法申报、拿不到收入的项目砸在手里。另外，虽然国内金融市场的环境受到监管环境的制约，但市场对监管的反应偶尔也存在滞后或者提前，而市场的反应会直接影响投行业务，使其变得更加容易或

更加艰难。就像前面说的公司债的例子，当后期监管出文开始逐渐限制城投类和房地产类企业申报的时候，市场的第一反应并不是收紧对这两类公司债的投资，恰恰相反是更热衷于投资这两类企业，所以券商在此时对于业务转型的看法，除了考虑监管的态度之外，也要考虑市场的反应。

其次是“取舍”。大家知道在投行工作中，特别是在承做工作中，最糟心的事是什么吗？并不是没项目可做，而是在项目做到最后的时候发现，项目做不成了。这种结果的出现，一部分是由于客观原因，比如政策或者市场的变动。当然，这个客观原因也可能是从业人员的主观因素造成的，比如因为自己的反应不及时，而受到政策或者市场影响，最终导致项目失败。另一部分是由于主观原因。其中，最主要的是从业人员在承接业务的时候，明知道最后有很大的概率项目会失败，但还是会选择赌一把。这种情况往往发生在资本市场牛市的时候，或者是在相关政策支持并鼓励投行业务发展的时候。因为那时投行业务的门槛很低，投行从业人员的进入门槛也很低，这就导致大家对业务的判断更多是靠赌一把而不是专业性，不管项目能不能做，都先拿下来再说，期待最后“彩票”中奖。但经验告诉我们，这种情形下大部分从业人员最后赌输的可能性是最高的。只有那些能够沉下心坚持投行业务标准的从业人员，因为勇于放弃不符合标准的业务，才能在职业发展道路上走得更远。

中小企业私募债这个投行类产品的短暂历史是一个很好的例子。2012年5月，《上海证券交易所中小企业私募债券业务试点办法》《深圳证券交易所中小企业私募债券业务试点办法》同期颁布，特别推出了针对中小企业融资的债券类产品：中小企业私募债。当时推出这个产品的目的是解决中小企业融资难的问题，想借该产品为中小企业创造直接融资的机会。但本身资质达不到直接融资水平的中小企业，即便特意开发出一个产品类，也解决不了资质这个本质问题，最终该产品很快就沦为中国的“垃圾债”。中小企业私募债成为银行对公客户获取贷款的一个通道，原本能够直接放贷的银行资金，又加了一层券商的“承销费”，

这让符合资质的客户融资变得更贵，不符合资质的客户多花钱进行了一层“包装”，最终成为劣币驱除良币的典型市场。众多的中小企业私募债发行人也在一两年后的兑付日纷纷现出原形，监管很快停掉了该产品，最终行业里因此“中奖”的券商员工并不多，“中雷”的券商和投资机构却有不少，有的至今都还在与违约的发行人打官司。

最后是“执行”。对于从事金融工作的人，特别是从事投行工作的人，面对问题时快速想出解决办法并不算什么大问题，真正的问题是在实际执行的时候，落实程度往往会大打折扣。

我都不需要列举复杂的例子，只问两个最简单的问题：有多少工作能够在设定的截止日期前完成？所做的申报材料，其中的文字以及数据的准确性，你愿意为此复核多少次，最终又能达到什么样的准确率？

这两个简单的问题其实就能代表投行真正的实务工作是怎样的。大家在实务中更多要处理的是各种琐碎的问题，以及完善文字工作的细节，但在实际工作的执行上，就是有不少的投行从业者连这些最基本的要求都达不到。不仅是国内投行，外资投行对材料中文字和数据的准确性也看得特别重，比如摩根大通原CEO，在看杂志时遇到错别字，都会习惯性地用笔圈出来，而我们的从业人员都能做到吗？大家看看监管对投行出具的相关处罚就明白了。2019年5月，监管对科创板出具首张罚单，就是因为某券商保荐某公司科创板IPO申请过程中，未经同意擅自改动注册申请文件。为什么要改？是因为之前披露的数据有错误，后来重新提交了数据，两种不一致的数据中，肯定有一种没有经过仔细核实就披露了出来。

说这些是为了表达，如果连小细节都处理不好，那么当更大的问题出现时，你的执行效率和工作质量是很难让同事以及客户信服的。所以，执行也是承做工作中需要特别注意的一点。

承揽岗的一个特点：商业思维

说完承做，咱们再来看承揽。如果你跟我一样，也是从承做开始，一步步做到承揽的，那么你应该就会明白，上文所说的这些承做工作的特点，同样是承揽在日常工作中需要关注的。因为只有在项目顺利完成后，公司才能获取项目收入，承揽才能与承做一起拿项目奖金，承揽才有可能拿到比承做更高的项目奖金。自然，承揽也应该比承做更积极地去关注项目。

但这些工作只是承揽应该做的，还谈不上承揽的特点。在我眼里，承揽岗位最重要的一个工作特点，就是需要具备商业思维。

什么叫商业思维？简单地说，就是工作的最终目的，是要给公司带来业务和收入。有的朋友可能会说，承做岗位的工作目的是把项目完成，似乎最终也是为了能使收入落地。说得没错，但两者之间还是有很大差异的。

承揽需要具备的商业思维，是一种非常主动的意识，承揽就是在这种主动意识的指导下完成工作的。而承做为了达到使收入落地的工作目的，更多会考虑如何完成承揽分配的工作。比如一些从事承做的朋友，虽然技术能力不错，但只等着客户或者领导给他安排工作任务，埋头做执行，这就是不具备承揽的主观意识。

所以，在很多情况下，观察从业人员是否具备商业思维，能否主动寻找业务和收入，就是区分承做岗和承揽岗的重要方式。

当然，承做和承揽的工作特点不同，并不代表其中一个岗位就一定会比另一个岗位优秀。最终我们是选择继续专注于承做，还是转型做承揽，都需要根据自身特点，以及当时所处的时机去决定。

具体该如何做这个决定呢？下面将详细给大家介绍，当承做处于需要转型的阶段时可以做的选择，以及做出选择之后未来的发展道路。

专注承做的三条路径

前文曾经说过，承做岗位一般在做到董事、业务董事、执行董事这类职级时，也就是作为团队中的项目执行负责人时，如果还想继续进步，那么就会面临是否要转型做承揽的压力了。通常情况下，大部分的项目执行负责人会选择转型承揽，毕竟从表面来看，承揽的收入和职级都要更高。但大家千万不要对此有所误解，觉得选择继续专心做承做，就没有任何上升空间了。这种想法肯定是错的，因为在我看来，如果继续专心做承做，仍然至少有三条发展路径可以供大家选择。

在原岗位深耕技术水平

第一条路径，就是在原岗位继续深耕，把自己的技术水平从“术”的层面逐渐往“道”的方向提升。具体是指，不能再只顾着提高自己的技术了，因为即便自己的技术再高，也只会让你在业务上越来越资深，或者简单地说，只会让你做项目的效率越来越高，但这些进步却很难让你在职级上得到提升。

因为个人的精力和能力是有限的，当你到达一个高点，再想继续提升自己的位置，仅靠个人的效率会变得非常慢。处在董事职级附近的承做人员，恰好就是在这个高点上。所以，要想继续提升自己的位置，要么去换一个新的环境，要么就必须学会借助他人的力量。而这里说的第一条路径，就是一种借助他人力量的方式。

从“术”的层面往“道”的方向提升，具体来说就是，你要学会把自己的技术归纳总结出来，多去重点培养自己手下的承做员工，要让他们的技术水平逐渐提升到项目负责人的水平。

如果大家理解不了这种解读方式，那么下面讲一个通俗一点的比喻。如果你已经是一名排名前列的武林高手，仍想继续提高自己在武林中的地位，那么继续靠下苦功提升自己的战斗力，效率就变得很低了。你应该选择重点培养自己的徒弟，让他们变得更强，最好是能变得像你一样强。那么，当人们提起你徒弟的时候，也都会想起你，你在武林中

的地位就能往一代宗师这个更高的方向靠拢。本文所说的第一条路径，其实就是这个意思。

而在投行的实际工作中，也是这样。具备这种培养承做人员能力的项目执行负责人，在各大券商内部都非常抢手，甚至很多其他团队会慕名而来，专门找你进行业务上的合作。正如前文的高盛发展案例，大家能看到早在其尚未发展壮大之时，就主创了投行承揽与承做两岗隔离的改革，专门设置投行业务服务部，此举正式为投行承做开辟了第一条发展路径，高盛也凭此改革让公司进入全球投行巨头之列，很快全球就有不少投行跟风进行了同样的设置。

越来越多的国内券商已经在公司内部设置了项目执行总负责人的岗位，专门负责管理和分配公司内部所有投行项目的承做人员。而这个项目执行总负责人的岗位，最高职级也能达到MD，堪比承揽岗位的同行。所以这个方向就是我们选择继续做承做的第一条发展路径。

在内部寻找类似承做岗的机会

第二条发展路径就是在公司内部寻找转为类承做岗的机会。什么是类承做岗？就是这个岗位需要承做的技术，平时的工作内容也与承做息息相关。认真看过本书前面内容的读者，应该会明白我说的是什么岗位。没错，投行质控这类后台岗位就是此处所说的类承做岗。

不知道大家是否还记得前文介绍的投行质控岗的特点，下面咱们来简单回忆一下。相对于投行的其他岗位，质控岗有一个特别显著的特点，就是低级别和高级别的质控员工，在职业发展路径上有很大不同。

比如在现实中，有过投行项目工作经验的人，一般都不太愿意去做低级别的质控员工，所以券商只能更多地去招应届生，或者找审计机构、律师事务所等其他中介机构的员工来做质控。但这些人只是将质控岗位作为一个临时性跳板，更多是为了日后可以转去投行的承揽承做岗。所以，现实中有很多做了两三年质控的朋友，一有机会就会转岗。

此外，质控的高级岗位对任职人员的专业水平及其在投行项目方面经验的要求是非常高的，因为他们要对是否可以承接某个投行业务，以及该业务能否达到可申报监管的要求做出判定。所以，质控的高级岗位大多是一些项目经验丰富，但又觉得出差太累的承揽承做人员转岗而来的。

拥有丰富实操经验的项目执行负责人转去投行质控这些类承做岗也非常受欢迎，那些项目经验丰富、能力突出的，甚至可以直接去负责管理整个投行的质控部门。这对于承做岗位来说，也是一条很好的发展路径。

特别是最近几年，监管机构对券商的内控要求越来越严格，各家券商对质控岗位的需求的提升也很快。无论是监管部门还是各大券商，都越来越重视业务的风险管理，越来越重视质控这个岗位，如今质控岗位负责人的级别，至少是跟承做承揽岗的负责人平级的，甚至有时还会比他们更高一些。

所以这个方向，就是承做岗的第二条发展路径。

寻找外部机会

至于第三条发展路径，就是到外部寻找其他机会。这里所说的外部机会可以分为两种情况。

首先是跳槽去其他公司，但仍然做本行业的承做岗。这种跳槽主要追求的是未来在薪酬、职级或者平台发展上的一种进步。比如你在某家券商虽然是项目负责人，但相应的职级只是SVP（高级副总裁）或者董事，月薪也在2万~3万，但你跳槽到另一家急需招聘项目负责人的券商后，对方可能会把你的职级升为ED（执行董事），薪酬也会相应地水涨船高。或者市场上的其他券商虽然在职级和薪酬上无法给你调升，但你觉得去了之后会被领导或公司重视，这都是现实中大家跳槽时经常会遇到的情况。

其次，是转去大投行业务范围内的其他市场，继续做其他市场的项目承做岗位，比如在股权业务、债权业务，或者在券商投行、银行投行等机构之间进行市场或行业的转换，这种跳槽主要追求的是扩展自己在专业技术上的宽度，相对于仍在本行的纵向成长，这种在横向取得成长的方式，也是一种很好的职业选择。

这条发展路径，也是现实中那些没有选择转型承揽的承做人员，所做的最多的一个选择。但在上述列出的三条发展路径里，最后一条路径的性价比应该是最底的。因为当你们选择这条路径的时候，有较大的概率会陷入“频繁跳槽”的坑。

因此，在这里再简单强调一句，投行的职业生涯要想走得稳、走得远，那么能不变动自己的部门和岗位条线，就尽量不要频繁地内部转岗。当你要在内部转岗和外部跳槽之间进行选择时，能选择内部转岗就尽量不要选择外部跳槽。当然，这只是通常情况，具体问题还要具体考虑。

转型承揽的两条路径

上文讲完专注于承做可选择的三条发展路径后，咱们再来看一看，如果选择转型承揽，还有哪些路径可选。一般来说，转型去做承揽，有两条路径可以选择。

第一，在原承做岗位的基础上，在平时做项目的过程中，开始主动尝试承担一定的承揽职责，慢慢过渡自己的角色，等你发现在自己的日常工作中，承揽角色的占比要比承做多时，就说明你已经完成这个转换了，这算是一种比较被动的转换。就像前文经常提到的牛星河的例子，如果他从校招入职一直成长到承做项目负责人，都稳定地待在一家投行没有跳过槽，也算得上部门里的老员工了，那么无论是自己对进步的渴望，还是领导对其再进一步的要求，都会让他开始逐渐熟悉部门的老客户，老客户与他对接新业务时，就会慢慢让他负担起更多的承揽角色。

第二条路径更主动一些，是当你觉得自己已经积累了一定的客户基础，或者说已经建立了自己的业务渠道，那么就直接内部转岗做承揽，或者直接跳槽去另外一家投行做承揽。咱们还是用牛星河的例子，如果当他已经成为部门里的承做老员工，自己渴望能逐渐承担承揽业务的职责，或者已经积累了一些业务资源，想把时间和精力更多花在承揽业务上，但领导却觉得他能力还不够，也许觉得部门的承做工作更缺人手，最终没有给他转型承揽的机会，那么为了职业发展的考虑，牛星河很可能就会转去愿意给他机会的其他团队，或者直接带着业务资源跳去其他券商做承揽。

选择承做或承揽的意义

总之，选择继续专心于承做，或者选择转型去做承揽，后边将会面临何种发展路径，基本就是上文所讲的这些内容。但这里更想告诉大家的是，无论最终你选择了哪一条路径，其实都有好有坏，不要有太大的压力，因为每一条路径的存在已经证明了其合理性。唯一需要大家提前了解的，是下文所说的，做选择的意义究竟是什么。

关于这一点，我想告诉大家的是，承做和承揽只是两个发展方向，没人可以说哪一个方向就一定比另外一个要好。虽然大多数的投行从业者最终都会选择从承做转去承揽，但这种情况不仅发生在投行这个行业里，其他服务类行业的从业者也会去选择类似的路径。比如会计师事务所、律师事务所等公司的普通员工，他们在本行业晋升的路径就是升合伙人，而合伙人的主要职责其实就是承揽审计业务、法律业务。所以等他们升到合伙人之后，也会从审计业务、法律业务的承做工作转到承揽业务上。

这主要是由两个原因导致的。一是大部分承揽人员的收入确实是比承做人员更高一些。二是由服务行业的特性决定的，比如投行、审计、律师这种服务行业都是靠口碑行走于业内的，如果投行的承做技术人员

业务做深了，有了自己的声誉，可能有时候都不需要主动转型承揽，自然就有业务主动找来合作。

但究竟如何选择，自己一定要提前考虑好，不能说自己只是奔着更多的收入去。因为在投行这个行业里，收入是和你所承担的风险成正比的，收入越多，要承担的风险自然也越大。特别是国内这两年的资本市场，监管和反腐的力度越来越大，业务承揽也越来越规范，承揽想挣更多的钱也不是那么容易的。所以，也不能看到别人选择走什么路，自己就闷头跟着走。一定要结合自己的特长和喜好，选择一条愿意一直走到底的路，哪怕走得很辛苦，也仍然能奋战到底。我想，这才是我们做这个选择的意义所在。

打破天花板：承揽没有那么难

上一节特意与大家强调了，在做选择之前一定要明白做选择的意义是什么，是要结合自己的特长和喜好，选择一条自己愿意一直走到底的路。但同时不可否认，大部分的承做从业者都会选择在合适的时机转型去做承揽，无论是主动还是被动。所以接下来要给大家详细介绍一下，当承做要转型做承揽时，他们所面对的“天花板”究竟是什么，以及如何打通这个上升通道。

从承做到承揽的天花板：客户资源

前文说过，相对于承做岗位，承揽岗位需要具备商业思维。这是指工作的最终目的只有一个，那就是要为公司带来业务和收入。这是一种非常主观的意识，承揽做任何事都是为了达到这个目的。

曾经有位行业大佬告诉我，对于在投行领域从事承揽工作的人来说，客户关系或者说资源，就是其在职场上的资产。我非常赞同他说的这句话，而且承做与承揽之间的那层天花板，也正是客户关系或者资源。我想大多数读者应该也会赞同他说的这句话。但各位可能不知道，你们心中的客户关系或者资源，恐怕与我所指的并不是同一个意思。

有很多年轻人曾经问我这样一个问题：投行里没有资源的人，是不是就要一辈子做承做，没办法转承揽了？

这个问题其实也是我自己没入行之前，以及刚入行的那几年里，一直都困惑的一个问题。我很理解为什么你们会有这种疑问。这是因为有很多人在没进入投行之前，甚至在刚入行没几年的时候，看到行业内

动辄几十亿、上百亿融资额的项目，或者一单业务有几百万、上千万，甚至上亿的项目收入，就会觉得投行的业务承揽需要与复杂的关系、深厚的资源结合到一起。但可能你们根本就没有仔细考虑过，投行需要的客户关系和背景资源真的是指这些吗？

首先，大家所想的那些VIP、关系户，这些现象确实是存在的，没必要跟大家否认。但你们要知道，这种现象并不是投行独有的。

其次，在投行这个行业里，你会发现有不少背景普通的员工，也能获得很多大型项目、优质项目。这又是为什么呢？早些年在投行从事债权业务的人或许都知道，单靠自身的关系，想去承揽企业债之类的项目得动用非常大的能量。所以，那些本身分量不够的VIP、关系户自然就会被行业主动筛选出去。而对于具备足够能量的VIP、关系户来说，投行仅仅是他们可以做的选择之一，还有很多其他更好的选择，他们并不会觉得做投行就一定很好。而真正来做投行的VIP、关系户，很多纯粹是出于对这个行业的热爱或者好奇。因此，投行所指的客户关系资源，或者说这个天花板，其实和大家想象的不一样。

而投行真正所指的客户关系和资源，是在工作当中，从初入职场的時候，靠着自己的专业水平和靠谱程度，不断被同行、客户认可，然后一点一点口口相传，才形成了自己的关系网，有了自己的客户群。这才是大部分做承揽的投行从业人员所依靠的关系和资源。

如何打破天花板：读书和学习

上文所说的天花板看起来似乎很简单，一定也会有很多读者觉得这根本就算不上天花板，或者说，会觉得这个天花板很容易被打破。但这只是看起来简单罢了，否则现实中就不会有远远多于承揽岗位的承做从业者了。

各位都听过这句话：书中自有黄金屋。没错，这句话正是我想说的

打破天花板的方式——读书和学习。

现在网红遍地，年轻的创业者无数，相比较起来，读书和学习好像是一件成长太慢的事，甚至是一个不明智的选择。其实大家看到的那些网红和成功的年轻创业者只是典型的幸存者偏差现象，还有很多是你们没有看到的，一直在生存线上苦苦挣扎的奋斗者。有些年轻的大学生总是在网上发私信向我抱怨自己很努力，为什么找一份投行实习就那么难。在我这个旁观者的眼里，这些年轻人还真称不上足够努力。

我经常收到这种留言，说自己本科学历一般，又想去从事投行工作，咨询要不要去读个更好的研究生，或者要不要去考注册会计师、法律职业资格之类的证书，考这些证书对进投行有没有帮助，考过了是不是就一定能进投行。这些问题其实根本就不需要问别人。如果自身学历没有优势，还不快去考一个自己能力范围内的研究生，考一些行业需要且含金量高的证书，那么进入投行的机会为什么会留给你。

大家所看到的行业里普通的中层领导也正是专注于更为稳定的专业和技术，以这些作为基础，一步步走上如今的岗位的。在这里不需要说其他人，就拿我自己的经历就可以举例。

在行业里的这些年，我有很多关系很好的客户，他们不需要我特意去迎合，也都愿意与我进行业务上的合作。各位认为我能做到这些，靠的是什么呢？我也是普通背景，并没有VIP的深厚资源。他们为什么会信任我？就是因为我的专业能力和靠谱程度是值得他们信任的。如果靠着跟客户关系亲近就能获得业务，你是客户的朋友，其他同行就不能是客户的朋友吗？如果你是客户的亲人，但你能是每一个客户的亲人吗？专业能力和靠谱程度不一样，每个人的专业能力和靠谱程度都不同，而且有无限的潜力可以挖掘，若其他同行的专业技术比你强，靠谱程度比你高，那我们可以视其为榜样，努力去变得更强、更高，努力是没有上限的。不只是年轻人不明白，还有不少同行经常抱怨自己做投行永远是乙方。其实任何一个行业都不是纯粹的甲方或乙方。如果你把自己看低，那就不要怪对方把你当作乙方。我们不仅要尊敬自己的职业，尊敬

自己的客户，尊敬自己的竞争对手，最重要的是要尊敬自己的努力和能力，这样别人自然就不会把你看低，我们也根本无须借用外力，仅靠自己的努力，就能打破从承做到承揽的天花板。我想，等各位的专业水平和工作能力变得越来越强，自然就会更理解这里所说的话。

初转承揽：如何上路

明白了如何打破天花板之后，我们要如何转型做承揽业务呢？在这里，咱们先来了解一下国内投行业务的主要特点。在整个大的金融行业里面，投行的业务主要有两个特点。

第一个特点，项目单笔融资规模大，一般融资额至少是亿元起步。这里所说的投行，不仅包括券商投行里的股权业务和债权业务，也包括银行、信托等其他金融机构从事的投行业务，金融行业里很少有其他业务的单笔融资规模能比得上投行业务。很多业外的朋友可能感受不到，包括很多正在从事投行业务的朋友，虽然整天做着几亿元或几十亿元的项目，但可能都感受不到自己所在行业的这个特点。

感受不到这个特点的朋友，可以去问问那些在银行分支行里做对公业务，或者在金融租赁公司里做融资租赁业务的人，了解一下他们单个项目的一般融资额是多少，你会发现他们单笔融资规模可能只有几千万元，甚至几百万元。这样对比着看，你们就能真正感受到，投行单笔融资规模大的特点了。

至于第二个特点，那就是在一个项目中，投行要协调的方方面面特别多。比如一个IPO项目，就需要很久才能完成。为什么IPO这类股权项目，在时间周期上会比较长呢？这是因为对于这类投行业务，仅财务规范和股权改制这两大方面，与地方相关部门进行协调，以及解决协调中出现的各种来回扯皮的事，就能耗费很长时间，更别再说在监管审核方面的不确定性了，更是相关中介没办法提前预估的。

当然，我们这里说的IPO项目，并不包括特殊的独角兽业务。也许有的朋友会问，投行里债券业务的项目周期短，是不是需要协调的方面

就不多呢？能提出这种问题的朋友，可能对国内的债券市场还是不够了解。最起码你们肯定不清楚，在国内的债券市场里踊跃的发行人都有哪些。

国内的债券市场，从一开始到现在，最主要的发行人一直都是国企、央企和地方政府融资平台。而民企性质的发行人相对来说比较少，只是在2015年公司债改革之后，更多民企性质的房地产公司开始在国内债券市场上大量融资，民企的发行量才迎来一次小规模爆发。但即便凭借那次爆发，当年民企的融资额仍然比不过国企。

而在债券项目的实际操作中，国企，特别是地方政府融资平台需要协调的地方还真不一定就会比股权类业务少。但在债券业务上，需要大量协调的情况一般只会有三种。

第一种情况是发行人第一次做债券业务。对于这种情况，入行比较早的朋友在做企业债项目时，感触都会特别深刻。因为只有真正做过的人才知道，投行从业人员在面对一个干干净净、一穷二白的城投公司时，要做多少工作，要与当地的政府部门沟通多少次，要协调出具多少文件，才能促成一个企业债项目的落地。

当年，那些很早就成功发行企业债的城投公司，如今的主营业务、财务数据，包括评级，都是非常稳定的。所以最近几年入行的同行们，可能在做城投债业务的时候，已经感受不到第一种情况，你们只需要更新财务数据，基本上就能搞定企业债的发行了。但并不是说未来也遇不到其他需要耗费时间的情况。比如现在你们经常会遇到的，主要就是下面要说的第二种和第三种情况。

第二种情况，主要发生在承做之前承揽业务的阶段。同样以企业债为例，地方政府一家城投公司的企业债项目究竟有多难做，可能很多非投行从业者，包括很多虽然从事投行工作，但只做股权业务的同行是根本想象不到的。简单地说，地方城投公司要发行企业债，一般都要当地政府常务会议通过后才能启动。所以要去营销城投公司，难度要比营销企业大得多。

第三种情况，也是最近几年频繁发生的一种情况。那就是当监管机构出台了一项新的政策，或者监管机构开始事后核查的时候，发行人要及时对以往的业务和数据做一些调整，及时对申报或者底稿材料做一些补充。而这些工作，很多都需要当地各政府部门的配合，但现在地方上的相关单位，可能很多领导都已经换过几轮了，他们对之前项目的发行情况并不了解，所以需要投行从业人员帮助发行人协调这些事情，这不仅非常耗费时间，也特别折腾人。

综上所述，由于投行业务项目规模大，需要协调的关系多，就决定了投行的业务承揽也是有自己特点的。这个特点就是很难通过几次拜访，或者中间人的介绍，轻轻松松就建立起投行业务关系。

大家理解了投行业务的特点，本应该更容易理解投行承揽工作的特点。但这个承揽的特点，现实中却是很多刚开始向承揽方向转型的承做朋友，包括那些从其他金融机构跳槽来券商投行做承揽的朋友，所不愿意去理解的。这些朋友，刚开始总想通过广撒网的方式建立业务联系，或者继续用行业之前的一些打法去做营销推广。只有等碰过几次壁之后，他们才会发现，在投行业原来那些打法都是行不通的。因为他们通过原有的方法拉来的业务大概率都是无法落地的。

另外，就像前文所说的，在投行这个行业里，只靠着自己的深厚关系或者资源去承揽业务，并不是一条长久之路。毕竟大部分的从业者都是普通背景，即便具有资源优势，也不可能全部供你使用。而且既然我们选择进入投行，也都是希望靠着自己的专业能力取得职业上的成功。

综合上述原因，要想在投行这个行业里走得长远，使专业能力有所体现，那么在做承揽业务的初始，就要做到既靠别人，又靠自己。

第一步：既靠别人

首先，这个“别人”指的是我们在从承做向承揽转型的阶段所接触到

的最合适的客源，也就是那些我们在承做阶段服务过的客户，以及合作过的其他中介机构。在最初接触承揽业务时，我们一定要通过他们开始自己的原始积累。

由点到面

假如在营销投行业务的过程中，把服务过的客户比作当地的一个个圆点，把我们的专业、技术，包括人品，当作属于我们自己的一种颜色，那么我们首先要做的是把这些圆点都涂成自己的颜色，然后在日后的交往过程中，再逐渐把这些圆点涂得越来越大，大到能够影响周围的其他圆点，甚至吞并其他圆点，最终让这一整块区域都变成我们的颜色。这种打法，就是想要介绍给大家的第一个承揽思路，我把它总结为“由点到面”。

不知道大家能否理解这种比喻，如果不能理解，那么我再具体解释一下“由点到面”的实际打法。就是说，要从承做岗位的老客户出发，继续跟进他们的后续服务。在跟对方已经熟识的基础上，加深双方之间的关系，并通过提供给这些客户的优质服务打造自己的专业口碑。最理想的效果就是，客户在与你合作之后能够主动为你在当地进行宣传。

这种“由点到面”的方式，其实是由承揽的特点决定的。因为投行项目是很难通过几次简单拜访，或者中间人的普通介绍，就建立起业务关系的。所以我们一定要集中时间和精力，去经营性价比最高的客户资源，争取在建立长期客户关系的基础上，不断形成可重复的业务机会。比如为你提供国内IPO业务机会的老客户，在成功上市之后就还会有再融资、定增、债券发行等各种投行业务机会，但每个客户也只能在国内上一次市，所以与老客户建立好长期稳定的客户关系，要比不断寻找新的IPO业务花费的成本更低。

而这种方式，也是有对应的经济学原理可以解释的。因为任何一个可以不断提供业务机会的客户，其所带来的边际成本都会随着时间的推

移变得越来越小。也就是说，同样的时间和精力花在老客户身上，比花在新客户身上得到的回报会更多。

牵线结网

除了直接面对客户的这种“由点到面”的打法，对于那些合作过的其他中介机构，还有另一种打法。比如会计师事务所、律师事务所、评级公司等，如果把它们比作一条条线，同样，你也可以把自己的专业、技术，包括人品，都当作自己的颜色，首先把这一条条线都涂成自己的颜色，在日后的交往过程中，以自己为支点，用你涂色的所有线条编织一个业务共享网络。这种打法，是给大家介绍的第二个开展承揽工作的思路，可以把它称为“牵线结网”。

要想执行这个思路，需要从这些中介机构出发，在业务上跟它们保持经常性的沟通和联系。然后在交流的过程中，建立起一种互助式的营销合作模式。特别是那些之前就成功合作过的机构，不仅要与它们保持长期的合作关系，还要学会去帮助其他机构与之建立合作关系。我们的最终目的是要把每个机构的单条线串联成一个交互式的营销网络，实现共赢。就像前文所举的例子，当牛星河被安排撰写一份新业务的项目建议书时，他遇到了一些业务上的疑惑需要解答，就想办法请教合作过的中介机构，那么这种在投行实务中经常发生的情况，便是投行从业人员与其他中介机构进行业务沟通联系的契机之一，在这里是牛星河向其他中介机构请教，那么未来该业务若能顺利被投行承揽落地，业务中需要其他中介机构参与的工作，比如审计、法律事务等，投行便可以推荐给之前请教过的中介机构。同样，当这家中介机构未来遇到投行业务机会时，也会推荐给牛星河所在的券商，这种相互之间的合作共赢方式，正是“牵线结网”在现实中的体现。

总之，“由点到面”和“牵线结网”是我推崇的两种承揽打法，稳定且高效，也是我在实践中至今都在用的打法。不过，我所说的这两种只是总结出来供大家选择的两条路，最终能不能走通，能不能走好，还是要

看各位在实践中的表现。

第二步：又靠自己

就像前文所说的，承揽是一个既靠别人，又靠自己的工作。而你们能靠的这个“自己”，主要分为两方面的内容：第一是自己的技术，第二是自己的人品。

靠自己的技术

首先，这里的“技术”有两个含义。第一个含义，指的是投行业务的专业技术，这一点在前文已经说过很多，这里就不再重复。在此更想跟大家聊的，是技术的第二个含义，也就是客户营销方面的技术。

这里向大家推荐一本书——罗伯特·西奥迪尼所写的《影响力》。这是一本畅销书，应该有不少朋友看过。但不知道看过此书的各位，能否把书里的内容跟投行的业务承揽联系起来。我看过此书之后，就会经常根据书里提出的有关影响力的六大原则，去思考投行承揽时遇到的种种问题。反复思考之后，我也对这六大原则有了一些新的认识。而这些新的认识，我想将其作为投行承揽的职场建议，分享给大家。

第一，互惠原则，指的是在人际交往中，主动给予对方一些好处，往往会收到意外的惊喜。

在了解对方真实需求的前提下，先用合适的方式表现付出。投行客户大多都对资本市场有所了解，很多个人也会对资本市场的投资感兴趣，比如炒股。券商除了投行之外，还有更多针对经纪业务提供的服务，比如投资顾问、定期研报、不定期的策略会等，所以对资本市场投资感兴趣的客户，就可以主动为其提供这些专业服务，就像当自家公司研究所举办策略会的时候，主动邀请客户来参会，这种不涉及物质利益

的付出，既表现出了自己的诚意，也不会太唐突而让对方无法接受，通过互动也拉近了双方的关系。

第二，承诺一致原则，指一旦做出某种承诺后，来自内心和外部的立场，就容易迫使我们采取相同的措施。

在投行的承揽实务中，用到这个原则的机会比互惠原则更多，比如有些同行在承揽业务的时候，喜欢私下里向客户营销，最终造成不少当面同意、背后反对的情况发生，这就是因为私下场合只能用到“承诺一致”原则里的“内心立场”，所以，当我们了解到客户对你所推荐的业务感兴趣时，一定尽量让对方在公开的场合给出支持态度，扩大“外部立场”给他的压力。在双方都派出大量人员参加拜访活动时，为什么很多投行都喜欢与客户签订战略合作协议并广加宣传呢？大家都明白战略合作协议比较空泛，并不会确定实质性的合作，其实正是运用了承诺一致原则。

第三，社会认同原则，指我们大多数人在进行理性判断的时候，通常是参照别人的选择来决定自己的选择，这也是从众心理的表现。

为什么大部分投行都很看重自己在行业里的排名？为什么说投行的业绩排名与薪酬待遇并不是正相关的？这是因为投行争业绩排名主要是为了利用“社会认同”。就像投行推介业务时都会用到的项目建议书，每家投行的项目建议书模板都会不同，但也都会有相同的内容模块——自家投行在推介业务上的业绩展示，排名越靠前，越能证明市场中有更多的客户选择了自己，被推介的客户在进行判断的时候，常常也会参照大部分人的选择来决定自己的选择。此外，个人从业者在向客户进行业务推介的时候也可以利用这一点，比如你可以向客户重点介绍，在他经常接触的圈子里，已经有人选择了你们公司的服务，并且对你们的服务很认可，让客户明确知道，他熟悉的人已经选择了你，从而在此基础上做出选择。

第四，喜好原则，指人们总是愿意答应自己认识或者喜爱的人所提出的要求。其中的“认识”，跟我之前向大家建议的“由点到面”的承揽打

法，在本质上利用的是同一个道理。至于其中的“喜爱”，《影响力》这本书中介绍了几个让对方喜爱你的技巧，比如赞美、相似性、关联性、熟悉感与合作等。比较来看，我个人更推荐在投行实务中运用最后一个技巧：熟悉感与合作。其中，熟悉感指的是对某种事物的熟悉，会让人产生喜爱之情；而一起合作的氛围，可以让人与人产生共同的目标，从而也容易产生互利的意愿。这两个技巧同样也对应了我之前提到的“由点到面”和“牵线结网”的打法。

第五，权威原则，指人们通常都会觉得自己有责任或义务，去接受来自权威者的要求。《影响力》一书中介绍了最典型的几个权威特征，比如头衔、衣着、外部标志等。

说到“头衔”，还记得本书前文讲述的投行职级中的VP，因为在国内被翻译成“副总裁”而闹的笑话吗？阅历丰富的国企领导在不熟悉资本市场的情况下，都会被“副总裁”这个头衔的权威所影响，大家就能看到权威原则在投行实务中的效果了。国内券商的投行头衔，像副总裁、业务总监、主任、执行董事等，正是承揽业务中经常会使用到的权威特征。说得更宽泛一些，这个头衔不只包含名片上所印的职位，还包括在业内业外取得的荣誉称号，以及在专业技术方面所获得的证书加持，就像有些同行会特意在名片上表明自己的博士、高级经济师等身份，或表明自己拥有特许金融分析师证、注册会计师证等，这也是在现实中对“权威原则”的运用。

第六，短缺原则，指某种东西越稀缺，人们就会越觉得它有价值。很多同行，特别是这几年，在向客户推荐某项业务的时候，总会说一句：“一定要尽快做决定，否则赶不上窗口期，这个融资产品可能就被停掉了。”一方面，国内资本市场的监管指导政策频繁变动，确实会导致业务能开展的窗口期很短。就像2015年改革的公司债产品，当年很多城投类和房地产类企业都可以申请发行，相关政策也鼓励支持，没想到几年后政策就变为限制城投类和房地产类企业申请公司债融资，不少犹豫不决的企业错过了这个窗口期。另一方面，这句话也是短缺原则在投

行实务中的具体运用，窗口期确实很重要，但大多数同行说这类话，更多是为了影响客户做出有利于自己的决定。

给大家讲一个真实的投行部门领导拜访客户的片段，各位能从中更直观地看到以上六个原则是如何具体运用的。

某投行部门的员工在与客户初步接触后，认为该客户有意开展某项投行业务，便将情况汇报给了部门领导，部门领导听完汇报后，认为该客户开发潜力巨大，决定亲自拜访。首先，他让员工尽快约客户的时间，并表明自己作为某券商的投行业务负责人（权威原则），届时会亲自带着审计、律师等重要中介机构的人员集体拜访。在确定具体的拜访时间后，该投行部门领导联系了客户所在地比较熟悉的金融办领导，拜托该领导向客户推荐自己，并能在拜访当天也前往客户处（喜好原则）。拜访那天，该投行部门领导向客户详细介绍了自家公司在行业里的排名，以及在客户所在地的地区排名，并重点介绍了在当地与客户处在同一行业的几家大公司，都选择自己作为承销商（社会认同原则）。当客户询问某投行业务最近的监管态度时，该投行部门领导表示，最近刚被监管机构邀请参加这项业务的内部讨论会（权威原则），有一些利好政策可能近期会实施，希望该客户能尽快启动，以免错过窗口期（短缺原则）。之后又介绍一同前来的审计、律师，都是业内领域的专家，如果也能同自己一起参与该客户的业务，会事半功倍（喜好原则）。在这次拜访谈得差不多的时候，当地金融办的领导也赶了过来，向客户介绍了该投行对当地资本市场发展的支持，并向其大力推荐该投行（喜好原则）。客户当着金融办领导的面，表达了会尽快开会讨论聘用该投行服务的意愿（承诺一致原则）。该投行领导建议先尽快签署一份战略合作协议（承诺一致原则），并表示可以邀请公司总裁出席（权威原则），金融办领导也表示如果投行总裁届时会到现场，那么自己也会邀请当地政府领导出席（权威原则），客户随即表示争取下周就召开战略合作协议的签约仪式（承诺一致原则）。拜访结束后，客户招待几方一起用餐，在饭间闲聊中，投行部门领导得知客户平时很喜欢炒股，便邀请客户参加下个月公司召开的年度策略会（互惠原则），客户很高兴，

又让投行领导给自己推荐了几个投资顾问（互惠原则）。

总之，《影响力》这本书提出的六大原则，是我们在维护客户关系并拓展承揽业务的时候，可以多学习思考的营销技术。但有关技术方面的内容，只是作为承揽之“术”的建议。我们要靠的是“自己的人品”，这是最重要的“道”。

靠自己的人品

就像前文已经多次强调过的，业内很多朋友也都知道的一个事实：投行的圈子特别小，每个人的业务水平和道德高低，只要一打听就全知道了。很多同行可能是你的同事、前同事，未来也很有可能再次成为你的同事，包括你接触到的其他中介机构、你的客户，他们也都在投行的这个小圈子里活跃着。我们在行业里的一言一行，你或许觉得初次接触的客户不会清楚，但我们要知道，如今国内券商间的投行业务竞争是非常激烈的，你接触的客户很可能早已经接触过其他券商的同行，或者很快就能接触到也想营销同一个业务的其他券商。那么，你所在的券商曾有过的负面消息，包括你在行业里的表现，特别是那些会影响客户判断的不好的表现，都会被竞争对手传给客户，这就是从业人员在承揽业务时经常遇到的现实情况。所以，大家要真想在投行这个行业里靠自己打出一片天地，那么在承揽这个岗位上，就一定要比以前更加爱惜自己的羽毛。大家在年轻时犯了错，还能用自己经验不足作为借口。但如果到了承揽这个阶段，犯了错还用经验不足当借口，那么你在圈子里的口碑会变得很差。

领导力：如何搭建自己的团队

投行和所有行业一样，都是熟能生巧的职业，随着大家的承揽经验越来越丰富，之后的路也会越走越顺畅。但旧的问题会解决，新的问题也会随着承揽能力的提高、项目数量的增多而出现得更多。其中一个最主要的问题就是，在刚转型承揽的时候，一个人还是可以兼顾承做的，但随着后期业务逐渐增加，大家就会发现，一个人的能力再强，精力终究是有限的，需要借助其他人的力量。

一个人可以走得更快，但拥有一个团队可以走得更远。接下来我们就来聊一聊如何建立投行团队。

公司和团队哪个更重要

说到团队，无论是在业外还是业内，一直都存在着这样一个争论：团队和公司，究竟哪个更重要？我跟一群业内的朋友讨论过这个话题，但讨论来讨论去，谁也说服不了谁。在大券商工作的同行，普遍会认为团队比公司更重要，而在小券商工作的同行，则会认为公司比团队更重要。根据这些年对业界的观察，我认为这两种不同的观点，确实也都存在着合理性。如果你对哪一种观点有异议，暂时别急着反驳，先看看下文对这两种观点来源的说明。

首先在大券商里，很多业务的承揽，特别是大型项目、创新型项目的承揽，更多都是依靠公司自身的平台和渠道，比如分公司、营业部，包括集团内的子公司、孙公司，项目源倒还是比较稳定，但一单业务收入中的大部分通常会被分配给领导和渠道方，真正留给项目执行人员的只

有很少的一部分。所以，在大券商工作的从业人员，这种事情经历多了，往往会认为即使公司平台很大，那也没什么用，因为即使做的项目再多，最后落到自己手里的也并没有多少。

而对于小券商来说，团队或者个人在收入的分配比例上通常要比大券商好很多。比如一个项目落地，如果按比例正常分配收入，团队或者个人所获得的收入可能会比在大券商那儿多拿10%或者20%。但是在小券商这儿又会遇到两个新的问题：第一，大部分的小券商无法提供稳定的项目源支持，而个人在业务承揽上又缺乏持久性，今年的收入不错，明年很可能就颗粒无收了；第二，行业里有一部分小券商，经常会无故推翻白纸黑字制定的收入分配政策，特别是在项目收入到了公司账上后，从业人员很可能就会面临一个新的、更差的收入分配方案。

所以，很多小券商的从业人员经常会饱一顿、饥一顿，或者在项目落地前后都要忧心分红的问题。这往往就会导致大家在潜意识里认为，小公司员工没有支持和保障，即便收入分配的比例高，但有时也没什么意义。因为即便项目落地了，如果项目奖金还没发到手里，员工心里依旧会对收入分配能否落实存疑。

因此，在大券商工作的大多数员工，会认为团队比公司更重要；而在小券商工作的大多数员工，则会认为公司比团队更重要。这两种不同的观点都有各自的道理。毕竟，当人在同一个地方站得时间长了，就会觉得别人站的位置要比自己的好，而且开始厌烦自己的位置，羡慕对方的位置，甚至会想换到对方的位置上去。

虽然这两种不同的观点都有存在的合理性，但作为一名在大券商、小券商都有过从业经历的一线人员，我在这里想表达一下自己的看法。在经历过两种不同的工作环境之后，我个人认为，团队要比公司更重要。至于那些跟我持相反意见，认为公司比团队更重要的朋友，我觉得可能还是因为经历的事情太少，或者没遇到过好的团队。

前文已经告诉过大家，团队对于一个领导者的重要性。但在行业里却有很多人，特别是一些年轻人，并没有认识到团队存在的重要性。这

种情况的发生，主要是因为他们经常会把公司和团队混为一谈。这里并不是说他们分不清公司和团队的概念，而是他们经常会把自己平时得到的好处、获得的荣誉，都归为公司给予，而自己在工作中受到的委屈，又一股脑推到团队头上，这其实反应的是现实中人性的问题，提醒大家要多注意。

无论现在各位在投行里是什么职级，项目经理也好，业务董事也好，包括董事总经理也好，如果想要找一个可供自己长期稳定发展的平台，却仍然只是奔着公司的名头去，那结果很可能并不会像大家想象的那么好。等到大家在这行待久了，特别是做了一段时间团队负责人之后，你们自然会发现，公司所能给的都是一些空洞的支持。实务上的很多事情，无论来自内部还是外部，最终都离不开自己团队的支持。

因此，无论你的职级多高，除了要有支持你、信任你的领导之外，还要有一群忠于你、能够协助你工作的下属。否则，只凭自己单打独斗，不要说外部的业务操心不过来，光是内部无关的琐事，就能把你的时间和精力消耗殆尽。所以，当大家到了承揽这个级别，除了要考虑自身业务发展之外，最重要的是要尽快建立起一个靠谱的业务团队。

如何搭建团队：招聘、培养和考察

那么，我们究竟应该如何搭建自己的团队呢？针对这个问题，下面要从最基础的地方开始，分步骤聊一聊我的建议，供大家参考。简单地说，一个团队要建立并稳定运行，至少要经过三个阶段：招聘、培养和考察。

招聘：校招和社招的优劣势

首先是招聘。说到招聘，行业内其实也就两个途径：一是校园招聘，二是社会招聘。这两个方向，各有自己的优劣势。

校招的优势，就是招进来的员工基本上都是“一张白纸”。即便是那些有过长期投行实习经历的校招生，在行业阅历上也仍然是“一张白纸”。这样的团队成员，只要你真心待他们，他们对团队忠诚的概率，会比社招的人大很多。

当然，校招的劣势也很明显，就是这些员工在入职后的很长一段时间内，在业务承做和承揽上可能很难会有突出的贡献，甚至是不仅没有什么贡献，还会额外耗费团队其他同事的时间和精力。这需要有人在工作上，手把手地教导和指引他们，他们未来的成长在很大程度上依靠团队的培养。也只有团队愿意花费时间和精力，愿意去用心培养他们，才有可能教导出未来的业务骨干。

至于社招的优势，也很明显。社招进来的员工，往往都已经有了一定的工作经验，有可能已经是承做的熟手，来了就能直接参与项目，甚至带队负责某个项目，也有可能有着投行业务资源或者渠道，是自带“流量”来做投行承揽的，因此社会招聘就是一个可以在短时间内提升团队实力的重要方式。很多中小型券商想在短时间内冲业绩排名，也会出高价招聘细分市场领域顶尖的那批人才，比如投行里的并购、债券、ABS等，基本都是这样。投行之外的研究所、正在寻求扩张的券商，大概率也会去招聘那些评上过“新财富分析师”的团队。

而社招的明显劣势主要就体现在，社招很可能会给一个团队带来融合度和信任度方面的问题。比如通过社招进来的新成员，团队负责人一定会对他们有业绩期望，既要给他们压力，又要给他们动力。如果压力给不到位，可能新成员就不出业绩，老成员还会有意见；如果动力给不到位，可能新成员不仅不出业绩，还会对老员工有意见。因此，对于社招成员，团队负责人要特别注意平衡好，遵守适度原则。

虽然说校招和社招有各自的优劣势，但我个人建议，在团队建立初期，还是应该以校招为主，社招为辅。如果以我的经历为例子，可能看起来会走向一端，因为在我刚建立团队的时候，是将团队的所有招聘名额，全部留给了那一年毕业的应届生。

我之所以会做出这样的选择，主要是为了自己的团队能够发展得更稳定和更长远。当然，我也为这种方式付出了相应的代价。比如在团队建立初期，不仅承接和储备的项目不多，业务的收入也上不去。虽然说收入养活团队没问题，但跟公司的其他团队相比，在收入方面确实还是有着不小的差距，这就导致前期作为团队负责人的我业绩压力特别大。但校招的好处，在短暂疼痛后就逐渐凸显出来了。

怎么凸显的呢？有很多在团队建立前期主要依靠社招进来的成员，业绩冲得猛。比如，有的是团队负责人本身的承揽能力就很强，不愁没有项目做，但是缺少做项目的人，所以就通过社招招一群有承做经验的人。结果，因为团队内的各种摩擦，在短短两三年内，承做人员就流失了不少，甚至有的还撬走了团队原有的客户和项目。有的是团队负责人本身的承做技术不错，承揽能力也还可以，但想要团队业绩能更快速地增长，所以就招了几个资源丰富的专职承揽。结果，招来的很多都是忽悠型“人才”，甚至自己承揽项目挣到的钱，都要拿去填补这些人白白耗费掉的营销成本。以上这些都来自业内同行的真实经历，通过这种比较，以校招为主的团队，就显得比较稳定且靠谱了。

培养：具备同理心

把员工招进来只是第一步，要想做好团队的建设，更重要的是后期培养和考察这两个步骤。

虽然在组建团队初期，校招给我个人带来了很大压力，但也为团队后来能稳定高效地发展，打下了一个良好基础。这个基础是如何打下来的呢？简单地说，是累出来的。

我至今都清楚地记得，在团队刚建立的前几年，我是真的很累。因为作为团队负责人，不仅要关注业务的发展方向，盯具体的项目进度，还要关心团队成员的成长。虽然有的时候可以同时操作，但大多时候，一个人只能重点考虑某一方面的问题，至于其他方面就会有点顾及不

上。当这种时刻来临时，我会选择去重点关注对团队成员的培养。可以说，在整个团队建立的过程中，我在培养团队成员这方面花费的时间和精力是最多的。

那么，我的时间和精力具体花到哪里了？首先，我几乎做到了在业务的每一个环节，都手把手地教新员工。在专业技术上，一个项目从进场到结束的整个流程，在他们第一次参与时，我肯定会全程进行指导。小到每一份申报材料怎么写，大到与各个机构如何沟通协调，如何读懂监管机构的每一次反馈，以及如何对反馈进行回复等，我都会手把手地教给他们。

其次，在行为准则方面，我也会对他们进行指导，小到教他们如何分辨同事、同业以及客户的靠谱程度，帮助他们分析未来的职业发展路径，大到与他们交流自己对行业未来发展的看法等。应该说，在我眼里，在那个时期，不是简单地把他们当作团队成员，而是将他们视作未来可以并肩作战的伙伴去培养。

其实，行业中像我这样对待团队成员的并不在少数。我想，我们之所以这样对待同事，更多是因为我们都有同理心。虽然到了我们这个职级，对专业已经很娴熟，但在我们刚入行时，大多也是对专业一无所知的年轻人。我至今都清晰地记得，当时年轻的我们最缺的是一位职场上的领路人。因为我们那个时候大多是自己一步步摸索着过来的，这让我们确实走了不少弯路，错失了重要的机会。而这些弯路，如果有人曾经愿意指导我们，很多都是可以避开的。所以，在那个时候，如果有人愿意做我们职场上的领路人，为我们的专业技术和职场成长提供指导，也许我们可以比现在更出色，而能得到指导的我们，也会心甘情愿跟随领导一起成长。

现实中的情况也是如此。比如我在指导团队成员的时候，看着他们一点点成长起来，就好像看到了过去的自己，无形中也更愿意去主动指导他们。最终，我对他们尽到了导师的职责，他们中的大多数人自然也会对团队尽职尽责。所以，在培养团队成员的过程中，作为团队负责人

一定要有同理心。多想想年轻时的自己最需要什么，自然就会明白这些团队成员最需要你给予哪些指导和帮助。我想，也只有具备同理心的团队负责人，才能真正培养出具备同理心的团队成员。

考察：信任度前置

说到培养和考察这两个阶段，有个小细节，不知道大家注意到没有，我把培养放到了考察的前面。而在现实中，很多人是把考察放到培养前面的。这跟团队负责人的性格，及其为人处事的态度相关。我之所以会把培养放到考察的后面，主要是因为我对人的信任，是在共事之前建立起来的，即“信任度前置”。

信任度前置的意思是，我抱着信任的态度去对待别人，之后如果他有哪件事做得不到位，那么我对他的信任度就会下降，经历过多次让人失望的事情之后，我对他的信任度就会变为0，之后不会再有交集。从这个角度来看，那些把考察放到培养前面的同行，可能在与人际交往的信任度打开方向上正好相反。他们在最初与人接触的时候信任度低，在不断考察对方的过程中，信任度才有机会逐渐提高。

至于为什么选择将信任度前置，是因为我觉得大家在社会里都摸爬滚打了那么多年，各自对人性也都有着基本的了解，所以在人与人的交往上，双方能否合得来，是一件可遇不可求的事情。

因此，我在考察一个人的时候，更愿意真诚地与他聊一聊关于职业、职场，甚至人生的看法，去了解对方的三观。基于这种信任度前置的做法，在很多时候，我也会主动将自己的三观真实地呈现给他们，让他们自己去把握双方是否三观相投，从而将去留的选择权交给他们。

政策：唯一不变的是人心

在投行职业生涯中，还有一个需要经常思考的问题，那就是投行从业人员应该如何理解和应对政策的变化。

政策频变

如果大家了解国内投行发展的历史，或者看过我在“大力如山”公众号上所写的《投行的日与夜》这篇文章，会发现针对国内投行所出台的监管或者指导政策，有一个非常明显的特征——“政策频变”。

其实，这四个字不单单是国内投行领域的特点，整个资本市场的发展，基本上也都受到这个特点的影响。国内的资本市场还很年轻，起步也比较晚，所以很多时候，我们都是在摸着石头过河。

就因为我们从业人员要时时面对“政策频变”，有时我们对业务发展所做的规划，与未来的真实情况偏离度会非常大，甚至是相反的。有的时候，我们辛辛苦苦布局了大半年的市场，最终抵不上一纸临时文件。

但很多从业人员在布局业务时，依靠的并不是自己的思考，就像在行业内经常会召开研讨会、论坛、培训讲座等，相信不少同行都参加过。我也参加过不少，几乎每个月都要参加一两场。在参会的时候，能听到行业专家和领导者一些前瞻性的发言。

参加这些会议，确实是一个了解行业发展趋势的途径。但是，现在回过头来再去看，我们从这些专家口中所了解到的前瞻性信息，不仅不一定准确，而且在那些少量的靠谱信息中，最终能完全落地的更是少之又少。

在资本市场混业这么多年，我观察到一个现象，那就是凡是已经在公开场合公布的信息，根据这个再去布局，基本已经晚了。即便之前在这块新业务上已经有一定的客户基础，竞争肯定也会比以往更激烈。所以，在对未来的业务方向做发展规划时，不建议大家过多地听取所谓专家的建议。

比如当年公司债新规公布的时候，很多从业人员其实早已了解到这个方向，并提前进行布局，即便不了解消息的同行，在接触客户的时候，也会听客户提起。再比如这两年很火的海外债业务，当有公开专题会议开始召开，市场上开始热炒，财经新闻大肆宣传这个消息的时候，那些已经提前布局海外债业务的从业人员其实早就先行了。而听到会议讨论、看到热炒信息之后才进场的同行，不仅要面临更激烈的竞争，就算抢到了此类业务，也会发现不仅发行审批开始放缓，市场上的投资者也逐渐对海外债产品不感兴趣。

这样的例子还有很多，我认为在充满变动的市场环境中做业务规划时，业界专家的声音仅可以作为参考，真正能依靠的，还是一套自己的方法论。

应对方法：以快打快，全面布局

用什么方法去应对“政策频变”呢？说起来其实很简单，用两个字就可以概括：一个是“快”，另一个是“全”。

“快”：以快打快

如果把业务政策比作格斗对手，政策频变就意味着对方出招很快，那么大家觉得在这种情况下，我们如何才能占据主动呢？

具体来说，对一个业务上的产品，在刚开始研究的时候，我们就要

快，要尽快了解这个产品的对标客户有哪些，为什么对标客户会选择这个产品，以及对客户来说，这个产品的优劣势都有哪些。然后，再根据上面这些问题的答案，考虑自身进入市场的可能性有多大，并且尽快做出是否要进入这个市场的决定。如果要进入市场，还要尽快开始布局。

有很多同行前面几个步骤做得都不错，对新业务的想法也很多，做的研究也透彻，但就是到了最后去布局的时候，步伐开始放缓。如果本书的读者平时在执行方面也有这个坏习惯，建议你们要尽快改正。因为政策频变的资本市场是不等人的，你的竞争对手也不会等你。所以，我们在业务布局方面一旦想好了，就一定要尽快落地。

当然，即使我们前期研究准备得很充分，也花了很大的力气去布局执行，现实中往往会有不如意的时候，特别是在投行这个行业，有时候你真的已经很努力了，但就是会出现各种各样的问题，导致你预想的好的结果没有出现。所以，我们在布局的过程中，如果遇到了客观上的阻碍，导致业务迟迟无法推进，还要学会尽快从这个业务中抽离。毕竟，我们都清楚投行的时间成本是很高的。

我们以公司债新规启动后的市场变化为例。2015年1月，证监会发布《公司债券发行与交易管理办法》，允许非上市企业发行公司债，史称“公司债新规”。其实在新规正式发布之前，已经有不少从业人员根据相关信息提前预判了新规的出现，并对那些非上市企业客户，特别是债券融资需求旺盛，之前仅能靠企业债发行融资的城投类企业进行了业务布局。2015年，全年发行公司债940期，总融资额1 2615.49亿元，同比分别增长80.77%和362.01%。2016年，“井喷”的公司债发行量，特别是大量城投类企业的公司债发行量，让监管有意识收紧对该类企业的审核，先是对券商进行了“双五十”的口头指导——“最近三年（非公开发行的为最近两年）来自所属地方政府的现金流入与发行人经营活动现金流入，占比平均超过50%，最近三年（非公开发行的为最近两年）来自所属地方政府的收入与营业收入，占比平均超过50%”，两个指标二选一。很快，监管发现通过“包装”，很多城投类企业都可以满足“双五

十”中的现金流指标，便将这个口头指导变为更严格的“单五十”：“报告期内，发行人来自所属地方政府的收入占比不得超过50%，取消现金流占比指标。”所以，如果是在2016年入场公司债的同行，遇到的可能就是一个正在逐渐关闭的窗口期。但大家也能够清晰地看到，在该业务发展后期，整个公司债市场开始疲软之前，其实在审核口风上，在投资者的反应上，就已经提前出现了很多不好的迹象。只不过有些业内同行，明明已经察觉到了这些迹象，明明知道未来市场肯定会走低，却仍是舍不得前期下的功夫，或者是对未来的市场抱有一丝侥幸的心理，不愿对做不出来的项目撒手。结果等市场真的不好了，再转型也就来不及了。所以，大家一定要记得多提醒自己，当断不断，一定会反受其乱。

“全”：全面布局

具体来说，“全”就是要更全面地开拓业务，去开拓对你有益的，任何一个投行牌照下的业务。就我自身的感受而言，要想在投行这个行业里有所建树，纵向发展是基础，它决定了你的厚度，越深入，你在行业里的根基才能扎得越深，你也就越难被替代。而横向的发展是纵向发展的进阶，它能决定你未来所达到的高度，能决定你在这个行业中最终的发展。这种全方位的业务开拓模式，会倒逼着你横向发展。

其实，这个“全”字所代表的打法，不仅投行部门或者团队会用，包括行业里很多券商，甚至其他行业里的公司，它们在宏观层面规划自己公司发展的时候，也都会采用全面性、综合性的业务布局思路。而与之相对应的另一种业务布局思路，就是一直深耕一个行业，做深做细。为此，我专门研究过这两种不同的打法，最后综合考虑下来，我认为在目前的国内资本市场上，“全”字所代表的打法是最合适的。包括国内券商行业在现实中的发展就是这样，大多数券商都选择了第一种全面性、综合性的业务布局思路，同时会布局主要面向个人的经纪业务和主要面向机构的投行业务两大类，而选择第二种做深、做细思路的券商则几乎没有。中金公司刚成立初期选择的主要是发展机构业务，投行业务被其作

为发展的主要抓手，只是后来中金公司的业务布局思路也转为全面性、综合性，比如2016年拥有屈指可数的营业部的中金公司合并了大中型券商中投证券，中投证券后来成为中金的子公司，并改名为中金财富证券。

而要用好做深做细的打法，首先必须要有两个先决条件。第一，要熬得住，不是在物质上，而是在精神上。这行很现实，没业务可做的，你就不会有太好的收入。但最难熬的还是在精神上，特别是看到行业里与你同一批次入职的同龄人，在其他业务上做得风生水起的时候，你的精神压力会非常大的。

第二，一定要有一个愿意支持你熬下去的公司。说得直白一点，就是要有一个能支持你的领导。因为在投行这个现实的行业里，好的领导也许愿意支持你一年半载，但能连续支持你两三年，并且始终如一的领导还是非常难遇到的。

过去与未来的交汇

当我们了解了一个行业的基本知识，或者说进入某个行业之后，要想更好地适应这个行业，你会发现，单纯从微观角度观察已经不够了。所以，最后重点和大家聊一聊两个大的主题，一个是投行的历史发展轨迹，另一个是投行的未来发展趋势。

历史的警钟

我曾经在“大力如山”公众号上陆续发表关于行业历史的文章，如果你已经读过，也许会对国内投行的历史发展脉络有一个大概的认识。没读过也没关系，本书附录便是在这篇文章的基础上，对投行发展历程所做的最新梳理。简单地说，国内的投行业务最早掌握在银行业手里，随着证监会成立，才逐步移交到券商行业手中。针对投行的发展历史，我将在附录部分重点展开，这里先谈一谈投行业务发展至今有哪些教训值得我们吸取。

我一直认为，每个行业都有负面的东西，但有负面并不完全是坏事。因为只要这个行业出现问题，就会紧接着迎来一次纠正，而纠正后大概率都能向好，投行也是这样。

比如投行领域内的债券市场，这几年债市打黑，第一批就是一级市场，重点清扫了丙类户，而过去在债券市场非常活跃的丙类户，如果不是因为监管开始清扫导致其曝光，我想外行是很难了解这些从业人员背后的黑幕的。包括一些年轻的从业者，可能都摸不清其中的门道。所以当行业在丙类户上出现了问题，通过债市打黑去纠正这个问题，在很大

程度上也推动了国内投行领域债券市场更好地向前发展。国内投行业发展至今，在过往历史中所暴露出的一些负面问题，虽然大都源于投行业发展初期的不完善，以致政策漏洞被利用，但所有的负面问题本质上都源于人性。这些历史为我们敲响了警钟，在简单归纳后，可以分为三个大类。

第一大类，就是从业人员向发行人输送利益。输送的套路有很多，但目的只有一个，就是要拿下发行人的融资业务。这应该是投行业出现最多的一个负面现象了，无论是领导还是普通员工，都有可能去做这种违法违纪的事。比如2018年某城投公司董事长和财务总监的受贿案，就引出了某券商从业人员向该城投公司的董事长和财务总监行贿300万元，获得该城投公司20亿元的公司债业务，最终该从业人员因犯行贿罪，被判处有期徒刑5年，并处罚金48万元。这种案例有很多，而且几乎存在于服务资本市场的所有行业，除投行外，还包括会计师事务所、律师事务所、评级公司、担保公司等其他行业。

第二大类，就是从业人员向监管审核人员输送利益。输送套路仍然有很多，但目的也只有一个，就是让自己的融资项目能顺利获取批复。比如2017年证监会的一纸《行政处罚决定书》，公开了深圳证券交易所某发审委兼职委员，以他人名义受让相关拟上市公司股权，持有并交易了相关上市公司股票。该委员为三家公司上市提供了帮助，通过亲属名义违法违规交易三家公司的股票，总计获利高达2.48亿元。这种在企业改制上市过程中突击入股，待股票上市后高价卖出的行为，触犯了《证券法》第四十三条关于禁止从业人员参与股票交易的规定。

这种现象的产生离不开人性方面的原因，好在国内的审核机制一直都在向更公平、更市场化的方面改进。比如有的监管机构早已委托更专业的市场化机构对投行项目进行实质性审核，还有一些监管机构会从市场中借调更有实务经验的从业人员对投行项目进行审核。

第三大类，就是从业人员向投资者输送利益。这种类型的套路也有很多，但目的还是只有一个——让自己的项目能够顺利融资，并且顺利

发行。我们这个行业所称的投资者，更多是指那些机构投资者。机构投资者有哪些特殊性呢？它们购买融资产品是由决策人共同决定的，但投资所用的却是机构的资金，而不是决策人的钱。这种情况就是经济学中的委托—代理机制。其中，委托人就是资金的实际拥有者，而代理人则是投资的决策者。学过经济学的朋友应该都知道，在委托—代理机制中存在一个很大的问题，那就是委托人和代理人的利益并不完全一致。正是这个不一致，给了一部分从业人员私下运作的机会。前文提到的债市打黑直指丙类户问题，就是一个很明显的例子。2013年“债市打黑”首案披露出来的相关从业者——某券商固定收益部交易员、某保险资产管理公司固定收益部交易员、某国有银行金融市场部高级交易员、某国有银行金融市场部债券发行处处长，四人在2007—2008年多次利用职务便利，将属于金融机构的利益输送给“丙类户”某公司后，再由个人私分，四人职务侵占数额共计8 024.46万元。最终，法院认为四人行为均构成职务侵占罪，分别判处有期徒刑六年六个月、五年六个月、五年和二年九个月，并处没收财产共850万元，违法所得依法追缴。

之所以专门把这三类情况梳理出来，就是为了告诉大家，投行这个行业并没有多么高深，大家往深里去琢磨，会发现背后都是由人性组成的。而我们要想在这个行业里得到长期稳定的发展，就一定要学会读懂人性。什么叫读懂人性？就是不仅能够识别对错，还要坚守自己的道德准则，对任何事都不要抱有侥幸心理。

在我看来，国内的资本市场以及投行这个行业，未来一定是继续向前，向更市场化的方向发展的。而在发展过程中，那些已经暴露出来的，或者还没有暴露出来的问题，那些我们已经知道的或者还不知道的问题，一定会在未来的某个时期被清扫出去。

未来是否值得期待

熟悉我的朋友会知道，我喜欢写有关投行历史的文章，这是因为梳

理历史可以让我看到更清晰的现实，这样我才能领会行业的未来。而活在当下的我们，如果只懂得感受现在，而不去思考未来，那么总会比同行慢一步。

如何拥抱变化

我对这个行业的未来是有所期待的。大家都知道，国内投行这几年的发展速度一直都非常快。当然，也可以理解为行业监管的加强正在推动这个市场快速发展，这使投行业务的更新频率变得非常快。但这里提到的更新快，一是指老业务结构和模式的更新，二是指新业务的推出。特别是在近两年，想必在投行工作多年的同行对此都深有感触。

因为大家会看到，现在老业务的存活期越来越短了，如果不换种方法，可能长的一两年，短的几个月之后就做不了业务了。比如投行中的债权业务，无论是债券业务还是ABS业务，节奏变化都非常快。也许前半年在做这个业务，下半年就必须换成另外的业务；或者上半年项目多到做不完，到了下半年却发现这些项目怎么都发不出来。从这个角度看，投行似乎已经开始走下坡路了，甚至有不少新闻报道都开始用“投行寒冬”去形容如今的行业发展情况。

但我的看法与之不同。首先，我喜欢现在这种节奏。我知道有很多从业人员会觉得现在行业的压力有点大，会经常担心手里的业务突然就不能做了，或者未来没有业务可做。我觉得这种压力才是投行这个行业与生俱来的。从行业未来的发展趋势来看，这种压力会越来越大，就像科创板的到来，“注册制”的推动，让投行从业人员无时无刻不在面临新的挑战一样。

但我们一定要理解，在任何一个行业里，有了压力，从业人员才能有所成长；有了压力，才能淘汰不合格的从业人员。

AI会取代投行从业者吗

当然，在投行这个快速发展的行业里，未来也有一些变化是需要我们提前注意的，比如科技发展带来的变化。从几年前轰动全球的围棋人机大战开始，就有不少人来问：AI（人工智能）越来越成为趋势，未来大部分投行从业者会不会失业啊？

对于这个问题，我觉得还是要辩证地看。首先，大家不要有太大压力，毕竟整个金融市场的发展从始至终就不是靠科学技术和劳动力去盈利的，而是更像资本密集型行业。投行从业者的专业能力更多体现在解决问题和沟通协调上，而不是撰写申报材料、财务数据计算等基础事务上，这也是为什么本书几乎没有教大家如何撰写材料、如何计算财务数据等。

而且大家可以去了解一下，目前所谓金融科技公司，特别是那些声称针对投行领域服务的公司，顶多依靠对申报材料进行快速复核、高速搜索整理相关信息等去蹭金融科技的热点。它们所做的不过是提高了基础事务工作的效率，但对投行的专业性工作还是没有助益的。所以，各位不要太过于担心这个问题。

另外，我们也要看到并拥抱这种变化。虽说目前所谓金融科技类公司对行业改变的影响还很小，但它们所从事的工作确实是行业未来发展的一个方向。投行基础性事务工作确实是不看重技术含量的。未来随着技术的进步，这些基础性工作一定会被AI取代。2020年，中国证券业协会《证券公司投资银行类业务工作底稿电子化管理系统建设指引》中明确指出：“鼓励有条件的证券公司在同一个系统中实现投资银行项目内部报批、审签、工作底稿管理等功能，并自主探索运用大数据、人工智能等技术实现底稿信息的实时监测、自动提取、智能分析、风险预警等功能。”

这就提醒我们，在投行业，一定不要让自己陷入基础性的工作无法自拔。我们更应该去修炼自己解决问题的能力、沟通协调的能力、业务营销的能力等。只有我们真正掌握了这些专业能力，在行业迎接科技浪潮的时候，才能使科技更好地为我们服务，而不是使自己被科技所替

代。

其实，有时候我们也不需要去分辨行业的历史和未来。在一个行业里待的时间长了，大家就会发现未来跟历史是相似的。就像行业里的年轻人现在所经历的迷茫和苦闷，跟我们过去所经历的差不多。大部分的普通从业者都会觉得投行这条路很辛苦，在我们刚入行的时候，在我们向前走的过程中，也经常会对未来感到迷茫，甚至怀疑自己的选择。大家未来在行业中可能遇到的事情，可能需要做出的选择，以及可能会产生的后果，大部分也都是我们经历过的，这其实也是我写作本书的原因，就是希望尽自己最大的努力，给大家提前带带路。

多体会行业的历史，大家自然就会明白未来在投行的职业道路究竟该如何走。其实我们真正需要做的很简单，就是一定要守护好自己的专业技术，同时对这个行业的未来保持乐观。行业未来的发展肯定是越来越成熟，也越来越完善，研发的产品也会越来越丰富，这就能给我们从业人员带来更多的选择机会，也会让我们的阵地变得更加坚固。

最后，以苏轼的《定风波·莫听穿林打叶声》结束我们这次投行职场进阶之旅。

莫听穿林打叶声，何妨吟啸且徐行。

竹杖芒鞋轻胜马，谁怕？

一蓑烟雨任平生。

料峭春风吹酒醒，微冷，山头斜照却相迎。

回首向来萧瑟处，归去，也无风雨也无晴。

其实，真实的国内投行就是这样，也无风雨也无晴。

附录

投行的日与夜

1984—1992：国内资本市场建立初期的混业时代

1984年，中国工商银行正式成立，承担原来由中国人民银行办理的工商信贷和储蓄业务。

成立伊始的中国工商银行，虽说是在中国人民银行各地分支机构直接加挂的牌匾，彰显出自己与众不同的气质，但位于北京的中国工商银行总行，却临时租用服装厂的闲置厂房办公，这与几年前就已成立的中国农业银行、中国银行和中国建设银行比起来，实在是有点过于寒酸。

不过，中国工商银行与服装产业的上游生产者——服装厂——结下的缘分，在当年却成功地延伸到服装产业的下游营销者——主营服装销售的天桥百货身上。

天桥百货曾经在20世纪50年代开展的“比、学、赶、帮、超”社会主义劳动竞赛中获得“全国第一面商业红旗”殊荣。到了20世纪80年代，天桥百货决定改造为自主经营的股份制，在1984年为其代理股票发行的就是中国工商银行。

这次股份制改造除了使天桥百货成为中国首家股份有限公司之外，当年发行的300万元股票也成为中国的首只“股票”。之所以股票二字加上了双引号，是因为该纸票不但印上了“信托”二字，在背面更是注明了五年还本、每年5.4%的利息外加分红的描述，这让其看起来更像是一张债券。也正因如此，1986年纽约证券交易所董事长约翰·范尔霖访华时，向邓小平赠送了纽交所证章后，获得的回赠是作为备选的“小飞乐”股票，而不是作为首选的天桥百货股票。

但当年无论送出去的是哪一只股票，都与中国工商银行相关。毕竟“天桥百货”“飞乐音响”，包括第一只向社会公开发行的股票“延中实业”，都是中国工商银行上海市分行信托投资公司（以下简称工行上海信托投资公司）代理发行的。所以，如果把这些股票的发行都看作IPO，那么在国内所有券商成立之前，已经成立的工行上海信托投资公司，可以称得上是国内投行业的“鼻祖”了。

也许有人并不认同这种说法，但在如何招揽投行项目上，当时以中国工商银行为代表的银行业，绝对算得上是未来券商业的师傅辈了。

1989年，上海真空电子器件公司决定增发18万新股。这是当年上海股市筹资额最高的增发业务，上海具备股票承销资质的几家金融机构竞相争取，都想成为此次增发的主承销商。这几家机构分别是四大行在上海设立的信托投资公司，以及申银、万国和海通这三家刚成立不久的证券公司。

虽然这些机构均是上海本地的大关系户，但这些机构里最活跃的，还是刚成立的万国证券和海通证券。万国和海通为了争做主承销商，纷纷向相关主管机构申明立场：“虽然真空电子的IPO和第一次增发的主承销商都是工行上海信托投资公司，但那是在上海还没有成立证券公司的时候，如今既然已经成立了证券公司，证券市场的业务还交给它们做，那要这些专业的证券公司做什么？”

工行上海信托投资公司表面上认可万国和海通反映的问题，私下里却没放弃找发行人聊银行贷款展期的问题。在那个年代，中国工商银行承担着所有工商企业的信贷业务，所以即便真空电子是上海市仪表局的下属企业，但贷款业务仍主要指望工行。

就这样，作为甲方的真空电子无法选定主承销商，最后就闹到了当时的监管机构中国人民银行上海分行那里。中国人民银行时任上海分行行长为此事一锤定音，选择了一个折中方案——几家金融机构联合组成承销团，至于牵头的主承销商，就交给了申银证券。

表面上看，隶属于中国人民银行上海分行的申银证券，最后一声不响地拿下了主承销商。但在此事发生后没多久，工行上海信托投资公司就把申银证券收购了。

这样来看，在混业经营的时代，国内早期的投行业务几乎都掌控在商业银行的手中。那时成立的证券公司也没多少家，随着1988年国债转让业务在7个城市陆续获批，中国人民银行拨付资金在各省组建了33家证券公司，再加上负责国债业务的财政系统也成立了一批财政证券公司，这才共同组成了国内最早的证券公司群体，主要从事国债经纪业务，国债经纪业务为后来的债券二级市场打下了基础。

但要说起国内券商更纯粹的投行历史起点，应该从1992年中国证券监督管理委员会正式成立开始算起，因为最有代表性的券商投行业务IPO，一直到现在都是由证监会负责审批监管的。

1992—1997：混业逐渐转为分业，过渡时期的“额度管理”

1992年，除了成立中国证监会这个大事件之外，国务院还在当年批准了全国9家特大企业改制，允许它们向社会公开发行股票。其中，发行时间最早的企业是青岛啤酒，这也是国内首单申报证监会的IPO项目。

当时证监会特意提前明确，青岛啤酒的主承销商和保荐机构将不再由监管机构指定，而是由地方政府和发行企业自己选定后，再去征得监管机构的批准。相比之前在混业时期，主承销商多数由监管机构中国人民银行直接选定，这一次除了监管机构已经换为证监会之外，也新增了地方政府和发行企业这两个对主承销商有选择权的单位，而此举吸引了更多券商参与竞争。当时整个证券行业凡是有主承销资质的券商，几乎都闻风而动，仅进入首轮主承销商竞标的券商，就有30家之多。

最终获得了该业务的是申银证券。申银证券时任总裁阚治东在自传里回忆道：“这30家券商托人递到青岛的条子，像雪花一样多，有走上层路线的，有走地方路线的，还有走亲情路线的。”而为了顺利承揽到此业务，当年申银证券的高管们也是兵分三路，全员出动，一路跑发行人，一路跑证监会，一路专心设计发行方案，最终才拔得头筹。

没多久，青岛啤酒IPO申请资质的分配，就演变成了一种固定的投行业务配额制度。1993年4月25日，国务院颁布《股票发行与交易管理暂行条例》，标志着审批制正式确立。在审批制下，国务院证券委每年会确定一个股票总发行额度，这个总额度会分配给各个省市以及部委，由各个省市和部委在各自分到的额度内预选企业，并将预选的结果推荐给

证监会进行最终复核，这就是我们常说的“额度管理”。

“额度管理”制度在一段时期内遭到开拓投行业务的券商同人的自嘲，谁有上市指标，谁就有客户主动来找。随着1995年《商业银行法》的颁布，银行业和证券业的分业管理思路逐渐清晰，投行业务也交由越来越多的专业证券公司负责。就是在那一年，为投行业务而生的中国国际金融有限公司成立了。

1994年，由中国建设银行牵头，与摩根士丹利合作成立中国第一家合资投行中国国际金融有限公司这一事项提上日程。第二年5月，中金公司正式挂牌成立。虽然在国内的A股市场，中金公司在1999年才获得承销资格，但第二年就凭借一单融资额高达78.46亿元的IPO项目，夺得当年国内券商在A股市场最好的承销业绩，而这“第一滴血”，是由总部位于上海的宝钢股份贡献的。

中金公司在为宝钢做IPO的过程中，引进了国外投行更成熟的方式。比如当时国内的股票发行是定价发行，发行价不能超过市盈率的15倍，具体价格由证监会决定。而中金公司则为其运用了更成熟的市场化定价，在路演阶段选择对外发布不含价格的招股说明书，再根据投资者的认购意愿来制定发行价格，之后才发包含价格的招股说明书，这是当时国内企业IPO的一次创新发行方式。

紧接着，中金公司又依靠中国石化、中国联通、招商银行等巨无霸IPO项目，连续三年登上国内A股承销榜单的第一名。对于海外市场的上市项目，中金更是无可匹敌，从1997年中国移动的海外上市项目开始，之后的每一单海外项目，在主承销商的那一栏里，永远不会缺少中金公司的身影。随着证券公司的专业程度越来越高，证监会对投行业务的控制力度越来越强，原有的“额度管理”制度也改为了新的审批制。

1997—2003：分业经营时期的审批制，增资扩股和通道制

1996年，国务院证券委员会公布了《关于1996年全国证券期货工作安排意见》。1997年，证监会下发了《关于做好1997年股票发行工作的通知》。这两个文件将过去投行业务“额度管理”的审批制，变为了“总量控制、限报家数”的审批制，除了由国务院规定每年发行的总规模之外，还会额外要求证监会对各省市和部委每年上报的企业数量进行限制，这被业内人士称为“97指标”。

“97指标”的出现，并没有加深国内投行业务的市场化进程，只是加强了证监会对该业务的监管控制，配合国内一系列分业经营法律法规的出台和实施。比如在1997年底，国务院进一步明确了银行业和证券业各自的监管主体——中国人民银行和证监会，并将上海证券交易所和深圳证券交易所完全收归证监会统一管理。1998年12月，中国第一部《证券法》颁布，对证券、银行、保险、信托的分业经营和证券公司相关业务等方面做了明确规定，证券公司终于名正言顺地拥有了自己的业务牌照。

但证监会的这次牌照加持，首先利好的是券商的经纪业务。当年由于实行佣金管制，证券公司普遍可以按照千三的高价收取固定佣金，经纪业务的利润要远超仍需要跑“额度”的投行业务，各家券商的营销重点便放在了经纪业务的客户身上。电子交易系统、网上交易、呼叫中心、炒股软件等经纪服务方式的创新，就是从那几年开始的。一同兴起的，还有证券公司自营盘子亲自入场“坐庄”炒股，操纵股价以获取不法收益的恶劣现象。

投行业务的第一次利好出现在2001年。2000年正是美国纳斯达克火爆的时候，国内股市同样涨势喜人。当时，鉴于审批制出现种种缺陷，国家开始推动国内资本市场的新一轮改革。2001年3月17日，证监会宣布取消股票发行“审批制”，正式实施股票核准发行制度下的“通道制”，把过去审批制下由地方政府和部委推荐，改为由券商进行选择和推荐，这也是国内投行业务向市场化迈出的第一步。

2001年3月29日，中国证券业协会对“通道制”做出了具体解释。每家证券公司一次只能推荐一定数量的企业申请发行股票，由证券公司将拟推荐企业逐一排队，按序推荐。所推荐企业每核准一家才能再报一家，即“过会一家，递增一家”（2001年6月24日又调整为“每公开发行一家才能再报一家”，即“发行一家，递增一家”），具有主承销资格的证券公司拥有的通道数量最多8条，最少2条。

券商通道数量的多寡，是由券商在2000年承销的上市企业数量决定的。根据承销数量，分配给2、4、6、8不等的通道数量。

正是“通道制”的实施，让国内券商开始在投行业务上正式有了自己的话语权。有了话语权的券商，为了能更好地发展，开始认真琢磨起投行业务。那几年券商做投行业务，不像现在是客户挑券商，而是券商会把自己仅有的几个通道，选择给到质优价高的客户。不过，“通道制”实施的时间并不长。2001年，国有股减持消息放出，导致股市崩盘式调整，IPO业务暂停，其他投行类业务的开展也受到了严重影响。比如2001年哈药集团实施配股，低迷的股市让一般投资者宁愿放弃配股权也不愿增持股票，作为承销商的南方证券只能自己包销了卖不掉的6 800万股，也因此成为哈药集团的第二大股东。

2001年下半年，监管层开始反思国有股减持，着手股权分置改革、IPO制度等顶层设计。时任证监会主席周小川，多年以后回顾那段经历时说道：“登山讲求实际，因此无论你是走在迂回曲折的路上，抑或能否看到山顶，又或者在那一点上资源分配是否最优化，都不重要，最重要的是确保你每一步都是向上的，换言之，你正在改进。”^[1]

国内的投行业务发展也确实在自我改进。有心进取的券商，正是在此期间，针对如何开展投行业务完成了自我改革，催生出后来国内投行业务的三种模式之一：业界广泛称道的中信证券“大平台”模式。

中信证券的这种模式发端于2002年设立的企业融资委员会，委员会下设投资银行部、债券承销部、债券销售交易部、资本市场部、并购部和运营部。在投资银行部下面又进行了行业分组，比如电力、汽车、金融、通信、交通这五个行业组，每个行业组都盯准行业内的龙头企业，确立了以大型国内企业为中心开展业务的方针。而此时国内的其他券商还只会按照区域设立上海分部、北京分部，顿时就把中信证券的专业格调给反衬了出来。

2003年，在长江电力的IPO项目中，中金公司不敌中信证券，损失了上百亿的承销业绩，这是中金公司在国内A股市场上的地位第一次被撼动。而在此后的几年里，中信证券的这种打法也使其能够常年稳定地站在国内投行业务排名的前列。

在投行业务实施“通道制”的时期，“大平台”模式让中信证券对自家的通道进行了最优化利用，在客户关系维系方面也确实比其他券商做得更好。当时普遍的情况原本是：上市公司发行上市找一家投资银行，之后财务顾问又换一家，增发或配股的时候再换一家，上市公司对于投资银行的忠诚度比较低。中信证券开创的方法不仅能拿下客户的IPO，更有利于长期维护客户关系。这是一个放在今天来看都非常优秀的做法。

2005年，国家发展和改革委员会出台了《产业结构调整指导目录》，对于目录中所列限制类、淘汰类的行业，证监会在其融资、重组方面加强了监管审批力度，做了非常严格的限制。“大平台”模式在实际的运行中开始受到行业方面的限制，业务开展流程也受到了制约。

行业划分思路要想用得稳，需要一个稳定的高级市场。而国内当时的投行业务市场尚不稳定，“大平台”模式受挫，却顺势催生了两个可与“大平台”模式并肩的新投行模式，这就是平安证券的“工厂”模式与国信证券的“人海”模式。

2003年12月，《证券发行上市保荐制度暂行办法》颁布，为“保荐制”进城打开了大门。投行业务也从“通道制”转变为“保荐制”，将过去的券商推荐责任真正落到了保荐代表人身上。

[\[1\]](#) 肖宾：《股市风云二十年：1990~2010（下）》，机械工业出版社，2010。

2004—2014：保荐制度

保荐制度是指拟上市企业既有投行（保荐机构）保荐，也有保荐代表人负责督导。就像我们国内的投行业务一样，保荐制也是“舶来品”，它其实源自英国的创业板市场。

英国之所以会把保荐制度用在本国的创业板市场上，主要是觉得上创业板的公司资质不如上主板的，所以就通过券商的保荐，为这些上市公司加一道信用增强光环，让投资者的心里也能踏实一些。保荐制度的重点是，要明确保荐机构和保荐代表人的责任，并建立责任追究机制。后来，保荐制度先是被香港学了去，又进一步传到了内地。

2004年3月20日，中国证券业协会组织了第一次保荐代表人考试，当年参加考试的有1 549人，最终通过了614人。5月10日，首批67家保荐机构与609名保荐代表人完成注册登记，保荐制度开始正式实施。保荐机构与保荐代表人成为责任承担者，这促进了券商自身的成长，也强化了投行从业人员的职业操守。

但是，保荐制度的实施，相当于给了保荐代表人金身加持。券商作为投行业务的“通道”，换成了保荐代表人的签字权。从那之后，“百万年薪”演变为保荐人招聘的代名词，后面又逐渐演化成大家印象中“投行”这个职业的代名词。这已然是后话。

2005年，平安证券投行部时任副总经理薛荣年，在平安证券与鱼跃医疗签署了《公司改制财务顾问协议》后，带队赴鱼跃医疗全面推进公司的改制上市工作。薛荣年当时独创的，就是投行业务中的“工厂”模式。

整个投行工作的业务链条，确实可以映射到工厂的生产链条中。比

如投行承揽岗位的工作就是去获取产品订单；承做岗位的工作就是把这产品生产出来；在具体的生产过程中，质控岗位就像是产品质量检测员，他们会在生产的关键节点对产品质量进行把关；产品完成后，便会交付给销售交易岗，由他们完成销售，最终获取收入。

当年平安证券投行业务的“工厂”模式，承做端完全下放给中底层员工，只不过平安证券的承做端并不是简单下放，而是被系统地拆解成了可复制的流水线式操作。在其他各端，比如项目风险的把控、客户或监管的沟通对接等则不下放。这种模式在运行的前几年里表现出了不错的效果。2010年，平安证券不仅在整个券商行业里排名第一，更是与第二名国信证券拉开6亿元的差距。而排名第二的国信证券，正是投行“人海”模式的开创者。

国信证券的“人海”模式，顾名思义，就是多招人。2010年，国信证券把投行队伍扩充到500多人，引进了众多“小团队”的负责人，组成了国信的“人海”模式：每一个团队都出去揽活，谁揽的活谁做，做出来之后就按公司的规矩进行收入分配。

对比两种创新模式，我们会发现不过是在分工协作和单兵作战上进行了不同程度的选择。但之所以都能在当时有所成就，在于两家公司对员工在“收入分配”和“自由”上的管理都有相近之处。也正是这种类似，让两家券商最终走到了同一个历史进程中。

2008年，资本市场“PE腐败”第一案暴露于世人面前。该案的主角是在国信证券做了十年投行工作的李绍武，其腐败方式是让家人提前成立一家公司，干起了“直投+保荐”的全套服务。薛荣年用同样套路做鱼跃医疗，多年后也被曝光出来。

对于这种模式，一直存在着“利益输送”的嫌疑，也是遭受市场强烈质疑的原因。为此，证监会在2011年7月出台《证券公司直接投资业务监管指引》，明确规定了“担任拟上市企业的辅导机构、财务顾问、保荐机构或者主承销商的，自签订有关协议或者实质开展相关业务之日起，公司的直投子公司、直投基金、产业基金及基金管理机构不得再对

该拟上市企业进行投资”。

2004—2012年，投行业务执行保荐制度的这些年，为中国资本市场的发展培养了一大批优秀的中小企业，这是不容置疑的。特别是在股权分置改革完成的背景下，中国证券市场进入全流通市值时代，很多企业想走上市之路，给证券公司带来了大量投行业务，但在资本市场开放的过程中，巨大的财富效应也使一些发行人和保荐人在物质诱惑的面前倒下。

投行业务的改革，永远都在路上。

图书在版编目（CIP）数据

投行职业进阶指南：从新手到合伙人 / 王大力著. -- 北京：中信出版社，2020.7

ISBN 978-7-5217-1932-1

I. ①投... II. ①王... III. ①投资银行—职业选择IV. ①F830.33

中国版本图书馆CIP数据核字(2020)第091984号

投行职业进阶指南：从新手到合伙人

著者：王大力

出版发行：中信出版集团股份有限公司

（北京市朝阳区惠新东街甲4号富盛大厦2座 邮编100029）

字数：180千字

版次：2020年7月第1版

广告经营许可证：京朝工商广字第8087号

书号：ISBN 978-7-5217-1932-1

版权所有·侵权必究

云大慧
著

财富 管理与传承

民法典时代，中国家族财富管理新解



全球视野

前沿热点

本土实践

案例解读

中信出版集团

目录

序言

前言

引言 从法律层面观察家族财富管理

物质财富管理说

应该了解的现金投资法律风险及审判实务

不动产配置考量因素与农村建设用地入市对家族资产布局产生的影响

从阿里巴巴域名案看知产规划及知产证券化带来的财富格局演变

高净值人士投资艺术品应注意的法律风险

艺术品的传承

艺术品信托与艺术品财富传承案例浅析

非物质财富管理说

家族治理结构与家族管制权传承

家族宪法是治家传业的灵魂和根本

家族财富的善用——慈善基金与慈善信托

主体身份规划说

身份规划对家族财富管理传承的影响

女企业家的财产保护与传承

家族企业管理说

家族企业之有限责任公司股权诊断与规划安排

从财富传承角度搭建和调整好家族企业上市的股权架构

新个税法及CRS启动对家族财富管理的影响

财富管理传承工具说

遗嘱是否必须公证

遗嘱信托对遗嘱传承的作用

我国境内家族信托与离岸家族信托功能比较

家族信托给金融法带来的挑战

大额保单的法律属性与财富传承功能

财富管理与传承风险说

家族企业在财富管理与传承中容易忽略的刑事责任风险

家族财产与家族企业财产混同及家族企业面临的法律风险

婚姻财产风险控制与忠诚协议的效力

版权页

序言

改革开放以来，随着中国经济的高速发展，社会财富迅速积累。2018年中国人均国内生产总值（GDP）已接近1万美元，我国已跻身中等偏上收入地区。毫无疑问，人均国内生产总值的增加，也意味着人均财富的增加。随着拥有较多私人财富的家族和高净值人士越来越多，财富管理，特别是家族财富概念与需求逐渐被人们所重视。21世纪初，在我出任招商银行行长的时候，我和我的管理团队就发现了这个趋势和给金融业带来的巨大机会，于是果断转型，大力发展财富管理业务，特别是私人银行业务。如今招商银行的私人银行业务已成为行业的翘楚，而家族财富管理是其中重要的组成部分。什么是家族财富管理？在实践中，我们理解其是为高净值人士提供家族式专项资产管理服务和完全专属的理财产品。家族财富管理是服务超高净值人士的主要形式。一般来说，除了金融投资之外，它还在地产规划、税务规划、子女教育、法律咨询、购买艺术品以及生活的其他方面为超高净值家族提供服务，特别是在财富的传承方面。由于经济发展历史阶段的局限，我国的家族财富管理尚处于初始发展阶段。目前使用的概念、工具和方法，大部分是从发达国家引入的。它对于推动中国财富管理初期的发展起到了重要作用。随着中国高净值客户的不断增加，客户的需求越来越表现出个性化、多样化、高端化、家族化、国际化。而这些需求的产生又与中国的历史文化、社会制度、习俗偏好和地域差异等情况联系在一起。所以，简单地照搬国外家族财富管理的概念、方法、工具等已经不能适应中国家族财富管理的现实发展了。我们必须探索具有中国特色的，适应中国本土需求的家族财富管理的理念、制度和方法、工具，才能促进中国财富管理事业的发展。我们要看到，无论财富管理的需求有多大，我国财富管理尚在初级阶段。由于财富管理，特别是家族财富管理必然涉及复杂的财产关系、利益关系、家族关系以及社会关系的调整，各种矛盾错

综复杂，一个成熟的家族财富管理体系，一定要有完善的法律体系。而我国目前的财富市场法律体系还不够健全与完善。相关法律制度对财富管理市场主体、财富管理行为的法律关系也还没有形成统一的认识，许多监管制度也相对滞后。在这种情况下，现阶段财富管理必须密切关注合法合规的问题，确保财富管理的合法性。因而法律咨询的意义显得尤为重要，律师在家族财富管理中的作用是不可缺少的。尤其是每个家族、每个人情况多有不同，财富管理的方式、工具也不同，完全套用别人的东西是行不通的。

云大慧律师是从事财富管理工作多年的资深律师。她专业、勤奋、有爱心，更有责任感和使命感。重要的是，她这么多年来一直以律师的角度和视野专注家族财富管理，亲身经历和处理了财富管理过程中各种各样的法律问题，形成了自己独特的行之有效的解决方法，非常宝贵。我应云律师之邀，为本书写序，提笔之前，仔细阅读了她的文稿，惊叹该书能将家族财富管理与法律制度方面的研究探索描绘得细致深刻，摆事述理，启发心智，深为感动。此书应该是一位有社会责任感的法律工作者对中国家族财富管理事业的辛勤奉献。

招商银行原行长 马蔚华

2020年6月

前言

6年前的冬天，一个偶然的机会我开始关注家族财富管理与传承这个课题，那时候的我正在思考自己还可以做些什么让自己今后的法律服务能够真正帮助到别人，让别人变得更好。

从那个时候起，我开始用大量时间围绕家族财富管理与传承这个课题进行学习、整理、思考和研究。经过这几年的努力，我对这个领域的认识像拼图一样，慢慢完整，认知越来越清晰和全面。

这两年，随着与超高净值人士和家族企业客户的交流和提供更多的法律服务，我常常被客户、朋友、合作伙伴和同行问及一些问题，我将这些问题随时归纳总结，陆续写成了10多篇文章，2019年8月土地管理法和城市房地产管理法修改，2019年7月最高人民法院召开民商事会议，明确了商业法审判的最新精神。2019年中美贸易摩擦和香港经济的下滑等国际国内经济新形势，给家族财富管理带来深刻的影响。我对原先的文章做了深入思考后进行了修改，并对家族财富管理的一些热点问题做了探索和梳理，穿插了一些经典案例和我们承办过的案例，形成了现在的物质财富管理说、非物质财富管理说、主体身份规划说、家族企业管理说、财富管理传承工具说、财富管理与传承风险说六个板块22篇文章，内容基本覆盖家族财富管理规划的各个方面。从文章的表述看，我采用了法律论述、法律比较、案例分析等方式，试图简单地让读者对家族财富管理与传承的整个法律体系有宏观和微观两个方面的了解。在本书即将付梓之时，《中华人民共和国民法典》颁布，本书根据其做了相应的补充与修改。

在这两年的国际业务交流中，我发现与华人世界紧密关联的国家和

地区都高度关注中国的财富管理与传承问题，但因为文化背景、法律制度和风俗习惯的差异，它们对中国家族财富管理与传承的认知存在很大误区，我便把自己所写的文章翻译成英文，希望通过这些文章让它们对中国家族财富管理与传承中的法律问题多一些了解。

看着这些文字，脑海里呈现的是这几年自己成长的心路历程，能将自己钟爱的职业如此呈现，内心无比欣慰，更充满感恩。感谢20年企业法律服务职业生涯带给自己的经历和积累，特别是这些年来服务粤港地区家族、家族企业的经历，不仅让我了解了家族成员的状况、家族企业的经营管理，也让我对背后的文化和思想有更深刻的了解。感谢大学期间“继承”“婚姻家庭法律”课程让我有机会成为这两个法律领域奠基人的学生，让我在大学期间打下家事法律最坚实的基础。感谢母校江平校长执教“罗马法”，让我好奇去了解学习，从而对信托法产生浓厚的兴趣，这一切都奠定了我从事家族财富管理与传承法律服务的基础，或许是冥冥之中的引领。

而最终让我选择这个领域的是圆桌生命教育课程，它使我懂得人来到世界需要做对别人有帮助的事，让我懂得在专业法律服务的同时如何让人变得更好。我希望通过自己的专业服务和努力，让中国家族企业有所不同，让它们因我的起心和用心服务变得更好，让更多中国家族企业永续发展和传承。

感谢美国、欧洲国家、新加坡以及我国香港、澳门和台湾地区的合作金融机构、保险机构、律师事务所和战略合作伙伴，感谢大家的认同、支持和协作，使我们的服务范围可以更宽广。

感谢马蔚华先生为本书作序，感谢颜艳春董事长、邓国胜教授、赵力教授、曲向东先生及给予我支持和帮助的诸位好友。

感谢许志总编对本书出版给予的大力支持和帮助，感谢我的学生安晶晶为我枯燥的文章画生动有趣的插图。因自身学识水平有限，书中难

免有疏漏之处，欢迎读者批评指正。

云大慧

2020年6月

引言 从法律层面观察家族财富管理

近年来，“家族财富管理”这个词的使用频率越来越高，使用范围越来越广，很多人都问及家族财富管理到底包含哪些内容。有人以为家族财富管理就是家族信托和保单，有人以为家族财富管理就是代为理财，也有人以为家族财富管理是在海外搭建信托架构，等等。这些认识在一定程度上影响和限制了家族财富的统筹规划。这里，笔者从法律的视角来对家族财富管理进行梳理，以帮助家族全面地对财富进行管理和筹划。

财富主体

财富管理与规划的主体包括个人、家庭、家族和家族企业，在管理和规划中需要以不同主体为坐标考量管理与规划的架构、方法。不同的主体有不同的生命周期和使命，相应的目标和期限也不同。各个主体互相牵连、互相影响。比如依据家事法，个人与原生家庭的父母、兄弟姐妹、祖父母、外祖父母、养父母、继父母之间存在法律上的人身关系和基于人身关系的财产关系；婚后与配偶形成婚姻法律关系和相应的财产法律关系；与子女、孙子女形成人身关系和基于人身关系的财产关系。而基于这些血亲和姻亲关系发展起来的家族，共同从事商业活动，产生一定的商事法律关系。家族从事商业活动的载体——家族企业在从事商业经营活动时是独立的主体，承载独立的责任，同时家族企业由家族成员组成，家族企业的行为和后果作用于家族成员。

财富形态

从财富的形态看，财富分为物质财富形态和非物质财富形态。物质财富包括现金资产、不动产、股权、知识产权、艺术品、珠宝玉石、贵金属等，非物质财富包括家族精神、家族信仰、社会资源、社会评价等。

针对不同的物质财富形态，财富管理有不同的方法。不同的财富形态在不同时期的经济环境、市场状况、行业生态中呈现不同的情况，相应的管理和规划的背景和方法必然不同。不同的物质财富形态也由不同的专业机构协助管理。比如，我们接触最多的现金资产多委托金融机构管理，而不动产、股权、知识产权、艺术品则很少委托金融机构来管理。不同机构在不同形态的资产管理上呈现不同的分工。术业有专攻，专业的事，人们往往习惯交给专业的人或机构做。

对于非物质财富形态，各家族（家庭）有自己独特的内容和特征，往往与家族（家庭）的发展历程、独特经历、家族结构、所属行业的特点等密不可分，非物质财富的管理需根据家族（家庭）的特点做个性化的规划。

财产分布

根据分布，财产分为中国境内财产和境外财产。财产分布在不同国家或地区，甚至在同一国家或地区不同的区域，管理的方法都会有差异，需要根据财产所在地域的政治、经济、法律、文化等不同特点，做相应的管理规划。比如，针对不动产，不同国家的法律和经济形势完全不同，甚至中国境内不同城市也有不同的政策和法规，如住宅的限购政策、矿产资源的地方性法规等。

财富管理范畴

中国财富管理范畴分为属人性和属地性两种，包括中国家族（家庭）、家族企业、个人在中国境内的财富和在境外的财富，其他国家或地区家族（家庭）、家族企业、个人在中国境内的财富。

从上述财富管理范畴看，主体包含了自然人和法人，涉及人或法人的身份主体规划，比如自然人身份规划、公司海外架构搭建和海外公司设立。财富客体则涉及境外资产配置、境外投资及外商投资。

财富管理目标

从大多数家族（家庭）的财富管理诉求看，财富管理的目标可分为4个方面，即创富、守富、用富和传富。创富指家族成员的事业发展或家族企业的经营问题，包括家族成员事业发展前景、风险评估和防范，家族企业组织架构的完善、企业的可持续发展、企业经营风险的防范等。守富包括家族资产的保值、增值和家族企业的经营业绩的保证。用富是家族成员合理使用财富、家族企业成本控制，也包括财富的善用，如家族设立慈善信托或慈善基金。传富是财富的传承，包括家族财产的代际传承、家族精神财富的传承、家族企业的传承、接班人的培养等。

财富传承的常用工具

目前在财富传承方面，家族信托、大额保单和遗嘱是常用的3种传承工具。家族信托在发达国家或地区已成为成熟的财富传承工具，可以由设立的家族、家庭按照自己的意愿对财富做长远的规划，以隔离风险、完成代际传承。中国的家族信托刚刚起步，尚待完善，目前大多为资金信托，其他财产装入信托尚有法律上的不确定性和操作上的难点，还有相关的税务成本，但在一定程度上也可以起到隔离风险、防止后代挥霍财富等功能。

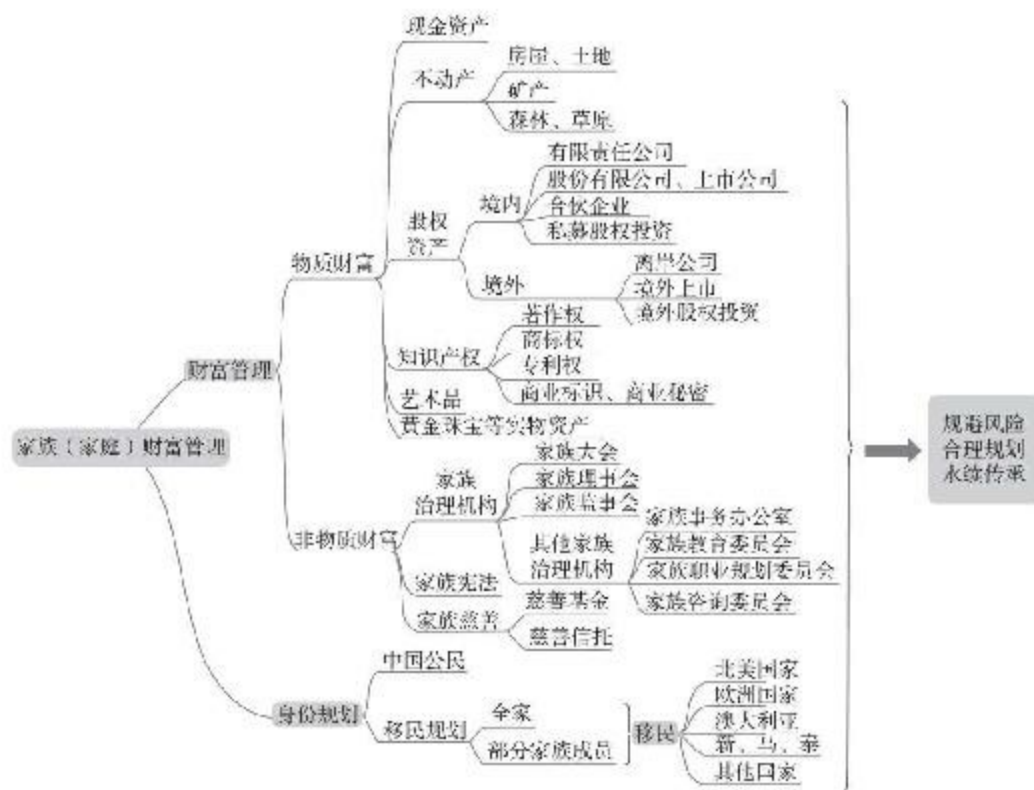
大额保单利用其杠杆功能可以帮助家族对抗未来的风险，也可以协助家族企业在股权安排和接班人选任的平衡上起到一定补充作用。

遗嘱是常见的传统传承工具，使用便捷，但有一定的局限性，可以配合其他工具共同使用。

适用法律

家族财富管理规划涉及的法律类别包括金融法、不动产法、知识产权法、公司法、家事法、外商投资法、外汇管理法、税法、刑法等，根据财富的主体和所在地的不同，还涉及不同国家、地区不同法域的相关法律。

综上，财富管理规划是综合的事情，涉及以上各个方面，个人、家族（家庭）和家族企业在管理规划中需要综合考量，与相关专业机构协同，共同完成。



家族财富管理思维导图

物质财富管理说

应该了解的现金投资法律风险及审判实务

现金投资

案例一 L先生在中国从事零售行业20年，家庭成员3人，除日常开销外，拥有现金资产5000万元。L先生现金资产的投资情况为某医药私募基金2000万元，某商业地产3年期信托计划1000万元，在中国香港和内地购买分红型保单800万元和300万元，银行理财产品300万元；其太太炒股投入现金300万元，购买黄金产品300万元。

案例二 W先生从事外贸行业10年，后与朋友合伙在某二线沿海城市做了两个房地产开发项目，两次婚姻，两个孩子，现一个孩子在美上大学，一个孩子在内地上学。W先生在境内的现金资产为7500万元，投资情况为购买股票2000万元，通过某第三方理财机构购买对冲基金1000万元，通过某银行购买海外地产基金600万元，根据汇率波动投资了500万元，购买某证券基金公司的合格境内机构投资者（QDII）基金产品300万元、养老保障管理产品600万元，购买分红型保险500万元（中国内地的200万元、中国香港的300万元），外汇储蓄100万元，投资某小贷公司500万元，活期银行理财200万元，在某画廊购买字画和其他艺术品共1200万元。

在家族投资中，现金资产投资是最普遍和占比最高的资产投资类别。不同时期，现金资产投资的热点呈现不同的种类。随着经济的发

展，新的金融产品和新的投资类别不断涌现，投资市场呈现日新月异的景象。对于投资者来说，这样的投资市场常常让人眼花缭乱，各类冠以美丽名称的投资产品让人感觉像雾里看花。市场常常还出现有问题的产品，比如2017年上半年爆出的某银行分行行长售卖根本不存在的银行理财产品，称该产品保本保息，并以产品“让利”转让的方式吸引该行私人银行的高净值客户，致使超过150名投资者被套，涉案金额高达30亿元。



为了帮助投资者更清晰地了解各类投资产品，理性投资，在此笔者对目前各类投资产品进行梳理并做基础法律解析，对这些产品背后的基础法律风险做出提示。

投资产品类别

目前，投资产品大体分为现金基础产品、金融衍生品、资产管理产品、外汇理财产品和另类投资产品5类。

现金基础产品包括存单、债券、股票、分红型保单。

金融衍生品包括远期合约、期货、期权和掉期（互换）合约。

资产管理产品包括公开募集证券投资基金、特定客户资产管理计划、集合资产管理计划、定向资产管理计划、私募投资基金、债权投资计划、股权投资计划、股债结合型投资计划、资产支持计划、组合类保险资产管理产品、养老保障管理产品等。

外汇理财产品包括外汇储蓄、汇率投资、外汇期权、外汇有价证券、合格境内机构投资者基金、存托凭证（未来可能出现的外汇投资产品）和外汇信托等。

另类投资产品包括实物实盘交易、实物保证金交易及其他如房地产、证券化资产、对冲基金、私人股本基金、大宗商品、艺术品等另类理财产品。

各类投资产品基础法律解析

现金基础产品

存单和债券

存单是用以表明存款人把一定量货币资金存入银行或其他金融机构的一种权利凭证。金融机构和存款人根据存单载明事项享有权利和承担义务。存单是存款人与金融机构之间债权债务关系的凭证，从存款人与金融机构之间的法律关系看，存单是一种合同之债，基于存款合同产生的债权债务关系。

债券是政府、企业、银行等债务人为筹集资金，按照法定程序发行并向债权人承诺于指定日期还本付息的债权凭证。我国债券按发行主体不同分为政府债券、金融债券和公司债券3种。政府债券包括公债、国库券等。金融债券是银行或其他金融机构作为债务人向投资者发行的借债凭证，金融债券的利率一般高于同期定期储蓄存款的利率。公司债券是筹集资金的公司向投资者出具的到期还本付息或到期还本、分次付息的债务凭证。

存单和债券都是一种金融契约和权利凭证，同时都是有价证券，是具有一定流通性的有价证券的一种。依据担保法，存单和债券可以质押。

股票

股票是股份有限公司签发的证明股东所持股份的凭证，是持有股票的人对发行股票的股份有限公司的股权凭证。股东凭持股凭证对股份有限公司享有所有权、取得股息和红利的权利。股票也是一种有价证券，可以质押和转让。

分红型保单

分红型保单是寿险的被保险人参与红利分配的一种保险单。其参加者既是被保险人，又是保险组织的所有人，因而有权享受盈余的分配。红利分配的多寡，取决于保险公司的业务经营和投资收益情况。如果实际死亡率低于预期死亡率，则实际费用少于预计费用，且实际投资收益率高于预定利率，分配的红利就会增加。分红型保单的所有人可以根据自己的具体情况，选择取得红利的方式。取得红利的方式有：现金支付；把红利用来购买保费缴清保单以增加终身保险的金额；把红利用来抵扣下期保费；把红利存放在保险公司，以取得利息收入；把红利用来购买定期保险；用红利把保单转换为保费缴清保单或养老保险。

笔者认为，分红型保单投保人与保险公司是一种基于保险合同形成的债权债务关系，投保人或受益人基于合同项下的权利以保单提供质押。

金融衍生品

金融衍生品是指一种金融合同（合约），其价值取决于一种或多种基础资产或指数，包括远期合约、期货、掉期（互换）合约和期权或其中两种或多种混合的金融工具。

此类合同有标准化和非标准化两种。标准化合同是指其标的物（基础资产）的交易价格、交易时间、资产特征、交易方式等都是标准化的，因此此类合同大多在交易所上市交易，如期货。非标准化合同是指以上各项由交易的双方自行约定，因此具有很强的灵活性，比如远期合约。

金融衍生品是与金融资产相关的派生物，通常是指从原生资产派生出来的金融工具。其共同特征是保证金交易，即只要支付一定比例的保证金就可进行全额交易，不需实际的本金转移，合同的了结一般也采用现金差价结算的方式，只有在满期日以实物交割方式履约的合同才需要买方交足款项。因此，金融衍生品交易具有杠杆效应：保证金越低，杠杆效应越大，风险也就越大。

金融衍生品是基于合同或契约而产生的合同法律关系。依据我国《金融机构衍生产品交易业务管理暂行办法》的规定，能够从事金融衍生品交易的主体仅限于金融机构在中华人民共和国境内依法设立的银行、信托公司、财务公司、金融租赁公司、汽车金融公司等法人，以及外国银行在中国境内的分行等。

资产管理产品

资产管理是指证券、期货、基金等金融投资公司作为资产管理人，根据资产管理合同约定的方式、条件、要求及限制，对客户资产进行经营运作，为客户提供证券及其他金融产品并收取费用的投资管理服务行为。资产管理大体分为定向资产管理、集合资产管理、专项资产管理，包括公开募集证券投资基金、特定客户资产管理计划、集合资产管理计划、定向资产管理计划、私募投资基金、债权投资计划、股权投资计划、股债结合型投资计划、资产支持计划、组合类保险资产管理产品、养老保障管理产品等。能够从事资产管理业务的公司除了证券公司、基金公司、信托公司、资产管理公司以外，前些年，监管部门经过严格考察和审核，批准了一批第三方理财机构，这种拓展和定位类似于现如今的私募基金。2018年中国银保监会发布《关于保险资产管理公司设立专项产品有关事项的通知》，允许保险资产管理公司设立专项产品，发挥保险资金长期稳健的投资优势。该专项产品成为重要的资产管理类别。

资产管理的投资人与管理人基于代理合同产生法律关系，投资人与管理人依据资产管理合同享有权利和承担义务。资产管理也是目前最活跃的投资领域，监管部门和行业协会对此类投资行为的监管力度很大，投资人和管理人需严格遵守相关法律法规的规定，并接受行业监管，还要有很强的自律性。

外汇理财产品

外币是指现钞、外币支付凭证和支付工具，包括票据、银行存款凭证、银行卡等。外币有价证券，包括债券、股票、特别提款权和其他外汇资产。

外汇理财的种类包括外汇储蓄、汇率投资（实盘、虚盘）和外汇期权（期权宝）。

外汇有价证券投资包括合格境内机构投资者基金投资，以及沪港通、深港通、债券通和沪伦通与未来可能出现的存托凭证等外汇投资产

品投资。

外汇储蓄与人民币储蓄的法律性质相同，是基于存款合同的债权债务关系和基于存单的所有权凭证的法律关系。外汇理财产品也同样是基于代理合同的法律关系，我国实行严格的外汇管制，外汇投资必须纳入严格的外汇管理。

另类投资产品

另类投资产品是在股票、债券及期货等公开交易平台之外的投资产品，包括私募股权（PE）、风险投资（VC）、杠杆并购（Leveraged Buyout）、基金的基金（Fund of Funds）、实物实盘交易、实物保证金交易、证券化资产、对冲基金、私人股本基金、大宗商品、艺术品等。

另类投资产品是目前非常活跃的投资产品。该类产品投资基金是基于代理合同的法律关系，是行业监管部门强监管和严要求的金融产品。目前，资产证券化和艺术品金融等产品尚未成熟，没有大规模交易，还在探索完善中。

各类投资产品基本法律风险揭示

近些年，各类金融投资产品在不同时期呈现出不同的风险，在不同时期，投资风险来自不同的方面，包括市场风险、信用风险、操作风险、流动性风险和法律风险等。投资风险受到境内外经济形势、国家政策、产业发展状况等因素影响。但无论在什么时期，有一条不变的定律，即投资风险与投资收益成正比，利益预期越高，风险越大，反之亦然。这里，我们不讨论市场风险，只对基础法律风险做简单提示。

现金基础产品的法律风险

存单

存单是金融机构单方制作的要式合同，形式简单，纠纷出现时往往因缺少详尽的合同，而依据公平原则和默示条款处理，从而导致一定风险。

存单常见的法律风险有银行柜员操作失误、存款手续不完备、代理存款操作不规范、办理挂失止付、个人信息泄露等造成的存单有效性认定、存取款数额错误时的责任认定，存款凭证丢失的处理程序，存款被盗取时的责任认定等法律风险。

债券

过往，债券与其他投资产品相比是风险较低的投资产品。近几年连续出现多起债市违约事件，给投资者以警示。债券的法律风险主要是政策风险和违约风险。政策风险是指政府有关债券市场的政策发生重大变化或有重要的举措、法规出台，引起债券价格波动，从而给投资者带来的风险。违约风险，是指债券的发行人不能履行合约规定的义务，无法按期支付利息和偿还本金而产生的风险。

政府债券和金融债券的违约风险较小，公司债券因公司经营状况、融资情况和市场状况造成的违约风险较大。

股票

股票的法律风险和市场风险一样有多个方面，如以借款、房地产抵押、配资、挪用等不同来源的资金投资股票，用代持、集资、委托、合伙等不同方式投资股票，以及出借股票账户等都存在非常大的法律风险，都可能导致股票权属、效力、法律责任等相关的法律纠纷。

从家族财富管理角度来看，存单、债券、股票往往数额大，当出现

本人无法逆转的原因而不能取款、变现等主张实体权益时，他人代理的程序非常复杂，甚至无法成就条件，提前做好上述投资资产规划就显得非常必要。

分红型保单

分红型保单的法律风险主要是保险合同通常由保险公司单方制作，内容繁杂，有些约定不够清晰明确，有些甚至前后不一致，这往往使保险合同的有效性、保险责任范围等方面产生风险。另外，保险工作人员未履行如实告知义务、保险经纪在执行过程中出现问题，也会产生一些风险。

金融衍生品的法律风险

相关法律法规、行业自律规范不完善和滞后的法律风险

我国金融衍生品的主要规范性文件是《金融机构衍生产品交易业务管理暂行办法》，行业自律规范主要是金融期货交易所、金融期货交易协会及银行间市场交易商协会等组织所发布的《中国金融期货交易所风险控制管理办法》《中国银行间市场金融衍生产品交易主协议》等。这些不能完全规范金融衍生品交易所涉及的行为，同时面对活跃的市场交易，也需要随着行业内部需求的变化而适时修订。

比如对交易主体资格的恰当、合理、明确的有效限定，明确金融期货交易所、金融期货交易协会及银行间市场交易商协会等组织的法律地位，有效发挥监管机构的作用，可以有效降低金融衍生品的法律风险。

企业内部控制机制不完善

我国现阶段金融衍生品交易场所发生的种种问题，与企业内部缺乏风险意识及内部风险评估制度、风险限额管理制度、内部会计审计制

度、风险通报信息沟通制度等内部风险防范制度有密切关系。

金融衍生品交易及救济上的法律风险

金融衍生品交易标准来自合同约定，如前述，因相关法律制度滞后，合同需要完善。但实践中因合同约定不明引起许多纠纷，该类交易专业性强，对裁判者的专业度要求比较高，司法实践中存在一定法律救济不确定的法律风险。

法律差异与冲突造成法律风险

关于跨国金融衍生品业务，不同国家的法律规定存在差异与冲突，也会造成一定的法律风险。

资产管理产品的法律风险

资产管理产品的类别很多，每个类别有不同的具体法律风险。近几年，资管行业出现许多金融风险 and 纠纷，为规范金融机构资管业务，2018年4月27日，中国人民银行、中国银行保险监督管理委员会、中国证券监督管理委员会、国家外汇管理局颁布了市场期待已久的《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》（银发〔2018〕106号，以下简称《资管新规》）。这意味着资管业务成为强监管业务。笔者在此以简单的方式归纳出资产管理产品几个共同的法律风险点。

合法合规性风险

投资者在投资各类资产管理产品时，首先应看该产品的主体资格是否适格，产品的发行是否履行了现行法律、法规、部门规章、规范性文件规定的法律程序，是否进行了报备。托管行和各中介机构的必备资格证和法律文件是否齐备，以避免产品存在合法合规性法律风险。

信息披露及如实说明的法律风险

投资者在投资各类资产管理产品时，应避免被产品销售代理人员为追求业绩而进行的销售陈述误导，特别要对投资保本保收益的承诺做出明确判断。一旦产生纠纷，裁决机关会通过投资者的身份和经验来判断投资者应承担的相应责任。

代持法律风险

从投资者的角度，请其他人代持资产管理产品，无论是否与代持人签订协议，均存在较大法律风险，包括规避关于主体资格的法律规定、不能对抗善意第三人的法律规定、资管产品因代持人对外债务有被债权人主张以资产管理产品或产品价值偿还的法律风险。

违约风险

资产管理产品会因为发行人的主体法律地位、经营状况产生到期无法兑付的风险。大部分资产管理产品属于投资收益和风险共担，在选择产品时，投资者需考量该产品的违约风险概率。

救济途径法律风险

大部分资产管理合同都对双方产生争议的适用法律和管辖做了明确约定，有些约定在域外仲裁，这些法律救济途径对于投资者主张权利非常不便，成本高、周期长，投资者在选择产品时需要考量此因素。

外汇理财产品的法律风险

目前中国的外汇市场处于增长阶段，随着中国资本市场的开放，合格境内个人投资者计划的政策有待进一步落地，外汇行业将进入新的转折点。

外汇理财产品的主要风险来自汇率和市场，法律风险主要体现在合法合规性上。

如外汇理财产品的管理或运作违反国家有关法律、法规的规定，导致原定的理财计划无法正常进行而出现的风险。

另外，一些外汇产品因交易双方的合约内容不充分或不具备法律效力而引起的风险。在这种情况下，外汇交易合约的法律效力得不到确认，一旦发生违约或纠纷，双方都可能找不到法律依据来保护各自的利益，交易双方因此承担的风险可能是巨大的。比如外汇保证金交易，国外的监管机构不能保障中国投资者的权益，投资者对国外监管的法律不熟悉，面临较大的风险。

另类投资产品的法律风险

另类投资产品最大的法律风险是相关法律制度的缺失，没有健全的可以依据的规范，这些产品大多处于实践和摸索中，一些产品借鉴发达国家成熟的操作方式，但因为国家间存在比较大的差异，一些做法不适用于我国，所以存在很大的发展空间。

私募股权、风险投资是近几年非常活跃的投资产品，但也呈现出大量的法律风险，包括法律制度、监管层面的法律风险，合法募集和非法融资的甄别风险，信息不对称、被投企业内部管理机制和外部法律环境的风险，投资利益的保障、退出的法律风险等。目前，监管机构已加强私募股权的监管力度，未来它依然是投资的热点和重要领域。

各类金融产品的最新审判实务

2019年7月最高人民法院在哈尔滨召开全国法院民商事审判工作会议，会议对有关金融产品的金融消费者权益保护纠纷案件的审理给出了

如下指导性意见。

1.坚持“卖者尽责，买者自负”原则，规范卖方机构的经营行为，培育理性的金融消费文化。

2.明确卖方机构对金融消费者负有适当性义务。对高风险等级金融产品的推介、销售，以及为金融消费者参与高风险等级投资活动提供服务，应当以合同法、证券法、证券投资基金法、信托法等法律规定的基本原则，国务院发布的规范性文件作为主要依据，参照适用的与法律法规不相抵触的部门规章、规范性文件中做出的监管规定。

3.卖方机构未尽适当性义务，金融消费者既可以请求金融产品的发行人承担赔偿责任，也可以请求金融产品的销售者承担赔偿责任，还可以请求金融产品的发行人、销售者共同承担连带赔偿责任。

4.在案件审理中，金融消费者应当对购买产品或者接受服务、遭受损失等事实承担举证责任。卖方机构对其是否履行了“将适当的产品（或者服务）销售（或者提供）给适合的金融消费者”义务承担举证责任。

5.卖方机构仅以金融消费者手写如“本人明确知悉可能存在本金损失风险”等内容主张其已经尽了告知说明义务的，人民法院不予支持。

6.卖方机构未尽适当性义务导致金融消费者损失的，应当以金融消费者为获取该金融产品服务而支付的金钱总额扣除已收回部分的剩余金额作为实际损失数额。

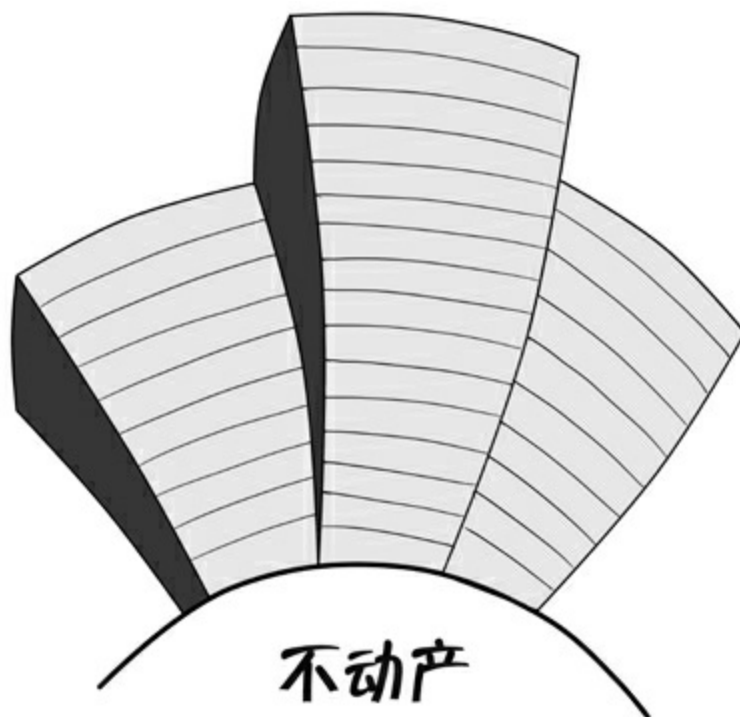
7.因金融消费者故意提供虚假信息导致其购买产品或者接受服务不适当的，卖方机构请求免除相应责任的，人民法院应予支持，但该虚假信息的出具系卖方机构误导的除外。

综上，家族财富管理中现金资产管理是一个复杂、有广度和深度的

领域，每一部分都非常专业，在此，笔者只做简单和基础的梳理，供大家从整体上了解。

不动产配置考量因素与农村建设用地入市 对家族资产布局产生的影响

不动产以其自身的价值特点，始终是家族（家庭）资产配置中最重要的资产形态。同时，不动产因不同时期、不同地域、不同行业和家族（家庭）的偏好、习惯和需求而呈现不同的特点。



家庭持有不动产的困惑

H先生在20世纪90年代从事贸易行业，积累了一定资产后开始转向房地产行业，拥有位于一线城市黄金地段的商业地产和住宅，这些不动产价值在近几年上涨了若干倍，市值达30亿元，占其总资产的80%以上。从价值上看，上述不动产的上升空间非常可观，使H先生的资产规

模在近几年大幅度增加，但H先生非常焦虑和困惑。因为申请了抵押贷款，所以地产无法在短时间内变现，虽然商业地产有不错的租金收益，但多用于还贷和项目日常经营。不动产的价值会受到国家政策和经济形势的影响，具有一定的政策风险和市场风险，而不动产因为流动性的限制，在一定时期内无法盘活。H先生的焦虑是由于所持资产形态单一，抗风险弱，无法做资产规划及长期的安排。

不动产的概念及法律特性

不动产，顾名思义是不能移动的资产，包括土地、房屋、矿产、草原、森林等。不动产权，即存在于不动产之上的物权，它是不动产进入法律领域的权利载体，包括土地、房屋等不动产所有权以及探矿权、采矿权、建设用地使用权、土地承包经营权、宅基地使用权、地役权、地上权、典权等。对不动产的法律保护是通过对不动产权的保护实现的。

不动产与动产相比有不同的特性，从法律保护的角度看，不动产权与其他财产权益相比具有稳定性，一物一权，公示公信，容易识别，不可自行创设。与其他权益相比，若同一标的物上有数个相互矛盾、冲突的权利并存时，物权具有优先权，具有较强效力的权利排斥具有较弱效力的权利的实现功能。另外，不动产除所有权、使用权外，还有抵押权等他项物权，可以使不动产的价值更大化。从投资和交易的角度看，因设立、交易、变动需按法律规定的程序和要求完成，与其他资产相比，不动产的效率较低。

家族投资不动产的价值考量

家族投资不动产，除家族在商业经营中本身就从事房地产开发等依附于土地使用权的商业项目，或者从事工业生产等活动的情形外，属于

日常商业经营需求之外的投资需求，家族应对该类投资做价值考量。

家族投资不动产有利于保持投资多元化

“不要把鸡蛋放在一个篮子里”，是一条著名的投资原则。在家族投资领域，根据自身的投资实力、结构等状况，家族应当构建多元化的投资组合。具有投资实力的家族，一般是经过长期的商业经营而积累了一定规模的财富。在商业经营中，集中经营优势，避免分散经营和盲目投资是值得重视的。从整个家族财富的保值、增值角度看，任何一个家族都有配置不动产尤其是商品房的必要性。商品房等不动产具有实用性与投资性等多重属性，不动产投资本身就是一种广泛存在的投资方式，家族配置一定的商品房有利于保持投资的多元化。

家族投资不动产有利于保持投资的稳定性

不动产价值一般较大，在一定的发展周期存在长期持续稳定上涨的可能性。并且，不动产投资周期一般较长，具有时间上的稳定性。家族在从事商业投资活动时，也会面临商业经营风险和诸多不确定性。如何对冲商业经营风险和不确定性是一个成熟的商业经营家族应当考虑的重要问题。投资不动产，既可以通过对不动产进行租赁持续获取收益，还可以形成家族稳定的基础资产，一旦家族商业经营出现风险甚至失败，家族投资积累的不动产资产可以确保家族不至于陷入一败涂地的境地。

家族投资不动产有利于提高家族融资的便利性

家族在从事商业经营活动中，对外融资是不可避免的商业行为。家族融资一般可以采取债权等间接融资方式，也可以采取股权等直接融资方式。家族在进行债权等间接融资方式时，无论是向银行申请贷款，还是通过信托机构等其他金融机构融资，都必须有一定的担保措施。实践中，房产等不动产是金融机构最容易接受的抵押物。因此，家族在融资

时，可以以家族持有的不动产作为抵押物。并且，随着经济的发展以及法律制度的完善，诸多依托于不动产的融资方式也会不断出现，不动产在融资活动中的作用会更重要。可见，家族进行投资时配置一定的不动产，有利于提高融资的便利性，对家族的商业经营活动多有助益。

家族投资不动产的风险考量

不动产投资是投资品种中最稳定和最持续的。特别是近些年，在一、二线城市，投资住宅类项目的利润率非常可观。但投资者在购入、融资、转让时需要注意相应的法律风险：在购入过程中注意项目的合法性、标的的完整性，在融资时特别是资产证券化过程中注意法律制度不完善和操作层面的问题带来的风险，在转让变现中注意交易的合法性和税负问题。

不动产转让变现的法律风险

F女士房屋交易纠纷

长期居住在北美的F女士想出售自己在北京的房屋。经介绍，2016年9月26日F女士与L先生、W先生签订《北京市存量房屋买卖合同》，约定成交价格为2440万元。双方约定，买方应于签订《北京市存量房屋买卖合同》当日给卖方F女士支付定金10万元，于办理完毕该房屋的网签手续的当日或次日，将购房款490万元在某银行支行的买方账户进行资金监管，在办理该房屋权属转移登记手续的前3个工作日，将剩下的购房款1935万元进行资金监管，于取得该房屋不动产权证书当日将上述两笔款项解冻给F女士，办理完毕该房屋物业交接手续当日给F女士支付购房款5万元。双方约定，如违约方逾期超过15日，守约方享有单方解除合同的权力，违约方承担违约责任。

W先生、L先生给F女士支付定金10万元，2016年11月11日，双方办理了房屋的网签手续。W先生、L先生未按约定支付后续房款，F女士多次催要未果。2017年2月19日，F女士书面通知二人解除合同并向房屋所在地的人民法院提起诉讼。2017年12月29日，法院做出判决，双方解除合同，W先生、L先生支付违约金20万元。W先生、L先生不服，提起上诉，2018年5月22日当地第三中级人民法院驳回上诉，维持原判。

该案件中，F女士2016年9月开始出售房屋，因买方违约，既无法取得房款，又无法再卖给他人，直到2018年5月，她的房屋资产两千多万元是锁定的。这段时间房屋价格即使上涨，F女士也只能“望房”感叹。

不动产的价值较高，转让的目的就是变现取得对价，如不能顺利取得或者不能完全取得转让的对价，则会遭受损失。因此，在转让不动产时应当考察受让人的对价支付能力，并采取设定付款时间、进行资金监管、明确违约责任等措施来确保转让价款的取得。如果出让的是不动产抵押权，应向交易对方充分披露权利负担情况，提前做好解除权利负担的安排，避免因交易障碍而承担违约责任或者缔约过失责任。

不动产入股的法律风险

家族以不动产作为资金入股公司时，应当注意不动产权属问题、价值评估问题和转移登记问题。首先，入股的不动产应当权属清晰，没有权属争议或瑕疵。家族持有的不动产会涉及家族成员共有、夫妻共有、代为持有等影响不动产权利归属清晰度的因素。因此，家族在投资活动中，如需以不动产投入，首先，应当仔细核查、梳理用以出资的不动产的权利归属状况，避免因权利归属问题引发家族矛盾，也避免因权利归属问题而导致违约问题。其次，以非货币财产出资的，应当评估作价，核实财产，不得高估或者低估作价，避免承担出资不实等法律责任。最后，股东应当按期足额缴纳公司章程中规定的各自应缴的出资额，以非

货币财产出资的，应当依法办理财产权的转移手续。因此，以房屋等作为资金入股公司的，会导致房屋等不动产的权属发生转移，即由家族财产或者个人财产转变为公司财产。

不动产抵押融资的法律风险

不动产抵押可以有效提高家族融资的便利性，但设定抵押权和取得抵押权时应当注意不动产抵押登记、抵押权的顺序和共有不动产的抵押等问题。

第一，根据担保法等法律法规的规定，设定不动产抵押权，应当进行登记，否则抵押权不成立。2020年5月28日第十三届全国人民代表大会第三次会议通过的《中华人民共和国民法典》（以下简称《民法典》）规定：以建设用地使用权、建筑物、海域使用权等不动产设定抵押的，应当办理抵押登记，抵押权自登记时设立。很多人认为，设定抵押权只要签订抵押合同即可，这种理解是错误的。针对不动产抵押权，签订书面的抵押合同只是一个必要环节，办理抵押登记后才会产生法律效力。如不办理抵押登记，抵押权人无法对抗善意第三人，抵押权及优先受偿权可能落空，债权将相当于陷入无担保境地。如未能登记是由抵押人造成的，抵押人要向抵押权人承担违约责任，并在抵押物价值范围内对债务人不能清偿的部分承担清偿责任。可见，不动产抵押登记带来的风险是双方的，而不是单方的。《民法典》第四百零六条对抵押期间抵押物的转让条款有实质性修改，需要关注，即“抵押期间，抵押人可以转让抵押财产。当事人另有约定的，按照其约定。抵押财产转让的，抵押权不受影响。抵押人转让抵押财产的，应当及时通知抵押权人。抵押权人能够证明抵押财产转让可能损害抵押权的，可以请求抵押人将转让所得的价款向抵押权人提前清偿债务或者提存。转让的价款超过债权数额的部分归抵押人所有，不足部分由债务人清偿”。原来抵押期间，未经抵押权人同意，抵押物不能转让的规定被修改。

第二，同一不动产可以依其价值情况设定多个抵押权，设定在前的抵押权优于设定在后的抵押权，即在实现抵押权时，设定在后的抵押权必须在设定在前的抵押权完全实现之后就抵押物的剩余价值主张优先权利。对于抵押人而言，应发挥不动产抵押物的最大效能，追求多次抵押；对于抵押权人而言，尤其是顺位在后的抵押权人，务必要判断抵押权能否充分实现。因此，在设定多个抵押权时，应当注意抵押权的顺位问题。站在抵押权人的角度，如顺位在后，应尽可能要求债务人另行提供其他抵押物，以确保增信措施的落实。

第三，共有包括按份共有和共同共有。以按份共有的不动产进行抵押的，设定抵押的权利人在自己享有的份额内进行不动产抵押，不需要取得其他共有人的同意。但是，如因行使抵押权须处置抵押的不动产，不能损害其他共有人的利益。《民法典》关于共有新增了第三百零六条：“按份共有人转让其享有的共有的不动产或者动产份额的，应当将转让条件及时通知其他共有人。其他共有人应当在合理期限内行使优先购买权。两个以上其他共有人主张行使优先购买权的，协商确定各自的购买比例；协商不成的，按照转让时各自的共有份额比例行使优先购买权。”

事实上，抵押权人的权益可能会受到潜在限制。以共同共有的不动产进行抵押的，需要取得共有权人的同意。家族在投资活动中取得抵押权时，必须核查不动产抵押物的权属状况，无论是按份共有还是共同共有，根据共有类型应做必要的判断和采取相应的措施，以规避不动产抵押物权利瑕疵带来的法律风险。

不动产租赁的法律风险

当事人进行不动产租赁时，应注意租赁的期限、转租、买卖不破租赁和承租人的优先购买权4方面的问题。

首先，不动产租赁期限的法律风险包括不定期租赁风险和最高租赁

期限风险。当事人未采取书面形式订立租赁合同的租赁，视为不定期租赁。对于不定期租赁，当事人随时可以解除租赁合同。因此，不定期租赁合同缺乏稳定性，一般应避免。最高租赁期限是指法律规定的租赁期限的上限，不动产租赁合同的上限为20年，如超出最高租赁期限或者变相超出最高租赁期限，超出的部分面临无效的风险。

其次，应关注租赁合同的转租权约定。根据法律规定，承租人经出租人同意，可以转租租赁标的物；承租人未经出租人同意而转租的，出租人可以解除租赁合同。因此，在签订租赁合同时，双方根据租赁的目的、期限等因素，应当对是否允许转租问题予以明确，尽可能避免因转租问题带来的法律风险和经济损失。

最后，租赁不动产时需要了解买卖不破租赁和承租人有优先购买权两个基本规则。买卖不破租赁，是指出租人在租赁期限内转让租赁标的物导致租赁物发生物权变动的，不影响租赁合同的效力，承租人可以继续租赁。对此，在不动产交易过程中，尤其是取得不动产所有权时，投资者应当仔细核查不动产标的物是否有租赁负担，以避免承担难以实现投资目的等风险。承租人的优先购买权是指在房屋租赁期限内，出租人如转让租赁房屋，承租人在同等条件下享有优先购买权，出租人应当履行通知义务等保障承租人的优先购买权，否则出租人可能面临承担违约责任等法律风险。

土地管理法和城市房地产管理法的修改对家族资产布局产生的影响

土地管理法和城市房地产管理法的修改内容

2019年8月26日，中华人民共和国第十三届全国人大常委会第十二次会议审议通过的《关于修改〈中华人民共和国土地管理法〉、〈中华

《中华人民共和国城市房地产管理法》的决定》，于2020年1月1日已施行。本次修改删除了原土地管理法第四十三条“任何单位和个人进行建设需要使用土地的必须依法申请使用国有土地”的规定，将第六十三条的规定“农民集体所有的土地的使用权不得出让、转让或者出租用于非农业建设”修改为“土地利用总体规划、城乡规划确定为工业、商业等经营性用途，并经依法登记的集体经营性建设用地，土地所有权人可以通过出让、出租等方式交由单位或者个人使用，并应当签订书面合同，载明土地界址、面积、动工期限、使用期限、土地用途、规划条件和双方其他权利义务。集体经营性建设用地出让、出租等，应当经本集体经济组织成员的村民会议三分之二以上成员或者三分之二以上村民代表的同意”。

通过出让等方式取得的集体经营性建设用地使用权可以转让、互换、赠与或者抵押，集体经营性建设用地的出租，集体建设用地使用权的出让及其最高年限、转让、互换、赠与、抵押等，参照同类用途的国有建设用地执行。

城市房地产管理法的第九条规定“农民集体所有的土地的使用权不得出让、转让或者出租用于非农业建设”被修改为“城市规划区内的集体所有的土地，经依法征收转为国有土地后，该幅国有土地的使用权方可有偿出让，但法律另有规定的除外”。

对家族资产布局产生的影响

此次修订突破了农村集体建设用地入市限制，但使用权用途划分、交易方式、实施主体等具体入市规则都有待未来相关办法的出台加以明确和规范。本次修订的重大制度创新之一是明确了农村集体经营性建设用地进入市场的条件，正式在法律上为农村集体建设用地进入市场扫除障碍。农村集体建设用地的入市和后续的市场发展，无疑会加大家庭不动产配置的空间和范围，家族可以在置业、融资、入股等多方面考

考虑资产配置的范围。但需要提示一点，本次修订后的土地管理法规定的农村集体经营性建设用地，指具有生产经营性质的农村建设用地。修订后的土地管理法的第六十三条确定可以入市的集体经营性土地，只包括工业、商业等经营性用地，未明确将“住宅”纳入集体经营性建设用地，因此无法依据本次关于集体经营性建设用地入市的修订而笼统推定“小产权房”的合法性。

随着《中共中央、国务院关于建立国土空间规划体系并监督实施的若干意见》和《自然资源部关于全面开展国土空间规划工作的通知》等系列文件的陆续出台和发布，我国国土空间规划方面的政策进一步明确。自2019年5月28日起，我国全面推行国土空间规划制度，各地不再新编和报批土地利用总体规划，已批准的规划期至2020年后的省级国土规划、城镇体系规划等要按照新的规划编制要求，将既有规划成果融入新编制的同级国土空间规划中。家族在不动产配置时，应关注国家宏观层面的法律、法规和政策，这样有助于站在更高的层面规划财富。

从阿里巴巴域名案看知产规划及知产证券化带来的财富格局演变

2002年，互联网还没有走进人们的生活，网络域名和商业经营行为还没有太大的关联，而北京正普科技发展有限公司与中国科学院计算机网络信息中心、阿里巴巴（中国）网络技术有限公司之间就有了计算机网络域名纠纷案，我们的律师事务所代表阿里巴巴（中国）网络技术有限公司出庭应诉。这个案件给我留下深刻的印象，我不能不感慨早在10多年前，阿里巴巴和马云先生不但洞见互联网会对人们生活产生重要影响，而且预见了知识产权未来的巨大价值并做出超前规划。



网络域名纠纷案

1998年11月25日，崔文彩（阿里巴巴网络公司法定代表人马云之

母)注册了alibaba-online.com域名,同年12月17日,又注册了alibabaonline.com域名。1998年12月,alibabaonline网站开通,其中文版网站名称为“alibabaonline阿里巴巴”,其最初使用的域名为“alibaba-online.com”,1999年5月20日启用“alibabaonline.com”域名。1999年8月17日,崔文彩通过公证将上述两个域名转让给阿里巴巴控股公司。

1999年4月19日,商玉飞(阿里巴巴网络公司法定代表人马云之岳母)通过购买取得alibaba.com域名,并经美国网络解决公司完成域名的更改。1999年7月20日,商玉飞将alibaba.com域名转让给阿里巴巴控股公司。

1999年9月9日,阿里巴巴控股公司投资成立了独资经营企业——阿里巴巴(杭州)公司,其经营的网站中文名称为阿里巴巴、阿里巴巴中国、阿里巴巴国际商务。1999年9月28日、10月19日、10月27日,阿里巴巴(杭州)公司分别在中国互联网络信息中心注册了域名alibabaonline.com.cn、alibaba.com.cn、alibaba-inc.com.cn、alibaba-online.net.cn、alibabaonline.net.cn。2000年7月6日,阿里巴巴(杭州)公司经国家工商行政管理局核准变更企业名称为阿里巴巴网络公司。

1999年10月7日,阿里巴巴网络公司通过域名为alibaba.com的阿里巴巴网站正式面向全球经营。

2000年11月6日,阿里巴巴网络公司注册了“阿里巴巴”中文域名,该域名被自动赋予“.中国”“.cn”后缀。

1999年4月29日,正普科技发展有限公司(以下简称正普公司)注册了域名2688.net和2688.com,并将域名投入使用。2000年1月21日,正普公司向中国科学院网络信息中心下属的中国互联网络信息中心提出“阿里巴巴”中文域名注册申请。

1999年5月14日，正普公司向国家工商行政管理局商标局（以下简称商标局）提出了“阿里巴巴”及“a-li-ba-ba”组合商标的商标注册申请，商标局在2000年第22、24、30期商标公告上予以初步审定公告。2000年7月18日、8月30日，阿里巴巴公司就上述经商标局初步审定公告的“阿里巴巴”及“a-li-ba-ba”组合商标向国家工商行政管理局商标评审委员会（以下简称商标评审委员会）提出商标异议申请。

2000年11月23日，正普公司收到中国互联网络信息中心发出的传真，名称为“关于受理中文域名预留信息变更申请的通告”，载明“中文域名‘阿里巴巴。公司’‘阿里巴巴。网络’已由中国互联网络信息中心预留，现已收到阿里巴巴（中国）网络技术有限公司的相关申请材料”。

中国互联网络信息中心在向社会公众开放中文域名的注册之前，为避免因域名注册产生的争议，根据其确定的标准，对某些中文域名进行了预留，对预留的中文域名不执行“先申请先注册”原则，只有单位或个人申请注册相应被预留的中文域名时，才审查。中国互联网络信息中心在中文域名注册系统开通前，通过计算机网络对1999年年底以前已经存在的网站进行调查，阿里巴巴网络公司使用alibaba.com域名的网站排名是第90位，中国互联网络信息中心将“阿里巴巴”中文域名预留给了阿里巴巴网络公司。

根据《关于互联网中文域名管理的通告》的规定，中国互联网络信息中心为中文域名注册服务和注册管理机构。中国互联网络信息中心于2000年1月发布的《中文域名注册暂行管理办法》和于2000年11月发布的《中文域名注册管理办法（试行）》是关于中文域名注册服务和注册管理的规范性文件，申请注册中文域名的当事人应严格遵守。正普公司提出注册中文域名“阿里巴巴”申请的时间是2000年1月21日，因此，本案中的正普公司、中国互联网络信息中心、阿里巴巴网络公司应依据《中文域名注册暂行管理办法》规范各自的行为。

虽然《关于互联网中文域名管理的通告》《中文域名注册暂行管理办法》均未规定要对中文域名进行预留，但是根据域名注册的特点和实际情况，在没有法律法规、部门规章或者其他规范性文件规定的情况下，作为中文域名注册服务和注册管理机构的中国互联网络信息中心对某些中文域名实行预留是必要的。预留的内容应当包括对国家利益、社会公共利益有重大影响的中文域名，而对与个人（包括自然人、法人和其他组织）民事权益有关的中文域名，尤其是在商业活动中形成的民事权益，不应预留。对国家利益、社会公共利益有重大影响的中文域名进行预留，可以保证这些中文域名不因某些因素为个人所有，使国家利益、社会公共利益受到损害。中国互联网络信息中心可以做出正确的判断，对此类中文域名实行预留。对于什么是与个人民事权益有关的中文域名，尤其是在商业活动中形成的民事权益的判断是复杂的问题，中国互联网络信息中心仅是中文域名的注册服务和注册管理机构，不具备对个人民事权益做出判断的能力和权力，且个人民事权益属于个人自行行使的范围，中国互联网络信息中心以自己的意志预留与个人民事权益有关的中文域名，实际上侵犯了被预留中文域名的个人的民事权利，因此，对此类中文域名不应进行预留。阿里巴巴网络公司、正普公司在各自的经营过程中使用“阿里巴巴”作为各自商业性网站的名称，形成相应的民事权益，“阿里巴巴”属于与个人民事权益有关的中文域名，中国互联网络信息中心不应进行预留。就本案而言，根据现有证据，可以认定“阿里巴巴”一词作为与计算机网络域名有关的名称使用，最早出现在1998年12月，即阿里巴巴网络公司开通中文版网站“alibabaonline阿里巴巴”的时候。此后，通过阿里巴巴网络公司的经营，“阿里巴巴”一词与该公司经营的网站在计算机网络使用者的意识当中产生了紧密联系，具有了一定的知名度。正普公司将“阿里巴巴”作为网站名称的时间晚于阿里巴巴网络公司，且该公司对其经营的网站使用“阿里巴巴”一词进行宣传的规模小于阿里巴巴网络公司的宣传规模，将“阿里巴巴”中文域名预留给阿里巴巴网络公司符合公平、公正和诚实信用原则。因此，中国互联网络信息中心虽然将“阿里巴

巴”中文域名预留给阿里巴巴网络公司的行为不符合有关规定，但其结果可予认可。正普公司的上诉理由法院不予支持。[\[1\]](#)

从上述案例我们看到，阿里巴巴早在1998年和1999年在公司尚未完成注册前就注册了相关的网络域名，可以用“三军未动粮草先行”来比喻，知识产权对于阿里来说和“粮草”一样至关重要。在这样的布局安排下，我们可以看到10多年后的情况，根据《阿里巴巴2018年审计报告》，截至2018年3月31日，阿里巴巴知识产权（商品名称、商标和域名、开发技术和专利、许可版权）净估值约为89.07亿元。[\[2\]](#)

知识产权规划对家族的作用和意义

知识产权的基本概念

知识产权是基于智力创造成果或工商业标记形成的权利。《中华人民共和国民法总则》规定，知识产权是权利人依法就作品、发明、实用新型、外观设计、商标、地理标志、商业秘密、集成电路布图设计、植物新品种及法律规定的其他客体享有的专有的权利。随着社会发展和科技进步，新形式的“知识”（或“智力劳动”）产权客体会出现。《民法典》第一百二十三条沿用了民法总则关于知识产权的规定。

知识产权与财富

无论是客户，还是专业机构，很少会把知识产权作为财富纳入财富管理和规划的范畴，知识产权被遗忘，排除在财富之外。知识产权和财富到底是怎样的关系呢？为什么说知识产权是财富的一种形态？

从狭义的财富概念而言，知识是能够通过货币来衡量价值的，并可以转换成货币。从广义的财富概念而言，知识本身便是财富的一种。知

知识产权以“知识”作为保护的客体，其必然具备财富属性。《中华人民共和国民法总则》第一百二十三条第一款和新颁布的《民法典》第一百二十三条规定：“民事主体依法享有知识产权。”知识产权作为一种法律规定的权利，是因“智力劳动”创造了价值而授予权利人的财产权利，是“知识”财富属性的法律保障。其实“知识就是财富”“知识创造价值”，知识天然就与财富联系在一起。

知识是财富，必然与其他财富形态一样有权属，也就是知识产权。知识产权本身具有价值，也可以用来获得收益，同时也需要得到保护。

知识产权的财富实现方式

当论及财富实现方式时，财富特指货币财富。实现财富就意味着知识产权的货币化，知识产权作为一种民事财产权利，转换成货币的方式包括投资入股、侵权受偿、权利许可及权利转让。

投资入股

公司法第二十七条规定，股东可以用知识产权等能用货币估价并能依法转让的非货币财产作价出资。股东以知识产权出资时，知识产权是与货币一样的价值形态，本身以货币衡量；以知识产权投资入股后，股东对公司经营享有收益权，即知识产权通过投资入股获得收益。

侵权受偿

他人未经权利人许可而使用知识产权，通常会构成对知识产权的侵犯，权利人依据法律的规定，可以因权利受到损害而要求实施侵权行为的人给付货币作为赔偿。根据《中华人民共和国著作权法》第四十九条第一款的规定，侵犯著作权或者与著作权有关的权利的，侵权人应当按照权利人的实际损失给予赔偿；实际损失难以计算的，可以按照侵权人的违法所得给予赔偿。侵权受偿一般通过诉讼实现，但也不排除侵权行

为发生后，权利人与实施侵权行为的人达成“侵权谅解协议”，这种协议也被认为是一种权利许可。

权利许可

权利许可本质上是权利人通过让渡知识产权的“使用权”来获得回报的一种协议。知识产权的客体“知识”具有能够被多个主体同时享有的特点，因此，知识产权的权利许可成为知识产权货币化的重要途径。例如，《中华人民共和国专利法》第十二条规定，任何单位或者个人使用他人专利的，应当与专利权人订立使用许可合同，向专利权人支付专利使用费。权利许可以权利人与被许可人就许可的相关内容达成合意的方式进行，权利许可通常不妨碍权利人自己使用知识产权。

权利转让

知识产权作为一种权利，权利人可以在法律规定的范围内对之进行处分。例如，《中华人民共和国商标法》第四十二条规定，转让注册商标的，转让人和受让人应当签订转让协议，并共同向商标局提出申请。权利转让通常在谈判桌上完成，权利转让的结果是原权利人自己无权再使用知识产权，即要受到知识产权排他性的束缚。

知识产权的财富规划对家族的意义

进入知识经济时代，知识已经成为创造社会财富的核心要素，如阿里巴巴的知识产权在企业财富中具有举足轻重的地位，并在很大程度上支配着财富的产生和发展。

促进财富获得

知识产权是财富获得的一个重要途径，知识产权是知识转换为财富的必要条件。以作品为例，作者虽可以通过作品直接或者间接传播获取

一定的财富，然而这种获取财富的方式具有合意性，没有法律强制性作为保障，而且一旦无法达成合意，这种方式有可能会使作品在更大范围内进行无偿传播。作品受到法律保护形成著作权，能产生财产权利的积极权能和消极权能，从而以法律作为后盾实现获得财富的强制力。因此，知识产权具有促进财富获得的作用。

促进财富增长

知识产权不仅是一种民事权利，能够为权利人带来财富，还是一种财富运作和经营的工具。很多知识产权权利人，尤其是企业的知识产权权利人会将知识产权作为一种经营战略或者经营策略，这种经营战略或者经营策略实施的目的是财富价值的最大化。以专利战略为例，无论是以一定的代价收购竞争对手的专利战略，还是以专利互相许可的方式而实施的专利池战略，其最终目的都是实现对市场的垄断，进而达到获得更多财富的目的。毫无疑问，知识产权具有促进财富增长的作用。

助力财富传承

在论及财富传承时，我们将财富划分为知识财富和物质财富，再分别探讨知识产权在两者中的作用。知识是不断更新的，新知识总是需要被不断发现和创造，如前所述，当知识财富因其自身局限不能在家族中有效传承时，则需要借助知识产权实现家族财富的传承，这对于以知识产权为主要资产的家族企业尤为重要。对于物质财富传承而言，知识产权的作用体现在能够成为物质财富传承的纽带。以商标权为例，当商品需要升级或者企业需要扩展产品领域时，附着在原商品上的商标权承载着已经形成的商誉，会随该商标附着在新的商品上，从而使新的商品的价值得到提高。可见，知识产权具有助力财富传承的作用。

综上所述，知识产权作为财富的一种重要形态，在家族财富管理与传承中有重要意义。阿里巴巴高瞻远瞩，看到知识产权对于企业发展的

意义，在企业成立之前就做出了知识产权的合理规划。试想一下，如果没有知识产权，阿里巴巴后期的发展会如何？不难看出，知识产权在家族财富管理与传承中应与其他形态的财富一样，需要家族企业对其做出合理安排与规划。

知识产权质押融资、知识产权证券化等金融工具的广泛应用及财富格局的演变

知识产权质押融资

知识产权质押融资是以担保法的权利质押法律为基础依据，知识产权权利人以合法拥有的专利权、商标权、著作权中的财产权经评估后作为质押物，向银行申请融资的行为。

国内不少大城市都已开始进行中小企业知识产权质押贷款试点。其中较为典型的有：上海浦东新区在2006年正式启动知识产权质押融资试点工作，交通银行北京分行推进“知识产权质押融资”这一模式，武汉在北京、上海浦东的模式基础上开始推进知识产权质押工作。截至2009年年底，北京成功案例已达50余例，贷款总额将近6个亿。上海浦东模式是一种以政府推动为主导的知识产权质押贷款模式，截至2009年12月底，上海浦东已向84家企业发放了知识产权质押贷款106笔，总额约为1.6亿元。^[3]

2019年6月26日国务院召开常务会议表示，支持知识产权质押融资，以拓宽企业特别是民营小微企业、“双创”企业获得贷款的渠道，缓解融资难。^[4]2019年许多金融机构大力开展知识产权质押融资业务，比如2019年9月15日的《青岛日报》头版报道介绍了专利权质押保险贷款的“青岛模式”。“青岛模式”自2015年7月落地以来，银行发放184笔贷款，共计6.27亿元，撬动社会资金倍数高达49倍。

知识产权证券化

知识产权证券化（Securitization of Intellectual Property）的通常定义为：发起机构（通常为创新型企业）将其拥有的知识产权或其衍生债权（如授权的权利金），移转到特设载体，再由特设载体以该资产做担保，经过重新包装、信用评价等，在市场上发行可流通的证券，借此为发起机构进行融资的金融操作。

知识产权证券化在整个资产证券化市场中所占的份额还非常小，世界范围内最早的一例知识产权证券化实践是音乐版权证券化。在 Pullman Group 的策划下，英国著名的摇滚歌星将其在1990年以前录制的25张唱片的预期版权（包括300首歌曲的录制权和版权）许可使用费证券化。

2019年我国也在积极推进知识产权证券化。中共中央、国务院先后印发《粤港澳大湾区发展规划纲要》《关于支持深圳建设中国特色社会主义先行示范区的意见》，明确提出了探索和开展知识产权证券化工作。深交所在积极探索知识产权证券化等创新融资工具，2019年9月11日，“兴业圆融-广州开发区专利许可资产支持专项计划”成功发行。据此可以看出，我国越来越重视知识产权的发展。

发展知识产权证券化给知识产权的融资者、投资人和发展都带来了新的机遇。对融资者而言，知识产权证券化的最大特点，是其能够在取得融资的同时，保留对知识产权的自主性。在证券化过程中，被转移到特设载体进行证券化的资产，通常是知识产权的权利人授权他人实施知识产权所取得的现有回报或将来的提成（应收账款），而非知识产权本身。在证券化交易后，发起人仍可保有并且管理知识产权。这种特点对创新型企业有特别的意义，其在取得资金融通的同时，发起人还能对知识产权进行进一步的改良或应用，持续提升知识产权的价值。此外，证券化融资还可以给融资者提供较高的融资杠杆，使其能取得相对便宜的

资金。

财富格局的演变

从上述知识产权的金融创新应用中，我们可以看出未来知识产权的财富价值随着科技成果、产业资本与金融资源的对接，将越来越占据财富的重要地位。

特别是随着人工智能和其他高科技的应用、商业互联网的常态化，知识产权财富必然会占据财富的重要位置。科技的发展带动产业结构的调整和改变，运用科技的轻资产企业会成为我国产业的重要力量。正如许多专家、学者预言，技术造富阶段即将来临。重视并规划知识产权财富，是家族企业必须要考虑的，知识产权将成为未来企业发展的驱动力和核心，也是企业创造财富的主要工具，保护知识产权就是保护企业的核心竞争力和可持续发展的基石。知识产权在财富和创造财富中的价值变化，会带动未来财富格局的重大演变，有智慧的企业家应顺势而为。

[1] 引自北京市高级人民法院（2002）高民终字第93号判决书。

[2] 阿里巴巴集团2018财年年报.https://otp.investis.com/clients/us/alibaba/SEC/sec-show.aspx?Type=html&FilingId=12879202&CIK=0001577552&Index=10000#A2235254Z20-F_HTM_BG19401A_MAIN_TOC.

[3] <https://baike.baidu.com/item/知识产权质押融资/1177676?fr=aladdin>.

[4] 新华社.缓解融资难，我国将进一步强化知识产权质押融资.中国政府网.http://www.gov.cn/xinwen/2019-07/10/content_54079.

高净值人士投资艺术品应注意的法律风险

随着近40年中国经济的高速发展，家庭财富不断积累和增长，人们越来越重视财富的配置和规划。近些年，艺术品以其稀缺性、独特性、观赏性、成长性等特点在财富规划中备受关注。《2019艺术市场报告》显示，2018年全球共成交拍卖金额524.1亿元，中国占比29%，在全球三大市场中位居第二。中国家族（家庭）越来越重视历史文化的保护和传承，不少家族（家庭）购藏艺术品，重视艺术品的传世意义，将投资与家族文化相结合，探索良性传承模式。



良性的投资须有理性的认识，投资者在艺术世界畅游和享受时，应

了解风险、防范风险，让艺术品投资更长远。

艺术品的法律属性

艺术品与其他形态的资产相比有不同的法律属性，正是因为特有的法律属性，艺术品在交易时相对复杂。明确艺术品的法律概念和法律界定是了解艺术品权属、交易规范、风险防范的基础。

艺术品的概念

艺术品是艺术活动的产物，是艺术家有目的地进行创作的产品。传统美学一般认为，艺术品是指与造型艺术有关的作品。伴随着现代艺术实践的不断发展，艺术品也逐渐突破了传统意义上的概念，在广度和深度上不断拓展。20世纪以来，艺术品边界的扩大已经成为一种客观的趋势，但也存在维护原有艺术品边界的力量。争论迫使人们对艺术品的概念不断探索和创新，开放的艺术品属性被人们审视、关注和思考。

从艺术品的创作和艺术品的交易看，艺术品开放性概念有利于艺术品的发展和繁荣。从法律规范的角度看，艺术品的概念应当是明确的。

我国最直接的艺术品法律规范是2016年3月15日实施的《艺术品经营管理办法》（文化部令第56号），其第二条规定：“本办法所称艺术品，是指绘画作品、书法篆刻作品、雕塑雕刻作品、艺术摄影作品、装置艺术作品、工艺美术作品等及上述作品的有限复制品。本办法所称艺术品不包括文物。”这是法律规范明确给出的艺术品概念。

艺术品的法律界定

对艺术品的法律界定，是指基于艺术品的内涵，参照现有规范性法律文件，对艺术品法律属性的分析和判断，旨在认清艺术品在现有法律

体系内的定位并确定其权利和义务。

艺术品的物权法界定

《中华人民共和国民法总则》第一百一十五条规定：“物包括不动产和动产。法律规定权利作为物权客体的，依照其规定。”《民法典》沿用了本条的规定。这是法律关于物权客体的规定。物权法上的物，指有体物或者有形物，有体物或有形物是物理上的物，能够作为物权制度规范对象，是人力所能控制、有利用价值的物。随着科学技术的发展，一些原来无法控制且无法利用的物也可以被控制和利用了，也纳入了物权制度的调整范围，物权制度规范的物的范围在不断扩大。

以民法总则关于物权客体的规定来审视和界定艺术品，艺术品的物质载体属于“物”的范畴。基于物权法的基本规定，权利人可以行使对艺术品物质载体——物的权利，即艺术品的物权属性。

艺术品的著作权法界定

著作权法规定，中国公民、法人或者其他组织的美术作品，不论是否发表，依照本法享有著作权。《艺术品经营管理办法》规定的艺术品作为“作品”受著作权法保护，著作权人在法律保护的期限内享有法定人身权利和财产权利。

艺术品著作权与所有权产生冲突的解决机制

艺术品著作权与所有权产生冲突时，解决机制为接触请求权和追续请求权的应用。

接触请求权，主要是指在艺术品买卖等流转后，著作权与所有权等物权在分离的状态下，著作权人可以在一定的条件下基于著作财产权利和著作人身权利对已经流转的艺术品进行一定程度的控制。目前我国著

作权法没有规定接触请求权，国际上也很少有国家承认接触请求权。在承认接触请求权的国家的司法实践中，接触请求权确实在一定程度上缓和了所有权人与著作权人之间的冲突和矛盾。

追续请求权，是指艺术品再次买卖等流转后，著作权人可以请求获取一定比例的利益的权利。我国的追续权制度主要适用于美术作品、摄影作品的原件和作家、作曲家的手稿在首次转让后的每一次转售。

举例而言，当艺术品的所有权在甲的手中，而著作权却属于乙的时候，著作权人乙能不能通过其对艺术品享有的著作权对艺术品的所有权人甲行使所有权，进行限制甚至控制这件艺术品呢？在理论上，当艺术品由其载体承载的时候，也就是著作权客体由物权客体承载的时候，艺术品物权与著作权关系的协调问题就产生了。要想解决艺术品所有权与著作权的冲突，首先需要明确物权与著作权之间的关系。书画艺术品是我们日常生活中常见的艺术品，书画这一美术作品存在作者的著作权和所有权，而当这一美术作品被买卖，受让人取得该美术作品的所有权，因此这一美术作品发生了权属分离的情况。当著作权人也就是这幅画的作者出于一定的需求，必须使用作品原件的时候，一定会千方百计地寻找受让人，也就是现在美术作品的所有权人，然而这个所有权人通常会以自己享有所有权的理由拒绝作者的请求。在这样的情况下，著作权人对其享有的著作权就受到了所有权的限制。相应地，受让人的所有权也会受到一定的限制。当享有美术作品所有权的受让人想要复制原件的时候，应该先征求著作权人的同意，一般情况下，著作权人并不想让自己的原件作品被过多复制，这就阻碍了受让人对美术作品享有的绝对支配权的行使。因此，在艺术品的所有权与著作权分离的情况下，所有权与著作权的行使会受到对方的限制。

艺术品交易的主要法律问题和法律风险

艺术品交易涉及法律问题的环节

艺术品交易涉及法律问题的方面包括艺术品的鉴定与评估、艺术品的画廊交易与私下交易、艺术品拍卖、艺术品电子商务、艺术品投资基金与资金信托、艺术品份额化交易、艺术品质押融资等艺术品金融、艺术品保管与运输、艺术品交易过程中的税收和行政管理等。

艺术品交易和管理中的法律风险

艺术品在管理和交易的各个环节都存在一定的法律风险。以下重点提示在交易和管理中普遍存在的几个风险点。

艺术品私募基金和信托基金等金融产品尚待完善

目前艺术品金融依然是小众的投资领域，由于自身的特点及短暂的发展历程，存在基金期限普遍过短、艺术品增值不确定性极强、退出渠道狭窄且退出难、艺术品基金产业链不完善及赝品盛行等诸多问题，限制着艺术品金融的发展。此外，我国艺术品基金存在艺术品评估和定价机制缺失、鉴定机制不完善等问题，也一定程度上制约了艺术品金融的发展。

拍卖法律风险

拍卖合同纠纷案

2013年8月18日，被告某拍卖公司举办了拍卖会。原告黄某预交了1万元保证金，领取了竞投号牌和《2013年夏季拍卖会玉杂精品图册》（以下简称《图册》），《图册》载明第285号拍品为翡翠扳指。原告黄某当时要求查看扳指原物，拍卖公司称扳指不在现场。原告黄某最终以6万元的价格拍得扳指，支付了价款6万元及佣金0.6万元。原告黄某取得拍品后次日发现扳指不是翡翠材质，向拍卖公司提出退货，拍卖公

司予以拒绝。后黄某将扳指送至国家珠宝玉石质量监督检验中心检验，发现扳指的材质为染色石英岩，遂向法院提起诉讼，指控拍卖公司虚假宣传，利用拍卖的空子恶意贩卖假货。对方却称拍卖法规定拍卖公司对拍品不承担瑕疵担保责任。

一审法院认为，黄某与拍卖公司之间成立的买卖合同关系系当事人真实意思表示，合同内容不违背法律、行政法规的强制性规定，合法有效。黄某以所拍得的扳指的材质与实际不符为由，要求拍卖公司退还货款。现并无证据证明拍卖公司明知扳指的质地为石英岩而故意宣传为翡翠，在黄某询问拍品质地时做出了保证拍品材质的陈述，黄某提交的证据不足以证明拍卖公司有欺诈黄某的故意。

拍卖公司在《图册》及成交确认书中均做出了不承担瑕疵担保的意思表示。拍卖法第六十一条规定，拍卖人、委托人在拍卖前声明不能保证拍卖标的的真实性或者品质的，不承担瑕疵担保责任。在拍卖交易中拍卖公司处于中介地位，根据委托人的委托出售商品。玉器鉴定需要专业人员做出，拍卖公司不具备相应的能力，故拍卖公司多会做出不承担瑕疵担保责任的声明。拍卖公司的声明符合拍卖法的规定。综上，黄某在未查看原物的情况下参与了拍卖，拍卖公司已经声明对拍品不承担瑕疵担保责任，故黄某应自行承担交易的风险，黄某要求退还货款的诉讼请求缺乏法律依据，法院不予支持。拍品真伪的风险应由黄某承担，黄某对拍品再行鉴定的申请，法院不予准许，因此驳回黄某的诉讼请求。

黄某不服一审判决，提起上诉。二审法院认为一审法院认定事实和适用法律错误，进行改判。二审法院综合全案事实做了如下认定。

1. 拍卖公司在征集拍品时没有尽到审慎的注意义务，主观上存在重大过失。

2. 拍卖公司没有如实披露拍品的瑕疵，且进行了虚假宣传。

3. 拍卖公司免责声明无效。

在艺术品拍卖中，无论是拍卖公司、委托人，还是竞买人都存在诸多法律风险。民事纠纷层面，主要有竞买人未依约支付拍卖标的的价款、拍卖标的为赝品、拍卖人明知拍卖标的有瑕疵却未充分披露和拍卖人虚假宣传等风险点；行政责任层面，主要有合同条款违法、未经许可登记设立拍卖企业、未经许可擅自拍卖文物、拍卖人和竞买人串通、拍卖人参与竞买等风险点。

艺术品保管合同订立的法律风险

保管合同纠纷案

原告黄某称，原、被告于2015年7月8日达成口头协议，原告将一件价值6万元的木雕藏品寄放在被告处保管，缴纳服务费1800元，被告向原告出具收据和《物品暂放单》各一份，双方约定如出售该藏品，被告向原告收取10%的佣金。至7月下旬，原告发现被告长期将藏品放置在干燥不通风的玻璃柜里，加上紫外线灯光的照射，导致藏品底座开裂，价值严重贬损。原告多次交涉，但被告置之不理，下落不明。为此，原告依法提起诉讼，要求判令：1. 被告展览公司返还木雕，如不能返还，则赔偿经济损失6万元。2. 被告展览公司返还服务费1800元。被告未进行答辩。

原告为支持其诉讼请求，向法院提交了证据。

鉴于被告展览公司未到庭应诉，审理法院依法对原告提交的上述证据进行核实，确认证据合法真实，具有证明力，并认定原告陈述的事实基本属实。审理法院认为，依法订立的合同，对当事人具有法律约束力，当事人应当按照约定履行自己的义务。原告委托被告对藏品进行保管，并交纳服务费，被告理应尽到妥善保管义务。现被告未能妥善保管致木雕藏品受损，故审理法院认定被告未能按约履行保管义务，原告要

求返还已支付的服务费1800元的主张合法有据，予以支持。并且，被告目前下落不明，故原告要求被告返还保管物品，如不能返还则按照原价赔偿的诉请，具有事实依据和法律依据，审理法院亦予以采纳。判决如下：1. 被告应于本判决生效之日起10日内返还原告黄某木雕藏品（具体物件见案卷内照片）；如不能返还，则应赔偿原告黄某经济损失6万元。2. 被告应于本判决生效之日起10日内返还原告黄某服务费1800元。负有金钱给付义务的当事人，如未按本判决指定的期限履行给付金钱义务，应当依照《中华人民共和国民事诉讼法》第二百五十三条的规定，加倍支付迟延履行期间的债务利息。

鉴于艺术品的特殊价值，在保管合同和运输合同订立过程中，相关法律风险如果没有被考虑到，一旦出现突发事件，会导致不可预估的损失。

保管合同的订立应注意以下几个方面：保管人在艺术品变质或者其他损坏情况下的通知义务，保管人对有变质或者其他损坏的艺术品的处理，储存期不明确时提取艺术品相关的规定，储存期明确时提取艺术品的相关规定，交收单据持有人不提取艺术品时的处理，保管人因保管不善造成艺术品毁损或灭失时的责任等。

运输合同的订立应注意以下几个方面：承运人的责任限制，承运人故意或因重大过失导致艺术品毁损或灭失时不适用的赔偿限额，保价运输问题，违约责任中的归责原则和免责条款的法律问题等。

综上，艺术品投资涉及多个环节，存在不同类型的法律问题和法律风险，投资者应做到心中有数并防患于未然，降低风险，让艺术品投资源远流长。

艺术品的传承

近年来，随着全球经济的起落，现金投资、不动产投资等已经不能满足人们多元的投资需求，艺术品投资越来越被人们关注，艺术品成为许多高净值人士的重要资产配置。现代艺术创作非常活跃，现代艺术家的艺术作品升值很快，艺术家及艺术品藏家开始思考艺术品的传承问题。

艺术品与其他形态的财富相比，具有不同的特点，而艺术品的特点决定了艺术品传承的独特之处。这一领域的相关研究很少，笔者将自己对艺术品传承的相关法律问题的几点思考与大家进行探讨交流。

艺术品传承的价值和意义

《2019胡润财富报告》^[1]显示，大中华区拥有600万元资产的富裕家庭，总财富达128万亿元，是大中华区全年国内生产总值（GDP）的1.3倍，其中中国大陆占八成。

《2019艺术市场报告》^[2]显示，2018年全球拍卖成交的金额为524.1亿元，中国占29%，在全球三大市场中位居第二。中国家族（家庭）越来越重视历史文化的保护和传承，不少家族（家庭）购藏艺术品，重视艺术品的传世意义，将投资与家族文化相结合，探索良性传承模式。

《2019中国家族财富可持续发展报告——聚焦家族信托》^[3]显示，中国未来30年将有60万亿财富由第一代创始人传给第二代。同样，艺术

品的传承也将成为艺术家和艺术品藏家面临和应思考的问题。

艺术品继承纠纷案

某市中级人民法院曾受理了一件艺术品继承纠纷案，被继承人王某某、葛某某夫妇婚后育有孩子王某某与王某某二人，被继承人生前立下遗嘱，遗嘱中载明家里的书籍、字画、瓷器等由王某某与王某某二人协商分配。王某某、葛某某夫妇过世后，其子王某某与王某某二人对遗嘱产生争议。其子王某某起诉至法院，称被继承人二人生前所收藏的60幅字画和60余件瓷器被王某某非法占有，主张应由其继承60幅字画，并提供了一份《被盗名家字画画家名目》，该份名目中列有34位画家的名字，且有王某某书写的“确认以上字画现在我处”的文字，以及签名和书写的日期。但因证据不足，《被盗名家字画画家名目》被法院认定为非王某某的真实意思表示，不具有证明存在60幅字画的效力，最终王某某的诉讼请求被法院驳回。

艺术品传承的需求

赵老先生夫妇都是画家，25年来他们沿着丝绸之路一路作画，积累了大量画作。但他们无儿无女，现已年近古稀，这批艺术品如何实现价值和传承是摆在他们面前的难题。

从艺术品创作者来看，一些知名艺术家随着年龄的增长和艺术造诣的提升，创作的艺术品的价值在不断攀升，艺术家希望自己的艺术作品能永世流传，艺术价值可以得到最好的发挥。同时，艺术品资产成为艺术家家庭资产中最主要的构成部分，也是基于此，艺术品权属纠纷呈上升趋势，制约了艺术价值的有效发挥，甚至使家庭关系失和。因此，了解艺术品的权属和法律属性，提前做好艺术品资产的安排和规划，避免纠纷，让艺术品永世传承是艺术家面临和需要思考的问题。

从艺术品藏家来看，艺术品与其他资产相比，有特殊之处。艺术品

不仅有财产属性，也有人身关系属性。同时，艺术品的价值不确定性、可复制性、特殊保管需求等都使得艺术品的传承相对复杂。如果不了解艺术品的法律属性、法律风险，没有提前做好艺术品规划，艺术品不但无法成为维系家风和传承文化的重要载体，还可能面临灭失的风险。

艺术品传承的法律问题

艺术品传承的方式

通过遗嘱对艺术品进行规划与安排

艺术品所有者可以通过设立遗嘱将属于自己的艺术品由一人或者数人继承其中的一部分或全部，也可以通过遗嘱将遗产的一部分或全部赠与国家、社会或者法定继承人以外的人；也可以与扶养人签订协议，约定由扶养人承担遗赠人生养死葬的义务，将自己艺术品财产的一部分或全部于死后转移给扶养人。艺术品所有人通过遗嘱对艺术品进行安排，可以有效实现按照自己的真实意愿传承艺术品，避免因有多个继承人而不得已出售艺术品以获取价款进行均分，造成艺术品价值受损，从而导致艺术品无法在家族内传承。同时，被继承人对所拥有的艺术品及其数量、性质、价值、存放位置、是否交由第三方保管或质押给债权人等情况最为了解，通过遗嘱明确继承内容，有助于避免本属于继承人应继承的艺术品流失，尤其当艺术品系交付第三方保管或质押给债权人时，遗嘱可有效避免上述风险。

通过遗嘱对艺术品进行安排，有利于艺术品的真伪鉴定。艺术品的真伪鉴定是艺术品交易中非常重要的环节。一份记载艺术品品种、名称、性质、作家、年代、市场价等信息的遗嘱，在一定程度上可作为艺术品的“身份标签”，成为鉴别艺术品真伪的工具，帮助艺术品有序传承。尤其当被继承人是艺术品作者时，继承人或受遗赠人作为作者的家

属或朋友，对艺术品真伪的鉴定本身具有一定的说服力，加上遗嘱的证明，鉴定力度会更强。

在安排艺术品传承时，艺术品持有人应先析产，以避免将夫妻共同财产或其他人的财产纳入遗嘱处置范围，避免处置不当，埋下隐患。订立遗嘱应确保遗嘱的订立程序合法，形式上无瑕疵，避免因形式不合法而出现遗嘱继承无效和效力争议。

艺术品持有人在艺术品传承时，要注意将艺术品的基本信息、鉴定评估资料与艺术品一并传承，并尽量在遗嘱中以书面的形式确保传承的效力。另外，艺术品的交付是艺术品继承中非常重要的环节，只有继承人取得艺术品，才算是艺术品继承的完成。

通过艺术品信托进行规划与安排

艺术品信托是指委托人将其持有的艺术品转移给受托人并设立信托，由受托人自身或同其他专业管理人员，共同发挥该艺术品的价值，并以此获得信托收益。

设立艺术品信托应订立信托合同，双方要对艺术品信托的内容做出详细约定，包括委托人、受托人、受益人及监督人等各方当事人及各自的权利、义务，艺术品的管理与运作，艺术品的收益分配。艺术品的管理与运作应使艺术品充分发挥价值，实现信托财产的稳定增值。信托合同约定艺术品的馆藏、出租、出展、品鉴、市场推广、流转、出境限制等内容，以确保艺术品完好保存，发挥更高的社会和艺术价值。信托合同约定信托期限、信托费用等内容，保障信托各方当事人的权益，实现信托目的。

艺术品信托是通过专业机构、专业人员使艺术品的艺术价值和经济价值得到更好发挥的一种传承方式。根据信托合同和信托的相关法律，无论艺术品所有者生存或身故，乃至身故后若干年，信托架构中的艺术

品都会依据信托合同的约定被处置，保障艺术品所有者可以按自己意愿安排艺术品，所以艺术品信托是一种重要的艺术品传承方式。如果委托人家族成员及后代对艺术品有兴趣且有能力，除了可以获得相应的信托利益外，还可以通过在家族信托的实体机构中任职，发挥自身管理专长，以获得相应报酬。但目前国内单独针对艺术品的信托尚未出现，这给家族信托未来的发展留下了很大的空间和挑战。

通过大额保单进行税务筹划和工具补充，使艺术品传承的价值最大化

艺术品作为传承标的，有与其他标的不同的特性。艺术品的价值与其他标的相比，不确定性大。艺术品的价值也会因时代的变迁和创作者艺术造诣的社会认同而变化。在传承安排与发生继承时，艺术品的价值可能会有比较大的变化。艺术品继承人是否会被征收遗产税及是否需要税赋估算，成为艺术品规划与安排的一个重要方面。

遗产税是国家对被继承人死亡时所遗留的财产征收的一项税种。继承人必须先按遗产在被继承人死亡时市场价格乘以一定的税率向国家纳税，完税后才可以获得遗产。世界各国对于征收遗产税的态度和做法不尽相同，有的国家对所有遗产征税，有的国家则只对其中一项或者几项遗产征税。据统计，世界上已开征遗产税的国家和地区已达到100多个。我国境内目前虽未开征遗产税，但遗产税是许多国家的成熟税种。征收遗产税是我国境内未来的发展趋势。如果我国境内开征遗产税，而我们又没有做好相应的规划，就会出现因未缴纳遗产税而无法继承艺术品的情形，因此做好该项规划成为艺术品传承中的重要内容。

另外，针对后代的不同情况，大额保单是家族（家庭）财富传承的重要补充工具。现在一些保险机构针对家族财富传承推出了大额保单产品，是对未来缴纳遗产税的应对，可起到税务筹划、未雨绸缪的作用，为艺术品传承提供了一种非常好的补充工具。所以艺术品持有人提前考虑并安排相应的大额保单，以应对未来遗产税的开征，能使艺术品传承

的价值最大化，并使艺术品按照自己的意愿实现传承。但目前中国境内还没有针对艺术品传承的保单业务，这对于保险机构来说无疑是一个很大的发展空间和挑战。

艺术品传承的法律问题

艺术品来源于艺术家创作、艺术品传承和艺术品交易。艺术品来源于创作和传承时，其权属和真伪问题相对较小。大量来源于交易的艺术品，存在交易环节的法律问题和法律风险，对艺术品的传承有着重要的影响。藏家在取得艺术品时应注意法律问题，以保证传承标的的权属真实、合法、有效，保证其价值的确定性。

艺术品交易涉及法律问题的方面包括艺术品的鉴定与评估、艺术品的画廊交易与私下交易、艺术品拍卖、艺术品电子商务、艺术品投资基金与资金信托、艺术品份额化交易、艺术品质押融资等。

影响我国艺术品市场发展的关键是艺术品的鉴定与评估，这是全行业都在关注和积极探索的领域。而管理和交易的各个环节都存在一定法律风险。

此外，我国艺术品基金行业存在艺术品评估和定价机制缺失、鉴定机制不完善、赝品盛行等问题，在一定程度上制约了艺术品金融的发展。

信托业现状及影响艺术品信托的法律制度

中国信托业协会发布的《中国信托业发展报告（2018—2019）》^[4]显示，2018年是中国家族信托发展史上的关键一年，中国银保监会首次在官方文件中明确界定了家族信托业务，为将来家族信托业务发展奠定了坚实的政策基础。信托公司已经成为家族信托的主要参与者，截至2018年年末，在68家信托公司中有36家实质性地开展了家族信托业务，

以资金信托为主，业务总规模约为850亿元。目前，大部分信托公司的家族信托业务属于资金信托业务，少部分信托公司开展了保险金家族信托、商业地产家族信托、股权家族信托等业务，但规模较小。

从以上行业报告可以看出，目前信托业务主要为资金信托业务。作为家族财富管理重要工具之一的家族信托在中国起步较晚，从近几年的实践看，由于现行法律法规的不完善，制约了家族信托的发展速度。目前，我国家族信托业务应符合信托法、《信托公司管理办法》、《信托公司集合资金信托计划管理办法》、《信托公司净资本管理办法》等的规定。上述规定为家族信托业务确定了基本的法律关系，奠定了家族信托业务的发展基础，但仍未满足家族信托业务发展的需要，并在一定程度上限制了家族信托的发展。按照相关法律法规的规定，家族信托是一种金融产品，相关交易行为是受金融法规约束的，并受金融监管，不是信托法项下受托人按委托人的意愿以自己的名义，为受益人的利益或者特定目的，进行管理或者处分财产权的行为，离信托的本源尚远。

《信托公司管理办法》第七条规定：“设立信托公司应当经中国银行业监督管理委员会批准，并领取金融许可证；未经中国银行业监督管理委员会批准，任何单位和个人不得经营信托业务。”依据这一规定，目前我国的信托业务仅限于以信托公司为主的金融机构开展，也就是说，信托关系中的受托人有严格的主体资格要求。这一限定大大约束了信托行为，使得信托法第二十四条“受托人应当是具有完全民事行为能力的自然人、法人”的规定形同虚设。同时，信托关系的实质基于信任，主体资格的限定局限了信任的核心要素。

从目前我国信托业的状况可以看出，信托公司的经营范围主要是金融业务，信托公司尚未有受托管理的职能，而市场的需求亟待相关法律制度的完善。

设立受托人制度

我们可以借鉴信托制度成熟国家的做法，将受托人分层，最高级别为持牌金融机构，从事资金信托业务，受金融监管。次之是有行业自律的机构，比如律师事务所拥有受托人资格，对委托人的非资金类信托承担受托责任。艺术品信托业务也可以由行业自律机构等有专业性和公信力的机构开展。随着个人信用体制和个人破产制度的完善，受托人可扩展到自然人，相关机构应加快设立完整的受托人制度。

完善信托登记制度

信托法第十条规定：“设立信托，对于信托财产，有关法律、行政法规规定应当办理登记手续的，应当依法办理信托登记。未依照前款规定办理信托登记的，应当补办登记手续；不补办的，该信托不产生效力。”《信托登记管理办法》明确了信托产品登记机构为中国信托登记有限责任公司。这里我们暂不讨论信托登记与信托成立的关系、信托审查及信托登记与保密性冲突的问题，单就登记机构而言，就未能满足家族信托中的非现金信托资产的登记需求。实践中，除了中国信托登记有限责任公司外，没有统一和规范的信托机构，这使得家族信托包括艺术品信托的实操存在困境。确立规范统一的信托登记机构是家族信托业务和艺术品信托业务开展的必要条件。

完善家族信托税收制度

信托法规定，信托财产具有独立性，从所有权角度看，信托法未明确信托财产转移是否会引起所有权的转移。而我国的税收制度遵循一般性的税收原则，家族信托存在制度困境和现实征管困境。这一现状给家族信托的发展带来巨大的影响，相关机构需要针对家族信托征税制度进行设计。业内专家呼吁，可以借鉴英美法系家族信托制度，为中国家族信托所得税设计特别条款，确定双重所有权制度。家族信托税收制度的完善也将对艺术品信托落地产生推动力。

完善信托监察人制度

我国信托法对公益信托有监察人设置要求，对私益信托未做规定。从近年来家族信托需求和实践以及其他国家的家族信托制度看，有必要在立法上明确私益信托监察人的设置和地位，特别是艺术品信托。因为艺术品的价值变动性、易复制性、保管要求高等特点，设立专业人士为监察人将对艺术品信托的开展大有帮助。

设立艺术品慈善基金和慈善信托让艺术品价值发扬光大

艺术品除了有艺术价值和经济价值，更具有文化价值。许多艺术家和藏家有很高的追求。艺术家和藏家可以根据自己的意愿设立艺术品慈善基金和慈善信托，通过艺术品基金和信托的运行获取收益，支持社会公益。包括艺术品所有人在内的大部分高净值人士都有回馈社会的愿望和需求。无论是名门望族，还是富裕家族，许多都已成立慈善基金和慈善信托，希望通过慈善基金和慈善信托实现对社会的贡献。同时，对社会的贡献是形成家族文化、家族核心价值、家族精神的重要途径，是家族精神财富传承的重要内容。

2016年5月26日公布的《基金会管理条例（修订草案征求意见稿）》是对慈善基金会的设立和运营直接进行规范。2016年9月我国颁布了慈善法，对慈善组织、慈善募捐、慈善捐赠、慈善信托、慈善财产、慈善服务等做出明确的规定，也对过去实践中一些模糊和不够明确的内容做了准确的定性。基金会的登记和管理由民政部门负责。艺术品基金会的设立和运营也受上述条例约束。目前，许多艺术家都设立了艺术品基金会，用艺术品经营收益支持各种类型的公益事业。

2017年7月26日相关部门联合发布了《慈善信托管理办法》，对慈善信托的设立、财产的管理和处分及备案制度等做出明确规定。目前许

多艺术家已设立了慈善信托，慈善信托也是各信托公司目前积极开展的业务。该办法的出台，使慈善信托有法可依，能更好地发挥作用。

综上，艺术品传承与其他财富传承最大的不同，是其不但有价值，还有艺术价值。艺术品的艺术价值是无限和不可估量的，流转和市场赋予了其定量的经济价值。而艺术品传承过程中艺术价值的最大限度发挥或许才是艺术家和藏家的最大心愿，也是对艺术品的艺术价值属性和文化遗产属性的不辜负。想要做好艺术品传承这一课题，艺术家、藏家和相关专业人士需要关注和研究。

[1] 胡润百富网. 2019胡润财富报告. 2019年11月19日, <http://www.hurun.net/CN/Article/Details?num=37EBE4E643FC>.

[2] 巴塞尔艺术网.The Art Basel and UBS Global Art Market Report, <https://www.artbasel.com/about/initiatives/the-art-market>.

[3] 胡润百富网.2019中国家族财富可持续发展报告——聚焦家族信托.2019年8月19日, <http://www.hurun.net/CN/Research/Details?num=23A707A2FBDE>.

[4] 中国信托业协会.中国信托业发展报告（2018—2019）.中国金融出版社，2019年.

艺术品信托与艺术品财富传承案例浅析

2020年一开年，突如其来的疫情在中国乃至全球蔓延，这场变故改变了人们的生活状态和生活节奏。疫情是否改变经济发展方向尚无定论，但笔者认为，疫情过后高净值人群的投资心态虽不同，但有相当一部分人会持历次金融危机过后的心态，即实物资产更有利于长期保值、增值，应该投资实物资产。

在此，笔者以实物资产中的艺术品为对象，通过案例解析的方式，对艺术品信托和艺术品财富传承做粗浅的探讨，希望能给艺术品配置和传承的需求者以启发，并借此与业内相关专业人士进行研讨。

艺术品信托的需求及以信托方式持有艺术品的意义

近几年，艺术品成为越来越被关注的实物资产。艺术品与其他实物资产相比，有特有的属性，它承载了创作者的智慧及时代背景、历史赋予的文化价值，被认知而为人们收藏、流转，并成为一种具有金钱价值的新兴文化消费品。艺术品因其价值评价系统和文化价值属性，被认为具有更强的保值和增值功能，也具有更大的投资和传承价值和意义。

以信托方式持有艺术品，不仅是通过艺术品管理、运营达到保值和增值目的的有效方法，也是艺术品传承的重要工具。许多国家已有先例，其中最常见的案例是艺术品为信托资产的一部分，如一套完整的家族艺术品，供后代享用。信托契约的条款会要求受托人不是简单地保存和保护家族艺术品，而是承担更多的责任，比如有义务为受益人的利益进行艺术品收藏。信托的设立，可能是为了做慈善而管理艺术品，也可

能是为了投资新兴艺术家，以资助和促进其艺术创作等。

在我国实践中，艺术品多是以集合信托计划的方式落地的，真正回归信托本源的艺术品实物信托还很少见。近两年，我国也有许多艺术家和藏家开始提出设立艺术品信托的需求，希望通过信托的方式收购和管理艺术品。因此，研究艺术品信托和以信托方式持有艺术品的实务有非常重要的现实意义。

设立艺术品信托的法律要件

委托人应对设立信托的艺术品拥有合法财产权利

艺术品作为财产的一种形态，是信托法规定可以作为信托财产的标的物。与其他财产相比，艺术品有两种法律权属，即物权和知识产权。设立信托的艺术品涉及物权，不必须拥有知识产权。但需要注意的是，权利人在行使艺术品的物权时不能侵犯艺术品的知识产权，比如作品的署名权、复制权等。

委托人设立信托时，需要确认艺术品的权属及其合法性，要能够证明自己对该艺术品拥有合法的财产权。另外，艺术品如果是共有的，需要析产确定权属。

关于艺术品的真实性和合法性，受托人可以请求专家、艺术家、鉴定机构以及法律专业人士进行确认。

信托目的的确立

设立艺术品信托需要有明确的设立目的，比如为了后代的教育、为了艺术品的保值和增值、为了公益事业等。根据信托法第五条规定，设立信托，必须有合法的信托目的，以非法目的如为诉讼或者讨债设立的

信托无效。设立信托必须遵守法律、行政法规的强制性规定，遵循自愿、公平和诚实信用原则，不得损害国家利益和社会公共利益。

受托人的确定

信托法第二十四条规定：“受托人应当是具有完全民事行为能力的自然人、法人。”第四条规定：“受托人采取信托机构形式从事信托活动，其组织和管理由国务院制定具体办法。”中国银行业监督管理委员会颁布的《信托公司管理办法》第七条规定：“信托公司应当经中国银行业监督管理委员会批准，并领取金融许可证。”在我国，信托主要是营业信托，受托人主要为持牌信托公司。信托法第二十四条虽然规定了具有完全民事行为能力的自然人、法人可以作为受托人，但在实践中比较少见。笔者建议，艺术品信托早期可以选择有丰富经验的信托公司作为受托人。

信托公司长期从事营业信托业务，有丰富的信托运作经验，但对艺术品的运营、管理并不一定擅长。值得借鉴的办法是，指定第三方专业机构作为信托项目的执行人，由第三方机构与受托人形成委托或其他法律关系。

我们可以学习和借鉴离岸信托的一些做法，比如开曼群岛的STAR信托和保留权利的信托，通过信托合同约定，委托人可以参与受托艺术品的管理。但有许多人并不信赖信托契约的约定，受托人可以将任务委托给专业顾问或策展人，由专业机构或专业人士为艺术品的运输、保管、存储以及展出或展览做出必要安排。

受益人范围的确定

艺术品信托的目的是财富的保值、增值和家族（家庭）财富传承，需要对受益人予以明确。如果信托的目的是做慈善活动，需要确定慈善活动的范围。信托法第十一条规定：“受益人或者受益人范围不能确定

的信托无效。”慈善法第四十五条规定，设立慈善信托须确定监察人。实践中，监察人可以是一位，也可以是两位。

受托人的报酬

信托法第三十五条规定：“受托人有权依照信托文件的约定取得报酬。”受托人依据信托法和信托合同，履行对艺术品信托财产的管理和运营的约定，委托人应向受托人支付报酬。委托人通常应按双方约定支付报酬。实践中，许多信托公司采用艺术品加部分现金资产作为信托财产的方式设立艺术品信托，以保证受托人的信托报酬和运营收益。

艺术品信托案例浅析

案例简介

C先生是当代知名画家，拥有非凡的艺术造诣，其作品的价值不菲。他的作品曾在许多国家展出，被许多藏家收藏。C先生夫妻二人有一个未成年的儿子。C先生是一位爱心人士，他想用自己的20幅画作设立信托，一半用于支付儿子的教育费用，一半用于支持慈善事业。

解决方案设计

艺术品信托和慈善信托的双层信托架构可以达成C先生的愿望和诉求。

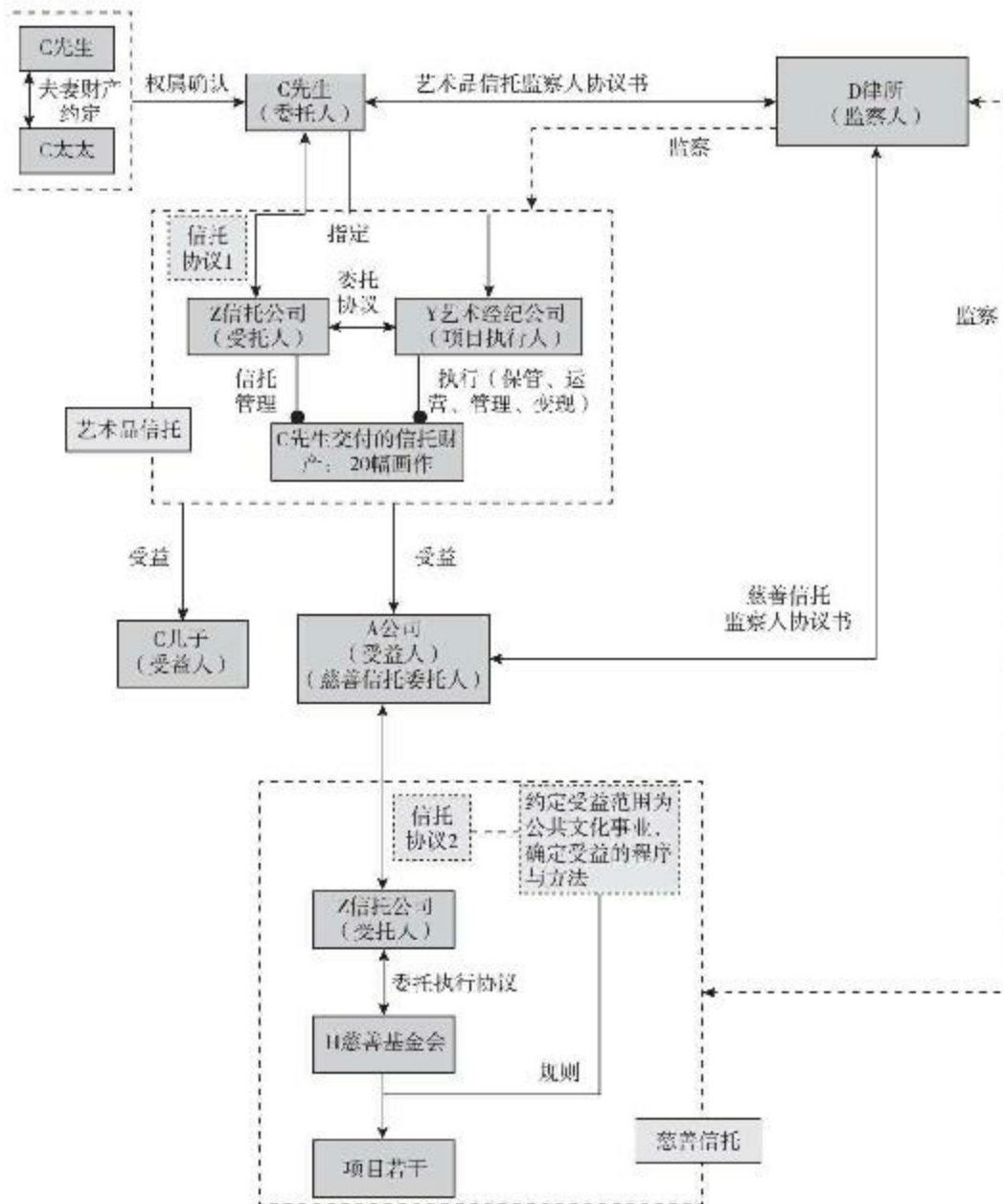
1.信托最重要的核心是信任，C先生需要选择和确认信托的主体，包括业绩良好的持牌信托公司Z、具有良好信誉和执行能力的艺术经纪公司Y、可以作为艺术品信托受益人和慈善信托委托人的公司A、在公共文化事业的公益项目上富有经验和能力的慈善基金会H和从事艺术品法律实务工作的专业律师所在的律师事务所D。

2.C先生与C太太协商，约定该20幅画为C先生单独所有，C先生为画作购买必要的财产保险，并以画作加部分管理运营所需的现金资产设立信托，由C先生委托Z信托公司以20幅画作为信托财产设立艺术品财产信托，指定A公司和C先生的未成年儿子为受益人。A公司作为艺术品信托的受益人，用收益设立慈善信托。另外，C先生指定Y艺术经纪公司作为项目执行人，负责保管、运营、管理和变现受托财产。

3.A公司委托Z信托公司设立慈善信托，约定慈善信托的受益范围为公共文化事业，并确定受益的程序和方法，由H慈善基金会负责执行具体项目。

4.D律师事务所委派专业律师担任艺术品信托和慈善信托的监察人。

信托架构图



双层信托架构图

法律要点解析

该案例的解决方案符合信托法、慈善法、合同法和婚姻法等相关法律法规的规定，具体如下。

1.C先生想用自己的20幅画作设立信托，用于支付儿子的教育费用

和支持慈善事业，符合信托法第六条和第七条的规定。C先生作为委托人设立信托，需要对20幅画作具有完全独立的所有权，而画作作为艺术品不但具有物权属性，同时也具有著作权属性。C先生是20幅画作的创作人，对画作享有著作权。婚姻法第十七条规定，知识产权产生的收益为夫妻共同财产。为了满足后续信托执行的需求，在设立信托之前，C先生和C太太对20幅画作签署了夫妻财产约定协议，约定该财产归C先生个人单独所有。这样，C先生作为委托人设立信托，符合信托法关于信托财产的规定。

2.C先生基于信任，选择了Z信托公司作为受托人，签署书面信托合同，委托其管理和处分信托财产，符合信托法的规定。

3.Z信托公司为金融机构，在艺术品管理上并非专业，在信托合同中，C先生指定了Y艺术经纪公司作为信托执行人，负责保管、运营、管理和变现受托财产，这项约定不违反法律规定，是实践中常采用的方式。

4.C先生用艺术品信托收益的一部分设立慈善信托，符合慈善法的规定。为了隔离C先生与信托的风险，C先生基于对A公司的信任，选定A公司并签订协议，由A公司作为艺术品信托的受益人，用收益设立慈善信托。A公司与Z信托公司签订慈善信托协议，符合信托法和慈善法的相关规定。

5.慈善信托的受益范围为公共文化事业，符合慈善法的规定。H慈善基金会当选为执行人，与Z信托公司签订慈善信托协议及委托执行协议，不违反法律规定，是实践中常采用的方式。

6.C先生与D律师事务所签订艺术品信托监察人协议书，虽然信托法并未规定监察人是财产信托的必要条件，但也有禁止性规定，为了更好地执行，建立监察人制度不违反法律规定。

7.A公司与D律师事务所签订慈善信托监察人协议书，符合信托法第六十四条和慈善法第四十九条的规定。

艺术品信托尚待解决的问题

在上述案例的研究过程中，我们不难发现，实践中尚存一些问题和法律障碍影响艺术品信托业务的开展，包括艺术品的真伪鉴别、价值评估、取得来源证明和权属确认等。信托设立方面，登记制度、税收制度还不完善；实务操作方面，受托人的报酬标准、配套保险等未形成。这些问题都使得艺术品信托业务的开展成为一个比较难的工程，但制度往往都是滞后于实践和需求的，尽管艺术品的真伪鉴别、价值评估的难题在业界始终没有得到解决，但艺术品的交易却异常活跃，也推动着艺术品金融的发展。下面就上述问题的解决做以下几点粗浅的探索。

在立法、司法和学术领域推动信托体系的重塑，健全信托的配套制度

我国信托法自2001年颁布，实施了近20年，但与信托配套的基本法律制度至今尚未建立，认知上未形成信托的基本理念，现有制度上没有为信托法律关系确立相应的规定，实践中很难实现信托法律关系中最基本的“所有权转移”。所以，要真正推动信托业务的发展，需要在学术领域进行研究和宣传，在立法上完善相关法律制度，在司法和行政层面推动实践的开展，比如通过最高法院司法解释和公布的指导性案例对实践中的一些做法予以指导和确认，通过行政法规或部门规章对信托项下的财产转移予以区分处理等。

建立配套的信托登记制度

信托法第十条第一款规定：“设立信托，对于信托财产，有关法

律、行政法规规定应当办理登记手续的，应当依法办理信托登记。”第二款规定：“未依照前款规定办理信托登记的，应当补办登记手续；不补办的，该信托不产生效力。”但信托法对登记的范围、如何登记、由谁登记等事项并未规定，实践中缺乏可操作性。艺术品信托和其他实物资产信托一样，因没有指定的登记机构而无法实现登记，所以尽快完善登记制度势在必行。笔者认为，不同形态的资产可以有不同的登记机构，比如艺术品作为特殊属性的实物资产，可以分别在相应的专业机构进行登记，比如书画作品可以在版权局登记等。笔者建议立法机关完善配套制度，出台相应的行政法规，明确登记范围、登记机构、登记手续和登记内容等事项。

构建独立的信托税收制度

我国尚未建立起与信托制度相适应的税收制度，艺术品从委托人转让给受托人，艺术品的经营、管理及处分会涉及增值税、企业所得税、个人所得税、附加税乃至进出口关税，均无税法可依，导致信托财产持有人在转移阶段将被双重甚至多重征税，从而增加了艺术品信托的交易成本和信托当事人的税负。同时，公益（慈善）信托的税收优惠没有确立，捐赠人无法享受与公益法人相同的税收优惠政策。英、美、日等国在建立信托制度的同时以自己的方式确立了信托税制，这是可借鉴的经验。笔者建议根据我国的实际情况，建立信托税收制度，区分财产转让和信托财产转让，解决重复征税问题。

完善艺术品鉴定和评估体系以及艺术品保险制度

相关部门应确立艺术品鉴定和评估的权威机构，设立行业门槛，确定公正的职业准则，建立艺术品鉴定、评估责任制度，加强艺术品鉴定市场的行政监管，完善艺术品鉴定和评估体系，促进艺术品信托配套系统的完善。

在我国艺术品保险领域，保险公司主要发挥风险转移与风险承担的作用，在风险预防、风险管理和损失控制等方面的作用不大。艺术品交易量的增加，需要保险公司有完整的保险体系，所以培养具备艺术品知识的专业人才或与专门的艺术品风险管理机构合作，提高对艺术品风险管理的能力，控制风险，加强艺术品财产保险的功能，是艺术品信托配套系统的重要环节和保障。

聘请画廊、策展人、博物馆、艺术经纪公司、艺术投资公司等第三方专业人士或专业机构加入艺术品信托项目

艺术品作为一种艺术性很强的特殊实物资产，在信托管理中有保管、运输、展览和交易等特殊的需求，不但需要专业知识和技能，而且需要资源和业态支撑。专业机构和专业人士的参与，是艺术品信托业务得以更好开展和大力发展的必要助力。

综上，艺术品信托是社会经济发展的需求和产物，它已具备基础的法律依据和设立条件，但也存在一些问题和难点。我们期待艺术品信托的春天。

非物质财富管理说

家族治理结构与家族管制权传承

随着改革开放后经济的蓬勃发展，中国家族企业快速成长，并发展壮大。据不完全统计，中国75%的民营企业是家族式组织或家族式管理的企业。作为中国民营经济的重要组成部分，家族企业的兴衰不仅关乎家族的兴衰，也关乎民族经济的兴衰。作为社会的组织细胞，家族的兴衰也关乎整个社会肌体的康泰。

家族企业从根本上受到家族文化、亲缘关系等因素的影响。大部分家族企业的所有者、管理者来自同一家族，他们之间具有上下级和亲属的双重身份关系。由于亲缘关系，他们彼此有天然的信任且目标一致，这样的优势使家族企业在发展初期，因效能高于非家族企业，发展速度很快，但随着家族企业的发展壮大，家族企业背后的家族特征会严重制约家族企业的发展。

在组织形态方面，成熟的现代公司治理结构未能在家族企业治理中得到很好运用，这是因为家族企业背后的家族如无形的影子，影响着家族企业治理结构的发展。

随着家族企业的发展，家族也在发展壮大。家族成员多了，依靠靠过去小家庭的相处模式已经不能适应大家族的关系处理需求。家族企业对治理结构的需求便应运而生。

方太集团代际传承

2019年5月31日，笔者曾去浙江知名家族企业方太集团参访，聆听方太第一代创始人茅理翔老先生讲述方太历史、文化和传承的故事。

1985年茅理翔创办宁波飞翔集团，经过10年的奋斗，飞翔集团发展成为世界最大的点火枪基地，1996年更名为“方太集团”，转行生产抽油烟机，专门从事厨房电器、集成厨房技术与产品的研究、开发、生产与销售，致力于为每一个家庭提供科技化、人性化的家庭生活环境及专业厨房解决方案。1996年方太集团创立之初，茅老先生将儿子茅忠群推上总经理的位置，自己则起辅助作用。经过一系列的举措，方太集团顺利完成家族企业管理权的传承。方太家族企业管理权的成功传承依托很多因素和措施，其中集创新文化、品质文化、儒家文化为一身的方太家族文化是方太集团管理权顺利传承的重要因素。

现代公司治理结构是成熟的运行模式，我国公司法颁布实施20多年来，无论是立法及修订，还是法学研究，都已硕果累累。但家族企业背后的家族应如何治理，是否该构建一套治理结构，却并没有太多的探讨和研究。作为家族财富管理与传承的法律服务工作者，笔者根据实务中对家族的观察和思考，借鉴中外家族治理结构的模式，在这里做粗浅的探讨。

中国家族对家族企业治理结构的影响

产权的高度集中与决策权的过度集中

家族企业的主要特征之一是所有权高度集中，企业由创始人全部拥有或由创业家族绝对控股，产权结构稳定、封闭。公司治理结构简单，总经理、董事长、董事会其他成员等均由家族成员担任。所有者和经营者身份重叠，家族企业的生存和发展依赖于家族核心成员独到的判断和决策，核心成员在企业中拥有绝对的权威，专断决策。企业主要以人治

方式进行管理，依靠个人的经验与智慧、情感和好恶等管理企业，管理的随意性大，决策缺乏科学性，企业没有科学的制度。

家族的强势地位导致大股东与小股东之间的地位不平等，外部小股东的权利很难行使和得到保障。

高度集权也会抑制其他管理者和员工的积极性。外部职业经理人不得不屈服于家族意志，阻碍了他们的进入与作用的发挥。信息高度集中于内部家族成员，外部成员很难获取家族企业发展的必要信息，影响家族外部人力资源部门充分发挥作用。

用人制度及人际关系的局限

基于亲缘关系的天然信任，家族企业的主要成员很难对家族以外的人产生高度信任，并在家族企业中往往采取“内外有别”的待人和用人态度。家族企业中的每个人都是以自己为中心形成自己的关系网络，这样依亲疏远近形成了整个家族企业的关系网状格局，由家族企业的领导者及继承人组成核心层，核心层以外是有血缘关系的亲人层，亲人层以外是远亲和朋友组成的熟人层，再之外是外人层。这种用人制度使得家族企业可能把优秀的人排斥在外，家族企业只能从有限的家族成员中挑选人才，形成了封闭的“家族帝国”，弱化了社会人才资源的融合，也抑制了组织创新。

家族文化的影响

家族企业相对于非家族企业更容易因社会文化差异形成不同的地域特征，同时华人家族企业受儒家文化的影响，容易形成以家为核心的基本理念，家族文化对家族企业的治理机制也有深刻的影响。

如果家族的目标、价值观与企业目标有效融合，那么能充分发挥家族企业的资源优势，对家族企业的发展起促进作用；如果家族的目标、

价值观不能支持企业目标或者两者是相互冲突的，那么家族文化对家族企业是起反作用的。

家族的文化背景、习惯、成员关系都会影响家族成员的行为模式、相处模式，从而对以家族成员为主的家族企业产生深远的影响。

代际传承的限制

大多数家族企业的掌舵人，希望继任者是自己的子女，但子女的继承不是单纯股权的继承或管理职位的更迭，父母身上的能力、精神、经历、社会资源都难以由子女完全“继承”。家族成员是否有资格在企业中任职，往往受亲情影响，能力、德行常被忽略。作为子女，与父母成长的时代不同，教育背景差异很大，加之个人兴趣和家庭地位不同，子女对继任家族企业管理者的态度也不同，继任者不一定和父母一样对家族企业有使命感和担当意识。所以，目前家族企业的代际传承方面存在许多困惑和问题，也制约着家族企业治理结构的运行和优化。

家族治理结构的主要内容

家族的兴旺发达对家族企业的发展有积极作用。一套行之有效的家族治理结构可以有效促进家族的和谐发展，协调家族与企业的关系，协助家族企业良性发展。

家族治理结构主要包括家族治理机构和家族宪法。

家族治理机构

家族大会

家族大会是由全体家族成员组成，是家族的最高权力机构，对家族

中的重大事项拥有最终决策权。同时，家族大会具有为全体家族成员提供交流机会、娱乐空间、管理职能的功能。家族大会可以定期召开，一般以家庭聚会或视频会议的方式召开。议题一般包括家族精神、家族价值观、家族历史的学习，家族成员近况的介绍，选举家族委员会成员，家族重大事项决议等。

所有家族成员都能参加家族大会。出席会议有助于让每个人接触家族的传统，熟悉家族的共同愿景并认清自己对家族的承诺。但对于一些需要投票表决的事项，家族大会会有一定的资格限制，如最低年龄限制、姻亲家族成员限制、特别事项限制等。

家族理事会

家族理事会，也称家族管委会、家族执行委员会等。家族理事会一般由家族大会从家族成员中选举产生，对内掌管家族事务，对外代表家族进行决策。家族理事会是家族的常设机构，需要对家族各方面事务做出迅速、高质量的决策。家族理事会成员的数量根据家族事务的情况决定。

家族理事会可以不定期按需召开。家族理事会履行下列职责：家族日常事务的处理、代表家族履行家族企业出资人职责、讨论家族重大发展战略、对家族重大事务进行决策及处理其他重要家族事务。家族大会对家族理事会成员的任职资格、任期、限制等做出规定。

家族理事会可以让更多的家族成员有机会接触家族事务，在家族里营造出公平、平等的氛围。家族理事会根据具体议题，可以邀请外部专业人士参与会议，为家族成员提供专业意见。

家族监事会

家族监事会的主要作用是监督家族理事会是否有牟取私利或损害家

族利益的行为，并行使权力进行干预。家族监事会一般由家族中的长辈、元老等已卸任的家族成员组成。家族监事会的主要职权是监督家族理事会的工作、监督其他家族治理机构的工作、监督家族企业的运营、解决家族理事会的纠纷。

家族监事会接受家族成员、家族雇员等相关主体的检举。

其他家族治理机构

除上述权力机构、执行机构和监督机构以外，家族治理结构中还应 有家族事务办公室和专业委员会，以便更好地处理家族事务。

1.家族事务办公室。

家族事务办公室是家族治理结构中的一个机构，主要功能是执行家族理事会的决策。家族事务办公室可以聘请外部工作人员负责家族日常事务的具体执行工作。

2.家族教育委员会。

家族后代的良好教育是家族兴旺发达的重要保证，如何科学、有针对性地组织教育活动，将家族后代培养成对社会有用的人是家族教育委员会需要解决的主要问题。家族教育委员会主要由家族外部的教育专家组成，对家族的未成年成员进行定期评测，并制订有针对性的教育方案，提升家族后代的素质和能力。家族教育委员会也可以根据成员的具体需求，组织相关的培训活动。

3.家族职业规划委员会。

培养接班人是家族职业规划委员会非常重要的事项之一，它为有志成为家族企业接班人的家族成员制定职业发展规划，并监督其执行，向家族大会和家族理事会汇报。此外，家族职业规划委员会为有其他职业

追求的家族成员提供建议和意见。

4.家族咨询委员会。

家族咨询委员会成员是家族外部不同专业领域中经验丰富、有良好声誉的专家、学者等人士，他们通过广宽的视野和专业意见为家族事务决策提供参考，通过广泛的人脉和商业关系为家族以及家族企业带来额外的发展机会。

除此之外，家族还可以根据需要设立健康医疗委员会和娱乐休闲委员会等专门委员会，为家族提供服务。

家族治理机构除发挥各自的作用外，还通过定期和不定期的会议，将家族成员聚集到一起，对家族的事务进行商讨、决策，既增进了家族成员之间的联系，也让家族成员更加了解家族与家族企业的相关事务，增进家族成员之间的相互理解。

家族宪法

家族宪法的概念

家族宪法是家族治理结构的重要组成部分。家族宪法，又称家族宪章，是一个通过家族大会讨论并通过，有关家族的愿景、使命、价值观以及管理家族事业、决策家族事务等内容的纲领性文件。家族宪法的实质是家族成员对家族行为准则、家族事务决策、家族利益分配等内容所达成的合意。

家族宪法的内容

家族宪法的内容一般包括家族的使命和愿景、家族价值观或家训、家族行为准则、家族历史及家族企业创始人的创业史，家族成员争端解决机制、家族治理结构和机制、家族企业治理结构和机制、家族宪法的

修订机制等。

关于家族宪法的具体内容，笔者在后一篇做专门论述，这里不再赘述。

家族管制权传承

中国民营企业大多是家族式的组织管理形态。家族和家族企业相互影响、相互依存。家族管制权是家族治理机制的核心内容，它的传承受其背景的深刻影响。

中国家族的特点及发展背景

中国大部分家族的形成和发展除血缘关系以外，多伴随着家族企业的成长而发展。家族企业多是由第一代创业者或家族血亲创办，随着企业规模的不断扩大，进入企业的成员由原来的一个小家庭不断扩大叔伯子侄等家族成员，家族成员的联系逐渐紧密。在家族的发展过程中，一方面，大多数家族忙于事业的打拼，忽略了家族接班人的培养和传承；另一方面，家族精神和文化尚未形成，家族成员的代际思想差异很大，被各种思潮和纷繁杂乱的观点影响和干扰。

我国家族管制权大多随着家族企业创始人的创业成功和家族核心成员财富积累而形成的。家族的财富往往和家族企业财产混同，家族重大事项由创造财富的家族核心成员决定，家族管制权严重依托家族核心成员的权威、经历等个人属性，这些个人属性无法复制，也难传承，当第一代家族领袖也就是家族企业的创始人渐入暮年，代际传承便迫在眉睫。

家族管制权的传承建立在重建或完善家族治理机制的

基础之上

随着发展，越来越多的家族从自然发展开始走向有规划的发展，完善的家族治理机制不仅是家族管制权科学、有效行使和传承的载体，也是整个家族长久发展、代代传承的发展需求。

家族确立了家族治理机制，家族事务便有章可循，管制权的传承也被纳入相应范畴。随着家族治理机制的不断完善，传承必将越来越顺畅、有序和有效。古今中外许多著名家族，如李锦记家族、日本万字酱油家族等都有自成体系的家族治理机制。中国家族治理机制需要一个很长的建立和完善的过程，需要一代人甚至几代人的共同努力。

家族核心精神和价值观的树立

家族治理机制是家族管制权传承的载体，而家族核心精神和价值观是家族管制权传承的灵魂。

成功的家族，其内在必有家族核心价值观、行为准则和处理家族各方面关系的隐性规则。这个隐性规则在形成过程中，家族成员互相沟通交流，增进彼此感情，巩固彼此关系，同时价值观和行为准则会对家族后代产生影响，家族成员在价值观和行为准则上达成一致，减少决策时可能产生的各种冲突，降低沟通成本。

清晰明确的共同价值观在家族成员婚姻缔结和夫妻相处方面起了重要的作用，婚姻稳定是家族稳定和谐至关重要的方面，也直接体现了家族能保持持续发展的能力。从婚姻关系的破裂带给家族伤害的案例看，家族应汲取教训。

接班人培养计划的制订和实施

因为家族治理机制的保障和家族核心价值观的树立，接班人培养计

划便有了良好的基础。但接班人培养过程也是接班人成长的过程，是一个长期的过程，不但需要科学合理的家族教育培训计划、接班人选定制、职业规划方案等，更需要家族有规划地对下一代进行相应实践的安插。尤为重要的是父母和其他长辈的言传身教，因为这对接班人的影响是长期和深远的。

对于目前接班人已经成年的家族，实践中处理好子女婚姻关系、继子女关系、养子女关系、非婚生子女关系是家族管制权传承和家族和睦的重要因素。

家族管制权传承不能仅靠某种方法就达到理想的结果，而现阶段家族领袖智慧的运用，是家族领袖的历史使命。

综上，家族可以根据自身和企业的情况，构建适合的家族治理结构。我国第一代家族企业创始人大多已渐入暮年，代际传承迫在眉睫，家族文化和价值观的确立问题已摆在面前。第一代家族企业家应担当起构建家族治理结构的使命，让家族不仅可以传承家族精神、家族文化，同时拥有科学、适当的运行和处置机制，并在发展过程中不断修正和完善，使家族良性有序发展，通过家族治理完善家族企业治理，打造百年家族企业。

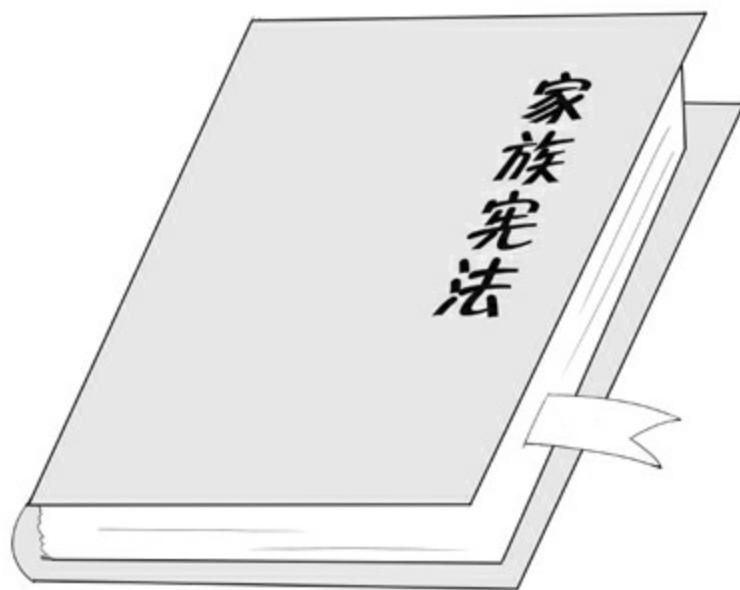
家族宪法是治家传业的灵魂和根本

据不完全统计，中国75%的民营企业是家族式组织或家族式管理的企业。家族的状况不仅决定家族企业的现状，更决定家族企业未来的发展方向。

从家族企业的发展历程来看，多数企业是由第一代创始人或“夫妻档”“兄弟班”“父子兵”开创，企业的管理起初也由创始人直接管理。随着企业规模的不断扩大，进入企业的家族成员由原来的一个人、夫妻、父子、兄弟姐妹到子侄叔伯等，不断增多。随着进入企业的家族成员的增多和交集的增多，亲属关系越来越紧密，家族的轮廓也越来越清晰。

大部分家族企业的所有者和管理者来自同一家族，家族组织是否康泰直接决定着家族企业的兴衰。因此家族治理就成为家族企业第一代创始人需要思考 and 解决的问题。

科学完善的家族治理结构是家族治理的有效保障，家族治理结构主要包括家族治理机构和家族宪法，家族宪法是治家传业的灵魂和根本。



家族宪法的概念和渊源

家族宪法是由家族治理机构中家族大会讨论并通过，有关家族的愿景、使命、价值观以及管理家族事业、决策家族事务等内容的纲领性文件。家族宪法的实质是家族成员对家族行为准则、家族事务决策、家族利益分配等内容所达成的合意。

家族宪法有厚重和深远的历史渊源，如古代的《（祁门）文堂乡约家法·文堂陈氏乡约》《（休宁）商山吴氏宗法规条》，又如现代的《李锦记家族宪法》、宁波华茂集团《徐氏家族共同协议》，而欧尚集团、美国福特汽车、日本万字酱油都有自己的家族宪法。

家族宪法对治家传业的意义

成功的家庭/家族，其内在必有核心家庭/家族价值观、行为准则和

处理家庭/家族各方面关系的隐性或显性规则。这个根本性的准则是该家族智慧的体现和成功背后的灵魂。

1.家族宪法可以巩固家族成员之间和谐关系。

家族宪法的本质是家族的价值观以及行为准则的文本化，一方面，制定过程就是家族成员对于价值观和行为准则讨论达成共识的过程，在这一过程中，互相交流沟通，增进家族成员情感，形成正向影响；另一方面，在家族宪法制定后，这些价值观和行为准则对家族后代会产生影响，家族成员在价值观和行为准则上较统一，会减少他们在决策时可能产生的各种冲突，降低沟通成本。

2.家族宪法能够保证家族企业有持续发展的能力。

许多家族企业面临的最大瓶颈就是持续发展问题，而家族宪法能够明确家族治理及企业治理的界限与联系，有效地在家族与企业之间建立起一套正式的治理机制，便于家族、企业之间的沟通，减少发展的阻碍。

3.家族宪法能够为家族成员间可能产生的冲突提供一种预设的解决机制。

4.家族宪法还为家族设定了一个清晰明确的传承路径，能够有效地减少在代际传承过程中家族成员为争夺家族统治权力和家族企业领导人地位产生的争端。研究表明，制定了家族宪法的家族，其代际传承成功的概率更高。

家族宪法的主要内容

凯利家族拥有并经营艾沃特瑞奇集团旗下的旅馆，现由第三代经营，而第四代正摩拳擦掌准备接班。现任主席理查德·凯利是一名内科医生，他回来接手了家族企业；首席执行官是戴维·凯利，他是家族第三代成员的丈夫；理查德的女儿贝特西则是行政官。凯利家族在夏威夷很有名，家族成员们小心谨慎地维护他们的团结，正因为这样，他们才能将旅馆传给下一代。

2014年，凯利家族宪法在一半家族成员参加的家族会议上起草并落实下来。这部宪法由两代人共同参与起草工作，他们称其为“宪章和宗旨”，起草人包括理查德和两位姐姐（其中一位后来也加入家族企业），以及他们的9名成年子女（家族第三代共有11名子女），年龄从20多岁到40岁不等。家族宪法主要内容如下。

我们是一个对每位成员和子孙后代负责的家族，每位家族成员都有责任心和创造力，并受过良好的教育，有职业道德，并为当地及更广大地区做出很多贡献。我们鼓励每位成员开拓进取，自强不息，掌握开发市场的能力，为企业做贡献。我们督促每位成员以健康的生活方式生活，学会自我满足，并以这样的形象最大限度地保护家族隐私，毕竟我们的企业是一项公共性产业。

我们要求企业在发展过程中，尽量谨慎小心，投资时也要谨慎为上，要用长远眼光来看投资的收益问题，这样罗伊和埃斯泰勒的所有后代才能享受到这两位创始人建立的事业带来的好处。

我们相信，明确的、有建设性的交流是家族企业能长期成功的核心原因。我们鼓励一切能产生以下影响的行为：有更和谐的氛围，使生活更具幽默感和远见，能解决短期利益和长期利益的冲突，能加强彼此的沟通和关心，能让家族成员的关系更加亲密。

宪法同时还会针对家族成员的雇佣政策做出具体的规定，并且要求建立一个家族企业咨询董事会。尽管那时理查德是首席执行官，掌握着

企业大权，但只有凯利家族全体成员都在宪法上签了字才能生效。现在，理查德早已把领导权让给了戴维（理查德女儿凯西的丈夫）。

协议包含两个主要部分：一是家族成员进入企业工作的标准，二是对家族成员和企业关系的规定。凯利家族的雇佣政策是：在夏威夷艾沃特瑞奇旅馆及其附属公司工作的凯利家族成员之间的关系是纯职业关系。当家族企业从上一代（凯利和姐姐们，他们可以在旅馆非正式工作，不需要负多大责任）传到下一代和再下一代的堂兄弟姐妹（他们都想到家族企业工作）时，家族必须要制定一个协议，主要针对工作和职业期望，进入企业工作的条件以及明确的薪资标准。凯利家族认为：“一个家族有那么多不成文的、没有阐明清楚的东西，大家的期望当然会各不相同。现在大家在一些基本原则达成协议显得越来越重要，因为这样每个人在工作时，才能步调一致。”

凯利家族宪法解决家族企业中两类不是很明朗的问题：一个是董事会和管理层之间的关系，另一个是不在家族企业工作的持股人问题。公司的规定要求给企业咨询董事会的董事和正式董事会的董事提供薪资。宪法对咨询董事会的具体事务做了具体说明，这可以说是给那些不是正式董事会成员的家族成员持股人一个正式通道，让他们可以了解并影响企业的决策，解决他们关心的问题以及分歧。

咨询董事会与家族理事会的职能基本一致。在企业董事会中，只有6名董事是家族成员（其他4名不是家族成员），咨询董事会对所有拥有继承权和想加入咨询董事会的家族成员开放。理查德的7个孩子中，有两个虽然只有十几岁，但也参加了会议，他们是作为家族第四代的青少年代表参加的。

咨询董事会每季度召开一次会议，每年去度假胜地召开一次持续好几天的大型会议。会议的议题主要是资讯、教育和娱乐。咨询董事会颁布的政策，就任何问题做出的决定，很快就会出现与家族管理相关的企业政策中。会议还会产生由专家写成的教育简报，如不动产计划或建

房经验。

家族成员股东多数被鼓励参加这个咨询董事会，因此这里的有效建议特别多，可以给正式的董事会做参考。咨询董事会在很多细节上的规定都很细致，如成员标准、开除成员程序和条件、会议通告、主席任命、表决和投票、费用以及修正方案等。每一条规定都经过家族的广泛讨论，直到大家一致同意。

为了将家族理事会变为正式的、具有法律效力的公司机构（只要参加，就发薪资），凯利家族的上一代企业主表示，他对待自己的所有权和股东的权利非常认真严肃。咨询董事会还关注家族的另一项重要事务：家族成员除了从传统董事会中了解企业事务，还要通过其他渠道获得信息。它让家族中那些还没有工作经验的年轻成员接受责任观念，或通过参加这种董事会学习经验，增加成为正式董事会成员的机会。

我们从凯利家族宪法可以看出，凯利家族通过明确家族管理和企业管理之间的职能，对重叠部分进行分工，终于将家族管理从企业管理中分离了出来。他们得出的经验是，一部家族宪法，必须由整个家族共同制定，再由整个家族成员一起运用于实践中。

每个家族的家族宪法应该具有各自家族的特点，因国家、信仰、宗教、文化、社会环境、家族状况等不同而不同。这里笔者仅就家族宪法的共性做梳理。

1.序言。

家族宪法的序言主要是对制定家族宪法的目的和意义、制定背景等进行阐述。

2.家族的使命和愿景、家族价值观或家训、家族行为准则是家族宪法的纲领，也是一个家族得以兴旺的基石。

3.家族历史及家族企业创始人的创业史。

这一部分详细介绍家族历史及家族企业创始人的创业史，历史悠久的家族会有较为丰富的内容，对后人了解家族历史和家族精神有重要意义，也有助于后人形成家族荣誉感和家族凝聚力。历史较短的家族或者家族历史无法考证的，可以介绍目前家族企业创办人的奋斗史，为后代树立可借鉴的榜样。

4.家族成员。

这一部分是明确家族成员范围的，规定能够成为家族成员的标准。因为家族宪法赋予了家族成员一些权利，就相应设定一些义务，所以这一部分明确权利和义务的主体是非常必要的。有些不涉及共同利益或共同利益较少的家族，家族成员范围会很广泛，不一定局限于自然人的直系血亲。有共同利益的家族通常对家族成员有严格的限定。

5.家族治理机制。

家族治理机制包括家族治理原则、家族治理结构、家族议事规则等内容。

6.家族企业治理机制。

该机制规范家族与家族企业之间的关系，科学的界定和有效的行使家族和家族企业之间相得益彰。

7.家族争端解决机制。

家族成员间的摩擦、矛盾、冲突等在所难免，所以家族争端解决机制是家族宪法必须具备的内容。争端解决机制包括争端解决原则、机构、程序，一个好的争端解决机制不但可以定纷止争，还可以化干戈为玉帛。

8.家族宪法的特别内容。

家族宪法除基本内容外，根据不同家族的实际情况和需求，可以有一些特别的内容，具体包括家族信仰、宗教事务、家族成员培养教育制度、家族利益分配制度、家族成员创业支持制度、家族信息披露制度、家族成员退出制度、家族成员雇佣制度等。

综上所述，无论家族的规模大小、成员多少，都有必要制定家族宪法。制定家族宪法不仅仅是要产生一个文件，更要在制定过程中帮助家族成员探寻共同价值观、形成和谐关系。毕马威对家族企业的研究显示，仅有15%的家族制定了自己的家族宪法。家族是企业的后盾，是社会的细胞，一个民族的兴旺发达需要家族企业的永续发展，家族企业的永续传承需要健康兴旺的家族支持。

这里笔者用《礼记·大学》里的一段话来作为结语：“古之欲明明德于天下者，先治其国；欲治其国者，先齐其家；欲齐其家者，先修其身；欲修其身者，先正其心；欲正其心者，先诚其意；欲诚其意者，先致其知，致知在格物。物格而后知至，知至而后意诚，意诚而后心正，心正而后身修，身修而后家齐，家齐而后国治，国治而后天下平。”

[1] 亚视财经网.今日焦点：夏威夷凯利家族——11家族成员制宪法制度. 2015年9月29日，
http://www.sohu.com/a/33793497_247329.

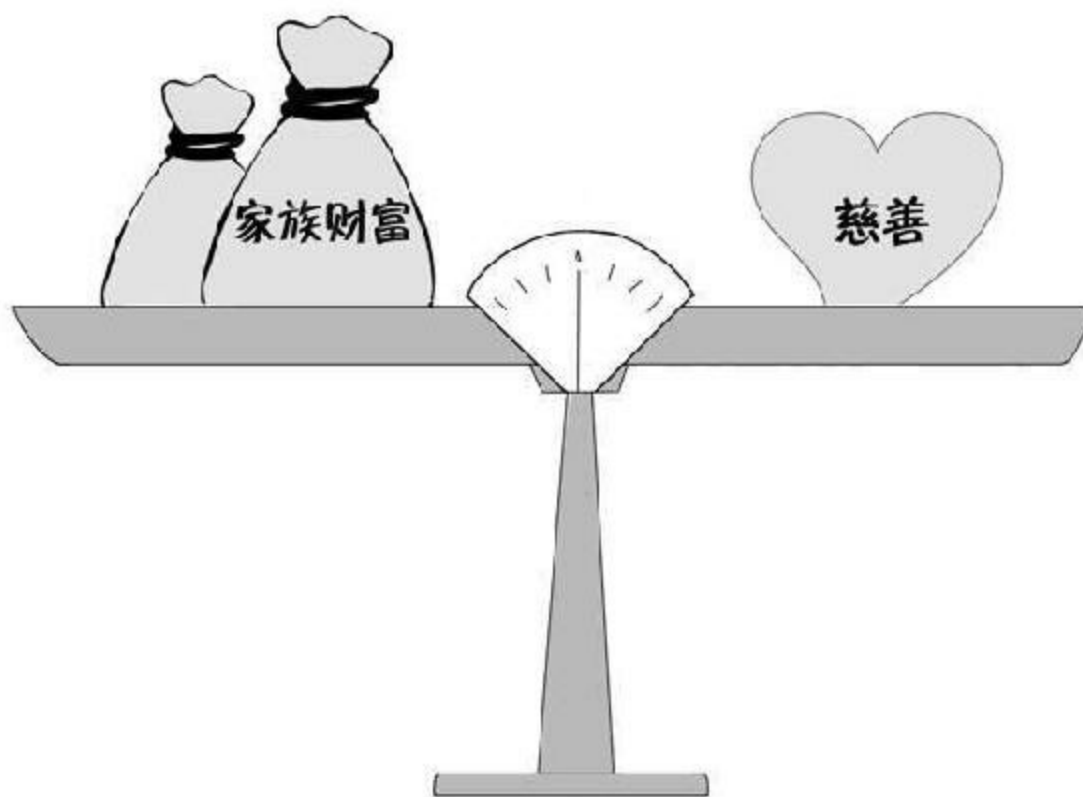
家族财富的善用——慈善基金与慈善信托

鲁冠球三农扶志基金

在我国慈善基金中，“鲁冠球三农扶志基金”是业内最具有影响力和典型意义的基金之一。鲁冠球是中国第一代民营企业家，1969年创业，他的企业现发展为中国最大的汽车零部件供应商——万向集团公司。2017年10月25日，鲁冠球逝世，其子鲁伟鼎接班。2018年7月15日，鲁伟鼎宣布，依照鲁冠球的意愿，将万向集团公司截至2018年度审计报告的资产全部捐赠，设立鲁冠球万向事业基金。公益基金的全部收益将用于研发新技术，培养高端人才，开展科学研究，设立理工类应用型科研机构等。2018年6月27日，鲁伟鼎先生签署文件，以其持有的万向三农集团有限公司股权（对应出资额6亿元）设立“鲁冠球三农扶志基金”。“鲁冠球三农扶志基金”是我国资产规模最大的永久存续的股权慈善基金，在我国慈善基金发展历史上具有标志性意义。设立该基金是创新企业家从事慈善事业、促进社会资本服务公共事业的典范，是企业家财富传承的典范，会对国内其他企业家产生积极的引领作用。

古今中外总有富裕人家乐善好施。中国家族企业从快速发展期进入稳定发展期后，开始思考财富的规划。在财富规划中，许多家族企业从未缺少对慈善资产的安排。每个家族企业成功的背后必有才能过人的家族成员，也必蕴含家族深厚的福德。家族企业收获物质财富的同时，希望回馈社会，扶贫济困，帮助他人，提升财富的社会价值，同时希望通过做慈善活动在家族中树立普世价值观，提高家族凝聚力。但如何更好地在法律框架下使用善款，使善款的使用具备长效机制，是家族企业在财富规划时需要做的慈善规划。在慈善规划中，慈善基金和慈善信托是常用的两种方式，在此笔者根据相关法律规定做介绍梳理，供家族企业

做慈善规划时参考。



慈善捐赠

可用于捐赠的财产

根据慈善法的规定，捐赠人捐赠的财产应当是其有权处分的合法财产，包括货币、实物、房屋、有价证券、股权、知识产权等有形和无形财产。

捐赠程序

履行内部决策程序

家族企业成员以个人名义进行慈善捐赠，应取得共有人同意；以家族企业的名义进行慈善捐赠，须取得企业内部决策层的同意，且内容与程序必须符合法律法规、公司章程及对外捐赠制度的规定。

我国目前的法律体系，并未对慈善捐赠的决策权做出特别规定。从股东利益最大化的角度分析，如以企业名义进行捐赠，则由股东会或者股东大会拥有并行使慈善捐赠的决策权，能最大限度地维护股东利益。因此，将慈善捐赠事项纳入财务预算方案，由股东会或者股东大会决策是最妥当的。但股东会或者股东大会决策会影响决策效率，尤其公司为上市公司时。实践中某些公司将慈善捐赠纳入经营计划，由总经理、执行董事或董事会对慈善捐赠进行决策。

办理捐赠财产的转移手续

履行完慈善捐赠内部决策程序后，家族企业应办理捐赠财产的转移手续。根据相关法律规定，捐赠财产属于不同类型的财产，捐赠人应履行不同的转移手续，比如货币、不动产、有价证券、股权、知识产权等需要捐赠人履行不同的法律手续。

捐赠形式

慈善捐赠既可以直接向受益人捐赠，也可以通过慈善组织捐赠，还可以设立基金会和慈善信托。家族慈善基金会和慈善信托是家族慈善长效规划中比较常用的形式。

家族慈善基金会

《中国家族慈善基金会发展报告（2018）》

据2019年1月15日发布的《中国家族慈善基金会发展报告

（2018）》，截至2018年年底，我国共有家族慈善基金会268家，占全国基金会总量的4%。2005年至2017年，中国家族慈善基金会捐赠支出由873万元增长至37亿元，呈几何级增长，尤其是亿元级大额捐赠增多。从注册规模来看，半数家族慈善基金会以200万元资金注册成立，北京、江苏、上海是家族慈善基金会注册资金总额最高的3个省市；从地域分布来看，东南沿海家族慈善基金会最多，中等发达省份家族慈善基金会数量偏少，数量最多的前3个地方分别是广东（52家）、北京（41家）和福建（34家），全国半数家族慈善基金会分布在这3个省市。其中一些代表性的基金会，如宁夏燕宝慈善基金会、广东省和的慈善基金会、老牛基金会、泛海公益基金会、广东省国强公益基金会、浙江马云公益基金会、北京三一公益基金会、华民慈善基金会、深圳市陈一丹公益慈善基金会、福建省发树慈善基金会等对社会产生了广泛而深远的影响。

家族慈善基金会的设立、运营、终止

设立

家族慈善基金会一般在设立时选择登记为慈善法规定的慈善组织，是以面向社会开展慈善活动为目的的非营利性法人。其设立应当有自己的名称、住所、必要的财产、组织章程和组织机构，经业务主管单位同意后（部分业务不需要）向县级以上人民政府民政部门申请登记。

运营

家族慈善基金会应当根据法律法规以及章程的规定，建立健全内部治理结构，明确决策、执行、监督等方面的职责权限，开展慈善活动。家族慈善基金会应当执行非营利的会计制度，依法进行会计核算，建立健全会计监督制度，接受有关部门的监督管理。家族慈善基金会应当每年向其登记的民政部门报送年度工作报告和财务会计报告，并向社会公

布。报告应当包括年度募捐和接受捐赠的情况、慈善财产的管理使用情况、慈善项目实施情况以及家族慈善基金会工作人员的工资福利情况。

家族慈善基金会的发起人、主要捐赠人以及管理人员与家族慈善基金会发生交易行为的，不得参与家族慈善基金会有关该交易行为的决策，有关交易情况应当向社会公开。

终止

家族慈善基金会终止，应行清算，在其登记的民政部门进行注销登记，并由民政部门向社会公告。

家族慈善基金会善款募集

家族慈善基金会善款募集包括面向社会公众的公开募捐和面向特定对象的定向募捐。

向社会公众的公开募捐

家族慈善基金会进行公开募捐，应当取得公开募捐资格。依法登记满两年且家族慈善基金会内部治理结构健全、运作规范的，可以向其登记的民政部门申请公开募捐资格，经民政部门审核后取得公开募捐资格证书。

家族慈善基金会开展公开募捐，可以采取在公共场所设置募捐箱，举办面向社会公众的义演、义赛、义卖、义展、义拍、慈善晚会，通过广播、电视、报刊、互联网等媒体发布募捐信息等方式。在其登记的民政部门管辖区域外进行募捐的，应当在其开展募捐活动所在地的县级以上人民政府民政部门备案。

家族慈善基金会通过互联网开展公开募捐的，应当在国务院民政部

门统一或者指定的慈善信息平台发布募捐信息，并同时在其网站发布募捐信息。

开展公开募捐，应当制订募捐方案。募捐方案包括募捐目的、起止时间和地域、活动负责人姓名和办公地址、接受捐赠方式、银行账户、受益人、募得款物用途、募捐成本、剩余财产的处理等。募捐方案应当在开展募捐活动前报给家族慈善基金会登记的民政部门备案。

开展公开募捐，应当在募捐活动现场或者募捐活动载体的显著位置，公布募捐组织名称，公开募捐资格证书、募捐方案、联系方式、募捐信息查询方法等。

没有取得公开募捐资格的家族慈善基金会基于慈善目的可以与具有公开募捐资格的慈善基金会合作，由该慈善基金会进行公开募捐并管理募得款物。

面向特定对象的定向募捐

家族慈善基金会进行定向募捐，应当在发起人、理事会成员等特定对象的范围内进行，并向募捐对象说明募捐目的、募得款物用途等事项。开展定向募捐的，不得采取或者变相采取公开募捐的方式。

开展募捐活动，应当尊重和维护募捐对象的合法权益，保障募捐对象的知情权，不得通过虚构事实等方式欺骗、诱导募捐对象进行捐赠，不得摊派或者变相摊派，不得妨碍公共秩序、企业生产经营和居民生活。

家族慈善基金会的完善

目前中国家族慈善基金会仍然处于初步发展过程中，治理水平和治理能力有待提升，以更好地发挥家族慈善资产的社会价值，推动基金会

可持续运营。

1.需要家族企业、行业协会和专业服务机构不断从立法、环境、设施等方面深入研究，也需要从目前实践中提炼、总结专业化的治理和运营经验，并借鉴国内外优秀治理经验。行业协会开展多方面、多层次的交流，加大宣传力度，吸纳更多家族参与慈善事业。

2.呼吁国家提供更多的政策支持与税收优惠，方便超高净值人士通过定向捐赠，建立家族慈善基金会，同时完善基于移动支付和电子凭证的慈善基础设施，为开展家族慈善活动提供便利条件。

3.鼓励多元合作，争取平等合作的机会，鼓励家族慈善基金会协同相关部门参与治理紧迫的社会问题，同时把家族慈善基金会作为开展民间外交、响应一带一路倡议的有机组成部分，鼓励家族慈善基金会与国际组织、国际知名慈善家族开展密切合作。

慈善信托

慈善信托是指委托人基于慈善目的，依法将其财产委托给受托人，由受托人按照委托人意愿以受托人名义进行管理和处分，开展慈善活动的行为。慈善信托属于信托法项下的公益信托。2017年7月10日，中国银行业监督管理委员会以银监发〔2017〕37号颁发了《慈善信托管理办法》，以规范慈善信托行为。

根据慈善法、信托法和《慈善信托管理办法》的规定，设立慈善信托必须有合法的慈善信托目的，如扶贫、济困，扶老、救孤、恤病、助残、优抚，减轻自然灾害、事故灾难和公共卫生事件等突发事件造成的损害，促进教育、科学、文化、卫生、体育等事业的发展，防治污染和其他公害，保护和改善生态环境等。

慈善信托的设立与备案

慈善信托的委托人应当是具有完全民事行为能力的自然人、法人或者依法成立的组织。慈善信托的受托人可以由委托人指定其信赖的慈善组织或者信托公司担任。慈善信托的委托人根据需要，可以确定监察人。监察人对受托人的行为进行监督，依法维护委托人和受益人的权益。

设立慈善信托必须有确定的信托财产，并且该信托财产必须是委托人合法所有的财产。受托人在慈善信托文件签订之日起7日内，将相关文件在所在地县级以上人民政府民政部门备案，未备案的不享受税收优惠。

信托公司担任受托人的，由其登记注册地设区市的民政部门履行备案职责；慈善组织担任受托人的，由准予其登记或予以认定的民政部门履行备案职责，发生变更需再次申请备案。

信托公司设立慈善信托项目应当按照监管要求及时履行报告或产品登记的义务。

慈善信托的受托人应当于每年3月31日前向备案的民政部门报送慈善信托事务处理情况和慈善信托财产的年度报告。

慈善信托财产的管理和处分

1.慈善信托财产及其收益，应当全部用于慈善目的。受托人管理和处分慈善信托财产，应当按照慈善信托目的，恪尽职守，履行诚信、谨慎管理的义务，除依法取得信托报酬外，不得利用慈善信托财产为自己谋取利益。

2.慈善信托财产与受托人固有财产相区别，受托人不得将慈善信托

财产转为其固有财产。受托人必须将慈善信托财产与其固有财产分别管理、分别记账，并将不同慈善信托的财产分别管理、分别记账。受托人不得将其固有财产与慈善信托财产进行交易或者将不同委托人的信托财产进行相互交易，但信托文件另有规定或者经委托人同意，并以公平的市场价格进行交易的除外。委托人、受托人及管理人员不得利用彼此的关系，损害慈善信托利益和社会公共利益，应将相关交易情况向社会公开。慈善信托的受托人应严格按照有关规定管理和处分慈善信托财产，不得借慈善信托名义从事非法集资、洗钱等活动。

3.慈善信托财产的运用应当遵循合法、安全、有效的原则，可以运用银行存款、政府债券、中央银行票据、金融债券和货币市场基金等低风险资产，但委托人和信托公司另有约定的除外。对于资金信托，当事人应当委托商业银行担任保管人，并且依法开立慈善信托资金专户；对于非资金信托，当事人可以委托第三方进行保管。

4.受托人应当自己处理慈善信托事务，但信托文件另有规定或者不得已事由的，可以委托他人代为处理。受托人依法将慈善信托事务委托他人代理的，应当对他人处理慈善信托事务的行为承担责任。受托人因依法将慈善信托事务委托他人代理而向他人支付报酬的，应在其信托报酬中列出。

5.受托人应当根据信托文件和委托人的要求，及时向委托人报告慈善信托事务处理情况、信托财产管理使用情况。受托人应当妥善保存、管理慈善信托事务的全部资料，保存期自信托终止之日起不少于15年。受托人违反法律、行政法规和信托文件的规定，造成慈善信托财产损失的，应当以其固有财产承担相应的赔偿责任。

慈善信托的变更和终止

变更

慈善信托的受托人未履行信托文件义务、丧失法定资格，或者出现信托依法解散、被依法撤销、被宣告破产及其他受托人难以履行职责的情形时，委托人可以变更受托人。慈善信托的受托人不得自行辞任，信托文件另有规定的除外。

终止

当信托当事人协商同意或信托被撤销、信托文件规定的终止事由出现、信托的存续违反信托目的、信托目的已经实现或者不能实现时，慈善信托终止。

慈善信托终止，受托人应在15日内将终止事由、日期、剩余信托财产处分方案和有关情况报告备案的民政部门，并在30日内做出处理慈善信托事务的清算报告，向民政部门备案后，经监察人认可，由受托人予以公告。

慈善信托终止，没有信托财产权利归属人或者信托财产权利归属人是不特定的社会公众，经备案的民政部门批准，受托人应当将信托财产用于与原慈善目的相近的目的，或者将信托财产转移给具有近似目的的其他慈善信托或者慈善组织。

我国慈善信托的设立和管理规模现状

慈善法实施以来，慈善信托发展的成果显著。全国慈善信息公开平台数据显示，截止到2018年上半年，共备案88单慈善信托，财产总规模达9.95亿元，其中，北京、广州和浙江共备案36单，成为慈善信托落地的集中地。

与其他受托人和传统的慈善机构相比，信托公司参与慈善项目具有天然优势，信托公司在慈善资金的管理及保值、增值方面有专业性特长。越来越多的机构参与慈善信托项目中，并通过信托的独特优势，创

新服务形式，加大慈善力度。但由于现阶段慈善信托的社会认知度还不高，现有资金来源有限，很多大的家族企业仅设立了自己的基金会，慈善信托的设立还没有规模性展开。此外，慈善信托的税收优惠问题还没有解决，也影响了委托人的选择，慈善信托目前体量较小，但慈善信托在资产隔离、资产保值及增值、信息保密、灵活安排等方面有自身独特的优势，具备广阔的发展空间。

慈善捐赠税费

税费优惠

1.家族企业向具有公益性税前扣除资格的慈善组织捐赠时的企业所得税。

（1）公益性捐赠支出，在年度利润总额12%以内的部分，在计算应纳税所得额时扣除（特殊情况下也可享受全额扣除）。（2）超出部分，准予结转以后3年内在计算应纳税所得额时扣除。（3）如捐赠的标的物为股权，股权转让收入额以企业捐赠时的历史成本确定。

2.家族企业捐赠时的增值税。

（1）无偿提供服务、无偿转让无形资产或者不动产的，不视同销售计算缴纳增值税。（2）捐赠自产、委托加工或者购进的货物的，视同销售计算缴纳增值税。

3.家族成员捐赠时的个人所得税。

（1）公益性捐赠额未超过纳税义务人申报的应纳税所得额30%的部分，可以从其应纳税所得额中扣除。（2）捐赠上市公司公开发行和转让从市场取得的股票，免征个人所得税。

4.家族成员捐赠时的增值税。

无偿转让无形资产或者不动产的，不视同销售计算缴纳增值税。

5.家族成员捐赠时的印花税。

依据下列凭证免纳印花税：财产所有人将财产赠给政府、社会福利单位、学校所立的书据，经财政部批准免税的其他凭证。

6.家族成员捐赠时的行政事业性费用。

捐赠实物、有价证券、股权和知识产权的，免除相关行政事业性费用。

注意事项

1.个人慈善捐赠享受的优惠，限于个人将其所得通过社会团体、国家机关，向教育和其他社会公益事业以及遭受严重自然灾害地区、贫困地区的捐赠。同时，个人捐赠的税收优惠，需与应纳税所得额相关联，否则不享受公益性捐赠税前扣除的优惠。如个人将持有的家族企业的部分股权（份）进行慈善捐赠，因用于捐赠的股权（份）源于个人，非应税所得，所以不可享受税前扣除的优惠。

2.企业必须通过公益性社会团体或者县级以上人民政府及其部门、公益性群众团体进行公益性捐赠，取得公益事业捐赠票据，才可享受税收优惠。

综上，家族与家族企业在财产管理与传承中应对家族善款的使用做出规划，有效提高财富的社会价值，让财富与福德随家族永续传承。

主体身份规划说

身份规划对家族财富管理传承的影响

《2018胡润中国投资移民白皮书》显示，2018年中国高净值人士数量稳步增长的同时，高净值人士移民热情依然高涨，约有37%的高净值人士正在考虑移民，12%的高净值人士已移民或正在申请移民。从国际层面上来看，无论是传统移民国家还是新兴移民国家，很多都在实行不同的刺激政策，如美国大幅度降低企业税，欧洲部分国家允许移民、购房一步到位等。与此同时，国内的相关政策，如日趋严格的外汇管制、一线房产限购等政策，也为中国高净值人士海外投资、移民打了一针强心剂。

《2018年胡润财富报告》显示，截止到2018年1月1日，大中华区拥有千万资产的“高净值家庭”数量达到201万户，拥有亿万资产的“超高净值家庭”数量达到13.3万户，拥有亿万可投资资产的“超高净值家庭”数量达到7.8万户。一个不容忽视的现状是，在全球范围内家族企业的平均寿命只有不到25年，家族企业中只有1/3能够传承到第二代，仅有不到10%能够传承到第三代，淘汰率高达90%。无论是家族企业还是高净值家庭，如何顺利地传承已成为社会和业界关注的课题，因此家族财富的管理与传承成为目前高净值人士的迫切需求。

身份规划是家族成员从未来发展、资产全球配置的需求出发，通过移民改变自己国籍国、常住国的规划行为。移民对家族财富管理传承有哪些影响呢？

Y女士一家的移民与税务筹划

Y女士和先生从事运输行业30年，在中国境内拥有不动产、股权、现金资产近20亿元。Y女士有一子一女，均在美国工作和读书。儿子已经成家立业并取得美国国籍，并希望父母移民到美国，一家人共同生活。Y女士移民前来咨询，我们根据Y女士介绍的情况，为Y女士出具了税务规划与移民计划的方案，使得Y女士一家的税负成本大幅度降低。

中国税务环境对高净值人士的影响

1.2018年是个税法“大年”，《国务院关于印发个人所得税专项附加扣除暂行办法的通知》以及2018年年底通过的《中华人民共和国企业所得税法》（以下简称《企业所得税法》）中的相关条文的变动给私人财富领域带来很大影响，尤其是税务居民认定标准的修订、反避税规则的增加及移民前税务清算的要求。以反避税规则中的受控外国公司为例，如一个中国税务居民在海外低税区持有一家公司，该公司积累了大量利润且无正当理由不分配，此前，由于没有个人反避税规则，中国税务机关很难有依据对该海外公司的利润征税，反避税规则出台后，中国税务机关可以认定该海外公司为中国税务居民的受控外国公司，从而将该利润视同分配予以征税。

2.2017年《非居民金融账户涉税信息尽职调查管理办法》（以下简称《管理办法》）落地，意味着中国正式进入“CRS（共同申报准则）时代”。2018年9月起，国税总局与其他CRS签署国互换居民跨境账户信息。CRS是全球税收情报交换制度，用以实现更高的全球税收透明度。就其在国内的实施来看，在法规层面，2017年5月9日《管理办法》正式发布，是中国根据签署的《多边税收征管互助公约》及《金融账户涉税信息自动交换多边主管当局间协议》在国内制定的具体规章。

在执行层面，一方面，《管理办法》要求金融机构履行尽职调查及申报义务，中国税收机关会将金融机构申报的非居民账户信息交换给其他CRS参与国；另一方面，中国也会接收其他CRS参与国披露的中国税务居民海外账户信息。根据国家税务总局网站的披露，2018年9月，国家税务总局与其他国家（地区）税务主管机关进行了第一次信息交换。但对于如何处理收集到的中国税务居民海外账户信息，中国目前还没有明确的规定，但可以预见的是，如果一个中国税务居民被税务稽查，该信息将对税务机关的调查提供很大的帮助。

3.中国进入CRS时代意味着涉税信息互通，这对国内很多在海外开立账户的高净值人士有一定影响。新个税法的反避税规则等实体法层面的规定，加上CRS的施行，意味着未来对高净值人士的税务合规要求更高，税务稽查的风险也将更大。在新的税务环境下，高净值人士需要重新审视自己乃至家族企业的财富规划及税收安排，这对私人财富领域从业人员提出了更高的要求。简单粗暴、模式化的操作将变得不再有效，高净值人士需要有更专业、更系统的税务合规及筹划安排。

中国的政策环境和投资环境对高净值人士的影响

1.2018年中国经济形势下行与中美贸易摩擦，让许多高净值人士对国家采取的一些经济措施和政策释放出的信号有一些悲观的解读，并造成内心的不安和恐慌。许多专家、学者纷纷表达2019年中国会遭遇发展严冬。在这样的大背景下，大家对投资环境并不乐观，这样的大环境对高净值家庭、家族都会产生很大影响。

2.近几年，许多高净值家庭、家族在做财富管理与传承，搭建组织架构、税务架构和股权架构时，资产、身份、企业所属不同国家和地区会有很大差别。资产、股权、身份都在中国境内，三大架构搭建时会有很多法律和实务障碍，不能完整理想地实现财富的规划与传承。

3.中国家族信托法律制度的不完善无法满足家族财富传承的需求。中国信托法是2001年实施的，家族信托是近几年才开始有的，家族信托管理办法尚未出台，同时家族信托受托人范围、家族信托监督人制度、家族信托登记制度、家族信托税收制度等方面尚待进一步明确与完善，使得家族信托这一重要的财富传承手段无法有效发挥。

4.在中国的高净值家庭和家族企业中，许多人持有的主要资产形态为不动产（包括土地、住宅、商业地产、矿山、林地等），现阶段不动产变现存在一定困难，无法回避的是税收，变现后的资产会有高额税负，使得资产价值大大降低。

5.遗产税是悬在高净值家庭和家族头上的一把利剑，一旦实施，家庭、家族将面临高额税负。特别是不动产的继承，继承人需要完税后后方可取得遗产权属。中国已经进入老龄化社会，笔者认为，遗产税实施是必然的。面对遗产税，中国的高净值家庭和家族心存不安。

6.我国金融投资环境给高净值人士投资资产的保值、增值带来了不确定性。近几年中国的投资市场日新月异，在经历了前几年一轮利好之后，进入了相对低迷的阶段。近几年，IPO（首次公开募股）放缓，股票市场惨淡，私募投资、风险投资和P2P（金融点对点）投资热潮褪去，高净值家庭和家族对投资环境失去了一些信心和信任。

7.在高净值家庭和家族资产配置中，许多人会投资一些艺术品或艺术品金融产品，目前中国艺术品投资环境尚存在一些空白和不完善地带，比如评估、保险、鉴定等都会给艺术品投资带来一定风险。

资产安全、保值及增值与利益最大化对高净值人士的影响

1.不同国家的法律对资产的保护存在差异。从移民的主要国家和地区来看，北美、欧洲的国家及太平洋岛国的移民手续比较容易办理，比如格林纳达、瓦努阿图等国家。一些发达国家在私有财产保护方面有成熟的法律制度，一些小的国家或地区因附属或曾经附属欧美国家，沿用了附属国的法律制度。一些国家鼓励移民，制度和政策上会有特别的优惠。

2.不同的市场和金融环境对资产的保值及增值存在差异。不同的国家和地区的经济金融环境是不同的，有些国家的经济金融环境稳定成熟，有些国家相对落后。相对好的环境在不同的时期也存在不同的情况，比如发达国家的金融风暴会波及全球大多数国家和地区，但对亚洲一些国家和小的国家影响较小。但总体而言，成熟稳定的金融市场对资产的保值及增值更加有利。

3.不同的税务制度对资产利益最大化的差异。各国的税务制度存在很大差异，许多高净值人士选择移民到税收相对优惠的国家和地区。比如新加坡就是前些年高净值人士从税务的角度选择投资的国家之一，而一些高净值人士会选择移民到未加入CRS的国家和地区。比较普遍的做法是选择税务制度合理、稳定的国家和地区，进行资产全球配置，并做好税务筹划，达到相对理想的资产利益最大化安排。

身份的全球配置对高净值人士及家庭的影响

1.不同国籍的公民在国际公法、国际私法规定中有权利的差异。不同国籍的公民有不同的地位和该遵守的国际条约。不同国家的公民在国际商事交往中的行为，也因国家间签署的单边、双边、多边等国际条约、国际公约而有差别。

2.不同的国籍便于公民进行更多的国际交往，提升全球化视野，提

高家族企业治理和家族治理的高度和广度。因为不同的国籍使高净值人士不自觉地增加了许多国际交往，深度了解了不同国家的经济、法律和人文，特别是一些先进的发展理念和方法，使高净值人士可以从更大的范畴、更宽广的视野看待投资，对家族及家族企业的发展和传承是很重要的。

3.不同的国籍便于高净值人士对子女教育、就业进行全球化选择。许多高净值家庭把子女送去或准备送去英美澳等国家接受教育，不同的国籍在选择学校、获得教育资源、寻找升学机会等方面都会不同。许多在国外完成教育的子女希望留在国外工作、生活或锻炼几年后再回国，但因无相应国籍而被限制，一些优秀的子女无法选择适合和理想的专业工作。子女接受过海外教育，会学习到一些先进的理念甚至形成好的生活习惯，对后代的教育、家族企业的发展有积极的影响。

以上是身份规划对高净值人士及家庭的影响，供准备移民的您参考与决策。

女企业家的财产保护与传承

《2018胡润全球白手起家女富豪榜》显示，全球白手起家的10亿美元女富豪有102位，来自15个国家。中国有64位白手起家10亿美元女富豪，比去年增加8位，位列第一，占全球63%。这组数据直观地反映出我国女性企业家的成功与崛起。

当今女性企业家取得成功，除得益于社会大环境，和女性柔韧顽强的精神，超强的学习能力、执行能力等特质有很大关系。同时，女性在体力和精力上不及男性，在事业的打拼上，女性企业家会付出更多。她们在创业、企业发展过程中，不但要扮演好企业家的角色，同时要扮演好母亲、女儿、姐妹等多个角色。女性企业家还需考虑家族成员的关系和家族的发展。每一位成功的企业家背后都有常人难以想象的付出，有些可能会牺牲太多个人时间，甚至牺牲健康、爱情、婚姻。与男性企业家相比，女性企业家财富的积累更为不易。

C女士的财富形态和需求

一位女性企业家朋友C女士找到笔者，希望我们为她的资产和企业做规划。这位女企业家打拼30年，从事过许多行业，也积累了一定财富，除现金资产、房产外，主要是公司股权。她现在的家庭是重组家庭，自己有两个女儿，先生有一个儿子。之前，她把一些公司股权放在自己两个还在上学的孩子名下，但又担心公司债务会给孩子带来麻烦。随着年龄的增长，她对自己的身体状况、婚姻状况都没有信心，担心自己打拼积累的财富被他人分割。

因此，女性企业家应尽早做好财富管理和传承，让来之不易的财富

可以按照自己的愿望规划安排，实现其价值。



女性企业家财产安全风险警示

企业经营风险

女性与男性在思维方式和处理事情方式上有差异，女性面临的企业经营风险也存在一些特点。

在企业的生产经营中，企业家的个人财产、家庭财产与企业财产混同，难以界定，甚至公私不分。企业的经营风险，必带来家庭和个人财富的风险。在企业发展历程中，许多女性企业家都为企业贷款提供过个人连带责任保证，企业资金链一旦锻炼，个人资产将被追偿。

许多女性企业家有一个共同的特点，就是根据企业发展的需求自发设立关联企业，企业发展多年后，组织架构无规则、无规划，更无风险防火墙的搭建，全部财富裸露在一个平面结构上，无抗风险能力，制约了企业的发展。

企业关联公司的股权架构不但没有规划，有些甚至在设立时存在很大的随机性和随意性，还存在亲属、朋友代持情形，一旦出现关系危机或代持人的债务风险，会直接给财富带来风险。

在税务方面，多数女性企业家都很重视纳税，提起税务都觉得很心安，但缺少税务筹划，一些合理的节税、避税方式没有有效利用，加大了税负成本，这是财富流失的一个方面。

婚姻变动带来的财富折损

女性企业家在企业发展过程中必然会投入大量的时间和精力，常常会无暇经营自己的婚姻。女性在事业发展中不断磨炼，视野逐渐开阔，个人成长加快。相比之下，丈夫很难与打拼在外的女性企业家同步成长。收入和成就的落差在传统思想的男性身上会起反作用——不平衡、不满意、不理解，感情慢慢被这种反作用腐蚀。浮躁的社会中有很多诱惑，女性企业家妻子无法给予的崇拜、依赖成为许多丈夫无法抵御和抗拒的诱惑，家庭、婚姻出现危机。也有一些夫妻共同创业，随着企业的发展，夫妻会因为企业经营管理而意见相左，无法达成一致，日积月累便生嫌隙。

婚姻一旦发生变故，财富将被分割。按照我国现行婚姻法和《民法典》的规定，除非夫妻双方约定婚姻关系存续期所得的财产以及婚前财产归各自所有，否则夫妻在婚姻关系存续期所得的工资、奖金、生产和经营的收益等，应当归共同所有。双方解除婚姻关系时，需要对共同财产进行分割。

女性企业家如果经营的是上市公司，其直接持有的股份将被分割，不但会使其失去企业的控制权，也会给上市公司带来重大影响。现在已经有很多这方面的案例。

女性与丈夫家族或再婚重组家庭之间财富关系的处理

多数女性企业家在企业发展和积累一定财富后，不仅会关照自己的原生家庭，也会关照丈夫的家庭。随着企业的发展壮大和财富的积累，被照顾的家人会产生不同的心理。物质水平的不断提升，使心理预期不断攀升。有些家庭成员参与了企业的经营管理，因不同时期经营需求，会获得一些股权，也因为基于亲缘关系的信任，存在股权代持情况。这些情况会随着企业的发展，使家庭成员对财富权属产生不同认知。对变化和认知的处理不当会产生纠纷，而家族成员之间又没有规范的管理约定，往往会使财富损失及家人失和。

女性企业家如果是再婚重组家庭，会有更为复杂的关系需要处理。因为婚姻会带来一定的财产共有后果，也会带来一些财产权属的不确定性，再婚如果不能将双方原有的父母子女关系处理好，会影响彼此的信任，区别对待也会导致彼此的猜忌和矛盾。如果女性企业家先于丈夫身故，会产生财产的纠纷，带来财富损失的可能性。

子女婚姻状况的变动

女性企业家的子女婚姻状况变动，也会带来家庭财富的不稳定。这一代女性企业家的子女大多还年轻，未来婚姻是否稳定存在很大的不确定性。有些女性企业家，只有一到两个子女，其大部分财产未来都会留给子女，有的已经为子女做了包括股权在内的相应安排。子女婚姻会使家族成员结构发生变化，甚至可能导致企业治理结构、公司控制权的变化。

子女不当使用财富或者不良消费可能使家族财富折损

女性企业家成功的同时，对子女的教育和陪伴或多或少存在一些缺失。一些子女从小生活条件优越，长大后朋友大多来自富裕家庭，如果缺乏正确的引导，可能会养成过度消费的习惯。对财富使用不当或挥霍，会影响财富的保值与增值。子女如果接班，但对财富的把握及使用尚未成熟，就可能使家族财富处于危险之中。

女性企业家接班人的选择与财富传承

与男性企业家相比，女性企业家在接班人的选择上有不同的理念。同为子女接班，男性企业家更倾向于家族血脉传承，女性企业家则是基于亲缘关系。但无论男性企业家还是女性企业家，都面临接班人的培养问题。

通常，子女接班是家族企业的首选。但子女并不都愿意接手家族企业，他们兴趣广泛，有独立的人生规划，渴望在其他职业方向上发展，不喜欢被安排的感觉。而且，子女是否有能力接手家族企业也是非常现实的问题。女性企业家应思考：他们是否有能力和阅历解决家族企业在发展中的各种问题，是否有能力让家族积累的财富得到善用。

女性企业家在完成财富积累和在某一领域给社会做出一定贡献之后，还能给这个世界带来什么？传承无疑是这个时候该思考的问题。除了物质财富传承，除了企业所有权传承，女性企业家还可以传承什么？有智慧的女性企业家一定会有不同的看法和思考。女性永远是影响世界的重要力量。

女性企业家财富保护与传承途径

家族企业经营风险、实际控制人婚姻状况变动、家族成员结构变

化、没有合适的继承人，都会使女性企业家的财富遭遇风险。尽早进行财富管理的规划，是女性企业家财富保护和传承的重要途径。

搭建企业组织架构、股权架构和税务架构

家族企业组织架构的搭建是家族全球资产配置的前置程序，特别是目前《个人所得税法》的修改和CRS的实施，企业家更需要重新审视家族企业组织架构的搭建。

股权架构的搭建是家族企业避免资产无序安排带来风险，避免单个经营体的经营风险带给家族企业全盘风险，甚至给下一代带来风险。

税务架构的搭建有利于统筹家族企业全球资产的税务问题，避免不合理的税务问题带给家族企业资产损失风险和法律风险。特别是家族企业在上市之前，家庭成员在移民前，均需做好完备的税务筹划。

传承工具的有效使用

在家族企业搭建好三大架构的基础上，企业家可以选择适合的传承工具，比如信托、大额保单、遗嘱及3个工具的结合体。家族信托一定程度上可以隔离风险，按照设立人的意愿安排资产；大额保单可以使企业在将来拿到现金，满足未来经营需要，应对遗产税或解决财产分割上的一些问题。

这里举一个家族信托的案例。某地产董事长，在与其前夫离婚的过程中，采用家族信托的方式保全各自家族及地产公司的利益。地产公司的估价并未因离婚受到太大影响，在离婚的消息爆出后，地产公司的股价虽然下跌但没过几天就开始反弹，之后保持稳定。该董事长与其前夫是在2012年离婚的，早在2008年两个人便将持有的地产公司的股权分别转让给各自的家族信托，受益人分别为二人及若干家族成员。信托成立之后，二人都不再直接控制地产公司的股权。虽然两个人的婚姻状态发

生变化，但他们通过家族信托，在一定程度上保持了两大股东行动的一致性，也避免了股东身份变更导致的股权拆分，从而很好地保障了双方财产的安全性。

设立家族基金

女性企业家可以不直接把财产分配给子女或将家族企业交由子女打理，而是设立家族基金，委托第三方机构管理资产、定期附带条件分配开支等，任用能干的职业经理人管理家族企业，保障继承人即使不经营家族企业也可以生活无忧，并在基金合同中设置相应条款，规定家族财产不可分割，信托不可撤销，以避免继承人分割财产，导致股权分散，失去对家族企业的控制，或因争产导致家庭失和等。

某集团设立了一个“败家子基金”，集团的100多个股东和几位高管的子女，读完书以后先不进入集团，而是去外面历练，如有能力，则可以由董事会聘请到集团工作，若不具备管理企业的能力，这个由专家管理的基金会“养”那些“败家子”。

设立慈善基金或慈善信托

许多女性企业家希望在事业成功的同时回馈社会，济贫扶弱，使自己的人生名片更加丰富和有温度，所以她们热心公益事业、慈善事业。设立慈善基金或慈善信托不但可以让女性企业家的爱心有处安放，还可以让爱心更长远，对整个家族，特别是对子女起到表率 and 引领作用。

制定家族宪法或家规、家训

女性企业家成功的背后有各自特别的精神，这是最需要传承的。物质财富的传承是有限的，而精神财富的传承是无限的，只有精神财富得以传承才有可能使物质财富永续。好的家规、家训，甚至家族宪法是这种精神的载体，它通过语言文字抵达家族成员的内心。世界上许多成功

人士都有相似的感受，母亲带给他的“财富”让他终生受用，支撑他走得更远、飞得更高。

最大的风险是没有风险意识，企业家多是筚路蓝缕地走过来的，辛苦拼来的财富可能会有诸多风险，所以应尽早规划，使积累的财富得以传承，同时让企业家精神得以发扬光大！

家族企业管理说

家族企业之有限责任公司股权诊断与规划安排

在多数家族企业中，股权资产在家族资产中的比例是最大的，股权不仅包含有限责任公司的现金资产，也包含固定资产、无形资产等。换句话说，家族企业拥有的现金资产、不动产、知识产权等资产多是以股权形态存在的。

股权资产大多随着家族企业的产生和发展而自发形成，随着发展，许多家族企业已形成若干产业链或不同类型的有限责任公司，而这些公司多数没有做过整体股权规划，有的仅形成了集团公司。家族企业通过在不同时期和不同经济形势下的运行，一般会发展良好，但也可能产生问题或留有隐患。

随着家族财富管理理念在中国的深入，家族企业对家族资产中占比最大的股权资产做出合理调整和长期规划已势在必行。

家族企业对股权资产的规划和调整是个性化的，每个企业都有各自的特点和需求，不是某个产品可以解决的，也不是短期行为，需要家族企业会同相关专业人士做出诊断，并长远规划。

家族企业股权结构设计

创始人李某60岁出头，与夫人陈某经过多年的奋斗，积累了不菲的

身家。他们有3个儿子，现均已长大成人，分别从国内、国外大学毕业，尚未在家族企业中任职，被安排至同行业公司中进行锻炼，以了解行业与企业运转情况。李某家族对中国大陆很有感情，认为发家于此，生意扎根于此，主要关系也在此，将来会继续以大陆为根进行发展，所以应对在大陆的家族企业进行股权设计，以适应家族企业生意的长久发展，获得长期稳定的发展效果。

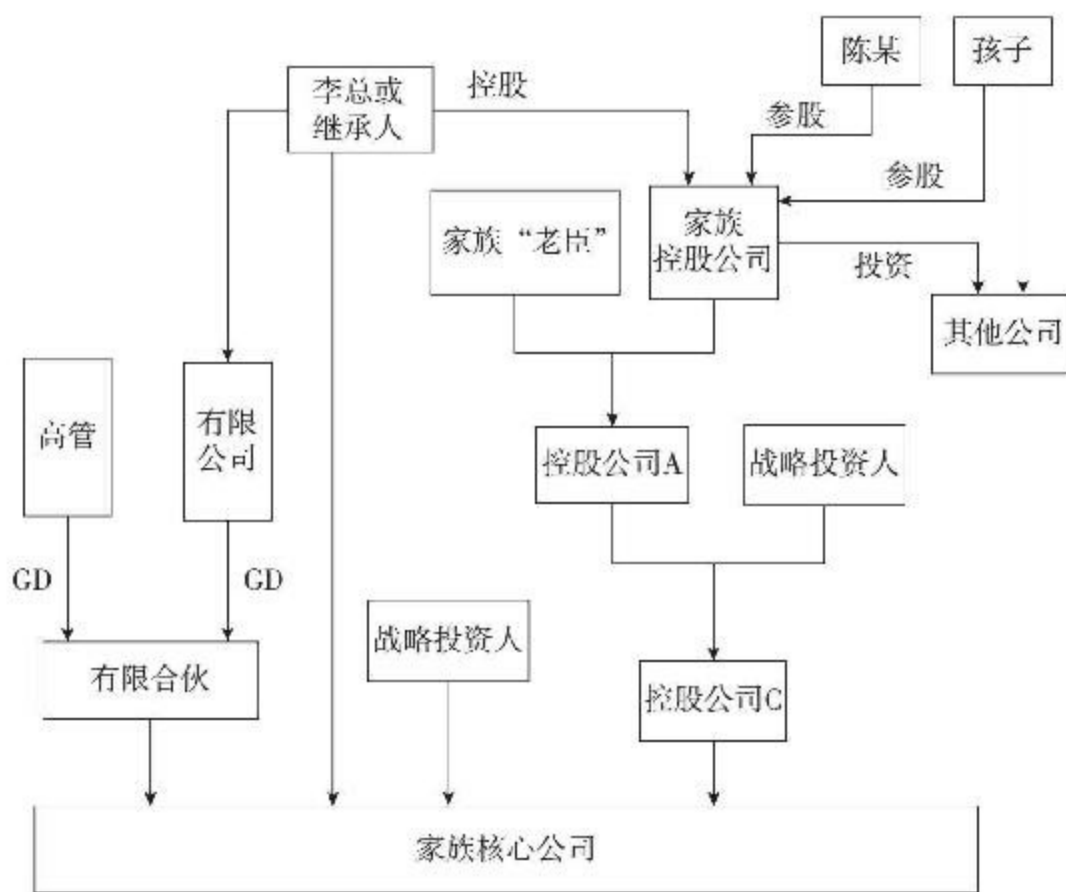
我们团队经过与创始人李某的详细沟通，整理其诉求如下：1. 家族企业需要长期经营，而不能短期变现。2. 家族希望可以在留存一定资金的情况下，以尽量少的资金控制家族核心企业。3. 家族希望在需要的时候，可以通过将少部分股权变现，以获得部分资金。4. 现有家族话事人是李某，李某希望如果有一天他不在了，他可以通过安排特定企业继承人的方式，实现对所有企业的控制权。5. 李某希望他的夫人、其他两个孩子，也可以从家族生意中获得利益。6. 如果适合，希望其他两个儿子可以投资做生意，同时家族财产不要分离，家族在对孩子支持的同时，对孩子生意进行投资并参与。7. 家族走到现今，离不开一批“老臣”的协助与支持，股权结构的搭建需要考虑他们的利益与位置。8. 家族企业要发展壮大，离不开外来战略投资人的支持，需要给这些投资人预留位置。9. 40余年的奋斗，除了“老臣”以外，家族企业也吸引了一些卓有成就的职业经理人，李总希望在股权设计中，考虑他们的利益，以对他们进行股权激励。

根据李总第1、第2、第3个诉求，我们需要采用金字塔结构，以满足相应诉求。根据第5个诉求，李总的夫人与孩子也需要在控股公司中持股。根据第4个诉求，需要在控股公司中，设置一个控股股东，这个控股股东由李某安排的继承人担任。根据第6个诉求，家族控股公司对其他两个孩子设立的公司进行投资，家族控股公司根据当时的具体情况决定控股还是参股，但由其他两个孩子负责具体经营。根据第7个诉求，在金字塔结构中，设置一层结构考虑“老臣”的利益。根据第8个诉求，根据战略投资人的地位与重要性，在某一层或最终家族目标公司

中安排战略投资人。根据第9个诉求，设置有限合伙平台，安排高管，同时实现家族对持股平台的控制。

股权结构示意图如下图所示。

另外，股权结构的设计非常重要，为了确保设计目的能达到，需要对内部的协议、公司章程，以及公司治理、家族治理等进行综合安排，实现上下联动，在家族及企业内部通过各方面的协助，达到家族创始人的目标。



股权结构示意图

家族企业对股权资产中有限责任公司股权的规划有共性问题，笔者在这里做一个提示，以便于家族企业对有限责任公司股权做检视时参

考。

家族有限责任公司存续规划

有限责任公司在法律上被称为法人，区别于自然人在法律上拟制的人格，虽然没有自然生命周期，但作为在法律上参与经济活动的主体，依然被赋予了生命周期，其生命周期受法律约束。

当家族准备设立有限责任公司时，首先应了解这家公司的开办目的、经营目标、商业使命和在家族中的作用及与家族其他企业的关系，这是决定设立这家公司生命周期的决定性因素。

有限责任公司的设立需要严格按照公司法 and 公司登记管理条例进行。实践中，许多家族企业受经验的影响，认为设立公司是一个简单的程序性事项，派人或找代理机构到登记部门填写制式文件，公司就可以成立。特别是近些年，许多相关机关推出便民举措，设立一站式服务大厅，使公司的设立在大家的意识中似乎更简单了。家族企业不能因公司登记程序简便就忽略了公司设立的本质，更不能忽略公司设立之前的总体规划和核心内容的设计和安排。

依据公司法的规定，公司股东在公司设立、运营、解散、注销整个生命周期都有严格的法律责任，包括行政法律责任、民事法律责任和刑事法律责任。

基于此，当家族决定设立一家有限责任公司时，应首先规划这家公司的基本存续时间和周期，当其完成使命后，应善终，依法清算注销，以避免给家族带来不必要的法律风险。

家族有限责任公司持股安排及财产权益归属

家族设立有限责任公司作为参与经济活动的主体，其自产生之日就有一个重要的特征，即股东依据公司章程以认缴的出资额及股权比例享有公司财产权益。家族在有限责任公司设立前就应对公司的股权持有人做出规划安排。

家族成员持股安排原则

家族在持股安排中应注意家族整体利益与家族成员利益相平衡的原则。家族整体的财富积累与家族成员的利益追求相辅相成。家族可根据自身的情况来平衡考虑商业目标和家族成员的利益追求。家族在持股安排中还应注意控制权集中原则，股权控制权是有限责任公司的核心，家族通过股权控制权掌握有限责任公司的财产权益和决策权。

家族成员持股安排结构

家族成员直接持股结构

家族成员直接持股是最简单明了的持股结构，即选定家族成员以自然人的身份直接持有有限责任公司的股权。该种持股安排适用于投资项目相对单一、家族结构相对简单的情况。家族成员直接持股，家族应根据家族成员的出资状况、资历与能力，合理分配股权比例，确保有限责任公司控制权的稳定性，进而保障投资事务的可持续性。

家族成员间接持股结构

家族成员间接持股，是家族成员不以自然人的名义直接持有有限责任公司的股权。间接持股一般包括两种方式，一种方式是部分家族成员委托其他家族成员代为持股，另一种方式是通过其他有限责任公司、合伙企业等间接持有被投资有限责任公司的股权。第一种方式需要对家族成员间的委托持股安排做出妥善的约定，比如代持股权的表决权安排、代持股权的处置、股权收益的分配等，避免家族成员之间因约定不清而

产生嫌隙或矛盾。第二种方式往往是出于隔离、税务以及家族投资事务的复杂性等方面的考虑。至于采取何种方式，家族应当根据具体的投资事务的特点做出安排。

家族成员直接持股与间接持股相结合结构

家族成员直接持股和间接持股相结合，是持股结构中既有家族成员以自然人名义直接持股的情况，也有通过其他有限责任公司、合伙企业等间接持股的情况。如采取直接持股和间接持股相结合的持股安排，公司应注意直接持股和间接持股的特点和相关事项。

家族持股的顶层设计

从整个家族投资的交易结构来看，商业布局较为广泛的家族尤其应当做好家族持股的顶层设计。一般而言，家族可以采取此种方式：由家族成员通过直接持股或者间接持股的方式设立投资控股公司，再由投资控股公司参与投资具体的板块和项目。

家族股权投资财产权益归属

对于家族有限责任公司因股权产生的分红等财产权益，基本判断原则是谁投资，谁享有。在名实相符的持股结构安排下，家族有限责任公司对因股权而产生的财产权益归属，容易做出判断。名实并不相符的持股结构安排、嵌套型持股结构安排、家族成员婚姻关系变动等情形下的股东分红等财产权益归属，家族有限责任公司应当根据不同的情况做出相应判断，并提前做好分配安排。比如，对于名实不相符的持股结构安排，部分家族成员委托其他家族成员代为持股的情形，应在委托持股协议等法律文件中约定财产权益的实际归属、取得与转交等内容；对于嵌套型持股结构安排，应当严格遵守财产权益与股权投资主体相对应的原则，厘清家族成员个人与嵌套平台、被投资公司之间的关系。

家族企业治理与传承安排

家族企业治理

治理的主要途径

家族企业的有限责任公司的治理结构包括股东会、董事会、监事会、经理。公司权力行使的主体是法定的，各主体行使的职权也是法定的。在实践操作中，上述内容是标准类型的有限责任公司适宜采取的组织架构模式，家族企业可根据具体规模和情况进行区别设定，并根据企业的发展变化对企业治理的相关问题进行调整，以符合家族整体利益的需要。

公司章程是指根据公司法的规定，由全体股东或发起人共同制定的规范公司组织与行为，规范家族企业与各方权利、义务关系的自治性规则的法律文件。公司章程对各主体可以行使的职权进行适当调整，以符合家族以及家族企业的需要。公司章程是所有家族企业制度中的根本大法，对家族企业、股东、董事、监事、高级管理人员具有约束力。公司章程的产生、修改应符合法律要求，内容应完备、严谨、可执行，实践中应避免工商登记的章程与实际执行的章程不一样，或简单使用工商登记的格式文本，将其视为可有可无的摆设，忽视章程优先适用的原则，未充分利用任意性条款对符合公司运行的必要规制做出专业的设计安排。

家族企业治理应关注的问题

1.家族治理与家族企业治理相结合。家族治理与家族企业治理密不可分。家族企业的股权设置、治理结构需要家族的支持，家族企业的控制权是否仍由家族持有，是否需要在家族内部进行平移，是家族治理应考虑的问题。同时，家族治理的情况反作用于家族企业。家族治理与家

族企业治理密不可分，互相影响，通过提前规划与不断调整，把家族治理与家族企业治理进行良好的衔接与配合，可以形成两者的良性互动。

2.家族企业治理关注经济效率的同时，应兼顾对非股东利益以及其他利益相关者的关注。家族企业在保证股东经济利益的同时，兼顾社会责任、企业相关者的利益，能给企业提供更好的发展环境、更长远的发展空间。

3.公司决策与分配机制应明晰。公司决策与分配机制可以根据家族成员的不同身份和特点区别设立。关注分配机制和控制权的股东可以适当让渡分配权，以争取更多资源或获得控制权。

4.个体利益与集体利益应平衡。家族企业在发展过程中，不可避免地会面临家族企业利益与个人利益的平衡问题。个人利益，可能是家族企业创始人的个人利益，也可能是家族其他成员的个人利益。从大方向上看，这两者的利益是一致的，家族企业发展得越好，家族个人可获得的利益越多。但在某个具体问题或某个情境下，两者的利益可能是相互矛盾的。

5.家族企业治理的稳定与调整。家族企业的治理结构要保持一定的稳定性，不能随意变化，但是这并不意味着家族企业的治理是一成不变的。家族企业需要根据家族情况、市场情况、外在环境等变化，每过一定节点就对家族结构进行客观评估，以确定是否需要进行相应调整。

6.家族企业对股东继承事项应在章程中做出安排。公司法第七十五条规定，自然人股东死亡后，其合法继承人可以继承股东资格，但是公司章程另有规定的除外。也就是说，不仅股东的财产价值可以继承，股东资格也可以继承，例外的情况是公司章程另有约定。这就给家族企业股权继承留下预先安排的空间，家族企业在规划中应充分注意和使用这一规定。

家族企业传承安排

1.家族企业传承对于家族是一个巨大的挑战。这种挑战，一方面来自企业创始人的更迭，另一方面来自家族企业传承后的领袖更换。两个方面问题的叠加，会产生更多问题需要家族企业去面对与解决。相较于家族财富的继承，家族企业传承的问题要更为复杂。家族企业传承不仅是财富的分割与转移，更为重要的是家族企业更换领袖后，无形资产如何传承，法律关系如何调整，以促使家族与家族企业的稳定与发展。

2.家族企业传承中特别需要注意的问题。

（1）家族企业创始人的可替代性。这个问题来自两个方面。一方面是家族企业创始人是否愿意退出，另一方面是家族是否已经培养接班人。如果家族没有培养企业接班人，或者培养不到位，家族企业创始人事实上处于无可替代的地位。即使家族已经培养了企业接班人或企业接班人的能力已经足够接班，但家族企业创始人仍不愿意退出，那么家族企业的传承实际上无法推进。如果强行推进，家族与家族企业内部容易产生巨大震荡。家族企业创始人退出与否，需要创始人提前安排。

（2）家族企业特殊资源的传承问题。在商业实践中，家族企业特殊资源的内容不同，来源不同，是否传承也不同，对于家族及家族企业的重要性更不同，需要但无法传承时采取的措施也不同。此时，家族与家族企业需要对特殊资源以及家族企业的现状进行分析，明确特殊资源的构成与作用，根据家族与家族企业的不同需求，对不同特殊资源采取不同的方案，以符合家族与家族企业的相应需求。

（3）家族内部关于家族企业传承问题的纠纷与冲突。该问题的解决须在家族治理、家族企业传承与家族成员的沟通上下功夫。家族治理应清晰明了，家族成员意见明确，决策是为了家族整体利益，考虑了家族个体的需要，针对矛盾提出了切实的解决方案，避免冲突不可解决。家族企业传承的方案与计划，通过家族成员的讨论，相应的意见会得到

尊重，家族企业传承的安排有了家族基础，类似问题就很可能在家族内部得到解决。

（4）家族企业创始人离开家族企业后，接班人与董事会、监事会，以及家族企业的资金提供方、销售服务方、产品或服务的购买方之间可能产生冲突与矛盾。这个问题的解决，一方面有赖于家族企业的治理，另一方面需要企业提高经营水平，更重要的是，家族企业要考虑为接班人铺路。

3.家族企业传承需做好5个方面的安排。

（1）梳理家族及家族企业的特殊资源，尽可能实现特殊资源的传承和其他安排。（2）制订和执行接班人的培养计划。（3）做好创始人的退出安排。（4）根据家族企业的不同情况，安排适合家族企业的传承模式。（5）完善家族企业的治理结构。

家族成员持股风险隔离

家族财产份额确认导致的家族财产分裂风险

家族企业初创期，财产多为家族企业创始人持有，家族其他成员的财产份额或股权等并未明晰化，他们并不清楚所拥有的份额是多少。家族企业治理过程，可能会涉及确权问题，会促使家族成员财产份额明晰，在没有其他因素制约的情况下，不可避免地会导致家族财产分裂风险。家族企业对此应做好明确的预案。

家族成员婚姻状况对家族企业财产的影响

夫妻组建的家庭是家族最基本的组成单位，夫妻共同财产构成了家族财产的基石。由于家族成员之间存在亲属关系，财产拥有者的变动除

了因为正常的商业交易，还会因为财产的调配、划拨、赠与等。家族成员的婚姻状况对家族企业财产会产生重大影响，如何避免家族成员的婚姻关系给家族企业带来风险，是家族和家族企业必须要考虑的问题。家族成员有必要根据自身的情况做好婚前财产规划，让婚姻与财产和企业经营隔离开来。

综上，家族企业的有限责任公司股权诊断与规划安排是一个非常复杂的系统工程，我们只就其中的一些共性问题进行了讨论。如何规划，还需针对特定的案例具体分析，给出针对性的方案。

从财富传承角度搭建和调整好家族企业上市的股权架构

随着中国经济和资本市场的发展，许多家族企业都在走上市发展之路。伴随着上市，家族企业的财富价值也越来越高，一些家族企业平稳发展，未因家族内部事务和企业经营风险受到影响，一些却未能抵御风险，上市后的控制权早已易主，财富大量缩水，甚至债台高筑。这其中的一个重要原因是家族企业未对股权做出长远的架构安排，未考虑未来的风险。上市也不能使家族企业走得更稳更远，如何让企业永续发展和传承成为上市家族企业的新课题。



GJ网夫妻离婚案

女方于2009年1月初，通过美国律师向美国加州法院递交了离婚诉状，要求离婚并冻结在美国的夫妻共同财产。美国法院向男方发出传票，男方应诉。

2010年3月，在双方即将签署离婚协议时，男方突然提出要在协议上加一句话：某科技发展有限公司的股权由本人弟弟赠与，而非夫妻共同财产，请求美国法院判定其为本人个人财产，完全归本人所有。同年6月，男方向美国法院提出解除婚姻关系的动议。应男方的动议请求，美国法院于8月开庭，并当庭判决双方离婚，但判决中并未涉及双方共同财产的分割问题。女方提出回国取证，财产分割问题停滞。美国法院做出离婚判决后，女方向国内法院申请，依法确认了其在中国境内的法律效力。

调查显示，GJ网从2009年4月开始赢利，当年年收入上千万元。然而女方却发现，男方在美国离婚诉讼期间，将其持有的某科技发展有限公司50%的股份全部转让给了其弟弟，并进行了工商变更登记，其弟弟成为公司唯一的股东，持有100%的股份。股权转让后，该科技发展有限公司变成了“自然人独资”性质。

面对这种情况，女方于2010年8月将男方及其弟弟和该科技发展有限公司起诉到法院，请求确认男方及其弟弟之间“恶意转让股权”的行为无效。

近年来，公司创始人和大股东的婚变导致公司上市失败的事件常有发生，上述案例并非个例。从维持公司估值、股价和经营稳定的角度，像GJ网这类境内公司若通过离岸控股公司在境外上市，可以利用离岸信托持有控股公司股权，避免大股东婚姻状况影响IPO进程。

上市家族企业存在的法律风险

纵观家族企业的发展历程，多数家族企业主要为一入控股或几入控股，有的上市公司的母公司为一入有限责任公司，这样的股权安排无疑会使家族成员的资产状况完全裸露在公众面前。家族企业上市后，便成

为公开、透明的公众企业，受上市地的法律监管，企业的运营管理应严格有序，不能越界。如果企业股权架构安排不当，不仅会给家族企业带来资产减损的风险，如果涉及诉讼，最终的判决会对上市企业股权结构和财产产生影响，涉诉本身也会给上市企业带来股票价格的波动。上市家族企业存在和潜在的法律风险，包括但不限于以下方面。

1.如果母公司为一人有限责任公司，根据公司法的规定，一人有限责任公司股东如不能证明公司财产独立于自己财产的，应对公司债务承担连带责任。

2.如果家族资产直接或间接集中在一家上市公司，会产生家族资产过度集中的问题。上市公司与非上市公司相比，不但存在经营风险，受股市的影响，还受全球经济、金融、政治、外交等多因素的影响。如果家族资产过度集中，势必会与这些因素相结合，使上市公司面临更大的风险。

3.家族成员持有上市公司股票，会因婚姻变故使股权结构产生变化。一些家族企业由两代人、三代人甚至四代人持股，每个持股人的婚姻状况和身故都会给上市公司带来影响。即使许多上市公司的家族成员都签署过一致行动协议，但因股权持有人的变化和家族成员关系的不同和改变，依然存在不能一致的风险。

4.持股人身故后，股权被配偶、父母、子女法定继承，股权结构可能会发生很大变化。有些持股人的家庭成员众多，关系多元，每一次的变化都会给上市公司带来较大的资产外流风险。

5.大多数上市公司除了经营的债权债务外，还有大量的融资债务，包括质押融资和债券发行融资，这些债务到期不能偿付，就是违约，一旦触发，势必带来股权结构的变更，从而损失大量的家族财富。

6.许多家族企业成员拥有国际化视野和在国外工作、生活的经历，

即留学移民的情况普遍存在，而全球不同国家和地区的法律制度不同，中国新个税法实施，CRS在各国逐渐启动，都会给上市公司资产带来隐性风险。未来遗产税的实施、汇率的波动都会给家族上市公司带来很大影响。

上市家族企业股权架构风险的应对方法

1.家族企业根据上市的不同时期、上市的地点、自身及家族状况做好股权架构的搭建和调整。比如设置防火墙，避免牵一发而动全身，把企业风险带给家族后代；运用金字塔结构、互相参股制衡的方式，充分考虑企业未来的发展和变化，做好控制权的传承安排。

2.调整或变现上市公司的股权资产，做好海外资产配置，结合家族成员不同国籍身份进行安排，搭建企业全球组织架构，让家族资产中股权形态多元化，留出发展空间。

3.做好全球税务架构筹划，特别是家庭成员国籍变化前的统筹安排，避免因法律制度不同和信息不对称造成大量税收被征，或因违反移民国法律面临刑事法律风险。

4.搭建海内外信托架构，防范企业因债务和家庭成员婚姻、身故而产生风险。海内外信托因所在地法律制度不同，功能有所不同。特别是企业在上市前，需要将上市规则和信托架构共同设计，以达到双重功能。

5.运用大额保单防范因家庭成员意外身故、子女无管理巨额财富能力、遗产税等造成的财富毁损风险。各国有关大额保单的法律制度不尽相同，家族企业在哪里安排大额保单，需要在统一架构中统筹安排。

6.通过遗嘱、婚前协议、婚内协议的安排，可以防范家族成员婚姻

状况、家庭关系变化给企业带来的股权变化。如果家族成员国籍不同、婚姻缔结地不同，家族企业需要结合不同国家的婚姻法统一安排。

7.建立家族基金，保证满足家族成员的教育、医疗等需求，隔离企业经营给家族生活带来的影响，让企业经营无后顾之忧。

以上是防范家族企业上市后面临风险的一些常规方法，实践中，每一个企业都有各自的特点，需要专业人员根据具体情况做出诊断，为企业量身定做切合实际的解决方案。

综上，家族企业上市不能只简单满足上市的法律规定，达到上市这一目的，而要从家族企业传承角度充分考量企业现在和未来面临的风险。家族企业上市的法律服务需要由上市律师和家族财富规划律师共同提供，帮助中国家族企业永续发展。

新个税法及**CRS**启动对家族财富管理的影响

某市税务机关根据2019年1月1日实施的个人所得税法关于税务居民认定标准和反避税规则，对某公司个人股东境外减持所得18亿港元，核算出应税金额为3.211亿港元，扣除汇回境内部分已交的7350万港元，补征税款2.476亿港元。

这是对SPV（特殊目的载体）背后的个人追税案例，预示着新个税法及CRS启动将对家族财富管理产生重大影响。



对**SPV**背后的个人追税案

公司已在境外上市，上市主体为在开曼注册的Y公司，公司的股票为中概股，实际经营管理机构在南京。2009年至2010年，大股东FA（英属维尔京群岛）将所持上市公司Y的1.22亿股份对外转让，累计所得达18亿港元。FA公司的14名管理层股东，大都居住在中国境内。税务机关

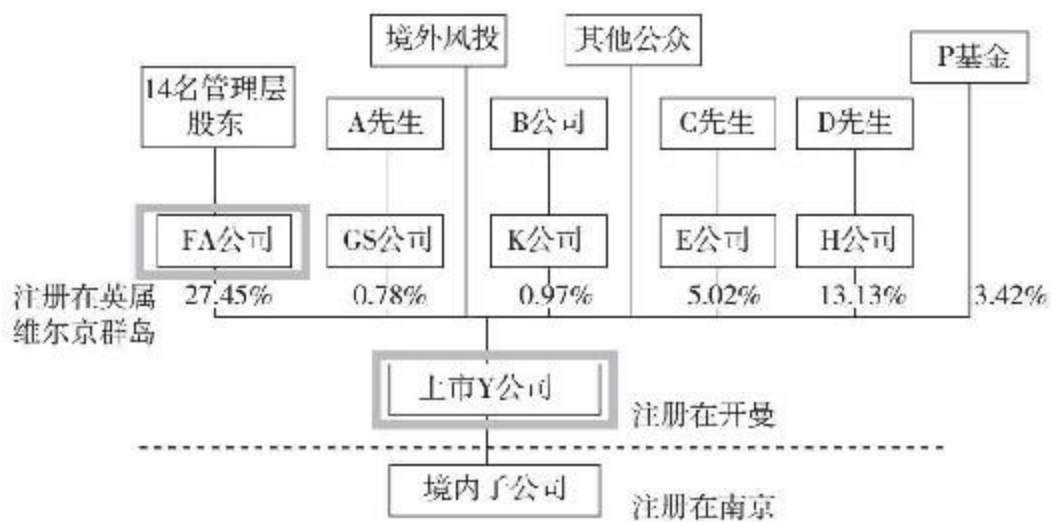
从券商公布的Y境内子公司两期短期融资券募集说明书上发现，离岸公司资产大大减少。SPV壳公司基本不实际运营，资产也无去向路径。2009年、2010年FA公司减持收益的内部报表显示，2009年有7人，2010年有10人，将减持收益部分已汇回境内，汇回境内的部分已缴纳个税。

该公司的组织架构和交易结构如下图所示。

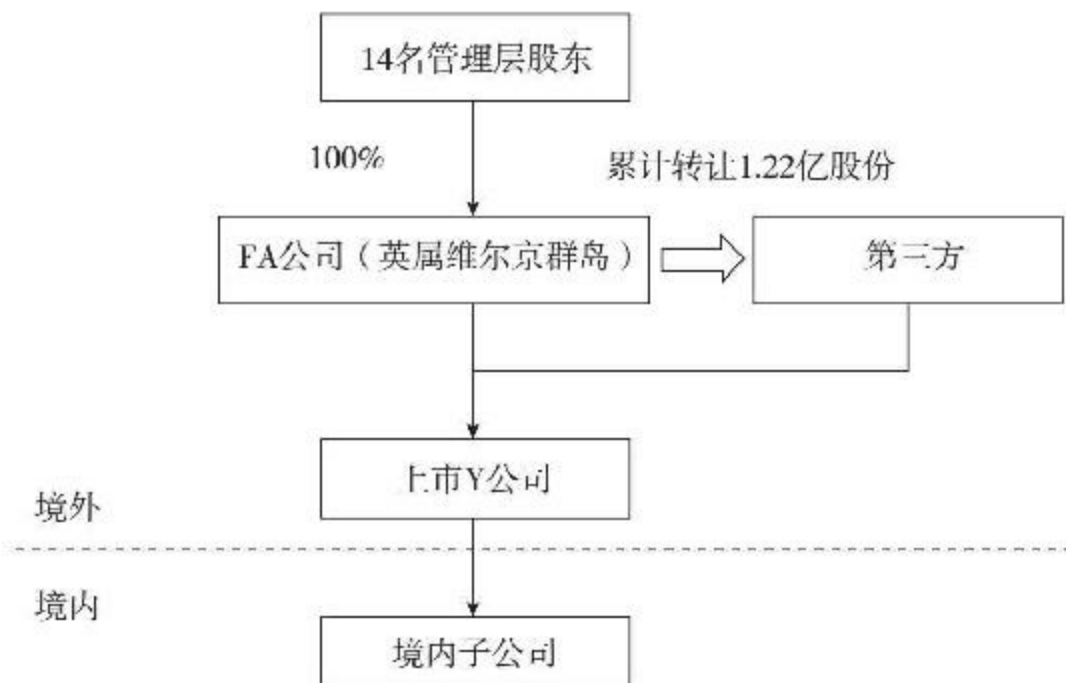
该案是在境外间接转让境内公司股权，认定其是居民个人在境外间接转让境内公司股权，还是居民企业在境外间接转让境内公司股权，法律后果完全不同。如果是居民企业间接转让股权，依据《企业所得税法》第四十七条和《中华人民共和国企业所得税法实施条例》第一百二十条的一般反避税规则，税务机关应对中间层“穿透”征税。如果是居民个人间接转让股权，则不征税。

按《企业所得税法》，Y公司的实际管理机构中国税务机关，应对FA公司的个人股东（即管理层）所持股息进行全球征税，会涉及税务管辖权争议、法律依据不够严密等问题。

根据新个税法关于税务居民认定标准和反避税规则，税务机关从券商公布的Y境内子公司两期短期融资券募集说明书上发现，离岸公司资产大大减少，而基本不实际运营的SPV壳公司资产减少又无合法去向。有个人股东把分配所得汇回了境内，汇回境内的部分已缴纳个税，证实了FA公司已经对个人股东做了股息分配，未汇回境内的留在股东境外的账户上。根据分配事实，税务机关针对个人股东境外减持所得18亿港元，核算应纳税金额为3.211亿港元，扣除汇回境内部分已交的7350万港元，补征税款为2.476亿港元。



公司的组织架构



公司的交易结构

新个税法及CRS启动对家族财富管理的影响

新个税法的反避税规则实施后，追缴境外SPV背后个人股东应纳之税有了明确的法律依据，家族企业原有的资产规划需要调整

修改后的个人所得税法第八条规定：“有下列情形之一的，税务机关有权按照合理方法进行纳税调整。（1）个人与其关联方之间的业务往来不符合独立交易原则而减少本人或者其关联方应纳税额，且无正当理由。（2）居民个人控制的，或者居民个人和居民企业共同控制的设立在实际税负明显偏低的国家（地区）的企业，无合理经营需要，对应当归属于居民个人的利润不做分配或者减少分配。（3）个人实施其他不具有合理商业目的的安排而获取不当税收利益。”

税务机关依照规定做出纳税调整，需要补征税款的，应当补征税款，并依法加收利息。

根据上述规定，税务机关可根据反避税条款“不具有合理商业目的的安排”，直接“穿透”中间层FA公司，追缴20%的税款。所以，过去简单的境外架构已经无法达到原有的规划目的，家族企业需要重新安排和调整。

CRS的实施使家族资产透明化，家族企业需要搭建或完善三大架构，运用管理传承工具

1. 《非居民金融账户涉税信息尽职调查管理办法》实施后，国税总局与其他CRS参与国或地区的相关部门互换居民跨境账户信息。

CRS的实施是为了实现更高的全球税收透明度。就其在境内的实施来看，首先是法规层面，2017年5月9日《非居民金融账户涉税信息尽职调查管理办法》（以下简称《管理办法》）正式发布，它是根据《多边税收征管互助公约》及《金融账户涉税信息自动交换多边主管当局间协议》制定的具体规章。其次是执行层面，一方面，《管理办法》要求金融机构履行尽职调查及申报义务，而后税务机关将金融机构申报的非居

民账户信息交换给其他CRS参与国或地区的相关部门；另一方面，税务机关也会接收其他CRS参与国或地区的相关部门披露的中国税务居民的境外账户信息。根据国家税务总局网站的披露，2018年9月，国家税务总局与其他CRS参与国或地区的税务主管部门进行了第一次信息交换。瑞士在2014年打破300多年来保护客户金融账户信息的做法，新西兰于2018年7月开始冻结上千个没有纳税信息国的账户，中国广东税务局对境外资产征税高达8亿元。对于如何处理收集到的我国税务居民的境外账户信息，目前还没有明确的规定，但可以预见的是，如果我国税务居民被税务稽查，该信息将会对税务机关的调查提供很大的帮助。

2.新个税法的反避税规则等实体法层面的规定，加上CRS程序性的规定，意味着未来对家族企业和高净值人士的税务合规要求会更高，税务稽查的风险也将更大。

3.家族企业和高净值人士无论是已经安排好了财富管理计划及信托、保单、遗嘱等财富传承工具，还是已经搭建了组织、股权和税务架构，都需重新核查和梳理自己的情况，审慎对待。

综上，面对《个人所得税法》的修改和CRS的实施，财富管理及传承工具不能完全满足家族企业和高净值人士的需求，各专业机构需要协同，做出全面安排，让家族财富永续传承。

财富管理传承工具说

遗嘱是否必须公证

遗嘱在家族财富传承中是比较直接和常用的传承工具。常有人问，遗嘱是否需要公证才有效？或者公证是否可以增加遗嘱的效力？《民法典》修改了公证证明效力优先条款。鉴于问题的普遍性，笔者在这里做一个总结，以供大家在财富传承时参考。

遗嘱合法有效的法律要件和法律形式

法律要件

遗嘱人必须在订立遗嘱时有行为能力，遗嘱必须是遗嘱人真实意思的表示，遗嘱所处分的财产系个人合法财产并为缺乏劳动能力又没有生活来源的继承人保留必要的遗产份额，遗嘱的内容符合法律规定，不违背公序良俗，不应限制他人的权利，遗嘱订立的程序符合法律规定。



法律形式

根据继承法的规定，遗嘱有口头遗嘱、自书遗嘱、代书遗嘱、录音遗嘱与公证遗嘱等形式。

《民法典》在原有的5种法定遗嘱形式基础上，增加了打印遗嘱与录像遗嘱。

从上述遗嘱形式看，公证遗嘱只是遗嘱的一种法定形式。

公证的法律属性

公证的性质

公证法第二条规定，公证是公证机构根据自然人、法人或者其他组织的申请，依照法定程序对民事法律行为、有法律意义的事实和文书的真实性及合法性予以证明的活动。

公证法第六条规定，公证机构是依法设立，不以营利为目的，依法独立行使公证职能、承担民事责任的证明机构。

根据上述法律规定，遗嘱公证是依据当事人的申请，由依法设立的公证机构对订立遗嘱的行为和遗嘱文书的真实性和合法性予以证明的行为。

公证机构需要严格按照法定程序进行公证

公证机构需要严格按照法定程序进行公证，经公证的遗嘱应当作为认定事实的根据，但有相反证据足以推翻该项公证的除外。当事人、公证事项的利害关系人认为公证书有错误的，可以向出具该公证书的公证机构提出复查要求。公证书的内容违法或者与事实不符的，公证机构应当撤销该公证书并予以公告，该公证书自始无效。公证书有其他错误的，公证机构应当予以更正。当事人、公证事项的利害关系人对公证书的内容有争议的，可以就该争议向人民法院提起民事诉讼。

根据上述法律规定，公证是法定的第三方机构对遗嘱的证明活动，除法律另有明确规定外，公证不是遗嘱生效的必备要件，遗嘱效力也不因公证而具有或增强，如果程序和要件违反法律规定，遗嘱会被撤销或被宣告无效。

公证遗嘱与其他遗嘱相比的优越性与必要性

公证遗嘱大于自书遗嘱效力的案例

被继承人黄某（男，85岁）于2015年12月21日因病去世，其生前与李某（女，66岁）共同居住在某面积为71.51平方米的房子。2016年1月10日，一名自称黄某之孙的黄姓男子拿着一份公证遗嘱到当地公证处申请办理继承权公证手续，该份公证遗嘱是黄某于2013年1月15日订立的，上面写着：立遗嘱人黄某与黄小（男，23岁）按份共有房产一处，建筑面积为71.51平方米，其中黄某占有10%的产权份额。该房产系黄某单位的福利房，因黄某年迈，无力出资购买，故由其孙黄小全额出资。在黄某去世后，该房产中属于黄某所有的产权份额归黄小所有，其他任何人不得干涉。

公证员在确认该份遗嘱的真实性后，向黄某的所有法定继承人进行核实，经查，黄某的妻子李某在得知黄小要求继承上述房产后，提出异议，宣称其才是该房产的继承人，并提交了一份自书遗嘱，该份遗嘱上这样写道：“本人黄某，男，已年过八旬，自老伴走后一直独居，后幸得李某照顾，生活无忧。待我死后，我愿将房产留给李某，立据为证。立遗嘱人黄某，2015年10月15日。”

争议的焦点是：黄某生前立有两份遗嘱，一份是黄小提交的公证遗嘱，另一份则为李某提交的自书遗嘱，且均是对同一处房产做出了前后两种截然不同的处分，那么究竟哪一份遗嘱有效？房产的归属到底如何？

《中华人民共和国继承法》第五条规定：“继承开始后，按照法定继承办理；有遗嘱的，按照遗嘱继承或者遗赠办理；有遗赠扶养协议的，按照协议办理。”第二十条规定：“遗嘱人可以撤销、变更自己所立的遗嘱。立有数份遗嘱，内容相抵触的，以最后的遗嘱为准，自书、代书、录音、口头遗嘱，不得撤销、变更公证遗嘱。”第二十五条规定：“受遗赠人应当在知道受遗赠后两个月内，做出接受或放弃受遗赠的表示。到期没有表示的，视为放弃受遗赠。”

回归本案中，经查，黄小与黄某系祖孙关系。黄某的父母均已先于

其死亡，黄某生前共有两次婚史，其原配妻子田某已于2011年死亡，田某死亡后，黄某于2014年年初与李某再婚。黄某共育有三子两女，均系与田某所生；黄某与李某未生育子女。而李某在与黄某结婚前也有过一次婚史，并有两个子女，均早已成年。

首先，既然黄某生前立有遗嘱，就排除了按照法定继承的方式办理，而应当按照遗嘱办理。其次，黄小持有的是经公证的遗嘱，李某提交的是自书遗嘱，而公证遗嘱的效力最高。最后，黄小作为受遗赠人，在知道受遗赠后的两个月内及时到公证处申办了继承公证。综上所述，本案应当按照黄某生前所立的公证遗嘱办理，由黄小继承上述房产中属于黄某所有的产权份额。

为缓和家庭关系，公证员分别与李某及黄某的几个子女谈话，告知他们公证遗嘱具有最高的法律效力，虽然自书遗嘱在后，但仍然不能改变公证遗嘱的内容，故该房产中属于黄某的产权份额应归黄小。之后，黄某的子女表示，虽然房屋不可能给李某，但还是很感谢李某尽心尽力照顾老父，愿意以金钱对其表达谢意，而李某也最终认识到经公证的遗嘱具有最高的法律效力，愿意搬出该房屋。

从上述案例，我们可以看出公证遗嘱与其他遗嘱相比的优越性与必要性，具体表现如下。

提高遗嘱的规范性、严谨性

根据公证法的相关规定，遗嘱需要经过公证机构的严格审核，办理时需提交必需的法律文件，经过必要的法定程序。公证遗嘱与其他形式的遗嘱相比，更加规范、严谨，同时，公证文件和遗嘱会由公证机构备案留存和保管，避免因丢失、毁损造成遗嘱无据可查。

避免家族成员因遗嘱内容产生纠纷

遗嘱由法定第三方公证机构依法定程序公证，会增加家族成员对遗嘱人意思表示的信任，减少家族成员的猜忌，避免纠纷，影响家族和睦。

在争议解决中增强证据效力

民事诉讼法第六十九条规定：“经过法定程序公证的法律事实和文书，人民法院应当作为认定事实的根据，但有相反证据足以推翻公证书的除外。”所以，经过公证的遗嘱在争议解决中，可以直接被法院采信，证明力比较强。

《民法典》删除了原来公证遗嘱效力优先的规定。笔者认为，这条规定是非强制性效力法律规定的认定，改变了过去在遗嘱认定上不分具体情况的一刀切认定原则。但从证据的证明效力上，公证证据依然有比较强的证明力。

有效实现遗嘱人的愿望

实践中，当遗嘱人身故，继承时的遗产过户转让程序，因遗产的形态、各地各部门行政管理等因素有所不同，未来《民法典》实施后，下列事项涉及的具体规定和实践中的做法是否能及时调整，尚不能确定。

1.房产继承。据了解，广州市与深圳市不动产登记中心要求，办理房产过户，需要携带继承公证书原件或者生效的法律文书原件方可办理。

2.车辆继承。北京市车管所办理遗嘱车辆过户，需要携带继承公证书原件或者生效的法律文书原件及协助执行通知书方可办理。

3.银行存款继承。以中国银行为例，继承人欲取出被继承人的存款，应向银行所在地的公证处申请办理继承权证明书，如当地未设公证

处，可向县、市人民法院申请办理继承权证明书。

4.股权继承。北京市工商局表示，因继承导致的股权变更，需要携带继承公证书原件或生效的法律文书原件经工商部门审核后方可办理。

5.证券继承。中国证券登记结算有限责任公司北京分公司表示，证券继承过户，需要携带经公证的遗嘱，或继承公证书，或生效的法院判决书、法院调解书方可办理。

为了更好地实现遗嘱人的愿望，顺利执行遗嘱，建议处分上述财产时，采用公证遗嘱。

涉外继承的公证办理

涉外继承是指我国公民继承我国境外的遗产，或者继承我国境内的外国人遗产；外国人继承我国境内的遗产，或者继承境外我国公民的遗产。

涉外继承通常比较复杂，根据继承类型、继承标的、被继承人的国籍与住所地、继承标的所在地，适用的法律不同。此外，适用我国境内与境外相关地的条约、协定，按照条约、协定办理。

对于涉外继承公证，我国采取较为谨慎的态度。我国公民继承居住在境内或境外的中国人或者外国人在我国境外的不动产，继承居住在境外的中国人或者外国人在我国境外境外的动产和继承居住在我国境外的外国人在我国境内的动产，我国公证处都不宜直接出具继承权公证书，继承人可提交境内当事人或死者的亲属关系证明书、结婚证明书或者当事人的出生证明书，依照被继承人住所地法律或不动产所在地法律继承遗产。如果被继承人住所地的法律和被继承人不动产所在地的法律规定，遗产继承适用我国法律，公证处则可根据继承人的申请，为其出具继承权公证书。如果我国公民继承居住在境内的中国人或者外国人在我

国境外的动产，继承居住在境内的外国人在我国境内的动产或者不动产和继承居住在境外的外国人在我国境内的不动产，公证处则可根据继承人的申请，按照我国继承法的规定，为其出具继承权公证书。公证书需要在境外使用且境外使用地要求先认证的，应当经我国外交部或者外交部授权的机构和相关国家驻我国使（领）馆认证。

遗嘱继承适用外国法律的，需按照所在地的准据法办理公证。

遗嘱继承时可办理继承公证并交纳费用

遗嘱公正与继承公证不同，遗嘱公证是订立遗嘱时由遗嘱人办理的公证手续；继承公证是遗嘱人身故，开始遗产继承时，继承人办理的公证。办理继承公证需要交纳一定的费用，2019年1月，公证费用标准下调：20万元以下按受益额的1.2%收取，最低收取200元；1000万元以上，按0.1%收取。

综上，公证是遗嘱常用的一种方式，但不是必要的程序。家族在安排资产传承时，应根据具体情况来决定是否采用。

遗嘱信托对遗嘱传承的作用

首例遗嘱信托纠纷案

被继承人李某4于1950年8月19日出生，其父母为李某、刘某。李某于1984年10月10日死亡，刘某于1998年1月3日死亡。1980年4月2日，李某4与案外人李某3登记结婚。婚后二人育有一女，即李某1。2006年，李某4与钦某生育李某2。2012年5月28日，李某3向法院起诉要求离婚。2012年11月3日，李某4与钦某又生育一女，取名李某8。2013年2月16日，李某4与李某3经法院判决离婚。2013年9月5日，李某4与钦某登记结婚。2015年5月30日，李某8死亡。2015年8月11日，李某4因病过世。

过世前，李某4于2015年8月1日写下亲笔遗嘱，内容如下。财产总计：1. 500万元证券。2. 某银行理财及投资证券约500万元。3. 房产3套。财产处理：1. 购买三房两厅的房产一套，该房购买价约650万元，只传给下一代，永久不得出售（现有3套房产可出售，出售所得并入李某4家族基金会，不出售则出租）。2. 剩余350万元资金、房产出售款（约400万元）、650万元房屋和其他资产约1400万元，用来成立“李某4家族基金会”。财产法定使用：1. 妻子钦某、李某2的女儿每月可领取生活费1万元整（现房租金5000元，再领取现金5000元），所有医疗费报销，买房之前的房租全额领取。2. 李某2国内学费全部报销。3. 每年钦某，李某4的兄妹李某5、李某6、李某7各从基金会领取管理费1万元。4. 妻儿、三兄妹医疗费自费部分报销一半（大病住院）。以后补充时，修改部分以日后日期为准。5. 财产的管理由钦某、李某5、李某6、李某7共同负责。6. 新购650万元的房产，钦某、李某2、李某1均有权居住，但不居住者，不能向居住者收取租金。

李某4于2015年8月1日所订立的涉案遗嘱属单方民事法律行为，系无相对人的意思表示行为。一审法院针对遗嘱的具体内容分析其所产生的相应法律效力，进而认为该遗嘱中的财产内容符合信托法律特征，并就遗嘱的效力根据继承法和信托法的规定进行了认定，一审法院的观点符合法律对无相对人意思表示行为解释的规范要求。尽管涉案遗嘱中部分文字表述不尽严谨与规范，但一审法院通过对涉案遗嘱通篇内容的把握与解释，将立遗嘱人在遗嘱中的财产安排定性为信托，符合该遗嘱的整体意思与实质内容。

关于钦某、李某2认为李某4实际系欲成立基金会，一审判决对遗嘱的理解及处理背离被继承人本意的意见，二审法院不予采纳。在对涉案遗嘱内容解释为信托的基础上，一审法院依据我国信托法的相关规定，结合李某4设立信托之目的、形式、内容等对涉案遗嘱做了详尽分析，进一步认定涉案遗嘱为有效信托文件，二审法院认为于法有据，予以认同。

本案中，李某4以遗嘱形式设立信托，信托委托人则系李某4，一审法院根据涉案遗嘱内容及涉案当事人的各自意愿，确定李某5、李某6、李某7为信托受托人，并无不当。至于钦某、李某2对李某5、李某6、李某7年龄及理财能力的质疑，均属于两人对信托运作的担忧，然主观担忧既无事实及法律依据，也不影响基于涉案遗嘱所成立之信托的效力。

法院向信托受托人李某5、李某6、李某7指出：3人均应遵守信托文件的规定，为受益人的最大利益处理信托事务，而受托人管理信托财产，必须恪尽职守，认真履行诚实信用、谨慎有效管理的义务。受托人若有违反信托目的处分信托财产，或违背管理职责处理信托财产或将信托财产转为自有财产等违法行径，使信托财产遭受损失，受益人均可依法要求受托人承担恢复原状、赔偿损失等法律责任。

该案被财富传承和信托业认为是“我国遗嘱信托审判领域的第一例，对信托回归到普通大众进行财富管理与传承工具的本源起了示范和

推动的作用”。

许多人通常会采用设立遗嘱的方式对财产依据意愿做出安排，但是关于遗嘱的纠纷从未停止。我们在中国裁判文书网做过检索，案由设置为“遗嘱继承纠纷”，文书类型选定为“判决书”，审判程序设置为“一审”，裁判日期设置为“2013年12月19日至2019年11月26日”，共找到了7821个结果。而且随着个人资产的价值不断增大，遗嘱纠纷的数量、争议金额和社会影响力也越大。如我们团队办理过某著名房地产开发企业创始人的遗嘱纠纷案，其争诉标的额之巨大、产生影响之广，让人唏嘘。

遗嘱作为重要的财富传承工具，被社会广泛接受，在一定程度上可以完成财富的传承安排，但遗嘱也存在很大的局限性，而民事信托可以对遗嘱传承起到补充和完善的作用。《民法典》第一千零三十三条新增了“自然人可以依法设立遗嘱信托”，从法律层面对遗嘱信托做出了确认。

遗嘱在财富传承中的局限性

遗嘱的效力具有不确定性，易引起继承纠纷

一份有效的遗嘱才能起到按照被继承人的意愿安排与传承财富、定纷止争的作用，遗嘱的订立需满足法律要件，遗嘱人稍有不慎便会使遗嘱无效。订立一份完整、有效的遗嘱，遗嘱人需要具有民事行为能力，意思表示真实、自主，遗嘱内容、订立程序符合法律规定，这是一件专业的事情，实践中因形式不合法或内容不合法而使遗嘱无效的情形不在少数，围绕遗嘱的真实性与效力发生的争议也大量存在。而诉讼会耗费很多的时间、金钱与精力，并且在最终判决前，遗嘱的效力也处于不确定的状态。

遗嘱不能契合财富传承的多元需求

随着财富价值的增大和形态的多元化，简单的遗嘱形式已不能满足人们在传承上的需求，具体表现在以下几个方面。

1.财富的数量和价值已经超过下一代的日常生活所需，传承人对下一代的用富和传富并无把握，不希望下一代被自己留下的财富毁掉，不希望下一代成为“败家子”。同时，传承人对下一代的婚姻也没有把握，通过遗嘱一次性给付，无法解决所有问题。

2.财富的形态多样，除传统的现金资产和住宅外，许多人还拥有企业。拥有企业的人在财富传承时，对家庭与企业的财产隔离保护、资产保值与增值、税收筹划等方面也提出了新需求，传统的财富传承工具——遗嘱已经不能解决公司股权的分配、管理权的传承、接班人的培养等问题。

3.对于家庭中的其他类别资产，比如对外的投资、商业地产及其他不动产、知识产权、艺术品、黄金珠宝等，遗嘱的安排已明显不够用。

4.创富一代若希望将自己创造和积累的财富用于长期回馈社会、用于长期的慈善活动和公益服务，遗嘱这一形式也存在遗嘱人身故后，执行情况不确定性的问题。

遗嘱信托在财富规划中的作用和意义

信托的概念和法律性质

信托的概念

信托是基于英美普通法系的衡平法原则而产生的一种财产转移和管

理设计。我国信托法颁布前，信托法律关系在我国民事法律制度中一直没有被确认，信托法明确了信托的概念，信托法律关系具有了法律依据。信托法第二条规定：“本法所称信托，是指委托人基于对受托人的信任，将其财产权委托给受托人，由受托人按委托人的意愿以自己的名义，为受益人的利益或者特定目的，进行管理或者处分的行为。”

信托法律关系与我国民法通则、民法总则和新颁布的《民法典》确认的寄托、代理和行纪等其他法律关系不同，信托具有自己独特的法律特征。信托以信义关系为基础，核心为信任，是委托人出于对受托人的信任而将信托财产转移给受托人，由受托人经营管理。受托人因此对委托人负有严格的义务。信托财产具有双重属性，同时又具有独立性，信托的意思表示具有高度的自治性和灵活性。

信托在我国被长期误读

起源于英美国家的信托与人们的日常生活早已密切相关，信托是一种早已存在、随时可用的工具。而在我国，大家被“信托投资公司”“信托计划”等词误导，认为信托是金融领域的产物，是一种投资理财产品。这是因为我国的信托在金融领域被广泛使用，与信托投资相关的金融法规及规范性文件的使用也更广泛。而民事信托却少被运用，所以信托在我国被长期误读，未被完整准确地了解。

受托人范围的应用受到限制

因信托被长期应用于金融领域，信托法律关系中的受托人范围被长期误读。《信托公司管理办法》第七条规定，“信托公司应当经中国银行业监督管理委员会批准，并领取金融许可证；未经中国银行业监督管理委员会批准，任何单位和个人不得经营信托业务。”这里的受托管理是以现金资产为主的信托金融业务，受托人是经批准的持牌金融机构。不在法律规定范畴的非金融信托的受托人并不受上述规定的限定。信托

法第二十四条规定：“受托人应当是具有完全民事行为能力的自然人、法人。法律、行政法规对受托人的条件另有规定的，从其规定。”从信托法的规定可以看出，信托的受托人可以由委托人信任的任何自然人和法人担任。

遗嘱信托是人人可用的财富传承工具

现在，我国普通家庭的财富积累数额已经越来越大，普通家庭持有的财产形态也更加多元，房产、股票（权）等非现金类资产在家庭资产中的占比很大，传统遗嘱已不能满足普通家庭的传承需求，遗嘱信托的需求很旺盛。我国信托法是民事信托明确的法律依据，具有完全民事行为能力的自然人均可以是信托委托人，信托法对信托财产的数额未有限制，受托人为具有完全民事行为能力的自然人和法人。从信托法的规定可以看出，信托是人人可用的传承工具。但信托法颁布以来，我国鲜有自然人担任民事信托受托人的案例发生。前述案例中法院最终确认委托人李某4信任的近亲属李某5、李某6、李某7为遗嘱信托的受托人，以司法判决的方式确认了自然人可以成为民事信托受托人，这在我国可查的判决中是首例。在该案判决中，法院确认了由3个自然人担任共同受托人，以及自然人受托人可以取得报酬的信托制度安排，这在我国也是首次。这是对普通百姓设立遗嘱信托以安排身后事的法律效力，用司法判例的形式予以了确定。

订立遗嘱的人不仅可以按照自己的意愿将自己的财产通过遗嘱做出明确的意思表示；同时可以以协议的方式进行信托安排；也可以根据财产的不同数量和形态设立多个、多层、嵌套等相对复杂的信托架构，将财产按自己的意愿做出安排，实现财产由不同继承人在不同情况、不同时间点，一次性或多次取得；还可以对未出生的下下代家庭成员进行财产安排，突破继承法对继承人的限制，防止财富被一代人挥霍。遗嘱信托与遗嘱相比，最大的好处是，可以将财富交由受托人管理和运营，解决继承人无法管理财产的问题。

在遗嘱之上设立信托，不仅弥补了遗嘱的不足，还可以全面、细致地按照遗嘱人的意愿进行安排，让遗嘱执行的时间更长、空间更大。

遗嘱信托中民事信托配套的相关制度尚待完善

信托法颁布已经快20年了，但以信托法为基础设立的民事信托几乎没有。民事信托的设立不但缺少相应观念、法律环境的支持，相关配套制度也不完善，具体应在以下几个方面努力。

完善信托登记制度

我国普通家庭持有的财产中，房产、股票（权）等非现金类资产占比很大，而这些财产设立信托都面临登记的问题。我国信托法第十条确立的信托登记生效主义，使直接运用这些资产设立信托面临法律障碍。我们可以借鉴其他国家或地区信托登记采取的登记对抗主义，尽快建立非现金营业信托资产类的统一信托登记制度。

建立民事信托受托人制度

受托人制度的缺失将会引发民事信托业务中的法律风险。前述案例中，法院虽然对受托人的职责与法律责任进行了提示，但依然是一些原则性的规定，我们应该建立健全民事信托受托人制度，包括对受托人的资格与类别、权利能力与行为能力、信义义务、民事责任等做出明确规定。

制定信托效力判断标准和审查制度

任何一项制度的推行都可能存在负面影响，我们有必要进行相应的制度疏导、警示和预防，通过法院的司法监督审查或者公证机关的公证

审查，对消极信托、虚假信托、永续信托、目的信托等进行规范，避免因信托效力而产生纷争。

建立信托税收制度

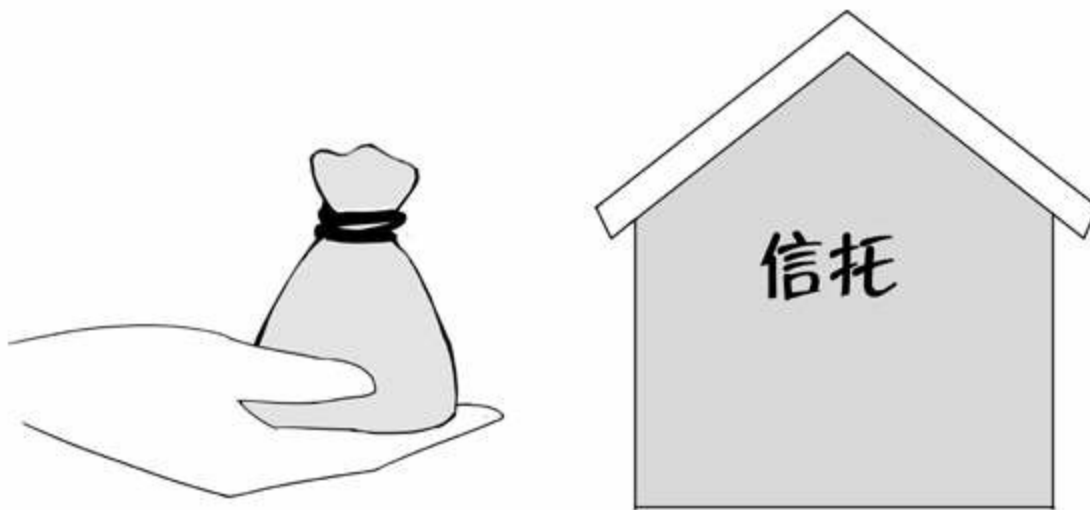
目前，我国信托制度尚处于空白状态，先设立资金信托，再将房产、股权装入信托的方式虽然绕开了信托登记制度，但给当事人带来了巨大的税收负担，我们可以借鉴日本、韩国采取的信托税收“导管主义”原则，建立我国的信托税收法律制度。

我国第一代创富群体已经进入中老年时期，对民事信托的需求非常迫切，“首例遗嘱信托纠纷案”开了一个好头，有生效的司法判决作为依据，我国民事信托的发展将会迎来可喜的局面。我们期待立法机构及监管机构适应社会发展的需求，为我国民事信托的发展提供适合的法律环境，让信托这一工具能服务寻常百姓。

我国境内家族信托与离岸家族信托功能比较

近几年，在家族财富管理与传承领域，家族信托是一个让人既熟悉又陌生的金融法律名词。许多华人不了解中国的信托法律制度，而境内的家族和高净值人士不了解离岸信托，他们在财富管理与传承规划上不能恰当地使用传承工具。

什么是信托？信托是信用委托，是一种以信用为基础的法律行为，是由委托人依照契约或遗嘱的约定，为自己或第三者（即受益人）的利益，将财产上的权利转给受托人（自然人或法人），受托人按规定的条件和范围，持有、管理、使用信托财产，并处理收益。信托一般涉及三方面当事人，即投入信用的委托人、受信于人的受托人，以及受益于人的受益人。



我国家族信托与离岸家族信托由于适用不同的法律制度，处在不同

的社会经济、法律发展进程中，所以存在差异。

我们先来看两个信托案例。

国内首款家族信托——平安财富·鸿承世家系列单一万全资金信托

2013年年初，某信托公司发行了国内首款家族信托。此信托产品募集规模为5000万元，合同期为50年，一位客户是年过40岁的企业家。根据约定，信托委托人与该信托公司共同管理这笔资产。委托人可通过指定继承人为受益人的方式来实现财产继承。信托可设置其他受益人，可中途变更，也可限制受益人的权利。信托收益分配形式多样，有一次性分配、定期定量分配、不定期不定量分配、临时分配、附带条件分配等。

某家族单一资金信托计划（事务管理型）

该家族信托计划的目的是满足失独客户的隔代继承需求和家族事务管理需求。

张先生和老伴儿在年逾古稀之际失去了唯一的儿子，留下年仅28岁的儿媳和两个分别只有1岁和3岁的孙子。老夫妇早年间经商积累下数亿资产，如今面临儿媳改嫁、孙子改姓，或孙子长大后不成才，无法继承家业的问题，于是决定出资5000万元设立家族信托，并约定受益人为两个孙子及其“直系血亲后代非配偶继承人”。信托财产投资于稳健的金融资产，并对受益权做出如下规定。

除非患有重大疾病，受益人在成年之前对本金和收益没有支配权，只能运用信托财产的收益来支付必要的学习支出。

18~25岁，受益人可以支配收益，但不能支配本金。25岁以后，受益人可自由支配本金和收益，但应兄弟和睦、一致决定。

若受益人改姓或在老夫妇去世后有未尽孝道的行为，受益人丧失对本金和收益的支配权。

一旦受益人死亡，受托资产将被捐给慈善机构。

受益人成家立业后，本金和收益按所生育的继承人数量按比例分配。

通过该信托计划，委托人成功地将信托财产保全并预留给两个孙子和直系血亲后代，并排除媳妇、女婿等姻亲主张收益权的可能。受托人的主要职责是对信托财产进行投资管理，并遵照委托人意愿，按照合同约定，向受益人支付本金和收益。这表明事务管理型信托可以帮助客户实现家庭事务的优化管理。

我国境内家族信托

信托与家族信托的概念

《中华人民共和国信托法》规定：“信托是指委托人基于对受托人的信任，将其财产权委托给受托人，由受托人按委托人的意愿以自己的名义，为受益人的利益或者特定目的，进行管理或者处分的行为。”

《2014年信托业专题研究报告》称：“家族信托是以家庭财富的管理、传承和保护为目的的信托，在内容上包括以资产管理、投资组合等理财服务实现对家族资产负债的全面管理，更重要的是提供财富转移、遗产规划、税务策划、子女教育、家族治理、慈善事业等多方面的服务。”家族信托与自益信托的营业性信托在信托目的、受托人、受益人范围、保留事项等许多方面是不同的。

法律渊源

信托法律制度起源于公元前3世纪古罗马帝国时期。现代意义的信托制度起源于13世纪的英国，信徒为了规避土地交给教会，创新了用益制度，这是信托的前身。从信托的起源看，信托是规避法令对财产管理和传承的限制而产生的独特制度设计。

英美法系的信托制度历史悠久，家族信托制度的发展已经成熟。大陆法系的家族信托制度历史比较短，起源于19世纪末的德国。

我国信托制度形成较晚，2001年才颁布信托法，2007年颁布《信托公司管理办法》，2017年颁布《信托登记管理办法》，我国家族信托业务尚处于发展初期。

设立与运作

法律制度

关于家族信托的设立和运作，英美法系已经形成了适合家族信托操作的法律制度和环境。

我国目前只有“一法三规”（信托法、《信托公司管理办法》、《信托公司集合资金信托计划管理办法》、《信托登记管理办法》）和合同法、物权法、新颁布的《民法典》及相关部门规章和规范性文件中的规定，缺乏针对性的法律法规，尚无明晰的财税政策支持。但信托法为家族信托提供了基本制度的框架、基本操作规程和生效要件。合同法及新颁布的《民法典》为家族信托设立提供了特别法的支持，对委托人和受托人的权利义务、受益人的范围和类别及信托利益的分配方法予以保护和规范。物权法及新颁布的《民法典》为信托财产的转移规定了生效方式。

家族信托的当事人

家族信托的当事人包括委托人、受托人、受益人和保护人。

委托人是指家族财产的所有者，包括个人和家族。按照规定，委托人还需要是“合格投资者”。

受托人是指按照委托人的意愿管理信托财产及家族事务并承担受托义务的人。受托人可以是营业性信托机构，也可以是商业银行私人银行部、律师事务所、第三方理财机构等具有完全行为能力的法人。

受益人是指委托人指定的享有家族信托财产及家族事务管理所产生利益的人，可以是委托人本身，也可以是委托人的子女、亲朋好友、企业员工，以及需要救助的社会群体等。受益人享有除财产性权利外，还享有受教育、获得医疗、休闲娱乐等权益。受益人可以变更。

保护人是指信托文件中指定的有权利对受托人管理信托财产与家族事务的活动进行引导、限制和监督的人。我国慈善信托有监察人制度，而信托法没有规定私益信托的保护人，其他当事人可以在信托文件中约定，或者以共同委托的方式确立。

家族信托的成立与生效

委托人与受托人签署书面家族信托合同，委托人将信托财产委托或转移给受托人，对于法律法规规定的不动产、不得对抗善意第三人的财产需要登记的，应办理登记手续，信托才能生效。

家族信托的运作

家族信托的运作包括家族财产管理和家族事务管理。财产管理包括家族信托财产投资政策的制定与执行、家族信托资产管理等。家族事务管理包括家族与家族企业治理、股权管理、受益权管理、信托利益分配等。

家族信托的撤销、变更和终止

家族信托的设立期限比较长，会有委托人在设立时不可预见的情况发生，委托人可以根据法律和信托合同对委托事项、受益人等做出变更。

家族信托设立后可能会在特定的情况下被撤销或解除，委托人依据信托合同可以自行撤销，也可以由委托人的债权人依据法律撤销或被司法机关裁决解除。

家族信托期限已到或出现合同约定的终止事项，信托关系终止。

功能

财富保护功能

家族信托对财富的有效保护，是通过信托财产隔离机制实现的。在家族信托中，信托财产一经委托人委托（转移）给受托人，就通过信托法律关系形成了与委托人财产和受托人财产的双隔离机制，使得企业和家族的财产独立于家庭成员的个人财产。信托还可以区分遗产和信托受益权，区分信托财产与家族企业固有财产，避免家族企业因经营风险和财务危机造成债务和破产追击。根据信托法，信托财产可以避免被强制执行和被刑事追缴，阻断债务和刑事追偿，保障无法界定清楚的家族企业财产中的个人财产得以有效隔离。信托还可以对夫妻双方财产做出安排，防止因婚姻变动带来家族财产和家族企业股权及控制权的变化。家族信托不因家庭成员的个人能力、债务、婚姻、刑事追索、死亡而使企业或家族财产受损或被削减，家庭成员能持续、安全地从企业或家族财产中获益。同时，家族信托的设立可以在一定程度上保护家族资产信息的私密性。

财富传承功能

家族财富的有序传承有若干方面的内容，包括传承家族财产、防止子女挥霍家产、抚养未成年子女、照顾和扶助特殊家族成员等。家族通过家族信托的灵活运用，可以依照委托人的心愿预先安排，减少家族成员的认识差异和观念差别。此外，家族信托还可以通过引入外部机构，实现家族财富的平稳传承，进而实现家族资产的保值与增值。

家族治理功能

家族治理包括家族和家族企业治理。家族治理主要通过制定家族宪法和设立家族治理机构来实现。家族信托可以与这两种家族治理的形式很好地融合。家族宪法的内容可以决定家族信托的结构框架，满足家族治理的不同需求。家族信托设立后，家族治理机构的决策，可以对家族信托的事务管理工作提出要求，并根据家族需求和利益的变化做灵活调整。

目前，我国家族企业治理的一个重要方面是家族企业接班人的培养和管制权的传承。家族信托可以在一定程度上协助解决这些问题。家族信托通过将家族企业的股权作为信托财产锁定在信托结构中，将家族成员与企业所有权剥离，既保持了家族对家族企业控制权、决策权的完整性，又避免了不愿或不能管理家族企业的家族成员对企业的不适当行为。家族信托还可以建立期权激励计划，稳固和调整非家族成员管理层与家族成员管理层的关系。更重要的是，家族信托实现了家族成员与家族企业控制权、决策权的剥离，保证了企业管理层的可预期性和新老团队的衔接、融合。

税收筹划功能

税收筹划是指家族成员个人和家族企业的纳税义务人通过制度和结构的安排对涉及应纳税业务、收入等事项进行规划调整，从而达到减少税负的目的。

信托税收筹划主要是通过永续存在的家族信托避免未来的遗产税，通过信托优化税务架构，实现合理避税。

社会慈善功能

随着家族财富的积累，许多家族都开始着手做慈善事业，回馈社会，建立良好的企业形象，同时建立正向的家族价值观和家族精神，传承给后代，为家族积德积福。家族信托的社会慈善功能可以有效协助家族长期稳定地善用家族资产，实现家族回馈社会的愿望。

离岸家族信托

前几年，许多中国企业家在离岸地设立了离岸家族信托。离岸信托到底和我国信托在法律层面存在哪些不同呢？我们先看两个离岸信托的案例。

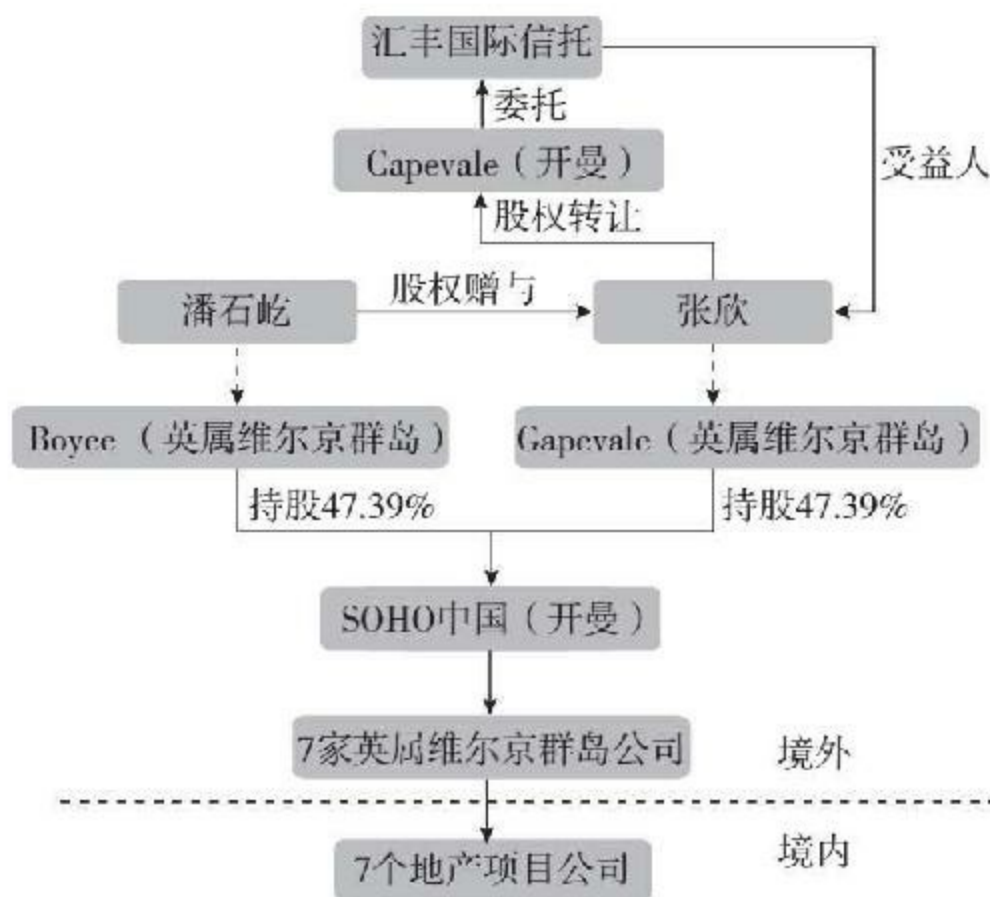
夫妇离岸家族信托

2002年，SOHO中国为了在境外上市，搭建了红筹架构。潘张二人通过私人公司控制了SOHO中国（开曼）股权。接下来，SOHO中国（开曼）设立了7家英属维尔京群岛公司，控制其境内7家地产项目公司。其中，潘石屹透过Boyce（英属维尔京群岛）控制SOHO中国（开曼）47.39%股权，张欣透过Capevale（英属维尔京群岛）控制SOHO中国（开曼）47.39%股权，夫妻二人的股权共计94.78%。此时，潘石屹和张欣分别拥有SOHO中国（开曼）的均等股权。

2005年11月14日，潘石屹将其在Boyce（英属维尔京群岛）的全部股份以馈赠方式转让给张欣，这种方式俗称“境外换手”。

SOHO中国的信托持股设计模式如下：张欣把Boyce（英属维尔京群

岛)及Capevale(英属维尔京群岛)的全部股份转让给Capevale(开曼)(特意为成立信托而注册的公司)。随后,张欣把Capevale(开曼)的全部股份授予汇丰国际信托。该信托属于私人信托,最大的优势是紧锁股权。比如张欣在信托条款中设计了信托财产不可撤销条款。而张欣是该信托的授予人、保护人及全权受益人。潘张二人作为Boyce(英属维尔京群岛)及Capevale(英属维尔京群岛)的董事,通过对其控制,同时实现了将资产转移境外和对SOHO中国的控制,如下图所示。



潘石屹、张欣夫妇离岸家族信托

女富豪W与丈夫C的信托

2012年11月20号，上市公司LH地产董事会主席、中国女富豪的离婚处理，为中国家族企业利用信托处理同类事件树立了一个样本。市值764亿港元的公司，577亿港元的身家，并未因离婚受到太大影响。

2008年6月LH地产公司上市之前，W与其丈夫C便已通过汇丰国际信托，各自设立了一个家族信托，将即将上市的公司股权分别转移其中。

W与C先在开曼群岛注册了LH地产的空壳公司，LH地产的股权由两家注册于英属维尔京群岛的公司持有，分别为Charm Talent以及Precious Full。之后，W与C在英属维尔京群岛又注册了一个名为Longfor Investment的公司，该公司股权由LH地产100%控股。Longfor Investment收购了JX发展的全部已发行股本。这一部分正是W打算用来上市的资产。Longfor Investment收购了JX发展之后，又将股权分别以19.2亿港元和12.8亿港元的价格转让给Charm Talent 和Precious Full。至此，信托架构已经到了收尾阶段。

W和C将汇丰国际信托列为受托人之后，开始着手将各自的股权转让给汇丰国际信托的全资子公司。汇丰国际信托的分支机构几乎遍布世界，当然泽西岛、开曼群岛、维尔京群岛等离岸金融中心也有。W将Charm Talent所持有的所有JX发展的股份全部转让给汇丰国际信托在英属维尔京群岛注册的全资子公司Silver Sea。而C也将Precious Full所持有的全部JX发展的股份转让给汇丰国际信托在英属维尔京群岛注册的全资子公司Silver land。这两次转让以零代价的馈赠方式进行。信托成立之后，W和C都不再直接控制LH地产的股权。

在这一架构下，W和C两人的身份性质无论发生了何种变化，公司股权最终都需要通过家族信托基金汇于一体产生效力，这在一定意义上保障了两大股东行动的一致性。

世界上著名的离岸金融中心包括英属维尔京群岛、开曼群岛、库克群岛、巴哈马群岛、百慕大群岛、塞舌尔群岛、萨摩亚群岛、马恩岛、

毛里求斯、塞浦路斯、新加坡以及我国香港等。这些离岸金融中心一般具有法律制度完善、税收环境良好、政治环境稳定、金融制度发达等特点。

离岸家族信托的概念

离岸家族信托是指适用离岸地法律，委托人以在境外的家族财产委托给具有设立信托架构所必需的牌照的受托人，受托人根据委托人的不同需求，配合设立地律师事务所、银行等中介机构，签署一系列合同的法律行为。

离岸家族信托的当事人

离岸家族信托不仅包括委托人、受托人、受益人、保护人，还包括需要的委员会和法律顾问。

离岸家族信托的设立

离岸地的选择

设立离岸家族信托，首先需要选择离岸地。离岸地的选择需要考虑的因素比较复杂。首先，离岸家族信托的架构是家族财富管理系统中的一个部分，需要建立在整个系统内。通常，家族财富管理需要搭建三大架构——税务架构、组织架构和股权架构，三者协调统一。家族信托架构需要搭建在三大架构搭建的系统内。

离岸地的选择还需要考虑信托委托人的国籍及企业注册地的相关法律制度、税收制度，这关系到委托人的权利、财产的转移、协议的效力、财产的管理、受托人的作用，以及委托人与受益人是否应遵守《海牙公约》。

在确认法律制度冲突之后，选择离岸地需要重点考虑的因素有设立信托的目的、受托人的条件、委托人保留的权利、信托的保护人。委托人设立信托的目的如果是财产安排，不得违反法律和公序良俗；如果是股权和控制权安排，需要选择如英属维尔京群岛和开曼群岛有VISTA和STAR特别信托制度的法域。受托人的选择需要考虑离岸地法律框架、善意免责规则和财产处置的效力。大陆法系的国家需要选择可以实现委托人保留权利的离岸地，设立全权信托的需要重点考虑信托保护人的权限等。

离岸家族信托的设立流程

1.了解委托人需求，进行架构设计。

2.调查委托人情况。

在离岸家族信托设立前，受托机构的离岸持牌信托公司通常会提供一套承诺性文件，需要委托人填写，包括委托人的基本信息、财产状况、设立信托的初步意愿和对信托机制的基本要求。

3.起草信托契据及配套法律文书。

在确认委托人情况符合离岸家族信托设立条件后，双方可着手起草信托契据及相关文件。信托契据要包括明确了委托人设立信托的意愿及初始信托财产的条文，即在信托设立地的法律允许范围内，信托公司应设计符合委托人意愿的契据条款。简单的配套法律文书一般包括配偶同意函和赠与协议等，如果是复杂架构（如股权类信托），还需要相应修改，以作为信托财产的公司章程及董事会决议等。

4.交付信托财产。

5.签署信托契据及配套文件。

委托人将信托财产交付给受托人后，双方可进行信托契据的签署。如果受托人是信托服务机构，在签署信托契据的同时，通常要签署一份受托人服务协议。

6.信托备案与缴费。

委托人设立信托，除需要支付信托公司服务费外，通常还需要在信托契据签署生效之后，到信托设立地的主管部门进行备案和缴费，至此离岸家族信托设立完成。

离岸家族信托的撤销

大多数离岸家族信托适用于英美法系，如果被认定是虚假信托或欺诈信托，将被撤销。被撤销的信托，自始无效，基于信托法律产生的财产保护功能自始全部丧失。

离岸家族信托的功能

随着越来越多的家族在离岸地设立家族信托，包括英属维尔京群岛、开曼群岛、库克群岛、百慕大群岛等在内的国家和地区进行了法律体系的创新，为家族信托的设立提供了稳定的立法保障，同时也形成了自己的特色，具有一定灵活度，满足了家族对多重家族信托的需求。

有效的司法隔离保障功能

有些离岸地虽然目前仍然是宗主国的属地，但已拥有相对独立的立法权和司法权，这些地区通过对债权人撤销信托的条件和时间的限制，以及对境外法院生效裁判的拒绝执行，来对家族信托提供司法保护。

税收筹划功能

离岸地往往有针对离岸家族信托的优惠税收政策。有的对非本国居民不征税，有的是固定期限内的税收优惠或者豁免。当高净值客户考虑移民时，这在一定程度上会减轻他们的税收负担，比如购置不动产、支出教育费用、缴纳遗产税等。例如著名的龙光地产家族信托，委托人纪凯婷为居住在我国香港的圣基茨公民，受托人为在根西岛注册成立的信托机构，资产在信托内保值与增值，只要不被提取就可以享受税收优惠。委托人在接受信托收益分配时，也因非居民身份而无须交税。

投资多元化，增值空间大

离岸家族信托的受托人多为专业的信托公司，具备良好的信用和丰富的管理经验，可按照委托人的意愿和需求进行多元化的境外投资，灵活设计条款。

继承上的自主性

委托人利用离岸家族信托可以在较大程度上根据个人意愿向继承人转移财富而不受居住地法律的限制。

为家族企业搭建便利的投资通道并规避汇率风险

我国家族企业在目标地的投资所得受外汇管制政策的限制，基本上不会以“利润”的形式回到境内。由于离岸地几乎对外汇没有任何管制措施，家族企业可以选择在同一货币或者货币可流通的离岸地建立股权信托，以回避相关的汇率风险。

为家族企业境外上市提供灵活的架构安排

无论是主板，还是中小板、创业板以及新三板，对挂牌均有“产权清晰”的要求，因为持股投资人匿名，容易规避监管，所以不被我国监管部门接受。与此不同，美国等国家和地区接受信托架构的安排，家族

企业可以通过灵活安排，在境外上市。

较强的保密性

离岸家族信托的契约内容及信托财产状况是对外严格保密的，外界无法单从信托的名称判断信托的归属，因此会给信托委托人极大的安全感。其中，离岸遗嘱信托有特别的保密功能。很多客户在设立离岸基金的同时，希望对受益人保密，离岸信托可以很好地解决这一问题，可以将受益人的名字在基金、SPV和财富管理安排层面完全隐去，所有的投资行为都由受托人根据信托协议进行操作。有些离岸地允许对受益人保密，以确保信托始终按照委托人的意愿进行运作，防止受益人恶意终止信托或为自身利益破坏信托。

离岸家族信托与我国境内家族信托的局限性

离岸家族信托的局限性

离岸家族信托适用于境外财产的安排，财产在境内的，需要遵守财产所在地（国）的相关法律和外汇管理规定。所以，我国家族企业利用境内的财产设立离岸信托时，会受到限制。

我国境内家族信托的局限性

我国家族信托起步晚，目前还存在很多限制，包括法律制度、运用、理念和能力等多方面限制。而法律制度的障碍是实质性障碍，造成目前境内信托业务基本局限于资金信托业务。

1.目前家族信托的主要法律依据是“一法三规”和物权法、合同法、继承法、新颁布的《民法典》等相关民商事法律，缺乏直接适用的家族信托业务指引。比如在信托财产的登记、转移等环节上，因为法律制度

的滞后，使得家族信托严重受限。根据信托法，委托人合法所有的财产及财产权利，包括房地产、艺术品、游艇等实物资产，原则上均可以作为信托财产。但在实际中，信托财产登记、转移的配套制度不完善，特别是信托财产的非交易性过户登记，存在一定的操作障碍。

2.税收制度制约财富传承。我国未针对信托财产所有权与受益权分离的特点设计专门的税收制度，从而对信托营业额的个人所得税、房产转让的房产税、股权转让的印花税和增值税等税收会重复征收，这就大大降低了个人资产大部分为股权、房产等非现金的持有人设立家族信托的热情，而且我国不动产和股权过户的税负偏高，也给家族信托设置了操作障碍。

3.一些监管细则束缚了家族信托业务的开展，如关联交易须逐笔事前报备。由于家族信托涉及大量资产配置业务的操作，而这属于监管部门认定的“关联交易”，因此需要逐笔上报，降低了投资的时间效率。合同报备和信息披露与客户隐私需求冲突，由此导致的个人财富等隐私信息的曝光风险，可能使大量优质高净值客户“外逃”和流失，并最终无益于信托业的转型创新、家族信托业务的拓展及对资本外流的阻滞。

4.信托持股面临不确定风险。由于信托法未就股权资产管理做出明确规定，如果家族信托采用信托持股的构架，将无法对企业所有权、管理权以及分红权的划分提供法律依据，一旦发生委托人死亡等突发事件，如何确定企业的管理者将成为难题。

5.业务开展的地域局限性大，难实现信托财产的全球化配置。目前，信托公司的合格境内机构投资者业务、国际投资业务面临严格的市场监管。虽然我国部分信托公司已具有开展合格境内机构投资者业务的资格，但境内的信托公司只能在境内进行经营，无法到境外设立分支机构，跨境资产配置手段有限，境内家族信托也无法解决境外资产的分配与隔离问题。

综上，目前我国境内家族信托的市场需求很大。据报道，2018年年底，中国4位富豪向信托基金共转入170亿美元，这表明我国亟须突破家族信托的限制，满足市场需求，避免大量资产外流。

家族信托给金融法带来的挑战

在中国高净值人士数量不断增多的社会背景下，家族财富管理的需求日益旺盛。与之相应，财富管理机构在积极顺应客户变化的需求，研究、开发、创新产品，提升服务能力。自2013年开始，各家信托公司纷纷推出家族信托业务，经过几年的发展，家族信托业务在摸索中不断前行，2019年中国信托业将家族信托业务的发展规划上升到行业战略高度。

作为家族财富管理重要工具之一的家族信托，在中国起步较晚，从近几年的实践看，现行法律法规欠完备，制约了其发展的速度。家族信托给信托法、保险法等金融法律所带来的一系列挑战，正在呼唤和推动相关法律制度的健全和完善。

笔者现就金融法对家族信托的制约谈如下几点浅识。

《信托公司管理办法》的部分规定限制了家族信托的发展

目前，我国家族信托业务主要受信托法、《信托公司管理办法》、《信托公司集合资金信托计划管理办法》、《信托公司净资本管理办法》的约束。上述规定为家族信托业务确定了基本的法律关系，奠定了家族信托业务的发展基础，但远远不能满足家族信托业务发展的需要，并在一定程度上限制了家族信托业务的发展。

金融产品的界定限制了家族信托的发展

按照金融法律法规的规定，家族信托是一种金融产品，信托业务仅在以信托公司为主的金融机构展开，也就是说，家族信托是受金融法调整的金融交易行为，并受金融监管。这不但远远不能满足目前高净值人士对资产管理的需求，也不是信托法项下受托人按委托人的意愿以自己的名义，为受益人的利益或者特定目的，进行管理或者处分的行为，离信托的本源尚远。这也是目前我国家族信托绝大部分局限于现金资产的原因之一。

受托人主体资格要求限制了家族信托的开展

《信托公司管理办法》第七条规定：“设立信托公司应当经中国银行业监督管理委员会批准，并领取金融许可证；未经中国银行业监督管理委员会批准，任何单位和个人不得经营信托业务。”依据这一规定，目前我国的信托业务仅限于以信托公司为主的金融机构来开展，也就是说，信托关系中的受托人有严格的主体资格要求。这一限定大大约束了信托行为，使得信托法第二十四条“受托人应当是具有完全民事行为能力自然人、法人”的规定形同虚设。同时，信托关系的实质基于信任，主体资格的限定局限了信任的核心要素。

受托人经营目标与家族信托目标的不一致制约了家族信托的发展

《信托公司管理办法》规定，信托业务是指信托公司以营业和收取报酬为目的，以受托人身份承诺信托和处理信托事务的经营行为。作为金融机构的信托公司主要经营目标和职能是追求信托财产的保值与增值，而家族信托是以家庭财富的保护、传承和管理为目标。实践中，信托公司开展家族信托业务依然在信托公司的金融业务管理范畴内，其与其他信托产品一样要进行绩效考核。这一目标的不一致，很难实现家庭、高净值人士对家族信托的目标期待，限制了家族信托的发展。2018年9月12日银保监会信托部下发了《关于加强规范资产管理业务过渡期内信托监管工作的通知》（简称“37号文”），不但首次明确了家族信托

的概念是信托公司接受单一个人或者家庭的委托，以家庭财富的保护、传承和管理为主要信托目的，提供财产规划、风险隔离、资产配置、子女教育、家族治理、公益（慈善）事业等定制化事务管理和金融服务，而且明确了单纯以信托财产保值与增值为主要目的的信托，是具有专户理财性质和资产管理属性的信托业务，不属于家族信托。“37号文”对家族信托而言，就像信托法律制度丛林中的一株绿芽，或许会给家族信托带来新的生机。

信托公司经营范围和经营规定限制了家族信托财产管理的广度和深度

从《信托公司管理办法》中关于信托经营范围的规定可以看出，信托公司经营范围主要是金融业务，其尚未有受托管理的职能，特别是对现金资产以外资产的管理，金融业务还无法满足家族信托的需求。信托公司经营范围除了受托管理业务，还有自营金融业务，许多家族信托的资金投向信托公司自己的信托产品，或者进入自有资金池。从受托管理资产的审慎和信任角度看，这样的选择无可厚非，但对家族信托管理资产来说，无疑是限制了管理的广度和深度。

投资拟上市企业与投资基金的相关法律制度中对信息披露的规定对家族信托发展的制约

信托法第六条、第七条规定，设立信托，必须有合法的信托目的，必须有确定的信托财产，并且该信托财产必须是委托人合法所有的财产。健康的家族信托应是以家庭资产规划、风险隔离、传承为目的，更好地管理和使用财富，不是以规避法律、隐匿资产为目的。家族信托的一个重要功能是对财富保密，这是财产所有人一个正当的需求。在家族信托架构搭建和受托资产管理中，受托人不可避免地会投资拟上市企业、私募投资基金、信托基金、信托计划或资产管理计划，要按照相关规定进行信息披露，这些都可能导致信托需求无法满足。

《私募投资基金监督管理暂行办法》（证监会令第105号）第十三条第二款规定：“以合伙企业、契约等非法人形式通过汇集多数投资者的资金直接或间接投资私募基金的，私募基金管理人或私募基金销售机构应当穿透核查最终投资者是否为合格投资者，并合并计算投资者人数。”《中国银监会办公厅关于进一步加强信托公司风险监管工作的意见》（银监办发〔2016〕58号）规定：“信托公司按‘穿透’原则向上识别信托产品最终投资者，不得突破合格投资者各项规定，按‘穿透’原则向下识别产品底层资产，资金最终投向应符合银、证、保各类监管规定和合同约定，将相关信息向投资者充分披露。”从以上两项规定可以看到，无论是私募投资基金还是信托产品，都需要穿透核查最终投资者，并予以披露。

而在拟上市和重大资产重组企业的审核中，对信托计划、契约型私募基金和资产管理计划3类股东的审核口径一直存在不确定性因素。据了解，监管部门对相关政策也在研究中，但对这3类股东的层层穿透核查原则是不变的，对3类股东监管原则也是不变的，信托计划、资产管理计划、契约型私募基金由证监会有效监管并履行备案程序。

上述规定，从政府监管、风险控制的角度看是有益的，在一定经济形势下的非常必要的，不但是对拟上市企业及相关机构的强规范要求，也是保护投资人、对投资人负责的重要法律规范，对稳定证券市场、投资市场是有意义的。但任何一项强监管的法律制度，在限制和强监管背后必然会对发展产生一些阻碍。家族信托像被拦截的那条小鱼，无法进入前方的蓝海。

经考察，家族信托发达国家对上述冲突的解决原则是准入门槛低、轻强制、重责任，这也是许多国家法律制度采用的原则。法律制度与市场调整并重，在法律框架下行为人选择自己的行为准则，对自己行为的后果承担法律责任。一些国家的家族信托如何披露，由受托人根据委托人的意思决定，如委托人的行为违反了相关法律，将面临相应的法律后

果。

2019年3月1日，中国证监会颁布了《科创板首次公开发行股票注册管理办法（试行）》，或许是中国证券市场从审批制到注册制的一个起点。我们期待配套法律制度的完善，这将给中国家族信托的发展带来曙光。

保险法已不能满足日益增长的家族财富管理需求

我国第一部保险法于1995年实施，后分别于2002年、2009年、2014年、2015年做过4次修订。根据保险法的规定，保险是指投保人根据合同约定，向保险人支付保险费，保险人对于合同约定的可能发生的事故所造成的财产损失承担赔偿保险金的责任，或者当被保险人死亡、伤残、生病或者达到合同约定的年龄、期限时承担给付保险金责任的商业保险行为。从中可以看出，保险是以人身、寿命和财产为保险标的，以风险管理和损失补偿为目的的一项商业活动。

随着经济的发展，保险已不再是单一解决保险合同项下人身和财产补偿的工具，而是兼具投融资等金融功能。2014年8月，《国务院关于加强发展现代保险服务业的若干意见》（“新国十条”）推动了保险行业的快速发展。2015年9月，最高人民法院通过了《关于适用〈中华人民共和国保险法〉若干问题的解释（三）》，明确了支持保险创新，明确了保单的现金价值和保险利益。近年来，年交保费金额也不断刷新，大额保单也成为许多家庭的重要资产配置。大额保单的增加，给我国保险业务能力和在国际保险领域的地位提出了新的挑战。

随着家族财富管理需求的不断升温，保险金信托日益受到人们的关注，该类业务规模正在逐步扩大。但保险法、信托法以及其他法律法规均未对保险金信托产品的市场准入、具体运作方式等做出规定，我国缺

乏明确的法律规范。作为金融机构的保险公司和信托公司，如何规范和监管尚不明朗。

属于新生事物的保险金信托，除监管方面仍然存在交易相关的法律规范的挑战，司法实践也尚未得到验证。但保险金信托在许多发达国家已经发展得很成熟，是我国保险和信托领域未来的一个重要发展方向，也是家族财富管理非常重要的工具，迫切需要保险法等相关法律的完善。

综上所述，金融法律制度对家族信托的生存和发展起至关重要的作用。家庭是社会的细胞，家庭财富是社会财富的组成部分，财富管理不仅关乎每一个家庭，也关乎整个国家的经济可持续发展。家族信托不仅能帮助家族实现社会责任，也有利于实现家族财富对社会的长远意义。

招商银行与贝恩公司（Bain Capital）联合发布的《2019中国私人财富报告》显示，2018年全国个人持有的可投资资产总体规模达到190万亿元。中国私人财富市场增速较往年放缓，但仍具增长潜力。

面对这样的市场需求和社会价值，我们的金融法律制度亟待更新和完善，以适应不断变化的经济活动，更好地保护我国经济的发展。

以上是笔者在长期工作实践中总结梳理的一些思考和建议，如果能对未来金融业的发展和家族信托法律制度的建设有一点意义，将不胜荣幸和欣慰。

大额保单的法律属性与财富传承功能

近年来，作为家族财富管理与传承重要工具之一的大额保单，常常被财富管理与传承领域提及，许多人都问大额保单到底有哪些功能，如何实现，下面笔者将从法律角度对保险和大额保单做梳理，协助大家了解大额保单如何实现财富传承。

保险在企业传承及财产分配上的运用

一位67岁的台湾企业主，经营一家涂料厂，十分成功。妻子已去世，有两个儿子。大儿子在工厂任职20年，已经准备好接班；小儿子在美国留学，之后就留在当地发展，对家族事业不感兴趣。老先生自觉年事已高，是时候考虑分家的事，与会计师商量后，才发觉这是一个大难题，还好及早发现，还有解决的可能。他们家占工厂70%的股权，另外30%是其他亲戚所有。如果要分家，两兄弟平分70%的股权，那么准备接班的大儿子只有35%，对公司并没有绝对控股权，以后公司的经营权可能受影响。而老先生心中清楚，小儿子对公司并无感情，不会珍惜这一基业。

要如何解决这一困境呢？中小企业主的家庭财富与公司财富几乎是画上等号的，根本没有额外的资源可以分配。当然，老先生可以立遗嘱做不公平的分配，但是如此就很可能令两个儿子不和，甚至反目，这绝对不是老先生想看到的。至此，只剩下一个解决方案——保险。

老先生最终以1500万美元的保费申购了一份2800万美元的保险。2800万美元减1500万美元，多出1300万美元。保单生效后，老先生召开家庭会议宣布分产，并邀请律师、会计师到场做证。老先生宣布他们家

所持公司股份的75%归大儿子（为什么是75%呢？因为他们家占全公司的七成股份，七成中的75%等于全公司的52.5%，于是大儿子就有了绝对控股权），小儿子立刻表达不满。

老先生却胸有成竹地说：“你放心，差你的部分，我给你现金。”一听到可拿现金，小儿子的不满顿消，因为他不想经营公司，拿现金当然远胜拿股份了。于是一场可能的争产纠纷瞬间变成皆大欢喜。那么现金从哪里来呢？就是从保险多出来的1300万美元。

他在家族信托里安排了以下架构。他连同两个儿子，也就是家族的第一代、第二代都买了保险，一人2亿美元，共6亿美元，然后在信托里明确规定，这6亿美元的保险理赔后，一半平均分配给第三代花用，另一半则帮第三代买保险。假设保额是保费的4倍，则第三代就有12亿美元的保额。同样，一半给第四代花用，另一半帮第四代买保险，所以第四代就有24亿美元的保额，如此一代一代地运作下去。

保单装入信托

民营企业主王某在香港一次性缴付120万美元保费买了一份600万美元的万能寿险计划大额保单，受益人为还在读小学的儿子。如王某有意外，儿子可以衣食无忧。但儿子未成年或将来结婚，依然可能不当分割和不当使用保单收益。为了避免这样的风险，王某设立了一个离岸信托，让信托受托人持有保单，而儿子或其他家人作为信托的受益人。在信托中设定支付条件，保障收益的合理使用。这样将保单放入信托，就有了避税避债的“防火墙”功能。

目前，国内许多保险公司已经推出了保险金信托，以协助家族更好地使用传承工具。

保险和大额保单的概述

保险起源于人类应对自然灾害和意外事故产生的风险管理办法，基础原则源于互助共济的朴素思想。风险危害的对象分为财产和人身两大类。

人身保险是以人的寿命和健康为保险标的的商业保险。以人的寿命为保险标的的为人寿保险，以健康为标的的有健康保险、意外伤害保险。人寿保险中以人的一生为保险期的终生寿险、兼具生存保险和死亡保险一定功能的混合保险都具有现金价值，是具有储蓄性和投资性的资本性保险。

大额保单为人寿保险合同，因保费额度大被称为“大额保单”。大额保单因保险市场的发展和不同时期而内涵不尽相同。2010年前，大额保单仅为保费趸交的年金险和保费超过百万的保单，近几年开始出现千万元、亿元的大额保单。这些是随着家族财富管理与传承理念的传播，而出现的为高净值客户量身定制的财富规划人寿保险单。

大额保单的法律属性

大额保单为保险合同的法律关系

根据保险法的规定，商业保险应订立保险合同，投保人根据合同约定向保险人支付保费，保险人对于合同约定的可能发生的事故所造成的财产损失承担赔偿保险金责任，或者当被保险人死亡、伤残、生病或者达到合同约定的年龄、期限等条件时，承担给付保险金责任。投保人与保险人之间是基于保险合同约定的合同法律关系。保单是载明投保人与保险人约定的保险权利、义务的保险合同凭证。



保险合同与其他合同的不同特点

1.人身保险合同的当事人包括投保人、保险人和受益人。投保人可以在保险合同成立时确定受益人，可以在合同订立后变更受益人。保险人为保险公司，保险公司需依法设立和经营，其他单位和个人不得经营保险业务。

2.订立保险合同，采用保险人提供的格式条款的，保险人向投保人提供的投保单应当附格式条款，并应当向投保人说明合同的内容。对保险合同中免除保险人责任的条款，保险人在订立合同时应当在投保单、保险单或者其他保险凭证上做出足以引起投保人注意的提示，并对该条款的内容以书面或者口头形式向投保人做出明确说明；未进行提示或者明确说明的，该条款不产生效力。

3.除保险法另有规定或者保险合同另有约定外，保险合同订立后，投保人可以解除合同，保险人不得解除合同。保险合同的复效制度，允许投保人在逾期支付保费之后的一定期限内补交保费，恢复合同效力。

4.人身保险合同签订后，依据保险合同，投保人需缴纳保费，保费及保险合同约定的相关利益即法律上承认的保险利益属于被保险人。保单的现金价值是一种债权，是在条件和时间达到时的利益期待权。保单的现金价值是为了保障保险人未来支付保险金的准备金，保险金的数额通常高于现金价值。

大额保单在财富管理传承中的法律支点

债务隔离功能

如前所述，保险合同是一份特殊的合同。投保人将保费交给保险公司，以被保险人的身体作为保险标的，订立保险合同。保险公司将依据法律规定和合同约定，在不同条件下将保险金给付给指定或者法定的受益人，实现财产合法地在投保人和受益人之间的转移。财产发生转移，显然对抗了原财产所有人的债务，形成了保险合同与债务的隔离。但这种债务上的隔离也只是针对受益人与投保人的债务之间的隔离，并不表明大额保单全部都可以直接对抗债务，达到避债的功能。但因保险合同结构复杂、涉及面广，保险的现金价值和保单价值有差异。而保单有可以融资等特点，投保人可以运用保险的特殊结构来进行债务隔离的筹划。

在婚姻关系中的财富规划功能

在婚姻关系中财产纠纷的重点是无法区分婚后所得财产是夫妻共同财产还是一方个人财产。保单在区分婚后个人财产上有一定的优势。比如保险死亡理赔金明确为夫妻一方财产。父母为投保人，子女为被保险人的保单，在赔付前，财产权益归父母，父母可以指定子女为唯一受益人。

财富传承功能

大额保单的财富传承功能的法律基础是通过大额保单项下的保险合同约定受益人和受益比例，并可以在赔付前变更，以实现保单价值的传承。

《投资连结保险管理暂行办法》第二条规定，投资连结保险是指包含保险保障功能并至少在一个投资账户拥有一定资产价值的人身保险产品。这一规定表明，保险产品不仅有保险的功能，也有了投资的功能。随着投资连结保险的发展，原来专属请求权的人身保险的请求权在司法实践中发生了变化。保险法司法解释（三）第十三条规定，司法实践中支持一定的保险请求权的转让。这样，包含投资功能的人寿保险的请求权在实践中可以转让，实现了大额保单的财富管理功能。

税务规划功能

世界各国的人寿保险在税务方面都享有“特殊待遇”，人寿保险理赔金在各国都免交所得税，即使保费和保额之间差距甚大，也同样如此。同时，大额保单的死亡赔偿金直接给付受益人，不算作遗产，在有遗产税的国家免征遗产税，甚至在有些国家和地区，购买人寿保险的保费可以在税前列支。

我国虽然尚未开征遗产税，笔者认为，随着我国老龄化程度的加深，征收遗产税是必然的。大额保单可以通过杠杆，准备应税现金，它是财富传承中遗产税规划的重要工具。

隐私保护功能

财富传承中使用遗嘱，不可避免地会泄露财富及传承的隐私，而通过大额保单约定受益人没有披露要求，可以直接通过保险赔偿金的方式将财富传承给受益人，起到相对的隐私保护功能。

财富管理功能

大额保单除了上述财富规划和传承功能外，在财富管理上也有很好的功能。

资金融通功能

根据保险法第三十四条的规定，保单可以质押，可以实现资金的融通功能，加强了财富的流动性。

杠杆功能

大额保单的保费和保额之间存在一定程度的差距，让保单具有了人寿保险独有的杠杆功能。投保人通过支付少量的保费，将风险损失转嫁给保险公司，保险公司通过大数法则维持盈亏平衡。这样，投保人将不确定的损失转化为确定的对价，通过大额保单的杠杆功能做好财富的管理。

保单收益锁定功能

保险与其他金融产品相比，采用的投资收益计算方式不同。精算师根据一定人群的生命周期和一定利率水平进行计算，投资时间周期伴随生命周期，保险收益相对锁定，对于投保人而言，收益稳定且持续。

投资功能

保险资金与其他投资资金相比，有特有的优势。保险合同周期长、理赔分散、资金损失风险小、资金雄厚、监管严格，这些都给保险投资带来非常大的运作空间，也带来非常稳定和良好的投资收益。

大额保单的运用方式

单独运用保单

如上所述，作为人寿保险的大额保单具有储蓄和投资的功能。家族在现金流充裕的时候，安排一定比例的大额保单，无疑是对抗未知风险的传统和基础的方法。保单根据生命周期的不同具有很强的杠杆功能，这使得今天的保费在未来会获得更大的现金价值，满足家族财富传承中的分配需求并应对遗产税，从而实现不动产等非现金资产的传承，使得家族财富传承的空间更大。

与保单融资结合

实践中，许多家族企业依然在发展过程中，家族资产中的现金不充足，即使现金流充足的家族，也依然将其用于企业的发展，很难拿出几千万或上亿的现金购买大额保单。为了满足这部分高净值人士的需求，一些有保险资质的金融机构推出相应的贷款产品，用于购买大额保单，解决一时的现金周转问题，以实现尽早安排大额保单进行财富传承规划。

与信托结合

保单与信托结合称为人寿保险信托。保单在实践中的运用，面临一些无法解决的问题。大额保单终止理赔后，无法避免受益人挥霍、债务连带、婚变分割等对财富的影响，这就需要附加信托，避免上述问题的出现。信托的委托人购买大额保单，设定信托为保单的受益人，保险人理赔或给付时，信托按照委托人的意愿管理和使用保险理赔金和保险年金，运用信托架构让年金更早地被运营管理，让年金和理赔金能被更灵活地分配和安排，实现精准传承和代代传承。

与遗嘱和协议结合

大额保单还可以和遗嘱、财产协议、赠与协议等法律工具结合使用，如通过遗嘱将理赔金指定给特定的继承人，可以附条件遗赠给非继承人，可以通过协议约定理赔金和年金的使用条件、方式，可以通过附条件赠与年金等方式运用大额保单的现金价值，从而按自己的意愿对财富做出安排。

综上，在家族财富管理与传承中，大额保单是一个非常独特又有效的传承工具，可以与其他工具共同协助家族更好地完成财富管理与传承的使命。

财富管理与传承风险说

家族企业在财富管理与传承中容易忽略的 刑事责任风险

纵观中国40年来的发展历程，家族企业的创立和发展伴随着改革开放的进程。在这40年的发展中，在时代变革的大背景下，几乎所有的家族企业都在争分夺秒地做大、做强，而很少有家族企业，特别是企业家愿意停下脚步，回溯、思考、整理企业发展过程中的困惑、风险、痛点和解决之道。家族企业蓬勃发展的同时，还被汹涌澎湃的改革大潮推动着前行，加之传统封闭式的经营模式，家族企业的操盘者不自觉地落入了惯性思维和行业潜规则，误将社会上的一些普遍现象理解为零风险，或者认为，即使存在风险，也会“法不责众”，即法制观念缺失，法治意识淡薄，所以一些企业家铤而走险，违法违规经营，结果是付出了失去自由、失去财产、失去企业的巨大代价。近几年来，随着家族企业家法制观念和法治意识的增强和媒体频频爆出家族企业家被追究刑事责任的案例，维护家族企业特别是家族企业家的人身安全、财产安全已成为家族企业存续、发展的重中之重，但依然有一些刑事责任风险为人所不知或者被企业家选择性忽略。家族企业最大的风险是一旦企业或者家族成员触碰到刑事责任，会产生连锁反应，整个家族企业很有可能一夜之间发生巨变，遭受毁灭性打击。

WY集资诈骗罪

WY，女，1981年5月20日出生，自2005年开始经营汽车美容、洗

衣、广告、酒店管理、装饰材料、婚庆服务、物流等公司，而注册资金、筹建资金、人员工资等均来自其向社会筹集的资金。公司没有正常的企业管理制度和流程，没有完整的账务，公司账户与其个人账户不分，所有事情由其一个人说了算，资金随意调动、使用。特别是自2005年至2007年，为保证资金周转，WY以高额利息为诱饵，以支付高额中间费为手段，以投资、资金周转等名义，先后从林某、杨某等11人处非法集资77339.5万元，用于偿还集资款的本金、支付高额利息、购买汽车及个人挥霍等，至案发尚有38426.5万元无法归还。

2009年10月29日，法院根据上述事实和相关法律规定，以集资诈骗罪判处WY死刑，没收其全部个人财产。2012年5月21日，法院以集资诈骗罪，判处WY死刑，缓期两年执行，后减为无期徒刑、有期徒刑25年。

家族企业避免刑事法律风险，不仅是家族财富管理与传承的前提，也是家族企业生死存亡的高压线。

笔者根据家族企业在经营中经常遇到的情况梳理出，常常被人忽略的刑事法律风险，给家族企业一些提示，最大限度地帮助家族企业和企业家避免触及高压线。

家族企业易忽略的刑事法律风险

家族企业在创办、关闭时的刑事法律风险

虚报注册资本罪

申请人在申请公司登记时，使用虚假证明文件或者采取其他欺诈手段虚报注册资本，欺骗登记主管部门，以实现登记。虚报注册资本数额巨大、后果严重或者有其他严重情节的，处3年以下有期徒刑或者拘役，并处或者单处虚报注册资本金1%以上5%以下罚金。单位犯前款罪

的，对单位判处罚金，并对其直接负责的主管人员和其他直接责任人员，处3年以下有期徒刑或者拘役。

虚假出资、抽逃出资罪

公司发起人、股东违反公司法的规定未交付货币、实物或者未转移财产权，虚假出资，或者在公司成立后又抽逃其出资，数额巨大、后果严重或者有其他严重情节的，处5年以下有期徒刑或者拘役，并处或者单处虚假出资金额或者抽逃出资金额2%以上10%以下罚金。单位犯前款罪的，对单位判处罚金，并对其直接负责的主管人员和其他直接责任人员，处5年以下有期徒刑或者拘役。

妨害清算罪

公司进行清算时，隐匿财产，对资产负债表或者财产清单做虚假记载或者在未清偿债务前分配公司财产，严重损害债权人或者其他利益的，对其直接负责的主管人员和其他直接责任人员，处5年以下有期徒刑或者拘役，并处或者单处2万元以上20万元以下罚金。

虚假破产罪

公司通过隐匿财产、承担虚构的债务或者以其他方法转移、处分财产，实施虚假破产，严重损害债权人或者其他利益的，对其直接负责的主管人员和其他直接责任人员，处5年以下有期徒刑或者拘役，并处或者单处2万元以上20万元以下罚金。

家族企业在日常经营中的刑事法律风险

隐匿或故意销毁会计凭证、会计账簿、财务会计报告罪

隐匿或者故意销毁依法应当保存的会计凭证、会计账簿、财务会计

报告，情节严重的，处5年以下有期徒刑或者拘役，并处或者单处2万元以上20万元以下罚金。单位犯前款罪的，对单位判处罚金，并对其直接负责的主管人员和其他直接责任人员，依照前款的规定处罚。

假冒注册商标罪

未经注册商标所有人许可，在同一种商品上使用与其注册商标相同的商标，情节严重的，处3年以下有期徒刑或者拘役，并处或者单处罚金；情节特别严重的，处3年以上7年以下有期徒刑，并处罚金。

侵犯商业秘密罪

有下列侵犯商业秘密行为之一，给商业秘密的权利人造成重大损失的，处3年以下有期徒刑或者拘役，并处或者单处罚金；造成特别严重后果的，处3年以上7年以下有期徒刑，并处罚金。

1.以盗窃、利诱、胁迫或者其他不正当手段获取权利人的商业秘密的。

2.披露、使用或者允许他人使用以前项手段获取权利人的商业秘密的。

3.违反约定或者违反权利人有关保守商业秘密的要求，披露、使用或者允许他人使用其所掌握的商业秘密的。

串通投标罪

投标人串通投标报价，损害招标人或者其他投标人利益，情节严重的，处3年以下有期徒刑或者拘役，并处或者单处罚金。投标人与招标人串通投标，损害国家、集体、公民的合法利益的，依照前款的规定处罚。

拒不执行判决、裁定罪

对人民法院的判决、裁定有能力执行而拒不执行，情节严重的，处3年以下有期徒刑、拘役或者罚金；情节特别严重的，处3年以上7年以下有期徒刑，并处罚金。单位犯前款罪的，对单位判处罚金，并对其直接负责的主管人员和其他直接责任人员，依照前款的规定处罚。

家族企业在商业交易中的刑事法律风险

对非国家工作人员行贿罪

为谋取不正当利益，给予公司或者其他单位的工作人员以财物，数额较大的，处3年以下有期徒刑或者拘役，并处罚金；数额巨大的，处3年以上10年以下有期徒刑，并处罚金。为谋取不正当商业利益，给予外国公职人员或者国际公共组织官员以财物的，依照前款的规定处罚。单位犯前两款罪的，对单位判处罚金，并对其直接负责的主管人员和其他直接责任人员，依照第一款的规定处罚。行贿人在被追诉前主动交代行贿行为的，可以减轻处罚或者免除处罚。

对单位行贿罪

为谋取不正当利益，给予国家机关、国有企业、事业单位、人民团体以财物的，或者在经济往来中，违反国家规定，给予各种名义的回扣、手续费的，处3年以下有期徒刑或者拘役，并处罚金。单位犯前款罪的，对单位判处罚金，并对其直接负责的主管人员和其他直接责任人员，依照前款的规定处罚。

介绍贿赂罪

向国家工作人员介绍贿赂，情节严重的，处3年以下有期徒刑或者拘役，并处罚金。介绍贿赂人在被追诉前主动交代介绍贿赂行为的，可

以减轻处罚或者免除处罚。

家族企业在融资中的法律风险

贷款诈骗罪

有下列情形之一的，以非法占有为目的，诈骗银行或者其他金融机构的贷款，数额较大的，处5年以下有期徒刑或者拘役，并处2万元以上20万元以下罚金；数额巨大或者有其他严重情节的，处5年以上10年以下有期徒刑，并处5万元以上50万元以下罚金；数额特别巨大或者有其他特别严重情节的，处10年以上有期徒刑或者无期徒刑，并处5万元以上50万元以下罚金或者没收财产。

- 1.编造引进资金、项目等虚假理由的。
- 2.使用虚假的经济合同的。
- 3.使用虚假的证明文件的。
- 4.使用虚假的产权证明做担保或者超出抵押物价值重复担保的。
- 5.以其他方法诈骗贷款的。

集资诈骗罪

以非法占有为目的，使用诈骗方法非法集资，数额较大的，处5年以下有期徒刑或者拘役，并处2万元以上20万元以下罚金；数额巨大或者有其他严重情节的，处5年以上10年以下有期徒刑，并处5万元以上50万元以下罚金；数额特别巨大或者有其他特别严重情节的，处10年以上有期徒刑或者无期徒刑，并处5万元以上50万元以下罚金或者没收财产。

非法吸收公众存款罪

非法吸收公众存款或者变相吸收公众存款，扰乱金融秩序的，处3年以下有期徒刑或者拘役，并处或者单处2万元以上20万元以下罚金；数额巨大或者有其他严重情节的，处3年以上10年以下有期徒刑，并处5万元以上50万元以下罚金。单位犯前款罪的，对单位判处罚金，并对其直接负责的主管人员和其他直接责任人员，依照前款的规定处罚。

欺诈发行股票、债券罪

在招股说明书、认股书、公司债券募集办法中隐瞒重要事实或者编造重大虚假内容，发行股票或者债券，数额巨大、后果严重或者有其他严重情节的，处5年以下有期徒刑或者拘役，并处或者单处非法募集资金金额1%以上5%以下罚金。单位犯前款罪的，对单位判处罚金，并对其直接负责的主管人员和其他直接责任人员，处5年以下有期徒刑或者拘役。

违规披露、不披露重要信息罪

依法负有信息披露义务的公司向股东和社会公众提供虚假的或者隐瞒重要事实的财务会计报告，或者对依法应当披露的其他重要信息不按照规定披露，严重损害股东或者其他入利益，或者有其他严重情节的，对其直接负责的主管人员和其他直接责任人员，处3年以下有期徒刑或者拘役，并处或者单处2万元以上20万元以下罚金。

操纵证券、期货市场罪

有下列情形之一的，操纵证券、期货市场，情节严重的，处5年以下有期徒刑或者拘役，并处或者单处罚金；情节特别严重的，处5年以上10年以下有期徒刑，并处罚金。

1.单独或者合谋，集中资金优势、持股或者持仓优势或者利用信息优势联合或者连续买卖，操纵证券、期货交易价格或者证券、期货交易量的。

2.与他人串通，以事先约定的时间、价格和方式进行证券、期货交易，影响证券、期货交易价格或者证券、期货交易量的。

3.在自己实际控制的账户之间进行证券交易，或者以自己为交易对象，自买自卖期货合约，影响证券、期货交易价格或者证券、期货交易量的。

4.以其他方法操纵证券、期货市场的。

单位犯前款罪的，对单位判处罚金，并对其直接负责的主管人员和其他直接责任人员，依照前款的规定处罚。

家族企业成员在日常生活中的刑事法律风险

重婚罪：有配偶而重婚的，或者明知他人有配偶而与之结婚的，处2年以下有期徒刑或者拘役。

以上是一些经常被忽略的刑事法律风险，还有许多常规的刑事法律风险以及特殊的法律风险，需要家族和家族企业根据自身的特点和情况予以关注。

家族企业对刑事法律风险的防范

家族企业的发展，非常不易。随着社会的发展，形势已经发生了重大变化，企业也需要调整思维方式和交往方式。面对一些法律风险，家族领袖和管理者应有防范意识和防范措施。

不断更新理念，尊重规则和秩序

随着社会经济的发展，许多新经济和商业模式逐渐出现，加上资本推动，融资模式不断更新。随着人工智能的推动，商业规则也在不断更新中，法律法规也会随着这些变化而不断更新和修订。随着世界经济的一体化和中国一带一路倡议的推进，家族企业不再是之前的封闭式管理，家族领袖和管理者需要不断更新理念，培养契约精神和尊重规则和秩序的意识，在规则内行事，防患于未然。

做好家族企业发展规划，稳扎稳打，避免发展过快导致资金链断裂

家族企业发展到一定阶段，应该开始整理和总结，实现有序经营和发展。家族领袖和管理者应对企业有更长远的规划，不能为了暂时的利益和机会放下原本的发展规划。有许多家族企业为了所谓的有利机会常常全力一搏，最后造成家族和家族企业资金链断裂。为了快速弥补资金缺口，家族企业不惜铤而走险，甚至以身试法，结果往往是企业破产。

正确处理政企关系、商业合作关系、与竞争对手的关系

许多家族企业在选择事业时，认为当地政府的支持是事业发展的关键推动力。随着国家反腐风暴的掀起，许多家族企业被贪腐官员牵连，受到了法律的制裁。

家族企业还需处理好商业合作关系、与竞争对手的关系。合作才能共赢，家族企业不能局限于眼前利益，要长远考虑、诚信互助，这样，家族企业发展的生态环境才会更好，在好的环境中，企业才会良性循环。无论是合作伙伴还是竞争对手，都可以成为家族和家族企业的助力。

建立完善的企业治理结构，内部法律风险控制部门与外部专业律师团队合作做好风险防控

现代家族企业应当建立完善的企业治理结构。法律风险控制是企业治理的必备环节。与企业的发展部门相比，风险控制部门往往是企业这辆高速运行快车的刹车系统。前行固然重要，但对一个高速发展的企业，刹车系统更为关键。与内部法律风险控制部门相比，外部律师团队更有丰富的实践经验，分工也更精细。具有一定专业知识并十分了解企业情况的内部风控部门与执业经验丰富的外部律师团队合作，可以全面地控制企业风险，让高速发展的企业无后顾之忧。

家族领袖和核心成员应保持自律并树立正确的价值观，在家族中起表率作用

在家族企业发展过程中，家族领袖和家族成员总会出现一些问题。有的是过去婚姻基础不好，在家族企业发展中与共同打拼的异性伙伴产生感情；有的是夫妻共同创业，家庭和企业无界，角色难以调整，在企业发展中逐渐产生各种矛盾，日积月累，难以化解；有的随着财富的积累，难以抵抗声色犬马的诱惑，造成家庭破裂、家庭结构多元复杂，严重影响家庭和家族的关系，并影响家族企业的发展。家族领袖和承担家族企业管理任务的家族成员担负着家族、家族企业发展的使命，对整个家族和后代有深刻的影响，所以保持自律，不断提升和完善自我，不但是自我的需求，也是整个家族和家族企业发展的需求。

一个家族和家族企业能否走得好、走得远，能否永续传承，不仅需要微观上每一天的认真，也需要宏观上的规划。这就要求每一代家族领袖和承担家族企业管理任务的家族成员有正确的价值观、更大的视野和格局，带领家族和家族企业更好地发展，将家族精神传承下去，让家族和家族企业永续辉煌。

家族财产与家族企业财产混同及家族企业面临的法律风险

近年来，许多典型案例给家族和家族企业带来巨大打击，有些甚至是毁灭性的打击。

某知名企业为融资引入一家公司，使得投资协议中的系列条款——股份回购条款、领售权条款、清算优先权条款——被多米诺式恶性触发，令董事日益陷入被动，最终被“净身出户”。

某家族成员间发生冲突影响公司（知名餐饮公司）的经营管理，导致一人入狱、餐饮公司发展降速的两败俱伤的结局。

家族企业控制权在代际传承过程中，婚生子与非婚生子争斗，使得曾经的明星企业（总资产270多亿元）自由落体式衰退，一年内卷入30起诉讼。

我国家族企业发展进程中出现上述案例中的挫折和教训，使许多家族开始着手做财富管理与传承的安排。但在运用目前管理与传承的工具前，家族应对自身及家族企业做法律诊断，区分自身与家族企业的财产，对自身与家族企业的风险做评估和处置，以有效做好家族财富的管理与传承。

我国家族企业的特点和现状

我国70%~80%的家族企业采用家族制的管理模式，在企业发展初

期，治理结构简单、责任明确、决策效率高、执行力强等特点使家族企业迅速发展。但随着家族企业的发展和竞争的加剧，非制度化管理成为企业发展的瓶颈。权力高度集中约束了决策的科学性，企业过分依赖企业创始人，管理主要依靠个人经验、智慧、情感好恶，主观性大，抑制了员工的创新力。企业缺乏科学、规范的治理结构，股权由创始人全部拥有或绝对控制，董事长、总经理、董事会其他成员等均主要由家族成员担任，产权的封闭性、亲情凌驾于制度之上等特点约束企业的发展。

我国家族企业普遍存在的法律风险

我国家族企业普遍存在如下风险：企业日常经营不规范带来的风险，重大交易未做全面尽职调查带来的风险，融资、担保带来的风险，没有合理的税务规划带来的风险，家族成员间发生冲突影响企业经营管理的风险，控制权在代际传承过程中给企业生存和发展带来的风险等。

滥用控制行为的法律风险

2019年7月，《全国法院民商事审判工作会议纪要》指出：“公司一旦被某一股东滥用控制权，就不再具有独立意志和独立利益，其独立人格就会沦为道具，如仍然恪守公司独立人格，就会严重损害公司债权人利益，此时应当否认公司人格。在多个关联公司由同一人、夫妻、母子或者家族控制的场合，在认定是否应当否定公司人格时，重点就要考察是否存在滥用控制行为的情形。以下情形，一般可以认定为滥用控制行为：子公司向母公司及其他子公司输送利益；母子公司进行交易，收益归母公司，损失却由子公司承担；先抽逃公司资金或解散公司，再以原设备、场所、人员及相同经营目的另设公司，从而逃避原公司债务。”从上面内容可以看出，未来在司法实践中，家族企业滥用控制行为会被否认企业人格，追究实际控制人的法律责任。

家族成员为家族企业提供担保，承担无限连带担保责任

家族企业在发展过程中，有时需要进行融资，通常实际控制人会被要求提供连带担保责任，且其配偶也被要求一并签字。这在生产型企业中普遍存在，而且随着企业不断发展，贷新换旧，担保或债务已严重影响了家族资产的安危。

著名的小马奔腾案，如果认定债务为李明与金燕夫妻的共同债务，需要由继承李明100多万元的遗产和合计约8%的小马奔腾股权的金燕在2亿元范围内承担连带清偿责任。

刑事责任风险

家族企业的发展规模越来越大，而企业并未随着发展建立风险控制体系，经营依然存在随意性。实践中，因没有制度化的风险控制体系，企业内部经营人员腐败后都要面临刑事责任风险，比如职务侵占和偷逃税款等。



家族财产与家族企业财产混同的法律风险

在家族企业发展初期，家族几乎倾全力发展企业，经营中的企业债务不可避免地会威胁到家族财产。

财务或者财产混同导致公司人格否认的法律风险

财务或者财产混同会导致公司人格否认的法律风险，会将家族企业的经营风险转到家族成员身上。2019年7月，《全国法院民商事审判工作会议纪要》明确了财务或者财产混同的情形，具体如下：“认定公司人格与股东人格是否存在混同，最根本的判断标准是公司是否具有独立意志和独立利益，最主要的表现是公司的财务或者财产与股东的财务或者财产是否混同，公司的财产是否独立，出现以下情形之一的，可以认定为财务或者财产混同：（1）股东随意无偿调拨公司资金或者财产，不做财务记载的。（2）股东用公司的资金偿还股东个人的债务，或者

调拨资金到关联公司，不做财务记载的。（3）公司账簿与股东账簿不分。（4）股东自身收益与公司盈利不加区分，致使双方利益不清。

（5）公司的财产记载于股东名下，由股东占有、使用。在出现财务或者财产混同的情况下，往往同时出现以下混同：公司业务和股东业务混同；公司员工与股东员工混同，特别是财务人员混同；公司住所与股东住所混同。人民法院在审理这类案件时，关键要看是否构成财务或者财产混同，而不要求同时具备其他方面的混同，其他方面的混同往往只是财务混同或者财产混同的补强。”

企业债务危害家族财产

如果出现下列情形，家族中的个人有对公司债务承担无限连带责任的风险。

- 1.出资不实、虚假出资、抽逃出资。
- 2.挪用公司财产。
- 3.一人公司与股东财产混同。
- 4.关联公司之间的财产、人员混同。
- 5.股东有过度控制、滥用公司人格的行为。
- 6.个人账户收取企业往来的经营款。
- 7.股东在公司清算或注销过程中有其他过错。
- 8.公司被撤销、注销或歇业后，股东无偿接受公司财产。
- 9.公司清算未依法履行通知和公告的义务。
- 10.执行未经确认的清算方案或者未在法定期限内清算。

- 11.股东怠于履行义务致无法清算。
- 12.公司解散后恶意处置公司财产。
- 13.提供虚假清算报告骗取公司注销。
- 14.股东在办理注销登记时承诺清偿债务。

家族成员对家族企业的影响

婚姻变动影响企业的格局和稳定

大部分家族企业的股权结构单一，股权集中在家族核心成员或创始人人名下，如果创始人婚姻变动，企业的股权结构就可能发生变化，也会导致公司控制权和经营权的变化。一些家族企业成为上市公司或准备上市，婚姻的变动对企业的影响更加深远。

比如某知名网站创始人兼CEO的离婚案，因其妻向法院提起诉讼，对其持有股份的一半主张权利，法院对争议股份进行保全，无法转让，成了该网站赴美上市的主要障碍，并导致该网站晚于主要竞争对手上市。业内人士普遍认为，该网站错过了上市的最佳时机。如果股权发生继承或传承给第二代，第二代的婚姻变动也同样对企业产生影响。

未尽早安排接班人，影响企业经营

家族企业接班人的安排及管制权的传承始终都是家族企业面临的重大课题，困扰着家族企业的掌门人。家族企业在发展中，如果没有培养接班人计划，那么两代人在兴趣志向和发展观念上很可能存在重大差异，甚至父子、父女、母子、母女隔阂很深，使家族企业迟迟没有接班人。一旦家族发生变故，如前面提及的明星企业，现有的掌门人无法再

管理企业，企业就可能面临重大危机。

综上，家族和家族企业有必要根据各自家族财富管理与传承的目标需求，对家族和家族企业过往和现状进行梳理，对存在的风险做出处理或提出解决方案，同时对未来做出科学和前瞻的规划安排，让家族企业永续经营和发展。

婚姻财产风险控制与忠诚协议的效力

对于高净值人士，婚姻可以成就一个更好的家庭、家族和企业，同时，婚姻也可能会让家庭破裂，企业分裂甚至破产。家族成员的婚姻不仅包括创业一代的婚姻，也包括子女的婚姻。了解婚姻的法律风险，做好风险隔离，对婚姻的双方、家族、家族企业都是十分必要的，这样可以的情感、婚姻更纯粹，让财富助力婚姻美满幸福，让家庭物质富足、精神富足。

婚姻缔结带给财产权属的影响

根据婚姻法相关司法解释和新颁布的《民法典》的规定，双方缔结婚姻成为夫妻关系后，双方取得的财产权属会发生变化。

婚前婚后取得的不同形态财产的归属

1.双方在婚前取得的财产属于个人财产。但在婚后产生的收益，除孳息和自然增值外，应认定为夫妻共同财产。利息和租金通常被认为是孳息。

2.双方在婚前购买的房产属于个人财产，房价上涨属自然增值，一般而言属于个人财产，但如果另一方参与了经营活动，如帮助管理出租的房屋，则房屋租金会被认定为共同财产。

3.双方财产在婚后的投资收益不属于孳息或自然增值，应认定为夫妻共同财产。举例来说，一方婚前持有的股票属于个人财产，如婚后没

有进行交易操作，则股票价格上涨和分红所带来的收益仍属于个人财产；但婚后如果对该股票进行了积极操作，那么就属于投资收益，通常会被认为是夫妻财产。

4.双方婚前设立的公司，婚前投入的资金属于个人财产，婚后因经营所获得的收益属于夫妻共同财产。

5.知识产权方面，双方在婚前已经明确能取得财产性收益，不论收益实际取得的时间是婚前还是婚后，均属于个人财产。如果是婚前创作完成的知识产权，但在婚后明确能取得财产性收益，在没有约定的情况下，一般会被认定为夫妻共同财产。也就是说，知识产权是否被认定为夫妻共同财产，主要取决于其所对应的财产性收益是否在婚姻关系存续期明确。

夫妻共同债务的认定

新颁布的《民法典》第一千零六十四条规定：“夫妻双方共同签名或者夫妻一方事后追认等共同意思表示所负的债务，以及夫妻一方在婚姻关系存续期间以个人名义为家庭日常生活需要所负的债务，属于夫妻共同债务。”

夫妻一方在婚姻关系存续期间以个人名义超出家庭日常生活需要所负的债务，不属于夫妻共同债务；但是，债权人能够证明该债务用于夫妻共同生活、共同生产经营或者基于夫妻双方共同意思表示的除外。

夫妻之间的借款及赠与

夫妻之间也可以成立借贷关系，与普通的借贷关系并无实质性的区别，都应按照双方之间的借款合同处理。如婚前一方向另一方借款，而婚后另一方一直未主张偿还，直到离婚时才主张还款，可能会因为超过诉讼时效，丧失被法院保护的权利。

夫妻一方将个人财产送给另一方，在法律上构成赠与。赠与时需注意交付所有权，如果没有交付所有权，则赠与人享有任意撤销权。例如，一方承诺向另一方赠与100万元，但没有交付现金或以其他方式转账，那么赠与一方随时可以反悔。再如，一方承诺向另一方赠与房产一套，但没有到相关部门进行房产登记，则赠与一方仍可撤销赠与。如果已经履行了交付手续，则除少数法定情形可行使撤销权外，赠与生效。

夫妻双方互有继承权，子女继承所得属夫妻共同财产

根据继承法和新颁布的《民法典》的规定，夫妻双方互有继承权，与子女、父母属于第一顺位继承人，但需要注意，分割遗产时需要先析产，将夫妻共同财产先分割，确定遗产后继承。

子女继承父母、祖父母的遗产，除被继承人有排他遗嘱，继承的财产属于子女夫妻共有。

做好婚姻财产风险控制

夫妻财产协议的运用

夫妻双方可在婚前及婚后签订财产协议，约定共同财产的权属，包括现金资产、不动产、知识产权、公司股权、黄金珠宝等，但应注意不动产和股权财产权属的登记和其他相应法定程序的办理，比如办理公司法规定的相应程序。

婚内债务隔离

按照法律规定，债权人就婚姻关系存续期夫妻一方以个人名义所负债务主张权利的，应当按夫妻共同债务处理。夫妻因双方有约定不能对抗善意第三人。

如果债权人事先知道夫妻双方约定债务仅由夫妻一方承担（事后追认亦可），那么债权人不能按照夫妻共同财产提出偿债请求。因此，夫妻一方举债时，可依据上述规定做出相应的安排。

另外，夫妻双方在离婚或感情破裂时还应防止陷入“被负债”的境地，比如一方恶意伪造债务侵占夫妻共同财产。一方举债时，另一方应审慎签字。

设立遗嘱

为规避子女婚姻带来的财产风险，父母可以设立遗嘱对未来身故后的财产归属做出明确的意思表示，需要注意的是，实践中如果不希望子女的配偶取得财产，需在遗嘱中明确表示。

为了防止子女意外身故，父母可以在赠与子女财产后安排子女设立遗嘱，将该财产在万一发生意外身故后返回给父母。

定信托、保单受益人

夫妻双方对于家庭共同财产可以设立家族信托，依自己的意愿安排财产的归属和用途，可以购买大额保单，通过受益人安排，设定财产的归属。信托和保单不但可以隔离风险，也可以隔代传承，避免财产的意外损失，控制风险。

忠诚协议的效力

概念

忠诚协议，是指在婚前或婚后，男女双方为了满足夫妻相互忠诚的需要，以合同形式约定在婚姻存续期，如果一方违反夫妻忠实义务导致

离婚，那么应当支付另一方违约金、赔偿金或者其他形式的补偿。我国婚姻法和新颁布的《民法典》规定了夫妻之间应当相互忠诚，但这种要求主要是倡导性的，并非强制性义务。因此，忠诚协议的性质和效力在法律上存在较大争议。



忠诚协议的效力

目前，对于忠诚协议的效力，学界主要持两种观点，一是“有效说”，二是“无效说”。前者认为民事主体有意思自治的权利，只要没有违反法律法规的强制性规定，就应当是有效的。^[1]后者则认为夫妻忠诚具有身份属性，因违反忠诚义务而请求财产救济有违民法精神。

但是这两种观点都没能完全说服对方。鉴于此，法律也暂时没有对忠诚协议形成明确的规则。这就导致了司法实践中法院只能结合具体情况对涉及忠诚协议的纠纷进行自由裁量，其结果就是同案不同判现象的发生——有的法院判决忠诚协议有效，有的判决无效。

段某与郑某离婚案

段某2000年通过征婚，与同是离异的郑某相识。交往不久，他们就到民政部门登记结婚。由于双方均系再婚，为慎重起见，2000年6月，夫妻经过“友好协商”，共同签署了一份“协议书”，对婚前婚后的财产归属做了约定。同时，双方还约定，夫妻结婚后应互敬互爱，对家

庭、配偶、子女要有道德观和责任感。协议书中还特别强调了夫妻间的“违约责任”：若一方在婚姻关系存续期出现婚外情等破坏夫妻感情的情況，应当给予无过错方经济赔偿30万元。

协议签订后不久，郑某就发现丈夫段某与别的异性有染。2001年10月14日凌晨，郑某得知丈夫在看望由前妻抚养的儿子时，留宿于前妻家中。2001年8月11日晚，郑某又发现段某与另一陌生女性一起进入其在常州的家，至次日凌晨1时仍未离开。为此，夫妻俩矛盾不断加剧，婚姻破裂。2002年6月，段某向法院提出离婚诉讼，法院判决双方离婚。与此同时，郑某也以段某违反“夫妻忠诚协议”为由提起反诉，要求法院判段某支付违约金30万元。

受理此案后，一审法院经审理认为，段某和郑某在自愿基础上订立的协议有效，且郑某提供的证据证实了段某与其他女性的不正当行为，可以认为他已经违背了夫妻间关于彼此忠诚的约定，故判决段某支付郑某赔偿金30万元。

判决做出后，段某不服，向某中级人民法院提起上诉。在上诉期间，双方当事人达成和解，段某支付郑某25万元。

吕某与刘某离婚案

吕某与刘某因感情不和，向法院提出离婚诉讼。法院认为，吕某和刘某的夫妻感情确已破裂，应准予离婚，但双方签订的“忠诚协议”属一种道德协议，不具有法律效力，法院不予支持。

签订忠诚协议的注意事项

根据上述两个案例，我们不难看出，目前司法实践中对忠诚协议的效力有完全不同的认识，而有的法院对此类案件直接不予受理。如果当事方有意愿签署忠诚协议，需要了解目前的司法救济状况，此外，可采

取一定措施来防止忠诚协议被认为无效。

1.签订协议时不存在欺诈、胁迫的情况。从合同法的角度而言，违背真实意思而订立的合同属于可撤销合同。在司法实践中，经常有人以签订忠诚协议时被胁迫为由主张撤销合同。虽然提出主张的一方要证明存在胁迫十分困难，但在协议中注明协议系在双方意思表示真实的情况下签订的，依然可以避免一些不必要的麻烦。

2.避免在协议中约定限制人身权利的内容。夫妻忠诚协议可以分为人身型夫妻忠诚协议和财产型夫妻忠诚协议。人身型夫妻忠诚协议是指限制人身权利的夫妻忠诚协议，这种协议侵害了公民的婚姻自由等权利，违反了法律法规的禁止性规定，是无效的。^[2]例如，夫妻之间约定，如果一方违反某项约定，就必须离婚或者不能探望孩子。这实际上侵犯了公民的人身权利，并且会损害子女的合法权益。

3.将财产分配条款设计为类似于离婚协议中的损害赔偿条款。根据婚姻法第四十六条和新颁布的《民法典》第一千零九十一条的规定，因为夫妻一方与他人同居、重婚、实施家庭暴力、虐待或遗弃家庭成员的，无过错方可以请求损害赔偿。也就是说，在这4种情形下，法律赋予了无过错方请求损害赔偿的权利，因此这种忠诚协议一般是有效的。此外，实践中，超出这4种情形之外而约定损害赔偿的忠诚协议，有时也会得到法院支持。这可以被认为是依照婚姻法第四条和新颁布的《民法典》第一千零四十三条规定的夫妻之间的忠诚义务而提出的损害赔偿。当然，由于这个问题目前争议仍然较大，因此这4种情形之外的损害赔偿条款不一定会生效或完全生效。同时还要注意，只有在协议离婚或起诉离婚的情况下才能主张损害赔偿，如果没有离婚诉求，是不能要求这种损害赔偿的。

4.避免协议有失公平。不少夫妻在忠诚协议中会约定过错方净身出户，这属于一种有失公平的约定，法院一般不予支持。其他可能造成对

方生活困难的财产约定，同样会被认为是有失公平的，从而导致条款无效。在这些情况下，法院会根据双方的实际情况酌情处理。

综上，家庭、家族应防微杜渐，成员在生活中应互谅互让、自律自爱。家和万事兴，让家庭和睦助力家族的每一位成员，使家族永续富足！

[1] 童航.夫妻忠诚协议的效力认定.甘肃政法学院学报，2014年第6期。

[2] 童航.夫妻忠诚协议的效力认定.甘肃政法学院学报，2014年第6期。

图书在版编目（CIP）数据

财富管理与传承 / 云大慧著. — 北京: 中信出版社 2020.7

ISBN 978-7-5217-1870-6

I. ①财... II. ①云... III. ①家族—私营企业—企业法—研究—中国 IV.

①D922.291.914

中国版本图书馆CIP数据核字（2020）第079336号

财富管理与传承

著者：云大慧

出版发行：中信出版集团股份有限公司

（北京市朝阳区惠新东街甲4号富盛大厦2座 邮编100029）

开本：787mm×1092mm 1/16

印张：15

字数：185千字

版次：2020年7月第1版

印次：2020年7月第1次印刷

广告经营许可证：京朝工商广字第8087号

书号：ISBN 978-7-5217-1870-6

定价：59.00元

版权所有·侵权必究

走过低谷，

Worth
It

Your Life,
Your Money,
Your Terms

写给女性的
财务规划指南

见过高山

唐源朋 译
[美] 阿曼达·斯坦伯格
(Amanda Steinberg) 著

每一位女性都需要学习如何管理财富，
书写自己的生活与价值

美国女性投资理财明星教练阿曼达·斯坦伯格精心总结，
女性受益终身的财富技能

中信出版集团

目录

献给

导言 女性的价值是什么

第1部分 你的人生—诉说故事—

第1章 按下重置键

第2章 重写你的故事

第3章 扎下深根，张开翅膀

第2部分 你的财富—让人生更加从容与自由—

第4章 你的财务类型与投资策略

第5章 为未来供资

第6章 入市

第7章 关于买房的二三事

第8章 尝试创业

第3部分 你的地位—掌握现金流的力量—

第9章 探索收支

第10章 克服过度消费

第11章 财务明细，做好规划

后记 掌控人生，供资梦想

总结 准则及检查清单

版权页

献给

献给我的母亲和继父，你们一直用无私的爱包容着我。

献给我的父亲和继母，你们给了我最好的教育和让我坚持的力量。

献给我的姐妹们，你们也是我最好的朋友。

献给乔丹，你让我最狂野的梦想成为现实。

献给迪伦和玛雅，你们是我的神秘魔法天使。

献给DailyWorth网站的女性，你们信任我、相信我们的集体愿景。

导言 女性的价值是什么

女性在美国历史上从未如此强大。但我们为什么还是觉得自己毫无价值？

“毫无价值”——这就是我临近30岁时的感觉。我的财务、我的情感.....我的一切都跌到了低谷。我拼尽全力展现出21世纪职场母亲的形象。与几乎所有我认识的受过大学教育的女性一样，我按照看似简单的步骤，来建立完美的后女性主义生活：（1）从一流大学毕业；（2）找到自己的职业激情所在；（3）在自己满怀激情的领域拿下一份厉害的工作；（4）找到一位支持自己的配偶或伴侣；（5）投资房地产；（6）生孩子；（7）当孩子处于婴儿期时，与其同睡，并对其进行母乳喂养和睡眠训练；（8）在社交媒体上发布各种各样幸福、搞笑和辛酸的照片；（9）回到之前的工作岗位，减少工作时间，或者找到一份新的允许自己在家工作的全职工作（这样就能成为在家工作的职场妈妈）；（10）继续赚着与雄心和教育程度相匹配的高额薪资，以贴补家用；（11）成为一位富有成就感的母亲和配偶，赞助慈善事业，指导女儿踢足球；（12）如女王般坐享已有成就，品味成功人生结出的令人感到自我满足的果实。（此时应有自拍！）

我一切都做得很正确。从顶尖院校毕业？完成！学习计算机编程这一能挣大钱的技能？没错！经营一系列初创企业，每周工作80小时？我当然做过，姐妹们！我嫁给了世界上最贴心的男人，并且生了两个让我深爱的孩子。另外，我的收入极其丰厚，远超6位数。我做到了，我成功了！我当时想，从现在开始，只要在光滑的停机坪跑道上继续安全滑行，我就能正式抵达美好生活，我需要做的就是继续赚取足以抵销开支的收入。我会举办精致的晚宴和富有创意的亲子活动；我会和丈夫、孩

子外出度假，丰富文化视野；我的父母、兄妹、亲戚、同事和朋友都会为我精致完美的上层中产阶级女性主义生活而鼓掌。我想要那样的生活，我想要那样的掌声。于是，我继续努力赚钱，然后花钱坐靓车（高额租金）、住豪宅（高额水电费）、雇保姆（我工作时需要人帮忙照顾孩子）、买体面的职业装（避免在商业界不被正眼相待）。在我看来，只要我赚得足够多，大额开销也不算什么，而且我的身份和价值感都与这两者相关。我收入不菲，但开销也很大，我就是这样的人。与凯莉·布拉德肖^[1]一样，我听着欧莱雅公司“解放美国女性”的口号式宣言长大，并且已将其内化：“我不在乎花更多的钱.....因为我值得拥有。”

这一逻辑有几点问题。首先，要同时保持情感耐力和维持事业与家庭所需的收入能力，这对我来说极其困难。不仅如此，我也支付不起这种生活方式，遑论值得拥有与否。我经营的初创企业还要支付巨额税单。此外，我的婚姻跌跌撞撞地走在崩溃边缘。债务引发怀疑，怀疑上升演变为绝望。这些问题，我一个都解决不了。我陷入了广告的陷阱，它用女性赋权掩盖了鲁莽消费。我对“值得”的看法完全是错的。归根结底，我根本没有真正理解“价值”的含义。

但之后，一件事情拯救了我。我在少女时代曾沉迷于电子游戏，无数次被炸弹和怪兽击倒后，我按下重启键，从头再来——一直到最后胜出，因为每“死”一次，我都会改良自己的战略。在那段漫漫长夜里，住在我内心的那位少女拯救了我，她轻声说：“按下重启键，阿曼达。恢复战斗力。找出自己的错误并吸取教训。抛弃传统想法，以全新的方式看待游戏。重新开始。游戏永远都不会真正结束。”

于是，慢慢地，我这样做了。我让自己重新站了起来，无论是在情感上还是在财务上。我让我的孩子们和我自己对价值有了全新的、更为坚实的理解。我意识到，故事的走向由我掌控。所以我改写了我的故事——具体地说，我改写了我的“金钱故事”。事实上，从青春期到成为困在这一剧情反转当中的“负责任的成年人”，我的金钱故事与我的人生故

事没有太大区别。我意识到，我之前一直告诉自己，我有能力为过上美好生活供资，也有能力过上美好生活，这似乎是一个注定有着美好结局的童话故事。但实际上，我的人生中没有任何事情是命中注定的。不存在什么魔法时刻——通过配偶的支持或者家中获得的意外之财将我从压抑的财务昏迷中唤醒过来，并且改变我的命运。“醒醒吧，睡美人。”我扇醒自己，“赶紧回到现实中来。童话中的幸福生活，由你来控制它的模样。你是你自己故事的叙述者。”

你也一样。你是你的故事的叙述者，你也能够掌控它，所用的工具远比仙女粉尘或者魔法之吻有用。利用你的思维、你的想象力——利用你内心对“做自己”的那一份渴望。不过，在仔细探讨你的问题之前，我们先来看看，女性想要掌握自己的人生，特别是自己的金钱，为什么一直都这么困难——在实践层面几乎不可能做到。亲爱的，我们已经走了很长的路，但还不够。

女性价值不可忽视

首先思考最基本的问题：价值对于女性而言到底意味着什么？从过去几年的经济报告中看，我们的价值达到了史上最高。现在，美国经济可以说是由女性定义的，这已经不是什么新闻了。在美国，女性现在占据大多数（52%）的管理岗位、专业岗位以及相关工作岗位。此外，超过40%的美国家庭由女性占据主要经济地位——自1960年以来这一数值几乎增加了4倍。在美国消费经济方面，到目前为止，女性决定了大多数的家庭支出：家庭装潢，94%；美国国内度假，92%；房屋，91%；汽车，60%；家用电子产品，51%；等等。^[2]同时，相比过去，女性也拥有更大范围的经济权力。美国所有私营企业中，女性拥有30%的公司，雇用着将近800多万美国人；^[3]全球范围来看，据估计，女性占有30%的私有财产，这些财产——每年预期增长7%（高于全球平均数）

——在很大程度上都是女性自己创造的。^[4]知道真正令人意外的是什么呢？2017年，美国女性控制着国内51%的私人财产，总值达14万亿美元，这一数字有望在2020年达到22万亿美元。

想想这是多大的影响力。这意味着，我们不仅可以决定给孩子们买哪种无麸质有机大豆片作为学校午餐，或者决定夏天是去奶奶家度假还是去哥斯达黎加来一次生态旅游、练习一下西班牙语，还可以决定我们要支持哪些公司、慈善组织、政界候选人和人道主义工作。我们的金钱和投资让我们拥有投票权。这意味着我们不可忽视，意味着我们可以把我们的价值放在极其重要的位置上。因为有一个道理我们再清楚不过了，那就是谁掌握着金钱，谁就掌握了权力，谁就有资格说“好，让我们来解决疟疾流行问题”，或者“不行，我不支持在仅剩的原始荒野上钻井以获取化石燃料”，又或者“我们应当有全民医疗保健，可以获得日间看护，更好地享有教育资源，并为所有阶段的家长提供帮助”。这样的话还有很多——你可以填上你自己想说的话。

这十分令人兴奋。在历史上的任何时期里，女性都未曾有过这样的机会。我们可以选择与何人在何时生孩子——前提是你想生。我们不结婚也可以享受性生活。我们可以选择职业、配偶、房屋、财产以及如何处理钱财。但是，这份“靓汤”里有一只苍蝇，又大又丑，而我们却还在礼貌地无视它。

女性价值远远不够

女性在赚钱能力、储蓄和财富方面仍然落后于男性，这是事实。现在，我们已经处在21世纪的第二个10年，女性对金钱的控制力从未如此强大，但仍然远远不够。

写到这里时，我正看着美国劳工统计局的最新数据：如今女性的收

入仅有同龄男性的83%。^[5]随着年龄的增长，差距也在扩大。年轻女性（20岁至24岁）最接近收入平等，她们的收入是同龄男性的92%。事实上，根据女性服务机构卡特里斯特（Catalyst）在2016年进行的一项调查，一直到35岁时，女性的收入都是同龄男性的90%左右。^[6]但在此之后，女性收入的中位数增长开始减慢，非常之慢。每位全职工作的女性在40年时间里平均要比男性少赚46万多美元，这仅仅只是因为薪酬差距。想想这个问题吧。要想弥补差距，一位女性需要额外工作12年。

女性也正在失去投资未来的机会。这一问题非常严重。美国劳工部的报告显示，美国有6300万工作女性（21岁至64岁），其中仅有44%在其雇主的退休金计划中投资。^[7]将资产汇总统计后减去债务，这个简单却重要的公式计算出来的就是一个家庭的资产净值。美国人口调查局报告称，女性户主的资产净值约为2.2万美元，而已婚夫妻的资产净值约为14万美元。^[8]为何我们拥有如此大的获得经济自主权的潜力，但我们的个人财务情况却如此低迷？

女性的财务困境

自2009年成立DailyWorth网站以来，我发现在理财方面，性别鸿沟比我之前意识到的还要大。虽然如今两性在理财方面有着同样的机会，但文化心态却完全不同。看看各个金融服务公司、咨询公司、政府机构和非营利组织对女性和价值的研究，你会发现它们基本上得出了同样的数据：男性在做出投资和理财决定时通常比女性要自信一倍，并自称在家中他们是主要负责这些决定的人，而女性自称，在工作 and 家庭之间，管理家庭经济情况已经够她们忙的了。

我们怎么能仍然持有这样性别歧视的态度？美国历史上男主外女主内的时代早已是过去式，为什么那个时代的这些陈词滥调如今还未消

亡？每当我感觉自己因此而沮丧并且头脑快要因愤怒而发烫时，我不得不提醒自己：那个时代离我们并没有那么遥远。毕竟，在我们许多人出生之后，女性解放运动才开始发力。想想，X世代^[9]是在已婚夫妻采取避孕措施在美国合法化之后出生的，当时，妻子的任务仍然是怀孕生孩子。一直到1974年，在美国，要是没有一名男性联合签字，许多银行仍然不给女性发信用卡，无论她单身还是已婚。20世纪70年代初期，艾奥瓦州达文波特市的女市长向美国银行申请信用卡被拒，因为没有她丈夫的签字。甚至一直到1981年时，男性还可以合法地以他与妻子共有的房屋作为抵押申请第二笔贷款——完全不用和妻子商量。

这些事情现在看起来奇怪，但这是当时美国的实际情况，我们那时候甚至都已经出生了。此外，所有这些性别歧视的法律和社会习俗或多或少都是基于一套由来已久的思维定式，即不知出于何种原因，女性“本能地”趋于感性，要相夫教子，而男性“生来”就趋于理性，要供养家庭。女性听过这一观念的各种不同版本，没完没了。“你不需要（而且说实话你也没有能力）去理解复杂的政治和投票，大学教育（更别提什么研究生学位了），在商业、学术、科研、法律、医药、政治等方面从事高层工作所需的技能，以及你在人类的性与繁衍中的角色（更别提对其进行掌控）……”美国已经有好几代女性一直在努力抨击和废除性别歧视这一顽固概念。但是，女性在财务方面的转变一直都很慢。为什么财务世界的转变如此缓慢，跟不上现实的步伐？什么在拖延着我们？

天大的谬论

100多年来，大家一直说是女性的错。大家说，两性的收入与成就之所以一直存在差距，是因为受过教育、胸怀大志的女性为了照顾家庭而“选择退出”职场。我们——还有全世界——都知道当代美国的母亲追求着难以达到的完美主义，因此很容易相信这一观点。但这是事实吗？

事实是，在美国主要承担照顾家庭任务的人近70%都是女性，无论她们是公交车司机还是公司首席执行官。但在这些人之中，只有16%不得不选择工作量更少的岗位，以便同时能够照顾家庭（相比之下，这样做的男性只有6%）。[10]至于成就高的女性大量地从职场回到家庭这一说法，感觉像是天大的谬论。

2014年，哈佛商学院一些在职业女性研究领域具有长达20年经验的人员进行了一项研究。他们发现，在参与调研的2.5万多名哈佛商学院女性毕业生中，只有11%退出了职场，全职照顾孩子。黑人女性和南亚裔女性的数据少于总体数据的一半（仅4%）。拥有哈佛工商管理硕士学位、家里有未满18岁孩子的妈妈，大多数非但没有“选择退出”，而是仍然全职工作——这样的女性在X世代女性中比例高达74%，在婴儿潮女性中比例高达52%。事实上，研究显示，当成就高的女性在生下孩子后离开工作时，只有非常少的一部分想做全职妈妈。女性选择辞职，绝大多数是因为职场一直给她们打上“妈妈”的标签，其中存在着非常微妙的性别歧视模式，她们最后别无选择。公司不允许她们有弹性工作时间，不允许她们从事高调的工作，还将她们从过去领导的项目中撤下来。

进一步的研究显示，女性经常可能无法在工作考核中得到能使其进步的反馈。2016年斯坦福大学的一项研究发现，考核人员会将男性的绩效与具体的商业成果联系起来，但对女性却不这样，因此，男性更清楚公司认为他们有哪些优势，他们也能获得更多指导，知道要更上一层楼需要具体做些什么。[11]考核人员会对女性说，总体做得不错，但他们会避免提到女性员工的工作在商业上产生积极影响的具体事例，特别是避免提到公司如何重视女性员工的贡献。反馈很模糊，女性得到的绩效考核评分自然越来越低——但男性则不然。换言之，模糊的反馈尤其能够阻挡女性进步。

另外，创新领导力中心（Center for Creative Leadership）2015年发

布的一份报告显示，女性被打上“专横”这一污名标签的概率是男性的两倍，这个恶名会严重影响她们的职业生涯。不过，当需要管理者描述一件与“专横”之人打交道的具体事件时，他们提到男性的概率（48%）与提到女性的概率（52%）相当。

在给出的评价中，专横的女性同事比专横的男性同事更不受人欢迎——并且在未来获得事业成功的可能性更低。这份研究是这样来归纳这一大问题的：

人们一想到领导者，就会想到男性以及典型的男性特质（例如独立性、侵略性、竞争性），但人们仍然普遍期望女性在工作场所表现出典型的女性特质（例如关爱、友好、无私）。这就导致女性陷入了一个左右为难的处境：女性表现出女性特质时，会被认为缺乏有力的领导素质，而表现出男性特质时，会被认为没有女人味、刻薄、不被人喜欢。[\[12\]](#)

女性在与男性上司就晋升问题进行谈判时，肯定面临着这种笨拙的性别歧视。2006年哈佛大学与卡内基梅隆大学联合发布的一项研究显示，女性因主动进行薪资谈判，甚至只是接受公司内薪酬更高的职位，而受到的负面评价要远甚于男性。[\[13\]](#)男性审查人员“认为女性谈判者很强势并且过分索取，因而拒绝”。等等，这是什么话？没错，他们就是这么说的。“听着，女人，不要斗胆向男人‘索取’，或者哪怕是接受公司提供的更高薪资，因为他认为这样不好。男人不喜欢女人表现得强势，因为女人不该如此。”哇！我读了好几遍之后，才终于领会到歧视往往就是这么直白。但歧视还是存在。职场性别歧视确实使女性无法获得与男性一样高的收入——这屡见不鲜。女性要如何才能弥补这一价值差距？

女性并非“失控、无情、病态”

女性不被鼓励参与事务。职场上存在歧视——我们身边处处也都存在歧视，只要想想关于女性与金钱的那些成见就可以知道：需要拯救的公主，或者挥霍无度的购物狂，又或者企图嫁入豪门的拜金女郎。我经常听见的一个说法是，女性只想受人照顾、从职场抽身、被人供养。媒体在塑造形象时，也能看见性别差异。一则名为“角色转换”的广告中，一位千禧世代的男子纠正了他父亲对当今投资世界如何运作的看法；而在另一则名为“第一份工作”的广告中，一名年轻女性向她父亲及其财务顾问获取了关于设定长期财务目标的建议。其传达的信息是，女性与男性不同，不擅长处理财务，也并不真正感兴趣。钱与女性无关，女性也不该关心钱的问题。

但现实却不同。如今，获得工商管理硕士学位的人几乎半数都是女性。我们并没有选择退出。虽然事实如此，但是，人们对于自给自足的女性显然一直抱有偏见。女性对金钱感到自信，那就是“过分索取”，那就是“强势”。金钱就是权力。知道金钱如何运作，就意味着可以把控权力。但强大的女性可能不会被允许负责收获丰厚的任务，甚至不被提拔，她们往往被视为“专横”的坏领导。即使在女性拼命争取平等收入、争取在每张决策桌上都有一席之地、争取在政府和管理层获得更多的高级别职位时，这类歧视仍然存在。

我们只需要对比一下2016年希拉里·克林顿与其（男性）竞争者们在争取民主党总统候选人提名时的状况就可知一二。乔治城大学语言学教授德博拉·坦嫩在《华盛顿邮报》中发文分析称：要是搜索“雄心+伯尼·桑德斯”，能搜索出关于“雄心勃勃计划”的头条；对于唐纳德·特朗普，则为“雄心勃勃的驱逐计划”；但是对于希拉里，不难发现，在谷歌中搭配搜索“雄心”的结果非常负面，比如“失控”、“无情”和“病态”的雄心。

这一观念在我们身边处处回荡，哪怕是在最为私人的关系当中。2015年的施莱佛报告（Shriver Report）发现，虽然异性恋男性希望将女

儿抚养得聪慧、独立和强大，但他们与妻子结婚则是因为她们聪慧、动人和甜美。他们的女儿看着母亲被迫顺应大流，又如何能理解自己应努力奋斗的教导？我们往往努力找到一个中间点。我们找到一份能带来足够成就感的工作，但不要求获得更大的责任或更高的收入——或者我们不被允许获得这些。我们甚至不会认真地积攒我们的储蓄和投资，以便无论是现在还是未来，我们想要什么就能得到什么。

没错，使女性与男性获得同等收入将帮助解决部分问题。为照顾家庭的人提供更好的支持，以及更加注重为年轻女性提供指导，也能帮助解决部分问题。但只有当更多女性不再惧怕管理自己的金钱时，这些问题才能最终真正得以解决。有钱就有更多选择。收入的增长能指出通往安全和有保障的生活的方向。但是，要想真正获得富足的人生，女性需要步入金钱管理者的角色而不感到忧虑、愧疚、害怕或羞耻。现在是时候了。拥有你的权力和金钱意味着拥有你的价值。

消除对自己的偏见

重要的一步就是好好清点一下我们自己对自己的偏见。摧毁偏见比你想要的更简单。举例来说，当我年近30岁时，所有关于何为“值得”的站不住脚、互相矛盾的价值观念和信仰终于坍塌，我所做的第一个也是最简单的决定就是给自己洗脑——积极正面地洗脑，而不是消极负面地。由于我对自己一个很大的偏见是我是一个花钱大手大脚的人，所以我开始对自己说，我是能存下钱的人。相信我，我当时已然破产，但每次包里或者口袋里有零钱，我就会将其放入厨房的一个罐子里，像使用绝地控心术一样对自己愉快地默念：“我刚刚不就存钱了吗？我确实能存下钱！”我不会跟你说这样做永远改变了我的生活，因为在生活不如意时，我仍然会时不时欠债、还债。但是，因为我经常练习存钱这一简单的行为，并不断提醒自己，长此以往，我现在已经形成了先存钱、后花钱的默认行事方式。

“我从小就被教导不要谈钱”

有一些偏见与我们的文化紧密交织，因此已经内化为我们自己的观点。我们可能永远都无法完全抹除这些偏见，但如果我们能够意识到它们的存在，并检视自己的行为，我们就能阻止它们对我们积极正面的思考和行动产生不利影响。

我们来看看2016年富达集团（Fidelity）的一项研究结果。大多数女性调查对象（82%）有信心管理家庭财务和预算。但是，当被问及是否能够规划其长期财务需求或挑选正确的财务投资项目时，她们的自信暴跌，感到自信的人数比例分别是37%和28%。这种别扭的心理看起来几乎令人感到痛苦。尽管几乎所有人（92%）都想更多地了解财务规划方面的知识，并且3/4的人想学习更多关于金钱和投资方面的知识，但大多数女性（80%）称，她们刻意避免与最为亲近的人讨论财务问题，包括家人和朋友。为什么呢？约1/3的人认为以下这些描述属实：“感觉不舒服”，或者“我从小就被教导不要谈钱”。

如今，在关于女性进步的大部分讨论中，金钱话题仍然缺失，困于性别界限之间。然而，如果我们试图重新平衡如今的讨论——提出女性能管理金钱并且享受其中的观点，我们仍然会威胁到深藏在我们潜意识中的关于婚姻和家庭应当如何运作的信念。让我们直接面对一个事实：一位优秀、充满女性风韵、性感的、拥有价值的女性无法在不危及恋爱关系的情况下诚实地讨论金钱或职业问题。正如专为百万富豪牵线搭桥的帕迪·斯坦格在2015年接受采访时所说：“我喜欢对女性说，职场大女人，家中小女人。这需要练习。如果你习惯了独立经营自己的生活，并且把所有男人都吓跑了，那么你可能需要做一个居家小女人，真正把身份转换过来，因为大多数男性领导者不喜欢女性对他们呼来唤去。”

坚持管理家庭财务

但是斯坦格的办法可能产生反作用。我来给你说一个故事。

我朋友斯黛弗·瓦格纳与大学恋人有着童话般的恋情，之后双方成婚。她以优异的成绩从金融专业毕业，目标是成为一名华尔街分析师。在她二三十岁期间，她看起来确实有着圆满的生活：平衡而幸福的婚姻、重量级的工作（她在25岁时已是私募股权投资公司副总裁）、同伴们的尊重，并且很快有了一个非常富足的、不断扩大的家庭。在生下第一个孩子后，她的上司让她兼职工作，但此时她已经怀上了第二胎。“我当时怀孕6个月，家里还有一个两岁的孩子，他们却让我坐上小型飞机去出差，”斯黛弗跟我说，“我受够了，决定辞职。”

他们将他们夫妻所做的这一决定称为一个“商业决定”。“我们考虑了怎么做对我们的家庭、对他的事业最有利。这一决定是我们深思熟虑后的结果，我从未事后反悔，我从未想过：‘天啊，我在做什么？’我对丈夫从未有过一丝一毫的不信任——我从未想过我会有危险。”事实上，她过着富裕家庭里快乐、积极的全职妈妈的忙碌生活，照顾着3个男孩。“我照顾家务，这样他每年在外出差200天，心里也不会有任何负担。”直到他们的婚姻进入第十八年，这一“商业决定”终于破裂。

某天晚上，斯黛弗发现丈夫其实过着双面生活：他近3年来一直有一段外遇。她度过了非常痛苦的18个月，试图拯救他们的感情、家庭和生活，但是失败了。他从家中搬了出去，离开了他们所在的州，留下斯黛弗处理她人生里情感和财务上的一片狼藉，并且让她完全对孩子们负责，而斯黛弗这时已经14年没有工作过了。她曾有过圆满生活，一切都做得很“正确”。她的人生似乎游刃有余，直到幻觉破灭，而她并没有做好准备。

听着，如果你的财务策略是嫁入豪门——我祝你获得最好的结果。但请答应我——如果嫁给了有钱人，你需要和他一起管理家庭财务。你需要清楚地知道自己作为婚姻的一部分拥有什么，知道金钱的去向。当你懂得你的财务价值时，当你对自己申报和再申报自己的价值时，你会

想要主动涉入其中。参与越多，你会懂得越多，也就更能与他人一同指导你人生的走向。对女性而言，这是新常态。

你和配偶在婚姻存续期间获得的财物（包括资产）在离婚时将成为婚姻财产。然而，美国各州规定不一，而且房产及资产的真实价值难以准确估算，特别是在离婚双方存在争议的情况下。你需要知道什么事在发生——在很多情况下，你的伴侣掌管了财务，而你并不参与其中，所以有麻烦也不知道。而且，麻烦真的并不少见。

芭芭拉·斯丹妮在《告别低收入》（*Overcoming Underearning*）一书中诉说了关于忽视她自身净值的悲剧故事。斯丹妮是布洛克税务公司一位创始人之女，继承了非常可观的遗产。结婚时，她将财政大权交给了丈夫。她不再过问任何事务，认为丈夫能够处理好他们的财产。然而，最糟的事情发生了。她的丈夫不仅赌博输掉了她的大部分财产（他居然还是一位财务顾问），而且还给她留下了上百万美元的待缴税单。离婚后，她身陷巨债，还需要照顾孩子。她忽视了财务，结果被非常大的麻烦缠上了。

掌控一切

离婚会使人生发生巨大转变，但其他事情也可能导致巨变，甚至可能性更大。比如说，将退休资产交由财务顾问进行分配，结果却在临退休之际突然损失超过半数资产。事实是，在你意想不到的地方总是魔法般地需要大量开支。你的支出时而稳定，时而不稳定。孩子突然需要一部手机和数据套餐；足球训练班的费用是2000美元；有些事每个月、每一周都会发生——租来的车剐花了（今年我就剐花了两次），父亲付不起医药费，孩子需要辅导老师；你需要做一场手术，移除耳朵里能听见孩子和上司抱怨声的那一部分。我们跑题了……所有这一切都很昂贵，会搅乱生活，却又都很平常。于我而言，拥有一切意味着掌控一切。一

切事情都有保障，因为你像一个大佬一样统统应付得来。这就是我们的目标。

以我的经验，掌控一切还意味着争取完成一个不可能的目标——这一不可实现的目标所带来的兴奋感令我容光焕发。它是一个应当努力争取达到的目标，如同我们的祖辈（或者甚至是父辈）所做的——投入大量时间进行规划、储蓄并制定策略，以移居美国或者是购买自己的房屋。拥有远大梦想、设定看似荒谬的目标能使我鼓起雄心，赚钱变得令人振奋，而不再是一件繁重乏味的事。

从离开学校、工作赚钱、成立家庭，再到退休，生活并不是一条直线。正因为如此，正因为我们以为人生朝着某个方向直线前进并且我们理应拥有某些事物，所以我们失意时会觉得自己做错了什么，觉得事情不如意，那就是我们的错。但这是一个陷阱，而且完全令人士气全无、消极沮丧。人生是乘风破浪的旅途，而非登往天堂的平稳阶梯，明白了吗？

我们需要钱

虽然传统风俗可能可以解释社会上将女性与金钱分隔开来的态度，但其实还有非常多的实际原因。2016年英国保诚集团公司（Prudential）的一项研究发现，女性完全没有足够的金钱来支持她们设立长期财务目标。事实上，几乎1/3的调查对象称，财务规划最大的障碍在于缺乏可支配收入。此外，引用该项研究的话来说，许多女性“承认自己不熟悉金融产品以及描述这类产品的行业术语，觉得自己就是不懂在评估可选的财务方案时需要考虑哪些方面”。她们说，她们就是没有时间去了解清楚。[\[14\]](#)

我现在告诉大家：这些都是废话。吃一天饭，就能存一天钱。如果

各种金融产品令你感到困惑，那就从单独设立一个储蓄账户开始。觉得自己没有时间？每天早起一小时。你有资金、有大脑、有时间来改变你的财务地位——这本书将会让你清楚地明白这一点。你必须抽出时间了解不同的财务方案，这样，当你有需要时，你就会有更多可选项，而不是更少。美国约90%的女性在某一时刻都必将在财务上完全依赖自己。男性负责养家和照顾女性，这一想法已不再现实。美国有1.11亿户家庭，其中仅有2300万户家庭是传统的核心家庭结构^[15]。大部分家庭看起来更像我这样：单亲父母管理着工作、孩子，与他人共同教养孩子。

当涉及生活的基本方面——买房、买车、照顾孩子、储蓄退休金、搬入新家时，钱越多，选择也就越多。拥有了选择权，你就不必陷在糟糕的公立学校系统里，困在没有出路的工作中，或者仅仅靠社保过活。女性必须知道如何赚钱、存钱、做财产规划、进行投资、最大化地利用金钱、增长财富、享受财富、分享财富。但迄今为止，我们要么不想破坏在家中受到供养的地位，要么觉得试着理解金钱的运作方式太难。抑或我们完全接受了生活只能如此——或生活总会被他人“修正”——这一想法，所以不去挑战现状。我们对金钱，以及我们如何看待金钱，都欠缺革新意识。

其实许多女性都在勤勤恳恳地储蓄、做预算、进行投资。DailyWorth网站在2015年8月对4000名女性做了一次调研，回复者中有50%的人认为自己控制着自己的日常财务。但这也意味着另外50%的人不这样认为。这样不够。我们所有人都需要感受到——并且实际拥有——对自己财务的掌控感，因为金钱决定着我们的命运。如果你现在仍觉得难为情，那么我再重申一遍，不必感到羞愧。没错，我们必须抛弃之前受到的教导，用财务知识重建我们的人生、我们的处世之道、我们真实的自我。但我们绝没有输。恰恰相反，我们现在就拥有非常多令人激动的机会。

就让正在衰落的社会秩序的守护者自己发现——正如同《时尚先

生》编辑戴维·格兰杰在《男人之道》那一期（2013年6/7月）中所说——“性别差距正在扩大，这不利于男性”。已经有越来越多女性坐上了驾驶位。转变已然发生。你的人生、自由、选择和安全都将不再可能安于现状。事实上，我们对这一形势依然一知半解，我们甚至还不明白我们可能做到什么。

一切都很值得

让我们把责备与羞愧焚烧殆尽。让我们先把预算、债务策略、教育储蓄等基本事物搁置一旁，然后倒退一步。我们许多人仍然陷于某种幻想之中，认为通过极端的预算、与人结婚或者建立成功事业能够最终使自己获得自由。我曾经也是这么想的。虽然我当时不认为我的丈夫能够拯救我，但我相信以我的收入能力可以做到。我错了。但我首先得经历这一童话般的幻想，才能来到现实。你也一样。

我创立DailyWorth网站，并且写下这本书，是因为我曾经历过职场母亲连轴转的亢奋生活，并且在那期间一直对自己说，我的生活很理想。我后来意识到，尽管我的生活看起来蒸蒸日上（实际上也确实如此），但我其实处于繁忙的魔咒之下，乐观地认为哪怕没有清晰的解决之道，那些棘手的大问题也会很快解决。如果这听起来与你有一丁点相似，我想帮你。

在整本书中，我会帮助你面对管理金钱以及管理人生所带来的恐惧，正如我曾做到的那样。

你一直在对自己诉说着关于自我和金钱的故事。我也曾如此。我想帮助你抛下那个故事，明白自己如何以及为何被束缚于这本让你4年或40年来亦步亦趋的剧本。然后，我们将剧本撕碎、烧毁，我们将从灰烬中重生。

你将变得焕然一新，准备好学习那些你需要知道的知识：从仅仅保持收支平衡到建立起可用于资助自己人生的坚实资产。我们将令你强大起来，训练你在现实中积极生活——在你的现实中。我们将深入挖掘。我们将从头到脚地清理你那破败不堪的财务之屋。我将和你一起按下重启键。你将获得重生，成为你真正想成为的女性，过上你真正想过的生活，条件由你说了算。

我保证：这很值得。让我们开始吧！

[1] 凯莉·布拉德肖，美剧《欲望都市》女主角。——编者注

[2] Boston Consulting Group,2009

[3] BMO Wealth Institute,2015

[4] Boston Consulting Group:Global Wealth 2016 Report

[5] “Data & Statistics:Women in the Labor Force,” United States Department of Labor website,https://www.dol.gov/wb/stats/stats_data.htm

[6] “Knowledge Center:Women’s Earnings and Income,” Catalyst website, April 8,2016,<http://www.catalyst.org/knowledge/womens-earnings-andincome#UnitedStates>

[7] “Women and Retirement Savings,” United States Department of Labor website,<https://www.dol.gov/ebsa/publications/women.html>

[8] “Detailed Tables on Wealth and Asset Ownership,” United States Census Bureau website,<http://www.census.gov/people/wealth/data/dtables.html>

[9] 西方社会学家将一战后出生的人分为不同世代，“X世代”是指出生于1965—1980年之间的一代人，普遍被认为愤世嫉俗、缺乏责任心与进取心。其他世代分别为：迷惘的一代（在一战期间成年的一代）、最伟大的一代（也称为“大兵的一代”，指二战期间成年的一代人）、沉默的一代（出生于1925—1945年之间）、婴儿潮（出生于1945—1965年之间）、Y世代（也称为“千禧世代”，出生于1980—1995年之间）和Z世代（出生于1995—2000年后）。——编者注

[10] <http://bmogamviewpoints.com/wp-content/uploads/2015/04/wealth-institute-financial-concerns-of-women1.pdf>

[11] Shelley Correll and Caroline Simard,“Research:Vague Feedback is Holding Women Back,” Harvard Business Review, April 29,2016,<https://hbr.org/2016/04/research-vague-feedback-is-holding-women-back>

[12] Cathleen Clerkin,Christine A.Crumbacher,Julia Fernando,and William A.(Bill) Gentry,“Bossy:What’s Gender Got to Do With It?” Center for Creative

Leadership,2015,<http://insights.ccl.org/wp-content/uploads/2015/04/Bossy2.pdf>

[13] Hannah Riley Bowles,Linda Babcock,and Lei Lai,“Social Incentives for Gender Differences in the Propensity to Initiate Negotiations:Sometimes It Does Hurt to Ask,” ScienceDirect,June 24,2005,<https://www.cfa.harvard.edu/cfawis/bowles.pdf>

[14] “Financial Experience & Behaviors Among Women,” 2014–2015 Prudential Research Study,http://www.prudential.com/media/managed/wm/media/Pru_Women_Study_2014.pdf?src=Newsroom&pg=WomenStudy2014

[15] 核心家庭结构是社会家庭结构类型之一，由夫妻两人及其未婚子女组成。其他家庭结构类型还包括单亲家庭、继亲家庭（重组家庭）、大家庭（除父母和子女外还有祖父母等其他家庭成员）等。——编者注

第1部分 你的人生-诉说故事-

你的人生故事也关乎你和你的金钱。

第1章 按下重置键

我的人生（金钱）故事：我学到了什么，我何时崛起，我为何倒下，我如何东山再起。

青春期有一点特别残忍——这可能是一个女孩的人生中最为疯狂混乱的时光。首先，你要熬过日益强劲的激素、生理和心理上的转变，还有少女中各“阶级”之间没完没了的“宫斗”。在这片混乱之中，你还要开始形成你的核心身份认同——通过对自己讲故事的方式。越来越多的心理研究证明，我们逐渐令人生具有意义的一个主要方式就是在内心书写一个“个人故事”。你的人生故事是由你来确定的，尽管决定主线和选择要保留或抛弃哪些记忆并不是一个有意识的过程。我们正在萌芽的心智描述着我们于自我、于世界到底是何人，我们为何以及如何变为了现在的自己，还有我们的未来可能或者将会是什么模样。生活一天天过去，你成了你對自己诉说的这个故事。理所当然地，这个故事的很大一部分与金钱有关。

一开始，金钱于我而言是一个游戏——具体来说，是一个电子游戏。我整个青春期的死对头就是任天堂的《光神话》，要想通关，就必须利用策略来增加总资产，也就是游戏中的“金币”。你操纵着游戏主角皮特，他长有翅膀，佩带弓箭。你的任务是收集由各种魔物守卫着的三件“神器”、解救女神。要击败魔物，你，也就是皮特，需要用有力的弓箭杀死它们。要想建立一个弓箭库，你必须积累并管理大量的金币。你还需要“心”来获得完成任务的力量。这在现在看起来像是宅男的终极童话，但我告诉你：达到幸福结局并不容易，非常不容易。我的大半部分青春都投入其中。

一月又一月过去，魔物击败了我，耗尽了我的武器库存，撕裂我的

翅膀。我，也就是皮特，总是死。我的战利品、进步、人生“嘭”地一下全没了。你肯定会以为，我在好几个星期连续惨败后就会放弃，但是我从未萌生过这个想法。恰恰相反，我手下的皮特变得日益自信和熟练，因为我知道一个所有玩家都知道的道理：游戏永远不会真正结束。你永远可以按下重置键。事实上，每次重新开始游戏时，你的分数都会有所提高。这不仅仅是因为你从先前所犯的错误中汲取了教训，知道如何增加和管理你的关键资产，让你大幅提高的原因几乎总是你冒险尝试了之前未曾尝试的策略——并且成功了。新策略成功后，你会突然更为清晰和深入地看见游戏的运作方式。你迫不及待地要按下重置键。

于是，我学会更加精准地射击，开始横扫一开始的各种关卡，面对更加强大和凶残的魔物。终于，在整整两年之后，我通关了。我赢了。我已经掌握了这个游戏。我知道了如何从失败中再生并重新开始。我知道了如何从错误中学习并有策略地运用我的知识，知道了如何积累资产，如何提升灵敏度和建立自信。我学会了只在预计结果值得的情况下才去冒险，并准备好全力应对意料之外的状况，从全新——并且最优的——有利位置看待所有事物的运作方式。

现在回过头来看，这于我而言既诡异，又具有启发性。一方面，当时我只是一个“朋克”小孩，刚发现了厉害的技能，沉浸于这一光辉之中。另一方面，我后来作为一个成年人，又开始重视这些厉害的技能。它们最终为我的理财哲学奠定了基础——几年后，我通过这些技能，彻底改变了自己，开始为我和我的孩子们建立起坚实的财力价值。

但是，很长一段时间里，我都认为自己在游戏中的这些技能在现实世界中没有任何价值，更不会把它们看作是拯救人生的技能——并且在这段时间里我还经历了许多痛苦和深刻反省。那时我的探求无关《光神话》。它始于我自己的生活的，始于我的母亲。

在财务上支持自己

我父母在20世纪80年代初离婚，当时并没有“理性分手”这一说。离婚在保守的费城郊区是一件闻所未闻之事。人们在文化上对离婚无从接受，更未听过在心理上从离婚中恢复的说法。我母亲的文化词典里一直没有“离婚”这个词，直到我父亲搬走。我母亲受到的教养是成为20世纪50年代那种有价值的女性：勤奋的家庭主妇，将家里打理得有条不紊、充满爱意。她的家庭出身好，自己也很优秀。她眼中的成功人生非常直接明了：嫁得好，养育有吸引力的能干的孩子，支持丈夫的需求和事业。获得的回报就是一份稳定舒适的生活和个人成就感。哪怕是像我母亲一样养尊处优的女性，通常也都承认，她们上大学的主要目标是在毕业前找到优秀的伴侣，拿到“夫人学位”。在我父亲同我母亲离婚之后，她失去的不仅仅是丈夫，还失去了自我的身份。她从“无价之宝”跌落至一位弃妇。

带着三个女儿，工作又毫无着落，母亲震惊得不知所措。我和两个姐姐——一个11岁，一个8岁——目睹了这位“优秀女性”的崩溃。母亲多年来建立的基础，在几个月时间里就支离破碎。我经常看见她在灯光昏暗的卧室里，坐在床沿哭泣。一天，她突然抓住我干瘦的胳膊对我说：“一定要一直有能力在财务上支持自己。”

与此同时，我的父亲——一位成功的外科医生——再婚了，并且与我的继母和她的孩子住在一幢美得惊人的房子里，还有好几辆车。当我在周末和节假日去探望父亲时，我眼里全是那些我没有的东西：上档次的房子、波光粼粼的泳池、一个我希望自己能够拥有的家庭。我内心满是嫉妒、悲伤和憎恨。是时候提出我的个人故事的第一个主题了：丈夫和父亲不会拯救你，他们甚至都不会一直在你身边。要独立，赚大量的钱，给自己买车买房。唯一的治愈之道就是好好生活。

非“正常”型家庭

在此期间，母亲开始振作起来。虽然她花了好几年时间才卸下了离婚后那份呆滞无神的面容，但当她做到时，她带着非常大的决心。她在60年代拿到的是数学和物理学学士学位。她甚至还做过计算机编程。她曾告诉我：“计算机占满了整个房间，我们用的还是穿孔卡。”此时，她回到了研究生学院，从德雷塞尔大学获得了信息系统工商管理硕士学位（80年代高科技是主流）。毕业后，她获得了一份工作——通过邮购方式为别人组装个人计算机。她在车库里堆满了厚重的米黄色显示器和带有软盘驱动器的中央处理器，各种计算机部件等待着被组装。之后，她换了一份更重要的工作，在费城证券交易所第一个计算机服务台工作。她在42岁时开始了自己的事业。“嘣！”母亲按下了重置键。游戏开始。

为节省两小时的通勤时间，她把全家搬到了费城市区。我们住进了一幢连栋房屋，位于一处由鹅卵石铺成的街道上，历史可追溯到费城的殖民时代。我们所在的街区被称为南街，也是1989年时费城中波西米亚风格的朋克圣地。那地方尘土飞扬，我们的新邻居是各种餐馆的后门、热食厨房里的炊烟，还有利用短暂休息时间出来抽烟的服务生。在郊区过了十年的隐居生活之后，搬到城市里探险令我们十分激动。我母亲的生活和事业双双好转。她会在家调高音乐的音量——她最喜欢的一首歌是传声头乐队（Talking Heads）的《烧掉房子》（*Burning Down the House*）——而我们会在餐厅的桌子上跳舞。她会开怀大笑。

如果说这是我母亲的解放，那么这同样也是我的解放。母亲给了我许多自由，比起我的大多数同龄人而言要多得多。她没有规定我晚上必须什么时间回家，不限制我看什么电视节目，也不限制我吃多少加糖的麦片。当我12岁带着新耳环、染着头发回到家时，母亲并不担忧。但我觉得担忧，因为我开始意识到我和母亲与其他所有人之间存在很大区别。我那些朋友都不被允许做这样的事。他们的家庭组成是一个男孩、一个女孩、一对婚姻幸福的父母，还有一个热情的家。家里的母亲温暖

而又聪慧，有爱心却又严格。父亲呢，在家时，他亲切而又坚定。他们相亲相爱。我的朋友们有家务要做，有父母规定的书要读，家人一起吃晚餐时，会讨论这些书。他们的父母邀请各种有趣的人，举办了有趣的晚餐聚会；他们在家庭度假时会拓展文化视野。我想要那样的家庭，我想要那样的生活。那是理想的家庭生活：有价值的女性和仁爱的男性家长将这个家打理得和谐、有序，家里满是聪明、活跃的小孩。他们的生活遵守规则。

为自己的人生按下重置键

在潜意识中，我希望母亲可以划清界限，执行“正常”的家庭规则。但是，“正常”对当时的她而言并没有任何用处。“正常”曾让她困滞在郊区，受到已婚夫妇的排挤。她在作为一个母亲、作为一名女性重生，按下重置键实现巨大改变。她的身份不再受制于某个男人对她的评价——“无价之宝”或是其他任何事物。她的价值由自己提升和评估。重新开启的人生促使她宣扬她新发现的哲理：“扎根和展翅——扎根是让你知道你有一个爱你的家庭、有一个稳定的家，而展翅则是让你选择自己的道路，无论路上有何障碍，你都能自信面对。”她对我说：“没错，你要直接飞入风暴之中，会有些晕头转向，但你会没事的，我相信你。”

在晕头转向方面，我倒是还好。我肆意地漫步和徘徊。当隔壁13岁的男孩提议我用手帮他解决生理需求，他付我25美元时，我接受了。不止一次。喂，我在一个全是女性的家庭里长大，对男生的身体构造很好奇而已。当然，也是因为我想要一条学校里人人都有的昂贵水晶项链。我会坐上公共汽车，深入费城西区，我在那里学会了如何利用三寸不烂之舌来加入或退出那些奇怪的青少年实验。我自食其力地行动或反击，宛如街头皮特。

我的个人故事中加入了一个新主题：我需要家庭、传统，需要一份

正常感。我想要那个井然有序的和谐家庭，夫妻举案齐眉，儿女满堂。我将通过自己的奉献供养我们的家庭，使家庭富裕兴旺，哪怕我知道那可能并不是属于我的生活。尽管如此，但我明白，我永远都不会变成那种典型的“好妻子”。我必须创造另一种家庭，成为另一种母亲、妻子、女性，这样我才能有舒适感和成就感——而不会成为我自己人生的一个冒牌货。我知道，我会一次次地崛起又跌倒，但我总会重整旗鼓，按下重置键，然后重生。

真金白银

母亲在我5岁时对我的警言就是我的北极星，而且成为我身份认同的核心所在。我不指望自己受人照顾。我不渴望有一个男人——或者一个上司——来供养我，那种感觉和坐牢一样。所以，在曼哈顿读大三的那一年，我为学院管理员做数据库编程，已经能每小时挣40美元。这对于一个大学生来说是一大笔收入。我是最早购买手机和自己去圣巴泰勒米岛度假的人之一。1999年，我毕业的那一年，互联网革命爆发了，我说服了一家波士顿网站开发公司的首席执行官，以他现有的品牌在纽约开设工作室。他觉得我还太年轻了，但我忽略了他的判断，依然去做了。现在，我要开始赚取真金白银了。

但是先等等。虽然我当时不守传统、十分要强，但我依然渴望爱情、孩子，以及我自己童话般的可持续的禅意人生。于是，我在20岁出头时，经常策略性地去酒吧、聚会，甚至安息日晚宴（我甚至都不是犹太教徒）。我终于遇到了我的另一半。这位真命天子是一位心理治疗师，拥有博士学位，修行瑜伽，还是一位鼓手——无论是金钱上还是技术上，都与我完美匹配。我们结婚了，办了一场极其精彩的后现代婚礼聚会，生下了一个小男孩，搬到了费城。我终于感觉人生正常了。现在我有婚姻、有家庭。我们还需要一栋房子，来完美结束我们的《纯真年代之网络年代》这一章。我们买下的房子是英式庄园的入门版。我终于

过上了好日子。

问题是，虽然我没有明说，但我完全不知道如何管理这一切：我们的收入、生活方式、维持财务稳定的储蓄，以及创造价值和财富的投资。当然，我们还年轻，但我开口很大——玩得很大。到25岁时，我的收入已达到6位数。但除了工作赚钱之外，我对金钱一无所知。我不知道我其实正在给自己挖一个财务大坑。到30岁时，我会背上将近10万美元的债务。

钱永远不够

不过，就当时来看，我们的家还是非常有序的，看不出来有任何问题，但开销却在迅速增加。首先，我的计算机编程公司Soapbxx（域名“Soapbox.com”已经被注册了）收到了6万美元的欠税单。这是我上一年缴税数额的3倍。公司在迅速扩张，盈利也在增长，我却没有调整税务。个体经营人员需要每季度报税。我为上一年的收入缴税时，工作和小孩让我精神错乱，没有意识到营收的暴增也会使缴税额暴增。我的公司存在现金流问题：我们的客户往往会延迟付款，而我们欠了供应商上万美元。公司的活期存款账户中只有2000美元。要支付任何款项都远远不够。

我们的石制住宅让情况雪上加霜。维修和维护一幢百年大宅的费用十分高昂，单是供暖费就要每月1000美元。替换掉破碎的窗户需要1万美元。我们是用住房抵押贷款买下这幢70万美元的房屋，还贷的压力大得惊人。抚养孩子比我之前所预想的要更为疲倦和昂贵。要支付这些账单中的任何一份，钱都不够。钱永远都不够。

之后我怀上了第二胎，是一个女孩。一儿一女！但是.....同时抚养一个新生儿和一个幼童，会带来强烈得多的疲倦感和压力感，我还没有

准备好。而且，成为完美母亲的社会压力——母乳喂养、练习亲密育儿法、两岁之前不允许孩子看电视——与工作压力发生了碰撞。在工作时，我会接到日托中心的电话，说孩子生病了，让我去接。在周末，客户会因为网页崩溃而打电话过来。我们必须不停地花钱、花钱、花钱，在工作上、在家中雇用更多帮手，同时让自己不要在这个过程中疯掉。我常常崩溃、痛苦、狂乱。我意识到，我又变回了《光神话》里的皮特，但没有金币，也没有心。只不过这一次，我已经长大成人，不能按下按钮重新开始游戏了。

打破灰姑娘的童话

一些基本理财知识可能会有所帮助。我应该如何适当地计算拥有一座房屋的真正开销？负债累累时如何开始储蓄？我并非不想存钱。但是赚钱、带孩子、支付巨额供暖费账单这三座大山似乎从未给我留出一展身手的空间。“我只要继续更加努力工作就好”，我这样告诉自己，给自己又倒了一杯酒。

我们做过预算。我创建了理财软件的账号。我花了大量时间对其重新编程，让它能自动将每笔支出归入某一清晰划定的类别，比如“孩子”“礼物”。不过，等等，给孩子的礼物呢？这笔支出怎么归类？我们现在缺钱，但如果我们两手空空地参加雅埃尔的生日聚会，我们会不会被当作不良社区成员，今后的生日聚会都避开我们？当我完成预算之后，我才意识到，做预算根本不能将我从这片混乱中解救出来。我需要——一个新范式。幸运的是，正当我的私人财务危机赶上家门时，我收到了一封电子邮件，它介绍了一个关于女性和金钱的研习班。电子邮件中问道：“是否有可能在保持正直、积累财富的同时，有所作为？”答案一定要是肯定的，我心想。研习班由我的两位老朋友主持：拉·葛迪思，街舞艺术家兼企业家；莱亚·恩德雷斯，精神高尚的人权倡导者。我们将会“打碎隐形的障碍，并了解关于女性为何不能拥有金

钱、权力、尊重的其他奥秘”。我需要这个。

于是，在九月炎热的一天，我挺着怀孕6个月的肚子，坐上了从费城前往纽约的火车，急切地想获取关于金钱的新见解。在研习班上，我意识到了我自己的“金钱故事”——围绕着金钱的个人故事和身份认同——是如何驱使着我去行动的。我的金钱故事告诉我，财务自由是美好生活的关键所在，这意味着要努力工作、赚许多钱。可是，一旦我有了钱，我却完全不知道该拿钱怎么办。我没有积蓄，没有会升值的投资项目，没有任何事物让我的实际财务价值超过少年时期我的所有价值。我的“资产”（即房地产、公司等）其实带我跃入了债务的深渊。我的金钱故事告诉我，我将与丈夫一道建立起一个安全、繁荣的家。可是，假如我在小心翼翼地保持平衡时从高空钢索中掉落下来，我没有急救基金，也没有安全网来接住我。而我确实掉落下来了。

是什么地方出错了呢？我一直跟随着青春期时所写的个人故事而行动，但成人之后，并没有对其进行编辑。当我内心的智慧提示我要转移重心，要重新调整故事的走向，以形成通往真正自由的一座桥梁，而不是通往自我毁灭的下坡路时，我没有去听。

我的金钱故事其实是灰姑娘故事的重现：奇怪、狂野、受到孤立的女孩由于自己的雄心而魔法般地得到了解救，有王子的支持，生儿育女，过上奢华生活。

现在这个童话故事崩坏殆尽了，而且带来了严重的财务后果。虽然我学会了像母亲那样不依赖他人，但最终也和她一样，在财务上陷入了可怕的麻烦之中。

离开研习班时，我有了新的感悟。钱本不该带来如此多的焦虑和压力。钱也能带来自由、权力，让人在生活中拥有各种选择。无论我们经济状况如何——无论我们负债十万还是存款百万，这一点都是真的。这不仅关乎于你有多少钱或者缺多少钱，一切都取决于你如何处理钱。人

生会不断出现转折（生子、离婚、死亡、下岗、搬家），但你可以有策略地、以一以贯之的方式来调整自己的位置，迎接这些转折。你会没事的，前提是你有一个积极的金钱故事，并且不惧怕参与其中。

先解构，再重建

在生下女儿玛雅一段时间后，我意识到，我的婚姻出问题了。虽然我嫁给了世界上最贴心的男人，但我慢慢发现，我不符合“妻子”这个角色，或者至少是不符合我们双方心中所想的“妻子”的角色。他娶了一个他深爱的女人，结果却发现我的欲求和雄心使我成为一位糟糕的伴侣。在我应当依偎在他怀里一起看电影，或者帮助他一起打理菜园时，我却躲进卫生间里回复电子邮件。我们在财务上的压力迫使我去工作，所以我承包了更多项目。我竭尽所能地支付日益增多的账单——这是个永无止境的苦差事。

甚至在参加研习班之后，我依然确信是我本人有一些大问题。我尝试了各种心理治疗，来使我的雄心不再膨胀。我的欲求和我的志向就是问题所在——它们显然在破坏我的婚姻。我想让自己喜欢做一位细致周到的母亲、充满爱意的妻子、落落大方的女主人。我想创造一个在各种意义上都理想的家。但我没有做到。我不喜欢为了让自己变成所有这一切而需要付出的代价。要坚守的规则和社会规范太多，是非观念太多。它们之中，我一条都不想遵从。我由一位身心解放的单亲母亲抚养长大，无拘无束，想去哪就去哪。我突然产生了一个清晰至极的想法：我不想在这里。我一次次哭泣，是悲伤，也是解脱。我知道，我必须解构并重新建立我的生活。

所以，在进行了上百次深呼吸之后，我搬走了。我离开了我们洁净古朴的家，带着孩子，住进了几个街区之外一间阴暗邋遢的二居室公寓。地板是镶木的，油毡已经剥皮，墙面很薄，但是费用我承担得起。

我买了一辆二手的丰田2004款掀背车，开始自己给自己理发和染发，各种事情都自己动手。我对如此急剧地缩减雄心感到窘迫。但是，我能够再次呼吸了。

自我成年以来头一遭，我有现金了。我终于步入了正确的方向，将自己从账单中解放出来，做到了维持收支平衡。我能看见自己有一天开始储蓄和进行投资。我使DailyWorth网站成了我的治愈性创意的发泄渠道。我想向女性传达这么一条关于金钱的新讯息：金钱可以逾千越万，可以滋润身心，可以在她们的（我的）掌控之下。

你的人生，你说了算

现在，我租着一栋小房子，有壁炉和拱形窗户。我已经接受了自己的“不正常”。我更看重自己的储蓄账户而不是社会期望，更看重我的投资账户而不是更多的衣物。正如莱亚和拉教我的一样，要获得你想要的，第一步并不是设立预算。第一步始于你的金钱故事。

我刚刚已经告诉了大家我的故事。现在到你们了。

第2章 重写你的故事

姐妹，快醒醒。是时候让故事发生转折了。

2006年，妮莎·穆德利离开了美容行业。在之前的9年里，她一直在行业内稳步上升，承担着越来越多的责任，也享受着优渥的工资福利。但是，她想更深层次地服务女性，所以她跳槽了。她去学习了营养学，成立了一个训练营，帮助女性克服情绪化进食的问题。短短几年内，她的收入已经远超之前，并且她所做的工作是她热爱之事。她大获成功了！是吗？虽然她收入高，但并没有存下一分钱。她赚得越多，花得也越多。她生活得很好，但没有安全保障。

艾丽·萨托以惨痛的方式了解了她不懂的事能够带来多大的伤害。她年轻时以为，支票只是承诺在未来某个时候付款，而不是立即的现金支出。“我在整个城市里开出去的支票都是空头支票。情况一片混乱。我透支得非常厉害，也偿还不起那些透支费用。”艾丽对我说，“这加强了我和金钱之间的关系。”艾丽辍学了，开始全职工作，以偿还银行账户的透支金额。她不知道除此之外还能怎么做。在她成长期间，她母亲都把钱交由父亲管理。她说：“这正好延续了我们家里女性对金钱不甚了解的恶性循环。”

瑞秋·贝洛是播客节目《巨大回报》的主持人之一，她认为能够通过花钱来过上她想要的生活。“我相信这一笔消费将会改变我的人生。这条牛仔裤，这双鞋。我看见一套特别棒的装扮——本来我是不会穿的，因为我还未能拥有与这套装扮相匹配的生活——但我听见自己对自己说：‘你知道吗，如果我买下这条裙子，我就可以坐在加勒比海的游轮上，身边是那个胡须超美的男人……’突然之间，我就陷入了对这种生活的幻想，有了正当理由将东西买下来。”

塔拉·金泰尔的金钱故事与赚钱有关。塔拉生活节俭，工作勤奋。她没有债务，与银行之间没有麻烦事，也没有过度消费。但她是典型的低收入者。她的钱只要正好够过日子，她就满足了。“我母亲说过：‘你想做什么就做什么，虽然不一定能赚许多钱——不过这也没关系。’”于是，塔拉在一家大型连锁书店里工作，时薪14美元。“我不仅报酬过低——我可是个聪明人，我念过博士——而且我真心以为我的年薪永远不会超过45000美元。”

如果以上任何故事引起了你的共鸣，那么你和妮莎、艾丽、瑞秋和塔拉（还有我）一样，也需要编辑一下自己的金钱故事了。因为它很有可能正在毁坏你的财务和生活。

“我的王子总会到来”

我在上一章中向大家完整诉说了我的金钱故事，它与我的个人故事、我的人生故事，也没有太大区别——唯一的区别就是，当我回顾那些具有重大影响的经历和主要转折点时，我集中关注了我对金钱有何新的了解，以及它如何影响了我的人生和身份认同。你们也一样。你的金钱故事就是你在潜意识中对金钱的看法的合集——应该如何赚钱，对金钱的欲望意味着什么，腰缠万贯或囊中羞涩意味着什么。它揭露出很多信息，关于你，也关于你的潜力。在我的研习班上，我让各位女性先用一句话来告诉我她们的金钱故事。一方面，这样比写下一整部自传要容易。另一方面，要将故事浓缩至一句话，你就得认真思考故事的主要走向——以及你如何看待自己，以及自己与金钱的关系。比较常见的有下面这些：

“有了钱，我想买什么就买什么。”

“无论我多努力，就是存不下钱。”

“在经济衰退时期，如果要求涨工资就会被辞退。”

“金钱就是邪恶。”

“总有一天，我的王子会到来。”

妮莎在我的某个研习班上听到各种金钱故事时，也开始探索她自己的故事。妮莎的金钱故事？她没有存款，是因为她等着自己被拯救，被一个男人或者一家初创企业拯救——总之是除了她自己之外的某个人或某件事。好吧。“我嫁给了一位音乐家，”她回忆道，“我希望他能拿下一份唱片合约之类的，将我们解救出财务困境。”尽管她收入颇丰，但她放弃了留住钱的念头。

我们这些不健康的金钱故事在我们思维的背景中运转，侵蚀着我们的生活。妮莎认为，如果她过于擅长理财——用她的话来说就是，如果她对金钱拥有“完全的统治”——她就不得不放弃自己的女性特质。她将不得不对一切事情负责，永远都得不到她在生活中渴望得到的支持。她认为，她需要对金钱保持无知、无意识，才能幸福。

更深层的因素

我们许多人在成年生活中并不了解金钱。我们没有把金钱视为一个有趣或有价值的游戏。相反，我们与自己的财务切断关系，或者避免接触它们。在内心深处，我们知道并没有合理的理由支持自己不进行个人财务管理，但不知为何，我们不去处理，反而觉得这样更幸福。下面是我从其他女性口中听到的一句话金钱故事：

“我的思想是创新的、非线性的。我把财务问题留给他人。”

“我丈夫喜欢管理我们的投资。我完全做不来。我的大脑就是缺少

这一块。”

“万恶的资本主义，我才不要陷入其中。”

关掉大脑中思考金钱的那一部分，反而使我们感觉更好，这真是讽刺。而且，误用金钱、将自己置于险地，似乎要比查看银行流水、了解我们的选择、真正看清我们所处的位置，更让我们感到满足。其根本原因就是，哪怕只是想看一看我们拥有的金钱和资产、了解我们想要什么，我们心中就已经充满了恐惧。这是为什么？

许多女性认为，在数学和量化思维方面，她们天生就不如男性。我们以为理财需要很多很多复杂的公式，或者一着不慎满盘皆输，又或者理财会危及我们主要的人际关系和我们在家庭里的角色。而且不存在什么强有力的理由让我们必须参与理财。难道最终不会有人替我们处理财务吗？如果我们一直等待财务上的拯救，那么我们就没有必要面对确凿的事实——我们不会理财，或者我们精于理财。然而事实上，理财的技术含量并没有那么高。要参与理财，并不需要读一个硕士学位。我们并非无法理解我们面前的信息，而是有一些更深层的因素，那就是我们对金钱的看法——有钱（或没钱）的意义，我们全都消化不了。

我们的金钱故事带来的压力太大，所以我们就充耳不闻、视而不见，让其他人替我们研究那些财务文件。女演员波姬·小丝在美国国家公共电台的播客节目《死亡、性与金钱》中很好地展现了这一点。她对采访她的安娜·赛尔说，自从1966年在象牙雪洗涤产品的广告中完成电视荧幕首秀之后，她就一直与会计师和律师打交道。在那一整段时间里，那些塑造了她整个人生的财务文件和法律文件，她从未过目，也不懂其中的内容，她只是把这些文件交给其他人。行业术语令她招架不住，理解起来要花无穷无尽的时间。为什么不直接让专家来处理呢？等她到了50岁时，她才开始自己读合同。

在我一直以来听到的金钱故事中，这是很具代表性的一个例子。我

们不把金钱视为通往自由、选择和安全保障的清晰道路，而是担心它索然无味，而且咄咄逼人。我们经历的已经够多了，我们拼了命地工作——我们累坏了，是时候让其他人来接手了。仔细想想，我们的金钱故事与童话故事有着一样的基因，比如《睡美人》《白雪公主》《灰姑娘》《长发姑娘》——总有一个故事是符合的。

金钱昏迷

觉得公主都是花枝招展、养尊处优、古灵精怪的小姑娘？再重新想想吧。事实上，所有这些公主都经历过困难时期。她们的美貌毋庸置疑，但她们同样也非常坚强。这些小姑娘受到了继父继母或者邪恶善妒的教母令人胆战心惊的不公平对待甚至虐待，虽然处境日益艰辛，但她们全都鼓起了非凡的勇气，召集资源，让原本不大可能与之结盟的人成了身边的盟友，以生存下去并获得胜利。直到有一天，一切负荷变得太重。她们无力处理，全都宕机，陷入昏迷，直到英雄前来解救，解决她们之前无力处理的那些问题。之后，他们就在一起过上了幸福生活。

我敢说，我们大多数人或多或少对这种故事有共鸣。我的意思是，我们理解这些小姑娘的感受，对吧？我们历经艰辛，我们做了力所能及的一切事情，帮助我们自己和我们身边的所有人——现在我们只是累了。能不能让我们休息一会儿？我们只有几件事情需要帮助，这些工作如果我们试图独自处理的话，真的会把我们逼疯。男士们，如何啊？能解救公主吗？如果你们需要先去狩猎、完成英雄的任务、与父母或王子进行皇家挑战的话，那就去做吧！无论需要先解决什么问题都可以。但现在，我们先打个盹，等你们回来。晚安！

想到要管理我们自己的财务，我们许多人也会感到昏昏欲睡。我称其为“金钱昏迷”。我完全理解我们为何会陷入金钱昏迷。但是，陷入金钱昏迷是危险的。你的自由和“主权”，你的梦想和保障，都会悬而不

定。金钱昏迷令你沉睡，令跳出游戏变为一件似乎完全可以接受的事。但事实并非如此。当你在沉睡时，你会做出对你不是最有利的决定，这些决定将源自恐惧、绝望或完全的无意识状态。此外，陷入金钱昏迷并不能保护我们。相反，它使我们更容易受到伤害。

面对一切

我也曾陷入金钱昏迷，我的金钱故事带着我径直走向了金钱昏迷。我告诉自己，要成功就必须花钱；我告诉自己，我擅长赚钱，所以如果我想多花钱，那我多赚一些钱就好了；我告诉自己，我不需要存钱或者投资，因为总有一天，我的收入会非常丰厚，这些都只是鸡毛蒜皮的小事。在我陷入金钱昏迷时，我对自己说，等我醒来，一切都将迎刃而解。而我最不想做的事就是醒过来，思考何为财务保障真正的构成因素。

公平地说，谁又能责怪我这个第一次买房的人陷入困境无法脱身呢？没人告诫过我。中介、银行或者其他涉及此事的任何人都没有一句提醒。不过，必须处理事情后果的人是我，而且后果还很严重。我十分肯定地认为，我理应知道些什么，在我之外，理应有其他人提供一些提醒。显然，我很可能责怪自己。我可能会认为我的这一场财务灾难暗示着我只不过是又一个确实不善于理财的女人。我可能会觉得我的处境已经毫无希望，我应当停止处理财务。从某些方面来说，我注定因为我的金钱故事而失败，这个故事里充满着超越我本身的因素，比如要求我要显得成功、要出手阔绰的社会压力。

“金钱触及生活的方方面面，”纽约金融专家阿曼达·克雷曼说，“（自我价值低）或者不会区分边界，觉得不能准确探索自身需求的任何想法——所有这些都会通过金钱表现出来。”谁想面对这一切？你可能想要重新酣然入梦。但是，在你的无意识下，你的金钱故事只会

不停把你带入麻烦之中。

我至今已经与上百万女性互动过，在舞台上、在我授课的课堂上，或者通过DailyWorth网站的社交社区。你知道我发现了什么吗？我认为，我们许多人最终面对自己的金钱故事，只是因为我们在某个时间点不得不这样做。一些事件触发危机感——离婚、金融危机、生活剧变——我们不得不处理残局。我们别无选择。我们不得不重整旗鼓，不仅是心理上，更是财务上。我们对此并不开心。

我们觉得自己是受害者——我不懂这个，必须由其他人替我来做，我没这个能力，太难了，这样做意味着非女性化，等等。但事实上，我们有能力改变我们的思维和行为。“我们的金钱故事告诉我们一些有意思、有帮助的事，但这通常不是完整的现实，”克雷曼说，“抛掉这份幻想，或者有能力去定义它，并将其看得更透彻，做到这点极其重要。对某些人而言，只要做到这点，他们就能开始改变了。”

重写我们已经内化的故事，一开始并不容易，但仍然是可以做到的。我们能否改变故事，从而使理财变成一种享受和趣味，并且帮助我们实现梦想和愿望？这是彻底的转变——而且真的值得。

选择你的童话故事

虽然人人金钱故事都不一样，但大部分有着共同的主题。一旦你找到了你的故事，你就能开始拆解，建立一个新的故事。你甚至可以选一个童话故事。以妮莎的故事为例。和《白雪公主》一样，妮莎的人生焦点一直是美貌，直到她发现了自身隐藏的勇敢、勤勉和怜悯之心，因此转变了人生方向，投身于服务他人和倡导理念。但她仍然想保持女性化，仍然关心美貌，这于她而言，意味着“我不需要处理理财或投资方面的事——那是我男人该做的事”。她陷入了自我陶醉的金钱昏迷，不

为她此刻正在做或过去曾做过的事情负责。她坚持认为自己会抽中头等奖，这是她应得的。然而事实上，她在放弃自己的能动性，放弃引导自己人生走向的能力。

艾丽的金钱故事则更像《睡美人》。她所有的购物、与金融机构的交易，都是在梦游状态下进行的——写了一张张空头支票。一切都是一场梦，对吧？但她醒来时，需要痛苦地面对银行和家人。瑞秋的故事则有点像《灰姑娘》，她认为物质——大笔消费——能让她带着更强的自信和能量而生活。她的阔绰出手能够让世界看见她的精气神，哪怕——她打趣说——她工作到75岁才退休，也还会有180万美元的缺口。（读到这里你可能感到了羞愧——其实我也和你一样。）

现在，妮莎已经将爱情和金钱分隔开来，不再将二者混为一谈。现在的她说：“我在财务上有了责任心。我希望我的伴侣也在财务上负责，谁赚钱更多并不重要。”钱多了，并不意味着浪漫就少了。“有种超级解放的感觉。”至于艾丽，她意识到，当她清醒面对现实以及金钱时，她才能够真正选择她想要的生活。这不仅是一种新的理财方式，也是一种新的生活方式。当瑞秋直面她的金钱故事时，她不再将花钱当作令自己感觉强大的方法。“我开始重新意识到自己的脆弱，同时，我也发现自己不想穿买来的那件昂贵的机车夹克了，”她对我说，“真是扫兴，因为那件夹克贵得夸张！”她转而开始利用储蓄和投资来支撑她现有的身份认同（顺带说一句，这样真的很棒）。

故事提词

虽然你的金钱故事很可能是在潜意识中写就的，但你能够在完全清醒的状态下对故事进行重写。这非常棒，也令人惊喜。你并非被困于牢笼之中。金钱方面的身份认同能够发生转变，而且不会有灾难性后果。你现在就能够创造健康积极的金钱故事。你能够将其传递给子孙后代。

改变能够从你开始。我们只需要看看那些激励着我们行动的想法和观念。事实上，你的心理健康不仅取决于你是否能从发生在你身上的事件中找到意义，还取决于你是否能将其整合融入你正在持续进行的人生故事中。

美国西北大学的研究显示，那些能够以相对积极的方式去解读消极事件，或者能说出从困难中学到了哪些教训的人，往往自尊心更强，对未来保持乐观，并且感觉自己更有能力控制人生和影响环境。有时候，只需要对自己洗脑就能做到——每次我往厨房的罐子里投入一枚硬币，我都告诉自己我能存得下钱，我就是这样对自己洗脑的。这些也叫“故事提词”，也就是对心里的消极思维做出微小改动，从而改变你的看法。弗吉尼亚大学2014年发布的研究发现，那些因为感觉自己在智力和能力上不如家庭富足的白人学生而面临辍学风险的少数族裔学生和低收入家庭的学生，在观看了“教学”视频之后，在学术上、在社交上的表现都发生了全面逆转。这些视频里呈现的故事证明，虽然许多学生在进入大学时有低人一等的感觉，但大多数人通过刻苦学习以及勇于犯错或勇于寻求额外帮助，在几个月后都获得了成功。他们仅仅需要暗示之力，就能将自暴自弃的“故事”转变为个人的凯旋。

你也一样。看看你对金钱的各种看法背后隐藏着什么，看看你的许多财务决策背后有着什么驱动因素，这样做会带来许多力量。确保你的金钱故事对你有利，而不是有害。不过，这需要花费一点点努力。

两张短清单

我一开始打算了解自己的金钱故事时，写下了两张短清单，还用了一个更短的因果连线将其结合起来。我来解释一下。在第一张清单上，我记下了我曾经有过的、解释自己花钱行为的一些观念。然后，我找出了促使这些观念发生改变的事件。在第二张清单上，我写下了我现在拥有

的观念，以及我采取了哪些行动来支持我的观念。这是初始阶段非常好的一个练习——我会跟大家分享我的清单内容。

我曾经的观念和行爲——过去时

- 我就是大手大脚。我内心深处就是这样的人。我喜欢给予。
- 我试图存钱，但总是因意料之外的开销而失败。
- 我理应有一幢大宅，开最新款的车，因为像我这样的成功人士理应以这样的面貌示人。
- 我需要花钱购买那些让我看起来像成功人士的衣服，因为如果不这样做，人们不会认真对待我。
- 永远不会有男人来照顾我，所以我必须不惜一切代价获得成功，哪怕这意味着为了拓展业务我必须先开空头支票。

触发事件：令人瞠目结舌的税单和家庭开销

我目前的观念和行爲——现在时

- 我存得下钱。我先把钱存到一边。先存钱，后花钱。
- 出现财务问题时，尽管它们可能非常严重，但我能够应付，因为我有一张储蓄和投资织成的安全网。
- 我身边的人都会照顾我——家人、朋友、男朋友，甚至是投资人。我寻求帮助时总会获得帮助。

清楚了解你的金钱故事

好了，我们来实际操练吧。你对金钱到底有什么看法？你可能一直

在对自己灌输一些想法和观念，而时间太久，你已经忘记它们只是虚构的故事，误将它们当作事实。首先，拿出一本新的笔记本，或者在电脑桌面上新建一个文件夹。你可以称其为“金钱真相”，因为这就是你接下来的目标：清楚了解关于你的金钱方面的事。

清楚了解你的故事并非为了让你感到羞耻和惭愧，也并非为了让你对目前处境和理想生活之间的差距而感到难受。所以，如果你对自己或者自己的财务决策感到不舒服，哪怕只有短短一刻，也是犯规。你即将决定一个能够鼓舞自己的与金钱相处的新方式。不要多想，直接迅速地写下你想到的第一个答案。你不必写出完整的句子，答案可以非常简短。我们开始吧。

1.思考以下问题。我重复一遍，不要多想——直接写下心里想到的第一个答案。

- 你对金钱最早的记忆是什么？涉及谁？不涉及谁？源自何处？（5~10分钟。）

- 成长过程中，你培养出了储蓄心态还是消费心态？请解释说明。（1~5分钟。）

- 你认为当前金钱的来源应该是什么（工作、配偶、家人、遗产、投资等）？（5分钟。）

- 在与管理金钱相关的以下各方面里，你有多少自信：储蓄、消费、投资、赚钱、赠予？哪一方面最强？哪一方面最弱？你想更多地学习哪些方面？（5分钟。）

- 你认为自己拥有多少与家人、朋友相关的金钱？你实际拥有的与你认为自己应当拥有的一样多吗？你对此有何感觉？（5~10分钟。）

先停一下，感谢自己有勇气写下这些想法。不要低估直面自己观念

的难度，尤其是那些似乎是事实却对你已不再适用的观念。

2.看看你在金钱之道方面对自己发出的信息。

•写下你能想到的你经常告诉自己的与金钱相关的信息，可以是关于笼统意义的金钱，也可以是关于具体的某一笔钱，越多越好。（5~10分钟。）

例如：

○金钱让我拥有各种选择。

○金钱是力量的源泉。

○我赚的钱不够平衡支出。

○我不善于理财。

○我完全不知道自己的钱去了哪。

•现在看看你列出来的各项内容，用下划线标出你想要改变的消极观念。（5~10分钟。）

3.现在思考以下陈述，用下划线标出你赞成的陈述，用圆圈标出你不赞成的陈述。

•我的伴侣/房地产/公司是我的后备计划，所以我不必担心现在的金钱问题或长期的保障问题。

•理财是其他人的工作，不是我的工作。

•我在金钱方面总是遇事不顺。只有好运才能改变我的金钱状况。

•理财是男人的事，因为理财能够帮助他们积累力量。力量让男人

更有吸引力。我不想掺和这种事。

- 我不知道拿钱怎么办，也永远不会知道。
- 我不能在保持感性的同时关心金钱——它们是互斥的。
- 如果我有钱，大家会觉得我贪得无厌、铁石心肠。我应当拿出所有余钱去帮助我的孩子/父母/朋友/有需要的人。
- 如果我制定详尽的预算并且严格执行，也许金钱方面的事我也能做得到。
- 我只要停止大手大脚地花钱就能有更多的钱。
- 经济这么差，没人付得起我需要的报酬或者我的资历所应得的报酬。
- 要是我要求涨薪，我可能会丢掉工作，上司会疏远我。
- 钱正好够用，我就满意了。再多要求就是自私了。
- 添上你自己的陈述。

好了，我们先歇一会儿，深呼吸。你刚才已经装满了好几个垃圾袋，将它们永远地处理掉了。现在我们继续。

4. 回头看看你上面对问题3的回答。找出一两个让你不能视自己为“理财好手”的影响最深的故事。将故事用完整的句子写下来，这样你就能清楚地了解这些故事。

• 增加一些令你感到鼓舞的细节。例如，“理财是其他人的工作，不是我的工作”可以变为“我和我的伴侣/配偶/顾问一起管理财务，与此同时我在学习如何更加独立地进行理财”。记住，这样做不是为了让你感到丧气！这样做是为了让你进行探寻，以便做出有意义的改变。

(1~5分钟。)

•然后，自由地写下每一条陈述有多么符合事实——或者多么不符合事实。不要阻止自己或审查自己写的内容。奋笔疾书就好。(5~10分钟。)

5.写下尽可能多的积极金钱观念——什么内容都行，只要你认同。额外行动：创建一个标志符号，手绘或者打印出来，贴在电脑附近。在支付各种账单时，没有什么能比提醒自己“我善于理财”的标志更有力量了！

以下是一些示例：

- 金钱使人向好的方向发展。
- 我的储蓄和投资账户的增长反映出我对自己的重视。
- 金钱支持着我的价值观和我的理想。
- 金钱是一种精神表达。
- 存钱不代表我自私。通过储蓄和投资，我给未来的自己提供着舒适、轻松、有保障的生活，并让自己不成为家人的负担。
- 我善于理财。
- 我有钱支持自己。
- 我拥有无限的赚钱能力。
- 索取我想要和我需要的事物，是很正常的。

明确你的金钱观念，肯定那些好的观念，摒弃那些过时的观念，创造新的观念。如果你的观念令你感到羞愧、无能、困惑或无助，那么是时候抛弃这些观念了。研究显示，自发地重复新的积极陈述，并且经常

这样做，可以改变你的态度，从而改变你的行为。要让神经细胞以另一种方式运作，要花费好些努力（我不是开玩笑）。不过这不是不可能。没有什么“天生如此”，大家都是可塑之才。

真实、鲜活、健康

对金钱有全新的看法，可能会令你感到异常兴奋。你可能还会略微感到不舒服——因为你现在会思考一些从前没有想过的事情。抛弃陈旧观念，试验全新看法，既令人兴奋，也带来挑战。现在你已经意识到，对财务状况保持愤怒、困惑或疏离，都会比直面自己的财务状况带来更多的问题。你完全有可能创造新的观念。不要再根据你的消极金钱故事而行事——无论你潜意识中继承了哪些关于你和金钱之间关系的社会建构，它们被创造出来是为了吓倒你，让你放弃你的能动性。

记住：金钱即自由。只要控制了我们的理财方式，我们就能设计出我想要的人生并生活其中。你不必在今天掌握一切（事实上，读完这章后，你可能需要放下这本书，出去散散步）。先将你新发现的积极金钱故事放在一边，做一次深呼吸。你刚刚完成的最重要的事情就是将原有的金钱幻想替换成了真实、鲜活、健康的现实。

你刚刚已经完成了一项了不起的成就，因为你确实值得拥有。现在，让我们继续来看看我们的主要话题：金钱本身。

第3章 扎下深根，张开翅膀

基本、主要的资产是你的深根，收入和获取现金的能力是你的双翅，将自己扎根在坚固的地面上，就此展翅起航。

听着，这一点真的非常重要：在个人财务方面，你很有可能正在专注于错误的事情。我一再地在我的研习班和演说中看见和听见这一点，研究里的各种财务调研也反复出现这种现象，那就是：

女性往往将预算和收入视为理财中最重要的方面。并不是说这些方面不重要。但是，秉承这种观念，就好像在欣赏由编织大师织造的一张挂毯时，只研究其针线凌乱纠结的背面，而不是将其翻转过来，品味其真正的艺术性和更为宏大的意义。

换言之，你并没有看到全局，更不用说掌握那些创造出具有持久价值之物的深层思维和技术——因为你全力纠结于那些细枝末节，长期来看它们不会助你达成任何成就。为什么我们会这样做？

说起来这并不是我们的错。一方面，千年来的文化风俗使我们羞于学习商务和宏观经济的驱动引擎，而只是关心小小的家庭世界，当然还有我们的健康和美貌。另一方面，甚至在现在，流行的女性金融媒体依然微妙地巩固着这种性别主义的心态。博客、杂志、数字媒体和电视介绍了各种各样创建和坚持使用预算模板的方法，以及如何做出改变使事业更加令人满意、报酬更加丰厚。巧合的是（或者并不是巧合），它们的主题和腔调都与女性杂志上关于减肥和健身的文章惊人地相似。仔细想想，做预算和节食减肥非常相像（都是开始并坚持执行一份计划）；为了提高报酬、为了事业进步而改变的主题，与那些指导女性改变身心习惯以获得更有精力、更具成就感的人生的文章也有着同样的基因。虽然这两种引导文章在某种程度上会有所帮助，但二者均鼓励将改变看作

一种魔法。

缺失了，删除了

不客气地说，在节食减肥和觉醒生活方面听再多建议，也不会真正改变你的饮食方式或思维方式，除非你有意愿去直面内心最深处的现实。类似地，缩减预算或增加收入不会带你走向可持续的财务成功，除非你摊开所有事实，看到整个全局。毕竟，缩减预算本身，如同节食减肥一样，会阻止我们察觉其他可能，甚至限制我们享受人生的能力。我们会痴迷于这一习惯，从而看不见整体目标中的其他重要部分。另外，虽然增加收入能让某些事情变简单，但也会创造出新的复杂的问题，以及花费时间和金钱的新方法。别误会我的意思：你确实需要获得与你价值相符的收入，这一点我们后面会谈及。但我要说的东西更简单，也更深入。而且我发现，极少有女性意识到，要发展和改进我们的财务观念和行为乃至我们的生活，真正重要的是什么。

什么才重要？重要到你的整体财务保障都依赖于它？没有人在谈论它，那么我来坦率地告诉大家。

它并不是你的预算或收入！它甚至不是你的平均开销或者你的生活方式的整体成本。它对你的底线的价值比你的房屋还要高。事实上，它非常重要，你的整体财务保障都依赖于它——不仅是眼下，而且是一生。这黄金般宝贵的二字就是：净值。两个字组合在一起，就是通往你的个人财务和长期幸福的金钥匙。将这两个字烙印在你的大脑中。不过先澄清一下。“净值”这个术语现在被用于描述太多不同的事物——从自我价值和保持感恩等积极思维的比喻到必要资金和货币资金等晦涩定义——因此，我想说清楚我如何理解这一概念，如何在此使用这一概念，以及我希望你如何在自己的人生中看待这一概念。

建立DailyWorth网站时，无论线上还是线下，我都找不到一本合适的女性杂志能让我在其理财建议板块提及净值的概念。我读到各种预算方式、“租还是买”计算器，或者是关于改行或谈薪资的建议，但这些文章却不交代为什么要这样做。所有这些财务上的小碎块要如何拼凑到一起？它们完全没有解释任何更宏大的计划。缺失了，删除了。这样，我怎么能知道最终目标是什么呢？最后，我自己将其拼凑了起来。净值实质上就是你真正的整体价值，累加你所拥有的，扣除你所欠的。它的重点不是短期的收入和预算，而是长期支持和鼓舞你的根基和翅膀。

测量你的翼幅

你也许记得，在我还是叛逆少女时，我母亲对我说，要成功应对生活，我只需要根基和翅膀——基本价值观念和原则，以及掂量后再冒险的自信，这样我才能成长。这些年来，我常常思考这个比喻，并且将其运用到了生活当中，无论我的身份是母亲、企业家，还是研习班主办者等。我还将其运用于理财和为我自己做主的人生供资，我希望你也这样做。

在财务健康方面，我是这样来利用“根基”这一比喻的：根基是你的基本、主要资产；根基是你的长期投资项目，是你的退休账户、房地产、股票证券，还可能你拥有的一家成功的公司；在某些情况下，也可能是艺术品、珠宝等贵重物品。根基随着时间缓慢增长。你无法将其轻松、迅速地转为现金，用其随心消费。它们需要你定期、周期性的关注，就像一颗植物需要浇水、施肥、除草。强健的长期资产是净值的关键，因为它们很难被侵蚀。另一个原因是它们能随着时间而积累价值、带来复利，能够让你钱生钱。处理得当的话，它们能提供保障，就像强大的根系可以牢牢稳住一棵树一样。

“翅膀”代表你的收入和获取现金的能力。你能飞多高多远，取决于

你在货币市场和储蓄账户里有多少钱，也取决于你的消费方式和使用信贷的方式。通过你收入的数额和频度，以及影响你每日生活的财务习惯，可以测量出你的翼幅。使用得当的话，你的翅膀会用你获得的定期收入和任何意外之财于根基之上筑巢，为你的根基供资并保护它。但翅膀还会给你起飞的冲动和自信，让你自由地翱翔并享受人生，无论你选择哪个方向。

那么，如何根据根基和翅膀的力量来评估你的财务状况呢？问自己几个问题就行。短期的困难和损失是否不会影响你的基本稳定性或你对理想生活的最终愿景？如果你手中有足够多的现金来处理紧急状况，那么当生活中突然出现财务问题时，你也能安然度过，因为你拥有强大的翅膀。

当你想象自己在5年、10年、15年、30年以后的样子时，是否会因为心知自己的资产稳定且平稳增长而非常有安全感？这样的话，你就知道你拥有强健的根基。但要如何估量你的根基和翅膀是否成功协作？方法就是定期检查你的净值数额。净值，帮你清楚了解你的长线游戏。

与许多美国人一样，你可能认为买房是一种投资。但是，我们在2008年金融危机中学到的教训是，只有当房屋在你拥有期间升值，买房才是投资。在净值方面，这样来想吧：我们通常说你“拥有一套房”，然而，除非你是现金付款，否则你拥有的只是一笔住房抵押贷款。以这种方式重新看待买房，你会发现，它可能对你的净值有着负面影响，至少在初期是如此。房屋不在你手上，而是在银行手上。你欠银行钱。

维持净值为正很重要，因为它能在你事业停止时继续带来收入。大家都知道，无论你是暂时失业还是退休，不会因为你没了收入就不必偿还贷款了。如果你的净值为正，你就能创造收入，你拥有各种选择。如果你的净值为负，那代表你身无分文，无论你此前巅峰时期收入有多高。你几乎没有什么选择。净值是衡量财务保障的唯一真正标准。

我的处境一直很糟

在这一章里，我将引导你认识你的净值。你的根基和翅膀将助你供养你自己的梦想——你真正想要的生活——而不会危及你未来的财务安全。集中精力去了解和提高你的净值，意味着从微观心态转为宏观视角，从吃力应付各种琐事转为管理全局，从负债和盲目消费转为全面了解自己的目标并且每天都有进步，无论发生什么。我还有一条好消息：你目前的净值高低——无论是正还是负——不会影响你的前进方向。你只需要朝着正向一直前进，不要陷入金钱昏迷，保持参与。

我要再次重复这一点，因为它非常重要：提升净值重点并不在于获得尽可能高的收入，或者至少并不仅仅在于收入能力。丰厚收入有所益处，这没错，但如果你存不下钱，收入增加反而会让你陷入麻烦。我知道这很激进。一方面，人们更能接受仅将收入或房地产视为安全保障和偿付能力的指标。另一方面，富裕解决不了所有问题，更无法保证净值为正。哪怕是年收入百万美元（或者更高）的女性，如果不将这份收入用于建立资产，她们也会陷入财务困境。收入是短暂的。我们知道，人们收入越高，消费水平也往往越高。如果没有好好地建立资产，促进根基生长，那么财富将会随着度假屋租金账单一起消失。

进行大额的“负责”消费也是这个道理。买房时如果没有衡量它在整个财务大局中的作用，那它更可能会带来灾难而非成功。听我说，它根本不会巩固你的净值。想想我曾经所为。我买下一栋大宅，首付付得极少，贷款数额太大。房子带来的家务量超出我的预想，维护费用不菲，而且房屋贬值了。我的6位数收入绝大部分都用于支付各种巨额账单。最后我得到了什么？负的净值，还有一身债务。

债务是提升净值的又一常见阻碍。我不是指负债本身，因为我们大多数人都或多或少有一些负债。我指的是：如果你的根基和翅膀无法承受你的债务负担，那么你的净值为负。这就是事实。现在，我们先暂停

片刻。读到这点，你的心跳是不是漏了一拍？深呼吸，留意你大脑中可能正在往外蹦的想法。“我真是毫无希望了！”“我失控了！”“我的处境一直很糟！”“我至少应该尽快储蓄或投资，并且更加认真！”别这么想。将这些负面想法扔进篝火之中。

事实上，要了解提升净值的方法并不难。听好了：减少负债，增加资产，你的净值就会提升。当你所赊欠的比你所拥有的少时，你就开始拥有资产了。你正朝着正确的方向前进，这也是你需要集中精力去做的事情。

年轻、无拘束、只对自己负责

你现在知道了，高收入或房地产并不能保证稳定，而哪怕拥有极高的债务，也不一定是件坏事。你也知道，你需要扎下根基并悉心养护。它们的作用刚开始可能看起来并不显眼。给它们时间，平稳地对它们进行供资。让这些根基长出枝条。你的净值的多少取决于资产的健康和增长。

我们来看一些数字，这样你就能看到实际的净值。我们以汉娜为例。汉娜今年20多岁，受过大学教育，办公室位于西雅图市中心，拥有一套小房子。记住基本公式：总资产（你所拥有的）-总债务（你所赊欠的）=净值。以下是汉娜的净值数额：[\[1\]](#)

资产	
住所转售价值	500 000 美元
应急基金	2 000 美元
401 (k) 计划 ^① 退休福利	30 000 美元
	= 532 000 美元
债务	
住房抵押贷款	400 000 美元
信用卡欠款	15 000 美元
学生贷款	100 000 美元
	= 515 000 美元
总净值	
532 000 - 515 000	= 17 000 美元

汉娜的净值为正。当然，相比她在房屋和教育中的投资而言，这一净值非常小。但她会慢慢偿清住房抵押贷款（降低债务），她的大学学位将带来更高的职业收入，她的401 (k) 计划中的金额将年复一年增长。汉娜的债务，我们称为“优质债务”。优质债务是指用来购买那些将来必定会升值的東西的贷款，比如房屋或者大学教育。“劣质债务”则是指你借钱去买那些将来要么贬值、要么会扔掉的东西，比如船只或者“热火”玩具枪。（我有一个10岁大的儿子。你懂我吧。）

汉娜也需要留意一些地方。短期来看，她的应急基金较少，她需要尽快将其增加至10000美元。这是她对于债务和意外事件的安全保障，尤其是作为有房一族，因为总是会有意想不到的开支。

长期来看，汉娜需要保持警觉，密切关注所有可能会令她的净值降低的变化因素。西雅图和周边各县非常漂亮，也非常时髦，所以房产价值随着地段而有高有低。汉娜应当频繁跟踪房地产市场的动向，了解类似房屋的升值状况——或者并无升值的状况。希望她的房屋状况良好，不然维护房屋的费用可能会抵销其价值。汉娜还需要在工作上保持警

醒。如果她不在事业上有一些战略性举动，那么她的收入能力可能无法提升到她所需要的水平。

最后，汉娜还年轻，不受拘束，只用对她自己负责——这些是纸醉金迷的完美条件。像许多千禧世代的单身职业女性一样，也许汉娜喜欢频繁旅游，至少每周一次与朋友们尝试新的热门餐厅，在穿衣上出手阔绰，开车型时髦的车，等等。她的生活方式会体现在信用卡欠款中，这可能会影响她每月偿还学生贷款，或者她的401（k）计划可能因此一直资金不足。汉娜在巨大压力下，可能在成年生活早期就轻易地陷入金钱昏迷。

然而，无论年方几何，净值的提升都是有意识、有选择的。否则，你会有陷入睡美人版长期金钱昏迷的风险，几年后醒来时，发现城堡摇摇欲坠，净值一片赤红。就汉娜而言，如果她现在醒过来，在日常生活和长期规划中做出清晰、有意识的选择，那么她完全能够建立起坚实的净值。净值越来越高，她也会越来越清楚自己走在正确的方向上。

被压扁的南瓜车

我们再来看一个更复杂的案例。我会向大家介绍我的一位朋友，她收入非常丰厚，拥有一套价值上百万美元的公寓（但不是真正拥有）。凯特今年35岁，住在纽约，在时尚行业工作，年薪25万美元——彻头彻尾的大人物。她住在价值120万美元的公寓里（真安逸），每年进行两次奢华度假。她有一辆普锐斯，平日保管在车库里，周末她与未婚夫开车至郊外放松。

好，目前为止她听上去非常棒——她确实很棒。不过，我们来细看一下她的资产和债务。凯特在120万美元的公寓上支付了20%的首付，每月需要还贷5000美元。此外，她每月还要支付1000多美元的合作公寓

费用和物业费。别忘了，凯特在纽约时尚界工作，这意味着工作要求之一就是要穿得如同一位走秀模特。她每月在服装和配饰上花费1500美元。

她身负60000美元的学生贷款，信用卡里欠了40000美元，利率是16%。她的车每月需要支出300美元（还有停车费）。凯特储蓄极少——应急储蓄账户里只有大约3000美元，与每月15000美元的支出相比，这简直不值一提——她的401（k）只有50000美元。好了！有了这样一组数字之后，她的净值到底是多少？什么方法对她奏效？以下是凯特的数据分解：

资产		
住所转售价值		1 200 000 美元
401（k）账户余额		50 000 美元
汽车转售价值		28 000 美元
应急基金		3 000 美元
		=1281 000 美元
债务		
住房抵押贷款		960 000 美元
信用卡欠款		40 000 美元
学生贷款		60 000 美元
汽车贷款		18 000 美元
		=1078 000 美元
总净值		
1281 000	1078 000	-203 000 美元

凯特有着非凡的收入、公寓和衣柜，还有一份与她年龄相称的净值。但她使自己处于非常容易受到伤害的境地。为什么？她的翅膀如同蜂鸟的翅膀一样，震颤地扇动着让她保持飞行，但非常吃力。她的收入全都用于支撑她的高消费的生活方式和房屋月供。她没有任何流动性，

不能定期为自己的根基供资。假如她明天失去工作，她会连一笔住房抵押贷款月供都偿付不起。每到月底，她手头现金都非常吃紧，甚至没有一分钱余钱用于偿还信用卡，因此债务越滚越大——年利率是16%。凯特是美国富裕的月光族之一。

凯特的根基，要么生长不良，要么扎根不稳。35岁，401(k)只有50000美元（而且在她还清信用卡欠款之前不可能增长），这与她的收入水平完全不相称。凯特唯一的安全网就是房产，前提是她付清住房抵押贷款利息并积累资产。如果房市下滑，她的资产也会随之贬值。没错，她的公寓很有可能会升值，因为那是纽约，房地产通常都是很好的投资，所以她的计划最终也许会奏效。不过，将这么大的赌注压在房地产上实在冒险，特别是在房产维护费很高昂的情况下。

所以，当我之前说富裕不能解决一切问题时，大家还不相信我？虽然凯特住着百万豪宅、拿着丰厚收入，但她并没有资产流动性或平衡性。所以，尽管她的净值在纸面上看起来还不错，但她的根基很弱。凯特身上有灰姑娘式金钱昏迷的所有征兆。她魅力四射的生活方式及其所有光彩夺目的装饰都能轻易地瞬间消逝！那些华美的服饰也无法助她一臂之力。万一凯特失去了工作，需要花3个月时间才能找到下一份工作，怎么办？在此期间，她的信用卡欠款很可能会翻倍——她的储蓄在交住房抵押贷款月供之前就会用尽。她甚至可能不得不折价卖掉公寓，才能负担那些开销。这样做可丝毫没有魅力。凯特必须马上执行紧缩措施，不然钟声将会敲响——她的童话生活会变成被压扁的南瓜车。

正在形成的自由

在另一种生活方式里，你，可能收入平平，生活朴素但拥有坚实的净值。你的根基和翅膀在支撑着你。比如说，你的年收入与国家人均收入中位数持平，约75000美元。你租住在一间朴素的公寓里，省下了原

本可能用于房屋维修和维护的钱，并将其放入投资账户之中。你的学生贷款还剩下20000美元，信用卡欠款4000美元，401（k）账户中有150000美元，由你和雇主共同注资，此外，你的个人退休账户还有从前雇主那里转存的36000美元。你有一辆使用不很频繁的车，还有足够的应急基金（12000美元）。

以下是你的数据分解：

资产	
活跃的 401（k）账户	150 000 美元
个人退休账户转存	36 000 美元
应急基金	12 000 美元
汽车转售价值	12 000 美元
	=210 000 美元
债务	
学生贷款	20 000 美元
汽车贷款	8 000 美元
信用卡欠款	4 000 美元
	=32 000 美元
总净值	
210 000 - 32 000	=178 000 美元

在这一情况下，虽然你的收入不及凯特的1/3，但你们的净值几乎相同，而且你还更容易获取现金。你拥有强健的根基和翅膀。你的401（k）和个人退休账户中有多多样化的资产组合。你租房住，避免了支付维修费和维护费，这样就有更多现金来为将来的退休生活供资。虽然

你不是过着大手大脚的高大上生活，但你的净值非常坚实，而且当你遇到麻烦时，你也有现金应急。

朋友们，这就是正在形成的自由。

你真正想要的东西

你已经比其他人先行了解了净值。现在，还有另一因素要考虑。这是目前为止决定你是否可以创造正净值的最有力因素。准备好了吗？这一因素就是你的自我价值。如果你不珍视自己，你就不会认真照顾自己，而是屈服于每一次消费的冲动。这会造成巨大的浪费。

自我价值这一因素带来的其实是好消息，因为没有什么事物能阻止你选择珍视自己。你不必获得认证，不必得到他人批准，不必等待，不必练出新肌肉。你要做的只是选择而已。你的心智是可塑的。大声宣告，建立根基和翅膀于你而言是值得的，然后做出支持这一点的选择，哪怕从今天才开始。

失败主义或自我贬损的想法会变成有害的金钱故事，我们用这些故事告诉自己，我们不可能在财务生活方面获得成功。这种拦路虎般的想法不仅不符合事实，而且还会导致焦虑情绪增多、自信减少，并且助长无助感和绝望感。根据斯坦福大学2016年发布的一份研究，要应对这种令人焦虑、麻痹的思维和行为，唯一的良方就是培养研究人员所说的“学习型心态”：“寻找具有挑战的任务，对其进行规划，并且知道如何坚持完成这些任务。”^[2]他们在这项研究中积极鼓励一部分受试者思考他们真正想在人生中做出什么贡献，并且说服他们接受困难工作以提高其智力和能力，这部分受试者和其余未被训练采用学习型心态的受试者共同参加了一场测试，内容是他们原本认为非常困难的数学问题，而得到训练的受试者解出的问题要比未得到训练的受试者多出30%。

我想说什么？要有伟大的梦想，并带着勇气行动。不要因为担心自己已经搞砸了一切，或者担心自己无法弄清楚如何理财会搞砸一切，而在尚未开始行动之前就停下了脚步。心里感到害怕没有关系，照样去行动。解决那些你一直认为太过困难而无力解决的问题。

于我而言，珍视自我的秘密与通关《光神话》的驱动力别无二致，那就是愿意按下重置键。对你而言也是一样。你避免不了犯错，因为人人都会犯错。但那又如何？重置就好。弄明白你的错误，利用它们。你一定能弄明白你的错误，因为哪怕是最无力理财的笨蛋也都慢慢了解自己的错误。那些明白自己在人生中真真正正想要什么并且知道小小挑战有益无害的人，都不会对重新开始感到害怕或窘迫。记住这一点：游戏永远不会真的结束。

双重束缚

对我们中的一些人而言，需要很多年时间才能让那些讨厌的金钱故事不再发出声音，不再说“这不是我的问题”或者“你在说什么，我根本不懂”。但是，你已经知道，净值并不是一个复杂概念。我可以将我知道的一切都告诉你，为你展现我犯过的所有错误以及我如何纠正这些错误，但即便如此，你的财务模式可能依然难以从消费型转变为储蓄型，或者从储蓄型转变为投资型。要开始提升净值，第一步是了解“为什么”。事实上，这个“为什么”也许就是女性抵御或重新陷入金钱昏迷的分水岭。

不过，难以接受“重视自己与关心他人并不冲突”这一观念的并非只有你一个，所有领域的女性领导者也都面临这一问题。2013年《哈佛商业评论》的一篇报道研究了女性在主动或被动地站出来把握控制权时面临的微妙的性别歧视束缚。^[3]研究指出，一般情况下，领导者在工作符合自身价值观以及集体利益时，效率最高。这一组合给了他们一种愿景

感，让他们的视野得以超越日常工作，看到未来的可能。他们对自己的任务感到自信，所以能抛却个人的疑虑和担忧，控制住局势。

但是研究者们发现，对女性而言，要想发展出以任务为中心的心态“需要进行根本身份认同转变”。为什么？因为在大多数文化里，典型的男性特征都是领导力中的重要品质——果断、自信、独立，而女性特征则与服从相关——友善、关爱、无私。这篇报道称，传统“女性”特质和“领导力”特质之间的差异，使女性领导者受到“双重束缚”。

听起来似曾相识。还记得妮莎吗？她觉得“控制”自己的财务生活、做自己的“主人”，等同于放弃女性特质。抱有这种想法的并不只是她一个人。从商界和政界文化到社会主流文化，以及我们自身的态度来看，整个世界都抱有这种看法。我们在这本书的导言中谈到过，在传统由男性主导的领域中获得成功的女性会被他人认为能力很强，但她们不受欢迎。此外，男性拥有“领导力特质”会被他人视为自信和强劲，而在女性身上，则是“傲慢”或“粗鲁”，甚至我们还看到了人们说希拉里·克林顿“病态”。哈佛的这份研究称，这还只是“双重束缚”中的第一个。

第二个呢？行为符合传统女性特质的女性领导者可能会受人喜欢，但不会受人尊重。她们似乎“太过感性”，做不了艰难的决定，而且“太过软弱”，做不了坚强的领导者。不过，研究者们发现，好消息是，当女性在自己或他人身上意识到这一微妙又普遍的歧视时，她们会感到充满力量，能够采取行动来抵抗其影响。

增强意识，加强知觉。清醒面对你心中对自己的偏见，你才能开始脱离金钱昏迷。重写你的金钱故事，将自己从性别歧视的双重束缚中解放出来，你将开始转变你的核心身份认同。听着，如果哈佛说了这能行，那么你也可以做到！

学会拒绝

然而，有许多女性感觉陷在她们的金钱故事中无法自拔，无论这些故事破坏性有多大，她们就是无法从中脱身。她们无法将新信息转化为必要的支持性行动。这是行动中的金钱故事，它是你的财务安全面临的巨大威胁。记住，在文化层面，我们并没有做好准备在财务上照顾自己并且乐在其中。相反，我看见许多女性非常倾向于无私——放弃自己的工作、意见和想法，首先无偿地关心他人。所以，当我们优先帮助自己时，可能会责怪自己自私、吝啬或者是感到不舒服。要挑战女性工作应该惠及除了她们自身之外的所有人这一观点，需要花一些时间，可能还会让你感到一丝神经抽搐。

用下面这些想法测试自己。下一次你姐姐向你借钱而你手头吃紧时，对她解释说你现在“没有流动资金”。但这并不意味着你不能通过倾听来帮助她，你可以问问她为何会有困难，她还有什么其他解决办法。将你原本可能借给她的钱挪入应急基金。因为要乘坐飞机前往大学好友的婚礼而感到压力很大？婚礼听起来没什么好玩的。礼貌地拒绝邀请，将这笔钱挪入投资账户。10年后，这笔钱将足够让你俩享受一趟牙买加周末游——只有你和她两个人。

想到拒绝向家人提供他们需要的钱，或者因为钱而错过老朋友的婚礼，你有何感觉？你能想象在全心全意关爱照顾家人朋友的同时，也照顾好自己吗？问问自己：当你提出拒绝时，你真正害怕的是什么？

在你的优先事项与其他人的优先事项之间找到平衡。它们并不互斥。关爱他人、参加他们的人生重大事件，也许是人生最大的快乐，我并不是让你不要帮助你的挚友和家人。我要说的是：无论是现在还是以后，都应该关心自己，平衡你的慷慨。要知道，当你有了根基和翅膀的力量之后，你会是更强大、更优秀的母亲、姐妹、女儿、朋友和供养家庭之人。当你财务独立时，凡事都由你说了算。拒绝他人时不必道歉，人们也照样爱你。决定要跳槽时，你有财力支撑自己。你可以选择你想要的东西。你的金钱压力会烟消云散。

仍然是决策者

听着，我知道要奠定稳定的基础并非易事，因为我们的默认设定是不看、不听，将偿付账单放在优先事项列表最底端——正好在叠干净衣服、清空洗碗机或者彻底清洗汽车之下。但是，当你在财务上照顾自己时，你就是在照顾身边每一个人——你的孩子有保障，你的父母不必担心你。如果你想在生活中做出改变，你完全有能力这样做。有了坚实的财务基础，你甚至还可以真正帮助你想帮助的人。托马斯·史丹利在《隔壁的百万富婆》（*Millionaire Women Next Door*）一书中写道，他发现百万富婆比百万富翁要慷慨得多。知道自己完全有能力负担时，奉献的感觉难道不棒吗？

不过同时，我也不会说谎。如果你在家庭之外没有工作——也许你正在抚养孩子，或者你打算改行，又或者是受伤后正在痊愈，等等——那么你创造净值的选择有限，但这并不意味着完全不可能。没错，如果没有收入，你无法缴纳个人退休金，但是你的配偶可以为你开一个“配偶个人退休金账户”，并替你来缴纳。此外，你也可以利用你在上一份工作中留下的退休金账户，人们通常称之为“转存”。你可以管理你们的共同资产，比如：房子——房子需要进行维护，以便保持良好状态或升值吗？或者是你的退休储蓄账户——你的资产组合分配是否合理和平衡？你没有收入，但不代表你就能将财务交由他人处理，然后蒙头大睡。保持参与。你是一位决策者，你拥有家庭财富的半壁江山。不要陷入金钱昏迷！

计算你的净值

现在才刚开始，你不必今天就让净值转为正数。明天也不必急。甚至在这个过程中，你可能会朝负数的方向走得更远。我为了从大宅搬到

小公寓里时就是这样。这没关系。我当时正在调整航向，投入清晰的、更为长期的削减开支的计划中。调整航向可能意味着净值在正负之间来回晃动，甚至是开始建立资产（你所拥有的）的同时准备更加积极地偿付债务（你所赊欠的）。有时候，航向调整要许多年才能完成。我离婚后，不再拥有独栋房屋。这是重大改变——从住小城堡到后来租房住，落差非常大，我觉得自己是一个失败者。我也损失了那一大笔资产。但是，比起我的不适，这一改变所带来的财务益处要大得多。过着朴实的生活，我的现金不再吃紧。这意味着我可以开始偿付巨债，并且转而建立起退休储蓄。没错，这使我的净值在一段时间里暴跌。但因为我知道我走在正确的方向上，所以我没有慌。我知道我永远不会放弃。我知道，长期来看，我的净值会升高。就像皮特一样。我真的非常珍视这一点。

你的净值应当随着时间而升高。如果你在减少债务、增加储蓄和投资，那么你就走在正确的方向上。这能给人提供很大的动力。你还可以对净值进行年度或月度对比，跟踪自己的表现，然后在必要时进行调整。去年花费太高？过去几个月信用卡欠款增加了很多？储蓄不够？这一切都将反映在你的数字之中。所以，你的净值到底是多少？你现在就能知晓（我将在本书后续章节对此进行更详细的探讨）。

要计算你的净值，就把所有资产（你所拥有的）累加起来，减去贷款和负债（你所赊欠的），这个值就是你的净值。填写这张表格。你的净值是正还是负？

资产
首套住宅市值
现金
汽车在二手车网站上的估值
退休账户价值
投资账户价值
其他
总计
贷款 + 债务
住房抵押贷款
汽车贷款
信用卡欠款
房屋净值信用贷款
学生贷款
其他债务
总计

净值最好为正。但如果为负，也别气馁，这样会适得其反。自怜自艾基本等同于将你的钱烧掉一部分。为什么？如果你将宝贵时间浪费在思考那些你曾做错的事情上，那么你很可能会不再参与。如果你不再参与，你就会无意识地将那2000美元借给你姐姐，然后买一张2000美元的机票，去往朋友的婚礼。一瞬间，负债4000美元。所以，保持积极的心态。羞愧会导致无意识的冲动消费。对自己不要那么严苛，要有耐心。

看看你现在所处的位置——你已经清楚了解一切。这是巨大的一步。不带批判或悔恨的眼光看待你的数据是非常重要的第一步。

如果你的净值已然为正，那么你的目标数字应该是多少？首先，将目标设为你的年收入。所以，如果你年收入为80000美元，那么你的第一个目标就是让净值增长至80000美元。达到这一起始目标后，继续设定更高的目标。

仍然不相信你能做到？财务顾问乔斯林·布莱克·赫德斯说，每个人的自信心都会有起有伏，哪怕他们已经清醒地认识自己的财务情况有一段时间了。“身为财务顾问，我有时会嫉妒我的客户——并不是因为他们的财富，而是因为他们有足够的自律和决心去做正确的事，令他们得以积累财富，并且在许多情况下可以令他们提前退休。”她对我说，“尽管我有专业知识，但我和其他许多人一样，有时很难控制自己不去做错误的事，而错误的事会让腰缠万贯都变成白日梦，更别提退休什么的了。”所以，抖擞精神。我们所有人都在应对着我们的金钱故事、我们的不安全感以及生活的不可预知性。你能做的最重要的事就是待在这个游戏之中。

净值目标			
	年收入 5 万美元	年收入 10 万美元	年收入 15 万美元
25 岁净值	25 000 美元	50 000 美元	75 000 美元
35 岁净值	25 万美元	50 万美元	75 万美元
45 岁净值	65 万美元	130 万美元	195 万美元
55 岁净值	85 万美元	170 万美元	255 万美元

注：这些并不是硬性规定——所以如果你离这些数字还很远，请不要感到泄气。这些数字只是为了让你大概知道你可能达到的水平。

一直如此

实事求是地说，你无法预知你的处境会发生怎样的变化。我母亲认为，如果她嫁对了人，那么一切都能“迎刃而解”。但是，她最后却成了离异单身母亲，带着三个孩子。我的朋友苏西做到了首席记者，之后数字时代的到来使她收入骤减。我在2007年买房，到2009年，房子贬值了20万美元。然而，我的祖父母在1950年买了一套9万美元的房子，一直住在里面，拿着教师可观的退休金，直到离世。

你在今天、明天、下个月知道你的净值，也不能让你避免跌宕起伏的人生。一直都是如此！即便你认为你严格遵守着规则。但是，如果你的净值尽可能地朝着正向发展，那么你将更能抵抗大小意外的冲击。事情一定会有盛有衰。你可能觉得自己没有走在完成退休目标的正轨上——或者甚至离清偿所有债务都还很远。但是，重要的是，你正在做的事情将建立起你的长期保障。你可能并不会马上就有现金流或者充满资金的个人退休账户。但是，一步一步走下来，你会规整这些事情，最终这些优秀的财务习惯将变成你的第二天性。到时候，你每天醒来时都会坚定地说：“我正努力提升我的净值。”

为之供资

净值的意义在于让你关注你的个人保障，在于让你拥有理想状态下可随着时间而增值的资产。它意味着持续朝着正向前进，哪怕途中遇到挫折。因为财富——现在和将来都有钱——并不是从天而降的魔法飞马。财务保障并不是在你正需要时就掉下来解救你的一笔意外之财。

自我价值创造净值，净值支持着自我价值。如果你相信拥有个人财务独立是值得的，那么你就是在对自身进行储蓄和投资。拥有适中而可实现的短期和长期的成功愿景，将激励你持续集中精力朝着某一方向努

力。虽然我们永远无法预知生活将给我们带来什么挑战，但我们总是能将过上我们想要的生活作为我们的目标。这不是错误，也不是自私，更不是非女性化。这是勇敢，也是诚实。它比其他做法要诚实得多。

拥有你的价值，过上你想要的生活，为之供资。

[1] 401（k）计划是美国的一项退休福利计划，是应用于私人公司雇员的一项延后课税的退休金账户计划。雇主可自由选择提供这一计划与否，雇员也可选择是否参与。该计划允许雇员划拨部分薪水至个人的退休金账户，直至离职。——编者注

[2] Carol Dweck, “The Antidote to Our Anxious Times is a Learning Mindset,” Harvard Business Review, July 28, 2016, <https://hbr.org/2016/07/the-antidote-toour-anxious-times-is-a-learning-mindset>

[3] Herminia Ibarra, Robin J. Ely, Deborah M. Kolb, “Women Rising: The Unseen Barriers,” Harvard Business Review, September 2013, <https://hbr.org/2013/09/women-rising-the-unseen-barriers>

第2部分 你的财富-让人生更加从容与自由-

增长金钱，充实头脑，拓展人生。

第4章 你的财务类型与投资策略

谈到钱时，你是谁？了解自己的财务类型，做出最佳投资。

恭喜！你现在知道了你的金钱故事，也知道了迄今为止在潜意识中驱动着你的因素。你知道了什么是净值，以及为什么要使净值朝着正向移动，这是最重要的一点。你现在知道了，你的根基就是你的资产——随着时间而缓慢增值的投资。你也许还更清晰地勾画了你想要为之供资的生活，了解了目前在你面前的这一大好机会。信息量很大。现在，我们将更加深入实际，进行更具体的探讨。

在这一章中，我想帮助你决定你的最佳财务根基。我想先向你概述一下各个主要的可选项，然后帮助你找到最适合你的个性、预期和生活方式的根基——也就是说，能让你稳定下来的根基（也许对其他人来说反而是个负担）。选择你个人有动力去不断加强的根基，这一点至关重要。有了对的根基，你就会全方位盯紧你的收入。现在你可能会说，但是根基由收入来供资啊——难道不应该先谈谈我的收入吗？还有怎么做预算？我需要哪些账户？先来谈根基。扎根在展翅（获取现金的能力）之前。如果你不知道自己的最终目标，那么你也就没有动力去更加关注你的日常金钱习惯。你的开支和信用评分只会变成另一堆“待办事项”。感觉就像你不能好好处理这些问题，这种感觉很糟糕。

所以，与其将工资冲动地消费在枕头、唇膏、闹钟和大型超市里的旅行杯上，你应当先把钱存下来，并为此感到活力焕发。因为你有理由这样做：你正在为你的根基供资；你正在为未来的你提供稳定；你正在增长你的自我价值；你正在对自己说：“我将有能力处理路上的任何障碍——无论有多困难。”突然间，你将看到你的习惯对你的净值有直接影响。你意识到你能够调整这些习惯，让它们对你有利。你有这份力

量。你处于控制地位。你要进行的只有一个游戏：你的人生。

不必担心未来

我们首先来复习一下什么是财务根基。从定义上看，根基是难以触及的。你不能立马将其转为现金，将自己解脱出困境或为过去的冲动消费买单。当偿还信用卡账单遇到困难时，你不能轻易将你的投资项目变现。（至少要经过反复思量——并且这是最不得已的方法。）如果将其变现，你将损失一大部分钱。你的净值可能会暴跌。但是，如果你为根基供资，让它们生长，它们会为你带来长期回报（理想状况下）。所以你不必担心未来。它们将缓慢而稳定地提升你的净值。听上去不错吧？我们来一个接一个地看一看主要可以选择哪些财务根基，这样你就能了解一个大概。然后，你将思考哪种或哪些根基最贴合你的财务类型，也就是你个人处理人生和金钱的方式。

退休储蓄账之一：**401（k）**计划

美国主要有两大类退休储蓄账户，你可能已经都有所耳闻：**401（k）**计划账户和个人退休账户（**IRA**）。我们将在下一章里进行更为详细的介绍。如果公司允许雇员直接将工资的一部分存入某个退休账户，这个账户一般来说就是**401（k）**账户。如果是非营利组织，那么这类账户是**403（b）**账户。你可以决定公司将多少税前收入直接存入你的**401（k）**或**403（b）**账户，之后就会自动扣款。你几乎不会注意到工资少了这部分钱，而且这部分钱还免征个人所得税。这是真正的双赢局面。

注意：你必须明确提出加入**401（k）**账户投资的基金，否则你的款项可能会被留在无利息的现金账户里，这意味着钱不会增长。这些年来我遇到过许多女性，她们以为自己一直投资于公司支持的账户，结果却

发现她们的钱并没有通过投资而实现增长。你不要也变成那样！你一定要确保你的资金被投放在退休账户中时加入了公司支持的基金。

与公司负责401(k)的经理坐下来谈谈，确保你的钱投放于投资基金。投资基金有许多不同的类型，共同基金、交易所交易基金(ETF基金)等。所以有必要抽出时间进行一场正式会面，问清楚你能想到的所有事项，然后问问是否还有你不曾问到的问题。没有什么问题是愚蠢的。我再说一遍：没有什么问题是愚蠢的。这关系到你的钱。

退休储蓄账户之二：个人退休账户

如果你不能通过雇主来积累退休金，那么你可以开设一个个人退休账户。注意：个人退休账户本身不是投资。它是拥有特定税务规则和优惠的一类账户。首先，你可以选择传统型或罗斯型账户。如果你有开设罗斯型账户的资格，那么你的账户存款来自税后收入，这意味着当你退休后从账户中提款时，你不必缴税。当你年龄大于65岁时，这可能意味着一大笔钱。年迈的你将会感谢现在的你。

无论是传统型还是罗斯型，在为你的个人退休账户注资前，先了解规则。规则非常多，我不能都写在这本书里，不然你的眼神会呆滞起来。不过，下面这个例子可以激发你的兴趣。

你可以拥有多个个人退休账户，但在2017年，你向所有传统型和罗斯型账户中存款的总额不能超过5500美元，计算下来就是每月458.33美元。所以如果你失误了，超出上限多存了2000美元，那么美国国家税务局(IRS)将每年对你罚款6%，即120美元，直到你取出款项并且提交修正后的税款申报。

此外，针对小型企业主，还有SEP型个人退休账户，即“简化版员工养老金”。如果你是唯一的雇员，SEP型账户拥有所有个人退休账户类型中最高的存款上限。如果你有多名雇员，你可以为你自己以及所有在过

去5年中的3年里为你工作过的雇员存款。另外还有个体型401（k）账户或自雇型401（k）账户。这是带有利润分享计划的401（k）账户，意味着你的公司收入或你的个人贡献的特定百分比可存入你的退休账户。

调整组合

随着年岁增长，你会想要调整401（k）账户或个人退休账户中的资金组合。这称为“资产配置”，重新平衡就是改变配置的过程。

几乎人人都应当有401（k）账户或个人退休账户。只在两种情况下，你才应当暂缓开始或暂时停止向退休储蓄账户中注资。

第一种情况是，信用卡欠款很多，且利率大于5%。为什么呢？假设你的信用卡欠款1000美元，利率16%，那么这一年你将支付160美元的利息。如果你将这笔1000美元的款项存入退休账户，平均增长率为5%，那么你会赚到50美元，这还不够支付信用卡利息。所以，先还清信用卡，维持你的现金储蓄账户，这样你才不会陷入债务深渊，之后再为退休投资。

第二种情况是，应急基金低于一个月开销。许多财务专家都建议，在存够足以应付3个月至6个月开销的钱之后，再向退休账户中注资。但据我观察，对许多人而言，存款的感觉就像仓鼠滚轮一样原地踏步。我的建议是，先存够一个月开销，然后将存款分别存入应急基金和退休账户，这样你可以体会到进步的感觉。进步能够激励人心。有了激励，你会更加轻松地关注这一方面，而关注则意味着你将进行更多储蓄和投资。我能看见日后的你正在对现在的你微笑，她为你感到非常自豪。

投资：慢即好

投资股市是建立长期财务根基的最简单方法——只要你关注长线和投资形式多样化。多样化意味着将投资扩散至许多行业。共同基金和ETF基金从定义上看就是多样化的，它们通常代表美国和国际上的数百家公司的。

最简单、最低成本的投资方法就是指数基金。指数基金是各种股票和债券的集合，反映着经济的各个领域。

例如，标准普尔500指数基金代表了美国最大的500家公司的股票状况。假如目前上市公司规模排名第500位的伯灵顿商店与排名第502位的尼曼集团互换位置，那么该指数基金将自动售出伯灵顿商店的股份，转而持有尼曼的股份。

指数基金是为了匹配标的指数的价格与收益率而设计的，就是这么简单直接。对公司的选择并非基于个人观点或基金经理的主观意愿，而是基于指数委员会设立的严格标准以及公司的股市市值。

主动型投资是指你个人在例如亿创理财等公司开设账户，并自主挑选投资标的。在20世纪90年代和21世纪初，无数的平民投资者决定辞职，去做“当日交易者”，希望能从互联网发展潮中捞一大桶金。我们都知道结果如何——不怎么好。事实上，结果非常糟。

只要你不是寻求快速回报（特别是在退休账户里），那么保守型投资是一种聪明、低成本的投资方式。目前，ETF基金，即交易所交易基金，非常热门。记住，要关注长期回报。短期回报可能会让你看晕。你的账户可能在某天损失20%，但两个月后上涨25%。最好将眼光放长远，而不要只关注每日涨跌。

从历史经验来看，市场总是会重新上涨，尽管市场暴跌或崩溃后需要一些时日才会反弹。当你确实经历市值暴跌时，不要惊慌失措。

切勿将钱抽出市场，无论你感觉如何。

静静等待反弹。

如果你每年存入退休账户的款额都达到上限（你真棒），那么可以考虑进一步投资（这种投资就没有税务优势了）。无论怎么做，你都需要了解投资的运作方式。为什么？因为401（k）账户或个人退休账户里的资金和其他资金都一样，都是投资组合。

房地产：街的另一边

我们许多人都想有自己的房产。从艾森豪威尔时代开始，拥有一套房便是身为美国人的标配：既是只赚不赔的投资，也是长大成人的象征。现在有一些有线电视台，整个台都在制作耀眼的房地产真人秀——事实上，节目中呈现的都是精心设计的梦幻场景，旨在诱导观众相信，如果他们将时间和精力投入对一套完美的房屋的投资中，他们的生活将会魔法般地得到丰厚回报。这是真的吗？

如果你理解了与房地产相关的各项成本，房地产可能是一项很好的投资。拥有房产，会让你获得税务减免，为你带来切实的财务投资，并且让你在社区中有一席之地、深入扎根。它能创造收入，未来有升值潜力。事实上，住房抵押贷款越来越少，它的价值也就越来越高。有一天，当你老了，迫切需要削减生活成本时，你不必为住处支付租金。此外，房地产作为根基，相对比较容易理解——毕竟它看得见摸得着。

但是，和其他所有投资一样，房地产无法确保能带来收益。和所有财务根基一样，房地产有成本（购买房产），也有风险（回报不定）。例如，与退休储蓄账户相比，房地产升值的可能性会更低。此外，周边景色优美、设备齐全的一栋大宅，其价值可能远不如一间相对而言破破烂烂的公寓，这取决于它们的位置——可能所处地区不同，但甚至也可能

只是在街的两边。这并非意味着你不应该买房。你只是需要考虑清楚，房子是否作为资产，或者其开销是否是你想选择的生活方式。永远不要感到害怕，我们稍后会更加具体地探讨这些问题，也将在租房方面做一些计算。

你自己的公司：风险最大的根基

也许最不明显的根基就是建立一家公司，它的风险也最大。人们进军商界有各种各样的理由。有些人开公司是为了摆脱朝九晚五的苦差事。有些人则是为了实现一份激情：他们想提供其他人愿意花钱购买的优质服务。有些人垂涎于最终将公司转手（比如被硅谷天价收购）或者上市带来的巨额回报。理想状况取决于你如何建立起你的公司，理想状况下你能将公司以超过其盈利额的价格售卖给他人。许多企业都拥有宝贵的“无形资产”，比如与合作方签署的合同、原创技术、声名响亮的品牌等。这些都有价值。

与作为雇员被雇用相比，自己创立一家公司能为你带来更高的收入。公司作为一个实体，可以比你提供的按小时计费的工作更有价值。随着时间的推移，公司能在工作日8小时之外继续创造收入。此外，你可以将办公室政治永远抛在脑后，将自己彻底改造为厉害的企业家。你会知道你就是这块料，并且你的日程安排可以很灵活。这非常激动人心。

经营企业可能带来大量财富，但也可能导致负债和失败。如果你将一切都置于险境——你的存款、你的信用、你的血汗和眼泪，你就能看到持续的6位数收入吗？答案只有一个：也许。也许有，也许没有。不是每个人都适合经营公司。你会经历曲折的学习过程，面临巨大的财务风险。在头几年，你夜以继日地连轴转，在市场上证明自己——建立信任和信用、建立网络、吸引潜在客户、获得高销售额。在这四件事上努

力很长时间后，才能看见营收增长。你必须有能力忍受赢利能力如过山车般大起大伏——甚至有时连工资都无法定期开出。但是，如果你有激情、有条理、热爱冒险的话，那么建立一家可赢利的公司可能是适合你的根基。

你是谁

好了，现在你已经大概了解了主要的根基类型——我们将在本书的这一部分内容里详细探讨每一种类型。但是，我认为，在你认识你是谁，以及你作为投资者可能会有怎样的行为方式之前，探讨这些细节内容并没有意义。在我看来，你想要扎下和培育的强大根基，以及你愿意处理的风险规模和类别，都应当与你的个性贴合。

我们都想要财务上的自由和安逸，但我们每个人都不一样。我和很多人不同，我能够容忍高风险的处境和机遇——我一直都是一个追求刺激的人。但很多人不是。我的直系亲属大多数做了一辈子的管理人员。虽然他们在面对股市起伏跌宕方面毫无问题，但他们完全不能容忍债务或收入方面的风险。你呢？

比如说，你是否渴望稳定，有一个美丽的家，并能融入社区？如果是的话，那么拥有房产就是适合你的选择。如果你还没有安定下来，也许会考虑搬到另一座城市，那么你可能对长期投资更加安心——你可以从手机上监测这些投资组合。归根到底就是要了解你自己。所以，你一定要知道你是谁。

五种财务类型

我与加利福尼亚州的精神分析学家珍妮弗·利·赛丽格合作，制定出

了一套简单的方法，可以让你知道哪种根基可能更适合你，你有多强的复原力，以及你能容忍的风险有多大。财务类型是一套心理测验工具，能让你知道你在财务方面的天赋、长处和破坏模式。有五种财务类型：远见型、享乐型、独立型、生产型和养育型。每个人的财务类型都是以上五种的组合，并以其中一种或两种为主导。你可以通过 www.moneytype.me 网站进行金钱类型测验，或者继续读下去，看看你对哪种最有同感。哪种听起来最像是你？

远见型：平衡风险

远见型的人将金钱视为自我表达的工具和追随内心激情的手段。如果你属于远见型，那么你会驱动自己将所爱之事变成工作，并且当工作取得财务方面的巨大成功时，你也同样感到非常兴奋。有些远见型的人可能高度受到金钱驱动，而其他一些人则知足常乐，只要能在世间做自己的创意工作就行。她们的成长建立在将她们对世界的愿景表达出来的工作上，她们视金钱为成功的象征，证明她们的想法和成就受人重视。其他人可能会请远见型的人来为复杂难题思考创新的解决办法。她们总是思考如何扩大规模，可能拥有多重收入来源——她们可能永远不会只做一件事。

了解远见型：远见型的人喜欢他人认识到她们的价值，并投资于她们的项目。也因此，虽然她们无意如此，但她们可能会承担过多的风险，使她们在财务上容易蒙受损失。远见型的人害怕临终时“所有想法都仍然只是想法”或者没能“放声歌唱”。同时，远见型的人鼓励我们抓住机会，遵从自己内心的创新梦。

远见型之人面临的挑战：为了将来的回报而使一切都面临风险，未能有条不紊地打造当下的收益。

针对远见型之人的激励一问：既然你想要产生影响力，那么问问自己，通过建立根基，你能实现什么大梦想？

远见型之人的关键通路：

- 打造安全网

因为远见型之人愿意为了更富创造力的生活而承担风险，所以，打造自己的安全网非常重要。远见型的人不想感觉被某位雇主或搭档束缚，她们需要知道自己能在不破坏整个财务生活的情况下拥有支撑自己做出改变的力量，所以必须拥有短期的现金储备。回顾一下你的开支，算出你的月度开支基线，然后努力存够让你感到安心的现金储备作为你的安全网。根据你对风险的容忍度，这可能意味着这个金额可以保证你3个月或一年的支出。

- 阅读合同细则

远见型之人在其工作得到投资者和支持者肯定时会感到非常高兴。有人愿意为你的想法而投资，这种感觉很棒，但是，无论投资人看起来多么像天使，在与其合作之前，必须要阅读合同细则，并且做一些尽职调查。在确定投资伙伴关系，或者甚至是进行一次商业信用卡交易之前，远见型之人需要进行一番检验。换言之，确保你知道所有条款之后再签字。机会摆在面前时，先预想一下，充分了解会有哪些后果。如果你正在考虑与某位投资人合作或者进行融资，思考一下事情向前推进后会是什么模样，可以向律师或财务规划师等专业人士寻求帮助。

- 不要忘记税务

如果你是在全职工作的同时进行兼职创作，那么确保留出一部分存款来缴税，这样你的创意工作就不会面临任何出乎意料的后果。定期对自己的存款和缴税进行梳理。不要只对自己保证说稍后会考虑这件事。

- 平衡风险

所有投资都带有一定程度的风险，远见型之人必须了解她们的投资

项目所涉及的风险。如果你是一名自由职业者或者自己创立了公司，那么你已经承担着大量风险，所以你应该试着在投资方面平衡风险——考虑多样化的投资组合，不要只是从朋友新开的餐厅里抢购一份股份。在全球中衡量风险，看看你需要在哪些地方更为保守一些，来平衡你已制订的一些令人兴奋的计划。

适合远见型的财务根基：退休账户、自己创立的公司。

享乐型：感到激励，而非潦倒

享乐型的人爱钱。她们爱消费，主要消费对象是物质商品、服务和体验。她们可能甚至也享受存钱，但通常她们心里都有消费目标，因为她们以活在当下的心态对待金钱。享乐型的人寻求美好的生活，喜欢上等事物，“上等”的标准由她们自己定义。她们为自己的好品味感到自豪，对这些女性而言，质量高于一切。享乐型的人努力赚钱，这使她们对于花钱、对于好好对待自己和他人都感觉良好。她们喜欢调动所有感官来享受生活，当她们有钱时，她们会邀请其他人一起享乐。享乐型的人在假日礼物或特殊场合礼物方面，出手有时过于大方。她们可能会开始进行副业或加班，以便能购买使她们感到愉悦的体验和奢侈品，并且会额外注意保持着装时尚。

了解享乐型：享乐型的人喜爱投资于有乐趣的体验、服务和产品。但她们也害怕会失去她们的生活方式，或是永远无法拥有她们想要的生活方式。享乐型的人可能会在无意中进行冲动消费，从而折损她们的财务前景。同时，享乐型的人让我们看到金钱能带来的乐趣，可以用钱来款待自己，享受生活中的美好事物。

享乐型之人面临的挑战：享乐型的人通常希望在当下享乐，所以很难将享受推迟到以后。

针对享乐型之人的激励一问：既然你喜爱财富和享乐——拥有美

丽事物、养尊处优、受到溺爱——那就问问自己，你已有的根基如何能让你在年长时维持你的美妙生活方式？

享乐型之人更为宏大的计划：

- 注重有意识的消费目标

选出你非常渴望购买的物品和体验，将其作为目标，进行储蓄。确保既设定了短期目标，也设定了长期目标。集中精力于你的奖励体系之中，要让储蓄激励你，而非让你感到潦倒。短期目标是指两年内的目标，长期目标可以是几年内的目标，也可以是退休等长远目标。举例来说，如果拿铁让你一天充满活力，那就不要省掉它，但一定要刻意远离诺德斯特龙高档百货店，直到你可以买下你真心想要的那个包的那一天。

- 先存钱后花钱

对于不停刷卡（或扫码支付）的享乐型之人而言，有一个好办法就是每月自动储蓄，并且开一张内部的“工资条”——在你将钱分配用于储蓄和固定开支后，给自己发一笔工资，让自己安心、自由地花费这笔钱。

回顾你过去3个月到6个月的开支，清楚了解你的消费项目，确定哪些是“核心开支”或需求（房租或住房抵押贷款月供、水电费、汽车相关费用、食品杂货）。然后看看你在享乐品上的灵活开支，比如美甲、外出用餐、衣物、健身房会员费。将这些享乐品按照重要性排序，并且坚持使用这张排序表。

- 重新思考优先事项

要小心债务筹资。无论你是追赶同事潮流或者只是犒劳自己，你很容易就会用信用卡来补足你的收入。如果你已经负债，那就优先偿付利

率最高的那些信用卡。如果你确实要买房，那就谨慎行事。改造和装修的费用可能会将房屋的资产价值抹得一干二净。

适合享乐型的财务根基：退休账户、房地产。

养育型：优先考虑他人

养育型的人将金钱视为帮助他人的工具，无论对象是其伴侣、孩子、家人、同事、雇员或者社区。如果你属于养育型，那么你最看重人际关系，并且在进行财务决策时会考虑其他人（尽管有时你知道也许不可能优先考虑其他人）。有钱时，养育型的人热爱在财务上付出并扶助他人，而且，她们遵循“时间就是金钱”这条格言，对她们的时间也很慷慨。在一段恋爱关系或在家庭中，她们的首要任务就是好好地养家糊口。如果你心里主要想着的就是关爱他人、培养关系，那么你就属于养育型。房地产和退休账户将会是令你非常满意的根基。你可能只需要提醒自己，当你为自己的退休生活存钱时，你也能更好地照顾他人。

了解养育型：养育型的人喜爱为他人提供物质，确保他人安全并得到照顾，但她们也害怕让人失望以及无力支持她们所爱的人。养育型的人可能会在无意中在支持他人方面投入过多金钱，使自己的财务需求得不到满足。同时，养育型的人教给了我们利他主义以及利用金钱去爱和保护他人的价值。

养育型之人面临的挑战：优先并且持续地对自己投资。

针对养育型之人的激励一问：既然你热爱连接他人、关爱他人，那么问问自己，你已有的根基将如何让你得以表达对他人的关爱和恻隐之心？

养育型之人更为宏大的计划：

- 优先帮助自己才能更多地帮助他人

养育型的人尤其具有付出精神，为人尤其友善，她们的开销主要花在所爱之人和自己珍视的事业上。利他主义是我们人人都能向她们学习的一项优秀特质，金钱不只是为了投资于公司或财物——金钱是对你所爱的东西进行投资和支持的工具。然而，同样重要的是，要记住空乘人员在你急切地发送短信和试图将手拿包塞到脚下时对你所说的话：“戴好自己的氧气面罩后，再帮助他人。”这对于养育型的人尤其关键。

- 不要为他人而负债

复利在储蓄中对你有利，在借贷中则对你不利。不要用信用卡来筹措资金给所爱之人买礼物或借款给他们。如果你发现自己正在帮助许多人解决经济问题，那么你需要重新定义何为紧急事件并且设定清晰的边界线。

- 优先考虑自己，保持健康人际关系

如果你是一位家长，那么确保你已经优先考虑了你的退休生活，之后再集中精力为孩子的大学基金注资。你的孩子可以申请贷款——我知道这并不是理想状况，但是要好过等孩子长大了，你睡在他们家里的沙发上。如果你的恋爱对象收入比你少，那么你很容易作为贴心爱人，承担更多费用，因为毕竟你收入更高。这没关系，前提是你同时也在为退休生活注资并留有积蓄。

- 制定资助预算

养育型的人可以制订一个以目标为导向的计划，使自己能对信任的人和事业提供资助的同时不会陷入险境。她们将得益于这样的计划。有意识地对信任的事业进行慈善捐赠，为提供给所爱之人的礼物和资助设定目标及限制，这样能帮助养育型的人制定出资助预算。这不是拒绝他人，而是支持你自己的未来，这样你才能在将来继续帮助那些你爱的人。

适合养育型的财务根基：退休账户、房地产。

独立型：太多规则

独立型的人甚为重视自由和自主权。如果你属于独立型，那么于你而言，重要的是按照自己的方式来生活，自由地追求幸福。独立型的人往往不怎么考虑金钱方面的问题，除非金钱阻碍了她们获得想要的生活。她们拒绝让金钱来主导人生选择，她们的选择可能在旁人看来难以理喻。她们可能视金钱为一个拥有太多规则的游戏，她们反叛他人口中既定的游戏方式。独立型的人对待金钱可能是一种“来得容易去得也快”的态度，但这是因为她们拥有资源——她们一览全局，自信能够玩转金钱游戏。

如果你只赞同你自己的体系、反对朝九晚五的生活、认为金钱“来得容易去得也快”，那么你可能属于独立型。房地产不适合你——特别是当你不想被束缚、不想安定下来时。退休可能无法让你拥有动力。因为你喜欢完完全全按照自己想要的方式来生活，所以，投资可能是最适合你的根基。最大化你的收入，然后最大化你的增长。然后也许——只是也许——可以拥有一家公司，这样你就是做主的那一位。

了解独立型：独立型的人喜爱将精力投入冒险和体验。但她们害怕不能按照真正的自我而活，或者只是为了拥有更多钱财而放弃自我。独立型的人可能会在无意中欠缺对金钱的关注，造成一些本可避免的财务难题。同时，独立型的人鼓励我们重新思考金钱在世间万物中的重要性。

独立型之人面临的挑战：意识到金钱的现实作用及其影响——以及其各种可能。

针对独立型之人的激励一问：既然你热爱自由和自主权，那么问问自己，你已有的根基如何能让你在当下和未来都能按你自己的方式生

活？

独立型之人更为宏大的计划：

- 重新思考你对金钱的看法

将详细分析和规划交由他人来完成，可能对独立型的人有所帮助，也能减轻财务决策和制订计划所带来的一些压力和焦虑。这样来想：如果你拥有储蓄和投资，那么你能用这些钱让生活变得更为自由。我认识一位曾经担任对冲基金经理的人，他常常将他的银行储蓄称为“脏话钱”，意思是，这些现金让他能够在每天早晨醒来时心里知道，即使他对雇主大骂脏话，也不必担心没有钱支付住房抵押贷款月供。如果这对你有帮助的话，那就相应地给你的储蓄资金重新命名吧。

- 尝试社会责任投资（SRI）[\[1\]](#)

如果你感觉投资太有企业风格，并且规模大容易失败，那么你可以考虑社会责任投资。你的投资组合在经过筛选后，会排除那些与你的价值观相悖的公司的股票。

- 向更有保障的未来迈进一步

梦想着随时来一场说走就走的旅行？为了成为你梦想中未来的那个自己，你需要为这些短途旅行提供资金。现在就进行储蓄，并且好好利用延期纳税[\[2\]](#)的政策，那么在未来，你可能就不必继续工作，而是有能力随风起航。

如果你是自主经营，那就做些研究（或者雇用财务规划师——我们懂你），制订最佳的退休计划。如果你工作的公司提供退休计划，那就设定自动向其缴纳可观的金额。

- 设为自动驾驶模式

想法要宏大，设定能够激励你的目标，设为自动化操作，然后回到生活中来。你能够将储蓄和开支，尤其是账单支付，越多地设为自动驾驶模式，你就有越多时间享受优质生活。

适合独立型的财务根基：投资、自己创立的公司。

生产型：结构和控制

涉及金钱时，生产型的人理智、勤奋，并且始终如一。

她们享受积累财富并看着财富增长。她们密切关注自己的钱，有条理地对自己的财务决定进行评估。生产型的人在财务上可能很保守，她们更喜欢最小化风险敞口，无论她们拥有多少钱。她们在金钱方面很务实，宁愿将钱省下来，也不会花费在她们认为不需要或者不必要的事物上。她们能接受预算和财务规划，因为她们重视结构和控制。

如果你很有策略、喜爱规划，那么你很可能属于生产型。你能够理解电子数据表和切实目标，所以大部分类型的根基都适合你，但经营公司除外——不确定性可能会令你神经紧张。首先，集中精力建起退休储蓄，因为这是考虑长期积蓄最有条理的方法。然后，你可以接触房地产和投资。虽然你容忍风险的能力也许尚可，但如果出现太多转折，你绝对会感觉压力太大。

了解生产型：生产型的人喜爱获取、管理和积累金钱，但她们害怕金钱方面出现重大损失，或者失去对金钱的控制。生产型的人可能会在无意中进行强迫性储蓄，对金钱的态度过于保守。同时，生产型的人让我们知道规划未来的重要性。

生产型之人面临的挑战：对于可能做什么或可以做什么太过死板。

针对生产型之人的激励一问：既然你热爱秩序和心安，那么问问

自己，如果你已经达成目标，你要如何超越它们？

生产型之人更为宏大的计划：

- 建立适中的安全网

建立良好的储蓄习惯是拥有坚实财务规划的关键，生产型的人通常都对整个储蓄概念了如指掌。然而，要是她们不当心，复利可能让她们过度兴奋，将过多的钱存入银行。清晰地了解你真正需要的安全网有多大，然后建立投资组合，让其余的储蓄对你有更大的作用。回顾过往几个月的开支，了解你每月需要多少钱支付账单和满足基本需求。然后，根据你的工作稳定度和风险容忍度，你可以使安全网等同于至少3个月的开支，或者如果更大的安全网让你感到更加放心的话，可以是接近一年的开支。

- 不要损失金钱（因为通货膨胀）

有些生产型的人可能太过关注存钱，从而太少关注个人发展和享受。储蓄账户是宝贵的财富，但如果维持账户的代价是支付信用卡利息，那么情况就不同了。虽然通货膨胀在当前的经济下似乎是个笑话，但它是真实存在的力量。如果你在投资账户里的钱表现不佳，收益率低于通货膨胀率，那么你就是在损失金钱，因为你储备了太多现金。在建立起短期储蓄资金后，考虑投资于一个贴合你的投资期限、未来目标和风险容忍水平的投资组合。你不必从超级保守跳转至超级进取，你只需要与专业人士合作，了解你的投资组合应当如何改进。

- 自由职业者们，为未来而规划

生产型的人通常在退休储蓄方面都很厉害，所以如果你是自由职业者的话，确保你的退休计划能让你最大化延期缴税带来的增长。例如，SEP（简易雇员养老金）型账户也许能给你提供比常规的个人退休账户更大的存款空间。如果你工作的公司有退休计划，那么重新确认一下你

投资了哪些基金。利用你的自然倾向作为跳板，好好学习税金节减策略和各种退休选项，以确保你真正最大化地利用各种机会促进财富长期增长。

适合生产型的财务根基：退休账户、房地产。

在进行财务类型测验时，你的分数显示了目前每种类型对你的体现程度——这称为“贴合度偏好”。例如，你可能和我一样，属于100%的远见型。但我也属于62%的生产型，这使我有能力经营自己的公司。有些女性可能发现自己会非常极端——某些类型贴合度很小，其他类型贴合度很高。其他一些女性可能发现自己各种类型混合得比较平均，没有较强的偏好。如果你刚刚读完所有五种财务类型的信息，心里想“所有类型听上去都有点像我”，这也是正常的。

不惧风险

不是每种根基都适合每一个人。就我个人而言，我已经暂时排除掉了买房。由于10年前错误地买了房，我现在仍在恢复元气。所以，在过去5年，我一直在发展自己的公司，偿还因为房产和离婚而欠下的债务，储备积蓄，并且为退休积累资金。

无论你选择了什么根基，都要放宽心，要知道你不可能掌握根基未来的生长情况。你会自己做研究，上网搜索直到手指出血，打电话给你哥哥，并且为自己祈祷。但是，股市、房市和商业冒险的运作方式会使得意想不到的状况永远都可能出现。对待不确定性要安然处之，这是值得的。如果你觉得不确定性——换言之也就是风险——总是负面因素，那么请和我一起来进行改观。风险仅仅意味着不确定性。它既非正面，亦非负面。风险只是意味着你无法预见未来是好是坏。

你能承受多大的不确定性？在这方面，人各有异。可能要等到你开

始建立根基时，你才知道自己的情况。所有根基都需要预支启动资金，并且需要注入更多的钱才能使其更坚实。比如说买房，首先你需要支付首付，然后房子需要维修和维护；再比如为退休积累资金，你首先需要开设401(k)账户，然后持续定期向其中存款。你投入这么多，它们的价值将会增长多少？这取决于许多你无法预测的因素。如果你理解市场有涨有跌，而你在市场中玩的是长线游戏，那么你已经有了很好的开端。

如果你想一想，你会发现日常生活其实已经充满了不确定性。你去超市时，需要决定把钱花在哪，要买大罐橄榄油还是小罐的——现场很难知道买大罐多付的钱是否物有所值，或者将那么一大罐东西搬到车上会不会有引发疝气的危险。你必须当场迅速做出决策。这就是风险。好消息是，许多人已经研究所有这些根基很长时间了。你不必盲目猜测自己将要接触到的是什么。做出力所能及的最佳评估，然后就开始投入吧。

如果你曾经在房地产或经济萧条中受过打击，或者认识有此经历的人，那么你可能不愿意考虑重新建立根基。你可能想重新使用大萧条时期的策略，就像丽莎·鲍曼在克利夫兰的亲戚一样，把钱藏在客厅地毯下、夹在书里、塞进家具里。当丽莎的外祖母去世时，她和她的母亲发现整个房子里各处都藏着钱。但是，将所有资金都作为现金保存起来并不是确保未来有保障的万全之策。假如你今天将1000美元存入传统储蓄账户，20年后，它只值500美元。这就是通货膨胀：东西变得越来越贵，你的钱也就越来越不值钱。既然现在你已经懂得如何测量风险，那就不要躲躲藏藏。重新建立起你的根基。

开始行动

如果你因为缺乏知识而感到缩手缩脚，那么听我说：任何根基的建

立都有简单的方法。我在大学时开始尝试进行创业。1999年，我建立了我的第一家电子商务公司，名为“Y2Kgift”（2000年的礼物）。如果你当时年龄还小，现在回忆不起来，那听我讲：1999年是狂乱的一年，大家预计科技会发生一次崩溃。软件编程师当时只用2位数字来表示4位数字的年份，所以2000年与1900年无法区分开来。在1999年12月31日的午夜，我们害怕将会回到黑暗时代。各大新闻头条都在大喊着世界末日！大公司投资千万资金，对它们的软件进行重新格式化，将数据采集模式从2位改为4位。我的贡献呢？我制作了一个“2000年生存套装”，里面包括蜡烛、水、米和豆子。我打算将它们作为恶作剧礼物在Y2Kgift.com网站上销售。现在回想起来，这是个荒谬的商业决定，但是20岁的我认为这个想法非常妙。

我在花旗银行的2000年数据库升级项目中做兼职工作，挣了2000美元，我把这2000美元全都投入于生产那些礼物。我去了唐人街，买了一大袋米。我订购了一盒盒的蜡烛，打印了商标贴纸，包装好了1000套套装。我母亲吓坏了。“你花2000美元都买了些什么？”

“妈，”我对她说，“这比读一个工商管理硕士要便宜！”我一套都没卖出去。但我学会了如何从零开始搭建一个电子商务网站、设置信用卡交易、对产品进行市场营销。你需要从某处开始，你将通过试验学到非常多。别纠结于分析而不去行动。找一件事开始即可。现在，有那么多免费工具，你都不必花费2000美元。

在网络投资平台上向个人退休账户中存入500美元，比如Betterment网站、Aspiration网站，或者DailyWorth旗下的WorthFM网站。它们将为你选择投资基金组合，可以做到最大程度的多样化，并且费用较低。你看看会发生什么吧。从小动作开始，风险最小。这还能让你有时间适应将钱放在除储蓄账户之外的地方。最大的危险——对你而言最大最大的风险——就是什么都不做。因为不行动就是一种风险。永远不参与其中，永远不接触这个游戏，永远不看一看存在什么可能，就意味着将我

们自身的财务状况置于险境。

[1] 社会责任投资（socially responsible investment，简称“SRI”）是将投资决策与经济、社会、环境相统一的投资模式，旨在促使投资者在传统的金钱回报之外考虑社会公益、经济发展、世界和平、环境保护等。——编者注

[2] 在合法和合理的情况下，延期纳税可增加纳税人的现金流量，并无须为这部分现金支付利息；如果存在通货膨胀或货币贬值的情况，延期纳税也有利于企业获得更多收益。——编者注

第5章 为未来供资

资助你想过的生活，做理想的自己。

我坐在餐桌边，看着我的孩子们，一个8岁，一个10岁。“妈妈对你们这么好，”我放下两份布朗尼蛋糕作为他们的午间特供甜点，提醒他们道，“等我老了，你们也会对我很好，对不对？在我又老又穷、无处可去的时候？”他们安静地吃着。我说的这句话带着夸大的成分。哪怕我的安全网分崩离析，我也会竭尽所能地避免成为他们的负担。但这种情况仍然有一丝可能成为现实，我想知道，到时候他们会不会照顾我。

近半数超过退休年龄的女性仍在工作。^[1]我想象自己已经89岁，满脸皱纹，弯腰驼背。我在DQ冰雪皇后冰激凌店里操纵软冰激凌机的拉杆，感觉就像在做卧推。手指关节阵阵作痛，没人注意时，我就把手伸进冷冻室里。呼，舒服。直到一大群顾客莽撞地走进了店里，各个年龄的孩子同时大喊着自己要这个要那个，声音刺耳嘈杂。我的视线模糊了。谁来把我的降压药拿给我！

在这种时候，我就会怀念《反斗小宝贝》（*Leave It to Beaver*）中的退休生活。天哪，一切都是那么轻松！在五六十年代，你的丈夫是公司的忠实职员，事业稳定，退休金有保障。65岁以后的生活就是一场充分享乐的缤纷人生，坐游轮、做志愿工作、加入桥牌社、溺爱孙辈。我是说真的。那个世界——虽然很久以前第一波女权主义者正确地对其进行了抨击——比起现在这个世界确实更加令人向往，对不对？

现在已经没有什么切实的保障。1/3的美国人退休储蓄为0。^[2]不再有“公司的忠实职员”——女性亦然。在过去20年里，人们在大学毕业5年内跳槽的次数几乎翻了一番。1986年至1990年毕业的大学生，仅仅在

毕业5年内，就平均做过超过1.5份的工作。对于2006年至2010年毕业的大学生，这一平均数字接近3。^[3]养老金呢？它们已经被大范围地淘汰了，取而代之的是401（k）等退休储蓄计划^[4]——前提是你运气够好，任职的公司提供此类计划。如果你属于占美国工作人群比例超过1/3的自由职业者，^[5]那么你只能依靠自己。此外，虽然目前约1/4的美国女性收入超过其丈夫，但大多数美国母亲是单身，勉强维持着生活。我就是离异女性，还是自由职业者。我如何负担得起退休生活？孩子们，你们的想法呢？他们正吃得满嘴都是巧克力呢。

你没有假期

我直接说吧：女性退休的整体情况在纸面上看起来非常糟糕。根据美国劳工部的统计，只有44%的工作女性向退休储蓄账户中存款。^[6]女性缺少退休储蓄的可能性比男性要高出30%。2/3的女性（63%）说，面对退休，她们没有积蓄或积蓄低于10000美元，相比之下，有这种情况的男性仅过半数（52%）。储蓄金额越高，性别差距也就越大。退休储蓄介于10000美元和99000美元之间的男性和女性比例几乎相等，但超过20万美元的男性的比例是女性的两倍。^[7]

当然，女性处于落后地位有两大原因，一是两性的收入差距，二是不稳定的工作模式，我在本书导言中谈到过。由于女性比男性收入少，无论她们如何存款，都是不够的——哪怕复利丰厚，少就是少。而兼职工作——许多女性在抚养孩子或照顾老人时都会承接兼职工作——往往不提供退休储蓄计划，提供退休储蓄计划的仅占49%，相比之下，对全职员工的覆盖率为79%。^[8]

但是与此同时，女性对退休储蓄的需求远远大于男性。举例来说，女性和男性对于退休的想法并不一样。对我们而言，退休并非一个漫

长的高尔夫假期。男性将退休视为从工作中完全解脱，而女性视之为工作量减少，继续照顾家人、朋友，履行社会责任。^[9]再举一例，虽然女性平均寿命更长，但年岁越大，医疗费用就越高。^[10]不客气地说，当前的退休体系根本就不是为我们而设计的。

经济学家特蕾莎·吉拉杜奇2016年在《纽约时报》的一篇文章里称，养老金、社保和401（k）计划设计于20世纪初，原本是借由雇主和工会而得以保障雇员权利，^[11]但政府并没有跟上美国人生活的脚步。到2020年底，婴儿潮时期最早出生的那些人将达到退休年龄，吉拉杜奇预测，赤贫老年人的数量将急剧增加。社保和各项服务将会吃紧。中产阶级已经非常薄弱，随着生活成本升高，他们负债越来越多，收入越来越少。根据《纽约时报》的一份报告，在2003年至2013年期间，一般家庭的净值已经惊人地下跌了36%。^[12]但是，要想在65岁后维持现有的生活方式，我们可能需要一两百万——或者更多。研究显示，许多女性害怕到老年时穷困潦倒。^[13]我们有充足的理由担心退休后捉襟见肘甚至无家可归。

精于此道

不过我这里有好消息。自2008年经济衰退开始，有兴趣理解自身财务状况的女性已经更多地参与到了退休储蓄之中。DailyWorth网站的数据显示，网站80%的读者（女性）实际上掌管着家庭的退休计划，63%投资于401（k）账户。几乎不存在逃避现实的情况。其他研究显示，一旦女性参与其中，她们并不比男性更害怕风险。事实上，女性的储蓄多于男性。我再重复一遍，你一定要看到这一点：在了解退休储蓄账户的内容或运作方式方面，女性的能力不低于男性。事实上，女性进行投资时，往往精于此道。^[14]富达集团在2016年的一项研究中发现，在1200万投资者中，按工资占比计算，女性的退休储蓄始终高于男性——虽然

她们的净值低于男性，因为她们收入更少。然而，她们的投资表现优于男性。

但大多数女性对于投资还是感觉不自在。我们在DailyWorth网站2015年的一项调研中发现，只有12%的女性对她们目前的投资方式感到满意。^[15]很大比例（82%）的人承认，她们对投资了解极少（富达集团的研究中，该数字为90%），但她们想要去了解。女性知道自己了解不足，想要参与。并且——你知道我要说什么——她们有这种能力。我们有这种能力。我们有能力结束几十年的躲藏、羞愧、愤怒以及沮丧（我们的金钱故事）。我们都不必有和贾妮丝相同的经历。我们来看看现实生活中退休储蓄最后能有怎样的影响。

该问什么问题

贾妮丝在美国威斯康星州北部乡下的一个北欧移民社区里长大。她母亲鼓励她离开农业社区，创下一份自己的事业，所以贾妮丝获得了学士学位，在学校里教书。她努力工作，进入了中产阶级，结婚生子，继续过着她以前从来不敢想象的美好生活。在20世纪70年代，她作为一位带着3个孩子的离异单身母亲，完成了研究生学业，最终获得了博士学位，成为一名获得终身职位的教授。哇！但和她的原生家庭一样，贾妮丝从来都不曾拥有大量财富。她的日常开销和责任（3个孩子）压得她喘不过气。所以，她没有注意将退休资金的储蓄进行最大化，也没有注意确保将退休资金的投资按照她的年龄进行合理配置。她对退休储蓄的直接经验来源，只有她的父母和祖父母得到的社保，以及在公立学校工作期间所得的州立教师退休计划养老金。401（k）和股市投资从来都不是她家庭现实生活的一部分。就连退休规划这个概念，对于那一代人来说也是闻所未闻，所以不存在什么知识传递。

我们快进到退休年龄。63岁的贾妮丝准备结束学术生涯，这时，她

发现，虽然她在学术界换过5次职位，在3个州上过班，其间一直没有停止向退休计划存款，但退休金金额远远低于她的预期。这些资金没有在重新衡量后由股票基金转至债券基金，所以她的投资停留于风险更高的股票基金里，因为两次市场崩溃而贬值幅度巨大：一次是2001年互联网泡沫破灭，另一次是2009年房市的惨败。因此，她之前以为自己的退休储蓄有30万美元，但事实上只有9万出头，换算下来也就是每月700美元。

和她的许多女性同事一样，贾妮丝并没有跟踪其雇主提供的401(k)计划的情况。她曾在俄勒冈州工作过6年，退休储蓄资金在俄勒冈州的系统中是受到保护的，所以她主观地认为资金会一直受到保护。她不清楚系统的运作方式，她的基金经理提供的指导也很糟糕。“我接收到的建议不够多，而且不适合我的情况，”贾妮丝终于明白了她是如何走到这步田地，她说，“我是家里第一代专职人员。我不认识任何参与过投资或拥有退休账户的人。在这类决定上，我缺乏知识，我拥有的信息不够，我连该问什么问题都不知道。”

于是，在拥有一份非常成功的事业以及多年的精打细算、储蓄和辛苦工作之后，贾妮丝却不得不依赖于非常吃紧的预算而勉强过活。70岁的她生活在加利福尼亚州，只有在支付得起时才外出旅游（她的人生乐趣），并且时刻祈祷房租不会涨。退休生活本该是她放松身心、四处旅游、享受天伦之乐的时候，现在却要省吃俭用、深刻反省。贾妮丝的钱几乎不够过日子。

勇敢说出“我不知道”

贾妮丝的故事令人痛心。但是，如果她知道一些基本知识，她本来可以及时做出必要的航向调整。她听到的糟糕建议（这些建议不符合她的年龄与早期退休计划）令她在晚年处于危险境地。然而，贾妮丝的故事

事非常常见。这是许多、许多、许多女性的故事。我们以为自己做了投资，但我们不知道如何评估我们的投资。我们对外寻求帮助，但我们无法判断谁在真正帮助我们。我们要么认为财务顾问是专业人士，所以密切关系着我们的最佳利益，要么完全不信任他们。我们忽视了真正的机会，在内心告诉我们事情出问题了时，我们也忽视了这些声音。我们害怕承认“我不知道”。但是，允许自己展示脆弱，去问那些哪怕似乎是最为基本的问题，并且要求解释清楚，确定我们真的理解，这反而才是我们的主要资产。我们是自己的私人理财经理。

2016年，“高级竞争策略”商业策略咨询公司的研究人员对多位企业高管、咨询顾问、教授和学生进行调研，研究人们的心态是否影响解决商业策略问题的精准性。每个人对相同的一个简单财务问题做出回答后，研究人员评估了参与者对他们的解决方案的解释，并根据他们做决策时的表现将他们分为具有四种心态的人：（1）自信而缓慢（口头禅是“现在我知道了”）；（2）自信而迅速（“我已经知道了”）；（3）迟疑而迅速（“我猜”）；（4）迟疑而缓慢（“我不知道”）。

在一次实验中，大约30名来自同一家经营不善的公司的男性经理人（全都拥有几十年的商业经验）都对问题感到窃喜。问题简单得荒唐，答案很明显。但是，当他们在角色扮演的情景中运用他们的明显答案来对抗竞争者时，结果始终都是落败。研究人员发现，说着“我已经知道了”、自信而迅速做出应对的人，以及说着“现在我知道了”、在一番思量后自信应对的人，往往都是年事稍高的男性，并且表现欠佳。说着“我不知道”的人，在慎重思考之后仍然保持迟疑，他们绝大多数是女性——他们始终选择表现最佳的策略。

“经理人并非不在乎或是不称职，而是他们太过自信。当你认为已经知道答案时，你真心觉得再去思考就是浪费时间，”这篇《哈佛商业评论》报告的作者称，“我想，竞争策略的决策者们必须要学的一课就是不要急，这有两层含义：慢慢来，而且不要太自信……愿不愿意运用

这种心态，决定了一个人是优秀的决策者还是糟糕的决策者。”[\[16\]](#)

坚持到底

是不是觉得受到了激励？用批判性的眼光看待你的退休投资。索要一份你的退休账户中所有基金的完整清单。如果你存在疑问，那就继续问问题。谁在乎你公司的退休事务经理、你的财务规划师或者你的配偶怎么想？我们已经从好几个不同的研究中看到，学习型心态是敏捷思考、创新解决问题和掌握新技能的关键。所以，我又要说了，不要因为你以为自己知道的不够多，就在进行退休规划时陷入金钱昏迷。自我质疑正是让你做出更佳决策的一种素质。

举例来说，如果你已经拥有401（k）账户，现在是时候对账户的投资项目感到好奇了。你拥有哪些基金？股票基金与债券基金的比例是多少？收取了你多少费用？基金还扣除了哪些额外费用，有费用更低的基金可以选择吗？一直提问，直到你得到真正的数据。一个名为“Bloom.com”的网站会告诉你。

同时也留意一下你的那些游离的401（k）账户——离开之前的工作时遗留下的账户。通过一家理财公司，如富达、先锋或嘉信，或者一位注册投资顾问，又或者Betterment、WorthFM、Wealthfront等网络平台，将这些账户合并起来。美国游离的401（k）账户价值数万亿美元。合理配置、减少费用，可以使你的投资账户中增加数万或数十万美元的金额。

如果你刚刚开始进行退休储蓄，没有401（k）账户，那么你最好的选择是网络投资平台，比如Betterment、Aspiration，或者我们的WorthFM网站。它们被称为“机器人顾问”（它们是自动的），你能从50美元到500美元不等的较小金额开始投资。因为它们都是基于计算机

算法，所以你能够深入挖掘你的投资项及其运作方式。

奇幻思维

与此同时，千万不要自以为可以依赖于你认为将来会成为现实——但目前尚未如此——的退休解决方案。很多时候，我们都依赖于心理学家所称的奇幻思维。带着幸运符？看星盘？想要解梦？没关系。绝对不止你一个！量子物理之父尼尔斯·玻尔就是根据梦中所见，建造了最初的原子模型。但重点来了：玻尔有意识地测试了他的模型，并且成功了。这种事情通常不会发生。当你认为存在某种因果关系，但却无法在逻辑上将它们联系起来时，这就是奇幻思维。根据汇丰银行的一项研究，哪怕是最精明之人也会掉入奇幻思维的圈套，特别是那些指望着继承遗产的人。[\[17\]](#)显然，仅仅是认为自己会继承遗产，往往已经足以让人坚信他们在财务上没有任何问题，可以过上幸福的退休生活。实际上，大多数人（66%）预测即将得到的遗产将弥补他们现有退休资金的缺口。这项研究称，超过1/4的人（27%）指望着这笔预想中的意外之财能够覆盖退休生活的大部分开支，甚至是全部开支。

事实是这样的：遗产不一定都能成为现实。实际上，遗产通常都不会成为现实。这项研究发现，指望着继承遗产的人中，只有不到1/3的人真正得到了遗产。这主要是因为现在人们寿命更长，需要的钱更多。虽然你的父母承诺给你留下遗赠，但他们可能活得很久，已经把这笔钱用掉了。事实上，汇丰银行调研报告称，虽然3/4的人计划留下遗产，但只有不到1/3的人能够绝对保证做到。哪怕你确实获得了遗产，也要谨慎行事。和中了彩票一样，一旦你有了这笔遗产，你最好做出规划，否则就要看着它从你指尖流走，真金白银变成了愚人金[\[18\]](#)。金融培训师芭芭拉·斯坦尼就有此经历，她的丈夫赌博输掉了她获得的大部分遗产。

哪怕你没有继承遗产的计划，也要密切关注自己的想法，不要对退休陷入奇幻思维模式。你可能计划着搬到生活成本更低的城市或国家里的退休社区，例如哥斯达黎加或哥伦比亚，在那里，生活成本很低，生活质量很高。一年一万美元已足够生活，可以获得优质医疗，更别提那里的天气宜人。但一场意料之外的疾病就能让这些计划破灭。或者你可能计划着搬去和成年子女一起住——结果却发现他们配偶的父母也是这么想的。不要指望模糊的、不可预测的未来解决方案。

运作方式

对我们大多数人而言，我们现在将一部分收入拿去投资才能提供我们退休所需资金。（你真的希望自己在70岁、75岁、80岁时还必须工作吗？）我们将钱存入账户（每年有上限），然后到了退休年龄（59岁半以上），我们开始从中取钱。这就是其运作方式。应该存多少钱？有人认为退休储蓄最好为年薪的10倍。也就是说，如果你现在的年收入为国家人均年收入中位数75000美元，那么你最好储蓄至少75万美元。

不过我觉得这一建议值过低。要记住，因为通货膨胀，钱会日益贬值。这意味着，如果你现在存入50万，30年后它只值20.5万，贬值幅度超过了原有价值的一半。因此，投资非常重要。如果你进行投资，而不是仅仅把钱存起来，那么它将日益升值，甚至很可能不仅抵消了通货膨胀的部分，还能让你赚到更多钱。根据市场涨跌幅度，50万美元的投资额可能在30年时间里翻两倍，变为150万美元。所以你一定、务必确保你的长期储蓄能够抵消通货膨胀。年均通货膨胀率为3%，你的长期投资年回报率至少需要达到3%，越多越好。

你的数字

所以，这一切总结下来是什么？你需要为退休设定一个目标，这个目标应该是你的“数字”——具体来说，就是你需要为退休存下多少钱。注意：如果你从未看过你的退休数字，那么它很可能比你想的要大。第一次看到这个数字，可能会让你感到非常恐惧，甚至感到荒唐。但你需要有一个起点。幸运的是，现在网络上有大量免费的退休计算器。我进行了许多搜索，想找一个最简单的，我喜欢www.smartasset.com网站上的退休计算器，不过，大多数退休计算器问你的基本问题都是一样的。

我们现在开始来认识一下你的全局数字。

退休后你想靠多少收入维持生活？每年3万？每年7.5万？（计算器将调整至未来的等值金额。）

你多少年后退休？如果你现年40岁，想在70岁退休，那答案就是30年。

你将度过多少年的退休生活？显然，你无从知晓答案，不过为了规划，假定是25年或30年。

通货膨胀率：计算器默认值是0。我建议你改为3%。

资金年收益？默认值为7.5%。我们保守一点，改为5%。

计算出结果后，把你的数字写在这里：_____。

普罗大众

记住，这是一个目标。这只是指引你方向的北极星。它不是用来衡量你自身价值的，也不是为了说明你有多么负责的。从没认为自己想要成为百万富豪？不要再盯着那个大数字。那个数字是你的终极目标，是

你可能需要一段时间才能达成的目标。我的目标是200万美元。我已经39岁，但我的退休储蓄未及这一数字的1/3，除非你算上我公司的市值。但它们不易变现，所以我不会指望它们。就像《光神话》，我将其视为一个游戏，而不是死亡宣判。一旦你有了一个目标，特别是将它写下来之后，你的行为和选择都会有所调整。

即使你年事稍高，你也仍然能够在未来的人生中做出巨大改变。我母亲直到42岁才开始进行退休储蓄，在72岁达成了目标，完全退休。如何做到的？她回到职场后，马上将401（k）账户中的存款最大化，并且利用了公司提供的每一个员工福利项目。她还通过自学了解了投资组合。现在年逾古稀的她与一位只收服务费用的财务顾问合作，但她自己通过一家折扣经纪商[\[19\]](#)——先锋集团来直接操作基金。

所以，不要走。如果我42岁的母亲能够在20世纪80年代离婚后除房子外没有任何资产的情况下完成目标，那么你也可以。你存下来的每100美元都很重要。五六十岁是收入的黄金期。你的事业处于顶峰，孩子正在长大成人或已经搬出去。你有了更多闲置的资金。此外，美国国家税务局允许50岁以上的人为退休进行更多储蓄。参与其中之后，你会意识到小额定期存款不会对你的现金流造成太大影响。这一点会增强你的自信，形成雪球效应。

事实证明，百万富豪也都是普罗大众。统计数据显示，他们通常不会把钱挥霍在蓝宝石项链或者豪宅上。他们生活节俭，优先储蓄而非消费。根据斯佩特兰集团2014年的一项研究，百万富豪将自身的财富归功于以下五个主要原因：

1. 辛勤工作
2. 教育
3. 精明投资

4. 生活量入为出

5. 知道冒风险的时机和方法

你有能力做到以上所有，并且将会这样做，包括第四点和第五点。你看，你的目标也是成为一位百万富豪，并且你将会成功，前提是你心里已经明了，要开设所需账户（如果你尚未开设账户），然后设定每月自动转账。尽可能多地向适当的退休账户中存款，至少每年提高一次存款数额。下一步就是选择退休账户内的投资项目。你马上就能开始学习如何选择，请翻到下一页。

[1] “Fifteen Facts About Women’s Retirement Outlook,” Transamerica Center for Retirement Studies, March 2015, http://www.transamericacenter.org/docs/default-source/resources/women-and-retirement/tcrs2015_sr_womens_retirement_outlook.pdf

[2] Elyssa Kirkham, “1 in 3 Americans Has Saved \$0 for Retirement,” March 14, 2016, GOBankingRates, <https://www.gobankingrates.com/retirement/1-3americans-0-saved-retirement/>

[3] Guy Berger, “Will This Year’s College Grads Job-Hop More Than Previous Grads?” LinkedIn Official Blog, April 12, 2016, <https://blog.linkedin.com/2016/04/12/will-this-year-s-college-grads-job-hop-more-than-previousgrads>

[4] Natalie Sabadish and Monique Morrissey, “Retirement Inequality Chartbook: How the 404(k) Revolution Created a Few Big Winners and Many Losers,” Economic Policy Institute, September 6, 2013, <http://www.epi.org/publication/retirement-inequality-chartbook/>

[5] “Freelancers Union and Upwork Release New Study Revealing Insights Into the Almost 54 Million People Freelancing in America,” Upwork, 2015, <https://www.upwork.com/press/2015/10/01/freelancers-union-and-upwork-releasenew-study-revealing-insights-into-the-almost-54-million-people-freelancing-inamerica/>

[6] “Women and Retirement Savings,” United States Department of Labor website, <https://www.dol.gov/ebsa/pdf/women.pdf>

[7] Elyssa Kirkham, “1 in 3 Americans Has Saved \$0 for Retirement,” March 14, 2016, GOBankingRates, <https://www.gobankingrates.com/retirement/1-3americans-0-saved-retirement/>

[8] Olga Dow, “5 Ways Part-Time Employees Can Take Advantage of 401(k) Plans,” Transamerica Center for Retirement Studies, December 15, 2014, <http://blog.transamerica.com/5-ways->

part-time-employees-can-take-advantage-401kplans#.V1 nmnpMrLdQ

[9] Joe Coughlin,“Do Men and Women View Retirement Differently?” Ameriprise Financial
<https://www.ameriprise.com/retirement/insights/joe-coughlin/howmen-women-view-retirement/>

[10] Elyssa Kirkham,“1 in 3 Americans Has Saved \$0 for Retirement,” March 14,2016,GOBankingRates,<https://www.gobankingrates.com/retirement/1-3americans-0-saved-retirement/>

[11] Theresa Ghilarducci and Hamilton E.James,“A Smarter Plan to Make Retirement Savings Last,” New York Times,January 1,2016,[http://www.nytimes.com/2016/01/02/opinion/a-smarterplan-to-make-retirement-savings-last.html?ref=collection%2Ftimestopic%2FSocialSecurity\(US\)&action=click&contentCollection=timestopics®ion=stream&module=stream_unit&version=latest&contentPlacement=9&pgtype=collection&_r=1](http://www.nytimes.com/2016/01/02/opinion/a-smarterplan-to-make-retirement-savings-last.html?ref=collection%2Ftimestopic%2FSocialSecurity(US)&action=click&contentCollection=timestopics®ion=stream&module=stream_unit&version=latest&contentPlacement=9&pgtype=collection&_r=1)

[12] Anna Bernasek,“The Typical Household,Now Worth a Third Less,” New York Times,July 26,2014,<http://www.nytimes.com/2014/07/27/business/the-typicalhousehold-now-worth-a-third-less.html>

[13] “Insight 5:‘Bag Lady’ Fears Persist Even Among the Most Successful Women,”Allianz website,2016,<https://www.allianzlife.com/retirement-and-planning-tools/women-money-and-power/bag-lady>

[14] Fidelity Viewpoints,“Women & Money:How to Take Charge,” Fidelity website,March 23,2016,<https://www.fidelity.com/viewpoints/personal-finance/womenmanage-money>

[15] Julia Sonenshein,“Women Actually Aren’t Afraid of Investing,DailyWorth,March 17,2016,<https://www.dailyworth.com/posts/4222-women-feel-left-outof-investing>

[16] Mark Chussil,“Slow Deciders Make Better Strategists,” Harvard Business Review,July 8,2016,<https://hbr.org/2016/07/slow-deciders-make-betterstrategists>

[17] “The Issue of Leaving a Legacy,” HSBC website,April 29,2015,<http://www.hsbc.com/news-and-insight/insight-archive/2015/the-issue-of-leaving-a-legacy>

[18] 愚人金（fool’s gold），黄铁矿的别称，因其外表酷似黄金却毫无价值而得名。日常生活中这个词多用来指让人误以为价值很高的事物。——编者注

[19] 折扣经纪商（discount brokerage），以最低佣金标准为投资者执行证券买卖服务的证券经纪公司，多数不提供理财咨询等服务。——编者注

第6章 入市

你无须学习股票，只需要学习如何根据一些基本指导原则进行投资。

23岁的我刚刚开始创业，想要在世界上走出自己的一条路，也想赚钱，所以我在亿创理财的网站上投资了2000美元，买了几只股票。我完全不知道该买哪些股票，不过我当时的男朋友在福特汽车公司工作，所以我就选了福特公司。之后，我的股票马上贬值，好像就是在购入一周之后。我损失了投资额的30%。糟糕。但更糟糕的是我接下来的举动：我抛售了股票。真正的问题其实并不在于我损失的700美元，而是我不了解我需要长期坚持才能让投资有所回报。换言之，我需要保持不关闭账户，什么都不碰。

我很自责。我认为损失了钱意味着我不擅长挑选股票。其实这是事实，我不懂挑选股票，但我不知道还有其他的投资方式。所以我彻底退出了，抛售了一切，举起了白旗。我基本上决定了我的命运。我本该等待股市回升，事实上股市确实回升了，股市经过一段时间往往都会回升。我本来可以挽回那700美元的损失，可能还能赚更多钱。之后，我就能体验到我一直寻求的那种兴奋感——让自己的钱生钱的兴奋感。

穿越数据沼泽

一提到华尔街行话，比如“资产类别”、“分散投资”或“基点”，人们就容易陷入金钱昏迷。如果你曾有过这种经历，请举手。我看到许多人举手了。我的手也举起来了。我曾经对自己不知道这些词中任何一个的含义而感到羞愧。虽然我偶尔会鼓起学习的斗志，但在查看投资服务的

网站时，却感觉像是受到了袭击，上面有股票行情、一大堆带有各种奇怪小数的图表，还有各种或正或负的百分数，鬼知道它们对应着什么。为什么我要在非常有限的自由时间里试图穿越这一大片数据沼泽？我永远无法活着抽身。

研究显示，女性感觉不知道如何进行投资的概率是男性的两倍。^[1]当涉及财务大局时，比如深入研究401（k）账户里的基金，或在退休账户外进行投资时，女性可能感觉自己注定会搞砸。但是，许多研究显示，男性往往急切地想要做主，以至带着“我已经知道了”的心态冲动地进行投资，即便他们和我们一样感到困惑。这些研究还显示，女性不想让她们自己，也绝不想让她们的家人陷入危险境地。

许多女性有这种感觉。所以，我们退出得太过迅速，对现金的依赖太强。我们把钱放在货币市场或储蓄账户里，因为我们知道，当我们想要用钱或需要用钱时能随时提取。对于那些没有401（k）或个人退休账户、不知何为经纪公司的女性来说，这是事实。对于那些资金丰厚的女性来说也是事实，她们钱很多，能够轻松缴满退休基金。

健康的储蓄账户必不可少。但如果你已经拥有了强健的翅膀（应急储蓄和好的流动性），你需要将其他现金用于其他投资。在传统储蓄账户里，你可能最终只赚得0.5%的微利，但是，在投资账户里（来钱了），年头好时，利率有时候能达到10%或20%。投资是巨大的机会。你千万不要错过。投入资金，遵循一些基本原则，你就能赚钱。你可以做到。

不要吓坏自己

从数据来看，前景光明。我们已经在各种研究中看到，一旦女性克服了自己的自信危机，就会十分擅长财务管理。而正是因为她们不太相

信自己能做出好的投资选择，往往趋于保守，更有合作思维，寻求专业帮助，才使她们在市场中表现良好。所以，当市场出现起伏时，她们更可能按兵不动、保持投资，而不是惊慌失措地将自己解套。要获得长期收益，正需要这份素质。

自己的长期需求以及家人和社区的长期需求，也能激发女性的动力。学者德博拉·坦嫩观察发现，女性倾向于将世界视为一张大网，这调和了她们做出草率行动的冲动。^[2]草率行动不利于投资获利，最好是缓慢而稳定地参与。这不仅关乎我们在70岁时是否有足够积蓄去看整形医生，更关乎我们在不久的将来是否有丰厚资金来好好照顾自己，然后继续去做更有趣的事。姐妹们，我要再次鼓舞大家，大声地让你们听清楚：“投资的关键在于不要让它吓坏你自己！”

做不耻下问、有自知之明的学生

我们来看看普罗透斯国际集团联合创始人艾丽卡·安德森的发现。安德森为多家公司的首席执行官和顶级高管提供顾问服务，包括NBC环球集团、脸书网、凯悦酒店集团、通用电气公司、Hulu视频网站、麦迪逊广场花园等。在超过30年的管理咨询生涯中，猜猜她和她的同事发现哪种人是最成功的商业策略者和领导者？是那些“愿意不停地进行尝试、从新手开始”的人。换言之，谦逊的有意学习之人——尤其是那些拥有抱负、自知、好奇和允许自己存在弱点的人。“他们真心想要了解和掌握新技能，他们对自己的所知很清楚，他们总是思考并提出好的问题，并且他们在学习提高的过程中能够允许自己犯错。”安德森的报告称。

听起来很不错。你要如何将自己转变为一个不耻下问、有自知之明的学生——愿意学习投资，甚至变为投资好手？我们在其他研究中看见过改写负面金钱故事的内心编辑技巧，安德森也建议我们使用这些基本

技巧。本质上，它并不像我用以给自己洗脑、将自我身份认同从“大手大脚”改为“储蓄达人”的绝地控心术。其方法如下。每当你发现自己在抵抗学习新事物（“太复杂了”，“其他人学得更好”，“我不需要学习”）时，让内心的这些声音反转，改变你的故事。

安德森2016年在《哈佛商业评论》上发表了一篇文章，阐述她《要先变坏》（*Be Bad First*）一书中的研究^[3]，她在文章中介绍了一个简单表格，可以帮助你将自己的失败主义的自我故事改写为一个乐观向上的故事。

改写你的内心故事	
不要这样说	要这样说
我不需要学习这个。	如果我学会了，未来会变得怎样？
我已经够厉害了。	真的吗？我和其他人相比呢？
真无聊。	为什么其他人觉得它很有趣呢？
我不擅长这个。	我犯的都是新手的错误，但我会越来越厉害。

我要再次强调最后一点。愿意说出“我不知道”，愿意犯一些新手错误，以便学习新的技能，这是女性在投资方面的主要优势。事实上，在20世纪80年代末，斯坦福的研究人员发现，在任何学习过程中，那些在学习初期鼓励自己犯错的人最终都“兴趣更高、毅力更强、表现更好”。^[4]你要记住这一点。

“低买，高卖”

别看新闻，断开网络，排除杂音。金融媒体不会帮助你一夜暴富，它们的目的在于吸引你的注意力，然后卖广告位给嘉信理财和爱德华·琼斯公司。我上过当。投资股市可能是建立长期根基最简单、风险最低

的一种方法。低成本的精明投资办法有点无聊、相当温和——它就是保守型投资。不过，我们将会看到，它仍然需要你的主动关注。

基本概念是这样的：有两种投资方式——主动型和保守型。我在亿创理财亏损的投资就是主动型投资。职业投资者会进行主动型投资。一般群众也会，如果理解风险，也能做得很好。主动型投资意味着自行选股、直接投资，无论通过网络还是经纪人。主动型基金是由职业人员进行管理的股票和其他资产的投资组合，这意味着其中介费用往往更加昂贵。雅虎财经和市场观察网就迎合主动型投资者的需求。

主动型投资者旨在超越市场的业绩表现。他们不停地查看手机，看自己的股票表现如何——每小时每分钟都在关注。工作量很大，压力也很大。不过有些人喜爱这种挑战和急速感。

主动型投资的目标就是购买那些你认为将来会升值的公司股票。

举例来说，主动型投资者常常在寻找那些准备“公开上市”的前景广阔的公司，以便“参与首次公开募股”。我来解释一下：想要建立巨大成长资本的公司加入股市时会邀请公众来购买股票，这就是首次公开募股。期望值较高的首次公开募股可能会引发狂热购买潮（比如回忆一下大家曾疯狂购买脸书股票的情景）。主动型投资者希望能在“最低值”买入，看着股票升值，然后在峰值时卖出。因此有了“低买，高卖”的俗话。但是钱来得真的那么容易吗？

买入并持有

不尽然。任何时刻都有非常多的变动因素影响股票价值：竞争、新技术、国家和国际政策、外国市场、自然灾害等。试图击败市场——赚一大桶金——的人，80%都未曾成功。主动型投资风险非常之高。你可能永远不会变为主动型投资者或者直接选股，但这也完全没有关系。

如果你确实开始进行主动型投资，那么你能拿你能够损失得起的钱进行投资。

另一方面，保守型投资是指“买入并持有”型的投资。因为市场存在波动，所以保守型投资需要耐心，需要花费时日。事实上，它就和“看着油漆晾干”一样令人兴奋，这是美国经济学家保罗·萨缪尔森一句著名的风趣之言。你希望的便是如此。你可以通过财务顾问、折扣经纪商或者机器人顾问，探索适合你的退休年龄（还有多久退休）、风险容忍度以及预期的投资回报。然后，购买适当比例的各种指数基金。

保守型基金中，有些基金以追踪各经济领域价值的金融指数为标的，比如标准普尔500指数。这些基金被称为“指数基金”，其价格随着相对应的市场而起伏。这是什么意思？意思就是，比如说，假如某基金的5%为标准普尔500指数（集合了美国毛利最高的500家公司），那么它将代表该指数基金的5%。所以，当指数上涨时，股票价格也会上涨，你就赢利。当指数下跌时，你就蒙受损失。

因为指数基金追踪的是指数，不需要人工分析，因此管理成本较低。投资指数基金，让我们这些平凡人有机会可以用自己的投资来赢利。与高接触^[5]、高维护成本的共同基金相比，指数基金降低了投资者的成本，减少了税务问题，并且所需维护较少。共同基金是由分析专家挑选出的股票和证券组合而成、由专业人士进行管理的基金，个人可以对其保守地投资。不过，再重复一次，因为它们是由人工管理，所以投资积极管理的共同基金会产生一些指数基金没有的费用。

过去80年来，股市的年平均回报率为10%。然而，针对每只股票而言，回报差别非常大。没有人可以确保市场将如何表现。例如，2008年，股市暴跌50%，而2011年则毫无波动，2012年股市回升了约13%，2013年恢复到了2008年的水平（如果你仍然还在股市中的话）。这就是人们口中的市场波动。这就是考验你的风险容忍度的时候。

理解投资术语

资产：你拥有的投资品。

股票：对某家公司的一部分拥有权。

债券：你借给某个政府或某家公司的钱。

可以交叉使用的词语：股票、股份、股权。

资产类别：你拥有的事物的类别，例如，股票、债券、不动产（例如，房地产）。

资产配置：你的投资在各种资产类别上的分配方式。合理的配置会考虑到你的年龄、收入和风险容忍度。

风险：投资回报不同于你的预期的可能（正面或负面）。

风险容忍度：你的投资突然暴跌时，你有何感受——哪怕你知道它们最终将反弹回来。

基金：股票、债券及现金等价物的组合。

基金类别：共同基金（最为广泛）、指数基金（更不广泛）、交易所交易基金（特定）。

经纪公司：帮助投资的买方和卖方进行交易的公司。

投资组合：你投资的基金的集合。

分散投资：拥有多种不同类别的资产。有助于最小化风险。

指数：衡量某经济领域的一个数字。例如，标准普尔500指数跟踪美国最大的500家公司。纳斯达克综合指数跟踪3000家大型科技和生物

科技公司。

市场时机：你认为市场处于高位或低位，因此卖出或买入投资组合的一部分。如果你试图把握市场时机，很可能会犯错，所以不要这样做。

你喜欢风险，这是真的

每年都有文章和论文称女性比男性更加“讨厌风险”。但根据新经济思维研究所发布的一项研究，实际数据说明的问题更为微妙。问题似乎并不在于女性是否比男性更不愿意在投资方面放手一搏和做出决定，而是我们考虑风险的方式不一样。根据一家纳斯达克上市公司的管理人员阿德娜·弗里德曼所言，女性往往比男性更少做出马虎的决定——我们应当庆贺女性倾向于衡量风险、仔细考虑各种可能性、计算可能的成本和利益之后，再一头扎入新的冒险。

不过，每个人对风险的感知不一样。风险是情感判断。我的意思是，你对面前风险的感知并非是对风险的实际衡量。风险意味着你在心里、在神经系统里承担得起多少损失，晚上仍能睡得着觉。风险是你认为你承担得起的损失的极端水平。测试一下：如果你来到一家赌场，下注了1万美元，如果损失这1万美元，你做何感想？如果我告诉你，你知道你有10%的可能赢得10万美元，你现在对于冒这个风险又有何感想？

我相信，当我们在保守型投资中保持主动时，大多数女性将做到最好。

会见金融大亨

我来跟大家说个故事，我曾会见过一位通过主动型投资获得了财富的久负盛名的超级富豪。一位朋友曾经递给过我一本金融大鳄马丁·索斯诺夫的新书。这样一位旧派的华尔街金融家能找我有何事？原来是这样：索斯诺夫在《福布斯》上读到了关于DailyWorth网站的信息，想了解我是否可以读他的书并且采访他。

索斯诺夫是一位成功的理财经理。他是亚特兰大索斯诺夫资本有限公司的首席执行官，管理着50亿美元资产。他还收集具有争议性的艺术品，练习“盛装舞步”这种马术（我不懂这是什么东西）。我看着书的封面，猜想他和大多数华尔街理财经理是一个德行。他们嘲笑像我这样的投资者，认为我们太过保守。因为我们偏向保守型投资，所以我们没法赚大钱——他们就是这样认为的。但我不赞同。我强烈认为保守型投资更为精明：市场十年又十年地增长，我的钱也会随之增长。这和讨厌风险、性别差异、缺乏雄风都毫无关系。

简而言之，我对于这次与索斯诺夫的会面并没有什么把握。我真的想舟车劳顿地去往纽约听华尔街大亨居高临下地给我说教吗？不过我曾从各位同事和导师的口中听闻过索斯诺夫。《巴伦周刊》称他为“嬉皮士和旧习破坏者的混合体”。我喜欢嬉皮士和旧习破坏者。所以我打开了那本书。在《投资者的大师讲堂》（*Master Class for Investors*）第二章中，索斯诺夫写道，每个美国人都该玩一玩金钱游戏。有些人能在游戏中把握得很好，发家致富。大多数人则不然。我喜欢我读到的内容。它和我在DailyWorth网站上的经验相互契合。

几周后，他在他的曼哈顿办公室迎接了我。我这不轻易感到害怕，但我承认：我当时有点害怕。好吧，是非常害怕。他是这座豪客之城的一位国王——他写了一本书，我本以为自己不会喜欢，结果却对其赞不绝口。我想让他将我作为一位专业人士认真对待。突然，我感觉自己着装完全不对。我在坐电梯上楼时，对着镜子多次检查了我的发型和唇膏。不过索斯诺夫本人的衣着整洁而时髦，待人也很有风度，让我马上

就放松了下来。

采访期间，索斯诺夫说，他想帮助知识较为欠缺的投资者认识市场的运作方式。“我这本书的目标读者，是有至少1万美元的投资资金，想了解更多地了解金融市场的运作方式、市场如何应对‘9·11’事件等危机以及令市场功能失常的因素的人。”他对我说。

我决定亮出自己的所有观点。“马丁，我认为大多数投资者，也就是像我一样的人和你这本书的目标读者，不应该根据市场时机来做出投资决定——主动型投资无法让大多数人获得巨大回报，”我说，“我推荐保守型投资，稳定、定期向投资账户中注资，并且好好利用税收减免。”他赞同我的观点。我迷惑了。马丁·索斯诺夫赞同我的观点？

不过他让我不要太过于自信。他强调说，他最重要的人生教训同样适用于投资：人无法按图索骥。这可以理解，因为他从小家境贫寒，在朝鲜战争中差点冻死。“任何投资者，无论是这里每天上班十小时的专业人士，还是对华尔街日常繁文缛节不感兴趣的人，都应该对当下事态有自己的观点，”他说，“相信任何事或任何人——从财务顾问到保守型投资策略——都不是让你把手撤离方向盘的借口。”

谢谢你，马丁。采访结束时，我仍然是坚定的保守型投资者。但我听进去他的话了。它很好地提醒了我：继续学习，保持清醒。要一直如此。保守型投资并非是你忽视投资情况的借口。去学习标准普尔指数和摩根士丹利资本国际指数的区别吧。去了解股权和固定收益的基本知识吧。你读得越多、问得越多，这一切就越会让你开始觉得豁然开朗。你真的有能力做到。相信我！

类型多样的投资将会保护你

我们来看看如何进行保守型投资。你已经知道可以使用哪些账户类

型，包括401（k）账户和个人退休账户。还有其他类型的账户，当你感到更加自在时，可以搜索DailyWorth了解更多。我们的下一个问题是这些账户中应该有哪些内容。记住，401（k）账户和个人退休账户只是承载投资款项的篮子。现在我们需要填满这些篮子。要买哪些？你的投资能力有多大？你如何了解投资表现情况？这些都是好问题，这些都将让你保持参与。

我个人认为，要想最大化长期收益并且最小化风险和费用，最聪明的方式就是将钱分散投资于基金组合。你要先明白一个前提：所有投资都有风险。没错，风险可能让你损失金钱，但是也能让你获得利润。技巧在于，用不同风险级别的各种投资项目填满你的401（k）账户或个人退休账户。例如，债券的价值不会像心电图那样波动剧烈，大额存单等现金产品也不会。没错，股市有风险。但你必须要持有股票，股票才能让你赚钱。投资组合中类型多样的投资能让你在所投资股票的波动中保持稳定。

类型多样的投资保护你免遭下行风险，同时让你在上行趋势中获利。对于像我（也许也包括你）一样的保守型投资者来说，做法就是拥有一份配置与你的年龄、风险容忍度和投资目标相符合的多样化投资组合。一般来说，年龄越大，离退休越近，承担的风险就应该越小。将资产根据年龄、风险容忍度和投资目标进行配置是投资成功的关键。这也意味着你不能只是“设置一次，再也不管”。年龄增大、目标改变，以及恋爱关系有发生改变的可能（或者已然发生改变），都需要你重新平衡你的投资，或者你也可以通过机器人顾问等技术进行投资，它会为你进行相应的操作。以下是一些配置与年龄、目标、适当风险等级相符合的多样化投资组合示例：

25 岁	10% 债券	90% 股票
35 岁	10% 债券	90% 股票
45 岁	20% 债券	80% 股票
55 岁	40% 债券	60% 股票

此外，在选择基金时，一定要确定以下这些属性：

- 坚实的业绩记录。至少在5年里业绩表现位于同类基金的前50%以上，基金经理任期至少在3年到5年。

- 晨星网4星或5星评级。历史业绩突出、风险及成本合理，这样的基金才会在晨星网获得高评级。“获奖”基金——那些获得了分析师金、银、铜评级的基金——的业绩很有可能超过同类基金，并且超过以风险调整后至少5年的市场周期为基础的基准线。参见 www.morningstar.com。

- “零负担”。即没有销售费用。

你实际能存下来的钱

面对现实吧——目前，你每个月需要储蓄和投资的金额，可能要大于你实际能储蓄和投资的金额。信用卡欠款很多？有一份应急基金，但只可以抵充一个月的生活开支？如果你是自由职业者或正在自主创业，你是否在为税款而定期进行储蓄？当你一开始思考做什么、怎么做时就会感觉茫然无措。我给你三条经验法则：

1. 应急基金里要储蓄至少一个月的生活开支，这样你手头就有现金。理想情况下，努力存够3个月。

2. 首先偿清利息高昂的信用卡欠款，或者至少偿还绝大部分。不要再增加更多债务（使用应急基金以避免借款）。

3. 如果雇主对401（k）计划进行配捐，那么确保你的存款达到上限，以获得公司最大的配捐存款金额。

如果以上这些你都没有，那就从建立这些账户开始。就像一个空的咖啡杯，等待着清晨倒入的第一杯咖啡。不过，先集中解决你的债务。如果你的投资目标收益是5%，但同时支付着利率为15%的信用卡欠款，那么你的净值不会改善。你算一算：哪怕你投资的10000美元获得了5%的收益（500美元），但同时你为10000美元的欠款支付15%的利息（1500美元），那么欠款的费用是你投资收益的3倍。不要那么做，否则你不会迅速脱离债务，也不会有效建立起401（k）账户、个人退休账户或其他账户。那么做对你自己不利。

所以，存好应急基金。使用应急基金后——毕竟应急基金就是拿来应急用的——一定要再补充资金。

首先使用应急基金，然后考虑负债借款，再然后考虑退休资金，最后考虑投资资金。

容易得可笑的摇钱树

现在你可能在想，好了，阿曼达，我同意进行投资。我知道为什么要投资和如何投资。但我就是____（自行填空：太忙/压力太大/不喜欢风险/不知所措），所以我打算雇用一位财务顾问，确保正确行事。马上打住。直面投资恐惧的女性比躲避恐惧的女性表现要好太多。这说得过去，对吧？对某些人而言，雇用一位财务顾问可能有所帮助，但是，雇用后你必须了解财务顾问如何管理你的金钱。否则你就会陷入金钱昏迷！

“我有一位财富顾问，”一位大型非营利组织的高管跟我说，“因为我就是不明白理财的种种。”我们就叫她“安妮”，她在募集资金方面非常厉害——她能挑选高净值的投资人，募集上千万资金，发起各种超大型项目。你可能会认为安妮这样的人对自己的投资非常自信。那你就错了。“我对社会事业非常有热情，”她说，“但每个月收到我的（投资服务）结算单时，我就把它扔了。”

她把它扔了。这听起来难道不是有点疯狂吗？这意味着她不理解她的财务顾问，也不能仔细复核顾问的意见。她忙于解决他人的净收入问题，但却不能与管理她金钱的经纪公司进行一场谈话。不过，她这种厌恶情绪非常常见。事实上，这是一种惯例。

许多女性只是将自己的财务交由他人处理，然后就回到以前的金钱故事或者金钱昏迷中。这里有一个肮脏的秘密。虽然理财公司想接触女性（它们当然想要我们的钱），但它们知道，女性通常不知道怎样的投资指导才是正确的，也不喜欢这一过程。一些极不道德的顾问可能收取高昂的费用，然后置投资组合于不顾——因为他们知道女性不会询问他们，也不会督促他们进行更好、更主动的投资。他们将女性客户变为了容易得可笑的摇钱树。不要成为那样的女性。

一直以来，投资服务和投资资讯对女性群体不仅营销不到位，而且服务也不到位，这无助于改善情况。虽然对待女性投资者的这种无动于衷的态度正在发生改变，但旧习难改。所以我们这样做：如果你对自己行动没有自信，那么可以与财务顾问合作，没有关系。优秀的顾问能帮助你为长期财务进行预算和规划。他能让你了解其他的财务问题，比如你需要什么保险、如何设立遗嘱或信托。虽然他可能会收取你总资产的1%或以上作为费用，但他可能最终对你的长期净值产生更为重大的影响。现在你知道如何评估他对于你的净收入的价值了。

公开透明

但是——有危险！与财务顾问合作时，不要盲目信任他们。你的财务顾问是为你工作的。一般来说，你要了解你的投资项目，了解它的市场表现，并且明确知道你的顾问受到过正规机构的认证，是为你工作，而不是为了你一无所知的佣金提成工作。

外面有非常多的财务专业人士，资质不同，专业领域不同，经验不同，费用结构不同，最低投资额不同，理财风格不同，个性也不同。找到优秀人员的关键就在于要求引荐，然后四处多看看。至少要面试三位候选人，明确了解你花钱买的是什么服务。最终，挑选一位你信任和喜欢的人。记住，与财务专业人士合作可能像看医生一样。你需要在财务上公开透明，有时在情绪上也是，所以要做好准备。过程可能很艰难，可能会让你有所花费，但你能获得客观、个性化的指导，并且有望在财务上安心，这非常值得。

睁大眼睛寻找。你也可以寻找信托顾问。信托顾问身负法律义务，必须为你挑选最符合你利益的投资项目。

以下是面试财务顾问时可以考虑的一些问题和建议：

1. 你如何收费？只收服务费的信托顾问不会收取佣金提成。他们通常会收取固定费用。有些会按投资组合的百分比来收取费用。例如，如果你投资10万美元，他们收取1%，即1000美元。

2. 你推荐某些金融产品会有回扣吗？收取佣金提成的顾问会根据产品销量而收取回扣。虽然他们向你兜售的产品可能是优质产品，符合你的最佳利益，但你的顾问仍然是有私心的。

3. 你会向我提供哪些财务服务？你想要的不仅只是资产配置建议。顾问最好可以在预算、信用、保险、遗嘱甚至信托方面对你提供帮

助。

4. 你如何帮助我实施财务规划？确保你能在有需要时打电话给顾问，并且他们会回电。

5. 你有多少像我一样的客户？你的理想顾问应该能理解你的投资水平，与你坦率地进行对话，帮助你清晰了解你的选项，能对你的财务情况定期进行汇报。

机器人顾问

有一个陷阱：许多财务顾问无法与资产少于50万美元的人合作。仔细想想。费率通常为1%，如果你有10万美元，每年向他们支付1000美元，并且需要他们付出大量时间，那么他们所获得的收入不足以补偿他们付出的时间。如果你不想向只收取服务费的财务规划师支付3000美元以上的费用，其实你还有其他选择——你可以考虑机器人顾问。

Betterment和WealthFront等机器人顾问都是财富管理系统，基于计算机算法而给出建议。大多数机器人顾问会自动建立你的投资组合并进行重新平衡。它们的收费通常为财务顾问的1/4到1/2。现在，先锋集团、富达集团和嘉信理财也提供机器人顾问服务。

想自学更多内容？财务规划师马妮莎·塔克尔推荐从先锋集团创始人约翰·博格尔的《常识投资》（*Little Book of Common Sense Investing*）开始。你也可以看看本杰明·格雷厄姆的《聪明的投资者》（*The Intelligent Investor*）。当然，还有马丁·索斯诺夫的《投资者的大师讲堂》。

主动的保守型投资者

到最后（或者我敢说到了人生尽头时），你的投资金额和投资频率才是最为重要的因素。但你也需要做一名主动的保守型投资者。首先，不要单纯地信任你投资的那些指数基金，你需要了解组成这些基金的各家公司。大家花一分钟来和我一起做这件事。访问晨星网

（Morningstar.com），比如说，搜索“VEA”，这代表先锋发达市场ETF基金（Vanguard Developed Markets ETF）。你会看到，它由各个成分股组成，如丰田、雀巢和拜耳。现在你知道了。说实话——并不难，对吧？现在，对你目前投资的基金都做一次这样的搜索。作为投资者，当你知道自己在做什么时，你就了解了更多信息，更能控制自己的财务未来。

然后，权衡承担社会责任的利弊。DailyWorth网站上最频繁问及的一个问题就是：“我如何才能负责任地投资？”这是个很好的问题，我也经常思考。当你查看组成你投资的共同基金、指数基金或ETF基金的公司时，你可能会不高兴看到它们持有孟山都（MON）或菲利普·莫里斯国际（PM）等公司的股票。有时候，社会责任投资的回报率要低于投资于完全由市场驱动的公司。所以，要让自己的钱生钱，你可能要投资于有损地球和人类的一些公司。

我和你一样，深深关心着环境可持续性和人权。但我们必须平衡这份关心与对自己的关心。我们的策略是，投资组合中既要有以社会责任为筛选准则的ETF基金（KLD 400社会指数基金便是一例），也要有虽然做法较不理想但能获得实际利润（以及更好的市场回报）的公司的股票。

其次，出现波动时，记住：安然处之。太阳有升有落，股市有起有伏。损失和收益都很常见。赚钱的唯一方法就是承担风险——关键在于你认为自己能容忍多大风险。根据全球股市整体情况，你的投资组合必然会有损失和收益，有时候幅度巨大。如果你不习惯看见这些波动，你会感到坐立难安。但你会适应的。适应这一新常态，安然处之。

最后，保持清醒，保持冷静，之后再按下购买按钮。投资不是什么死板科学。它会经历各种趋势。从公司上市到年金债券到科技公司股票，新型热门投资不时会铺满所有新闻媒介。它们可能会诱使你草率做出决定。和对待所有炒作一样，谨慎行事。一旦媒体进行讨论，需求将会上涨，价格也会。不要随大流。其他投资也是这个道理，包括房地产——接下来的主题就是它！

[1] “Financial Experience & Behaviors Among Women,” 2014–2015 Prudential Research Study, https://www.cgsnet.org/ckfinder/userfiles/files/Pru_Women_Study.pdf

[2] Libby Kane, “Why Women Can Make the Best Investors,” LearnVest, March 23, 2012, <https://www.learnvest.com/knowledge-center/why-women-can-make-thebest-investors/>

[3] Adi Ignatius, “Making Startups More Resilient,” Harvard Business Review, March 2016, <https://hbr.org/archive-toc/BR1603>

[4] Robert Wood and Albert Bandura, “Impact of Conceptions of Ability on SelfRegulatory Mechanisms and Complex Decision Making,” Journal of Personality and Social Psychology, Vol.56, No.3.407–415, 1989, <http://web.stanford.edu/dept/psychology/bandura/pajares/Bandura1989JPSP.pdf>

[5] 高接触服务（high-touch service）是指服务过程中顾客与服务人员保持较多接触和互动的服务模式。——编者注

第7章 关于买房的二三事

买房于你而言是正确投资吗？

当我在二十四五岁买房时，我认为所有真正的成年人都会买房。这是天经地义的事。只要你不住在龙卷风走廊或是泽西海岸，房屋就不会分崩瓦解。它们会升值。房地产总体而言是一份稳固投资，至少我当时是这样认为的。当时，我的儿子还只是襁褓中的婴儿，我和丈夫住在曼哈顿。我们在布鲁克林看我们能买得起的房子——一套两居室的公寓，远离曼哈顿，没有户外空间。哪怕少花30万美元，我们在费城能买到的房子条件也要好得多——位于非常好的社区，有大量空间，带有一个真正的院子，还有多间客房。我们可以拥有大卵石堆成的外墙，不抹灰泥，还能有我喜爱的那份低调奢华。我想，要是我放弃纽约，不如就在费城生活。我真是不敢相信在费城生活要便宜那么多。

我还以为事情不可能出错。我们搬离纽约，这笔买卖非常划算，而且我全心认为房子自动就能成为很好的投资。我处于和许多人一样的被催眠状态中。我以为自己知道该怎么做，但结果证明我一无所知。我当时活在童话般的金钱故事里，过着我自以为的理想生活，但我的理想只关乎生活方式（表面），全然不关乎价值。事实证明，我们的许多行为都是我们的故事的延伸——我们认为自己是谁，我们如何呈现自己、建立自身保障、承担责任、处理金钱（基于我们的财务类型和金钱故事——见第2章）。我们买房往往是受到情感因素的驱动，而不是因为财务现实。

以我为例——我买了一栋大房子，建立了野心过大的公司。我的野心令我陷入了无底洞。你应该从我的错误中吸取教训。我现在羡慕那些购买小户型的人。我的男朋友在认识我之前，在中下阶级社区比较原始

的一条街上花费25万美元买了一套房。那是那个街区较为便宜的房子，但在经济衰退过后升值了。那是非常精明的选择，有理有据，而我和前夫买下的那栋小豪宅则是那个街区最贵的房，后来贬值了。从小户型开始，量入为出，直到你明白你究竟在做什么。

欢迎回家

在20世纪80年代末，我还是个孩子，经常看《金钱陷阱》（*The Money Pit*）这部电影。华特（汤姆·汉克斯饰）和安娜（谢莉·朗饰）以极低的价格买下了一栋摇摇欲坠的大宅。他们认为这是一个极好的翻修机会，他们被房屋的“古怪”所吸引。但是，他们买下房子不久，严重的问题就开始出现。楼梯垮塌，水管爆裂，前门从门框脱离下来，电线着火，野生动物在墙里筑巢——而唯一愿意承接房屋修缮工作的施工方是骗子。这是一部喜剧电影，但很多人经历过类似版本的买房煎熬。虽然我在孩提时期看这部电影不下20遍，但我成年后根本没有吸取教训——不要陷入关于房地产（具体来说也就是“家”）的浪漫想法中。

我们的背景塑造了我们的身份。那个我们每夜归去之地能够抚平我们的焦虑。所以，我们的居所似乎代表着我们的本质所在。当我们购买一处居所时，无论它是房屋、公寓、小别墅、房车，还是豪宅，我们的情感赌注呈指数增长。如果你是单身，买下首套公寓能够确立你的独立地位。如果你已婚，房子似乎能确保平静与安全。换言之，我们对买房存在许多期待。这种理想主义对之前从未有过房产之人尤为真实。此时，幻想最为强大。我们梦想着买房之后会怎样：有自己的一片地盘，想怎么办就怎么办，这会是一种什么感觉？白色的尖桩篱笆？菜园？给孩子准备的沙池？晚餐聚会和全套餐具？然后甚至上升到买房对于世界的意义。有了自己的房子，表示我们已经长大成人，生活稳定有担当，已经扎根下来，有品位，有成就，有价值。我们有归属感。

根据我的记者朋友苏珊·格雷戈里·托马斯所言，这一点对于X世代的人尤为如此。为了在房市危机期间令人警醒，苏珊在2009年时写下了下面这些话。这些话现在依然有道理。

我坐在奥兰多和阿纳海姆举办的市场营销研讨会上，我发现我们身上的污点在于，七八十年代我们父母集体大规模离婚所造成的影响，清晰地显现在我们目前为人父母的行为之中。我们也许仍然自视为局外人，愤世嫉俗地偷笑着说我们看穿了婴儿潮那代人的伪装。但这掩盖着我们如同肉末丸子一样的内心。我们完全、彻底地依恋着我们的孩子。目前大多数幼龄孩子的父母属于X世代，大家一致认为他们是美国历史上对家人最为尽心的一代。我们会竭尽所能地避免我们的孩子和我们一样拥有糟糕的童年……

从最基础的心理学角度看，这有些道理。X世代的人在童年被单独遗留在家，最臭名昭著的后遗症就是永远质疑权威。这一切都已经被完全记录了下来——例如我们讨厌拍上司马屁，所以干脆让我们自己做自己的事情好了，反正我们独立工作能力很强。但之后，整个房市泡沫开始膨胀，情况发生了转变：银行贷款登上了舞台，扮演着赞同我们买房的父母的角色。

他们给了我们一个家！我们几乎像是激动不已的孩子，终于得到了我们私底下一直希望得到的道歉和安慰奖——你小时候没有真正的家，不过你努力工作，依靠自己获得了成功，现在我们把家给你和你的孩子……欢迎回家。这是你争取来的。

只是，苏珊指出（大家也不可避免将会发现），如果你买房时仅仅带着这些浪漫想法，没有进行必要的研究，更没有必要的财务后备力量，那么你可能会面临代价高昂的冲击。

感情用事

外界一直在向我们兜售一个观念：买房一定能建立财务保障和提高净值。传统的看似智慧的说法是，租房相当于每个月往外扔钱，而买房意味着投资于有形资产，最终将会升值——你的钱实际上是投入于你拥有所有权的東西，而不是交到了房东手中。不过，和我们在这本书里谈到的很多其他事情一样，我必须要问：这个观点是从何而来的？买房一直都有道理吗？你是否适合在当下买房？

2012年，DailyWorth网站的创意总监玛蒂娜·弗佳佐托买下了她的首套公寓。她的男朋友并没有做好买房的准备，但她准备好了。所以，在她父亲的建议和支持下，玛蒂娜在布鲁克林的一个社区买下了她自己的公寓，那个社区的房子都升值迅速。她年近30岁，买房是感情用事。玛蒂娜在买房前曾经租房住了9年，换过5个住处，她说：“我在租房住时，就连挂窗帘都很犹豫，因为我知道我很快就会搬走。这让我感觉没有‘我’的私人空间。”

她有了自己的空间，也有了一些意外。买房4个月后，热水器爆了。一开始，玛蒂娜想着总会有谁来修。然后她看到了现实：全都需要由她自己来负责。她必须亲自进行修理——或者雇人来修。欢迎体会到买房的感觉。

“我在这方面太天真了。我没想到这么快就有这么多我必须要做的事。我心里一直想着装修，比如某天我要翻修浴室或者翻新厨房。”玛蒂娜和许多人一样，都受到了新建公寓的视觉诱惑。一切都那么耀眼、那么现代。但光鲜的外表下是廉价的部件和材料。“一切为了销售目的都做得很好看，之后全都撑不住了。才过了7年，厨房水槽下的管道都已经锈透了。”

拥有房地产需要预付高昂费用。有时会有好的回报，它能转变为一项投资或者甚至能产生收入——变为一份根基。玛蒂娜的邻居拥有完全一样的一套公寓，买下来时花了30万美元，几年后转手卖了100万美元（但注意，纽约的房产几乎总是会升值）。买房带来了好的回报。玛蒂

娜买房后虽然有很多头痛的事和维修经历，但只要市场继续保持有利，未来某天她的公寓也可能成为一份真正的资产。

一定赚得到钱的人

不过下行趋势也可能很严峻。在2008年至2009年房市崩溃期间，许多人几乎是零首付买房，然后陷入了非常荒谬的住房抵押贷款条款之中。（美国房地产经纪人协会报告称，2005年至2006年间，初次购房者有4/10——这个比例相当高——首付为零，还有许多人首付仅为2%。）他们看着房屋价值暴跌，远低于付清债务后的房产净值。换言之，他们在购房中没有实现任何投资，还要付清过高的贷款。这意味着突然出现了巨额债务，有些人可能永远都无法偿清。房地产泡沫导致了极端情况，这一点无可否认，但若购房者有一丁点知识，他们可能就会知道他们签下的合同会带来巨大的问题。他们本可避免大难临头，但许多人没有避开。

苏珊的又一看法至今仍然有道理：

X世代较之前的一代代人更有可能将房屋视为投资，这很大程度上是因为——你猜中了——他们经历了20世纪90年代的经济萧条，接连而来的是21世纪初的股市暴跌。我们这些正在从互联网泡沫破灭时期的残骸中爬出来的人，对那些低首付或零首付以及浮动利率型住房抵押贷款无从抵抗。事实上，美国房地产经纪人协会进行的调研显示，2005年至2006年间，4/10的初次购房者使用了零首付的住房抵押贷款，首付比例中位数只有2%。

这似乎意味着，大家的集体感觉基本上是：抛弃股票、投资房屋、重新站稳脚跟后支付房款。这对于凤凰涅槃般的X世代而言似乎是明摆着的事。毕竟，即使2004年一项被人多次引用的关于代际差异的研究对

此有所反对，但人们依旧普遍认为X世代“在经历了最为重要的塑造人格的成长期后，成了美国历史上受家长管教最少、最缺乏教养的一代人”。X世代有一半人在童年时期经历家庭分裂，40%的人因为放学时父母往往还在工作而在脖子上挂着钥匙——我们不仅总是能站稳脚跟，而且还有一些了不起的成就。

哈佛的一份报告曾确认道：“X世代在改善财务方面有更多实际机会或者他们能感知到更多机会。”银行也完全没有让任何人从这个观念中醒悟过来。我本人的一个小故事：2002年，我签下一份5年期的浮动利率型住房抵押贷款后，我记得华盛顿互惠银行的贷款专员对我和我丈夫说，虽然我们现在没有什么现金，但他能看出来，我们是那种未来一定赚得到钱的人。他说，我们是那种银行愿意“投资”的人。

这种错误的自信导致了许许多多浮士德式的交易。这发生在苏珊身上，发生在我身上，也发生在了整个经济上。不要让它发生在你身上。

买房并不浪漫

这么来想。你在一件东西上投入了数十万美元，但很长一段时间内，这件东西大部分是由住房抵押贷款的借款方拥有。直到你（而不是银行）拥有了绝大部分之后，它才成为你的根基——例如，你的首付很多或者已经偿付了大部分住房抵押贷款。房屋的价值增长缓慢，往往比退休储蓄账户增长要慢。而且，房地产和股票不一样，存在意外开销——一棵树倒在屋顶上，锅炉爆了，窗户裂缝或者漏水……你需要有持续的财务来源来对其进行维修。你的缓冲积蓄有多少？

对许多人而言，房屋是一项“买入并持有”的投资（除了那些倒卖房屋的人或者腰缠万贯之人）。房屋价值随着市场波动而变化。你还需要紧密关注房屋的状况。这些因素都能让你的现金流多年吃紧，从而长期

影响你的财务大局。玛蒂娜现在已不再对房地产保持浪漫想法，她说：“我有一张表，列出了家里所有需要修理的东西，按照紧急性排序。我每个月看一下表单。我爸爸甚至在圣诞节还资助了‘修理浴室’基金！”节日快乐！

买房还是租房

我们来更近距离地看一看，什么因素可以使投资房地产成为极好的根基，以及什么时候应该选择不投资。吉娜·德维是女性企业家高端杂志《神圣生活》的创刊人，也是一名成功的指导。她说，她和许多女性一样，在事业初期并没有考虑买房。当她的收入开始变高时，买房的压力日益增大。她心里的想法是，买什么都行。赶紧入手，别再浪费钱。谁在乎你是住在垃圾堆里还是住在无人听说过的小镇上。要投资房地产。

但是作为企业家，她采取了另一种行事方式。“在做出任何行动之前，我更加仔细地研究了买房的成本，我开始计算首付需要多少钱、会欠多少税，再加上维护费和装修，更别说我还要花钱置备家具，（这时）我突然觉得这条规则没有道理了。”她说，“我意识到，我不会住在一个我真正想住的地方，对于我当时的财力而言，代价也确实很高昂。再者，我真的想在公司扩张时期把心思放在房子上吗？”

这种行事方式对她很有帮助。她决定不买房，而是升级生活方式，她可以在租住的奢侈公寓里举办专属私人派对，招待高端客户。每当她频繁出差时，她就中止租约，2008年房市崩溃，她却安然度过，没有任何损失。精心研究、聆听内心、理性决定，这些因素帮助吉娜去做真正需要做的事，成就她的人生。这就是关键所在。

哈佛大学住房研究联合中心2016年的报告发现，近40%的美国人都

在租房——20世纪60年代中期以来的历史最高值。目前是租房还是买房更有利于你的财务健康？你可以通过网络上的“租房与买房对比计算器”（在网络上搜索它）得到答案。《纽约时报》的网站、Bankrate网站、嘉信理财网站上都有此类计算器。数据最能让你做出切实决定。如果你决定租房，那么就把本来考虑用于偿付住房抵押贷款或维护房屋的钱存到401（k）账户或个人退休账户中。住房抵押贷款可以看作强制要求执行的储蓄计划，如果你是租房客，为何不在自己身上加大赌注呢？这是一项非常好的投资。

怎样买房才更值得

我们来看看其他一些让买房在金钱和情感上都值得的事实和情况。归根到底，买房是否值得还关乎你的个性和你在你人生中所处的位置。你收入是多少？会增加吗？什么时候增加？你欠了多少债务？信用评分是多少？有多少积蓄？不存在什么死规定，只有一些引导性的原则，以及在学习过程中保持清醒的韧力。如果你从未买过房，那么最好从小户型开始，买一套适合新手的房子。如果像我一样先买一套小豪宅，往回摸索要困难许多。事实上，在买过房——并且惹上不少麻烦事——之后，我现在租房住了。这是真的。当下，租房更加适合我。

另外，好好了解你的支付能力以及可用的贷款。银行可能会批准远高于你自己计算得出的支付能力的贷款。银行（或者其他借款方）允许你贷款，不代表你能偿付。但谁不想要优惠交易？如果能减少房子的首付，何乐而不为？因为，如同财务顾问卡门·丽塔·王所说，你需要真正参与这个游戏并承担风险。首付比例影响着住房抵押贷款的利率。如果首付比例极低（比如为房屋售价的3%至5%），住房抵押贷款利率会较高，因为银行认为贷款给你有较高风险。而且你在一段时间内也无法通过抵押房屋获得其他贷款——因为房屋事实上并非真属于你，第三方（银行、政府）拥有房屋大部分的所有权。你会花很长时间支付利息，

这意味着需要在更长时间的月供后，你的房屋才真正开始积累资产。这完全不是根基！

支付比例合适的20%的首付似乎令人却步。也许你需要更小的户型？甚至只是一套公寓？如果你想面对这一挑战，买房后将会有更多事情需要处理，所以最好在一开始就知道你的现金流是否足够应对。此外，如果首付比例合适，当你确实需要转售房屋时，你拥有的资产也会更多。“你可以非常轻松地抛售一只损失的股票，但很难卖掉一套让你不仅蒙受了金钱损失而且并没有投资一分钱在内的房屋。”丽塔·王说。

偿付贷款

要抵御诱惑，坚持按数字进行考虑。毕竟，住房抵押贷款是一份用于买房的贷款。你的房子是这笔贷款的抵押品。在申请住房抵押贷款时，你会接受15年期还是30年期？30年期的住房抵押贷款意味着你每个月支付的金额较少，但是利率较高，所以你支付的利息更高、持续时间更长，建立资产的速度更慢。

例如，如果是30年期利率为5%的10万美元贷款，你分360期付款，月供477美元，总计171870美元。这意味着你借款10万美元，支付的利息是71870美元。而且记住，一开始你的大部分还款或全部还款都是用于偿付利息而不是本金（资产），所以你是在偿付贷款，以保持用首付款项购买的房屋资产。在最开始的10年时间，你的房屋唯一升值的可能是什么？市场升值。如果是15年期贷款，就对你有利得多，因为你支付的利息更少，建立房屋资产的速度更快——这直接影响你的净值。这才是我们想要的。

无论如何，在买房时，要么确保房屋一定会升值，要么确保你计划居住至少10年。否则，买房只是一种生活方式的选择，对你的个人净值

没有贡献。对于住房抵押贷款，也要保持精明。让人吃惊的是，许多人住房抵押贷款时并不会货比三家。消费者金融保护局发现，接近一半的购房者并没有寻找利率更为优惠的住房抵押贷款。为什么呢？

他们害怕这个过程。不要屈服于你的金钱故事或者陷入金钱昏迷。接受了那些术语之后，过程并不复杂。了解游戏规则，获得最佳费率。记住——这是你的钱，条件你来定。以最佳费率一直参与游戏之中。在思考支付能力时，最好在你的长期财务健康和短期幸福之间进行权衡，找出协调折中的解决方案。

房屋“饥肠辘辘”

买房需要预支很多费用。在最开始几年，你只是在支付住房抵押贷款的利息。然后还有房屋相关的所有费用——律师、检验员、测试（石棉、铅和氡）、搬迁、新家具、抢修，以及所有出现的意外情况。如果几年后你出于某些原因需要转售，除非所在街区非常非常热门，否则你要么赔钱，要么不赔不赚。

这种事时有发生——人们因为换工作、分手分居或者家庭紧急状况而搬家。房价还会随着经济形势而波动。这意味着如果你买房后很快售出，出售价有可能要低于你的买入价。心疼，真是贵。最好——如果可以的话——在家里住上至少5年，10年更好，多多益善。如果你知道自己会住很长时间，也知道收入将会增长或者至少维持现有水平，那么大可考虑买房。

此外，房屋“饥肠辘辘”，它们吃钱。一旦买下房屋，日常开销就开始了。水电费可能是租房时的3倍。还有房产税，以及用水、收集垃圾的费用等。还有院子呢？谁去修剪树丛，给花坛除草？要确保你能支付这些费用，并且仍然过得起日子，最好的办法就是拥有足够的收

入。“住房抵押贷款千万不要超过1年的家庭总收入。这条规则将迫使你在购买时撇除情感，将房子仅仅视为四面墙加个屋顶，房子上还缠着债务。”理查德·罗索说。理查德是得克萨斯州休斯敦市的认证财务规划师。

你的月薪是多少？要有足够的现金收入，否则你会变成“房奴”——在财务上受缚于你的房屋。这种情况很可怕。在决定买房前，确保你能够将30%（不要更多）的每月税前收入用于支付房屋相关费用。这包括住房抵押贷款月供、房产税、水电费、维修和装修。下面是对你的一个挑战：当你拥有房屋售价一半价值的现金时，再去买房。所以，如果你要买一套30万美元的房屋，你需要有15万美元的储蓄。觉得我疯了吗？去问问在一套房屋里住了5年以上的人，让他们把所有的房屋开支加起来算一算。这数字比你所想的要更逼近房屋售价的一半。哪怕最精明的房屋检验员也无法警告你每一种可能，所以你需要为自己提供后备计划，否则在房屋之外，你将无法进行储蓄或投资。为什么要把自己耗得那么痛苦？你要去寻找一个不会让你的生活破产的处境。

你还应该非常确定你的收入将持续增长——或者至少跟上通货膨胀的速度（3%）。所有东西都会变得越来越贵，房屋价值可能会出人意料地上涨。问一问芝加哥的居民即可验证，他们的房产税将在2016年和2019年之间增加13%。

将房产转变为根基

当你的财力从买房的巨大花费中恢复过来之后（可能需要好几年），你可能会开始看到拥有房产的益处。偿还了越来越多的住房抵押贷款和利息后，你的资产也稳步上涨。你买下的房屋变为了一份资产，也许可以作为抵押物进行贷款。你的净值上升。确实有必要时，你可以卖房。如果你没有卖房，坚持到付清住房抵押贷款，那么你将完全拥有

这份房产，余生都有了实质的保障，随着年龄增大，可以腾出手头的钱。这一笔大价钱的购买已经转变为了根基，恭喜！

我想给大家说一个异常成功的故事，因为这一章到现在为止，我都一直在警告大家，拥有房屋不一定就是一份保障。但在房地产中获得成功是可能的。虽然房产价值往往比401(k)账户和个人退休账户（或者其他基于市场的投资）价值增长得更慢，但房产能带来其他投资无法带来的流动性（获取现金的能力）或收入。真棒！这一点可能相当重要。

2012年10月，凯尔西·迪克森和她的新婚丈夫维斯在他们的老家宾夕法尼亚州约克市买下了他们的第一套房，是一套两单元的住宅。他们刚刚毕业，在各自领域找到了工作，存款加在一起是35000美元。了不起吧？事实上，她早在中学时就计划着拥有正的净值。（我知道你肯定翻白眼了！）“我相信储蓄、金钱和投资应当为自己服务，永远不要只是放在一边。”她自信地说。她的家人和丈夫都支持这一点。另外，幸运的是她的家乡比较小，生活成本不高，所以他们买得起房。

在新家里，凯尔西和维斯住着住宅的一半，出租着另一边。他们不得不马上做一些修缮，额外花费了10000美元：暖气需要更换，他们还新加了洗碗机和中央空调。他们翻新了顶楼，建了一间带沐浴卫生间的卧室。不过，翻新后，凯尔西将第二单元的租金涨了25%。他们的月供是1000美元出头，而租金收入就有650美元。聪明。

一年后，凯尔西和维斯用剩下的积蓄买了一套投资型房产。哇！“维斯手很巧，”凯尔西说，“而我善于交际。买下投资型房产做房东，这适合我们。我们的租客年龄是我们的两倍。”另外还有所帮助的是，凯尔西的姐夫和公公在电气和建筑行业，所以他们能够出力帮忙翻修第二套房产。这处房产同样需要新屋顶、新车道和新电器，所以他们花费了所有积蓄，还借了些钱，将这处房产修缮完备。然后就有租客入住了。“我们很快就恢复了财力。我们这两单元的租金分别为每月600美元和650美元。我们的月供只有463美元。”太棒了！

到2014年年中，仅仅24岁的凯尔西和她丈夫拥有房产已经两年了。他们很年轻，有些跃跃欲试。维斯想尝试一些和他的白领工作不一样的事，而且他们夫妻俩还不准备生孩子。“我们想探索世界，在事业上尝试新事物。”现年25岁的凯尔西说，“于是我们辞掉了很好的工作，打包行李放在车里，来到了西雅图进行探索。”

维斯的哥哥在他们离开后负责处理房产的细节事宜。凯尔西建立了自己的营销代理公司，帮助那些目标人群为千禧一代的企业，而维斯则去做了一名木匠学徒。“我们的房子每年能赚12000美元，几乎可以支付我们在西雅图的房租。我们应该能够在未来十年内付清第二套房子的贷款。也就是说，我们在35岁时就能靠两套房产获得100%的收入，当然除了意外开支之外。”她说。有着如此强有力的开端，凯尔西既感觉幸运，也心怀感激。“早期建立根基，帮助了我们实现目标、追寻梦想。这仅仅只是开始！”她和维斯梦想着去智利做志愿者并学习西班牙语、去亚洲背包旅行、去欧洲工作，最后返回宾夕法尼亚并扩大家庭。她说，未来有无限可能。这才叫打得一手好牌。厉害！

充分发挥优势

你从凯尔西身上能学到什么？我不想误导你：她获得成功的原因确实是运气。在她的故乡小镇，房价处于可负担水平；她的家人能够帮助她翻修、布线、修水管，这让她省了很多开销，避免了头疼之事；她在大学期间有一份收入丰厚的工作，令她有了不少积蓄。不是每个人都会有这么好的开局条件。但我们也确实能从她的故事里学到很多。她成功的一个很大原因是她拥有储蓄者和投资者的心态。

凯尔西很重视脱离债务、建立积蓄。她没有抓着钱不放，而是将钱用于投资。她看见了好的机会，与丈夫和家人携手，计算之后再承担风险。她买下房产，进行翻修，然后出租出去。她20出头时，对房东事宜

一窍不通，但她去学习了。凯尔西有策略。在买房过程中，她没有让现金吃紧。她本来可能会陷入金钱陷阱，但她没有。她深思熟虑之后再做选择。她本来可能会被管理房产或租房市场的压力所压垮。但她自学了如何定价和收集租金、水电、保险以及其他各项费用等。因为她做事有条理，所以她成功穿过了一切未知，使处境以及资源都对她的有利。

理想状况下，根基和翅膀可以同时建立。凯尔西发现了二者兼得的方法：首先，资金充足的储蓄账户让她可以投资于根基。然后，根基带来了生活收入，开始支撑她的翅膀。我们大多数人要等到年事稍长才能看到如此大的回报。做得很好，凯尔西——虽然我们有那么一丁点嫉妒。

三思而后买房

你要抵御大手大脚花钱的诱惑。瞬间过上奢华生活的诱惑各式各样，但不要把自己逼到财务的墙角，尤其是初始时期。要在处于上升期却尚未到达峰值的城市、社区或街区里买房。凯尔西和丈夫在小镇里买房，一栋两单元的住宅花费了14万美元，这比纽约或旧金山等地方的房价要便宜得多。（注意，我并非让你搬家。不过，如果你可以搬家，并且如果搬家能够让你加入这个游戏，那么这样做不无道理。你自己决定。）

研究位于你的理想街区内的房子——它们此前的售价是多少？现在价值多少？不要买最贵的。买一套——据你估计——很可能会升值的。考虑一下你是否倾向于自己动手。是的话，你可以考虑买一套待修缮的房屋。不怎么喜欢的话，想想你要额外拿出多少钱进行翻修以及你在管理翻修方面能够负担多少。如果你的耐心和预算是翻修预期花费的两倍，那就买。翻修总是会拖延，比预期花费更多，并且总是会出现之前你以为不存在的问题。尽可能多地了解自己、了解你将涉入的情况。它

们都是有用信息。

急着定下交易，急着完成交易，跳过仔细检查和最终的整体检查，不去研究所在社区以及街区的房屋价值，签下最先同意放款的住房抵押贷款——所有这些都是代价高昂的错误举动。不要急。给自己留几个月的时间，看看各个社区，与经纪人面谈，考虑各种贷款和储蓄方案。可以计划着在社区里租住一年，直到你真心确定你想住在哪个街区。给自己时间进行调查。

如果你租房已经有一段时间了，那么你可能和辛西娅·拉姆纳拉斯一样，以为买房时的货比三家就和租房一样：看房时关注的是衣柜和插座够不够用，或者喜不喜欢窗外的视野。事实证明，买房看的不是这些。你要超级务实。打开各扇门，掀开地毯，带上手电筒，问大量问题。辛西娅和丈夫吸取了严重教训，才变得务实。“买房更像买二手车，而不像租房。你需要打开车的引擎盖看看，开车兜兜圈。看房时打开所有水龙头，冲一冲厕所，将暖气调到最热，看看会不会有问题。”

根据美国房地产经纪人协会的统计，人们在看房阶段平均耗时12周。完成交易平均需要额外3个月到4个月。在看房或者完成交易之前，你自己也需要进行研究和反思。抽出2个月到12个月的时间。这种缓慢、稳定的做法是值得的。经年累月，它能为你省下数万美元，并且让你有时间直面你的幻想和恐惧，然后变得实际一些，能考虑自己实际的支付能力，确保以后当每个月该还房贷时，或者家里老鼠为患时，或者小侄子从巴厘岛带回来了床虱时，你不会犯心脏病。

确保你要买的房产有市场。我的意思是，如果你想转售，你能找到买家吗？你能从中赚到钱吗？25岁时，我一度考虑在曼哈顿边上买一艘船屋。那是一艘高29米、装修时尚的五星拖船。我把船当作公寓来考虑。这时，有人把我拉到一边说：“阿曼达，只有你这样的人才会想买下它。”他的意思就是，这种类型的房产没有市场。事实上，完全没有证据表明我买下之后能收回最初投入的资金。如果我想转售，可能会损

失几十万美元。哈得孙河上，人们对船屋的需求不高。

所以，除非你能够承担巨额损失，否则还是考虑一下房地产的转售价值。你愿意花钱买的东西，不代表其他人也愿意为之花钱。买的时候要精明——装修的时候也要聪明。不要空想着“我能收回本钱”而无所事事。你可能收不回本钱。

“首席解题官”

我们来快速地谈一下倒卖，也就是买下房地产并加以修缮，以期迅速地转售获利。虽然倒卖房产听起来有利可图，在电视节目里看着也很有趣，但它只适合能够与风险共行的人。你手头需要有大量现金用于初始阶段的支出（首付、交易费、材料、人工）。你需要变为“首席解题官”，有能力解决一切未曾遇过的问题——实践问题、财务问题和人际问题。这些问题一定会出现。另外，项目往往会延期并超出预算。你能处理得了吗？使一处毫不起眼的房产变得引人注目并且通过它获得盈利，这绝对是一件令人兴奋的事。这需要大量的辛苦工作，但利益也许会很丰厚。它的风险也很高。如果收不回本钱，你也必须能够接受，因为总是会有你在初期从未想过的问题出现，使你陷入止步不前的境地。

我们许多人都渴望有自己的家，这在情感上能够引起强烈的回应。但如果你买房并非出于情感或者生活方式的因素（我现在是成年人了；我有房了！我成功了！），而是出于长期财务健康的考虑，那么你的头脑对于这几十万美元的花费将有更清晰的认识。正是这种清晰理智的做法帮助了凯尔西和她丈夫做出有利选择。你也可以做到。

第8章 尝试创业

出于兴趣和赢利的目的，建立一家公司——如果你是这块料的话。

公司可以成为坚实的根基。事实上，公司是建立无限财富、学习如何管理财务、掌握自己命运的最有效路线——绝对一流。我的亲身经历可以告诉大家，建立公司和运营公司是一件令人兴奋的事。我建立和运营过好几家公司，涵盖零售、科技、媒体和目前的金融行业。哪怕是运营失败的公司也教会了我非常多，比如，如何制作损益表、读懂资产负债表、收集应收账款，并且最终让我得以创立DailyWorth网站。

不过，虽然这一根基令人兴奋，但其隐患不小。风险的重要性可能轻易地超过建立运营公司所需的工作。最初数年里，你需要证明你的商业创意、接触客户，然后增长赢利，也许还会寻求外部资本，每一个转折点都有很大的风险。你的积蓄、事业、人际关系和内心平静都会受到负面影响。运营公司可以成为根基，就像买房和投资股市一样。但是，除非你现在已经是公司业主，否则你可能还不太清楚运营公司与成为自由职业者（或自雇者）的区别。它们的区别不容小觑。

有力动因

我们现在的文化对于白手起家的大亨有一种莫名其妙的崇拜，比如理查德·布兰森和蒂姆·费里斯，但却不怎么了解他们是如何获得成功的，仿佛只要找到了你的“喜好”，就能自然而然得到自由和金钱。不要被蒙骗了。无论是运营公司，还是做自由职业，都需要很大的韧劲，担负很多的责任。但二者中，一个增长你的价值，另一个只是让你拿到工资。就我而言，只有一个才能算作根基：对除你之外的其他人有价值的

公司。明白了吗？

我来换个方式解释一下。如果你只是打算成为自由职业者或者独立承包人（自由职业者的另一种称谓），那么你不是在建立根基，因为根基是未来没有你仍能运作的实体。不要误会，做自由职业完全没有问题，但这是一种选择。自由职业如果没有你投入时间、技能和劳动，便不复存在。你的品牌就是你自己。这意味着你的单打独斗其实只是一份工作：你走了，公司就没了。然而，当你创造根基时，你可以将某种——或全部——关键职能转让给其他人，你从中获得金钱，而他们马上就能运营公司甚或拥有这家公司。你口袋里装着钱离开。

所以，要知道你要干什么。你是否要拼死拼活只为获得一份收入？这真的优于你以前的工作吗？或者，你是否有兴趣创造一事物，未来某天能给你带来利润，并且没有你也能运作？或者你可能可以将其出售，或者获得他人的大量投资？以我的经验来看，你必须要对自己的公司有热烈的激情，因为日常工作十分艰难。在任何一天，事情都有可能好转、恶化或者偏离正轨。在公司开始赢利之前，或者之后，你都一定会遭遇拒绝和失败，你必须有能力消化。甚至不应该出错的事情，有时也会出错。所有事情花费的时间都比你想的要久，每隔3个月左右就会有长假，因为大家都不见了。即使没人买你的产品，你也仍然要支付工资。这是让创业者感到头疼的事。无论你是兼职售卖产品，还是运营着一家雇有若干员工的全职公司，这都是事实。

所以，你可能会问，既然麻烦事扎堆，为什么还要冒这个风险？做行政工作（记账、开发票、与供应商交涉），和挑剔的客户以及不愿出资的投资者打交道——这些事听起来没有什么乐趣。你到底要如何坚持下去？

你需要一个有力动因。你坚持，是因为你相信自己正在发挥作用。你能在空气里闻到潜力的味道，你能看见一个你想拥有的未来。你在制作一个为少女赋能的电子游戏，这驱使你清晨起床，不停推动着你穿越

各种阻碍和否定。你在为想要生育的女性研发草本疗方。你也喜欢更有力地控制自己的收入和支出。你喜欢这份挑战。你甚至可能因为肾上腺素而精神焕发。

至于我本人，我有一个很大的梦想——我要改变这个世界。当我创立DailyWorth网站时，人们暗暗嘲笑。但我知道他们是错的。我的动力既来自社会影响力，也来自财务上的成功。当在实际业务中感到压力时，想到自己可能改变无数女性的生活，我就能坚持下去。

为自己工作

运营公司对你而言也并非遥不可及的目标。目前，越来越多的女性运营着小型公司。根据女性政策研究所的调查，2015年，近30%的小型公司由女性运营，相比2007年增长了近70%——增幅巨大。运营公司的少数族裔女性人数也在呈指数增长。对于感觉在现有事业里机会不够多的女性而言，运营公司代表着无限可能。

在运营公司时，你的目标不仅仅是存活。你的目标是比身为公司职员时更加有效地创造财富。你的目标是全面填满你的退休账户，同时创造更大的职业网络和更多的增长机会。一直保持远大的目标。我并没有因为Soapbox公司而止步不前，也没有因为我创建（并且投入了资金）的其他两家公司失败而打消创业的念头。我知道我有大事需要完成。我只是花费了一些时间了解我的受众，改良我的想法和实现方式。所有这些都是正常的。你的目标可以比我的小一些（我知道我的风险容忍度高得不寻常），但你也可以在你的财务花园里拥有非常多样化的根基。

运营企业的意义在于拥有权力、影响力和创造性的控制力。为此，你必须愿意承担风险，乘坐满是不确定性的过山车抵达终点。不过，我不会对你撒谎：9/10的公司会失败。这是所有根基中最为棘手的一个。

但是，当你是公司职员时，你为其他人辛苦工作，没有真正的保障。没错，稳定的工资和福利让你感到舒适，每年根据生活成本而调薪也非常不错，时不时还可以获得升职。但是，你的收入随时可能消失。

公司会有结构重组和裁员。科技一直在发展。例如，牛津大学2013年的一项研究发现，在702种（非常多）职业中，近50%将很快被计算机和机器所取代。公司可以用任何理由将你解雇或者裁员（压力），让你投入的时间和精力都化为泡影。另外，职员获得巨大财务增长的可能性也非常有限。证据就是：福布斯百万富豪榜上排名靠前的——至少前200名里——都不是公司职员（没错，其中一些富豪确实是女性）。他们是通过经营企业而登上榜单，而不是通过朝九晚五的工作。

没人逼迫你

也许你并不在乎什么百万富豪。你只想成为一名个体经营者或者自由职业者。我可以理解。但我在这里强调的是将公司作为根基，尤其是如何将自己拥有的公司转变为一份资产，使其在你工作投入的时间之外仍然具有重要价值（表现形式为营收能力或者被收购的潜力）。当你能够自由地赢利时，条件就由你来定。这带来的个人满足感可能相当高。没人逼迫你做任何事，那是你的梦想、你的愿景、你的计划。对，你会犯错，但你参与到游戏之中了，这一点令人兴奋。如果你渴望掌握自己的人生走向，想拥有创新解决问题的自由以及获得作为职员永远无法获得的高收入，那么建立运营一家公司便是可行之道。

根据盖洛普公司最近的调研数据，近70%的职员无心工作，整整50%的职员想要辞职。人们想拥有更大的自由，控制自己的日程。他们想要更好地平衡工作与生活，想要获得更高收入的可能性。如果你在网
上随意浏览（大家都会这样做吧？），你可能已经注意到了，网上有许多内容，教你如何三步成为成功的小型公司业主，无论是个体企业（蔬

果园设计师？）、明星博主（忍者妈妈私密日记？）还是初创微型品牌（进口希腊橄榄油？）。它们承诺的是，你可以按照自己的日程，在家里就能建立起健康的赢利模式，使之成为一个真正的商业爆点。

这些内容大部分是炒作，仅有少数例外（比如，创业者导师玛丽·弗里奥、拉米特·塞西和塔拉·金泰尔所教授的）。虽然有一些人完全按照这些内容让公司运作起来了，但是世界上没有什么简单的三步走策略。如果填几张表、调几个开关就能开始赚大钱，那真是异想天开。以我的经验来看，努力工作两年后，才能抵达一个魔法般收获颇丰的节点，这时就开始出现各种机会了。无论什么公司，都需要至少6个月时间进行规划，另外还需要两年时间进行播种，之后真正的营收才会发芽。新事物总是需要时间才会发力，并且前提是你的商业创意是正确的、能够真正带来利润的。

事实上，一个大问题在于人本身的心理。你可能感觉自己像个骗子：“我根本不是一名企业家！”我要重复说一遍，我们在这本书里反复地看到，承认自己是一名新手是一件很有力量的事——这意味着你要对学习保持开放的心态。当你没有深陷于传统实践的泥潭中时，你能够问出一些之前从未被人问过的问题，或者以前所未有的角度来看待问题。

例如，想一想医药界巨头礼来公司。这家公司建立了一个名为“创新激励”（InnoCentive）的众包部门^[1]：公司花钱请“外行人”来解决公司无法解决的问题。这种方式成功了。根据哈佛商学院卡雷姆·拉卡尼的一项研究，许多问题是被相关行业之外的人解决的。感觉像个骗子？你可能拥有最为重要的视角。正如蒂娜·菲曾经打趣道：“我发现几乎人人都是骗子，所以我试图不要为此感到惭愧。”

自由职业并非一帆风顺

你感到厌烦了。你受够了通勤、预算紧缩以及事无巨细都要过问的上司。你受够了错过孩子们的演出，受够了缺乏足够的影响力或金钱。你想要社交网络上朋友们那样的生活——二月份去墨西哥待上一整个月，参加“个人发展”静修计划。或者你的工作环境有害身心健康，你需要离开。你想从事自由职业。

在做自由职业时，本质上你是在运营一家服务公司。你为有需要的人提供你的技能和产品（基于时间或项目范围收费）。所有工作都取决于你的生产能力和交付能力。你就是主心轴。这个想法对许多人非常具有吸引力。2016年，美国有5300万人——34%的人口——从事自由职业，相比2004年的数字（4260万）有了巨幅增长。考虑到对工作场所的不满意、通勤时间和死板的日程安排，许多人选择自由职业也合乎情理。

你可能意外地成为自由职业者，或者是为环境所迫。你做了母亲，需要灵活性；你被解雇或者裁员，不想再经历第二次；你在该升职时受到忽视，因而辞职并寻找一条更好的路。从好的方面来看，你可以在家里穿着瑜伽裤工作，直到下午三点再离开家门。你可以周三休息，周日晚上工作。你可以参加姐妹的生日午宴，照顾家里生病的小狗，暴风雪天气也不会打断你工作。旺季时，支票频至，你感觉自己富裕了。

虽然零工经济正在增长（2016年美国40%的劳动力投身于零工经济，并且有望继续增长），但是，用财务稳定换取灵活性，灵活到连走出家门停止工作的损失都承担不起，这样真的说得过去吗？（最初几年你可能会有这种感觉。）自由职业并非一帆风顺。当你无法产出或者提供服务时（你生病、孩子生病、技术故障等），你就没有收入。我有两个孩子，但我从未休过产假。你也许可以给自己“放假”一个月，但是你会在哥斯达黎加的海滩上用笔记本电脑急切地寻找稳定的无线网络。相信我，这很让人懊恼。

换言之，自由职业里的“自由”可能具有误导性。你会辛苦工作——

也许比之前还要辛苦。你的收入不稳定，但同时，你的医疗保险、汽车费用等方面的账单将继续堆积。因为即便你的客户拖延了付款，生活也不会因此停止。作为自由职业者或者零工人群，你要完成所有工作、做出所有决定、开票记账、支付开支。你努力地拿下工作，之后努力地追着客户让他们付款。而且，从日常财务的角度来看，当你选择离开（或者不得不离开）全职工作时，你实际上抛下了稳定的薪水、福利、带薪年假和病假。为了什么？需要多久你才能重新开始向退休储蓄账户中存款？

在传统办公环境之外获得更多收入是可能的。事实上，作为公司职员，要创造巨大的个人价值、拥有真正的财务保障，可能性非常有限；严格来说，在公司里担任职员并非一项好的投资。你还有可能感到很孤独、很害怕、很缺钱，因此重新回到办公室里工作。大多数人在跨出这一步时，不知道还有其他路可以走，不知道要根据自己的个性和欲求来选择正确的路。许多人在跨出这一步时完全不看路。不要那样做。

巨大增长

经营一家公司和从事自由职业一样需要毅力和决心，但还需要你将眼光放至今日之外或者下个月之外。如果你能熬过新公司头一两年的充满痛苦的不确定性，那么你很可能已经开始获得足以支持生活的收入了。你的收入可能和职员时期一样多——或者更高。但你需要超越收入和生活方式上的成功，才能将公司转为根基——其他人可以投资或者从你手中将其收购。你的忙碌本身并不能创造根基。

首先，你需要一个健康的储蓄账户，还需要自律地在忙碌中抽时间学习新技能，在有需要时找到资源，像职业人士一样建立人际网络，为自己的工作开票记账，生意有苗头时及时跟进——所有这些虽然不能直接给你带来利润，但绝对能让你的公司存活下去。你必须学会销售自

己、销售自己的服务并且和他人达成交易。你必须要让其他人能看见你、看见你的价值。你必须掌握那张“一切都很棒”的笑脸。

你需要考虑长远大局：“我应该将时间和精力投入到什么地方，才能创造出远超开销的利润？我如何才能将过程自动化或者使服务变得可重复，从而降低我和员工的时间和精力成本？”我的工程公司Soapbxx的业务是搭建包含视频、电子商务和网络社区的复杂网站。一开始，我自己编程设计网站，但我迅速发现，要想成功，我需要转而管理运营和销售。要想成功，我必须学习销售的艺术和科学——幸运的是，我也发现我热爱销售。我雇用了其他人（程序员、设计师等）来做我的工作。

Soapbxx在两年里增长迅速，我手下有了5名全职员工。我每天工作两个小时，员工们完成余下的工作。这听上去可能是成功，但它不是终极成功。单是有自由进行微量工作（这是一种生活方式的选择），并不意味着你已经“成功了”。Soapbxx仍然尚未成为我的根基。严格来说它是成功的，它能赢利，并且能让我在几乎不工作的情况下仍然有控制力和资产。

但它难以规模化，这意味着我们每接到一个新项目，都需要投入全部的精力和注意力。我们无法自动化、无法复制、无法模板化我们的服务。这样一来，成本很高。即使我们的营收达到了100万美元，我们的开销也差不多是这个数字。之后还有巨额税单，让我几乎陷入泥潭。Soapbxx生产力很高，但每个新项目都需要大量规划和管理。这使得利润相当薄。

如果公司是根基，那么它应该有巨大增长（而非一般增长）的潜力——你能够复制服务，以减少成本。除了你之外的人也能看到利润增长的潜力。想想：如果投资人进行投资（例如10万美元或者更多），那么他其实是在赌你的公司将会增长，他将赚回本钱，然后赚取一些利润。首先他想看到证据证明这是可能的。如果一家公司不能展现出赢得客户的能力，谁会想给这家公司投钱？

Soapbxx本质上是一家服务公司，但最终它确实发挥了根基的作用，而不仅仅是为我创造了一份丰厚收入。情况是这样：它提供了我以启动DailyWorth网站的20000美元种子资金。我能够给Soapbxx的工程师们分配任务，创建DailyWorth网站并维护其两年的运营。由于Soapbxx为我带来了可观的收入，所以我能够在DailyWorth网站开始运营的头两年里免费为网站工作。这一点非常重要。我花了那两年时间，才向潜在投资人证明，DailyWorth有受众、有流量、有销售能力。我能够将DailyWorth网站呈现为一家值得投资的公司。它拥有清晰的赢利路线。

从本质上看，Soapbxx为DailyWorth提供了资金，在DailyWorth成为一家公司之后（拥有投资人、具备收购潜力），我解散了Soapbxx。我从每天工作两小时变为向投资人筹资以及解决重大的运营问题。我知道DailyWorth是一份根基的另一个原因是，现在的下一步就是所谓的变现事件。那时，DailyWorth的名义价值将会通过首次公开募股、收购或兼并的方式变为真金白银。在它发生之前，虽然我在打造坚实的根基，但我还不能获取其全部能力——尚未到时候。我还无法获取这份资产，但其潜力巨大。

硅谷年轻企业家（也是千禧世代之人）萨拉·孔斯特看见在科技领域比她更为资深的女性没有做出投资的决定。她看到有着同样薪资和技能水平的男性承担了风险，并且建立了强有力的人际网络和公司。她对我说：“许多男性似乎明白花钱和承担合理风险的必要性，但女性就对此有点不情不愿。”她想要站在这条鸿沟正确的那一侧，你也一样。她已经创建了自己的公司，建立了自己的人际网络，并且进行了投资。

它们可以出售

好的想法不会招揽来大量金钱，好的执行力才能够聚集金钱。许多

人在这一点上都存在误解。你有好的想法，并不意味着大家会来买你的东西。我曾经有过许多概念，但又放弃了，因为大家在理论上喜欢这些概念（他们告诉我的），但不会花钱去买。许多人在吸取惨痛教训后才发现，运营公司，10%在于创造，90%在于销售和营销。你必须打入群众，你的公司必须要提供大家想要的东西，并且要让大家了解，这样大家才会花钱。

无论你的公司规模是大是小，从始于衣柜的女性独角戏，到拥有雇员和经常性开支的企业，你都需要深入了解销售，且能够抓住潜在客户。创造渠道——广泛思考各种可能性，再缩窄至可行的可能性，最终触及真正的消费者。你需要现金流来发展公司（翅膀），让大家了解公司（广告和营销），吸引人们购买（销售），并且一直发展新客户（发展人际网络和受众）。

存活下来的公司有一些宝贵之物。它拥有的资产不只是金钱，还包括：产品（例如技术或售卖品）、带来盈利的资产（合同）、硬件（设备、电脑、桌子等）、知识产权、商誉（著名品牌、良好声誉）。这一切都值钱。它们能被赋予金钱价值，并且可以出售。它们独立于你的个人资产或出资之外。

建立公司

2008年，阿达·比尼尔就职于一家数码摄影工作室。她从胶片摄影转做数码摄像，以在日新月异的行业中保持领先地位。之后，市场崩溃，所有不懂技术的人都遭到裁员，包括她在内。突然间失去了工作的阿达决定要学习行业的技术方面：计算机编程。她最终得到了另一份全职工作，认识了一位同事，两人共同创立了公司。只是阿达完全不知道自己在做什么。“这是我创建的第一家公司，但我只是误打误撞，”她说，“我们有一份8000美元的合同和一名客户，我经营公司好几个月之

后才真正醒悟我在做什么——我在经营一家公司。”

在经营了好几家公司之后，阿达现在经营着Skillcrush公司，这是一家教女性进行计算机编程的网络公司。这个市场尚待挖掘，所以有很大的增长空间。阿达有意将Skillcrush打造为一个品牌，这样她就能在招募初级教师的同时注重规模化。这让她有了更多时间来发展公司的服务、触及人群以及赢利。阿达并非出身商业世家，也没有工商管理硕士学位。事实上，她开始工作时，心想着自己将成为一名摄影师。但一步步走来，她学会了建立一家真正具有出售潜力的公司，建立起了自己的长期财富。

虽然阿达目前的收入还不及在其他公司里（具有相同职责）的程序员，但她的长期收入潜力是公司职员的10倍。她目前雇用着10位员工，生意蒸蒸日上。她未来大有希望获利于此，无论是因为盈利疯涨还是变现事件。虽然她尚未达到持续赢利的目标，但在5年夜以继日的忙碌之后，她离目标已经不远了。

带我上桥

当你公司的营收大于运营成本，你有了收入和名声，你无须管理公司的每一方面，公司业务也能增长，这时，你就抵达目的地了。恭喜！你的公司现在已是根基。在此之前，就从选择一条风险较小的路开始试水。先别辞去日常工作，开始经营一份副业，或者投资于一家已经存在的公司。至少要在心里想着，带我上桥！这里的桥是指一份过渡工作，它可以帮助你在职场事业与创业之间实现跨越。

当你内心自主创业的声音很强时，你会很想立刻行动。你的朋友们也许会说：“遵从梦想，你不会失败的！”你可以这样做。但是就我的经验来看，租房、手机、汽车和食品杂货都不是梦想所造。它们需要花

钱。要在实现梦想（例如当你仍在学着区分哪些是商业开销，哪些是个人开销时）的同时存活下来，你就必须负担得起日常开支。

启动公司是自主创业里不那么迷人的一部分。启动公司时，你需要将一切拼凑在一起，向朋友借钱，节衣缩食。它几乎不可能登上头条。许多成功的企业主，比如妮莎·穆德利，在自己的梦想企业开始稳定赢利之前做过两份（或更多）工作。正如我之前所述，DailyWorth网站花了两年才开始发力。在那期间，我仍然经营着自己的计算机编程公司Soapbxx，还带着一个幼童和一个婴儿。

品牌发展师克里斯汀·多明戈讲述了她如何辞掉全职工作并成为一名健康教练，这个故事很有告诫意味。当时，她迫切地想实现梦想，所以辞去了波士顿的工作，搬到了旧金山，开始寻找客户。她以为，因为她对教练工作很有热情，而且旧金山当时的房租水平低于波士顿，所以她拥有成功的所有必要条件。

克里斯汀缺乏的是用以支撑基本生活开销的财务基础。她没有回头的余地，也没有任何能够帮助公司发展的东西。她直接陷入了债务和艰难境地。“如果我在第一年给自己找了一份过渡工作，我也就不需要活得那么挣扎了。我从新客户那里获得的收入几乎不足以用来支付食品杂货费、房租和交通费。”

事后回想起来，克里斯汀希望当时在公司开始运营期间，自己能够找到一份工作来支付基本开销。“因为发展公司需要你投入资金用于教育、影响和打造团队。建立一个网站并不等同于建立一个公司。”没有充足的财务支持，你会拖慢新公司的增长速度。克里斯汀说，哪怕积蓄足够使用6个月至一年，也必须找到一份过渡工作。

过渡工作最好与公司业务完全相反，稳定又无聊。不需要大费力气寻找客户——所以不能是瑜伽教师或者销售工作。不要有不可预测的工作时间——所以对服务员或者其他轮岗工作需要三思。不要有飘忽不定

的付薪时间。稳定又无聊的工作最好。可以考虑简单的办公室工作。“最好的过渡工作应该是你足以胜任却做着感觉无聊的工作。”克里斯汀说。你不必一直证明你的教育水平、技术或者经验。将这份精力留给你的公司。相信我，你会很高兴你这样做了。

[\[1\]](#) 众包（crowdsourcing）是指一个公司或机构在网络上发布创新任务、研发难题等，采用和奖励网络用户提供的最佳方案。这一过程实际上是将公司的工作任务“外包”给了大众网络。
——编者注

第3部分 你的地位-掌握现金流的力量-

省下金钱，拯救世界。

第9章 探索收支

任何收入都能创造富足。

我们将在这部分内容从根基转而谈论翅膀。翅膀提供日常现金流，无论是通过收入还是储蓄。翅膀能种植庭园，给根基浇水。收入大于支出时，翅膀最为强健，你能够积累储蓄，不必强烈依赖于贷款。

现金有多种来源：全职或兼职工作、应急基金、信用卡、房地产租赁，甚至是父母。我们在此主要关注三种来源：职业收入、储蓄账户、贷款。

请注意，我在本书中首先谈论了根基，再来谈论翅膀。这是有意为之。如果你打算预算第一、储蓄第二、投资第三，那么你很难确保有足够的现金为未来供资，因为你把它放到了最后来考虑。相反地，我希望你现在首先考虑你的根基，然后创建一个开支计划，让你的根基能够增长。

在理想情况下，你每个月的收入应大于开支。在现实状况下，收支平衡常常被贷款以及意外收入和开销打破。而你的目标是正的净值，这样你在现在和未来都有资产和收入。你的个人选择直接影响到你的富足程度，我们都因为好的选择而变得更好。但是，你不是生来就有正的净值。生活充满了转折，一瞬间，你的收入蒸发了，信用卡刷爆了，房市触底了。你步履艰难地穿过学费和债务的泥泞沼泽。生活像是跷跷板一样此起彼伏，或者像仓鼠转轮一样毫无进展。

预算啊，个人财务的圣杯。我们将在第11章通过一个名为“财务明细”的框架来探讨预算问题。在此期间，要记住，在你的开支策略中，免于个人债务危机和增加资产同样重要。

如果我令这本书的任何部分感觉像是一份节食计划，那么我就失败了。如果你担心会读到又一个你无法坚持的预算建议，那么不要担心。接下来几章的内容并非关于让你产生机器人般的意志或者让你拒绝玩乐，而是如何在收入、储蓄和支出的互相牵制中引导生活。

在公司里，我使用两种方法：从上往下规划和从下往上规划。从上往下规划通过营收目标来检视商业预算。例如，如果我们要在营销上增加开支，那么我们的营收会增加多少？从上往下规划具有扩张性和灵活性。从下往上规划则是实行紧缩，从目前的现金余额和预计通过合同获得的收入开始着手。个人预算的运作方式更像是从下往上规划，它是固定的。以我的经验来看，增加收入和削减开支都同样需要很大努力，所以我将更多地阐释从上往下规划。

想象一下，你打个响指就能够魔法般地扩大收入与开支之间的差距。明天，你走进办公室，要求（并且成功）涨薪，同时卖掉你的房子，搬回家里和父母同住。更多金钱，更少的经常性支出！这是个奇迹。当然，这一场景不大可能发生，但我肯定已经激起了你的兴趣。我们来探讨一些更为现实的策略，增加收入，减少大头支出——从上往下。

你的收入是否具有竞争力并且稳定

你最近有没有查看过你的收入水平是否在与你的事业地位和所在城市相符的范围之内？根据Glassdoor.com网站数据，费城的事业发展总监（非营利组织筹资人）平均年收入为86000美元。洛杉矶的文案人员年收入为45000美元。如果你的收入远低于行业里其他人的水平，那么你可能收入过低，而且原因可能仅仅是你不知道你的收入应当根据其他人的收入水平进行上调。我们之前已经提到其中的问题，所有女性杂志也反复提及这个问题，那就是女性很可能比同一工作职位的男性收入要

低。不要成为这一统计数字中的一分子。了解自己是否收入过低，然后要么要求涨薪，要么开始找新的工作。你做的又不是慈善工作。

吉尔·达维决定直面她的状况。“我坐下来，弄清楚了我的收支情况。很明显，我就是典型的收入过低者。我使用信用卡来维持我的生活方式，紧张得不敢要求涨薪或者寻找更好的工作。我意识到我必须削减开支，但我也需要一份薪资更高的工作。我知道自己超负荷工作，却没有得到相应的薪资，感觉很不满：我得到了表扬和赞赏，却没有涨薪或晋升。所以我决定寻找公司之外的机会。我找到了一份职级更高、薪资更丰厚的工作，公司不仅支付所有福利，而且还有非常慷慨的奖金机制。真是完美的时机。”

除了将收入最大化，你还需要使收入保持稳定。如果你和我一样是一名固执的企业主，那么这件事可能说着简单，做起来难。收入的波动使规划变得相当困难。

如果你是企业主，哪怕是个体经营（没有员工），也要将所有商业收入存入一个专门的商业活期账户。然后每个月将固定数额的一笔钱作为工资转入你的个人活期账户。会计师们称此过程为“提款”。没错，这意味着把钱留在商业账户里，哪怕你渴望的双手想要抓住那些钱（就像对个人信用卡一样）。

如果你总是将商业所得的全部作为个人收入，那么你会将公司的不稳定变为个人的不稳定。让自己拥有固定数额的提款，等到你能够评估整年度的商业收入趋势时，再发放大笔的年终奖。

无论你怎么获得收入，是自由职业还是全职工作，永远都不要拒绝你的应得款项。上周，我在计算那周应该支付给保姆珍娜多少工资时，我问她：“你上周是不是给孩子们买了晚餐？多少钱？”我还提议给她支付汽车油费。她说：“不用了，没关系。”我不得不坚持我的立场。和许多女性一样，她希望自己受人喜欢，不让人觉得累赘或厌恶。但是这样

做，她主动牺牲了40美元，而她的周薪是200美元——占比20%。你是否也在做类似的事？有人给你钱时，收下来，尤其当对方是职场上级时，或者你知道对方绝对能够负担得起这笔钱时。

记住，收入有两个用途：支付当下的开销，以及投资未来的根基。不要忘记这一点。

你的经常性支出低吗

我记得12岁时，我在朋友家崭新的、有柱廊的豪宅里过夜。草坪修剪得又短又齐，像是阿斯特罗草皮，后院的游乐设施仿佛童话中的城堡，屋内，雪白的地毯延伸开去，像是天堂的白云。第二天，我姑姑来接我时，她问我：“你注意到了吗？家里几乎没什么家具，墙上也没挂艺术作品。”我没有注意，但我知道她的意思——他们并不是刚刚入住，而是已经成为“房奴”。他们可能在住房抵押贷款（和草坪）上花费太多，已经无力购买家具。

为了最好地服务自己和你爱的人，不要只是量入为出，而是要尽可能活在收入水平之下。这是创造富足生活的唯一之道。总是会有机会出游、度假、大幅改善退休生活、帮助有需要的朋友。一旦你将自己困在房屋、汽车或者任何形式的年度合约里，就要削减经常性支出，这不仅困难，而且代价高昂。你的现金已经有了固定的消费项。

你目前是什么情况？算一算，你每月与房屋相关的费用，包括所有额外费用（水电、修剪草坪等），是否在每月净收入的30%或以下。如果你住在纽约，费用比例可能在50%以上。无论如何，减少了经常性支出，你就拥有更多选择。

你为什么而消费

在销售会上穿着设计师定制款黑色套装的强大感、寒冷的日子里用羊绒衫包裹自己的舒适感、用耀眼的越野车给孩子拼车的骄傲感、赠人礼物的愉悦感——听着，我知道所有这些体验。但是，你在职场上的成功不依赖于你的行头，你已经拥有许多漂亮的毛衣，孩子可以乘坐许多种交通工具，你的表弟已经有了你作为圣诞礼物买给他的克里格咖啡机。如果你已经负债或者无力进行储蓄，那么停止你的疯狂行为。

问问自己，购买的哪些东西真正令你开心，哪些只是你认为会令自己开心？你花钱买东西是为了让别人开心吗，比如父母？有用吗？好好反思一下。

如果你想为真正的根基注资（需要额外的现金），那么你必须认真挑选出几项嗜好，然后把其余都砍掉。这一点非常重要，后面会有一章专门进行探讨。

深度整理消费行为

9月25日，星期日，终于感觉像是秋天了，我们从无情的酷热夏日中解脱了出来。今天是我所在的费城社区举办“栗山小镇倾心艺术品”街道市集的日子。我的孩子们穿着色彩明亮的T恤，以便我在人群中一眼就能看见。

我从自动取款机里取了200美元，想要买下一个粗木梳妆台，替换掉卧室里那张摇摇晃晃的宜家桌子。购买本地生产的物件，不仅丰富了我的生活，而且还能促进本地经济发展。我们利用自己的消费，滋润并且维持着街坊的生计。有时候，我们能够了解到产品的制作方法和使用的材料，见证制作产品时注入的激情。

当消费能够助长和支持那些维持着我们生活的社区和公司时，消费是愉悦的。但我们面临的每一笔消费往往都伴随着愧疚和焦虑。随便一本财务书籍都会告诉你：我们总是通过购物消解无聊、实现家庭期望或者度过任何假日，这是一种文化层面的成瘾行为，它使得我们在个体层面几乎不可能将需求和欲望辨别开来。

约翰·德格拉夫、戴维·沃恩和托马斯·内勒合著的《富贵病：流行性物欲症》（*Affluenza: The All-Consuming Epidemic*）详细阐述了消费失控对个人和社会的沉重影响。他们命名的“富贵病”是指“一种通过社会进行传播的痛苦的传染性疾病，病患由于顽固地追求更多，从而导致负荷过重、债务缠身、焦虑不安和挥霍浪费”。他们解释道：“流行性富贵病的根源在于，人们对追求经济扩张非常痴迷，几乎到了虔诚的地步，这已经成了所谓美国梦的核心原则。”富贵病的最终威胁是——耗尽我们个人的财务保障，也耗尽地球资源。约翰、戴维和托马斯：我们听见了你们的声音，我们已经知晓。我们都知道需要转变这一事态，为了我们的星球，也为了我们自己。

当然，你对金钱的思维和行为会自然影响到身边的人。如果你有孩子，你会在他们身上留下他们一辈子都难以消除的印记。卡拉·特洛特曼经营着一家支持孕前和孕后女性的公司，她最近和母亲以及两岁的儿子一起吃了一次午餐。买单时，她的儿子拿出她的借记卡付钱。“我意识到，他认为那张卡带有魔法。我需要让他做好准备了解整个体系，了解自己需要支付账单。”她现在对孩子们说，如果想要什么东西，必须自己支付。他们一起制订了一个计划并予以实施。“作为家长，我们为他们挡了很多风雨。但他们需要从实际生活的角度来看待金钱。”她说，“现在开始，为时不早。”

说起来容易，执行起来难。我们陷在一个先大吃大喝再节食净身的循环里。想一想近藤麻理惠令人难以置信的成功，她的书卖出了数千万册，我也买了。东京个人整理顾问近藤麻理惠的家务手册《怦然心动的

人生整理魔法》2014年10月在美国出版后，不到6个月时间就卖出了200万册。近藤麻理惠这个名字已经成为当下的热门搜索，人们开始将“近藤”作为动词使用，意思是深度整理塞得满当当的衣柜和抽屉。近藤在书中如同禅师一般，充满灵性，坚称整理过程的关键在于欢乐。只在身边留下你爱的东西，你会一直明白自己的心性和自己在乎什么。

精明消费不仅关乎个人可持续性，也关乎打破我们对购物、即时享乐和享受权利的文化痴迷。你非常努力地赚取收入，但你是否拿出了同等激情和精力来关注自身的健康和福祉？我并不是说这很简单。我只是让你后退一步，问问自己：为什么？

下一站：“近藤”我们的消费。我们目前的高消费水平既不理想，也不必要。

第10章 克服过度消费

你一开始并不是真的想买。

带着意图进行消费是愉悦的，但你需要一个策略来应对无意识消费。理财意味着做好准备再去消费！我不是指实行紧缩策略，也不反对消费或者购物的兴奋感。我只是想让你更加深入地探索自己的习惯。当你带着意图进行消费时，我希望你更少消费、更多储蓄。

我们来玩个游戏吧？我为你准备了一系列的挑战。

这些试验并非为了重新激活你的金钱故事。当你在某一点感到心痛时——你一定会有这种感觉——观察、呼吸，然后继续往下走。不要上演一场内心大戏。做完这些练习后，你将会非常清楚地了解到钱都去哪里了，以及如何有意识地改变你的消费行为。

准备好了吗？

挑战1：清除

登录银行账户，通读至少一整个月的信用卡账单和银行账户流水。找到一项你不再使用或不再需要的定期扣款，比如某项订阅费或会员费，然后将其取消。

看看自己这个月刚刚省下来多少钱（18美元订阅费），然后将这18美元存入储蓄账户。你做得很好，你是存得下钱的人。

挑战2：过去三天买了什么

先回忆一下过去三天你去了哪些地方。开车还是坐地铁？在工作，

带孩子，朋友聚会，还是和家人在一起？在家里吃饭，还是去了餐馆？

写下来你买了什么东西，价格是多少（排除账单等固定开销）。不要迷失在分析之中。要包括食品、杂货、交通、一包口香糖、应急的睫毛膏、因为把墨镜忘在地铁上而新买的墨镜、在iTunes或亚马逊网站上买的东西。

现在，登录你的账户，看看你凭记忆写下的东西与实际情况有多大差距。你从自己的消费金额中学到了什么？为什么？

看到自己的钱都花在了哪里，这令人很受启发。当你写下自己的消费时，你开始看到自己冲动消费的频率。你的消费习性是什么？这就是我们要探索的东西。这是一项关键练习，能让你更深入地了解自己的消费习惯和消费心态。

记住，财神不会对你评头论足，他们只会观察。人类几千年来都知道，物质上的收获并不能创造幸福，紧缩措施也不能创造幸福。丰厚的储蓄账户呢？它会给你带来狂喜。我发誓。

购物疗法：无益健康

用购物来让自己不那么难受，这样做的不只是你一个人。无论男女都会这样做。花钱会令人瞬间感到满足。这样很容易就能弥补短期的怒气和失望。一大早起床以便准时出门，结果却诸事不顺？星巴克有可口的热饮等着你，还有新的旅行杯。15美元就这样没了，一个月里花费150美元。

日常压力能把任何人送至购物场所，以便大幅提升人体内的多巴胺水平。但对女性而言，这一危险的疗法尤其棘手。研究显示，女性比男性更多地通过消费来帮助自己调整情绪。2014年，赫特福德大学的心理

学家凯伦·派因博士对700名女性进行了调研，了解她们沉浸于购物疗法的倾向。结果证明，女性在情绪——无论是积极情绪还是消极情绪——高涨时会进行更多购物，哪怕她们已经在担心自己的钱不够用。在那一刻，购物的感觉实在太好，我们短暂地忘记了我们已经有很大数额的信用卡欠款——也许每个月都无法还清。或者忘记了我们没有分毫积蓄。这份愉悦感觉与焦虑无关。但是，在派因博士的研究中，超过半数的女性表示，如果能找到另一种更为可靠的缓解焦虑的方法，她们十分乐意放弃购物疗法。

落入陷阱

如果你缺乏控制力的话，切实了解你在哪些方面缺乏控制力。当你去食品杂货店、去大型超市或者网购时，你是否会购买5件购物清单上没有的东西？你会制定购物清单吗？将这个方面标记为问题区。不做任何批判，只是让自己看见。

我们购物常常不是因为我们需要这些东西。为什么？因为花钱的兴奋感暂时平缓了那些不舒适的感觉。我们因为无聊、焦虑或者压力而过度消费。问题就在于：无意识消费削弱你的力量。

营销人员知道人们购物是为了弥补情感空缺，他们非常擅长把钱从你手中拿走。他们让你相信，你有了他们的产品，能够更加幸福、自由，更加受人喜欢，这样你就落入了他们的陷阱。从某种意义上来说，我们都会这样。你要让他人的赚钱策略毁掉你的信用吗？

挑战3：周末零消费

在本周末或下周末，计划一次零消费行动。从周五下午5点开始，到周日下午4点结束，吃你储存的食物，做那些不花钱的事情。这不是一份惩罚——这是一次试验，它可以帮助我们深刻意识到自己的消费瘾。

可以考虑带着家人一起进行这个游戏，或者与朋友组队一起完成。记住，不是永远这样，只是一个周末而已！如果你内心正在反叛地大喊着“不行”，那么接着往下读。你可能最终会选择进行这个游戏。

把它当作一个游戏。如果你要招待客人，或者已经制订了需要花钱的计划，那么将这些事件隔离出来，花这些钱时不必内疚。但是，不要将这些事件作为借口，抛弃整个任务。我们很少能有机会如此聚焦检视自己的生活。就像当你进行果汁节食法或者全身排毒时，你才能透过缺失之物来看清自己。你渴望什么？这件事对你的长期福祉和幸福有多重要？如果是薯片或者小蛋糕，那么你很容易就能找出它——哪怕这一习惯难以改变。如果是每天花费15美元吃午餐（其中4美元是花在饮品上），那么要找出它就相对困难了。

周末零消费行动就是在戒断消费瘾。我知道这是一件大事，但你值得为它经历任何不适感。记住，这只是暂时的，如果你做得不够完美，也没有人会责怪你。我肯定不会责怪你。我只是想让你好好地看看自己的行为倾向。

准备好了吗？开始吧：这周末不要花任何钱，一分钱都不要花。这是一份全新的挑战。通过零消费行动，你会开始看见阻碍你获得清晰认识的最大障碍。

下面是支持你的十条准则：

1. 把它当作一个游戏。这是关键所在，这是让其充满乐趣的秘密！这是试验，不要有压力，看看自己表现如何。

2. 如果花钱了，不要慌张，不要愧疚，不要感到羞耻。这并非零消费行动的意义。我不是要对你进行测试，而是让你发现除了收集新东西之外的打发空闲时间的新方法。

3. 刻意设定零消费的参数。例如，“我从周六早上10点开始进行零消费，周日下午2点结束。”相信我，有了这些参数，哪怕你先去了一趟食品杂货店，然后马上直接去酒吧，你也会对你的习惯有更清晰的了解。你要负责划定自己的界限。

4. 推动你的创造力。如果你要做某件需要花钱的事情，先停下来问问自己：有其他方法吗？

5. 在免费活动中寻找乐趣。注意，我们经常通过花钱来缓解焦虑或无聊。开始行动起来，停止这一习惯。

6. 抵御诱惑。如果你真的需要某件东西，比如汽车没油了，那就去买汽油。如果要买婴幼儿配方奶粉，也不要阻止自己。但是除此之外不要买其他任何东西。如有必要，可以带上一张只有一件东西的购物清单。这并不可笑——这是一种策略。

7. 温柔一些。如果你确实花了一些本来不打算花的钱，也原谅自己，将其抛诸脑后，再试一次。

8. 允许有人性。如果你觉得这周末不可能完成这个任务，那么可以转而尝试在某一个平日进行零消费，或者计划在另一个周末完成。这不是需要留堂完成的家庭作业。

9. 享受乐趣！外面的世界很精彩。这个行动是重新探索世界的完美借口。

10. 进行跟踪！跟踪记录你到底省下了多少钱。列一份单子——在手机上、在一张纸上等。周末结束时，将这一数额的钱——你本来在周末通常会花费的钱（尽你的能力进行估计）——存入储蓄账户。

想到周末零消费，我会情不自禁地大笑起来，虽然我已经做过10次了。仔细想想，其实有点令人害怕。如果我真的需要某件东西怎么办？

在度过这个周末时，将让你吃惊的事情和你对自己的了解写下来，这是精华所在。不要只把它留给自己。

激进观点

卡丁·尼德迈耶在进行周末零消费时刚刚开始了解金钱的基本概念、追踪收支情况、开设应当开设的账户。2008年经济衰退时，卡丁正就读于艺术学院，大学毕业后，她为了省钱，搬去与未婚夫同住。但是西雅图房租水平很高，她是初级室内设计师，很难找到全职工作。另外，她不知道如何对用钱进行优先排序。

这份练习令她大开眼界。在进行挑战之前，她并没有意识到，对她而言，花钱这一行为有着真正重大的价值。在她心里，花钱就等于活着。所以在一开始，哪怕只是想到两天不花一分钱，她也感到非常心惊胆战。“我觉得自己会死——我想，一块钱都不能花吗？！太可怕了。”她说，“但事实上，那个周末我过得非常惬意和放松。我不必担心花钱的事。我完全没事，这一点让我知道了：如果你什么都不需要，那就什么都不要买。这个道理现在看似乎有点傻，但当时我觉得它是一个激进的观点。”

游戏就做到这里。关于消费，我们还有更多方面要谈。

消费行为与人际关系密切相关

现在你可能在想：“我不经常购物，我就和沙皇俄国时期我的曾祖母一样节俭。”但是亲爱的读者，哪怕节俭如你，可能也曾为买了一些东西而后悔（那些买一送一的春季长靴？），或者曾经购买了超出自己支付能力的东西（那台户外燃气烧烤炉？），你无法轻易地说出购买它

们的正当理由。疯狂购物和过度消费也与人际关系密切相关。女性往往因为他人而购物，要么是为了送人、照顾人，或者是为了给人留下印象。同样相关的还有我们对自己应该是何种模样的看法。有时候我们花钱是为了获得新的身份认同。我们心里想着（也许是潜意识的）：“如果我成为大厨、网球运动员或者业余画家，那么我就会幸福、受人喜爱。”我们为了支持这一新的身份认同，买下一大堆装备。但我们最终几乎都不会使用。

于我而言，这种消费行为通常都与厨房有关。我会买时髦的食品料理机、饼干烤盘和食谱书籍。然后，当然，因为我会常常站在炉边，所以厨房需要一张好地毯。这些想象中的烹饪和烘焙全然没有发生。但我会跑五趟宜家，把东西都买齐全。然后，我家里就会堆满烘焙设备，而我从来没有用过。这可不是好的生活方法。

研究人员早已发现购物对我们身份认同的影响。多伦多约克大学优秀的营销研究者拉塞尔·贝尔克发现，我们通过购物来获得或抛弃身份认同。购物帮助我们感觉自己属于某一团体，或者不属于某一团体。我们在什么时候最想成为其他人？在我们感觉无聊、有压力或者焦虑的时候。我们购物是为了离开家门或公司，让自己分心——有时候让自己神游天外。想想，有些人在离婚后完全改变了自己的外表装扮——新衣服、新配饰、新发型，展现他们新的自我。如果我们买的东西能让我们长期感到愉悦，那么这些购物就是正当的。但大多数时候，这种购物只会让我们陷入麻烦。当我们高涨的购物情绪突然结束后，鞋子不合脚，网球拍一直藏在暗处，画板折叠着放在角落里。这时，你的信用卡账单来了。

光鲜亮丽的物件

还有一些社会规范迫使我们去买一些我们并不是真正需要的东西。

其中一些情况只是我们以为可能需要，或者有人告诉我们需要一些新的东西来适应场合。塔夫茨大学的研究人员称，大多数人在获得新东西或不一样的东西时都会感到一阵幸福感或愉悦感。甚至孩子们都知道这一点，因此他们在九月份都闹着要新东西，这使得返校季成为每年为孩子花费最高的时期。还有孩子们的生日、季节变化、假期、婚礼、晚餐聚会。你觉得自己需要带一份高档礼物，或者买新的行头，或者用新家具或新厨具给宾客留下深刻印象。

你的孩子可能也这样认为。在多次犯过这一错误之后，现在，我在秋天只给孩子们买两件新东西，让他们重复使用他们去年用过的学习用品，它们大多数都状况良好。除非他们的书包或饭盒坏了、修不好了，我才会给他们买新的。当我感觉到买东西的压力时，我必须放慢脚步，问问自己：“这真的重要吗，还是我只是为了适应场合？”我现在39岁，已经不再关心适应场合的问题（而且“场合”到底是指什么，谁也说不清），所以我为什么要用钱来缓解潜在的不安全感？我是真心想送这份礼物，还是因为我仍然记得“考虑不周”带来的各种罪恶感？我知道那个人想要什么，还是我只是害怕自己表现得没有爱意？我在意的是人们会如何看待礼物的物质价值，还是一张漂亮的手写卡片或一束花是否足以表达我的爱？一旦我进行反思，我往往都选择送花。

有意识地了解自己的消费项目以及消费方式，并非意味着消除每一次冲动。这只是策略。

斯蒂芬妮·利卡塔在从事自由职业时，喜欢身边有人，不愿穿着睡衣独自在家。这使她比所想的花费了更多钱。“我开始注意到外出就餐的开销有多大——哪怕吃得很随意或者很少。”她发现自己过度消费是为了弥补自己的孤独感。但一旦她认识到了自己的行为——潜意识的行为，她就为自己创造了一个策略，让她在省钱的同时不必一个人待着。“现在，如果我在家工作，我就自己做饭。如果我去咖啡馆，我会给自己定一个支出上限。我还开始去本地图书馆，开始更频繁地用我的

校友卡去大学图书馆，这样一来，我不必花钱，而且身边也有人。好处是什么？自从开始跟踪我的支出以来，我已经瘦了六斤，因为我也开始更加关注我吃的食物。”

凯伦·派因博士研究了女性消费行为和心理，以下是她的一些购物建议（访问www.sheconomics.com了解派因博士的更多研究内容）：

1. 只用现金。把借记卡和信用卡放在你够不着的地方。这将自动给你的支出设定上限，控制冲动消费。

2. 独自购物。与朋友们一道购物会有同辈压力，哪怕很轻微。独自购物，或者与比你更为节俭的人一起购物。

3. 改变购物时间。如果你总是周五下班后购物或者周六下午购物，那就用一些不必花钱但是好玩的事情填满这些时间段。改变你的反射性习惯，对其进行调整。你也许根本不必购物。

4. 花小钱。如果你必须买些东西来缓解焦虑，那就买一些小物件（并且不可食用）——中等大小的一束花、一本杂志、一支新口红。

5. “饥愤”时勿购物。当你感到饥饿或者愤怒（“饥愤”）时，绝对不要去购物。感到疲惫或沮丧时也是。吃点东西或者睡一会儿，跟信任的朋友或者咨询师谈一谈，等到心情平复之后再去购物。

这需要一些练习，但是克制消费的清晰策略将会使购物更加愉悦（而非焦虑）。如果你能放慢脚步，欣赏你要买的物件，那么当你把它带回家时，你会更加享受。

我向你提出挑战，仔细看看你很可能一直以来都加以掩盖的每一个个人习惯。这很正常，我们大家都会这样做。但你可能会对自己真实的消费方式感到一些困惑。下一次当你发现自己在进行购物疗法——或者想要这样做时，停下来，想一想：“有哪些是真实需求，哪些不是？我

能做些什么事，让自己平复下来，但是不用花钱？”在最坏的情况下，你可以把东西放进购物车，但是不要付款。先别付款，暂时把你的（真实或虚拟）购物车留在门口。

记住，你买了促销货物，或者在收银台忍住了拿起一本杂志的冲动，并不意味着你就存下钱了。当你断掉一次冲动消费的念头时，将这笔没有花出去的钱从活期账户转至储蓄账户。存入储蓄账户的钱才能算作积蓄。看着储蓄账户增长，会比冲动消费更加令人激动。我向你保证。

不容商议之事

我第一次买房时，并没有切实了解我们的经济负担能力，因为买房是我一直追求的一个愿望。如果我知道它会带来那么多的头疼问题，我会非常乐意买几个街区外的一套房子，面积减半，各种费用也会减半。在深深反思之后，现在我明白自己有一些“不容商议之事”。这四件不容商议之事是：孩子上私立学校，每年和孩子们出国旅游一次，每周外出就餐一次，每个月请两次家政保洁员。其他所有东西，我可以有也可以没有，或者使用我已经拥有的东西作为替代。

此外，我租着一套小房子，只买经典款的正装和靴子，穿上三五年再换，并且自己剪发和染发。抛下那些我不在乎的事物，能省出一大笔钱。这就是自由于我的意义：需要现金时就有现金。当你的丰厚收入一次又一次蒸发耗尽时，储蓄本身就变为一个理想目标。

你的四件不容商议之事应该和我的不尽相同，但目标是一样的：把一些钱花在喜爱的事物上，把余下的钱都存下来。你的不容商议之事是什么？

找出你绝对不会放弃的四个消费领域，可大可小。可以是买鞋或者

买衣服、工作日外出吃午餐、租一辆新车。因为不做这些事，会让你感觉到限制、节衣缩食、心中不快，让你想放弃整个理财计划。将这些事情放置一边，我们不会触及它们。

看看那些有商议余地的消费项——那些你不那么在乎的事物——你可以省出多少钱？这里最好能计算出准确数字。

全美范围

2013年，美国中产阶级家庭平均信用卡欠款为15000美元，每年支付利息2500美元！大家可能想责备我们的文化，但现实要复杂得多。自2003年起，家庭收入增长了26%，而生活成本增长了29%。家庭债务增长比家庭收入增长高出15%。医疗费用增长了51%。饮食费用增长了37%。

再加上医疗账单、大学费用或者住在生活成本高的城市，你可能是又一停滞不前的数据中的一分子：受过专业高等教育，有一份好工作和漂亮的简历，却无法达到收支平衡的人。

下决心停掉信用卡

过度消费、过度借款、在有需要时依赖信用卡，这些都很容易，太过容易了。如果你经常有信用卡欠款，那么是时候勇敢大气地面对了。总体来说，债务不是一件坏事，只是代价昂贵，尤其是当你用借款来买一些你最初并不是真的想买的东西时。

你是否曾经将信用卡账单丢到一边，关掉屏幕，然后在某天往卡里存一些钱，却在第二天用信用卡花了同样金额甚至更高金额的钱？或者

更深地陷入自己的金钱故事：“我做不来，太难了，有什么意义呢？”有时候你会接过别人的债务——你的前任毁了你的公司或你离婚后承担配偶的债务。这真的很不公平，但这些麻烦事归你来管了。有时候，你不知如何处理债务，仅仅只是因为你不知道贷款的运作方式。

债务可以让我们看到人生的转折点或盲点。信用卡就像我家起居室地板上那二十个有些损坏的芭比娃娃一样，都是塑料玩具。因果关系不见了。如果你曾在一个用现金结工资的行业里工作过——比如服务生——下班时手里握着现金离开，那么你就能感觉到你的工作与你的购买力之间的直接关系。用现金消费，你能打心底感受到金钱的去向，而用信用卡消费，这层直接关系不复存在。

如果你负债过多，下面是一些处理债务的方法。

全面出击

2005年，西尔维娅·弗洛雷斯的创意总监事业突然上升，她享受着金钱能买到的一切。信用卡公司免费向她提供各种有吸引力的活动，这尤其是因为她年薪超过25万美元。“感觉非常像大富翁游戏里面的钱，”她说，“我有大宅、豪车和漂亮衣服，一切都是信贷——多达50万美元。”但是，一系列巨大开销对她的财务同时全面出击。房市崩溃了，美国陷入了黑暗的萧条时期。弗洛雷斯拿到了她未曾意料到的医疗账单，同时她离婚了。“我收入的50%要付给前夫，同时我承担着我们两人的全部债务。真是痛苦。”她本是一帆风顺，却撞上了冰山。弗洛雷斯接下来的行动，我告诫大家不要去照做，不过这种事时有发生：她用401（k）账户和个人退休账户的钱偿还了44万美元欠款。她仍然还有12万美元的债务，还要缴税。

弗洛雷斯负债非常之高。你可能没有56万美元的债务，但你的债务可能也无法轻易还清。弗洛雷斯的情况虽然不多见，但是完全是正常的。戴夫·拉姆齐曾说：“欠债是正常的。但你要做个不正常的人。”

合乎逻辑的支柱

我先前提到过吉尔·达维。下面是关于她的更多的故事：她是电视行业初级助理，年薪不到30000美元。她居住的城市（纽约）生活成本很高，她喜欢与朋友们外出喝酒、看演出。在一个令人兴奋的城市享受20多岁的时光，这没有问题，我也这样做过，但问题是吉尔的大部分工资都用于交房租了，余钱非常少。信用卡似乎是合乎逻辑的支柱。当债主开始催债时，她才清醒过来。她被迫从金钱昏迷中醒了过来。但她已经陷得太深，无力自拔。她有三张信用卡，还有一份个人贷款，现在债款已经高于30000美元的年薪。和许多人一样，她此前一直试图忽视这一点。

虽然吉尔会进行无意识消费，但她还是一个有自制力的人。她对自己惹上如此多麻烦感到既厌倦又愤怒，某天晚上，她给自己好好算了算账。她不想宣告破产。她看着镜子里的自己，利用怒火来控制自己。“突然间，我感到非常坚定、坚决，也非常害怕。我剪断了所有银行卡，只留下了我父母为我上大学而办的那一张卡。我把它放进一个特百惠的盒子里，装满水，塞进冰箱冷冻室，这样我就用不了了。”她说。

吉尔和弗洛雷斯虽然处于完全不同的职业生涯阶段，但却有着类似的问题——她们很大程度上低估了她们的债务和处理债务的能力。这很正常。NerdWallet网站专门就贷款的优劣向顾客提供顾问服务，根据该网站委托进行的一项研究，2013年，个人报告自己的欠款数额比他们的实际欠款数额要低155%。这意味着，我们有155%的可能低估了我们陷入的麻烦。如果你是例外，那么谢谢你。你手上握着火炬——让它照亮其他人。

充分挖掘信用体系的优势

贷款是这样运作的。银行和信用卡公司都是企业，就像埃克森美孚、西夫韦或耐克一样。它们有品牌，想要吸引你进行交易，为你提供各种服务和优惠，因为它们需要赚钱。这一点可能听起来人尽皆知，但值得明确地说出来：你的借款方想要赚钱。它们不像图书馆那样，为广大社会传播知识、提高福祉。它们是企业。借款方（银行、信用卡、学生贷款机构等）通过贷款利息或其他贷款产品来获得收入。如果银行对你储蓄账户里的1000美元支付1%的利息（每年10美元），但是对你为了改造厨房而申请的房屋净值信用贷款征收5%的利息（每年5000美元），那么银行就胜出了。你支付给银行的钱比你从银行获得的收入要多出4%。谢谢你，编号为0003067842的客户。

但贷款并非坏事。只是在过去30年里，贷款变得太过容易申请了。沉默的一代（出生于1928年与1945年之间的人）对贷款的抵抗能力比后面历代更强。他们只会量入为出地生活。想象一下这番景象。婴儿潮和X世代的人在成长期间获得贷款的途径有限，但他们在20世纪80年代中期和90年代初突然有了许多方法获得贷款。

信用体系有优点（额外津贴、奖励和保护），也有缺点（掠夺性的利率、罚金）。玩转游戏，以免在游戏里栽跟头。现在这个时代，在北美生活，必须要有信用评分。如果你想买车或买房，那么你需要展现你的信用程度。为此，你需要有信用历史来证明你是一位可靠的借款人，能顺利按期偿还借款。申请贷款不仅能让你购买现在财力无法负担的东西，也能让你在以后获得更大金额的贷款。良好的信用评分能够降低利率。你现在偿还贷款表现越好，以后贷款的利率就会越低。

信用评分有所助益，所以你需要非常审慎、小心地进行处理。信用评分良好，你也许有资格获得更加优惠的利率——对于住房抵押贷款、房屋净值信用贷款和车贷等大额贷款，年利率降低可以为你省下上万美元。你可以获得更好的奖励和保护。信用卡可以延长许多产品的质保期，还能为租赁汽车提供碰撞险，在购物或旅游时，还能返还现金和积

分。在申请贷款产品时，你可能可以付出更低的费用，甚至是零费用。在申请租房、住房抵押贷款或租车时，你可能会遇到更少的阻碍。

良好信用评级意味着你的贷款费用更低。如果你的信用评级良好（700以上），你会更容易降低贷款的现行利率。例如，对于20000美元的信用卡欠款，如果你的利率是7%而不是23%，那么你每月还款将会减少很多——约每月266美元。这笔金额乘以12个月，你一年就能省下3000多美元。这笔钱不少了。这对住房抵押贷款和汽车费用也同样适用。

劣质贷款只意味着高昂的代价

人们一直在谈论贷款的优劣。如果贷款能让你建立起清晰的根基，那么这份贷款可能是一份值得你为其承担风险的投资。如果你的贷款用于购买会贬值的资产，比如只穿一季的衣服，那么你还没有意识到，你是游戏里的猎物。你看清这是怎么回事了吗？贷款并不是免费的钱，除非你能以对自己有利的方式利用这笔钱。

截至2013年，我已经几年没有存款了，身上还背着已经欠了4个月的6000美元信用卡欠款。想象一下，如果分10年还清，我需要支付2634美元的利息，但是用这笔钱进行投资的话，假如年复合利率是5%，10年后，我将赚得4290美元。你一定明白我的意思了。我知道，我说起来很简单，但这个机会成本多大啊！

如果你在想，“阿曼达·斯坦伯格是债务管理界的禅师——她肯定总是能用‘正确的办法’还清银行卡”，那么你就错了。我必须一次又一次地重新激发我的意志力，压抑住心里的恶魔。当我终于面对信用卡上的医疗账单时（我已经刻意避免了两个月），我的太阳穴因为内心预料到的数字而发热，我的胃扭作一团。坐在电脑前，我停止呼吸了一分钟，纠

接着再次打开推特网页还是登入我的银行账户。

如果你有大额的信用卡欠款，那么我要对你说实话：你需要做一些重大改变。无论你需要改行还是重新调整你的经常性支出，总归有办法，只是你可能不会喜欢。不要指望获救的美梦，你无法直接决定它们实现与否。例如，我的朋友玛丽嫁给了一位投资银行家，婚后却发现他已经欠了数十万美元的债。伊丽莎白以为父亲去世后能够继承一百多万美元，结果他什么都没有留给她。

规划不是一个坏词。规划给你一个理由，整改生活中难以为继的方面，也给你一个机会，停止去做那些不再对你有利的东西。

我自由了

西尔维娅·弗洛雷斯是一位乐观主义者，她从头开始管理财务生活。她决定不要太过在意如何偿付12万美元的债务。“我来自一个非常简陋的、自食其力的农场，所以我知道我能回到只需满足基本需求的生活。我只需要提醒自己，节俭生活也可以很有趣、很有创意。”弗洛雷斯设立了一张表单，她定下了每月付款金额、自己的消费能力，以及何时将从这堆麻烦事里脱身。

“将一行内容标红，标记为已付清，那种感觉非常令人满足。我确保自己永远不会删掉那些已经付清的内容。这是一个游戏——等到整张表单都被标红时，我就知道，我自由了！”

好的信用卡习惯

1.及时还款。信用评分的35%取决于你是否能及时还款。有了自动最低还款，这一点相对容易完成。

2.消费永远不要超过4个月才还清。理想状况下，每个月应当还清所有欠款，但对许多人而言，这不现实。

3.还款金额至少是每个月最低还款金额的两倍。超过了最低还款额，将大量减少利息费用。

4.保守一些。理想情况下，有两张个人信用卡即可。卡片不要超过5张，不然你可能会被借款方标记为潜在的不可信客户——可能会陷入麻烦，无力偿还贷款。再者，如果有这么多张卡片，那么你几乎不可能追踪自己的消费。

5.关注自己的长远梦想并且以此来设定事物的优先级。你是否想拥有住房抵押贷款资格？度过一个你能够负担得起的假期？记住，信用卡公司想要你的钱。你在这个游戏里，不是为了增加美国运通的营收，而是为了过上你想要的生活。所以，把精力集中在这一点。不要以真实诚信为代价去追求奢侈的生活。

得分

你的信用历史是你申请过的借款的所有信息，无论是贷款还是信用卡，以及你偿还账单的表现情况。这些信息呈现在你的信用报告上，你会获得一个信用评分，介于300至850之间——越高越好。

你的信用评分（也称为FICO分）基于以下因素得出：

- 35%：还款历史（是否及时还款）。
- 30%：当前欠款金额（是否接近额度上限）。
- 15%：信用历史年限（你借款历史有多长）。
- 10%：新贷款（最好有年份较老的账户和多种类型的账户）。

- 10%：使用的贷款类型（贷款来源有多少种类型）。

我推荐使用www.creditkarma.com网站查看你的信用评分。

兼职工作

认真思考一下你要如何偿付各张银行卡。你需要为此多做一份工作吗？可以是临时的，但一定要去找。如果你对自由职业获得的收入还很陌生，那么确保储蓄收入的30%用于缴税。如果不这样做，你会惊讶而不满地收到美国国税局的税单，税额可能会让你重新陷入债务之中。

如果这些细节令你感到迷惑，那么接着往下读就行。俗话说，罗马不是一天建成的。你可以稍后再来回顾这些建议。学习理财的语言和策略将对你的净收入产生巨大影响。

下面有一首关于金钱的小诗，当你开始产生自我怀疑时，可以反复念诵，或者你也可以随时念诵。

金钱让我拥有各种选择，

哪怕生活突然发生转折。

“我不擅长理财”，我不信服，

这段旅程必定会有起伏。

我为自己的保障和自由注资，

因为我每天都有意识地储蓄和投资。

这样做值得。

现在你对收入、消费和贷款都有了新的理解，我们将真正认真地谈一谈储蓄。所有的一切都将魔幻般地整合在一起。储蓄就是你火山里的烈焰。储蓄让你免于负债，为根基注资。储蓄是增加净值的秘密武器。

第11章 财务明细，做好规划

从混乱到明晰。

根据2014年盖洛普的一项调研，只有30%的美国人成功地按照预算支出金钱。这意味着其他70%的人都失败了。为什么？账单波动、意外危机、重大人生变动——还有，人类大脑并不擅长跟踪每个月500条各不相同的交易记录并将其整洁地划入清晰界定的各个类别。在我看来，70%这个数字意味着预算对大多数人而言都不起作用。一旦你开始做预算了，却无法将实际开销保持在设定的参数之内，你就会感觉自己是一个失败者。

如果你属于那30%的人，能够成功地执行预算计划，每月都能还清信用卡，那么继续保持。如若不是，那么我创造了一套不一样的方法，它是“分档法”（bucketing）这套个人理财系统的修改版，我称之为财务明细，当你往以下各大类别填充实际数字时，你也开始运用这套方法了。

如果对你有帮助的话，可以在书的边角空白处写下你的数字。

你可以选择如何进行这些练习，但是无论如何都要确保其包含“入账”和“出账”。每月净收入是多少？哪些开销是必须的？

即使是登入银行账号这种小举动，也能让人变得狂躁起来。我得想想我的用户名是什么，然后还得想想密码是什么。我在等验证码，还没发过来。安全问题？我3年前填的这个答案。可我现在不记得小时候汽车内饰的颜色了，我当时才4岁。我宁愿去清理冰箱，或者补几集美剧。你这是在逗我呢。

好了，够了。记住两个关键词：电子游戏，金币。

你目前的组织程度决定了你回顾银行流水的过程是否可能迅速又轻松——要做到这一点也需要花费一些时间。你可能定期查看银行流水，也可能有一段时间没有查看过了。不要批判你过去的行为。我们不必感到羞愧，我们只是在玩一个游戏。你已经读到了这里，这说明你并不是一个会毁灭自我的人。现在你能查看你的账户，也已经对你所拥有的情况有了总体了解，我们继续往下走。

入账，出账

光是了解自己每个月需要管理多少资金，就会产生纯粹的兴奋感，这会让你开始有控制自己财务的感觉。你的净收入为正还是为负？我们将从入账（收入）开始，然后再来看出账（储蓄、固定支出、消费），然后将二者合并起来看看当下的真实情况。

入账：你每个月税后的净收入是多少？

自由职业者注意！如果你是自雇者，不要将收入中需要缴纳的税款算作收入。这一点非常重要！犯下这个错误将毁掉你为了赚钱而付出的大量努力。你以为自己有钱，但是突然间，你就要将这笔钱以税款的名义上缴国家。

出账：储蓄+固定支出+消费

储蓄：你每个月能够向应急基金、意外事件基金（稍后将详细探讨）和退休基金中存缴多少钱？理想状况下应当为收入的20%。

固定支出：你每个月的固定支出有哪些？固定支出即必须支付的账单，包括信用卡最低还款、住房抵押贷款和学生贷款。理想状况下应当

为收入的60%。

消费：可有可无的物件。理想状况下应当为收入的20%。

净收入：入账减去出账（储蓄+固定支出+消费）后的差值。

如果你的净收入为正，那么你将在这个游戏中获得额外的金币和心。如若不然，你的金钱故事可能正在让你的脑袋阵阵作痛。没关系，让它先闭嘴。

现金流瀑布

记住，我们的目标是令净值朝着正向移动。为此，你的储蓄金额和消费金额要一样多，包括债务和利息。这样才能令净值朝着正向移动，哪怕你身负高利率的债务。下面是一个实际生活中的范例。

奥利维娅和马特住在泽西市，夫妇两人每月净收入总共为10000美元。在生下双胞胎后，由于婴儿护理方面的意外开销，比如医院账单、婴儿床，以及奥利维娅回到工作岗位后家中雇用夜间保姆的花费，所以他们的信用卡欠款增加至9000美元。

他们的个人月度财务明细表如下（简单起见，我将数字化零为整，这样读起来和理解起来都更快）：

入账：10000美元

储蓄：2000美元

- 1000美元存入应急基金
- 1000美元存入个人退休账户

固定支出：7000美元

- 2000美元用于支付住房抵押贷款月供和物业费
- 2000美元用于婴幼儿日托
- 400美元用于信用卡还款
- 600美元用于支付电视网络费和水电费
- 1000美元用于基本食品杂货和家庭开销，现在还包括尿布
- 1000美元用于支付汽车相关费用、保险费和停车费

消费：1000美元

由于两位宝宝的出生，奥利维娅和马特的应急基金和信用卡欠款都有了巨大的变动。

应急基金余额：从高达15000美元降至非常危险的3000美元。

信用卡欠款：从3000美元上升至目前的9000美元，利率为16%。

奥利维娅和马特都是一只手握着啤酒，一只手握着奶瓶。他们评估了自己所剩无几的积蓄和日益增长的债务。

首先，他们暂停了对个人退休账户每月1000美元的存缴，将其中500美元用于偿还信用卡欠款，另外500美元用于重建已经被大幅消耗的应急基金。注意，为了教学目的，这些数字都已经简化，而且并没有算税务上的变化。这意味着他们每个月存入应急基金的金额从当下的1000美元上涨至1500美元（储蓄），信用卡还款金额也从每月400美元上涨至900美元（固定支出）。以这个进度，他们将在12个月内使应急基金恢复至15000美元，并且还清信用卡欠款。

他们新的月度财务明细表如下：

储蓄：1500美元

- 全部存入应急基金

固定支出：7500美元

- 现包括用于信用卡还款的900美元

消费：1000美元

你可能在想：“阿曼达，利率高达16%，他们难道不应该将原本存入退休账户的1000美元全部拿来偿还9000美元的欠款吗？”不应该，原因如下：他们的债务已经从2000美元迅速上涨至9000美元，与此同时，他们的应急基金从15000美元消耗至3000美元，这意味着他们很可能会招来更多债务。而且他们的双胞胎宝宝才刚刚出生！如果他们以应急基金为代价来偿付欠款，那么他们会继续招来更多债务，将来可能会面临更严峻的急需现金的情况。

他们净值的增长并没有由于暂停存缴个人退休账户而减慢，因为他们在投资上获得的收益都会被欠款利息所抵消：

12个月时间，利率为16%的9000美元信用卡欠款，欠款利息为799美元。每月向个人退休账户存缴1000美元，12个月时间，回报率为5%，收益为600美元。因此，799美元的损失要大于预期投资回报的600美元。而且，缺乏应急基金的现金，你会面临身陷更多债务、缴纳更多费用的风险。

将储蓄的一部分存入应急基金，另一部分偿还信用卡欠款，直到还清欠款，这是前进的唯一安全之道。否则，虽然你也许在积累退休资产，但你将支付更多利息，从而降低你的净值。

小心间隙

财务明细意味着探索你的金钱的各个方面：数据、情感和行动。平和接受你的个性和你所处的位置。生活充满了意外，各种事情都会发生，但即便如此，你也能更多地储蓄、更少地消费，无论你的债务情况如何。这是值得的。

以下是获得财务明细的过程中应该遵守的基本规则。这不是你与完美的自己、与姐妹、与同事或者其他任何人之间的竞赛，这无关于你有2万美元信用卡欠款还是20万美元的退休储蓄，这不是通过一两个练习来“修正”你的财务生活。它的关键在于，看清你现在拥有的东西，了解你未来所需并进行准备，找到当下与理想之间的间隙。

你无须立即弥补当下与理想之间的间隙。我在终于认清了自己的人生后，花了5年时间，才爬出我的财务深渊。我从大宅搬到小公寓，大幅削减了我的固定支出，整整5年时间满是痛苦和狂喜。如果你坚持和我一起，那么你正在通往财务明细的路上。所以，如果你在某一刻对自己的财务状况感到难受，那就是犯规。

财务明细问答

现在你可能有一肚子问题想要问我。下面是一些你可能想问的问题及其答案。

“我需要哪些银行账户？”

我推荐以下账户：

活期账户：你可以在此存入工资；如果你是自由职业者，则存入你的“提款”。（见第9章）

应急基金：储蓄将会给你一种独特的力量——没错，力量。一旦你在骨子里感受到这股力量，你会期待着进行更多储蓄。

对于应急基金，首先存入1000美元，然后努力将金额提升到足以覆盖一个月的支出的水平。专家表示，要存够3~6个月所需的现金。不过我是个实事求是的人，所以我认为，一开始应该先存够一个月，之后再考虑增多。如果你在管理债务方面存在困难，那么在你大额偿付信用卡之后，很有可能不久后便会再次负债。避免背负更多债务的最佳保险就是将余钱的一部分储蓄下来，另一部分用于偿还欠款。

退休基金：如果你受雇于某家公司，公司可能会提供401（k）或者同类账户。如果你是自雇者，则是你的个人退休账户。

“如果债务重到不可能存得下钱怎么办？”

彻底翻查你的包，把找到的硬币放进一个罐子里。你这就存下了一块钱。下周，将金额翻一倍。存钱是一种习惯，不应该事后再想起来。

“我试图存钱，但总是会花光。我要如何保持信念？”

今天早上醒来时，我收到了家政保洁员发来的短信：

“你的两只猫有跳蚤，你家已经染上跳蚤了，遍地都有。这个样子我没办法清理，可能会把跳蚤带到别人家里。请打电话给害虫控制部门，之后我才能回到你家。”

早上好（挠挠痒）。几小时后，我有了两份兽医账单、两张开具跳蚤药的处方以及两次灭虫员来访，总共至少花费600美元。更别说本周和下周还要进行数小时的洗衣、打扫，还要去看兽医。

你大抵知道每个月在汽车方面要花费多少钱，但是——突然——你把车撞出了凹痕，现在你要给保险公司缴纳免赔额500美元。那么你是用信用卡付款，还是花费自己的储蓄？如果你已经身负债务，那么信用

卡付款就不是那么理想的选择了。但对某些人来说，使用应急基金来为非紧急情况付款，可能感觉像是退步。

所有精细制订的开销计划都会被意外事件击得粉碎。为了主动管理那些令你花光积蓄、士气大减的事件，你可以单独为意外事件再开设一个银行账户，相应地将其命名为“意外事件基金”。每次收到工资都将200美元存入该账户里，直到总额达到500美元。虽然我预计意外事件发生时基金将会全部花光，但有了这样一个基金，我就不会使用其他账户里的钱，例如应急基金或者用于支付其他账单的钱。我这周将会用意外事件基金来支付兽医和灭虫员的费用。

在意外事件基金里最多保持500美元资金，预计每三个月左右花光一次。你将更不想花费放在其他任何储蓄账户里的钱。这是我给自己设置的一个心理小技巧，这样我就能尽可能少地使用信用卡，保持高度自信，同时使应急基金持续增长。

“为什么有那么多储蓄账户？”

记住，如果你的日常管理已经在有效地运作，那么无须开设意外事件基金或者避免使用信用卡。我知道，现在有许多女性因为难以控制现金流而感到难受。20世纪50年代的家庭主妇是否做得更好？我们是否已经忘记了女性先辈们的一些古老智慧？问题在于，因为预算和节食一样是限制性的，所以会让你有一种非成功即失败的心态。这周朋友生日聚会，你会放弃出行，省下75美元（成功），还是不会（失败）？是她的40岁生日吗？很遗憾，你必须进行选择：朋友和预算，你更爱哪一个？你给自己留下了不擅于理财的印象。并且戒掉了咖啡因之后（因为你省下了买拿铁的钱），你的脾气比以往更加火爆和焦躁，然后你就放弃了。这些策略是为了在大的方面帮助你，让你深度挖掘自己为什么会将40%的净收入花费在……好吧，可能你也不大清楚。

“我应该在哪儿开设这些账户？”

如果你对自己现在开户的银行感到满意，只要你完全了解有哪些隐蔽的交易费用和透支费用，那么你可以继续使用这家银行。同时，你也可以考虑使用只在网络上进行运营的银行。第一家互联网银行成立于1995年。可以说，互联网银行正在改变我们办理个人银行业务的方式。而且，它们很安全，和商业银行以及非营利性银行一样，完全由美国联邦存款保险公司提供保险。你可能已经听闻过其中一些，比如Capital One 360、Ally、Aspiration、FNBO Direct，甚至嘉信银行。一旦你认可了互联网银行，其优势相当显著：利率更优，零费用账户的类型更多，通过网站或移动应用即可方便地办理业务，能够真正帮助你进行理财管理（预算或分档），拥有财务预报的强大功能，提供全天候客户服务，支持免费在网上支付账单，甚至还能准备税务申报。

轮到你了

你的现金流瀑布是什么？你会在哪里开设账户？在某种程度上，这很简单。当你设想出你的钱从一个账户流入另一个账户的画面时，你会被其中蕴含的无限可能迷住。但你还可能会面对一些令人生畏的障碍。

卡莱尔·罗哈斯使用分档系统来管理她的储蓄，并且使用一个应用程序来根据预算追踪开销情况。二者都帮助她在财务上保持清醒。“有时，我甚至在做决定之前会看看这个应用，”她说，“如果我看到未来三天只剩20美元可以花费了，那么我就不会打车，而是去坐地铁，或者去做我觉得可能符合预算的行动。这对我来说是一种心态转变。”卡莱尔意识到，为开销设定总体上限能让她拥有控制权和力量。如果开销金额为每周150美元，那么她可以随心所欲地在周六阔绰地消费100美元，然后在这一周其他日子里节俭地生活。“相比于鲁莽消费后过晚意识到自己已然超支，这种方式让我感觉更自由。”

介绍一下我的朋友乔什。他是一名技术管理员，年收入约15万美元

（没错，确实很丰厚），但并非因为他的工作很高级或者他创立了自己的公司。去年，36岁的他储蓄已经超过100万美元。他究竟是如何做到的？没错，他属于人称“超级储蓄达人”的这一类人，但他并不是超人。他工作15年就能存下这么多钱，原因就在于他始终优先进行储蓄和投资，并且拥有一份稳定的收入。事实上，他创造了一个“游戏”，在不牺牲幸福程度的前提下选择最不昂贵的选项，比如点菜单上不那么昂贵的主菜，或是租住远离“理想”社区20个街区以外的公寓。

别把书扔到我身上。我并不是说与乔什不同的生活方式或者享受生活是错的。我也并不是说这里存在性别差异。在理财方面，男性与女性之间不存在孰优孰劣。这只是视角问题。乔什与其他人的区别在于，他从未将收入看作个人成功的标记。他只是喜欢在花钱的同时，也进行储蓄。消费可以很有乐趣，储蓄也是。

自然流露

压抑真实情感对人并无益处。

当你的入账和出账有了更多细节信息时，对这些数字进行调整。当你的情况发生变化时，例如你接受了一份薪资不同的新工作，你的房租或住房抵押贷款有了变动，你结婚或者离婚了，你突然想起来学生贷款还没还清——要根据现状持续更新你的数字。

有时候你的开销会超出预算——“变动成本”顾名思义便是不可预测的。如果在看了你的入账和出账情况后你感到难为情，那么准备好速战速决。告诉你的金钱故事，让它镇定。记住，我们的目的不是让你感到羞愧、退步，或者让你陷入金钱昏迷、助长消费，而是为了让你对情况有清晰的了解。用心去看。不过，如果你的金钱故事确实来势汹汹，那么你有5分钟时间来难受。设定时钟。你可以用手机上的倒计时功能、

厨房计时器、闹钟——手头有什么就用什么。整整5分钟时间里，你可以自怨自艾。你甚至可以躺在地板上呜咽。你真的很糟糕！

但是，时钟响起时，就此结束。从地板上站起来，松开拳头，深呼吸。参与这个游戏的关键就在于遇到障碍时不要放弃。这也包括情感上的障碍。过去的所有行为都是过往云烟。不要进行批判。未来始于现在。我们重新回到游戏当中。

当你对你的数字保持清醒时，你就会知道你的财务生活是在正常运作的，哪怕出现巨大的意外事件，耗尽了你的应急基金。你努力的目标不是某个抽象的未来——你突然奇迹般地控制住了你的开销，或者完美地为退休目标提供资金。有时你能做到，有时你无法做到。最终目标是参与其中并且保持参与。一点点、一步步，心中知道自己已经开始理财之后，你将拥有自信和驱动力，做出更大改变，让你的净值不断朝着正向发展。目前，你要做的就是观察并且评估现状。相信我，哪怕是评估现状，可能也会让你情绪起伏。

所以，我要这么说：当前的目标就是了解自己的财务生活是否运作正常。这意味着你要理解入账、出账和净收入。出账由储蓄、固定支出和消费组成。你使用这些资金来增长储蓄和退休基金，也许还用来买房或者创立公司。做自己的理财经理，意味着你要知道你把钱花在了对自己真正重要的事物上。

珍·特瑞尔是亚利桑那州一个牧场的主人。当我与她见面时，她已经拥有了房产，并且为牧场生意缴纳了税款。她在金钱上没有沉睡。但她仍然担心自己两个患有自闭症的孩子的生活问题，他们余生都需要人持续照料。她要如何管控这一点？当我和她一起查看她的账户和资产时，她意识到自己离财务保障的距离并没有她所担心的那么远。她看着自己的财务数据，对我说：“我知道，哪怕在最坏的情况下，我的孩子也有足够的钱来支撑几十年，这让我心里感觉更为平和。”查看、知晓、了解都非常能给人力量。珍继而开始在她所处的乡村地区为自闭症

儿童及其家长提供服务。

诸多麻烦

这样来想：储蓄是将消费延后。今天搁置一旁的钱，最终都会被你花掉，无论是用作去看你奶奶的车旅费，还是作为当你变成一位老奶奶时的生活费。关键在于，要设定目标，让你能做到这两件事。你可能会问，每个月光是固定支出就能把钱花光，这不是痴人说梦吗？或者，也许你认为自己是史上情况最糟的花钱大手大脚的人——已经毫无希望了。你不是。

这里有一些背景知识。据圣路易斯联邦储备银行称，美国的个人储蓄率自20世纪90年代中期开始持续下降。2015年末，美国的个人储蓄率仅为5.6%，而90年代初为9%，70年代初为12%。这些数据表明，整个美国对储蓄的重视程度越来越低。2008年至2009年的经济萧条让许多人重新开始储蓄，但并没有持续多久。随着股市金融危机被渐渐淡忘，我们又回到了之前的消费方式。专家们也并不确定这是为什么。

对你来说，这意味着——在文化层面——对关于储蓄的想法和行为的支持越来越少，日渐式微。当你的朋友、家人和同事不那么关心储蓄时，执行你的计划感觉可能像是逆流而行。这使储蓄变得更加困难。但金融专家们反复重申的一点是：保持财务健康的不败之法是少消费、多储蓄。就这么简单。

支持自己

储蓄的力量非常强大。不要错过这个机会。如果一位非常优秀和慷慨的人说：“喂，你记得上个月意外收到了一份医疗账单吗？我来帮你

付。你的车需要紧急维修？没问题——把你的信用卡收起来。你想买房？生孩子？我来支持你。”这种感觉如何？这些都是稀松平常的支出项目。但是，当它们降临在我们身上时，我们往往没有做好应对的准备。不过，有一个应对方法，这个方法就是储蓄。你可以成为那位穿着斗篷的英雄，猛然冲入，进行解救，令世人惊叹。这样有多棒？我来回答你：非常棒。每一次你没有过度消费或者陷入债务，你都能存下更多的钱。

下面是进行储蓄的两个有力理由。

1. 储蓄改变你对金钱的看法。当你的大脑看见你能够用于消费的金额时，它会认为这是你的全部可用资源。虽然是你设定了整套系统，是你控制着从固定支出部分转移多少资金至储蓄账户，但事实上你的行为会开始发生变化，你的优先事项会发生变化，仿佛有人在帮助你一样。因为大脑认为你可用的现金不多，所以储蓄自动就能防止你进行盲目消费。我们所有人在这一点上都需要帮助。

2. 储蓄让你拥有选择。储蓄是这本书中翅膀理念的核心所在。翅膀帮助你翱翔、感觉自由、享受旅途。储蓄令你有能力去做一些规划之外的事情，无论是意外的滑雪之旅或者是厨房翻修。如果手头没有积蓄，那么你要么放弃这份乐趣，要么就得陷入债务。

女性面临着内部和外部的巨大压力，要包揽一切，要做到完美，以致一点点紧缩措施都可能损士气。除非你需要在极大程度上对自己进行约束，而我们中的一部分人确实需要这样。在这种情况下，紧缩措施可能适合你。储蓄并不意味着你永远都不会为自己、房屋或孩子买好东西了。这是“不成功便失败”的节食心态所遗留下来的想法。

比起只是节衣缩食，而没有任何实际利益，减少大额项目支出（例如房租或住房抵押贷款月供、昂贵的手机套餐或汽车保险），会让你产生更大的影响——并且解放出更多钱用于储蓄。不开心便没有驱动力，

不开心就不会奏效。所以，允许自己喝喝咖啡、买几件新衣物，留意你的根基。这样你才会保持进行储蓄的驱动力。

后记 掌控人生，供资梦想

2015年秋天，我向6岁的女儿玛雅保证说，她可以和我一起去纽约——当时DailyWorth网站的办公室就设在纽约。玛雅知道我通常在黎明时分就从费城离开家门前往纽约工作。10月4日清晨6点03分，她已经穿戴整齐，鞋子也穿好了，双肩包装满了东西。大多数早上，我都得大喊“孩子起床”，并且不停开灯关灯。今天不然，她已经站在门口等着我了。我已经通过女性人际网络平台www.theli.st网站预定了儿童看护服务。一位高级营销主管杰西卡·兰达萨自告奋勇地提出与玛雅一起玩耍一个小时，其间我与金融记者让·查兹基在洛克菲勒中心进行重要的午餐会面。到目前为止，一切顺利。我让玛雅梦想成真，同时也完成了自己的工作职责，与超级能干的同事们进行了人际交往。至少理论上如此。或者说，在电子邮件中如此。又或者说，我设想如此。

实际上，前往洛克菲勒中心就是一场灾难。我穿着高跟鞋，带着笔记本电脑、旅行袋以及玛雅的背包。我们大部分路途都是坐出租车，但最后一小段路需要步行。玛雅不喜欢走路。我们刚踏上人行道，她就说自己太累，然后坐下了。我身负两个包的重量，两个包都不停地从肩膀上滑下来，我没法扶她起来。为什么我没带上平底鞋？为什么我会觉得带她来是个好主意？我的午餐会马上就要开始了。这时，她突然从人行道上蹦了起来，冲了出去。我疯狂地扫视人群，看见她正在咕嘟咕嘟喝着第六大道上公共喷泉喷出来的水。“玛雅！”我撕破喉咙地大喊，并且急急忙忙地向她冲过去，“不能喝喷泉的水！”

快进到DailyWorth网站办公室时，我意外地发现：带孩子到公司，就不要指望团队能够专心致志工作。玛雅大摇大摆地走来走去，在每个人身上都贴条并且大喊：“你被开除了！”一点都不好玩。同时，我的收

件箱中邮件堆积。“再也不要这样了！”我抱怨道。然而，我又一次这样做了。第二天，我出席了克劳迪娅·陈主办的专注于女性商业和领导力的女性峰会（SHE Summit），担任理财专项讨论组的成员。会议地点在曼哈顿上城区的92Y大楼。我很早以前就询问过能否带上玛雅一起，在我上台时，我会把她留在后台休息室。组办方认为这个主意很不错。但是，等我们带着大包小包一路来到上城区，到达会场时，玛雅已经极度暴躁了。我已经拖着她跑了快两天。她已经累坏了。在休息室里，讨论组的其他成员想要抱抱她、宠宠她，玛雅却不买账。她踢了一位演讲者的小腿，然后自己蜷缩在角落里。真是棒极了。讨论组会议结束后，玛雅开始尖声叫喊。我无法与任何人谈话。我们马上离开了会场，去搭乘火车。是时候回家了。

好吧，事后回想起来，玛雅其实并没有准备好进行那趟旅途——我也一样。以正确眼光来看待的话，这件事有点荒诞可笑。但我的本意是好的。我想让女儿看看妈妈每天去的地方。不仅只是让她看到我的工作内容，或者填补她心中关于妈妈每天匆忙离家所去之处的那块空白，或者让她明白为什么我有时候会工作到很晚。我想让玛雅看见妈妈工作时是什么模样：掌管事务，赚取金钱，让各种宏大想法落地执行。我想让她看到我掌管事务的样子，这样她就会明白她也能有掌管事务的能力。我想让她看到，她有能力决定自己人生中想要什么，有能力控制自己的人生。我的女儿不应该一直质疑自己的判断。我希望她长大时能知道自己的价值，知道如何评估自己想要什么，不会问自己能不能、应不应该，而会问自己这值不值得，以及对自己有何价值。后者与前者差别很大，我们都应该自问后面这两个问题。这是本书的意义所在。

这对我有何价值

掌控你的金钱、你的人生对你有何价值？你的条件是什么？你是否正在按照你的条件来生活？我仍然想作为女儿的榜样，让她看到没有遗

憾的人生是什么样子。当然，这可能很麻烦、很有挑战性，但同时也极其令人兴奋。我母亲从来没有像这样把我带到她工作的地方，让我融入她的一天。她总是把工作和我分隔开来。那是当时的情况。现在，事情远远不到完美的地步。就在几年前，我儿子发烧了，但我无法重新安排与一位具有影响力的风险投资人进行重要电话会谈的时间。我在承认自己身为人母的同时，无法不从骨子里害怕别人会批判我工作上的无能。但我一直在改变这一点，因为身为人母是我人生的一项关键条件——成为公司业主、连接各方、承担风险，这些也是。

对你而言，按照你的条件来生活，可能意味着你要承认你确实有雄心，或者可能意味着在财务上照顾好自己，并且不会觉得这样做很自私。又或者，如果你热爱时尚艺术，那么这可能意味着买下一条其他人觉得过分昂贵的裙子。同时，你也在将钱挪入储蓄或投资账户，建立真正的财务基础。重点在于：女性能够使用金钱来建立适合自己的滋润生活。我们能够关心钱的问题。无论我们走到哪里，我们都能够问一问：“这对我有何价值？”无论是打开忽视已久的银行流水账单、要求涨薪，或是与伴侣开诚布公地谈论金钱问题，我们都能保持参与。我们打心底里知道，理财对于我们的权力和保障至关重要，我们不能将其拱手让人。

我学会了如何掌管事务，你也可以。这就是为什么我把玛雅带到了纽约，为什么我曾因为几日未见到孩子们而拒绝了白宫的邀请。我想让孩子们看到，我在工作、社交、生产之余，也能设计自己的人生，服务于自己，也服务于我们一家人。我想让其他人看到，我是一位母亲，并且我没有隐藏这一点。这是我的条件。掌管事务意味着你有权决定自己想要什么，你有能力为这些欲求提供资金。你在此根据你认为的重要事物以及你未来想要的东西而对人生做出改变。你就是我们这个世界未来的理财领军人。没错，就是你。

我们现在就能这样做。不过，我们仍然需要认清自己所在的权力位

置，用我们的金钱来进行指导。因为当我们控制了金钱时，我们也能重写规则：公共机构的运作方式、儿童看护服务的运作方式、工作日的日程、成人生活的基线（真的需要结婚才能长大成人吗）。我们可以要求公共政策和社会服务真正服务于我们，而不是服务于不具面目的训令。我们无须符合已经不再奏效的过时典范。

我希望你已经看到，你的个人价值和财务价值完全不必互相冲突。你的金钱故事可以很积极，你的净值也可以为正。你可以从金钱昏迷中醒来，投入你自己的梦想。你不必等待某个人让你的金钱问题变得不那么讨厌。你要充分享受金钱——你完全具有这样的能力。自由就在你的手中。我希望女儿能在这样的世界里长大——你现在就能占有这样的世界。

更充分的准备

我之前曾说过这个，但值得再说一次：到2030年，美国2/3的私人财富将握在女性手中。2/3，那就是大约22万亿美元，数额非常大。这是一个巨大转变，现在正在发生，影响着我们所有人。不仅是我们的孙辈和曾孙辈——而是我们，是现在。但如果我们处于金钱昏迷中，那么谁掌管财务大权，或者我们有多少钱，也都不重要了。如果我们继续认为理财非女性之事，继续盲目将其交由男性或理财顾问处理，那么全美范围的消费、投资和赋税方式可能不会发生改变，因为我们仍然对金钱问题保持回避，仍然与我们的金钱昏迷嬉笑打趣。这将会是我们错失的一个巨大机会。

我们追求的目标是，持续并且不怀羞愧地参与处理你的金钱问题。这并不意味着你的金钱故事不会突然跳出来，或者意外事件不再发生，又或者你对金钱故事或意外事件不会做出激烈反应。这些问题都一定会出现，只是现在你将做好更充分的准备。你将有能力灵活地、有创意地

予以应对，而不会惊慌失措。你已经认清了你的金钱故事。也许这让你振作了起来。这是有力的第一步。现在，你将会看到这个金钱故事再次浮出水面，看到它有多么根深蒂固。这也意味着当你陷入金钱昏迷时，你要有自我意识，因为，相信我，你一定会有陷入金钱昏迷的时候。情况不会一夜之间发生改变。这还意味着帮助自己走出金钱昏迷，将羞愧和自怨自艾最小化。无论你的金钱故事对你说了怎样的糟糕话，你都必须知道，哪怕你中断了一小段时间，也并不意味着你是一个很差劲的人或者“不擅于理财”。

直到今天，我依然不断提醒自己我存得下钱（我的金钱故事是，我花钱大手大脚）。当我开始变得无意识时，我就采取行动，向自己证明我是清醒的，例如将100美元挪入储蓄账户。这能帮助我转换回负责模式。我学习到，持续采取一些小的行动能够建立起行为模式的完整性。不断进行练习吧。

为一切做好准备

留意金钱故事和金钱昏迷是内部因素，外部因素则是管理意外事件。它们是现实存在的。我来说说我不久前遇到的一个巨大的意外事件。2013年，DailyWorth网站经历了一段极其困难的时期，现金方面面临挑战。公司处于崩溃边缘。那年冬天风雪很多，因此许多投资人会议都遭到取消。我们的账户余额很低，非常危险。销售主管休产假了，而候补的女销售员——她的业绩一直非常棒——辞职了，留下50万美元的合同待完成交易。我们开不出工资，也无法支撑运营成本。而且，我们也看不到恢复元气的希望。

我吓坏了。我非常确信董事会将投票决定出售DailyWorth，我的梦想公司，而不是看着它破产。但我真的不想公司落入外人手中，危及公司让女性真正参与金钱问题的这一使命。我不想在我们正要开始取得成

功之时宣告失败。召开董事会的前一晚，我站在酒店房间里，看着曼哈顿天际线处闪烁的灯光，痛苦地思索着该怎么办。这时，我灵光一闪。我想出了一份更好的销售计划，它将使我们的账户立即得到资金，持续执行下去还会是一个持久的赢利模式。我在走在令人恐惧的刀刃上时，重新创造了DailyWorth网站的赢利模式。董事会认为我疯了：“我们赞赏你的热情，阿曼达，但是我们认为这只是垂死挣扎。”我请他们给我6周时间来扭转乾坤。你猜结果如何？计划成功了。我们做到了。

我们做到了，是因为我是那种猛打猛冲的人，但也同样因为我有个人积蓄，可以不拿工资，并且驯服了我的金钱故事，这样我才得以在短短几个月时间让公司重新焕发生机。哪怕处于惊慌状态，我也能把悲剧转为机遇。董事会撤销了出售公司的决定。一场全面危机却诞生了一个更好的商业模式。

一个成功故事

每个人都有处于困境的时候。许多财务建议说趁年轻时就开始。这话没错：我们都应该趁年轻时就开始。但如果你没有，也不代表你毫无希望。记住，在20世纪80年代，我母亲42岁时离婚，身无所长，尚且为时不晚，对于现在的你而言，也同样为时不晚。如果你挣脱出了金钱昏迷，那么你也能做到。了解你拥有多少金钱和资产，它们在哪，你能用它们做什么，你能让它们增长多少——这就是力量。你是一位母亲、一位妻子、一位女友、一位职场女性，而现在你了解情况了。

不是所有人都会喜欢你的这一套新知识。你的父母、朋友、社交圈甚至你的孩子们都会对你的自信感到迷惑。但如果你此前并不幸福，如果你缺乏安全感，那么你必须站出来。有上千万女性正在跟你走着同一段旅程。她们会出现在你面前。你的世界将会彻底变得更宏大、更精彩。当你做出的选择帮助你朝着理想生活前进时，一切都会变得清晰。

人们会围绕着你来组织自己，而不是反过来。

如果我能从90000美元债务中脱身并且建立起正净值，那么你也可以。我要说清楚一点，生活不会因为你读了这本书就不再发生巨大的意外事件。你的金钱故事不会瞬间消失。生活——还有我们的大脑——不是这样运作的。如果你现在正在向401（k）账户存款，同时建立起可变现的储蓄，那么你做得非常好！你的翅膀比从前更强健，你能够飞得更高。但更为重要的是，你将培养出坚韧的适应力，有自信能够走过人生的起起伏伏。为此，你会意识到你需要做的就是管理好自己的金钱。就像定期体检和跟踪世界新闻一样。你活着就要照顾好自己。对自己的金钱问题保持参与就是投资自己。你这样做是因为你值得。

现在你有机会在生活中践行已学习到的一切知识。说实话，这一部分才有趣。

值得：六个日常习惯

1. 频繁检查：你的金钱故事是否在说话？了解什么事物驱动着你，什么事物对你不再适用。当金钱故事突然活跃起来时，有策略地转换你的思想（以及行为）。

2. 储蓄优先于消费。如果你想买一条400美元的裙子，那么同时将400美元转入你的储蓄账户。这个方法可以用于评估你的支付能力是否足以买下这条裙子。

3. 尽可能低地活在收入水平之下。生活昂贵。削减多余消费，将差额储蓄起来。

4. 了解什么对你最为重要——投资其中。了解你的梦想。选择符合你生活方式的根基。留意消费情况，这样你才能在大局中看到你真心想到的东西。降低其他所有事物的优先级。

5. 确保净值朝着正向移动。了解你的收入和投资如何影响你的长期保障。保持净值增长，无论快慢。

6. 记住：意外事件是常态。财务情况发生变化，不代表你“不擅于理财”。这种情况下，你需要拿出创造力和适应力，而非感到羞愧。

你来书写规则

现在，我们有机会重新思考什么事物对我们所有人是重要的。我们有机会重新定义我们作为个体、作为一个国家、作为一种文化对金钱的处理方式。在金钱观方面，性别差距仍然很大，但通过一位位女性的努力，我们能够改变这一点。要创造一个对所有人都有利的世界，女性作为储蓄者、投资者、消费者发挥着什么作用？要改变我们的经济情况，我们首先需要重构我们的身份认同。我们需要停止自视为宏大权力结构下的臣民，而是要自视为改变全球网络的媒介。正是我们对自己的身份认知阻止了我们进行这种对话。让我们开始这种对话吧。

重点不在于认为我们自己是相互独立还是相互连接的。我们二者都是——这是一个很棒的矛盾。这样的权力平衡——对自我认知的深刻改变——本身就是一种全球性的剧变。因为女性是新鲜的投资者群体，

（目前）尚未对投资有先入为主的想法，所以我们能够提出多年来无人提过的问题。我们的理想社会应该是什么样子？如果我们能进行重构，它会是什么模样？我们珍视什么？什么有助于进行改变？我们想要影响什么？我们是否想要调整目前的育婴假？我们想调整新妈妈们的预期吗（我们是否需要生完孩子20分钟后就开始回复电子邮件）？我们是否想修复环境？我们是否想支持导致千万人陷入贫困和流离失所的境地的外交政策？

首先，我们要先达到量入为出并且不牺牲生活水平的状态。增加收

入，有意进行储蓄，为我们自己和我们的生活提供资金，了解我们的财务目标。然后，我们要触碰一下不能谈钱的禁忌。让我们不再感到羞愧，不再避开这一话题，真正坦率地与朋友和家人进行谈论。让分享财务资讯如同分享餐厅和育儿建议一样容易。一旦我们自己开始观察并采取行动，谈论金钱将会非常有趣。

女性这一集体现在拥有着史无前例的影响力和权力。让我们携手，为我们的家人、我们自己和我们的世界，共同创造一个更美好的未来。

总结 准则及检查清单

下面总结了我们刚刚讨论过的内容以及你需要记住的所有关键点，把这当作你的小抄吧！

关键概念

- 注重正净值，不要只注重增长收入。
- 先储蓄后消费——在进行大额消费前，想想自己有多少积蓄。
- 活在收入水平之下——尽可能减少消费。

了解你的净值

•净值计算方法：把所有资产相加（现金、储蓄、房地产价值、汽车、退休和投资账户），再减去你的债务（信用卡欠款、学生贷款、住房抵押贷款）。

管理你的金钱

•了解你的每月净收入：扣除税费、福利费用、代扣税款和其他费用后，真正拿回家的有多少？如果你是自由职业者，那么进行固定数额的提款，每年发放一次奖金。

- 积累应急基金：金额能够支撑1~3个月的开销。

- 明白意外事件将会是常态。

使用分档系统

- 使用分档法和预算。固定支出：60%。储蓄：20%。消费：20%。

下面是根据年收入进行分解的一份示例数据，数字已经化零为整。

	年度 收入	月度 净收入	60% 固定支出	20% 储蓄	20% 消费
底线级	25 000 美元	1 500 美元	900 美元	250 美元	250 美元
基础级	50 000 美元	3 000 美元	1 800 美元	600 美元	600 美元
高管级	100 000 美元	6 000 美元	4 000 美元	1 000 美元	1 000 美元
富裕级	200 000 美元	10 000 美元	6 000 美元	2 000 美元	2 000 美元

买房

- 房屋总需费用低于家庭年收入的3倍。

- 计算成为房屋业主的总费用时，要考虑以下因素：

- 首付款

- 交易手续费

- 首次搬入和维修费用

- 每月水电费
- 住房抵押贷款月供和利息
- 房产税
- 持续的维护和翻修费用

退休及投资

- 了解你的退休储蓄目标：你的梦想数字是多少？
- 你的投资组合是否每年至少平均增长5%？如若不然，调查原因。
- 资产配置：确保你的组合多样化，拥有股票、债券以及其他资产类别。

经营公司

- 成立公司是为了获得收入还是获得一份资产？了解其中的取舍。
- 为了获得无限的赢利水平，你能否容忍收入的不确定性？
- 你是否享受管理自己工作的每个方面，从解决技术问题到设定日程安排（顺便一提，“自由职业”中的“自由”二字往往具有误导性），再到寻找客户以及宣传自己的才能？

恭喜，你现在已经整装待发，设计你的人生，条件由你来定，为这份人生供资。你值得拥有！

图书在版编目（CIP）数据

走过低谷，见过高山：写给女性的财务规划指南/（美）阿曼达·斯坦伯格著；唐源旃译.--北京:中信出版社，2020.9

书名原文：Worth It:Your Life,Your Money,Your Terms

ISBN 978-7-5217-2039-6

I.①走... II.①阿... ②唐... III.①女性—私人投资—指南 IV.①F830.59-62

中国版本图书馆CIP数据核字（2020）第124456号

走过低谷，见过高山——写给女性的财务规划指南

著者：〔美〕阿曼达·斯坦伯格

译者：唐源旃

出版发行：中信出版集团股份有限公司

（北京市朝阳区惠新东街甲4号富盛大厦2座 邮编100029）

字数：155千字

版次：2020年9月第1版

印次：2020年9月第1次印刷

书号：ISBN 978-7-5217-2039-6

定价：52.00元

版权所有·侵权必究

管清友
—— 著

管清友的 股票投资课

Stock
investment
course

做 趋 势 的 朋 友

投资重要的是以市场为师,顺势而为

跟随8万人选择的投资导师 / 总结绘制未来20年中国股市投资地图

穿越牛熊,从市场中赚钱

中信出版集团

目录

引子 中国式股票投资之道：如何穿越牛熊？

第1讲 重新认识市场 股市基础结构

第2讲 把握市场大势 宏观经济周期

第3讲 投资方法 判断方向的4种方法

| 主题投资法 |

| 行业投资法 |

| 公司投资法 |

| 资金分析法 |

第4讲 风险规避 2种主要风险类型

| 市场风险 |

| 政策风险 |

第5讲 思维升级 投资者的自我修养

附录 2009—2019年A股Top10牛股分析

版权页

引子 中国式股票投资之道：如何穿越牛熊？

有人说，世界上有两种股市，一种叫股市，一种叫中国股市。似乎中国股市唯一的规律就是没有规律。不管你是一无所知的投资小白，还是久经沙场的专业投资者，中国股市似乎总能找到方法让你服气。大家应该听过很多老鼠仓的新闻，最专业的基金经理加上内幕交易竟然还赚不到钱，这真是天下最大的笑话。广大的散户就更难赚到钱了。

为什么大家在中国股市里很难赚到钱呢？归根结底，是大家还在用传统的思维方法来分析A股市场，而这套方法基本上是从西方发达市场衍生出来的，完全不适合A股市场，原因是我们的市场还太不成熟。市场有多不成熟呢？我给你讲一个真实的故事，这个故事听起来像一个段子，但确实是我亲身经历的真事。

2015年股市最疯狂的时候，每天都有很多人问我买什么股票，让我不堪其扰，所以我就在微博上调侃了一句：“别问我股市了。除了股市，我们还有诗和远方。”结果可笑的是，网友竟然从中解读出“诗和远方”的首字母是SHYF，正好和“石化油服”这只股票的简称相同，以为我是在推荐股票。更可笑的是，第二天石化油服竟然真的大涨，当月涨幅接近40%。我当时开玩笑说，我猜中了开头，却没有猜中结尾。

类似的事情还有不少，历史上一次次奇葩的案例告诉我们，在这样的市场里做投资真的是一件很危险的事。之所以危险，是因为这个市场太特殊。我经常给那些自信满满、跃跃欲试的投资者泼冷水，说我们首先应该学会敬畏市场，A股市场就是一个桀骜不驯的猛兽，如果你过于自信，赤手空拳地去挑战它，一定会被伤得很惨。

我过去在证券公司担任高管，分管公司的研究业务，长期给基金、保险等机构投资者以及一些高净值的个人投资者提供投资建议。这个工作有两个好处：一是可以对市场保持密切的跟踪和研究，并在实践中检验自己的判断，持续改善自己的投资框架；二是可以和投资者保持密切沟通，从他们的投资成败中吸取经验和教训。

在这个过程中，我越来越坚信一个理念：市场是一个客观的存在，不管它涨还是跌，你必须要敬畏它，因为市场永远是对的。我们的股市是有问题，但在这一个喜怒无常的庞然大物面前，个人的力量是非常渺小的。我们既没有能力去判断它的对错，更不可能凭一己之力去改变结果。要想穿越牛市和熊市，从市场中赚钱，我们真正要做，或者唯一要做的，就是了解市场、适应市场、尊重市场。投资不是你改变市场，而是向市场学习、让市场改变你的过程。

你可能听过很多所谓的炒股神技，但最后不但没有成为股神，反而成了被大家调侃的韭菜。这并不是因为A股市场无道可循，恰恰相反，在中国做股票投资是最讲究“道”的，你听到的那些所谓股神的“道”，其实仅仅是投机取巧的“术”而已。我曾经在投资报告中引用“道可道，非常道”这句话，我觉得非常适合讲给想要学习股票投资的朋友。市场不是没有规律，没有方法。放下你的幻想和自大，做市场的学生，才是穿越牛熊之道。

出于这样一种理念，我希望出一本和传统股票投资教程不太一样的书。我不迷信任何理论，在这本书里，我们唯一的老师是市场，我只是你的向导。我会带着我的团队再一次系统地梳理市场留给我们的历史、数据和案例，进而帮你描绘出一幅完整而又清晰的投资地图。

这本书大致分为五讲：第1讲是重新认识市场，主要是为大家介绍一些我认为投资必备的基础知识，纠正一些常见的误解，扫除一些你可能忽略的市场盲点。第2讲是把握市场大势，主要是从宏观的角度给大家分析投资股票的周期以及一些具体的市场信号。第3讲是投资方法。

股票投资最后还是要落地，这里给大家讲解的是具体的落地方法，包括行业分析、主题分析、公司分析以及资金分析等，这也是整本书的核心。第4讲是风险规避，我一直认为规避风险比追求收益更重要。这可能不会让你赚大钱，但是可以让你活下去。第5讲是思维升级，希望大家传递一些投资理念，这可能比具体的投资策略更重要。

让我们一起做市场的学生，做市场的朋友，一起去穿越牛熊。

第1讲 重新认识市场 股市基础结构

股票才是最重要的资产，没有之一

过去20年，说起投资，大家的第一反应都是房地产，这成了中国一个特色。从全球来看，没有一个成熟的市场化国家像我们一样，把买房当成主要的投资手段。我们可以看一个数据，2018年中国家庭资产中房产占比高达77.7%，远高于美国的34.6%。而股票在家庭总资产中占比仅为8.1%，即便加上和股票相关的基金、信托等金融产品，这个数字也远远低于美国。那么问题来了，是我们的投资方式太初级还是他们的资产结构不合理？答案显然是前者。

房子是用来住的，现在却成了老百姓的主要投资工具，这是特定历史阶段产生的特定问题。伴随着经济和社会的发展，房子必然会逐步退出投资的历史舞台，而以股票为核心的金融资产会成为老百姓的主要投资方式。如果说过去20年是房地产造富的时代，未来20年将是股权造富的时代。房子是死的，股票是活的。毫不夸张地说，股票才是最重要的投资品，没有之一。

我们先来重新认识一下股票这个资产。说起来，股票大家都很熟悉，就是一种由股份公司发行的所有权凭证。你买了一家公司的股票，从原则上来讲你也是这家公司的主人之一了。作为主人，你可以享有一系列综合权利，比如参加股东大会、投票表决、参与公司的重大决策，收取上市公司的利润分红或者享受股票价格上涨的收益，等等。在A股市场上，大部分普通投资者可能只享受了分享股票差价的权利，但其实股票的其他权利也很重要，甚至更加重要。

第一个权利是在A股市场被很多人忽略的分红权。投资股票最终投资的是公司，投资公司是为了分享公司的利润分红，也就是我们常说的股息。从数据来看，A股市场能够持续分红的公司很少。我们统计了2020年之前上市的公司，其中竟然有10多家公司从来没有分过红。这有多种原因：一是A股市场上市公司的盈利水平参差不齐，很多公司总体来看是亏损的；二是很多上市公司是国企；三是一些新兴上市公司处于成长期，它们更倾向于把利润再投资。这导致很多投资者炒股从来不考虑分红这个问题，而是只依靠股价的上涨赚钱，很容易形成短线投机思维，不愿意耐心持有，这是不合理的。A股市场很多优质公司的股息分红是很高的，比如格力、上汽这几年的平均股息率都在6%左右。也就是说，不管股价怎么波动，你每年可以比较确定地拿到6%左右的收益，再加上股价的上涨，收益是很可观的。当然，分红不一定是以现金的形式，有时会折算成股票派送给你，等于增加了持股的数量。高股息是价值投资重要的护城河。

第二个权利是参与公司管理决策。当你持股达到一定比例，就有机会参与公司的经营管理。一般来说，普通投资者不会考虑这个问题，考虑这个问题的主要是机构投资者。如果机构投资者的投资涉及控股权和董事会构成的变化，也会影响公司前景，从而间接影响公司的股价。比如前几年轰轰烈烈的宝万之争，宝能系增持万科股票，最终引发了万科内部大洗牌，也让万科的股价在短期内大起大落，让不少投资者损失惨重。

为什么要给大家介绍这些看似基础的概念呢？其实就是想告诉大家一个道理，股票绝不只是你交易软件中那个跳来跳去的虚拟数字，还是一份实实在在的股东权利。股票不是用来炒的，而是用来支持实体经济的。尽管由于各种主客观因素，A股市场在很多时候背离了支持实体经济的初心和本原，但随着资本市场改革的推进，未来股票一定会成为最重要的资产选择，因为它有着无可比拟的优势。

第一，长期收益率最高。很多人觉得股票风险大，但其实从长期来看，股票收益率是最高的，没有之一。有人算过一笔账，假如1802年把1美元分别投资于美元现金、黄金、债券当中，那么到2017年你拥有的价值分别是0.053美元、4.27美元、1700美元。而如果你当时投资了股票，你就能拥有超过61万美元。

有人说200年这个周期太长了，那我们看近10年的数据。2010—2019年美股的年化收益率高达9.9%，明显高于黄金的2.5%、美元的2.2%。

有人说美股是牛长熊短，而我们是牛短熊长，但其实A股市场的长期收益率也没那么不堪。2006—2019年，沪深300指数的年化收益率高达11.6%，上证综指是7.3%。如果拉长周期到1990年上交所的成立时点，那上证综指的年化收益率则高达11.8%。如果你那时候幸运地买到了茅台、格力这些绩优股，那么收益率更是高得惊人，涨幅甚至远远超过了京沪深的房价。

第二，市场最为规范。尽管A股市场存在各种各样的漏洞，但相比P2P（互联网借贷平台）等很多新兴的投资工具来说，股票市场依然是最健康、最透明、最规范的。从大类资产的角度来说，A股市场发展了30年，比商品房市场的历史还要早，更不用说近几年才诞生的P2P、数字货币等资产。从内部组成的角度来说，A股市场上的上市公司都是经过投行、律师、会计师和证监会层层把关审核后IPO（首次公开募股）的，是中国最优质的一批企业。上市之后，它们还要按证监会的要求进行信息披露，尤其是一些重大事件。相比之下，如果你投了一个不规范的金融产品，可能连钱去哪儿了都不知道。比如最近我看到某个爆雷的P2P平台，投资者的钱竟然被平台老板的个人账户挪用，这种悲剧在股票市场上是绝对不可能发生的。

第三，流动性最好。流动性好是兑现投资收益的保障，而股票无疑是流动性最好的资产，没有之一。股票是标准化的证券化资产，交易信

息相对透明，尤其是证券交易所作为中介，让股票买卖变得非常便利。不像房地产、文物等非标准化资产，交易需要经过漫长的询价、成交和过户等程序。即便是非常抢手的北京房产，从挂牌到成交也得数月。这和股票是没法比的。

第四，门槛最为亲民。这是股票流动性好的另一个原因。投资股票的门槛低，最低的只要几百元就能买一手，也就是100股。这让股票市场成为投资者最多的市场。数据显示，2020年1月国内已开立A股账户的投资者超过1.59亿。

第五，空间最为广阔。巴菲特经常用证券化率来衡量一国股市增长的空间。所谓证券化率，就是一个国家各类证券的总市值与该国内生产总值的比率。2019年A股市场的总市值为65.8万亿元，而同期中国的GDP（国内生产总值）已经达到99.1万亿元，由此计算我国的证券化比率不到70%。这不仅明显低于发达国家100%左右的水平，也远远低于我们2007年和2015年巅峰时期100%以上的水平。这意味着我们的股票市场还有相当大的扩容空间，未来股票市场的规模会加速扩大，优质的股票会加速涌现。所以，我的判断是，房地产也许已经是夕阳资产，但股票绝对还是朝阳资产。

总之，我们可能都知道股票，但可能并没有理解股票的本质。股票投资不是猜测涨跌的投机游戏，而是作为所有者分享实体公司成长的价值投资。我们不应该把股票看作一种数字资产，它其实是一个与实体经济血脉相连、有血有肉的资产。在众多资产里，股票是长期收益、流动性、规范性、可参与性、发展性最好的资产，没有之一。

A股为何牛短熊长：中国股市的特色基因

我们在引子中曾经讲过，中国股市是一个非常特殊的市场，它最突出的特色有三个：一是牛短熊长，波动性强；二是换手率高，投机性强；三是政策影响明显，随机性强。其实这些只是你看到的表象，根本原因是A股市场的基因不同。这种中国特色的股市基因主要表现在9个方面。

第一，从发行制度看，以往实行IPO核准制，新股发行节奏由政府把控，定价存在双轨制。股票的发行制度主要有三种：审批制、核准制和注册制。我国股市建立之初，实行审批制，比如一年发行300亿元股票，这块蛋糕由各省、部委审批和分配，企业搞不到指标就无法上市。2001年开始启动核准制，先由证券中介机构对企业能否发行股票做出判断，再由证监会发审委对发行人是否合规进行审查，发审委有权直接否决发行申请。也就是说，证监会掌握着新股发行的生杀大权。而注册制是成熟股票市场普遍采用的，上市公司按要求提交材料，真实与否由市场自己评判。2020年3月1日，中国新《证券法》正式实施，将IPO核准制改为注册制，采取更加开放的、系统的、及时的信息披露制度，同时也为下一步资本市场开放打下非常好的基础。

美国实行彻底的注册制，充分发挥市场机制的作用，通过发行人和投资者之间的博弈，来满足投融资需求。实际上，这样的高效率、低成本、市场化机制，极大地降低了公司的身价和稀缺性，也使定价更为合理。美国投资者对新股的态度十分谨慎，而在中国却完全不一样。

第二，从发行数量看，政府主导着新股发行的节奏。在过去，IPO上市排队时间很长，甚至要等好几年，这样使很多优质公司望而却步，绕道境外上市，而剩下的很多公司则在排队中形成了“堰塞湖”。后来，新股发行节奏加快，一周六七家，“堰塞湖”问题逐渐解决了，但也相当于对当时的股市资金进行了大抽血。目前，IPO新股上市标准趋严，新股少了，不过质量也高了很多。

第三，从定价机制看，新股发行的定价存在双轨制。现行的新股定

价实行询价制。简单说，就是打算上市的公司和承销商证券公司一起，找来几十家机构投资者，问问他们愿意出多少钱买新发行的股票，但中小投资者无缘参与。新股发行的价格不是由全体投资者通过自由申购确定的，而且政策也会对定价有很多限制，并非由参加询价的机构自由报价确定。也就是说，IPO新股的定价不是真正的市场定价，而是一种体现了管理层的定价指令和定价意图的半官方定价，这样就与二级市场完全由自由交易产生的最终定价形成了双轨制。2018年，A股市场新股的定价一般都被限定在市盈率（P/E）22倍左右，但二级市场却不这么认为，所以新股上市后会迎来连续好几个涨停板，因此很多人热衷于打新股。

第四，从交易制度看，A股市场缺乏做空机制。A股市场在交易制度设计上鼓励做多，抑制做空。做多就是看涨，买股票，低买高卖赚差价；做空就是看跌，先借入股票在高位卖出，然后再低位买进归还。目前A股在做空机制上设计较为缺乏，这也是因为目前A股市场的基础设施和投资者风险控制水平还不够成熟，可能还不足以驾驭卖空机制下的股价下跌。但股市的基本功能之一是价格发现，只鼓励看涨，却限制看跌，很大程度上也使市场失去了自我平衡、价值回归的能力，市场在看好时容易急涨，在看跌时也容易恐慌急跌，而不是有涨有跌缓慢进行。目前A股市场仅有的卖空方式是融资融券中的融券，但在实际操中也是融资容易融券难。

第五，A股交易限制很多，最主要的就是设有涨跌停板和“T+1”。涨跌停板是指当天的股票收盘价相比上一个交易日而言，涨跌幅度最多为10%。也就是昨天股价为100元的股票，今天收盘最多涨10元或跌10元。而“T+1”是指当日买进的股票，必须要下一个交易日才能卖出。实际上，这也是为了保护投资者，避免股市过热或者过度恐慌，抑制频繁买卖的投机行为，但也在一定程度上影响了市场价格的实现，在国内做空工具缺乏的情况下，容易造成大面积的停牌和流动性丧失。比如某公司突然陷入危机，股价理论上应该跌25%，但因为交易限制，当天只能

跌10%，所以公司就可以紧急停牌，然后拖时间想对策；如果情况相反，股价涨停板后，其他人想买也买不了，造成了流动性的丧失。

第六，从退市制度看，标准不够完善，惩罚力度较弱。首先，退市制度不完善。A股市场共有3800多家上市公司，从1999年到2018年底，退市的公司还不到150家。目前A股的退市制度偏重财务指标，忽略市场指标，而财务指标实际上更容易被粉饰。目前A股退市的公司近1/2都是因为净利润连续3年或4年亏损。而相比之下，美国的退市标准就严格得多，同时也引入了很多市场指标，如连续30个交易日收盘价低于1美元、股东人数低于400人等。其次，处罚力度也普遍较轻。当上市公司面临违规与否的权衡时，如果违规收益远大于违规成本，即使造假几个亿也只是接受谴责或轻微处罚，那试问公司会如何选择呢？比如长生生物的假疫苗事件，最终罚款91亿元，是迄今最大的罚单。而美国的强生在之前的爽身粉涉癌事件后，却直接面临46.9亿美元的赔偿。

第七，从分红机制看，缺乏有效的现金分红机制，推动了投机行为。因为没有相应的措施和分红环境，A股市场上市公司大多是吝啬的“铁公鸡”，很少进行现金分红。现金分红和低买高卖赚取差价是投资者获得回报的两种主要方式，没了现金分红，对投资者来说就只有低买高卖这一个途径，一定程度上打击了投资者的长期持股信心。而美国的分红机制就较为完善，公司可以通过红利政策向市场传递公司未来盈利能力的信息，比如标普500指数的成分股一直坚持连续稳定的分红。

第八，从资金结构看，中国股市散户占比较大，缺乏长线资金。中国股市的活跃投资者主要是散户，因此，短视、过度自大、羊群效应等非理性特征非常明显。截至2019年年底，A股投资者构成中，散户资金占流通市值比例近30%。在短视投机风潮下，甚至还有很多机构投资者操作时也有散户化倾向了。而在美国股市，近几年散户占比不到10%，机构投资者占比超90%，是长期投资的主力，其中最主要的是私人养老金和保险资金。而这些，正是目前中国股市所缺乏的。

第九，从监管机制看，中国股市内在机制不完善，监管干预相对较多。中国股市内在机制还不完善，只有正反馈而没有负反馈，也就是缺乏做空机制。这样，在股市上涨时，大家都可以赚钱，形成财富效应和不断跟风效应，容易形成过热，管理层不得不加以抑制；而在股市下跌的羊群效应下，大众恐慌性卖出股票时，容易造成股灾，这时又会出现高层喊话、降息降准、引入救市资金等。总之，对于个人投资者来说，一方面要提醒自己保证独立判断，不要被过热或恐慌的情绪所操纵；另一方面，救市本身也代表政策的底线，可能是个较好的投资时点。

总而言之，投资者在这样的股市中，听消息、追涨杀跌、短线操作，只能沦为大海中随波起伏的孤舟。只有掌握正确的方法才能穿越牛熊周期，到达成功的彼岸。

市场结构：从5个维度认识股市

之前我们讲了股票是什么，以及中国股票市场的特殊性，这节课我们来讲一下股票市场的基本结构，相当于给大家画一幅股票市场的地图，以便大家在后续的投资中找到适合自己的目标。

我们经常把国内股市叫A股市场，其实除了A股还有B股，只不过B股市场主要面向境外，对于普通投资者而言，主要了解A股市场就可以了。A股市场于1990年建立，经历30年的发展，目前上市公司已经超过3800家，总市值超过65万亿元。即便是最专业的投资人，可能也没办法对每只股票如数家珍，但我们可以从几个维度入手，分门别类地认识一下这3800多只股票。

第一个维度：上市场所

从上市场所来看，股市可以分为主板、中小板、创业板以及科创板。为什么要分好几个板块呢？这主要是为了针对不同类型的企业设定

不同的规则。

主板门槛最高，以大型蓝筹公司为主，上交所主板股票代码以60开头，深交所主板股票代码以000开头。能在主板上市的公司多为市场占有率高、规模较大、基础较好、高收益、低风险的大型优质企业。主板的上市公司共1965家，占A股市场的51.6%，总市值近46万亿元。2019年年底时主板整体市盈率为23~25倍，市净率为1.8~2.0倍。

中小板的门槛要低一些，主要是没有达到主板挂牌要求的中型稳定发展公司，股票代码以002开头，在深交所交易。这里大多是即将或已经进入成熟期、盈利能力强，但规模比主板小、成长性比主板强的中小企业。2019年年底，中小板整体的市盈率是30倍，市净率为2.5倍，比主板估值要高。

创业板设立于2009年，以创新型成长型的中小企业为主，属于深圳交易所里的一个板块，股票代码以300开头。这里的企业自主创新和成长性高，但风险也相对较高。2019年年底，创业板的市盈率为43.7倍，市净率为3.7倍，远远高于主板和中小板。

科创板于2018年设立，门槛最低，主要针对新经济企业，股票代码以688开头。科创板的股票交易制度总体上与其他板块相同，但建立了更加市场化的交易机制。科创板的上市公司共94家。2019年年底，科创板的市盈率为71.6倍，远远高于其他板块。

可以看出，从主板、中小板、创业板到科创板，企业上市的门槛越来越低，成长性越来越强。比如创业板和科创板主要针对新经济企业，其上市门槛要比主板低很多，主板要求近三年利润不低于3000万，而创业板只需要近两年利润不低于1000万。但现在创业板的条件仍然无法完全适应新经济的需求，比如很多优质的互联网公司初期根本满足不了盈利要求，连创业板都上不去。这也是中央力推科创板并采用注册制的原因。这样，未来像BAT（百度、阿里、腾讯）一样的独角兽可能就不用

离家出走了。

第二个维度：行业结构

从行业结构来看，市场上有很多行业分类方法，包括证监会、申银万国、中信等分类。相对常用的是申银万国行业分类标准，也就是申万分类。按照这种方法，股市共分为28个一级子行业、104个二级子行业。接下来我们就从市值、估值和风格这三个维度来认识一下这些行业。

市值。市值最大的是银行、非银金融和医药生物板块。金融是A股的第一大板块，其中仅工商银行一家的市值就接近2万亿。市值最小的是综合、休闲服务和纺织服装，这都是一些服务业和劳动密集型轻工业，所以规模都比较小。

估值。估值一般看市盈率（P/E），它是用股价除以盈利，用来反映股价水平是否合理。市盈率最高的是计算机、国防军工和电子板块。计算机板块的市盈率是61倍，国防军工板块是56倍，电子板块是44倍，计算机和电子属于大家常说的TMT（科技、传媒和通信的英文首字母缩写），成长性比较强，所以大家愿意给一个高估值。当然，这些板块风险也比较大，比如乐视估值曾经超过100倍，事后证明是高估。军工板块估值高主要是因为行业太特殊，不是完全市场化的，所以相对稀缺，这些估值的逻辑我们在后面会具体给大家讲解。市盈率最低的是银行、房地产和建筑装饰，银行是6.1倍，只有高估值板块的1/10。为什么这几个板块的估值这么低呢？其实听名字大家就应该有感觉，这些全部是非常传统的行业，它们可能很赚钱，但是未来盈利的增长性是不足的，典型的就是一些传统行业，比如农业银行高峰时一年利润增长近50%，而这几年基本是个位数，甚至零增长。

风格。我们一般把不同行业的公司分成5种风格，包括周期性行业、成长性行业、消费类行业、金融类行业和稳定类行业。周期性行业

是一些和国内或国际经济波动相关性较强的行业，典型代表是钢铁、煤炭以及工程机械、船舶等；成长性行业多为高新技术和科技类企业；消费类行业包括家用电器、纺织服装、食品饮料等；稳定类行业主要是大型多元化的控股集团。总的来说，金融类行业的市值规模最大，而周期性行业的企业数量最多。

第三个维度：个体公司

从个体公司来看，A股市场的市值集中度在不断提升，头部化现象明显。我们以沪深300指数和上证50指数为例，来看A股市场的集中度。沪深两市一共3800多家上市公司，沪深300指数的300只成分股的市值就占了56%。头部化更明显的是上证50指数，主板中质量最优的50家公司市值占据了整个市场的30%。

第四个维度：市场参与主体

从市场参与主体来看，A股市场主体一般分为以下三种：第一种是发行人，也就是上市公司；第二种是投资人，也就是股票的买家，我们常说的机构和散户；第三种是中介机构，比如会计师事务所、律师事务所、评级机构、证券登记结算公司、监管机构（证监会）和一些自律性组织，比如中国证券业协会。

在这里，再跟大家解释一下买方和卖方的概念。买方也就是证券市场上股票的买家，一般特指基金、保险等机构投资者。卖方则是指证券公司，他们在开展经纪业务的同时，为机构投资者提供研究服务。

第五个维度：资金结构

从资金结构来看，A股市场中个人投资者占比很高。从资金结构可以看出股票市场中各方的力量，越是成熟的资本市场，机构投资者占比就越高。

以上从上市场所、行业结构、个体公司、参与主体、资金结构5个维度系统地对股票市场进行了拆解。大家过去可能只是笼统地接触过股票市场，但要想成为一个专业的投资者，必须对股票市场有一个全面系统的了解，在这个地基上去搭建投资的框架才更加靠谱，希望本书能够帮大家扫除过去认知的一些盲点。

投资逻辑：哪种投资流派更适合你？

张艺谋说，每个人心中都有一个武侠梦。我也不例外。我从小就喜欢看武侠小说，最吸引我的就是武侠世界里各大门派的各种武功绝学，比如少林派、武当派等等，虽然都是为了击败对手，但各门派的套路却完全不一样。后来我从事投资研究工作之后，发现投资也是同样的道理，虽然都是为了赚钱，但赚钱的方法绝对不止一种。

在股票市场上，投资的流派可谓百花齐放，既有严谨的基本面分析，也有神秘的技术面分析，甚至有人用风水来预测市场，大家可以去看看香港某知名券商的风水报告，很有意思。这些互相看不上的流派完全有可能一起赚钱，当然，也有可能一起亏钱。也就是说，投资和江湖上的武功一样，没有对错优劣，只有适合不适合。在讲解我们的投资方法之前，我们有必要先来了解一下市场上主要的一些投资流派。根据我的观察，目前常见的投资流派大概可以分为五种。

宏观策略分析法

顾名思义，宏观策略分析法就是从宏观经济变化的大方向入手，然后再应用到具体的股票投资中，所以也叫自上而下的研究方法。具体来说就是先看当前经济形势下是否应该投资股票，然后了解市场中期和长期的趋势，并理解影响这个趋势的核心驱动因素有哪些，然后在这个趋

势背景下，选择哪种风格、主题、行业，甚至选择哪种投资组合。这种投资方法大多是对市场整体和背景的“面”上的研究，然后选择出最合理的方向。这是专业机构做股票投资时运用最多的方法之一。

我举一个实际的例子来帮助大家更清楚地理解宏观策略分析法。比如我们都知道经济是有周期的，行业在周期中会有规律地轮动。在一个完整的经济周期中，有些是先行行业，有些是跟随行业。比如对某个地方进行基础设施投资，钢铁、水泥、机械会先行，也就是先导行业。投资完成后会带动房地产、消费、文化行业的发展，这些行业就属于跟随行业。在一个经济周期中，伴随板块轮动来进行投资，先知先行，就可获得相对更高的收益。

公司价值投资法

公司价值投资法也叫自下而上的研究方法，简单说就是选股，选出有巨大增值潜力的股票。发现好的公司后，长期持有，不用过多理会市场短期的波动，伴随公司一起成长，获得长期收益。像巴菲特、格雷厄姆、彼得·林奇和费雪等投资大师，都是这种方法的代表人物。试想贵州茅台、格力电器、万科A、腾讯、阿里巴巴等现在的巨无霸公司，在十几年前你就投资了的话，现在的投资回报至少也有几十倍。

但这种自下而上的投资方法，需要对行业发展有较深的理解，知道具体行业的规模及市场蛋糕未来会有多大，行业有什么特点，竞争格局会如何演变，公司自身的核心竞争力和护城河怎样，业务、产品、盈利、品牌等如何，甚至还要剖析公司的各种财务数据，透过数据看到真实的公司样貌，并看到未来几年后的样子。

主题事件投资法

主题事件投资法是对某一事件发展趋势进行判断，通过寻找超预期或者制造预期，来找出具有相同属性特征股票的投资机会。大体可分为体系性主题和事件性主题两类。

体系性主题主要是关注宏观因素对具体股票的影响。比如说，过去几年央行经常放水，就有了降息受益行业。央行降息，利好三高行业：一是利息负担高的行业。利率下降直接减少财务费用，为净利润提升释放了弹性。二是资产负债率高的行业。资产负债率高意味着公司欠的钱多，利率降低了，还钱的成本就降低了，公司就有更多的钱去发展业务。三是分红股息率高的行业。固定的分红股息可以类比债券的利息，而降息使无风险收益率下降，若股票的分红股息率高于无风险收益率，那“类债券”属性的高股息股票自然就会更受欢迎了。对具体行业来说，降息对非银金融（如券商）、房地产、化工、公用事业、交运等行业都有很大的利好。

事件性主题就很容易理解了，某某新闻、利好事件、公司危机等都会在股价中得到反映。比如上海迪士尼乐园建设倒计时，对投资型的房地产、建筑建材，消费型的餐饮旅游酒店、商贸零售，品牌效应型的广告传媒、特许经营等方面的相关公司都产生了很大的利好。

技术分析法

很多散户对技术分析法都很熟悉，这种方法主要是以股价为研究对象，从股价变化的历史走势着手，看K线、看指标、看图形，对未来价格趋势的变化进行预测。像道氏理论、杰西和索罗斯的心理分析理论、江恩理论等都属于技术分析流派。技术分析一般有三类方法，一是看指标，二是画切线，三是研究K线图。

技术分析受到广大散户的推崇，但是在机构化投资中却很少采用。这主要是因为它的立论是建立在三大关键假设之上的，所有的分析方法都要符合这三大假设。（1）价格包含一切信息；（2）股价是趋势运动的；（3）历史可以重演。但实际上这些假设都是经不起推敲的。而且通过历史走势和画图形态等方法来预测未来，本身也有很大的局限性，技术分析的K线很多时候并不靠谱。

量化投资法

量化投资其实就是定量投资，是通过数量化和计算机程序化的方式来进行买卖，通过分析一定的数据，在合理逻辑的支撑下，运用某种策略来投资获得收益。量化投资方法在基金行业占比不高，2014年后才逐渐兴起，总体说来仍处于起步阶段。而国外则成熟得多，随着人工智能的发展与融入，未来这种投资方法的前景较好。

总结一下，目前主流的投资流派主要有五种：一是宏观策略分析法，二是公司价值投资法，三是主题事件投资法，四是技术分析法，五是量化投资法。目前在机构化投资中，运用较多的是宏观策略分析加公司价值分析，通过自上而下与自下而上两者相结合来研究基本面，当有特殊主题事件发生时，则用主题事件投资法来分析其影响。而量化投资，除了指定该类型的基金会专门运用，有时也会作为选股参考。至于技术分析，则运用较少。方法没有优劣之分，每个人个性不同、能力不同，适合自己的、能经受住市场检验的方法就是最好的。

市场趋势：未来股票投资的四大趋势

这一讲叫重新认识市场。前面我们讲了股票投资的优势和中国股市的特色，又站在投资的角度说了下目前主要的投资逻辑，这节我将给大家讲一下股票投资未来有何发展趋势。

刻舟求剑的故事相信大家都不陌生，它提醒我们要与时俱进，不要沉迷于过去。股票投资也是如此。过去中国的股市很不成熟，追涨杀跌、内幕坐庄等时有发生，收益还很高，但现在这些行为基本已经销声匿迹了，听消息、追涨杀跌的投资者往往也落下一身伤。随着股市内部机制的不断改革完善和外资引入国际化程度的提高，A股市场也在逐渐走向成熟，未来股票投资也将呈现以下4个新趋势。

第一个趋势：投资理念将更注重价值投资

这些年，巴菲特所代表的价值投资理念受到很多人的推崇。然而，一方面由于市场机制仍有很多不成熟之处，A股市场有效性很弱，导致短期投机仍然有利可图；另一方面，很多跟风标榜自己推崇价值投资理念的投资者，在实践中却并没有那样做。也就是说，实际上，价值投资理念一直都没有在实践中得到很好的贯彻。但未来，可能就不一样了。

我们先来说下什么叫价值投资。很多人误以为选只股票，然后丢在一边，或者即使亏了很多也不卖，坚定地捂着，等几年再说，这就叫价值投资。其实，这种认识是错的。价值投资的本质是均值回归和资本逐利。哪里赚钱，钱就会去哪里。所以长期来看，股票的价格总是围绕着价值波动。

具体来说，当股票价格涨幅过高时，未来的潜在回报不够，风险大于收益，就吸引不了新的跟随者，老的投资者也会逐渐离场，导致推动股票上涨的动能发生改变，价格回归；相反如果跌幅过大，超跌的股票也会机会大于风险，股价就会反弹。树不会长到天上，18层地狱下面也不会还有18层，即使可能有，也是小概率事件。我们投资就是要坚持长期做大概率事件，然后获得超额收益。

那为什么现在真正的价值投资者这么少呢？有客观和主观两个方面的原因。客观原因有三点：一是适合价值投资的标的不多。2018年以前A股市场的估值整体偏高，2015年，创业板估值高峰甚至高达140倍以上，而同期美国纳斯达克指数的估值只有20多倍。但现在两者估值已经趋同了，都在20多倍上。二是上市公司治理结构缺陷很多，股市成为捞金的工具，劣质公司退市难，分红机制也不完善，现金股利低，投资者只能以低买高卖来获得差价。而现在，退市制度正在逐渐完善。长生生物假疫苗事件后，A股市场增加了很多市场类指标和公共安全类标准；中弘股份因为收盘价连续20日低于1元，成为首个因市场指标而退市的上市公司。三是中国股市不成熟，波动率、换手率高。不过，股市的基

基础设施在经历不断的改革后，正在往正确的方向走。比如退市制度的完善、长线资金的引入，甚至在上交所另起炉灶建立科创板，试点注册制。这标志着两年来的注册制改革有了实质性的进步，而且试点成功后，将会倒逼股市其他板块的内在机制改革，股市资源配置和价格发现的功能将更加有效，价值投资的土壤也因此会更加肥沃。

主观原因也有三点：一是投资者不成熟，容易用短期股价涨跌来衡量公司业绩。二是价值投资长期业绩有保障，却无法保障短期业绩。这是个逆人性的长期旅途，而大多数人都期望一夜暴富，过度自信，喜欢从众，不能接受亏损和失败。三是价值投资需要长线资金和长期考核机制。如果投到股市的资金，动辄就取出来使用，又怎么去做价值投资呢？现在，股市长线资金正在不断引入，投资者结构也逐渐趋于机构化，价值投资理念未来将得到更好的落实。

第二个趋势：市场行情将呈现结构化

所谓的结构化行情，就是过去各板块普涨的局面没有了，每次只有部分板块上涨，而大多数股票板块只跟着小涨或者干脆就不涨。这一特征在近两年股市中已经略有体现，未来将成为常态。具体来说，会体现为两点：

一是股价走势出现分化，股票的表现出现冰火两重天。2016年年初至今，以沪深300指数为代表的大盘股取得的收益远超创业板。从股票涨跌数量来看，2016年和2017年全年上涨的股票仅占30%，而2018年更低，3558只股票仅有332只上涨，占比只有9%。

二是股票市值出现分化。大公司的市值持续上升，小公司的市值继续缩水。我们以年日均市值排序，最大的前十只股票的平均市值，在2017年时是1.1万亿元，2018年是1.2万亿元，2019年年底时已经是1.3万亿元了。相反，年日均市值低于50亿元的小市值股票，2017年有1032只，占比30%；2018年有1677只，占比47%；2019年已经有1885只，占

比超过50%了。市值分化趋势非常明显。

为什么会出现结构性分化呢？原因主要有三个。

一是流动性出现分化，资金更多地向大市值股票聚集。以前A股流动性并不是问题，但现在整体资金偏紧，部分股票日均成交额开始低于1000万元，甚至低于500万元。低于500万元的，过去10年几乎没有出现过，但截至2008年年底，就已经有8只股票出现了这种情况。与之相对的，流动性最好的股票，其流动性还会继续提升。未来，随着股市机制的不断健全，A股市场可能会像港股那样出现大批僵尸股，而这种情况大概率会出现在小市值股票里。

二是盈利出现分化，业绩更多地向龙头企业聚集。经济下行压力大时，龙头企业抗风险能力更强，而非龙头企业则会弱很多。我和我的团队研究了一下相关数据，2018年三季度上市公司的盈利增速明显下滑，A股市场所有公司的净利润增速从二季度的14%下降到10%，而沪深300代表的行业龙头净利润增速从12%下降到10%，下降幅度小于整体水平。这说明在经济下行压力大时，龙头企业的业绩相对会更抗跌，行业内的盈利会更多地向龙头聚集。强者恒强，推动行业集中度不断提升。

三是外资的影响力逐渐增强。近年来，股市不断引入外资。实际上在这种对外开放中，A股市场的生态已经潜移默化地发生了改变。境外投资者对A股市场相对陌生，而行业龙头股在公司治理、信息披露和财务规范等方面都更优秀，境外投资者在简单行事下也就更偏好龙头股。未来随着外资的进一步引入，这种影响力将越来越大。

第三个趋势：投资者结构将加速机构化

前面我们说到了未来市场行情会趋于结构化，也就是说未来股市一片红与一片绿共存会成为常态，那么策略配置与选股能力也就成为股票投资的关键。同时，相比有各种缺陷的散户，价值投资更适合专业机构

投资者。我们都说价值投资，其实它的逻辑用一句话来概括，就是便宜买好货。但知易行难，何时买，个股的内在价值应该是多少，都是很大的问题。

首先，这涉及对国内外宏观经济周期的把握和判断，确定是否应该投资股市；其次，在大势研判的基础上，还要抓住主题投资机会，捕捉市场信号，进行行业比较；再次，要对具体的28个行业有较深度的理解，对3800多家上市公司至少有部分很熟悉，要能洞悉行业的发展趋势，预测企业未来的经营情况，探究企业的核心竞争力和护城河；最后，进行估值分析。虽然在理论上企业估值由未来的自由现金流贴现就可得出，但具体模型操作和预测更多的是一种思维方式和对行业公司预期变化的判断。

每个人的能力圈不同，专业机构可以更好地做到这些。从趋势上来说，投资者机构化是必然的。

近些年的发展情况也证明，机构投资者越来越多。在过去，我们经常说股市散户占七八成，后来又说A股散户占半边天。而从2015年至2019年年底，A股市场资金结构中，散户占比已经从49%下降到28%左右，机构占比则提升明显。而在美国，机构投资者占比近90%，是长期投资的主力，也就是说，A股市场在这方面还有很大的上升空间。近期，国家也在积极推进企业年金、保险资金和社保基金等机构资金入市，同时，MSCI（美国指数编制公司）和富时罗素将A股纳入其股指范围，外资机构将加速进场。

第四个趋势：人工智能将成为新的投资工具

人工智能技术迅速崛起，在各个领域掀起应用潮流，其中股票投资行业更多的是与量化投资相结合。

我们先来看下发达资本市场美国对人工智能的应用情况。美国现在

超过60%的交易、接近1万亿美元的资金规模都是通过电脑程序化交易的。尤其随着人工智能技术的不断发展和融入，程序化交易的规模还在快速增加，很明显的趋势就是被动管理资产规模不断增加，人工主动管理资产规模逐渐减少。这意味着从业人员的减少。这几年，各种大型金融机构裁员的新闻不绝于耳。2015年，大批私募机构倒闭，许多从业人员就被迫离职。还有外媒报道，高盛过去600名交易员如今只剩下2人。国外有机构预测，到2025年，单单因为人工智能技术的普及，华尔街就将减少10%的员工，也就是约23万人将被人工智能替代。

目前，量化投资在我国股市投资中占比不大，但人工智能早已成为国家战略，未来将步入发展的快车道。2018年，量化基金的发行速度加快，全年共成立了88只量化基金。2019年又成立了72只，增长速度较快。

同时，无论股市行情如何，量化基金收益均表现不俗。2018年年初至11月9日，A股上证综指跌幅为21%，创业板指数跌幅为25%，权益类普通股票型基金也平均下跌22%；但量化基金方面，主动量化基金平均净值仅下跌14%，量化对冲基金的平均净值甚至上涨了0.2%。2019年全年，A股上证综指涨幅22%，创业板指数涨幅43%；但量化基金方面，主动量化基金平均净值上涨44%，指数量化基金的平均净值甚至上涨了52%。

这里再给大家介绍一个角度。金融从业者中有个证书含金量非常高，享誉全球，那就是特许金融分析师（CFA）。这是全球业内认可度最高的资格证书之一，而它已经正式在其考纲中加入了人工智能方面的内容，在2019年的考试中就已经正式出现。蝴蝶的翅膀已经扇动起来了，相信未来人工智能会成为新的投资工具，发展潜力很大。

这一讲主要是给大家介绍一些我认为投资必备的基础知识，纠正一些常见的误解，清除一些你可能忽略的市场盲点。接下来的第二讲，我将教大家如何把握市场大势，从宏观的角度去分析股票投资的周期以及

一些具体的市场信号，帮助大家更好地在股市中提前顺势而为。

第2讲 把握市场大势 宏观经济周期

判断经济周期：如何解读常见的经济指标？

历史研究表明，投资收益的90%以上是由大类资产配置决定的。也就是说，买哪一类资产远比在某一类资产下面具体买什么、什么时候买更重要。我们经常讲，你乘电梯时上升的速度主要取决于所乘电梯的速度，而不是你什么时候乘这部电梯。股票投资也一样，股票虽然是最重要的资产，但并不是唯一的资产，并不是每个时期都非投不可。

在不同的经济阶段，各类资产的表现完全不同，这就是所谓的经济周期和资产轮动。对于股票投资者来说，不管是长期投资，还是短期投资，都必须先搞清楚现在是什么经济周期，进而判断这个阶段是否适合进入股票这部电梯。

如何才能配置对的资产，坐上高速上升的电梯呢？这里面其实包含两个问题：第一是判断经济周期，第二是了解经济周期与各类资产的关系。这一节我们主要来讲第一个问题，即如何判断经济周期。

按照经典的经济周期理论，也就是很多人常说的美林投资时钟理论，我们主要通过经济增长和通货膨胀两类指标来判断周期。理论其实非常简单，经济有上行和下行两种状态，通胀有走高和低迷两种状态，它们两两组合就会有四种结果。一般来说，我们把经济周期划分为衰退、复苏、过热和滞胀四个阶段。一一对应的结果就是：经济下行加通胀低迷的时候是衰退期，经济上行加通胀低迷的时候就是复苏期，经济上行加通胀走高的时候就是过热期，经济下行加通胀走高的时候就是滞胀期。经济周期的四个阶段对应的是两个指标的不同状态（见图1）。

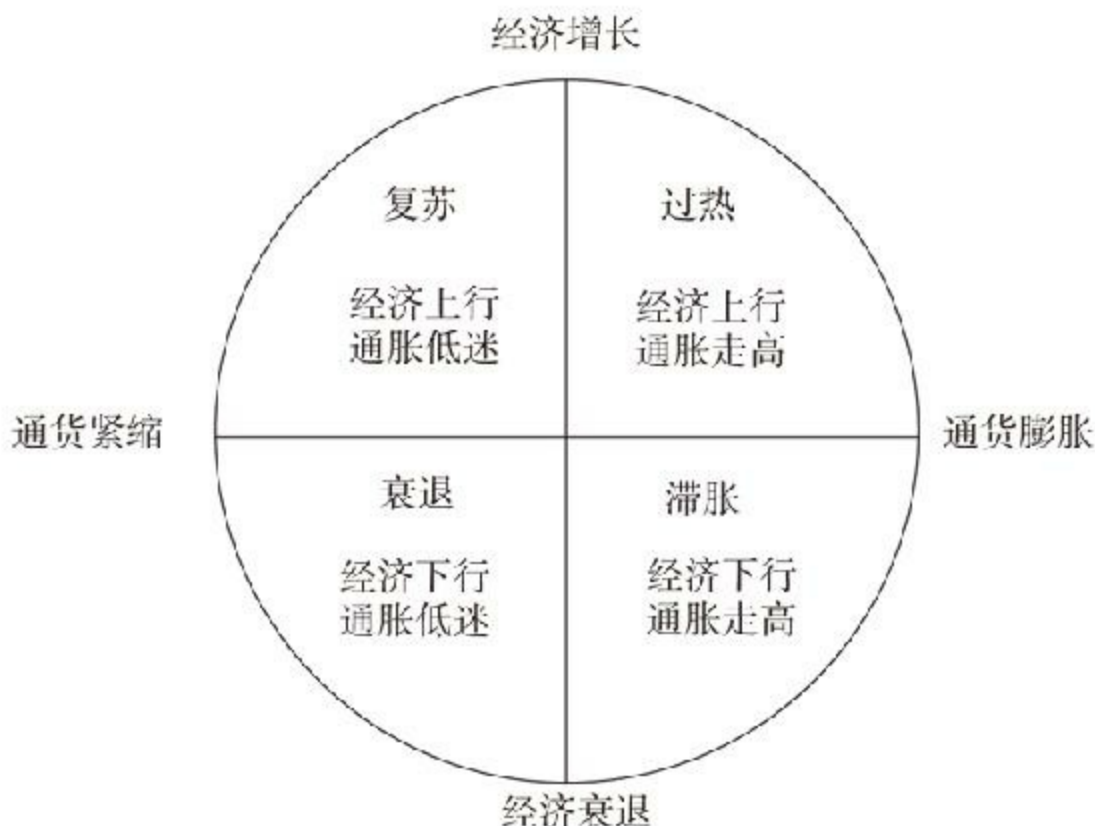


图1 经济周期的四个阶段

经济增长类指标

什么时候是经济上行？什么时候是通胀低迷？经济周期理论虽然很成熟，但在中国的实际运用中，却常常出现偏差，因为中国的经济指标和西方的指标不太一样。所以在判断经济周期之前，我们需要先来系统地认识一下中国的经济指标，这样才能准确判断中国的经济周期。

衡量中国经济的指标有很多，这里我只挑机构投资者和研究者最常用也是最有效的几个指标来讲。先来讲经济增长类指标。

最常用的经济增长指标就是GDP。GDP有名义和实际之分，名义GDP包含了价格因素，实际GDP则是用不变价计算出来的，也就是扣除了价格涨跌的干扰，更能代表实体财富。大家平时听到的经济增速就是实际GDP增长率，比如2019年我国GDP比上年增长6.1%。GDP代表了国

家或地区在特定时间内新创造的财富总量，是很重要的，但每个季度才公布一次，用它来判定经济周期，黄花菜都凉了。所以我们就需要一些高频指标来及时观察经济增长。

我们经常说拉动GDP有三驾马车——消费、投资和出口。近年来，三驾马车对于GDP的拉动作用呈现出明显的变化。消费对经济增长的拉动作用持续增强，2019年高达57.8%。不过，消费在很大程度上受收入以及另外两驾马车的影响，所以三驾马车里市场最关注的并不是消费，而是投资。投资主要包括基建、房地产和制造业三大块，三者固定资产投资中占比接近80%。其中最重要的就是房地产，所以每月中旬公布的地产销售、投资、房价等数据都格外受关注。出口对GDP的拉动作用近年来在减弱，2018年全年净出口对经济增长的贡献率是负的，这其实就是经济放缓的重要原因。

消费、出口和投资的数据每月公布一次。出口数据是海关公布的，一般是在每个月的上旬。投资和消费数据由统计局公布，会晚一些，一般是在每个月的中旬。总的来说，这三个数据也是经济的同步指标，只是比GDP频率高一些。

每月十几号你看到的数据只是上个月的经济情况，而我们做投资不能只解释过去，还必须预测未来，这个时候就需要借助一些领先指标，提前了解经济走向。这里给大家介绍两个最好用的：一个是PMI，另一个是社会融资总量。

我们先讲PMI。PMI的全称叫采购经理人指数，顾名思义，就是对众多企业的采购经理调研，根据他们掌握的一线经营情况来反映经济的好坏。PMI又可分为很多分项指数，最重要的是企业生产量和新订单数，前者反映当月企业产量如何，后者反映企业接到的新订单，比产量更具领先性。PMI一般是指制造业PMI，分为国家统计局公布的官方PMI和市场化的财新PMI。官方PMI样本主要以大中型企业为主，而财新PMI涵盖更多的中小型和出口导向型企业，所以二者经常出现背离，

大家可以将二者结合起来分析不同规模企业的经营情况。PMI的解读非常简单：一是看绝对值，50是经济的荣枯线，也就是区分经济强弱的分界点。当指数高于50说明经济扩张，低于50说明经济衰退。二是看相对走势，这比绝对值更重要，指数上升代表经济走强，反之则表示经济走弱。从历史来看，PMI走势能较为准确地预测未来的GDP走势。2020年3月制造业PMI为52，虽在荣枯线之上，但考虑到2月的基数较低以及复工率的逐步提升，说明当时复工率虽高但实际复产率并不乐观，有可能在疫情冲击下大量企业经营在恶化。

社会融资总量就是全社会一共融了多少钱。它包含的范围非常广，不管是你的房贷，还是企业发债、上市融到的钱，都可以统计进去。这意味着社会融资可以最为准确地反映实体经济的资金需求，也因此成为预测未来实体增长的领先指标。逻辑很简单，如果大家融到的钱多了，接下来的生产活动就可能更旺盛。过去市场最关注的是贷款，因为大部分人融资是靠贷款，但现在融资方式多了，所以社会融资总量更加全面和准确。当然，分析数据有一个原则，不能只看当月的波动，要结合季节性等历史规律来看，比如历年10月都是融资淡季，社会融资都比较少，不能因为单月比9月下降就说经济下滑了。我比较喜欢将近12个月的数据加总来看，这样可以剔除季节性，预测周期相对准确些。比如从2017年7月社会融资增长开始放缓，就可以预测当年10月公布的三季度GDP大概率是下行，事后证明确实如此。

通货膨胀指标

通货膨胀是个学术用语，说白了其实就是价格。价格主要分为三种，包括消费者价格、生产者价格以及资产价格。一般来说，通胀最关注的是CPI，也就是居民消费价格指数，这是站在消费者的角度统计日常商品服务的价格变动。物价普遍上涨，CPI就会上升；大部分商品的价格下降，CPI则下降。

CPI有多重要呢？每年政府工作报告都是根据CPI来制定通胀目标，

比如2019年时的目标就是控制在3%左右。也就是说，中央认为当CPI低于3%时，物价是相对平稳的；当CPI高于3%时，就出现通货膨胀的迹象了。但是我国的CPI指标一直以来都有很多争议。从历史来看，CPI自2014—2018年长期处于低位，从未超过3%，但这种数据的平稳似乎与老百姓的直观感受有巨大差异。根据公布的数据，2020年1月，我国CPI达5.4%，是2013年以来的最高值。

这是因为我国的CPI存在一些结构性缺陷。首先是食品类权重过高，超过30%，远高于美国的15%，这导致了食品类物价的变动对于CPI的影响权重过大，其中猪生长周期就是影响CPI的重要因素。因为生猪的养殖数量跟猪肉价格密切相关，而猪肉价格又是食品价格中的关键指标，比如2018年年末时CPI重返2时代主要是由猪价带动的。其次是居住类占比较低，不到18%，远低于美国的42%，这意味着房价的疯狂上涨并不能如实体现在CPI里，比如2018年7—8月各大城市的房租大幅上涨就没有在CPI中体现出来。最后是CPI侧重反映下游销售环节的价格水平，对上游原材料价格的反映很有限。从2017年开始，供给侧改革推动上游原材料价格上涨，大宗商品价格指数持续上行，例如螺纹钢现货价格翻了两倍有余，但从CPI中几乎看不出来。

因此，单纯用CPI来衡量物价水平不太合理。观察社会的通胀水平需要配合其他指标来看，主要就是PPI（生产价格指数）和资产价格。

PPI和CPI是一个类型的指数，只不过统计对象是生产者，它反映了社会生产成本是上升还是下降。这部分产品虽然不直接影响消费者，但最终会传导到消费环节的价格指数上。因为产品的成本增加了，它的销售价格最终是要上涨的。PPI相对于CPI具有一定的领先性，但在中国由于存在价格管制等因素影响，PPI对CPI的传导并不显著。如2017年受供给侧改革影响，上游产品价格涨幅较大，PPI由上年下降1.4%转为上涨6.3%；但受猪肉和鲜菜价格下降的影响，CPI仅上涨1.6%，跟上年比反而回落了0.4个百分点，PPI和CPI出现背离。所以在分析物价水平时，

不能只看CPI，还需要结合PPI来一起分析。

资产价格有很多，比如债券、股票、不动产等价格，这里可以主要看房价。因为上节我们讲过，投资、消费和出口三驾马车里，最受关注的是投资，投资里面最重要的又是房地产。

房价的数据有很多，最常用的是70城房价指数，是统计局通过对70个大中城市住宅销售价格数据算术平均而来，包括新房和二手房。过去几年房价的上涨相信大家一定还记忆犹新，不少一二线城市房价翻倍，三四线城市房价过万，对老百姓来说，CPI虽然没动，但大家感觉到的通胀水平和生活成本其实大幅提高了。

每个月的第二周，统计局会公布上一个月的CPI和PPI，具体的大家可以去统计局官网查询。到这里，我们基本可以建立一个分析经济增长和通货膨胀的指标框架，接下来我们通过这几年的实例讲讲怎么用这些指标来判定经济周期。

判定经济周期

我们就以2014年作为分析的起点，从2014年年初以来，我们基本经历了一轮完整的经济周期，具体的阶段是这样划分的。

粗略来看，2014—2015年算是衰退期，当时经济一路下行，物价也很低迷。从经济增长指标来看，GDP增速从7.4%的高位一路下行到6.8%，经济增速明显放缓。从通货膨胀的指标来看，CPI维持低位震荡，PPI持续为负，经济较为低迷。

2016年算是复苏期，经济已经开始企稳回暖，通胀整体可控。2015年9月，面对经济下行趋势，国家发改委召开会议，部署了10项举措来促投资稳增长。2016年，稳增长成效初现，GDP增速企稳，开始上行。通货膨胀指标方面，CPI仍在低位，PPI一路震荡上行，房价开始上涨，通胀相对可控。

2017年前三季度算是过热阶段，经济稳中向好，但通胀也开始走高。GDP增速一度高达6.9%，经济发展势头强劲。虽然CPI还在低位，但前三季度PPI同比上涨6.9%，房价继续上行，经济明显过热。

2017年第四季度至2018年年初算是类滞胀，经济增长乏力，通胀还在高位。这一阶段的GDP增速持平，均为6.8%。CPI一度上升至2.9%，PPI虽有所下滑，但仍处于相对高位，三四线城市楼市依旧火爆。经济增长动力不足和物价上涨并存，出现类滞胀。

2018年二季度以来进入了衰退周期，经济加速下行，通胀开始松动。GDP增速出现了明显的下滑，从6.8%降至6.1%，创下10年来新低。通胀方面，受猪瘟、水灾的短期影响，CPI有所上行，但整体可控。PPI明显下滑，房价开始回落，这就是衰退的典型特征。

总结一下，经济周期决定了大类资产选择，是投资股票的前提。经济周期可通过经济增长和通货膨胀两大类指标划定。结合这些经济指标可以发现，2014—2018年的中国经济已走完一个完整的经济周期，接下来我会继续给大家讲解在不同的周期应该如何配置资产，如何配置股票。

顺势而为：经济好转时该如何投资？

上一节，我们共同学习了美林投资时钟的基础知识，利用经济指标判断经济周期，通过经济增长和通货膨胀指标，将2014—2018年这个完整的经济周期划分为四个阶段。根据资产轮动逻辑，每个阶段的大类资产配置策略是不同的。从理论上来说，衰退期应该配置债券和现金，复苏期应该配置股票和债券，过热期应该配置商品和股票，滞胀期应该配置现金和商品。

不过实际操作中并没有这么简单，每一个阶段还需要区分具体情况。另外，由于股票市场包含很多行业 and 不同类型的个股，即使在同一经济周期下，不同上市公司的表现也千差万别，甚至会出现完全相反的走势。因此，接下来两节我们主要学习在不同的周期应该如何配置资产，如何配置股票。这一节我们主要讲经济好转时如何投资，下一节我们再讲经济形势变差时如何投资。

大类资产配置的逻辑

经济形势好是指经济持续增长，可分为复苏和过热两种不同的情况。复苏表现为经济持续上行、通胀下行或保持温和；过热则是经济上行，同时通胀上行或居高不下。

上节我们讲过，2016年是复苏期，2017年前三季度经济开始出现过热。我们就以此为例，看一下经济形势好的时候大类资产的配置选择。

复苏期内，经济增速加快，通胀保持低位，企业盈利改善，股票持有人能够切实分享企业盈利增长的红利，所以股票是复苏期最值得投资的资产。2016年股市经过一个月的短暂调整后开始上行，上证综指从2688点上涨至3103点，涨幅超过15%，收益相对可观。其次值得投资的是债券，因为这个时候货币政策依旧相对宽松，债券还存在一定的投资机会，表现整体会好于现金。2016年，债市前10个月是脆弱的牛市，10年期国债收益率最低只有2.64%，存在一定的投资机会，后两个月由于资金面整体偏紧，债市才开始大幅调整。

过热期内，经济依旧上行，但通胀水平有所抬升，物价开始上涨，大宗商品走牛。这个阶段，可以对抗通胀的大宗商品成为资产配置中最好的选择。但由于2016年的供给侧改革，让大宗商品牛市提前开启，利好被提前透支，2017年前三季度经济进入过热期后，大宗商品的增速放缓。此时，上市公司盈利能力较为可观，基本面向好，股票市场也会有不错的表现。2017年迎来“漂亮50”行情，前三季度上证综指涨幅接近

7%，一大批蓝筹白马股的股价创下新高，迎来了估值修复的大行情。

股票配置策略

说完大类资产配置的逻辑，我们再着重介绍具体的股票配置策略。因为经济形势好又细分为几个阶段，在不同阶段，不同板块的股票有明显的轮动特征。

具体是怎么轮动的呢？我给大家一一分析其中的逻辑。经济复苏前期对应的是经济萧条的末期，应重点关注金融股。首先，这一阶段货币政策较为宽松，资金成本相对低廉，有利于降低金融业的负债成本。其次，复苏期经济活跃，企业融资扩张的意愿比较强，而且回报也比较好。同时由于复苏期的企业盈利改善，金融业获得的资产质量和收益率也会提升，这会直接加快金融业的资产扩张，扩大金融业的营收。最后，经济活跃的时候股票发行、并购等金融活动增加，有利于增加金融机构的资本中介收入。历史上，几乎每一轮牛市最先启动的都是金融股。复苏初期的典型就是2015年，央行五次降准降息，资金面相对充裕，银行、证券、保险等金融股崛起，拉开了2015年股市牛市的序幕。

经济复苏中期一般体现为GDP增速继续回升，PPI开始回升，CPI依然保持在低位。这个阶段应该重点关注周期股。简单来说，当PPI指标开始进入上行通道的时候，优选周期股。因为PPI触底回升意味着经济中的产能出现缺口，产能有扩张趋势，尤其是钢铁、有色金属、能源等周期性行业。它们一方面受益于经济需求回暖带来的产能扩张，另一方面受益于产能缺口带来的产品价格回升，量和价同时改善，当然会带来企业利润率的改善。

周期股主要分为三类：一是和房地产相关的建筑、建材行业；二是和基建直接相关的有色、钢铁；三是和制造业相关的重型机械、工业机械、工业制成品，如汽车、挖掘机等。从逻辑上讲，经济复苏一般是从房地产开始，因为政策宽松主要体现为货币政策和地产政策宽松，房地

产对这些宽松政策最为敏感。回顾2016年上半年，房地产销售额同比增速超过40%，异常火爆。房地产的宽松会改善地方政府的财政和土地出让金收入，地方政府有了钱，自然可以做更多的基建投资。2016年上半年基建投资增速超过20%。房地产和基建投资又会进一步带动制造业的需求，典型的就是挖掘机。2016年我国挖掘机产量同比增长19.4%，主要是由房地产和基建拉动的。

2016年三季度GDP增速触及6.7%的低点，之后开始回升，PPI指数也结束54个月的连续负增长。这都是经济复苏正式启动的明确信号，随后市场表现也印证了这个逻辑。2016年前三季度建筑板块业绩好于A股整体水平，建筑建材等周期板块先开始上涨，随后钢铁板块持续上涨，最后是机械等制造业相关板块。

当PPI指标回升乏力，而且CPI也还保持温和的时候，经济复苏就进入后期，这个阶段具有成长性的科技股会表现更好。这是因为PPI增长乏力，周期性行业缺乏动能，而经济保持上行，通胀又没有风险，整个市场的风险偏好会提升，一些新技术也会涌现出来。最受欢迎的科技股就是TMT。如2016年年末GDP增速继续平稳回升，PPI同比增速持续回升，但CPI处于相对低位，所以成长股表现较好。

但当经济增长还在上行，PPI高位徘徊，CPI回升，出现通胀风险的时候，经济就进入过热阶段。这个时候看上去经济很热闹，但实际上企业已经开始难受了。这主要是因为PPI推高了企业的成本，尤其是对一些工业企业来说，原材料价格大幅上涨必然会侵蚀企业利润。2017年前三季度GDP增速均超过6.8%，PPI高位调整，经济明显过热。经济过热阶段大宗商品是最优选择，股票投资是次优选择。有一些板块的股票表现相对较好，具体有两类可以关注：一类是与大宗商品相关的，比如煤炭、钢铁、有色等资源股；另外一类就是消费股，因为消费需求会随着收入的提升而回暖，而且基本消费需求对价格不敏感，温和通胀有助于提升消费品企业的利润空间，可通过投资消费股来分享物价上涨带来的

收益，比如食品饮料、白酒、服装、汽车、家电、医药等。所以我们看到2017年消费股领涨，前三季度食品饮料行业涨幅近50%，位居市场第一。

总结一下，经济复苏期，股票是最佳的投资选择。具体来说，经济复苏前期货币宽松，关注金融股；中期PPI触底，选择周期股；中后期PPI回落，选择成长股。当PPI和CPI回升到高位，经济进入过热期，大宗商品是最佳投资选择，但是与大宗商品相关的资源股和受益于物价上涨的消费股，也是不错的选择。当然，这只是一个简化的周期投资方法，具体到实际操作时，A股市场还受到监管政策、风险偏好、国际环境等外部因素的影响，需要结合所有因素全面评估，才能做出准确的周期判断，这些内容后面我都会一一讲到。

逆流而上：经济变差时该如何投资？

首先，我们还是先讲一下如何判断经济形势变差。经济形势变差对应到经济周期里其实主要是指衰退和滞胀，两者的共性是经济下行，只不过衰退期是通胀下行，滞胀期是通胀上行。根据之前的经济周期划定，2014—2015年是衰退期，2017年四季度到2018年第一季度出现类滞胀，二季度后又进入新一轮的衰退期。

大类资产配置的逻辑

我们看一下经济形势变差的时候大类资产的配置选择。衰退期内，经济增速下滑，物价下跌，商品价格下降，使得投资扩张的意愿不强，经济增长乏力，进一步加剧了经济的不景气。在这样的情况下，政府为刺激经济会出台一系列稳增长措施，出现“衰退式宽松”。如2014年两次定向降准一次降息，2015年5次降准降息，2018年4次定向降准，市场流

动性相对充裕，利率降低，政府希望以此提高投资热情，刺激经济增长。

“衰退式宽松”使得无风险利率下行，固定收益类金融产品的吸引力提升，利好债券市场，所以债券是衰退期中表现最好的投资品类。无论是2014—2015年还是2018年，债市都有不错的表现，基本符合美林投资时钟的资产配置规律。

理论上，衰退期上市公司盈利能力受到影响，股市应该表现不好，但中国的情况却有些特殊。比如2014—2015年和2018年股市就出现了明显的分化。2014—2015年股市暴涨，迎来一轮大牛市，达到5178的高点后急转向下。这段时间上市公司的基本面并未改善，股市上涨主要是因为多次放水后无风险利率下行，也就是常说的“水牛”。而2018年二季度以来，股指持续下行，上证综指一度跌破2600点，创下2015年股灾后新低，主要是因为公司的基本面恶化，上市净利润同比增速开始下滑，而且货币政策并没有“大放水”。所以在衰退期，债券是最优的资产配置选择。但如果政策宽松力度足够大，股票表现也值得关注。

我们再来讲讲滞胀期。滞胀期内，经济增速放缓，但物价却高速增长，此时的经济形势就十分糟糕。由于通胀上行，导致利率上升，货币基金等现金类资产收益率会上升。2018年年初，支付宝余额宝7日年化收益率最高达到4.39%，创下2015年以来新高，这时持有现金及其等价物是最好的选择。同时物价上涨，利好大宗商品，大宗商品会有不错的表现。在滞胀期，债券和股票表现一般不会太好，因为利率上升对债券造成负面影响，而经济增速下滑，需求不足，企业盈利恶化会影响公司的基本面。

股票配置策略

最后，我们总结下经济形势变差的时候股票的配置策略。总体来看，经济形势差的时候，企业经营状况不佳，股票投资机会不大。但是

利率和风险溢价等也是影响股价的重要因素，比如我们刚提到的由多次放水导致的2014—2015年的一轮牛市。下面我将经济形势差的时候细分为几个阶段，帮你梳理不同阶段的股票投资逻辑。

在衰退的前期，企业的盈利下滑会成为制约股市的最大障碍，此时，股票配置价值较低。首先，经济下行导致需求萎缩，尤其是房地产和基建等终端需求；其次，经济好的时候投资的产能还在陆续投产，产能过剩的问题会逐步暴露出来，企业的市场竞争压力加大；最后，产能过剩又会进一步压低产品的价格，挤压企业的利润空间。这样一来，股票的基本面会整体恶化。

从历史上看，经济衰退的初期，股票市场的确会持续低迷。比如中国从2011年三季度开始了一轮大的衰退周期，从两位数的增长一路向下，在4年的时间内连续跌破9%、8%、7%多个重要关口。通胀也基本上处于连续下行的趋势，尤其是PPI，连续50多个月负增长。CPI也是一路回落，从6%降至1.6%。而2011—2014年的股票市场表现大家都看到了，大盘基本是熊市，只有一些结构性的机会。

但2014—2015年经济也没有复苏，还是处于衰退，为什么就出现了大牛市呢？这就是前面讲的，经济衰退也要分成两个阶段，在前期经济下行未触底的情况下，政策不会有大动作，就像2011—2014年，其实货币政策还是很稳健的，只有一些小宽松。但到了后期，一旦经济下行触及了政府的底线，政府就会启动宽松政策，对当时的中国来说，这个底线就是7%。所以当2014年下半年经济运行逼近7%底线的时候，中央果断出手，从2014年11月开始启动了连续的降准降息，在如此大规模的货币宽松刺激之下，金融体系的流动性骤然增加。

在正常的经济复苏周期里，如果货币宽松，流动性应该会大量流入实体经济。但在经济萧条周期里，金融机构不愿意把钱放给实体企业，所以大量的资金沉淀在金融体系里，进而通过配资等形式流入股市、债市等资本市场，形成所谓的资金牛，很多人也称之为“水牛”。

从股票市场来看，资金面持续宽松最利好金融股。2014年年底就是典型的例子，降息之后券商、保险、银行板块轮番上涨，并于2014年12月5日推动A股单日成交量突破1万亿元，超过1996年A股市场一年的总成交额，成交量最大的前10只股票中9只是金融股，这也拉开了上一轮A股牛市的序幕。

但到滞胀阶段，经济增速放缓，通胀上行。一方面，利率会跟随通胀大幅上行，包括股票在内的风险资产会受到直接打压；另一方面，利润会跟随经济增速放缓大幅下行，股票的基本面也会恶化。内外压力之下，股票市场总体都不会好过。

在这个阶段，对于投资者，投资策略的核心是避险，尽量配置一些现金类的无风险资产，少配置像股票这样的风险资产。2017年四季度到2018年上半年就是这样。但如果你需要一定的股票配置，也可以做一些防守型的价值投资，有三类价值股会有相对收益。

一是需求弹性小的股票。比如公用事业，这个行业与居民生活息息相关，无论经济好坏都是必不可缺的，人们对价格的敏感度较低，即使在经济下行时，其收益也能对抗通货膨胀。

二是符合长期大趋势的股票。比如，在城镇化时代，投资房地产股票是有长期价值的；在人口老龄化时代，投资医疗股从长期来看是有价值的。

三是现金流稳定的股票。这个很难按行业来分，需要结合个股的财务指标进行研判，最好的指标就是经营性现金流和股息率。如果一只股票能保持每年几个点的分红收益，那这只股票根本不用考虑周期，完全可以当作一只债券来长期持有。

股市表现与经济周期密切相关。经济形势好的时候，投资机会较多。具体来说，经济复苏时主要关注金融股和周期股；经济过热时，主

要关注消费股；经济形势差的时候，股票市场总体表现一般，投资需要把握时点和结构。具体来说，衰退时期要分情况来看，初期没什么机会，还是防守；后期货币宽松，资金脱实向虚，金融股受益；滞胀时期避险为主，尽量减少仓位，只配置一些需求弹性较小、受周期干预小的价值股。当然，这只是一个简化的周期投资方法总结，实际操作时需要进行具体分析。

未来大周期：为什么中国经济不可能重回8%？

中国经济的新常态

经济周期其实可以分成两个层面：一个是长期的大周期，一个是短期的小周期。举个例子，就像一个人一样，大周期指的就是从幼年到成年到中年再到老年，一个周期可能持续数十年；小周期指的就是短期的生活和工作状态，比如一份工作、一份学业等等。经济周期也一样，要判断我们现在的小周期是复苏还是衰退，是健康还是不健康，首先得搞清楚我们处于大周期的哪个阶段，看看我们是处于青春期还是老年期。

过去40年，中国经济毫无疑问处于高速成长的青春期。从1978年到2017年，我国的实际GDP增长了33.5倍，年均增长9.5%，远高于世界同期经济年均2.9%的增速。这个成绩不仅创造了我们的历史，也成为全球经济最大的一个奇迹。但最近几年，中国经济增速持续放缓，尤其是2015年之后，我国的年度GDP增速20年来第一次跌破了7%，2019年GDP增速6.1%。

在这种经济连续下滑的环境下，社会对中国经济的前景出现了两种论调；一种是乐观派，他们认为这种下行是短期的，甚至认为未来中国经济还能重回8%；另一种是悲观派，他们认为中国正面临20世纪90年代日本曾面临的挑战，可能会出现类似当年日本的危机甚至崩溃。这两

种观点都有一定的依据，但都过于片面。我想告诉大家，中国既不是乐观派心中那个曾经青春年少的中国，也不是悲观派心中20世纪90年代的日本，我们的未来可能介于两者之间，经济增长降速是确定的，但不至于重蹈日本的覆辙。

为什么说经济增长降速是确定的呢？道理很简单，经济增长就像人的个头一样，一个人不可能永远长个子，一个国家也一样。从全球经济发展的历史来看，没有一个国家可以青春不老，中国自然也不会例外。二战后经济增速连续25年保持在7%以上的只有13个经济体，剔除掉中国香港、新加坡等微型经济体，实际上只有8个经济体创造了高增长奇迹。而除了中国，它们在高增长的第四个10年里全部都跌落神坛，区别只是下跌的幅度而已。有的比较剧烈，如日本一下子减速到5%，有的则相对温和，如韩国仍保持了6%左右的增速。

中国现在也步入了这样一个从高速到中低速的换挡期，就像中央反复强调的，这是我们的新常态，不是主观上出一些刺激政策能够改变的。最典型的就是2015年之后，我们搞了十几次的降准降息，搞了几万亿的PPP和基建项目，但我们的经济依然没有回到8%。为什么会出现这种新常态？因为支持过去40年高增长的红利发生了变化，正在慢慢消退。

人口红利的消退

第一个变化是人口红利的消退。GDP最终是由人生产的，劳动力人口的数量和占比是决定长期增速的核心变量。过去40年，尤其是前30年，受益于20世纪的两次生育潮，我国的劳动力人口快速增加，一方面让我们拥有了大量的低成本劳动力，使我们迅速成为全球第一大出口国、世界工厂，另一方面中国的房地产需求也随之爆发。

但近几年，我国的人口已经迎来拐点，劳动力从2013年开始出现下降，老龄化越发严重。更让人担忧的是，我们的生育率也在下降。放开

二孩的政策出台后，不仅没有出现预期的新生婴儿潮，生育率反而继续大幅下降。与此同时，老龄人口却在快速增加，我国65岁以上人口占比已经从2002年的7.3%提升到2018年年底的10.9%，而2017年人口自然增长率仅5.32‰。按照国际标准，65岁以上人口占比超过7%就进入老龄化社会了。也就是说，2002年时我国就已经进入老龄化社会了，之后这个过程一直在加速。

这样的人口变化一方面会推高劳动力成本，让我们的制造业面临外流压力，比如现在的衣服好多都已经不再是Made in China（中国制造），而是变成越南、印尼制造了；另一方面也会让近些年最重要的房地产引擎逐渐熄火，所以从长期来看，房地产的黄金时代已经过去了。这是我们面临的第一个变化。

全球化红利的消退

第二个变化是全球化红利的消退。大家这几年肯定听了很多中美贸易摩擦的资讯，很多人开始不太适应，就在2017年年底，特朗普还兴高采烈地在故宫喝茶，怎么转眼就变了呢？其实这不是偶然的，而是中国发展到这个阶段必然面临的问题。自2001年加入世贸组织以来，中国成为这一轮全球化红利最大的受益者之一。我们凭借低廉的劳动力成本优势以及稳定的制度优势，先后超过法国、德国、日本，成为全球第一大出口国，我们的外贸总额占GDP的比重在入世后持续上升，最高达到60%。而且我们的出口远远超过了进口，也就是我们常说的贸易顺差。为什么美国人视我们为眼中钉？就是因为我们对他们的贸易顺差太大了。按照我们的统计，2018年中国对美国贸易顺差同比增长17.2%，达到3233.2亿美元。路透社称，这是2006年以来的最高纪录。因此，近段时间美国的各种贸易摩擦举措也就不难理解了。

当然，从经济学角度来看，贸易逆差并不意味着美国受损了，实际双方在贸易中都受益了，比如美国人民享受了更便宜的商品。但这些事实美国官方是不会理会的，因为他们现在对中国的遏制根源不是经济因

素，而是政治因素。本质上是中国的快速崛起遇上了美国的民粹主义，特朗普政府就是希望抓住这个机会，通过发动新冷战来转移国内就业和政治压力，赢得老百姓的支持。这和20世纪80年代美国对日本的遏制如出一辙，甚至连招数都很类似，先是贸易摩擦，后面还可能有金融摩擦。

不管中美局势短期如何波动，长期来看，未来10年大国之间的矛盾和冲突不可避免。我们讲“中国制造2025”，美国讲建国250周年（2026年），普京讲在新的任期要把俄罗斯的GDP提升到世界前五位。中美俄的国家战略出现了交集，都在争夺全世界的话语权，这样势必产生冲突，只不过是冲突大小的问题。这意味着，中国经济在过去10多年所享受的全球化红利可能一去不复返了。

总结一下，从大周期来看中国经济，我们不能盲目乐观。随着外部全球化红利和内部人口红利的消退，中国经济增速换挡是必然的长期趋势，想要重回8%几乎是不可能的事，这是我们做任何投资都必须认清的一个基本背景。当然，增速放缓并不意味着我们就应该悲观，下节我继续为大家讲中国经济的长期趋势，为什么说中国不会重蹈日本的覆辙。

国运之辩：我们会重蹈日本的覆辙吗？

上节我们讲了中国经济的增速换挡是确定的，不确定的只是经济放缓的幅度。悲观派经常拿我们跟日本对比，担心我们会像日本20世纪90年代那样爆发金融危机，然后陷入“失落的二十年”。对股市来说，这也等于判了死刑，毕竟覆巢之下无完卵，经济如果崩溃，市场也必然崩溃。当年日本经济崩溃后，股市从接近4万点一路下跌，一跌就是十几

年，最低跌到1万点以下，听起来都让人后怕。所以我们讨论中国经济会不会重蹈日本覆辙，绝不是一个遥远的宏观问题，而是一个影响每个人投资的大问题。

中国与日本当年的相似之处

的确，我们现在的情况很像当年的日本，都是迅速崛起中的世界第二大经济体。日本20世纪70年代开始超过德国，中国从2010年开始超越日本，两者都让排名第一的美国感到了威胁。从总量看，目前中国GDP相当于美国的60%，与20世纪90年代末期的日本一样。从人均GDP和GDP增速看，我们现在也和20世纪80年代的日本相似。

不仅如此，我们现在面临的挑战和日本当年也非常相似。

首先，都面临人口老龄化。我国从2002年开始进入老龄化社会，日本从1970年进入老龄化社会。根据世界银行的数据，目前我国65岁以上人口占比是10.9%，与日本1986年的水平相当。

其次，都面临资产泡沫化。日本经济的泡沫时期，主要是1986—1989年。在这三年里，股市的日经225指数从13000点涨到了39000点，增长了两倍；东京商业用地价格指数从1985年的120涨到了1988年的334，也是三年增长了近两倍。到1990年时，仅东京都的地价就相当于美国全国的土地价格。而中国的房价和地价在过去10年疯狂上涨，现在京沪深的房价已经基本超过了当年日本鼎盛时期的房价，而大家知道日本的房价后来跌了一半以上，再也没起来过，这也是大家担心中国资产泡沫的原因。

最后，都面临美国的遏制。两国都是出口导向型经济体，日本1981—1985年对外贸易顺差急剧扩大，成为当时世界最大的钢铁和汽车出口国。尤其是对美国贸易顺差急速增长，导致美国对其接连发起六次不同行业的贸易战，结果均以日本接受强制性关税、配额等妥协退让而告

终。而目前中国也是美国最大的逆差来源国，也面临最大经济体对第二大经济体产业升级的遏制。

中国与日本当年本质的差异

正是出于上面种种似曾相识的场景，很多人才会担心中国经济重蹈日本的覆辙。但历史真的会这样简单重演吗？我的答案是不会。因为我们和当年的日本只是看上去像，但基因在本质上还是有巨大差异的。

第一，日本当时城镇化率近80%，而我国目前只有61%，还有很大发展空间。城镇化率是城市人口占总人口的比重。城镇化率提升会直接带动房地产和基建，同时间接刺激商业和市场的发展，是最重要的经济增长动力。日本20世纪90年代经济崩溃时的城镇化率已经接近80%，2019年时超过93%，也就是说在“失落的二十年”里，日本基本已经丧失了城镇化这个大引擎。而我国2019年年底的城镇化率只有61%，如果按照户籍人口算只有44%，还有超过6亿人生活在农村，未来还有很大的增长空间。诺贝尔经济学奖得主斯蒂格利茨曾说过，中国的城镇化和美国的技术创新是人类21世纪的两件大事。21世纪才过了20年，中国的城镇化这件大事远远没有结束。

第二，日本当时消费对GDP的贡献占比近70%，而我国2019年仅为58%，内需还有很大潜力。日本经济崩溃的时候不仅出口已经见顶，消费也已经攀上高峰。中国目前虽然出口遭遇瓶颈，但由于区域差距较大，人口总数比日本多十几倍，所以很多人的消费需求还没有得到满足，内需还有很大提升空间。目前国家采取的减税、降费等政策也是为了刺激消费内需。此外，我们相比当年的日本还有一个重要的消费助推器，那就是互联网。2019年的“双11”让我们再次见证了互联网可怕的力量，在2018年基数如此之高的情况下，2019年的全网销售额依然大增30.5%，超过4000亿元。

第三，日本是浮动汇率制，日元快速升值导致出口受挫，而我国实

行资本管制，汇率相对稳定。对于依靠出口起家的中日两国来说，汇率至关重要。日本在20世纪70年代后由固定汇率制转成浮动汇率制，资本可以自由流动。再加上1985年，为了解决美国巨额的贸易赤字问题，美、日、联邦德国和英法签订了广场协议，达成五国联合干预外汇市场、让美元对日元和马克有序贬值的一致意见后，美元大幅贬值而日元升值一倍，日元持续升值长达20年，这几乎给日本的大部分出口行业判了死刑。而我国实行的是有管理的浮动汇率制，再加上资本管制，这让我们对人民币汇率几乎有绝对控制力，只要中央有意愿，维持汇率稳定还是有把握的。

第四，日本当时出现了明显的政策失误，对银行和企业放任自流，而我们大部分银行和大企业是国有的，控制力和应对危机的能力相对较强。很多人认为日本是被1985年的广场协议压垮的，但这其实不是关键。广场协议次年，日本经济增速的确从6.2%大幅下降到3.2%，但后面4年的年均增速已经高达5.5%。所以日本经济崩溃不是外力的结果，关键还是内部的政策失误。日本在20世纪80年代时，没有对商业银行采取有效监管，大量资金流入楼市股市，催生资产泡沫。广场协议后，日元大幅升值，为了对冲，日本央行在之后一年里先后5次下调利率，结果造成资产价格进一步上涨。当泡沫达到顶峰时，又实行了过于严厉的紧缩政策，将利率从2%提升到4%，致使房价崩溃，经济一蹶不振。我们前几年也犯了类似的错误，所以吃了股灾这样的亏，但从2016年以来，中央已经及时纠偏，凭借对银行和国企的控制力，坚决地挤出了泡沫，虽然经历了阵痛，但避免了更大的危机。

总结一下，很多人拿中国经济和20世纪90年代的日本相比，认为中国可能会遭遇类似的危机。但我们和当时的日本经济只是看上去很像，基因在本质上还是有很大差别的，我们的城镇化潜力、内需潜力、稳定的汇率制度、国有为主的经济结构以及政策纠偏能力给中国经济筑起了

一道护城河，不太可能重蹈日本的覆辙。

当前小周期：这轮经济下行接近尾声了吗？

前面我们讲过，从长期来看，中国经济正处于增速换挡减速的大周期，原因是人口红利和全球化红利的退潮。但对于投资来说，光看长期是不够的。就如著名经济学家凯恩斯所说，从长期来看，我们都会死去，但我们不能因此就放弃精彩的生活。即便中国经济面临很多长期压力，但依然不妨碍经济出现短期的反弹和轮动。就像前面我们讲的，尽管过去10年我们的GDP增速从14%降到了6.1%，但我们不能忽视这中间还产生了大量的短期波动，2009年、2013年、2016年，我们的经济都出现了反弹，而这种短期波动虽然是不可持续的，但依然会切切实实影响我们当年的投资。

在2014年以来的这轮经济小周期里，我们的资产市场完全是跟着经济周期走的。大体来说，2014年是衰退期，债券开启大牛市；2015年是复苏期，股票走牛；2016年是过热期，大宗商品和房价暴涨；2017年是滞胀期，货币市场表现最好；2018年我们基本上进入衰退周期，股票走熊，债券走牛。所以要判断下一步各类资产的走势，其实关键是判断现在衰退周期有没有结束，复苏周期有没有开始。如果说衰退已经接近尾声，那么大类资产就会开始往股票倾斜，如果说衰退还远没有结束，那么大类资产依然会倾向于债券，股票很难有趋势性的好转。

所以我们要讲的小周期其实就是回答一个问题：这一轮经济衰退周期结束了吗？答案是还没有。尽管从中央政治局会议和降准等政策信号来看，政策底已经出现了，但从政策底到经济底还需要时间，目前这轮调整的几个压力还没有完全释放。

第一个压力来自房地产

房地产受到供需两端的双重挤压。从需求端看，政策是需求的领先变量，房住不炒的政策调子没有变，未来也不太可能变，调控之下需求很难有起色。政策不松，需求承压。比如从2017年3月至2018年8月这一年半时间里，一线城市销售额持续负增长，其中北京降幅高达39%、上海降幅为26%。三四线城市过去一年受一二线需求外溢带动，销售回暖，这个趋势基本也到头了。再从供给端来看，房地产企业融资压力越来越大。房地产企业主要融资渠道还是银行，而银行表内外融资都在压缩。表内因为非标转标，信贷额度吃紧，截至2019年年末，房地产企业贷款增速已经连续17个月负增长。表外则受到资管新规的影响，很多通道业务没法做了。再加上债券发行、资本市场再融资难度加大，房地产企业的体外融资可谓腹背受敌。所以房地产企业只能越来越依赖销售回款为主的其他资金，销售回款的占比高达52.3%。最近我们接触了一些知名的房地产企业，现金流都非常紧张，有的加快周转回收资金，有的频发私募产品进行融资。比如某企业拟募资5.5亿元，愿意付出的融资成本竟然高达13%，而2017年时的代价仅8%左右。

土地市场是一个先导信号。按照2018年年底时的数据，土地市场也开始降温，甚至多个热点城市出现土地流拍的现象。首先，土地出让金三年以来首次出现同比增速由正转负。40个典型城市土地成交建筑面积环比减少22%，年初累计土地出让金收入同比减少0.5%。其次，土地出让均价连续7个月同比下跌。10月40个典型城市土地成交均价同比下跌24%。土地成交溢价率持续下降，再创2012年以来新低。比如，一线城市已经成交的150宗住宅土地平均溢价率只有7.64%，而在2016年和2017年分别是17%和67%。

第二个压力来自金融去杠杆

寄生在泡沫上的金融业退潮才刚刚开始。过去几年监管缺位，泡沫丛生，一大批违规或者不合理的金融机构、金融业务像雨后春笋一样出现。但自从国务院金融稳定发展委员会成立以来，金融强监管终于回

归，主要任务就是清理这些不合理的业务和机构。举个例子，2015年之前，中国的P2P几乎处于无监管状态，结果几年的时间就搞出了6000多家平台，成为全球最大的P2P市场，但其中大部分是不合规的。当监管强化之后，现在只剩下1000多家在正常运营，80%的平台都爆雷甚至跑路了，而且这个数字还在不断增加。不仅P2P行业，财富管理公司、基金公司、证券公司都还在挤泡沫的过程中，最近很多金融机构已经开始裁员，金融寒冬最冷的时候才刚刚开始。

第三个压力来自地方债务

根据国际清算银行数据，2018年一季度，政府显性债务的杠杆率为47.8%，看上去不高，但其实这只是表内，这一轮地方基建加杠杆主要是在表外，主要的方式就是明股实债的PPP和产业基金。2017年之后，财政部牵头加强对地方融资行为进行规范清理，目前依然没有松动的迹象，基本是常态化了。这样一来，基建肯定受影响，2018年以来，基建投资增速呈断崖式下跌，从2017年年底的19%降至2019年年底的2.1%。债务风险防范使地方政府投融资受到严格约束，大量市政类基建项目停建或缓建。此外，清理PPP对基建项目的冲击也很大。

第四个压力来自贸易摩擦

此前主要是受贸易摩擦情绪影响，真正的实体冲击还没开始体现。近一年里，贸易摩擦不断升级的新闻满天飞，但我们感受并不明显，预期最受打击的出口增速却不降反升。2018年全年出口164177亿元，增长7.1%。这并不是说贸易摩擦对我们没影响，而是很多出口企业为了规避之后的关税增加而“抢出口”。因为从2019年1月1日起中国对美国的出口税率将从10%进一步提高到25%，抢出口可以规避更大的损失。但这只是出口的提前透支，并不意味着一直会这样，而且由于之前的抢出口，后来出口也比预期略有减速。

总结来看，判断下一步各类资产的走势，关键是判断现在衰退周期有没有结束，复苏周期有没有开始。如果衰退已经接近尾声，那么股票将大有可为。从目前来看，衰退还没有结束。主要是因为这轮调整的四个压力还没有释放完：一是房地产，二是金融去杠杆，三是地方债务，四是贸易摩擦。在这四重压力之下，经济下行大概率还要继续。

流动性：央行一举一动如何影响股市？

流动性是决定股市走向的核心因素之一。所谓流动性，说白了就是经济体中“钱”的数量。分析流动性的关键在于理解央行的货币政策。有时候央行一句话就会弄得股市鸡飞狗跳，就是因为市场担心央行的政策会影响流动性。比如，过去央行都是说保持流动性基本稳定，但2018年6月时央行提出保持流动性合理充裕，从基本稳定到合理充裕，这个细微的措辞变化马上引起了市场的积极反应，因为很明显这是货币宽松的一个表态。果不其然，下半年货币政策持续大力度降准。对于A股市场投资者来说，不管是什么类型的投资方法，央行的货币政策和流动性环境都是不可忽视的宏观变量。

货币政策

货币政策的首要问题是确定整体基调，一般可分为扩张性、紧缩性和稳健中性三种货币政策。扩张性的货币政策一般在经济衰退时使用，增加货币供应，降低利率，这对股市有利。历史上每一轮牛市都有货币扩张的影子，尤其是2015年的牛市，当时上市公司盈利并不好，但就是因为流动性非常宽松，让股票和债券都迎来大牛市，所以很多人称之为“水牛”。不仅A股如此，美股这些年之所以这么牛，也和美联储金融危机之后的零利率和量化宽松政策有直接关系。紧缩性的货币政策一般在经济过热、通货膨胀过高时采用，简单说就是减少货币供应量，提高利率。稳健中性的货币政策既不放水，也不收缩，货币供给速度满足经

济增长和平衡所需即可。在这三种定性分类下，有时也会适度微调一下幅度，比如中性偏紧、中性偏松的货币政策。

货币政策工具

基调确定之后，央行就会使用各种货币政策工具来实现目标。最基础的工具有三个，分别是存款准备金、再贴现政策和公开市场操作。它们也被称作央行的三大法宝。

存款准备金。银行吸收社会存款，但要按一定比例上缴央行作为保证金，这个比例就是存款准备金率。其中又分成两部分，一部分是法定存款准备金，另一部分是超额存款准备金。法定存款准备金率由央行来决定，通过调控这个比例，央行可以影响到银行信贷扩张的能力。比如提高法定存款准备金比率，那银行可贷款出去的钱就少了。

再贴现政策。贴现是票据持有人在票据到期日前，把票据按低于面值的价格转让给银行而获得资金，而再贴现就是银行再将票据贴现给央行，说白了就是央行向银行投放货币。这些交易会有成本，比如再贴现就会有再贴现利率。而央行可以制定和调整这个再贴现利率来影响市场利率和货币市场的供求。若再贴现率高于市场利率，那银行贴现的成本就会提高，也就会减少再贴现，市场的货币供应量也就大幅减少了。

公开市场操作。与前两者相比，这是最常见的手段。简单说就是央行直接在市场上买卖有价证券和外汇，来投放或收缩货币供应量。市场上资金少了，央行就买进有价证券，而付出的资金自然也就投放了出去。反之，卖出有价证券，央行收回资金，也就从社会市场上回笼了货币。

这三大法宝是通过影响信贷扩张来影响货币供应量的，此外还有外汇占款投放货币。简单说就是我们在外汇市场上卖美元，而央行为了稳定汇率就买美元卖人民币，这样也就投放出了货币。我们都知道我国制

制造业近些年发展很快，贸易顺差很多，所以过去外汇占款增量在广义货币供应量（M2）中的占比一直很大。

上面的都是些传统工具，近几年央行也更新了创新工具，比如短期流动性调节工具（SLO）、常备借贷便利（SLF）、中期借贷便利（MLF）和抵押补充贷款工具（PSL），这些工具都可以实现央行投放货币，但期限、抵押品要求、利率等条件不一样。

流动性

流动性其实就是货币的供求，央行决定了货币供应量，实体经济决定了货币的需求量，供求交织在一起决定了流动性的松紧，进而影响着股市的走向。总的来说，货币宽松股市不一定涨，流动性紧缩股市不一定跌，有四种情景。

第一种情景是经济衰退初期。货币政策没有明显扩张，但因为货币需求下降，流动性依然出现宽松。这种情况就是所谓的“衰退式宽松”。这个阶段经济下行，大家对未来预期很悲观，风险偏好大幅降低，企业盈利也会下滑，股市一般是跌的。比如2014年年初的股市就是这种情形。2013年经济阶段性过热见顶，然后就开始下行，需求大幅萎缩，10年期国债收益率大降，从4.64%下降到4.05%，流动性出现衰退式宽松，但股市不涨反跌，原因就是盈利和市场风险偏好下降。2018年的情况也是如此，流动性其实相对宽松，央行也多次降准，但股市却跌了很多。

第二种情景是衰退末期。经济持续下滑到一定程度了，央行就会通过货币扩张稳定经济，比如降准、降息等。这时也是货币供给大于需求，流动性很宽松。但与第一种不同的是，这时随着央行的大力度宽松，大家对未来信心增强，风险偏好提升。比如2015年的牛市就是这种情形。2015年其实经济并未复苏，但由于央行连续十几次降准降息，宽松力度超预期，再加上场外配资的推波助澜，催生了一轮资金牛，大盘从2000点一路上涨到5178点。

第三种情景是复苏初期。与衰退初期相反，这时候未来经济预期乐观且确定，企业加大投资力度，资金需求旺盛。此时，资金供不应求，利率上升，但由于经济前景又好又确定，风险偏好和盈利都转好，所以即便流动性趋紧，股市也是上涨的。比如2006年4月到2007年9月，央行连续加息7次，依然不妨碍股市大牛。

第四种情景是复苏末期。与衰退末期相反，经济复苏到了一定程度，会出现过热。这时央行为了控制通胀会紧缩货币供应，比如加息、升准，导致货币资金供不应求，利率升高，流动性紧张。这时大家预期未来盈利增速放缓，风险偏好降低，股市可能会遭受“戴维斯双杀”，盈利和估值都往下走，股市进入熊市。比如2013年经济就有点过热甚至滞胀，流动性紧张，甚至爆发两次钱荒，股市应声下跌。

上面讲的主要是流动性与股市的整体关系，具体到行业而言，不同行业对流动性和利率的敏感性不同，也就是对利率变动会有不同的反应。相对而言，银行、地产、券商、保险、公用事业股票属于利率敏感型；食品饮料、商贸、医药、传媒、餐饮、纺织服装对利率不敏感。此外，利率上升对造纸、航空等负债率高的行业负面影响较大，对银行等靠负债经营的行业负面影响较小。所以在央行宣称要降息时，我们总会看到银行、券商、保险等金融板块，地产板块和公用事业板块，会有相对较好的表现。

总结一下。我们主要分析了央行货币政策影响流动性的方式，以及流动性松紧与股市的关系。流动性宽松股市不一定涨，流动性紧张股市也不一定跌，关键看对应的经济基本面。具体到行业上，有些行业对利率更敏感，而有些相对迟钝，大家在投资中要有所区分。

汇率：人民币贬值对股市意味着什么？

金融市场上有两个“率”非常重要，一个是利率，一个是汇率。两者都代表“钱”的价格，只不过一个反映国内，一个反映国外，它们都对金融市场的定价发挥着至关重要的作用。前一节我们讲了国内的货币政策和利率对股市的影响，这一节我就讲下汇率这个看似很遥远却很贴近现实的事儿。

汇率的定义及其影响因素

首先我们来看下什么是汇率。汇率是指一国货币与另一国货币的兑换比率。比如美元汇率是7，就代表1美元可以换7元人民币。而几年前，1美元是可以换到8元人民币的。也就是说，汇率是变化的。哪些因素会影响汇率的变动呢？

其实，汇率的本质就是一国货币在全球的价格，所有影响货币供求的因素都可以作为影响汇率的因素，在这里我们主要说三个因素。

第一个因素是利率。假设有A和B两个国家，如果B国的利率很高，那把财富存在B国的银行就可以获得更高的收益，这就使B国的货币更具有吸引力。大家都卖出A货币买入B货币，就使得A货币的供给增多，而B货币的需求增多，这样B货币相对于A货币来说价格就会有所提高。这时，B货币升值，A货币贬值。

对各国利率变动最敏感的是国际热钱。它们对收益率有敏锐的嗅觉，如果哪个国家加息，就会吸引这部分热钱流入，流入国的货币就会升值，流出国的货币就会贬值。比如2018年美联储加息4次共100个基点，很多资本就都回流美国了，美元就显得较为强势，升值，人民币则相应贬值。

第二个因素是国际贸易。在我国，企业不能持有外汇，必须将外汇换成人民币，所以这时候两者兑换的量就会影响到汇率的变动。比如贸易是顺差的时候，我们赚回来的外币比花出去的多，那增量的外币换成

人民币时就会增加对人民币的需求，人民币升值。近些年，我国一直都处于贸易顺差状态，所以从贸易的角度来说，长期看人民币是要升值的。这也是美国一直指责我国操纵汇率，敦促我国人民币加速升值的原因之一。

第三个因素是央行干预。各国央行在汇率波动较大的时候会在外汇市场上买卖货币以达到稳定汇率的目标，但这就要求央行有足够多的外汇，否则难以达到效果。1997年亚洲金融危机初始，泰国、菲律宾等国家的货币贬值压力很大，它们的央行努力在外汇市场上买入本国货币，卖出外汇来托底汇率。但这些小国家的外汇储备较弱，弹药不足，没多久就消耗殆尽，被迫放开汇率波动，结果货币大幅度贬值，经济陷入崩溃。而同时期中国香港的汇率保卫战则由于背后有中国央行的大量外汇储备支持，成功阻击国际空头的攻击，汇率最终保持稳定。

货币贬值对股市的影响

一般说来，货币贬值影响股市有4种典型模式。

一是货币宽松，同时带来汇率贬值和股市上涨。货币政策宽松时，利率下降，根据之前讲的，汇率会有贬值压力；同时流入股市的资金增多，助推股市上涨。比如2012年10月，日本进一步加大货币宽松力度，基础货币增速从9%最高上升到2014年2月的56%，最终日元贬值，而股市日经225指数从不到1万点上升到15000点左右。

二是货币贬值，刺激出口增加，盈利改善，股市上涨。本国货币贬值，用外币标注的本国物品价格将会减少，对外国购买者来说同样的东西就变得更便宜，这样出口产品竞争力提高，出口企业盈利改善，股市上涨。比如1995年德国马克贬值后，德国的贸易净出口改善较为明显，货物和服务的贸易顺差就从100亿欧元大幅提高到1997年年底的200亿欧元以上，其间德国股市DAX指数也从2000点涨到了4000多点，增长了一倍多。

三是货币贬值预期，资本外流，汇股齐跌。贬值预期下，敏感的资本尤其是国际热钱就会流出，这样一方面汇率承压下跌，股市也会因资金减少而下跌。比如2008年年初时的印度，在美国次贷危机背景下，投资者担忧新兴市场货币贬值，印度资本持续外流，资本项目2008年年初还有净流入300亿美元，而一年后，也就是在2009年出现了近10年来的首次净流出。印度货币相应不断贬值，股市的孟买指数在这一年内从2万点暴跌至1万点，缩水一半。

四是货币贬值，本国通胀且储备减少，引发央行加息，股市下跌。本国货币贬值后，进口同样的东西需要更多的货币，东西变贵了，带来了输入型通货膨胀，这时国家就会加息来努力缓解这一状况，加息又使利率提高，股市下跌。比如2014年时的俄罗斯，汇率不断走低，外汇储备资产不断缩水，通胀不断走高，俄央行被迫在一年内7次加息，尤其是年底时一次性将基准利率提高至17%，当日俄罗斯股市RTS指数甚至一度下跌20%，而在这半年时间内，股市指数缩水了一半。

那么我国现在人民币贬值，股市会怎样呢？无非也是两种力量的博弈：一是货币宽松叠加刺激出口，股市上涨；二是输入性通胀及资本外流，引发加息，股市下跌。

从短期来看，2020年2月，我国CPI当月同比提高5.2%（前值5.4%），环比提高0.8%（前值1.4%），PPI当月同比回落0.4%（前值0.1%），环比回落0.5%（前值0%）。考虑到油价大幅下跌叠加海外疫情暴发，后续CPI当月同比可能回落，PPI当月同比负向加深。此外，我国资本外流管制，并且人民币贬值也没有使外汇储备大幅下降，相反股市中外资还不断在流入。所以从整体而言，人民币贬值导致股市下跌的路径是不存在的。

2020年，在全球央行“大放水”的背景下，国内货币政策依旧稳健，这反而有利于我国货币升值。此外，从中长期看，贬值也将刺激出口，有效对冲中美贸易摩擦带来的不利影响。

那具体行业会是怎样的呢？我们从两个维度来看。

首先，我们以史为鉴。家电和食品饮料行业在贬值时表现更好，而钢铁、采掘和交运行业表现较差。2015年以来人民币经历过5轮明显的贬值，其中家电和食品饮料有3次超额收益排名前五，而钢铁、采掘和交运，尤其是航运有3次收益排名靠后。

其次，贬值利好出口，海外营收占比高的行业会受益。电子（海外营收占比最高，占40%）、家电（34%）、纺织服装和机械设备（都占19%），这四个行业将会因贬值而受益。交运行业的海外收入占比也较高（26%），但它的成本多以美元结算，所以贬值会使它成本提高。海外营收占比最低的依次是房地产、公用事业和非银金融，都在2%以内。

总结一下。我们介绍了汇率是什么，是由什么决定的，并讲了货币贬值对股市的影响，共有4种典型模式，主要是两种力量的博弈：一是货币宽松叠加刺激出口，股市上涨；二是输入性通胀及资本外流，引发加息，股市下跌。而人民币贬值对股市的影响，相对来说是利好的。从具体行业来看，家电、食品饮料和电子可能受益最大，而钢铁、采掘和交运则相对不利。

资金供求：交易量中隐含哪些市场信号？

2018年11月13日，创业板以8729万手的成交量，刷新了板块创设以来的最大单日成交量。创业板放天量似乎给萎靡不振的市场燃起了一把火，投资者纷纷开始议论创业板的抄底时机是否已经到来。交易量为什么会引起如此广泛的关注呢？交易量的变化真的能预示未来股价的走势吗？

股票市场的交易量就是一定时间内股票成交的数量。在某种意义上，它代表着市场的情绪和多空双方的交易热情。当交易量放大，我们称之为放量，此时多空力量的角逐更加激烈，市场分歧变大；当交易量被市场情绪推升到足够高的程度时，就叫天量；反之，当交易量缩小，我们称之为缩量，此时多空博弈归于平静；当成交量随情绪的低迷而陷入低谷时，就形成了地量。

这里天量、地量的评估是相对的，并没有统一的标准。最简单的方法是确定一个天量、地量的评估标准，比如单日高于500亿手成交量时，我们就认为是天量；低于50亿手成交量时，我们就认为是地量。另一种更科学的方法是，将指数划分时间周期，比如每五年划分为一个周期，在各个周期中，看成交量的最高峰和最低谷分别在什么位置。

我们可以在任意一款股票交易软件上清楚地观测到成交量的变化，它以柱状图的形式呈现在K线图的下方。在分时图上，我们可以看到每小时的交易量；在日线图上，可以看到每日的交易量；在周线图上，可以看到每周的交易量；在月线图上，可以看到每月的交易量。每个投资者都能够通过成交量来实时跟踪多空两种力量的博弈和市场中情绪的变化。

此外，从交易量的主体看，我们有整个A股市场指数的成交量，如万得全A成交量，能较好地体现整个市场的交易情绪；也有具体板块的，如创业板指数的成交量，能体现投资者参与创业板的热情；还有具体个股的成交量，但这个在实用价值上往往不如前者好，因为个股的参与者相对较少，成交量的数据容易被操纵；而整个市场或板块的成交量，由于参与者太多，难以操纵，更能反映真实的市场情绪。

成交量与股价的关系

那么，成交量与股价有着怎样的关系？在任何一个交易市场上，最重要的两个要素都是“价”和“量”。股票市场的价就是股价，量就是成交

量。股价告诉我们这只股票现在市价多少，多少钱可买，持仓人是盈利了还是亏损了。而交易量告诉我们，股价变动的背后是由什么情绪所主导的，也就是说它可以解释，甚至在某种程度上帮助预判股价的变化。

量和价密不可分，缺了其中一个指标，我们对市场掌握的信息就少了一半。投资者在“价”的博弈中，如何有效运用“量”的武器呢？我们通过观察万得全A指数及其相应的成交量，来讲讲成交量背后隐含的市场信号。

万得全A指数从2001年开始，有四轮比较明显的牛熊周期，分别是第一轮2001—2008年，第二轮2008—2011年，第三轮2011—2015年和第四轮2015—2018年，每轮周期都经历了熊牛切换。在这里我将一轮周期分为四个阶段。

第一阶段是熊市阶段。当熊市行情初始时，空方放巨量，股价不断暴跌。之后过程中或有反弹，但整体股价呈阶梯式下跌，而成交量也在起伏中逐步走向萎缩。

第二阶段是熊市尾声。这时成交量是极度萎缩的，处于地量状态，而价格却稳定了下来，没有再继续下跌，整体呈现“量缩价稳”的态势。这是由利空因素充分释放，空方的卖出意愿减弱导致的。在这种状态下，如果市场出现了重要的积极信号，那就有了催化剂，投资者情绪就容易被激活。那时，成交量就会绝地反击，逐渐放大，股价也会随之上涨，这背后也是先知先觉的投资者在介入进行低吸。所以在市场死气沉沉、地量低价时，如果量能突然放大并伴随股价上涨，投资者需要特别关注。

第三阶段是牛市阶段。牛市周期正式开启，股价呈现漂亮的波浪式上涨。在这一过程中，成交量也会逐渐放大，和股价一样，呈波浪式起伏。在这里，提醒一下大家，牛市行情中，每次股价的回调都会伴随着成交量的缩小，而当成交量缩小到一定程度时，往往就是入场的好时

点。比如2017年牛市时，这一规律就非常实用。每当股指回调，成交量就会下降，当降到前期股价高峰所对应交易量的30%~40%时，阶段性回调往往也就差不多到位了。这时若投资者入场，等待成交量再次放量，可以在短期内实现较好的收益。

第四阶段是牛市尾声。随着股价不断创新高，成交量不断放大，未来预期的利好逐渐都体现在股价中了，当牛市股价上涨过多时，也逐渐积累了很多潜在的风险。牛市末期，股价逐渐涨不动了，成交量反而急剧上升，有时甚至放出天量。这说明市场中的多空分歧明显变大。而考虑到这时股市上涨的动能已经消耗得差不多了，成交量放量反而可能预示着之后的行情反转。先知先觉的机构投资者开始大量出货，而后知后觉的投资者尤其是散户，则在惯性思维下接盘。也就是说，牛市末期，天价天量是离场观望、规避风险的重要信号。

交易量的结构性变化

之前我们提到了成交量与股价的协同关系，在牛熊市的不同阶段，成交量的趋势变化能预示股价未来的变动。而实际上，交易量结构性的变化也蕴含着重要的信息。

我国的投资者构成比较特殊，按自由流通市值计，散户投资者占28%左右，而西方发达国家，这个比例往往只有15%左右。

散户的投资行为相较于主力资金夹杂着更多非理性因素，体现出明显的滞后性，比如在牛市的最后阶段大幅加仓，在熊市的最后阶段却大幅减仓。在这种境况下，我们观察成交量变化的时候，剔除散户投资者带来的扰动，跟踪主力资金的动态显得特别重要。主力资金在我国往往也被称为“聪明资金”，主要包括海外资金、社保资金、产业资本和券商、保险、基金等机构的资金。

第一类聪明资金是海外资金，是境外机构或个人投资A股市场所带

来的资金。随着金融市场的开放程度日益增强，A股市场逐渐与国际接轨，海外资金对A股市场的投资行为与定价模式的影响也越来越深刻。海外资金的占比近两年来上升明显，而其动向很多时候对A股市场的走势有较好的预示作用。比如2017年5月到10月海外资金的大举买入，在一定程度上催生了A股市场的蓝筹白马行情。2017年年底，陆股通账面浮盈一度高达60%，整个陆股通2014年11月至2018年11月浮盈在25%左右。相比之下，上证指数在2017年年底的累计涨幅仅为20%，经过2018年的深度调整之后，两年内的涨幅已几乎被抹平。从数据对比中我们可以看出，海外资金确实非常“聪明”。对于投资者来说，可以使用陆股通的相关数据来观测海外资金的变化。陆股通是沪股通和深港通的总称，是境外投资者购买中国大陆股票的渠道。自从其开设以来，每日都会公布净买入额数据。

第二类聪明资金是社保资金，是老百姓日常生活中缴纳的社保。由于这笔资金关乎国计民生，通常交由市场上顶尖水平的基金管理者管理，投研能力高于一般的公募基金。社保资金曾多次“神准”地在熊市初期逃顶，在牛市初期抄底。2005年年中，社保基金大批开立新账户，日后证明，这次布局恰在指数低位，两年半内，A股指数最高上涨了超过500%。2007年，沪指一路冲至6124.04点。当市场陷入狂热之中，并津津乐道上证综合指数将冲向8000点之时，社保基金已于四季度开始全线撤退，减仓1/3。此后的故事大家都知道了，上证开启了漫漫熊市，到2008年7月，指数将近腰斩。2008年年末到2009年年初，在次贷危机后全球股市的低位，社保基金同样出手增仓，在后续市场行情中表现依然出色。因此，对于中长期投资者来说，社保基金每季报公布的持仓数据是非常有价值的。对于个股投资者来说，社保基金出现在上市公司前十大流通股东中，也往往会成为一个重大的利好信息，值得特别关注。

第三类聪明资金是产业资本，是公司的重要股东或管理层买卖自己公司股票而投入的资金。公司内部成员相比其他投资者拥有信息优势，对企业的价值有更加前瞻的认识，而且真金白银的投入直接关系到其切

身利益，因此他们的动作自然值得重点关注。事实上，我们可以看到2008年、2010年，以及2014年创业板爆发前夕，都曾出现明显的大股东增持现象。2017年二季度，减持新规出台前，产业资本的主动增持也带来了市场止跌的信号。因此，对于投资者来说，如果某个企业密集发布增持公告，或者在市场低迷时发布增持公告的企业数量大幅增加，往往是重要的利好消息。

除了上述提到的三类聪明资金，券商、保险、基金等机构资金的动向也值得密切跟踪。每日龙虎榜是一个跟踪机构资金动向的实用工具。龙虎榜席位分为营业部和机构专用。龙虎榜中，如果席位显示“营业部”，一般代表着游资和大户；如果显示“机构专用”，则代表着基金、券商、保险等机构投资者。游资席位一般追求短线收益，而机构席位更倾向于有宏观面支撑时介入股票。如果机构专用席位在一段时间内持续大量买入，而券商营业部大量卖出，说明机构看好该股，是利好。相反如果所有买入、卖出席位都是券商营业部，与此同时，股价又处在顶部区域，这个时候我们就需要格外警惕风险了。

除了龙虎榜之外，还有一个好用的指标是ETF（交易型开放式指数基金）的成交量。ETF中机构投资者占比较高，从2017年各大股票型基金的年报数据来看，122只具有可比数据的股票型ETF中，机构投资者占比平均为63%；其中57只股票型ETF中，机构占比高达80%以上。优质ETF往往被机构选为择时加仓的利器，有时候会和指数走势发生背离，即呈现出指数涨资金流出、指数跌资金抄底的情况。比如2012年牛市启动之初，就曾出现ETF成交放量的特征。

把握成交量是必要条件，而非充分条件

最后，我们要提醒投资者，成交量包含着非常重要的信息，它能帮我们第一时间把握市场情绪，在市场疯狂时远离风险，在市场低迷时把握机会。但这是不是意味着，投资者只需利用好成交量这一指标，就一定能盈利，一定可以战胜市场了呢？答案显然是否定的。

对于纯技术投资者来说，需要配合其他指标对市场走势进行更全面的分析；对于中长期投资者来说，只有在把握基本面的前提下，交易量指标才能发挥最大的效用。仍然以2017年的牛市为例子，刚刚说到了投资者可以根据成交量波浪式变化，在成交量萎缩到一定程度时选择入场。但低吸的前提是，投资者心里知道经济基本面健康向上，牛市行情会延续；如果基本面恶化，市场走弱，这一策略就变得可笑了。而当前创业板放出天量，大家猜测它见底，也是基于部分投资者把握了基本面，认为前期创业板已经利空出尽。

所以，大家需要注意的是，对成交量的把握仅仅是投资者战胜市场的必要条件，而非充分条件。成交量不能帮助我们预测大势，它只是帮助对大势有所把握的投资者选择合适的入场时机，从而能够以更低的风险获得更高的收益。

总结一下，成交量就是一定时间内股票成交的数量。在某种程度上，它代表着市场的情绪和多空双方的交易热情。一般来说，整个市场和板块的交易量能反映真实的市场情绪，而个股尤其是小盘股的交易量则容易受到操纵。成交量可以帮助我们更好地理解甚至预判股价的变化。在熊市阶段初始，空方放巨量，之后交易量逐渐萎缩。在熊市尾声阶段，市场地量低价，死气沉沉，若有重量级利好催化剂出现，量能突然放大且伴随股价上涨，这时可能预示着春的生机。需要注意，在牛市阶段，每次股价回调，成交量萎缩，尤其是缩到前一高峰的30%~40%时，往往是介入的好时机。在牛市尾声阶段，股市上涨的动能已经消耗得差不多了，天价天量反而可能预示着之后的行情反转。在股市中我们要关注聪明资金的动向，包括海外资金、社保资金、产业资本和券商、保险、基金等机构的资金，这些资金对股市变化最敏感，可以起到导向作用。最后，我们要提醒投资者，成交量只是战胜市场的必要条件，还需要结合其他指标进行分析。

第3讲 投资方法 判断方向的4种方法

| 主题投资法 |

主题投资：小白也能学会的投资方法

市场有起有落，潮涨潮退，变化的是表面的股票价格，不变的是内在的运行逻辑。揣摩预期而见微，研究大势而知著。抓住推动市场发展的“势”，择机布局，时常能够获得战胜市场的超额收益，主题投资就是这样一种方法。与传统的价值投资、成长投资相比，主题投资显得简单很多，是个连小白都能学会的投资方法，但要熟练且有效地运用它却并不容易。本讲就给大家讲解一下主题投资方法。

我们先来看下什么是主题投资。

主题投资是对有同一类属性指标、受相同催化剂驱动的上市公司进行分类，根据核心驱动力的变化调整投资方向及敞口的投资方式。同属性指标可以是地区、产业链、市值规模、催化事件、技术水平和管理层属性等。

这里有两点值得注意。

一是传统行业配置投资是以经济周期、行业景气度为判断基础，更强调把握行业景气程度轮动。而主题投资是以对事件发展趋势的判断为基础，更强调把握核心驱动力，它是靠特定风险因子驱动收益的，并且分散组合风险。

二是大家所熟悉的“炒热点”，多是某事件引发热点，然后资金推动短期投机，一般缺乏实际业绩支撑，行情昙花一现。而主题投资更多的还是中长线投资行为，是符合及顺应某种趋势的未来绩优股。

那怎么做好主题投资呢？具体分6步走。

第一，选择好的主题

好的投资主题必须同时兼备三大要素。

一是自上而下推动的意愿非常明确。这意味着该主题可能获得了从国务院、相关部委再到地方政府政策上的支持，其中任一环节卡壳都会导致政策执行力下降而使逻辑受到削弱，也就是说自上而下的利益链条要每一环节都有意愿推动。比如国企改革就是个好例子。

二是主题的想象空间大，市场潜力大。这是指由于制度红利、产业升级或消费者偏好上升等因素驱动，市场发展空间被显著打开，蛋糕变大了。比如体育、高铁主题。

三是政策或事件的催化剂密集。催化剂可以是重要领导人讲话、政策颁布、订单达成、代表性公司与主题相关的事件公告等，持续升温的催化剂推动主题从强化期走向扩散，并能提升主题强度、拉长周期。比如人工智能主题。

除此之外，如果该主题还时尚新颖、名词高端、弹性大且容易调动市场情绪，那就更好了。

第二，抓住核心驱动力

首先，根据核心驱动力的来源，看下主题属于哪个类别。我们梳理了市场上的所有概念板块。目前A股市场上共有334个概念板块，每个概念板块通常代表一个主题，不过其中有的是大分类的主题，如次新股、新股、物联网、基金重仓、高送转等；有的则是细分类的主题，如

鸡产业、智能IC卡、参股宁德时代等等。在这里，我们将334个大小主题进行梳理分类，抓大放小，发现根据驱动力来源的不同，可以分为政策性主题、技术性主题和另类主题这三大类。

政策性主题，是由主观层面政府政策推动形成的投资机会，有的是政策作用于宏观经济总量或结构的边际变化，如国企改革、“一带一路”、粤港澳自贸区、二孩政策等；有的是重要政策的突然颁布，这时需要前瞻性判断它可能发生的时间点，如沪港通、科创企业、南北船合并、中国国际进口博览会等。

技术性主题，是看客观技术创新带来的产业升级机会，会改变行业的容量或格局并释放技术红利，如高端制造、石墨烯、5G、云计算、网络安全、工业4.0、3D打印等等。

另类主题，是看市场属性或公司治理表现等方面所形成的机会，如市场属性方面的一线龙头、品牌龙头、中字头、阿里巴巴概念、MSCI概念、证金概念等，以及公司治理表现方面的高送转、破净、预增、扭亏、员工持股、股票回购等。

其次，要看核心驱动力主要体现在DDM模型（股利贴现模型）中的哪项因子，是公司预期现金流、市场无风险利率还是市场风险溢价。主题投资都是通过这三者预期的边际变化来驱动的。

政策性主题若是作用于宏观经济因子边际变化的，更多的是逻辑推演导致的公司现金流预期发生变化，影响较为深远，形成市场合力所需的时间也较长，但有趋势性。若重要政策是突然颁布的，更多的是信息反应导致的风险偏好发生变化，影响更为急促，容易迅速形成合力而爆发性强，但主要是短期行情。

技术性主题是现金流预期和风险偏好的变化兼而有之，所以呈现趋势性波动特征，是阶段性行情。同时，这也算长期主题行情，所以往往

需要业绩支撑。

另类主题更多来自信息反应导致的投资者风险偏好发生的变化，所以其影响一般更为急促，容易迅速形成合力而爆发性强，主要是短期行情。

第三，确定投资周期

主题周期有长有短，无论是长期资金还是短期资金，都可以找到相对应的参与机会。一般说来，主题周期比经济周期短，并且还会跟业绩、催化剂甚至市场信心相关。时间跨度上有三种。

一是长周期，时间跨度一年以上。长周期即掌握投资大趋势，一般体现在上市公司业绩上，但它大程度上是一种边际思维，业绩和股价不会对等，比如人民币升值、消费升级、进口替代等主题。

二是中周期，时间跨度3个月到12个月，如垄断行业管制放松、沪港通等。

三是短周期，时间跨度3个月以内，如厄尔尼诺事件、流行疾病、世博会等。

第四，选择好的主题标的

同一主题下驱动力大致相同，所以主题标的组合数不宜过多，这样既能得到资金的聚集，也能适当分散风险。在具体标的的选择上，有三个抓手。

一是抓龙头。龙头就是和主题相关性最强、辨识度高、代表性高、直接受益于主题的标的。这样主题行情到来时，由于两者紧密联系，市场能第一时间反映出主题的受益标的。主题行情都是从龙头逐步向次强的标的扩散的，而其中若兼备强稀缺性，那就更佳了。

二是抓弹性大的标的。大弹性标的一般筹码高度分散，机构投资者占比低，自由流通市值小，流通A股占总股本比例低。这样的标的在行情带动下，能够迅速得到资金的聚集效应，并且在羊群效应下股价不断推升。相反，机构持股集中的标的，机构间博弈成分较大，就不易形成股价上涨的合力，也难以把握退出的时点。

三是抓历史上受此主题刺激涨幅高的公司。最近一次受到该主题刺激涨幅最大的标的，当主题再次升温时，往往会再次成为领跑该主题的龙头股。

第五，选择好的投资时机

做主题投资有两个最佳时期。

一是流动性上升期。中长期主题投资行情大概率处于货币流动性从偏紧变为宽裕的拐点或上升区间。短期主题投资行情与货币流动性关联度不强，但强增长拐点峰值可作为领先指标，M1（狭义货币供应量）增速冲破12月同比增速变化移动平均线时，可作为布局时点。简单说，货币流动性M1上行区间有利于主题投资，而流动性收缩阶段则不利于主题投资。

二是风险偏好上升期。市场风险偏好上升代表投资者更积极地寻求股价上涨而忽视下跌的风险，股价有超越内在价值的发展趋势。这时候也是主题投资获得超额收益的最佳时期。比如在2009—2010年、2013年下半年主题投资的繁荣，很大程度上就是受到市场风险偏好上升驱动的。

应注意，股市不同阶段主题行情的持续性表现并不一样。一般说来，在经济转型和股市中枢上移期间，容易出现长期主题行情；在股市大幅上扬期间，容易出现中期主题行情；在股市横盘震荡期间，容易出现短期主题行情；而在股市单边下跌时，主题投资难寻佳绩。

在具体标的投资时机上，应在某一主题的投资逻辑被市场认识并逐步形成一致性预期的前期介入。下面按之前的三个类型来具体解说一下。

一是政策性主题，在宏观总量或结构变动的前中期布局。若是重要政策突然颁布型的，更需要前瞻性布局。若政策是作用于宏观总量或结构的边际变动，那变动的过程不会一蹴而就，而是不断积累的，它对公司的现金流、市场的无风险利率和风险溢价的影响往往借助于逻辑推理，而消除逻辑分歧导致的超预期需要较长时间，市场形成合力的过程较慢。所以，这种主题的成长空间较大，但投资周期较长，对时间点的要求也较为宽松，前中期布局皆可。但也有很多重磅政策是突然颁布的，这样产生的超预期到消除恢复常态的时间较短，也就是市场合力形成非常迅速，投资周期也较短。这时就需要抓住政策偶然背后的必然性，抓住线索进行前瞻性预判了。而该政策引起的波澜，也需要不断有催化剂释放，才能使主题不断扩大空间，提升持续性。

二是技术性主题，在新技术使行业出现拐点的初期布局。成功的技术性主题的走势分三个阶段：先是认识期，某项技术实现了突破，并且可以初步商用，政府扶持政策出台，市场对于行业的预期初步发生变化，受益股票估值见底回升；再是强化期，新技术下的新产品正式普遍商用，行业拐点出现，订单开始增长，市场对行业发展变化的前景预期进一步升温，受益股估值大幅扩张；最后是扩散期，新技术使行业市场空间实现了扩展或结构性改变，受益股业绩大幅增长，估值水平见顶回落。技术性主题主要应区分不同技术路径的优劣势及未来可能的变更，还要消化技术从不成熟到成熟这一过程中的各种辗转，以及是否能大规模商用或形成技术壁垒，使得行业发展出现大的变化。所以它的投资周期一般是中长期，市场形成合力的过程适中，在技术使行业形成拐点的初期布局为佳。

三是另类主题，在事件发生前期进行前瞻性布局。无论是市场属性

还是公司治理表现方面的特征，比如龙头股主题和高送转主题，它们行情的兴起更多是某导火线发生后，投资者对具有这类特征的主题风险偏好迅速发生变化而形成的，所以在导火线事件发生前期进行前瞻布局为佳。

第六，选择好的退出时点

只有退出才会把账面价值转换为实际财富。相比于选择好的投资时机，选择好的退出时点在某种程度上可能更为重要。我们在做主题投资时，在4个时点退出可能比较好。

一是逻辑被证伪时。比如政策低于预期、业绩低于预期、行业竞争格局被改变等。

二是龙头见顶时。主题龙头见顶往往预示主题行情即将结束。因为龙头最能体现主题的核心逻辑，它的见顶下行有着预警作用，会降低主题新参与者和存量资金的风险偏好。

三是主题内部标的关联度均值见顶时。同一个主题下的不同股票，有着共同的核心驱动力，而若标的间的关联度见顶下降了，也就说明背后共同的驱动力出现了问题，或者市场情绪至顶，产生了逆反心理。

四是催化剂弱化时。这点尤其体现在政策主题与另类主题这两类中，体现在事件驱动刺激的情况。催化剂事件发生前投资者风险偏好升高，羊群效应带动板块增量资金流入，事件发生后获利了结，投资者风险偏好降低，行情往往告一段落。所以，若是纯事件驱动刺激的，它们的退出时点反而是在事件发生前一刻。比如当年的杭州亚运会主题行情，在杭州获胜当选后戛然而止。

总结一下。主题投资是对有同一类属性指标、受相同催化剂驱动的上市公司进行分类，根据核心驱动力的变化调整投资方向及敞口的投资方式。做好主题投资需要6步走：一是选择好的主题，二是抓住核心驱

动力，三是确定投资周期，四是选择好的主题标的，五是选择好的投资时机，六是选择好的退出时点。

十大政策主题：混改和大湾区以外的投资机会

我们每天都会听到很多政策，但并不是每个政策都能催生相关的投资主题。一般来说，有价值的投资主题得具备以下三个条件。

第一，中央自上而下推动，具有战略意义。每年政府都会颁布成千上万的政策文件，其中一定会有主次轻重。最重要的大部分是中央自上而下推动的，更有利于打破阻力，加快落地。举个例子，建立雄安新区、设立科创板都是中央自上而下推动的政策，落地速度不仅远超市场想象，甚至可能相关的地方政府和部门都没有想到。而一些只是地方一厢情愿的政策，可能落地起来就会慢一些，比如我们经常听到某某地方要升格直辖市，某某地方要修跨海大桥，最后都被证实是传闻。

第二，现实问题倒逼。现实中暴露的问题越多、越严重，改革的必要性和紧迫性越强，这个政策就越可能加快落地。2019年推出的科创板，包括交易所、券商等很多业内人士都没预料到，其背后的原因就是现实倒逼，大量像小米一样的优质独角兽企业被迫到中国香港地区、到美国去上市了，再不改像喜马拉雅这样的独角兽也只能出走了。

第三，符合大多数人的利益。很多人会对政策提出各种各样的建议，但可能只符合一小部分人的利益，而违背了大多数人的利益，这种政策往往也难以达成改革的共识，推进起来比较费劲。比如富人希望资本账户开放，以便转移资产或者进行海外投资，而大部分人并没有海外投资的需求，相反他们更希望人民币汇率稳定，购买力越强越好，所以我们对资本账户开放一直比较谨慎。

根据这些条件，我们对众多的政策主题进行了筛选，在这里我讲10

个比较重要的政策性主题，每个主题主要讲三方面内容：是什么，为什么重要，如何围绕这个主题做投资。

第一个主题：国企改革

从2013年党的十八届三中全会新国企改革拉开序幕，到2014年“四项改革”初次试探，再到2015年“1+N”政策体系的形成、到2016年十项试点的深化、到2018年3月“双百行动”政策的全面加速推进，直到2019年中共中央十九届四中全会召开，会后国企改革发力明显。通过全流程回顾可以发现，整个国企改革已经从顶层设计、政策细化到目前加速推进，重要领域率先取得实质性突破。

在这一过程中，国企改革也从过去单纯的资产重组整合层面，深化到了混合所有制改革这一核心。混改，简单说就是国有企业引入民间资本。最典型的一个是中国联通，首批混改试点后，联通先后引入了百度、阿里、腾讯和京东等14家战略投资者，并进行深度合作，结果公司的盈利大幅逆转提升，净利润增速从过去的-96%提升到第二年的176%，而股价在这期间也增长了一倍。再就是中石油、中石化混改升级。之前中国资源交通集团就已与中石油签订了协议，取得了在超过840家加油站建设经营充电站的权利。也就是说，混改之后，我们所熟悉的加油站以后可能不仅仅提供加油服务了，它可以做更多，未来甚至可能搞渠道销售、广告宣传等。

混改是从2016年才开始有实质性进展的，后来又逐渐发酵。2018年7月，国务院副总理刘鹤兼任了国务院国企改革领导小组组长，这也意味着混改被正式提上了日程。按照国务院印发的混改意见，国家是要分类、分层地推进国企混改，在电力、石油、天然气、铁路、民航、电信和军工这七大领域进行改革并试点。截至2019年年底，已经有四个批次超过200家试点企业。最新的第四批混改试点企业共160家，其中，中央企业系统107家，地方企业53家，不局限于以上7个重要领域，也包括具有较强示范意义的其他领域的国有企业。当时股市中很多相关股票如中

国海诚、太化股份等受消息影响，都直接涨停。

目前，各省份的混改进度在按计划稳步推进，并且呈现出不同的特色。具体的大家可以去查看各省份的政府工作报告，在这里我们仅举几个重要例子来说明下：一是上海，过去的国企整体上市或核心资产注入是第一阶段，现在的联合重组和股权激励的方向是二次混改。二是广东，最大特色是产业投资基金的推动，其中广州基金有数千亿的规模，先后与广州建筑、广州地铁、广州万宝集团和广州纺织集团这四家国企签署了国企混改基金战略合作协议。三是北京，主要是在新能源、技术检测、建筑设计和文化创意这四大领域推动员工持股试点。其他省份和地区，混改的进度和特色都各不一样，在这里就不再一一列举了。总体来说，沿海、长三角地区的国企改革步伐较快；东北等地的政策力度较大，但主要还是在补短板；北京、山东等地逐渐形成了示范效应。投资者跟随地方混改的进度和特色，提前布局，然后静待政策利好的释放，这样就能抓住这一主题的投资机会了。

第二个主题：粤港澳大湾区

粤港澳大湾区是由香港、澳门两个特别行政区，加上广东省的广州、深圳、珠海等九个城市组成的城市群，未来有望比肩纽约湾区、旧金山湾区和东京湾区这三大湾区。

大湾区从推出之际就上升到了国家战略层面，之后事件催化剂不断。最初是在2017年3月时，全国两会政府工作报告首次提出，要研究制定粤港澳大湾区城市群发展规划，发挥港澳独特优势，提升在国家经济发展和对外开放中的地位与功能。然后这个概念迅速升温，受到社会各界的广泛关注。发展到2018年8月，粤港澳大湾区领导小组成立，国务院副总理韩正任组长，人才和资源也都已经到位。在政策不断支持和基础设施逐渐完备的背景下，预计大湾区建设将进一步加速。

投资机会上，大湾区有三条主线：一是粤港澳三地政府不断出台政

策规划，推进连接三地的轨道交通建设，推动“粤港澳一小时生活圈”；二是未来高新技术产业和金融服务业的发展将带动大湾区的产业科学划分，优化产业格局；三是随着湾区建设，越来越多的人才涌入大湾区，配合三地政府推出的各项居住福利政策，湾区房地产业会迎来较大发展机遇。

第三个主题：军民融合

军民融合本质上是对军、民两个领域资源的合理配置和充分利用，是一个国家经济社会发展和国防军队建设的必然。我国军民融合的实施方式主要包括军转民和民参军两种模式。军转民就是指军用技术民用化。举个例子，现在几乎所有手机都搭载了GPS（全球定位系统）功能，但它其实最早来自军用。还有我们生活中常见的冻干食品、压缩饼干、记忆枕头等，背后都有军用技术的影子。民参军就是指民营资本参与军工研发生产，它们在通过国军标认证后，取得给军工企业配套的机会。以前从没听说过私人可以插足军队的生意，但现在不一样了，小到军用的服装、手电筒，大到武器装备，都可以有民营企业参与。

2015年3月13日，中共中央总书记、国家主席、中央军委主席习近平首次提出，要把军民融合发展上升为国家战略。2017年1月22日，中共中央政治局决定设立中央军民融合发展委员会，从而确立了管理核心。所以目前的军民融合建设还是政府起主导作用，其他机构配合辅助，企业、大学和科研机构是创新主体，中介机构和金融机构是服务主体。我相信，未来这个领域还会有很多增量的配套改革出台，比如已经有很多人关注的院所改制等等，而这些改革政策都将有助于股市中军工企业的利润释放和估值提升。

在具体投资方面，有两条主线：一是国产化替代。首先是军转民领域，民用市场大的军工高技术企业将享受到政策红利，商业航天和通用航空等高技术的重点领域会率先突破。其次是民参军领域，民参军的军工市场份额持续提升，那些符合行业空间大、国产化占比低但刚需强劲

的板块收益最大，比如军用半导体、军用碳纤维和军用自动测试装备等。二是央企龙头。符合“市场化程度高、核心资产占比高、最受益产业链业绩释放”这三个标准的龙头公司股票较好；而在未来院所改制时，航天、电科、中航系上市公司中，资产注入弹性大、可操作性强的股票较好。

第四个主题：特色小镇

2016年7月，发端于浙江的“特色小镇”正式成为我国新型城镇化战略的重要路径，开始在全国推广。它是指在大城市周边或农村集聚区，以建镇或现有村庄为基础，逐步形成一种以特色产业为核心的小镇。特色小镇的类型有很多，在这简单讲五个主要类型：一是历史文化型特色小镇，如北京古北水镇、茅台酿酒小镇、龙泉青瓷小镇等；二是城郊休闲型特色小镇，如安吉天使小镇、小汤山温泉小镇等；三是新兴产业型特色小镇，如余杭传感小镇、西湖云栖小镇等；四是特色产业型特色小镇，如平阳宠物小镇等；五是金融创新型特色小镇，如上城玉皇山南基金小镇、乌镇互联网小镇等。

这些特色小镇有四个特点：一是以市场化方式，将经营特色产业和人聚集过来，比如金融、互联网、专业加工等产业及其从业者；二是地方远离大城市中心区；三是成本相对低廉，没有过高的房租和管理成本，在低成本优势下形成产业集聚；四是经历十几年积累后形成一定规模，开始辐射全国，甚至走向世界。

为什么看好特色小镇？原因有两个。一是未来市场规模很大且较为明确。2016年7月住建部、发改委、财政部三部委联合宣称，计划到2020年建成1000个特色小镇，单个小镇投资规模平均50亿元，市场规模近5万亿元。截至2019年10月，已建、在建的特色小镇已经超过2000个。二是各级政府都支持，政策红利不断。截至2017年年底，全国共发布特色小镇相关政策192个，其中国家层面共发布27个，省级政策93个，市级政策72个。2019年3月，发改委印发了《2019年新型城镇化建

设重点任务》，在总体要求中提到要支持特色小镇有序发展。上下齐心协力，政策执行更容易贯通，不断的配套政策支持释放红利，会稳步推进特色小镇的建设。

特色小镇的投资方向有三个：一是双创小镇。与智造、科技高度相关，主要集中在科技创新和现代服务业相对先进的沿海发达城市。二是大健康方面。如现代医疗医药、生物工程、养生养护养老等，都是各地区市场需求远未得到满足的领域。三是农业方向。特色小镇依托建制镇来发展，农业制造、农业科技、农业服务等必将大有可为，也更容易得到政府支持，因为这是最贴近乡镇和农村的领域。

第五个主题：雄安新区

雄安定位千年大计，战略地位史无前例。作为继深圳经济特区和上海浦东新区之后又一具有全国意义的新区，未来发展潜力巨大。

雄安新区的“1+3+54”规划体系已逐渐清晰。具体进程方面，根据中央部署，到2020年，雄安新区对外骨干交通路网将基本建成，起步区基础设施建设和产业布局框架基本形成，雏形初步显现；到2030年，建成绿色低碳、信息智能、宜居宜业，具有较强竞争力和影响力，人与自然和谐共处的现代化城市。

具体投资方面，有三个投资机会：一是区域内具有土地资源储备的相关公司，土地储备升值潜力巨大，相关公司最为受益；二是区域基建链，雄安地区基础设施较为落后，大规模基建必不可少，当地的基建链公司会充分受益；三是后期智慧城市、人工智能相关的试点机会。

第六个主题：美丽中国

这个概念是在2012年年底党的十八大报告中首次提出的，之后党的十九大报告中又明确要求“加快生态文明体制改革，建设美丽中国”，并设定了在2035年基本实现美丽中国的时间表。它的主要内容包括推进绿

色发展，着力解决突出的环境问题，加大生态系统保护力度，以及改革生态环境监管体制。

过去的粗放式发展使我们的环境越来越差，大家体验最深的就是雾霾，经济发展了，但出门却要戴口罩了。相信那时候几乎每个人都希望天空是蓝色的，空气是新鲜的。面对这个诉求，我们也看到国家越来越重视绿色生态了，一系列环保政策不断推进。美丽中国已经成为中长期重要国策，国务院陆续出台了“三个十条”，也就是大气十条、水十条和土十条，对相应的污染提出了治理时间规划；全国人大也颁布了新《环保法》。除了一系列行政法规和顶层方案，还有很多具体落实层面的，比如大家可能有所耳闻的环保限产。2018年4月，环保部正式更名为生态环境部，5月又召开了7年一次的全国环保大会，定位生态文明是民族发展的根本大计。总的来说，这是个确定性的长期政策主题机会。

落实到具体投资，美丽中国的核心有三个方向：一是能源结构。比如能源的高效利用和清洁供给等，要促使非化石能源逐步成为重要能源。这样就会对非化石能源、电动汽车和天然气领域形成利好。二是限污。落后产能出清，改善行业的供需关系和调整价格等。这也就会对基础材料、化工和环境监测方面造成影响。三是治污。也就是修复已经污染了的环境，比如大气治理、污水治理和固废治理。

第七个主题：乡村振兴

乡村振兴战略是十九大报告中首次提出的，后来稳步推进，并与精准扶贫相辅相成。2017年年底，中央农村工作会议又明确了“三步走”的时间表：到2020年，乡村振兴取得重要进展，制度框架和政策体系基本形成；到2035年，乡村振兴取得决定性进展，农业农村现代化基本实现；到2050年，乡村全面振兴，农业强、农村美、农民富全面实现。2018年，中央一号文件、中共中央政治局会议都强调了要实施好乡村振兴战略。9月26日，国务院还出台了第一个五年规划，为具体落地提供了方向。几天后，财政部也提出公共财政更大力度向“三农”倾斜，为其

发展提供了财政资金支持。也就是说，乡村振兴已经到了具体落地的阶段。

根据规划中的五个细化指标，后续政策的着力点会更明确，可能有三方面的投资机会：一是农业科技，粮食综合生产率以及农业科技进步贡献率这两个指标提升的背后是生物育种以及化肥效率等技术的突破；二是农业机械化，提高农民的劳动生产率，需要农业机械化运作和智能农业发展；三是休闲农业，休闲农业和乡村旅游接待人次这个指标预示着农村生态环境以及休闲旅游业有望迎来利好。

第八个主题：“一带一路”

2013年10月，习近平主席提出共同建设“21世纪海上丝绸之路”。自此，“一带一路”就走进了大家的视野。而大家可能不知道的是，近几年我国的“一带一路”相关领域已经取得了不少进展。根据商务部统计，2019年，我国企业在“一带一路”沿线对56个国家非金融类直接投资150.4亿美元，占同期投资总额的13.6%。对外承包工程方面，我国企业在“一带一路”沿线的62个国家新签对外承包工程项目合同6944份，新签合同额1548.9亿美元，占同期我国对外承包工程新签合同额的59.5%，同比增长23.1%。

“一带一路”的定位、性质及背后的逻辑，我在这里就不赘述了。在当前中美贸易纠纷持续升级、全球商业环境动荡的背景下，保证“一带一路”的稳步推进可能尤为重要。“一带一路”沿线国家产业结构有所差异，经济互补性较强，在美国孤立主义抬头之际，有助于对冲风险，开拓新的贸易渠道。此外，基础设施联通和国际产能合作是“一带一路”建设的重要引擎，对消化国内的过剩产能、化解债务风险也有一定的积极影响。

落实到具体投资上，重点可放在我国具有优势的项目上，比如高铁、核电和基础设施等。截至2020年1月底，中国已同138个国家和30个

国际组织签署了200份共建“一带一路”合作文件，其中包括37个亚洲国家和44个非洲国家。值得一提的是，第二届“一带一路”国际合作高峰论坛于2019年4月召开，使这一主题的热度再度升温。而这一主题在2018年春季时也获得了巨大涨幅，其中重点公司如天山股份、厦门港务和北方国际在2月至4月底的最大涨幅达到64%、46%和32%。

第九个主题：健康中国

党的十九大报告中指出要实施健康中国战略。要完善国民健康政策，为人民群众提供全方位全周期健康服务。健康中国包括食品安全、药品安全和医疗服务等内容。我们都说，身体是革命的本钱，没有健康，再多的财富都没有意义。

而无论是人为的毒奶粉、假疫苗，还是客观的看病难、普遍的亚健康等，都显示出当下中国国民健康问题的严峻性。而这些问题，都是需要解决的。此外，我国人口老龄化越来越严重了，这就预示了医疗服务和健康需求是未来巨大的刚需，但是以当前水平看，却远不能满足这个需求。当下中国健康产业占GDP的比重不到5%，发达国家占比是10%以上，差距很大。所以，国民医疗健康问题一直是政府关注的重点，后来甚至还上升到了国家战略层面。2016年国务院发布了《健康中国2030规划纲要》，明确提出健康服务业总规模在2020年要超过8万亿元，2030年要超过16万亿元，成为国民经济支柱性产业。近几年，健康医疗行业的支持政策不断涌现，比如仿制药一致性评价，医保的药品名录扩容等，这就基本解决了电影《我不是药神》中的天价药问题。还有很多通过金融扶助、场所保障、财政补贴等方式支持养老产业的政策。

健康方面的投资机会，有三个值得关注：一是医疗产业，医疗资源建设、医疗信息化建设、医疗大数据等都会有所发展；二是和老龄人口相关的养老产业；三是健康消费方面的产业，如保健、户外运动、食品安全、新型功能饮料等。

第十个主题：科创企业

2018年11月5日，习近平主席在中国国际进口博览会上宣布，将在上海证券交易所设立科创板并试点注册制。在某种程度上，这是中国资本市场增量改革的重要里程碑。受这一消息刺激，二级市场创投概念股集体大涨，如创业黑马、九鼎投资、鲁信创投等。接连几天，创投板块的股票持续上演涨停潮。投资它们的股民应该都收获颇丰。其中的原因是，科创板的推出对于整个创投行业来说是个非常重大的利好。在过去，创投机构投资的很多新科技企业一直受制于传统IPO门槛而无法上市，或要等很久才能上市，但之后却可以更便捷、更容易地通过IPO来退出获利了。试点注册制后，科创板有望变成真正的中国版纳斯达克。

除了对创投行业利好，科创板的试点注册制，其实更是政府与监管层对新经济产业支持的一种重要体现。鼓励新兴产业创新发展，税收减免、产业基金、研发费用加计扣除等，一系列政策大礼包加速推出，科创板更是为企业直接融资提供了渠道和便利。简单说，未来能上科创板的新经济企业会大有可为，短期备受瞩目。

总结一下，有价值的政策主题得具备三个条件：第一，中央自上而下推动，具有战略意义；第二，现实问题倒逼，现实中暴露的问题越多、越严重，改革的必要性和紧迫性越强，这个政策就越可能加快落地；第三，符合大多数人的利益。

根据这些条件，我们筛选了10个比较重要的政策性主题：第一个主题是国企改革，要重点关注混改的进度和各地区的特色；第二个主题是粤港澳大湾区，有望比肩纽约、旧金山等世界级城市群，未来建设将会提速；第三个主题是军民融合，军转民与民参军领域值得关注；第四个主题是特色小镇，空间大而且明确，政策红利稳步推进；第五个主题是雄安新区，千年大计，不容忽视；第六个主题是美丽中国，能源结构与环境治理值得关注；第七个主题是乡村振兴，农业科技、农业机械化和休闲农业发展前景较好；第八个主题是“一带一路”，中国传统优势领域

会有机会；第九个主题是健康中国，医疗、养老和健康消费潜力巨大；第十个主题是科创企业，科创板推出，创投公司迎来利好，未来的科创企业值得期待。

十大技术主题：不止人工智能和VR/AR

技术是一个国家生产力的核心驱动力之一。我们所谓的人生发财靠康波周期，实际上指的也就是技术周期。在股票主题投资中，中长期的技术性主题值得关注。

一般说来，有价值的技术主题往往具备以下条件：一是影响力够大。每年申请专利的技术数不胜数，但技术创新有大有小，只有对未来社会和生活带来巨大变革的技术才会蕴含丰厚的投资机会。二是存在大规模商业应用的可能。实验室中的技术无法直接成为财富，需要产业化落地才行。而且有的技术压根就商用不了，比如说原子弹。三是这个技术目前处于应用阶段。一项技术从脑海里的想法，到开发，再到应用，是个漫长的过程，而股市投资需要避免成为先烈。当然有此情怀的投资者例外。

根据这些条件，我们同样筛选了10个比较重要的技术主题，每个主题主要讲三方面内容：一是什么、为什么好，二技术的产业链是怎样的，三如何围绕这个主题做投资。

第一个主题：5G

5G是指第五代移动通信技术，是4G的延伸。4G的下载速度是每秒120兆，后来通过载波聚合技术可以提高到每秒300兆。而5G理论上的网络速度是4G的百倍，传输下载速度可以高达每秒20千兆。到时候，眼睛眨一下，手机大型游戏就下载好了；再眨一下眼睛，很多照片、视频等大体积文件就备份下载完成了，大家再也不用等得花儿都谢了。

5G的意义还不仅于此，就如高通在其网站所宣称的，5G的革命意义可与汽车和电力相比。在它的基础上，万物可以形成连接，全移动和全连接的数字化社会有望形成。而5G在其中充当什么作用？我打个比喻大家就知道了。

这就像路一样，过去是乡村田野小道，在这上面只能走路、骑自行车，顶多开个小摩托。但5G一下子就变成了非常宽广的高速公路，这样不仅可以小汽车开起来，跑车飚起来，而且还可以容纳很多很多主体，不再受到限制，自由自在地进行各种各样的活动。“要致富，先修路”，说的就是这个道理。

全球都重视5G，那现在各国的进度是怎样的呢？2019年7月中旬，有31个国家的54家移动通信设备商已经宣布在其现网中部署了符合3GPP标准的5G技术。目前全球5G运营商中、美、韩是相对领先的三个国家，我们分别来对比一下。韩国三大运营商2019年4月正式开启5G网络，是全球第一个商用5G的国家。截至2019年三季度，韩国5G用户已达到318万人，占全球5G总用户的63%。中国于2019年6月发放5G商用牌照，于2019年10月启动5G商用，已迈入5G商用元年，2019年9月底已建成5G基站8.6万个，2019年11月底已开通5G基站11.3万个。美国5G加速Sub6G频段的建网预期，2020年2月宣布将计划释放C-band中280MHz带宽频谱资源用于5G建设。根据OVUM^[1]预测，受限于频谱和成本，到2021年底美国5G用户或达3000万。

产业链上，5G按照进展可以分为建设期、运营期和应用期三个阶段。建设期涉及6个部分：一是天线设备，包括基站天线、射频器件和光模块；二是基站设备；三是小基站；四是传输设备，包括软件定义网络（SDN）或网络功能虚拟化（NFV）、光模块和光纤光缆；五是光通信设备；六是网络工程建设。运营期主要是网络优化及运营。应用期主要涉及终端配件、手机终端、三大运营商及各种应用场景，如物联网、车联网、云计算等。

5G带来的投资机会会有很多。2020年是中国5G网络建设的关键年。3月4日，中共中央政治局常务委员会会议召开，会议指出，“要.....加快5G网络、数据中心等新型基础设施建设进度”，工信部、运营商加速贯彻落实。3月6日，中国移动发布了2020年5G二期无线网主设备集中采购公告，正式启动28个省、自治区、直辖市超20万个基站的采购招标，拉开2020年5G大规模建设的序幕。中国联通已经启动了智能城域网系列集采，华为、中兴两家中标金额合计近4亿元。预计随着三大运营商5G集采的陆续展开以及各省恢复网络施工，5G将迎来一轮建设高潮，利好从芯片、网络到应用的整个产业链。

第二个主题：大数据

数据是未来的黄金，大数据绝不仅仅是一个概念，更是一个重要的新产业。2019年12月11日，国家工业信息安全发展研究中心发布了《2019中国大数据产业发展报告》，截至2019年，大数据产业规模超过8000亿元，预计到2020年年底将超过万亿元。而工业大数据产业规模到2019年有600多亿元，到2020年复合增长率将达到50%以上。

大数据的产业链主要分三块：上游数据来源、中游数据管理分析和下游数据应用。我们分别来看：第一，数据来源。目前政府、BAT、运营商等是当前中国大数据的主要拥有者，另外，也有些稀缺标的公司在细分领域拥有入口资源。第二，管理分析。数据管理包括数据集成、存储和安全等环节。其中，存储是支撑环节，参与者以传统数据库企业为主；安全是重要保障，涉及各个领域。数据分析挖掘是产业链中最核心的部分，其中算法方面主要受益于人工智能、神经网络算法等。第三，数据应用。目前大数据已经渗透到政府、电信、金融、医疗、物流等多个领域和行业，比如我们非常熟悉的今日头条，就是大数据在媒体行业的应用。

总的来说，数据是行业发展的源泉，存储是支撑，安全是保障，分析是核心，应用是价值实现。所以这几块都会有不错的机会，可以多加

关注拥有特殊位置入口资源的公司、大数据搜集分析并提供方案解决的公司和大市场的细分应用领域的龙头公司。

第三个主题：人工智能

人工智能已经嵌入多个生活场景，未来有望引爆新一轮技术革命，使人类生活变得更美好。但也有争论担心人工智能会带来无穷恶果，比如霍金就曾说过：“人工智能可能毁灭人类。”人工智能让人类永生还是毁灭，在此我们暂且不谈，但毋庸置疑的是它非常重要，现在处于快速发展阶段。

根据国务院的规划，2020年、2025年和2030年中国人工智能核心产业规模会超1500亿元、4000亿元和1万亿元。无论是国外的科技巨头还是国内的互联网巨头都在布局人工智能全产业链。

产业链上，人工智能分基础层、技术层和应用层三块。基础层包含硬件和软件，分别提供算力和算法框架。目前中国企业尚未深度涉足基础层，芯片研制和生产以及算法框架设计基本由国外巨头垄断。技术层致力于解决具体类别问题，语音识别、自然语言处理和计算机视觉是主要方向，而识别准确率等指标是重点。应用层是将技术运用于商业场景，模拟人类来解决实践问题，比如人工智能+医疗、人工智能+自动驾驶、人工智能+家居、人工智能+安防等。目前人脸识别认证、安防视频搜索和智能音箱已趋于成熟，比如华为手机、苹果手机早就有了人脸识别功能，而自动驾驶、医疗影像诊断等产品还处于探索期。

具体落实到投资机会上，有两条主线。一是长期产业层面。2017年年底，首批四家国家新一代人工智能开放创新平台正式确定，分别是依托百度建设自动驾驶平台，依托阿里云建设城市大脑平台，依托腾讯建设医疗影像平台，依托科大讯飞建设智能语音平台。在这四个领域，我国已走在世界前列，未来有望迎来高速发展。二是短期股市层面，焦点更多在于人工智能落地的节奏与方式。从产业化落地进程来看，目前C

端消费品相关应用的爆发时点还没有到来，主要是G端政府和B端企业这两个场景降低成本、提高效率的实际需求，所以这两块有望率先受益。

第四个主题：VR/AR

VR/AR，又叫虚拟现实、增强现实。虚拟现实就是用电脑模拟出虚拟世界，但让人有真实的感觉，比如很多大商场里的VR游戏设备，可能很多朋友就曾体验过。而增强现实则是将虚拟的信息应用到真实世界，真实的环境和虚拟的物体实时叠加到同一画面空间，比如过去曾火爆一时的《精灵宝可梦Go》（*Pokémon Go*），也就是口袋妖怪手机游戏，很多年轻人当时满大街搜集宠物小精灵。

2014年到2016年上半年是VR/AR产品的爆发式增长期，但后来就一蹶不振，逐渐回归平静了。主要原因是体验差，感觉没我们想得那么好。然而，2020年会是我国5G应用爆发之年，5G将会为VR/AR提供基础技术保障，使它在技术上走向成熟，体验感获得提升，从而助力VR/AR产业重回上升通道。比如腾讯就公开声称要开发VR版的微信了。

产业链方面，VR/AR主要分四块：一是硬件，包括头戴设备、移动硬件，以及设备中的关键部件，如手势感应、眼球追踪部件等；二是关键程序开发，比如视频处理引擎、相机捕获等关键程序的开发；三是应用程序，比如手机游戏等；四是分发，比如各种影视娱乐公司。

围绕VR/AR主题，投资机会会有两条主线：一是硬件设备随着5G逐渐商用，有望明年开始普及。这样，设备器件的市场份额将逐步提升。二是软件应用会紧跟其后。国内消费市场内容应用目前相对匮乏，仅在游戏和电商领域有所起步，后续在各行业的渗透度有望进一步提升。

第五个主题：信息安全

随着未来大数据、人工智能、物联网等的发展，数据信息的安全将会是重中之重。而各种数据泄露的新闻也暴露了这一领域的欠缺与不成熟，比如国外的脸书（Facebook）数据泄露事件，以及国内的顺丰3亿条数据在暗网出售等。相信很多朋友都收到过陌生推销电话，原因无非是电话号码被泄露了出去。而未来随着数据作用的凸显，信息安全也会越发受到重视。

投资逻辑上，这个主题有三大驱动力：首先是政策驱动。我国对网络安全做出了四次顶层设计，信息安全已经上升至国家战略。其次是需求驱动。政府、电信、金融等传统领域和云计算、物联网等新兴行业对信息安全需求很大。2018年，中国网络信息安全市场整体规模达到了495.2亿元，增长率为20.9%，该增速远超全球网络信息安全市场规模增长速度，预计到2021年有望突破900亿元。最后是集中度提升驱动。中国信息安全市场竞争格局高度分散，前五名厂商的市场占有率合计为29%左右，而全球市场为44%左右。

信息安全的产业链主要分成两部分，一是信息安全产品、服务提供商，其中又可细分为安全硬件、安全软件和安全服务三个小类。二是安全系统集成商。

若想投资信息安全主题，有三个领域值得关注：一是云安全，包含云计算本身的安全，以及把云计算技术应用于安全领域，比如基于云计算的防病毒技术等。二是物联网设备数量增加带来的安全需求。未来万物互联，但智能汽车、医疗设备等终端的严重漏洞正在暴露，以密码技术为核心的信息安全技术是物联网普及发展的基础。三是大数据安全分析。未来，面对海量安全数据，传统的集中化安全分析平台遇到瓶颈，这就需要开发专门的大数据安全分析平台。

第六个主题：物联网

互联网是通过通信技术把人与人在信息上进行连接，而物联网则是

物物相连的互联网，是把物品产生的海量数据接入网上，从而实现物品与物品，人与物品的连接。简单说，就是通过信息与计算创造一个万物互联的世界。试想一下，未来，当你工作了一天，走到门前，门开了，接下来，灯也开了，甚至拖鞋也自动来到你的脚下，一切都是那么自动与贴心。当然，要让大家实现这个场景还需要很长一段时间。

物联网主题的推动力有六个：一是政府支持。各国政府包括我国都很重视物联网，出台了很多相关政策，比如《“十三五”国家战略性新兴产业发展规划》中就明确提出要推动物联网。二是技术成熟。传感器、云计算、芯片等都已经逐步进入成熟阶段。三是成本推动。传感器及带宽成本大幅下滑。根据中国信通院数据，相比10年前，全球传感器价格下降54%，带宽价格下降97%。四是网络建设完成。窄带物联网（NB-IoT）的网络建设逐渐进入尾声。截至2019年年底，我国窄带物联网基站已高达200多万个。五是互联网巨头进场。2018年3月阿里巴巴就宣布全面进军物联网，这将成为它新的主赛道。六是连接数量暴增。根据IDC（互联网数据中心）预测，到2025年，全球物联网设备数将达到416亿台，产生79.4ZB的数据量；全球移动通信系统协会（GSMA）则认为，到2025年全球接入5G网络并实现互联的设备将达到250亿台。总的来说，物联网已从最初的导入期发展至现在的成长期初期。

产业链方面，物联网可分为感知层、网络层、平台层和应用层四部分。感知层负责信息的获取，主要包括二维码、电子标签（RFID）、传感器、摄像头、GPS和物联网芯片等。网络层负责信息的传输，把感知层获取的数据传输到应用层。其中由于大多数物物连接都是低速率要求，所以低功耗广域物联网（LPWAN）是未来方向。平台层是整个物联网的枢纽，处于中央地位，汇集了大量的信息流，集成数据处理并连接到下游的各种应用。应用层就是下游的垂直行业应用，比如智慧城市、智慧物流、智慧农业、工业互联网和车联网等等。

对于物联网主题，有三条投资主线：一是连接会率先受益。万物互

联，首先自然是连接，然后才会有其他；二是平台层，居中央枢纽地位，其中“应用使能平台（AEP）”和“连接管理平台（CMP）”最有价值，未来趋势是“端+平台+解决方案”这种形式；三是应用层，智慧城市、工业互联网及车联网这三种应用场景有望率先落地。

第七个主题：国产芯片

芯片，又称微电路、集成电路，是指内含集成电路的硅片，体积很小，但技术要求很高。在日常生活中，芯片和集成电路往往被视为同一概念。中兴事件暴露了我国缺芯、核心技术受制于人的尴尬，而华为麒麟芯片又让我们仍抱有希望。不管怎么说，中国的芯片已经牵动了很多人的心。

具体来看，国产芯片主题的驱动力有四点，一是需求驱动。未来汽车电子、人工智能、物联网等是重要新增驱动力，市场需求很大。二是国产芯片处于发展初期，自给率低。中国芯片需求量占全球50%，有些应用芯片甚至占70%~80%，但国产的自供率只有8%左右。中国每年进口芯片近2300亿美元，超过石油，是第一大宗产品，所以进口替代的空间巨大。三是政策驱动。国家先后出台了《国家集成电路产业发展推进纲要》等重要文件；国家集成电路产业投资基金（简称大基金）截至目前共募集了两期，进行直接投资，二期规模高达1500亿元以上。四是顺应集成电路产业转移承接的潮流。我国半导体产业起步较晚，实力较弱，与世界先进水平差距较大。但现在，中国掀起晶圆厂建厂潮，全球芯片产能向中国转移中，有望带动整体产业链的跨越式发展。

产业链方面，分为芯片的设计、制造和封装测试三个主要环节，此外还有配套的半导体设备和材料两个领域。

国产芯片的投资机会会有两个思路：一是跟着大基金进行投资。大基金在承诺投资额占比方面，芯片制造业是60%，设计是27%，封测是8%，装备是3%，材料是2%。由此可见，制造业与设计是较好领域，而

大基金仍未投资的细分领域中的龙头尤其值得关注。二是跟着产业链的特点来投资。在芯片设计环节上，美国遥遥领先，中国技术水准相对落后，参与程度较低，全球前十中仅有台湾地区的联发科和大陆的海思、紫光集团。晶圆代工制造属于劳动密集型，其中台积电一家独大，占据近56%的市场占有率，大陆以中芯国际为最高水准代表，但在制程上仍有较大差距。封测环节，中国已达到国际水准，与领头羊差距越来越小，比如长电科技、华天科技等，是很好的突破口。

第八个主题：新能源

说到新能源，我脑海里首先浮现的就是蔚来汽车。2018年9月，它终于到美国成功实现了IPO，也成为中国第一家在美国上市的电动汽车制造商。上市后，公司的总市值飙升到了120亿美元，它的创始人兼CEO（首席执行官）李斌也一下子身家上百亿元了，而这只是一家成立仅3年多的企业。我们都知道，造车是一件很烧钱的事情，吉利控股的董事长李书福曾说过，没有几百亿、几千亿的投入，想在汽车领域有所作为几乎是不可能的。蔚来汽车能发展这么快速，离不开它背后的支持者。腾讯马化腾、京东刘强东、小米雷军和高瓴资本张磊等顶尖的企业家和投资家都是蔚来汽车的联合创始人，而他们之所以愿意投入这么多资源到这个领域，就是因为这个赛道是光明的。

中国已经连续10年成为世界机动车产销第一大国。截至2019年6月，全国机动车保有量达3.4亿辆，新能源汽车只有300多万辆。而汽车是机动车大气污染排放的主要贡献者。所以，我们遇到了雾霾，戴上了口罩。但幸运的是，国家已经带头打响了蓝天白云保卫战，生态文明、美丽中国成为中国重要战略，新能源汽车也乘风受到了政府的大力支持。购车免税、补贴等大家能切实感受到的政策优惠使新能源汽车产业得以迅速发展。2019年12月新能源车产销分别为14.9万辆和16.3万辆，环比分别增长36.0%和71.4%。随着退坡影响的边际减弱及国家对新能源汽车产业鼓励政策的推出，新能源车发展长期向好的趋势凸显。

当然，这时候有的朋友可能会说：我买了辆特斯拉，现在是冬天，但我都不敢开空调，因为耗电太快了！一辆新能源汽车充完电根本就开不了多久，这事儿太麻烦了！是的，就目前情况来看，新能源汽车的行业高峰似乎已经过去了，电力电池核心仍未取得突破，配套环节也较为薄弱，充电桩仍未能普及。但是，道路是曲折的，前途是光明的。试想，如果新能源汽车能够充电几分钟，行驶几千里，那你还会不买吗？而这些目前仍有的问题，就是未来产业中的投资机会。比如这里的核心——电池问题，有家独角兽企业，叫宁德时代，就是做这个的，2018年6月在创业板上市。该公司年营业额从0到2700亿元，成了全球最大的动力电池公司。目前它的主营业务是动力电池快充，在未来电池技术有望进一步突破的情况下，这家企业值得大家关注。

第九个主题：新材料

2018年9月时，工业和信息化部副部长王江平在第五届中国国际新材料产业博览会上指出，“当前我国正处于工业转型升级的关键期，很多设备、应用都离不开材料的支撑，新材料已经成为制约我国制造业转型升级的突出短板”。有句话说得好，巧妇难为无米之炊，没有材料，很多战略新兴产业就难以实现。目前我国的新材料研发水平比发达国家落后近5年，只有部分金属功能材料和前沿材料在国际上有一定优势，整体任重而道远。

那么，新材料到底是指哪些材料呢？新材料有很多种，大致可分成三类：第一类是基础材料，比如镁合金、钛合金、工程塑料和合成橡胶等；第二类是战略材料，比如多晶硅、稀土功能材料和碳纤维等；第三类是前沿材料，比如石墨烯、液态金属等。

液态金属是个很有意思的新材料。它是金属却拥有流动的特质，很轻却极为强硬，强度是不锈钢的3倍，而且还具有很高的弹性。有些液态金属还可以在自由空间甚至各种结构的槽道中，按照环境来调整自己的体形和路线，似乎自身具备思考能力、有生命一样。事实上，这种特

性已经和自然界中的软体生物相当接近了，而这一发现也曾以封面形式发表在国际权威期刊《尖端科学》上。

这种听着很神奇很玄乎的材料是否只存在于实验室里呢？并不是的。其实，我们身边就已经有很多落地的液态金属产品了，只是形式比较初级而已。比如iPhone手机配件里的那个SIM卡（用户身份识别卡）针就是液态金属做的，现在很多智能手机的取卡针、卡槽等都是用的这个材料，未来可能还会被用在手机的金属中框上。另外，因为较好的生物相容性，液态金属也被制作成手术刀、人造牙齿、生物传感器等。又因为之前说的“强度、硬度和弹性”三高的特性，很多乐器、耳机、眼镜架和高尔夫球杆的击球面等也会用到它。A股市场上市公司宜安科技就是液态金属应用的龙头企业，2017年的时候生产了液态金属的汽车门锁扣，后来还用到了特斯拉上面。

当然，液态金属的应用肯定不止于此，全球来看它目前也仅仅处于研究初期，未来还有很多可应用的领域，我大致说几个方向。

第一，液态金属能够通过吞食其他金属获得能量，然后不停地奔跑运动。这点如果利用好了，未来可能会产生划时代的动力系统。第二，它在吞食铝的过程中，能去除铝金属表面的氧化膜，产生大量的氢气。这也许会加速氢能源动力时代的到来。第三，它具有超强的导热散热能力。这就可以用来给大功率器件快速散热。过去有很多高科技顶尖装备的研发因为散热问题而屡屡无法实现，而借助液态金属，这些前沿领域，包括量子计算机、大功率卫星部件等的研发能力会进一步得到提升。第四，它还具有很好的导电性能，这可以用在电子产品上。中科院就制造出一台打印机，墨水是液态金属，直接打印电路图，把各种元器件放在这些打印出来的电路上后，就成了真正的电子产品。这意味着一天时间就能完成电路的所有制作，大大缩短了电子产品的设计研发周期。如果把这些墨水用在某些新型面料上，还会变成智能服饰。

液态金属的应用很广泛，而它只是众多新材料中的一种，管中窥

豹，我们可以想象新材料产业未来的前景有多好了。

第十个主题：生物技术

2013年，美国著名影星安吉丽娜·朱莉宣布切除双乳乳腺。她之所以做出这个决定，就是通过基因测序的方式，发现自己有这方面的身体缺陷，属于乳腺癌高危人群。

除了她，还有很多我们熟悉的名人做过基因测序。比如乔布斯，医生早就断言他多活一年的概率不到10%，但他通过基因测序，精准选择肿瘤药物，结果多活了7年。还有郑秀文，通过基因测序发现自己有不易胖的基因，做运动更容易瘦，但体内缺乏某种维生素。陈小春也给他儿子做了这个检测，结果发现小孩在音乐方面的天分很高，他打算在这方面多加培养，让小孩扬长避短，赢在起跑线上。通过基因测序，我们可以发现身体的很多奥秘。尽管目前这项技术还有很多不成熟之处，但感兴趣的朋友已经可以进行初步尝试了，部分消费级的产品服务大家甚至可以在天猫这种网购平台上购买，进行尝试体验。

基因测序技术在逐渐普及，它的产业链就会发展较快。产业链上游主要是测序仪器和试剂的生产。但可惜的是，这方面的技术壁垒非常高，目前已经基本被国际巨头主导了，国内企业与之差距很大。下游是基因测序服务，主要是科研测序服务、生育健康诊断、肿瘤基因检测和消费级基因测序。在这些方面，国内企业在渠道、服务和医院资源方面有很大优势，长期居于主导地位。

基因测序只是生物技术的一种，是生物技术发展一个缩影。现代生物技术主要分三块：一是体外诊断，包括生化、免疫、分子诊断等。基因测序就是分子诊断中的一个细分类。二是生物药品，包括血液制品、疫苗、抗体等。三是生物治疗，比如干细胞和免疫细胞等。

生物技术在我国发展快速，2018年7月国内首个肿瘤二代测序的伴

随诊断获得批准，开启了肿瘤精准诊治的新纪元。11月，深圳出现了基因编辑婴儿事件。这些让我不由想到了霍金的预言，他曾担忧生物技术会创造一种新的超人物种，而这可能毁灭人类。国外也有本书叫《超级人类之路》，就讲了生物强化科学的发展历程，并预示未来会出现大量的超人。太远的未来，我们不做讨论，但可以明确的是，起码近些年，生物技术产业会快速发展。

总结一下，有价值的技术主题要影响力够大，存在大规模商业应用的可能且目前处于应用初期阶段。根据这些条件，我们筛选了10个比较重要的技术主题：第一个主题是5G，基站、射频器件等会迎来确定性利好。第二个主题是大数据，有特殊位置入口资源的公司、搜集分析数据并提供解决方案的能力较强的公司、市场空间较大的细分应用领域的龙头公司看好。第三个主题是人工智能，人工智能+自动驾驶、人工智能+城市大脑、人工智能+医疗影像和人工智能+智能语音，这四个领域的龙头公司未来长期看好，而政府和企业场景应用的公司有望率先落地受益。第四个主题是VR/AR，硬件设备有望明年开始普及，软件应用会紧跟其后。第五个主题是信息安全，未来云安全、物联网设备连接数量增加带来的安全和大数据安全分析值得关注。第六个主题是物联网，感知层的连接率先受益，应用使能平台（AEP）和连接管理平台（CMP）最有价值，智慧城市、工业互联网及车联网场景有望率先落地。第七个主题是国产芯片。跟着大基金进行投资，芯片制造与设计是较好领域；根据产业链的特点来投资，中国制造与封测环节有优势。第八个主题是新能源。第九个主题是新材料。第十个主题是生物技术。

十大另类主题：高送转和破净股以外的机遇

除了我们之前讲到的政策主题和技术主题，334个概念主题中还有

很多有意思的主题，也就是之前我们所说的另类主题。下面就给大家简单介绍10个另类主题及其蕴含的投资机会和潜在风险。

第一个主题：一线龙头

我们先来看两组数据，第一组是10年10倍股。从2009年初到2019年初，A股3500多只股票中涨幅超过10倍的股票只有26只，占比不到1%，而一线龙头板块的155只股票中，10倍股就有12只，占比高达10%。这些股票也是我们耳熟能详的，比如华夏幸福、三安光电、格力电器、伊利股份等。第二组数据是2018年股市跌幅近30%，而一线龙头板块跌幅不到20%。从具体板块来看，白酒跌了26%，其中茅台只跌了14%；白色家电跌了33%，其中格力只跌了18%；房地产跌了32%，其中华夏幸福只跌了16%。这些只是抗跌的，还有逆势上涨的，比如休闲服务跌了26%，中国国旅却涨了40%；轻工制造跌了32%，晨光文具却涨了24%。

这就是一线龙头，长跑更有耐力，短线也更抗跌。一线龙头是行业最优秀的代表，基本面非常出色。如保险板块的中国平安、中国人寿，银行板块的四大行等，有着非常强大的核心竞争力和稳固的护城河，久经时间和市场的考验。近几年外资加快涌入中国A股市场，作为长线聪明资金的代表，最偏好的也是这些一线龙头。未来随着股票市场国际化程度和头部效应的加深，一线龙头股的表现值得期待。

第二个主题：明晟指数

2017年，A股市场经过四年的努力成功闯关，被纳入了MSCI明晟指数。MSCI明晟指数是美国一家叫摩根士丹利国际资本的指数编制公司编制的指数，这就跟我们大家所熟悉的沪深300指数、中证100指数一样，但它是根据不同国家、地区和行业综合编制的一个全球性的股价指数。最重要的是，它是全球指数基金的两大基准之一，另一个是富时指数，前段时间A股市场也被纳入了。目前跟踪全球指数和全球新兴市场

指数的被动基金中，有60%都是以MSCI明晟指数为准的，对应的资金量大约在8万亿美元。所以A股市场被纳入后，会带来大量国外资金，而且还是长线资金，自然备受瞩目。

明晟指数概念股，简单说就是被纳入这个指数的标的股票。在2017年时，这个主题是市场的风口，全年板块涨幅高达21%，而A股只涨了2%。2018年股市行情整体状况不佳，大盘跌了近30%，但明晟指数板块却较为抗跌，只跌了23%，尤其在11月初的时候，还迎来了一波行情。直接原因就是当时明晟指数拟将A股的权重从5%提高到20%，这会给A股市场直接带来5500亿元的增量资金。消息出台后，相关概念股受到刺激，短期大幅上涨。明晟指数背后代表的是外资流入，未来随着A股全球吸引力的加强，这个主题值得重视。

第三个主题：创蓝筹

以前经常有朋友问我，想买股票，都说收益与风险相对，那我就想选个折中的，有没有既有价值性，又有成长性的股票？我会回答说创蓝筹是个不错的选择。创蓝筹就是创业板中的蓝筹标的，对应的股指就是创50指数。

盈利方面，根据业界的一致性预期，创50板块成分股在2019年、2020年和2021年的净利润增速分别是47%、74%和26%，显著高于主板盈利水平。估值方面，经过两年多的调整，创50的估值已经大大下降，2017年是45倍多，2018年年底已经回归到了33倍左右，降幅高达27%，处于相对低位。

现在，越来越多的资金开始重视创蓝筹了。截至2020年4月，华安创业板50ETF基金的场内流通份额已经高达115亿份，规模也增长到了55亿元以上。而基金筹资就是为了投资，再加上国家对科技创新企业的大力支持，这个主题未来的长期表现是值得关注的。

第四个主题：社保重仓

出于资金保值增值的需要，部分社保资金会交给市场上顶尖的公募基金管理，由投研能力高、业绩水平好的基金经理负责投资。那些受到社保资金青睐的股票也就构成了社保重仓主题。

从历史经验来看，社保资金曾多次精准地在熊市初期逃顶，在牛市初期抄底。2005年年中，社保大批开立新账户，而当时恰好是股市指数的底部，两年半的时间里，股市走牛，上证指数从不到1000点冲到了2007年年底的6000点，涨了5倍多。而当市场陷入狂热，甚至高喊8000点、1万点不是梦时，社保基金已于当年四季度开始全线撤退，减仓1/3。之后的股市行情大家都知道，A股暴跌，一年时间从6000多点跌到了不到1500点。2008年年末到2009年年初，当时是全球金融危机后期，股市处于低位，社保基金同样出手增仓，后续市场表现依然出色。

既然社保资金关乎国计民生，投资业绩相对稳健，我们可以采取跟随策略。也就是说，社保重仓股类型和数量的变化，会给我们带来重要的参考信息，帮助我们把握市场节奏和风格的变化，是个较好的参考。

第五个主题：独角兽概念

近两年，独角兽很火。喜马拉雅就是个独角兽企业，用户朋友知道它的123知识狂欢节，2016年首届狂欢节的时候销售额只有5000多万元，2017年就超过2亿元了，2018年是4.35亿元，2019年达到了8.28亿元，成长非常快。

独角兽企业很诱人，一旦上市，投资人可以获利很多倍，但大多数人实际上都投不到，所以只能退而求其次，寻找股票市场上的相关股票。这里需要说明下，独角兽概念股并不是指独角兽企业本身，而是它的产业链上下游或者有股权关联的公司。比如，小米上市前的供应商“普路通”，它是做电子信息行业的供应链管理服务的，小米的供应链很有名，而它就是背后的一大贡献者。另外还有华西股份，它的全资子公司一村资本投资了宁德时代，在宁德时代2018年4月上市之前就迎来

了一波上涨行情。这些是已经上市了的独角兽的相关股票，还有未上市的，比如蚂蚁金服，A股中的张江高科就间接投资它，金额高达十几亿元。独角兽企业上市，相关的概念股也能从中受益。

独角兽概念是个有前景的主题，但这里我还想给大家提示几个风险点：第一，务必要厘清概念股和真正独角兽企业之间的区别，两者并不是一回事儿，不要盲目蹭热点。第二，很多被炒作的上市公司，事实上和“独角兽”概念没有任何关系。比如富士康在2018年5月上市，它的所谓概念股安彩高科，主要是做光伏玻璃和天然气管道的，当时有市场传言它的二股东就是富士康的控股股东，两者是直系兄弟关系，所以富士康上市前两个月，这只股票大涨，涨幅高达30%。但后来，富士康公司发布公告，声明两者没有任何关系，富士康的上市对它也无任何影响。所以之后，它的股价在6月份仅一个月就跌了25%。第三，并不是所有独角兽企业都会选择上市，而且时间也不确定，华为坚称不上市就是个例子。而且即使政策给独角兽企业大开绿灯，它们登录A股市场也还需要满足其他条件，所以我们投资时还是要具体问题具体分析。

第六个主题：高送转

我们先来看一组数据，科士达上市7年股本增加了4倍，北信源5年股本扩大了22倍；更夸张的是易事特，上市不到4年，股本却增加了25倍。股本就是股票数量。如此快速的增长，其实是高送转引起的。高送转是指上市公司送股和配股的比例比较高，送转股本质是一种再融资方式，本身不改变公司的价值。但在A股市场上，很多时候，实施高送转的公司却更容易受到市场关注而成为资金追捧的对象，这样股价在短期内就会因资金驱动而上涨。比如易事特在2017年就有10股转增30股还派0.9元，而当时股价也做出了反应，连续出现了几个涨停。但没过多久，这家公司及其董事长就成了第一个被证监会立案调查的10转30高送转概念股的典型案例。因此，监管措施不断加码，对高送转企业的业绩、解禁和减持提出了明确要求，禁止非理性高送转。只有那些真正具

备业绩支撑，有实力和扩张意愿的高成长企业才能获批高送转。

我们相信高送转概念的炒作之风会逐渐消散。投资者要分辨清楚，高送转和好公司是不画等号的，送股也不会改变你所持有的公司股份的价值，只是把你手中的一张饼分成几块而已。

第七个主题：破净股

“破净”是股票的市场价格低于每股净资产的价格。用市净率小于1的指标，就可筛选出破净股。一家公司的总价值等于其负债的价值加上净资产的价值，因此从逻辑上来说，每股股价低于净资产是违背常理的。

而当这种情况真实发生时，说明股价跌得很惨。这肯定不是一件好事，因为一家公司只有基本面极度恶化，或者外界的环境极度恶劣，才会使股价一跌再跌，最后竟然连净资产价格都为负了。而当股市下跌时，破净股也确实是跌得很惨的那一类。比如2018年上证指数跌了近30%，而破净板块却跌了近39%，远超平均水平。

但这并不意味着破净股就没有投资机会。因为很多破净股受过度恐慌的情绪影响，是超跌的，已经在地板的下面了，安全边际较高，可能会受到关注而迎来一轮深度的超跌反弹，但这可能只是“股价可能不至于这么低”的短期反弹，除非基本面没有任何问题甚至在好转，才可能会有较长期的机会。

第八个主题：员工持股

华为这家公司有多厉害我就不赘述了，是全球5G的领导者之一，中国的通信巨头。而它实际上是一个独立的、员工持股的私营公司。简单说，华为99%的股份是由8万多名员工持有的，任正非只占1%左右。在员工持股这种模式下，收入是由全员共同分配的，所有成员共享收益，充分调动了员工的积极性，使华为不断壮大。

员工持股通常是以调动员工积极性、完善公司治理结构等名义进行的，能够很好地将企业与员工的利益绑在一起。市场也经常将员工持股视为一种激励，有时更把它作为一种股价安全垫，毕竟“不坑自家人”。

然而，股票市场上很多时候还会出现另一种情况，就是“坑的就是自家人”。截至2018年12月底，A股市场共有134家上市公司推出了共138项员工持股计划，但近8成都出现了亏损，同时很多还面临着较大的杠杆风险，因为有些资金除了来自员工自筹外，还会通过集合信托等方式筹集，杠杆比例通常为1~2倍。而凯迪生态、智慧松德、腾邦国际等上市公司都出现了员工持股爆仓。所以，员工持股要分两面来看，虽然理论上好的，但很多时候也是会亏损的。结合员工持股板块的市场表现，行情好的时候，或者有基本面支撑的员工持股标的表现更为突出。

第九个主题：股票回购

2018年年底，A股上市公司掀起了回购潮，有600多家上市公司实施了回购。同年12月底时，中国平安也放了大招，拟启动回购不超过10%的股票。以平安1万多亿元的市值来说，对标资金高达1000多亿元，算得上是A股史上规模最大的一次回购了。

在A股市场上，公司发起股票回购往往是一个利好消息。首先，公司参与股票回购往往需要满足特定的条件，比如连续5年盈利、拥有充裕的现金来维持日常运作和现金流需要、股价远低于保守估计的公司内在价值等。其次，回购股票的行为向投资者传递了股价被低估、公司股票具有投资价值的信息，这对于稳定公司股价有重要作用。最后，回购后股本减少，有助于在短期提升企业的股东回报率、每股对应的收益与净利润等。

从历史表现来看，发起股票回购的公司，股价往往也会表现更好。比如美股有个标普500回购指数，中国目前没有，回购指数的涨幅就明显大于同期的标普500涨幅。截至2018年11月底，这个回购指数的累计

涨幅有450%，比标普500指数的累计涨幅300%高得多。

回购具有明显的积极意义，不过它背后也有些风险因素值得注意。比如大股东可能是为了满足其个人诉求而推动回购，会造成回购价格和时机不合理；也有些公司为了短期利益盲目回购，导致公司现金减少，对公司偿债能力、研发投入等产生不利影响。当存在这些情况时，就会对公司长期发展造成不利影响。

第十个主题：摘帽主题

股市有两种股票，一种是正常的，另一种非正常的就是ST。连续亏损三年的公司会带上ST的标记，而如果ST公司最近年度财务状况恢复正常，就可以申请撤除ST标记，俗称“摘帽”。

从历史角度来看，摘帽概念股一直是A股市场经久不衰的炒作题材，摘帽背后代表的是一家公司基本面的质变、业绩的复苏。根据相关法律规定，只有扭亏为盈的企业才有摘帽的可能。当一只ST股摘帽成功，它就会“乌鸦变凤凰”，比如2009年年初，ST三安成功摘帽，变更为三安光电，一年时间，股价从0.01元一路上涨到4元。

摘帽是件好事，但如果摘帽后公司业绩持续亏损，那还会有重新戴帽的可能。有些企业为了摘帽，并不是争取基本面质量的显著转好，而是通过短期输血或财务上的操纵来实现净利润增长，而这种增长显然是难以持续的。2018年，共有30多家ST板块的公司成功摘帽。但根据统计，最新的季报中却已有13家公司的归母净利润是亏损状态，占比达43%。

总结一下，这一节我们讲了另类主题的投资要义，总共10个主题：一线龙头、明晟指数、创蓝筹、社保重仓、独角兽、高送转、破净股、员工持股、股票回购和摘帽主题。这些另类主题中蕴藏着巨大的投资机

会，大家可以多多关注。

[\[1\]](#)一家在世界电信产业界非常有权威的中立咨询顾问公司。——编者注

| 行业投资法 |

行业分析法：如何快速了解一个行业？

这一节向大家介绍一种快速了解一个行业的方法，主要从行业定位、行业前景、行业的基本面这几个角度去把握。

行业定位

行业分析首先从行业定位开始，也就是这个行业属于哪个大类，在产业链上处于什么位置。最传统的行业分类就是统计局在国民经济核算中划分的三大产业：第一产业是农林牧渔业，第二产业是采矿业、制造业和建筑业等工业，第三产业是交运、餐饮和金融等服务业。除了这种分类，股票市场中还有很多行业分类方法，其中最常用的有中信风格分类、Wind行业分类和申万行业分类。申万行业分类有三个级别，一级分类里的农林牧渔对应第一产业，采掘、钢铁、建筑材料等对应第二产业，商业贸易、银行、非银金融等对应第三产业。一级分类下面又有申万二、三级分类，其中二级分类有104个，三级分类有227个。中信风格分类把股票按照各自的风格属性，分成了金融、周期、消费、成长和稳定五类。不同的行业，在相同时间，表现差异会很大。

接下来，我们再看行业在产业链上的位置。一般来说，农业的产业链比较简单，上市公司也比较少，这里我们不做重点分析。工业和服务业的产业链相对比较复杂。工业的产业链可分为上游、中游和下游，上游一般是资源型行业，比如石油石化、煤炭电力、有色金属等，中游大多是制造业，比如化工、钢铁、建材和机械，此外还有铁路、公路和机场这种基础设施建设行业。下游的重头是消费，我们可以把它分为必需消费和可选消费，像食品、服装是必需消费，房地产、汽车是可选消

费。服务业主要是指仓储运输、软件服务、传媒和金融等，具体的产业链在这就不再展开了。

行业前景

准确把握行业的定位后，我们需要对行业的发展前景有所了解。下面我分别从长期、中期和短期这三个视角，从外部因素来分析一个行业的前景。

从长期视角来看，需要考虑人口周期和技术周期。从人口周期来看，2013年中国劳动人口达到10亿，相当于总人口的74%，是历史上的最高峰；之后，劳动人口不断减少。中国在20世纪90年代后的出生人口出现了断崖式的下跌，未来至少30年，在人口结构上劳动年龄人口比重会持续下降，老龄人口比重会持续上升。随着人口红利的消失，中国的劳动密集型产业就会失去比较优势，相反，医疗、养老、健康和消费领域会迎来长期发展机会。再从技术周期来看，现在正处于第三次技术革命，也就是从20世纪中期开始的信息技术革命。信息技术革命带来了新的成长性行业，计算机、电子和通信行业成为盈利增速最快的行业。

从中期视角看，宏观和行业政策对产业发展有重要的引领作用。比如从2010年开始，新能源汽车补贴政策陆续出台，带来了新能源汽车行业的爆发，新能源汽车销量从2012年的7000多辆，迅速增长到2019年的120万辆以上。

从短期视角来看，关键是看一个行业是否符合当时的经济周期。比如在经济好的时候，周期性比较强的行业，比如钢铁、机械行业等，它们的盈利上升速度会很快，股票也会有很好的表现。

除了外部因素会对行业前景产生影响，行业也有自身的生命周期。根据生命周期理论，行业的发展周期包括四个阶段：幼稚期、成长期、成熟期和衰退期。处于幼稚期的行业，市场发展很快，主要表现为开辟

新用户，占领市场，打价格战。像2015年开始萌芽的外卖、网约车行业，当时就以补贴发放、打价格战的方式来争取市场和用户。处于成长期的行业，技术进一步发展，行业竞争格局和用户特点逐渐明确，行业壁垒逐渐提升。计算机行业现在就处于成长期，从2011年的移动支付到2014年的大数据，再到当前的区块链、人工智能，这个行业不断有新事物产生，同时进入的壁垒也不断提高。处于成熟期的行业，特点是市场稳定。盈利稳定。不少传统消费行业，比如传统家电、食品饮料等，就处于成熟期。衰退期的行业，特点是市场增长率下降、需求下降。煤炭开采等资源型行业就有衰退期特征。

行业的基本面

在判断行业前景后，我们还需要聚焦微观的行业基本面。因为对行业前景的判断，最终都会传递到行业的基本面上，使盈利和估值发生变化。行业的财务指标和估值情况也是最容易观测和跟踪的，接下来我们就从财务和估值这两个角度，教大家去把握行业的基本面。

我们最关注的财务指标是净利润增速。行业净利润增速是将一个行业所有上市公司的净利润加总，然后看这个值比上一期超出多少。它体现的是行业整体的盈利变化情况。一般说来，不同风格的行业，自身的盈利差异非常明显。周期类行业的盈利波动性是最大的，它的净利润增速最高有200%，最低有-60%。净利润增速的变化与工业品价格指数PPI的相关性很高。成长类行业，2013年之后的净利润增速明显偏高，平均增速高达22%，其他四类都在20%以下。消费类行业的净利润增速与居民消费价格指数CPI息息相关。金融和稳定类行业的盈利变化波动是最小的。

通过把握行业净利润增速的历史值和规律，我们就可以对当前的盈利水平进行定位。比如说2018年三季度，周期板块最近一年的净利润增速大约30%，在5种风格板块中是最高的。但周期板块自2017年6月达到这一轮盈利增速的高点后，已经连续4个季度下滑，整体实际上正处于

下行周期。

除了财务情况之外，我们还需要看行业的估值来判断投资时点。当一个公司的股价被低估，盈利又很可观时，是一个不错的投资机会，行业也是如此。

估值有绝对估值法和相对估值法，在“公司投资法”里会给大家详细说明，这里先简要介绍一下。相对估值法是看市盈率、市净率（P/B）这样的比率，在Choice、同花顺终端中很容易跟踪。对个体公司来说，市盈率等于股价除以每股收益，或者用总市值除以净利润，代表投资者为得到企业每年1元钱的净利润需要支付多少钱；市净率等于股价除以每股净资产，或者用总市值除以净资产，反映公司在每年这样的净资产下，支撑起多高的股价。行业估值也是同样的道理，行业的市盈率等于行业内全部上市公司的总市值除以全部归母净利润，具体数值大家可以在Choice终端上查到。

市盈率实际上体现的是人们对于公司或行业未来盈利的预期，如果这个行业预计未来盈利会提升，那人们就愿意接受更高的市盈率。由于不同行业受经济周期、政策、技术等因素的影响不同，市场对它们的盈利预期也就会有不同，估值差别也就会很大，比如通信行业的市盈率就远高于钢铁行业。除了横向对比外，我们还可以给行业市盈率做一个历史比较，就是看它当前的市盈率在历史上是一个怎样的水平。

总结一下，我们可以从三个维度来了解一个行业：一是行业定位，二是行业前景，三是行业的基本面。这只是一个初步认识行业的框架，还远远不足以形成具体的投资选择。

行业投资策略：不同时期如何挑选行业？

之前我们介绍了如何判断经济周期，并主要从大类资产的角度分析

了在经济形势好转和经济形势变坏的情况下，应该如何投资。而这节我们主要讲在经济周期的不同阶段应该如何挑选行业。

对于股票投资而言，我们最关注的周期是短周期，也就是最近三四年的情况。我们前面讲过，可以用经济增长和通货膨胀这两个核心指标，将经济周期分为复苏、过热、滞胀和衰退四个阶段。著名的美林投资时钟模型就是这样划分经济周期的。在不同的阶段应该投资不同的资产类别，复苏期应该配置股票和债券，过热期应该配置商品和股票，滞胀期应该配置现金和商品，衰退期应该配置债券和现金。

不过，我们在实际投资中，操作却没有这么简单。因为每一轮经济周期的背景都是不同的，周期有共性也有差异，股票市场的表现也是如此。比如2013年和2014年上半年，经济下行压力很大，处于衰退阶段，但2014年下半年却迎来了一波大牛市。当时的情况就是经济增速不断下滑，触及了政府经济增速不低于7%的底线，然后政府做出反应，央行启动新一轮货币宽松政策，从2014年11月开始，连续降准降息。在央行大规模的放水刺激下，市场流动性变得充裕，股市也受此推动走出了资金牛。

股票可以根据上市公司主营业务的不同，被纳入不同的行业。在前面我们对行业进行了定位和分类，最常用的分类方法是中信风格分类和申万行业分类。根据中信风格分类标准，股票可以分为金融、周期、消费、成长和稳定这五类；而根据申万一级行业分类标准，也可以分为采掘、钢铁、银行、计算机等28个行业。这些行业的股票在不同宏观经济环境下会有不同的市场表现。接下来我们就来看一下经济周期中的行业轮动规律。

在经济复苏期，金融、房地产和基建产业链的相关行业表现较好。在衰退阶段的后期和复苏期，货币政策相对宽松，资金成本也较为低廉，企业融资扩张的意愿比较强，这会直接加快金融业的资产扩张，扩大金融业的营业收入。房地产政策在这一阶段也会变得宽松，这又会改

善地方政府的财政，提高土地出让金收入。地方政府有了钱，自然可以做更多的基建投资。房地产和基建投资又会进一步带动建筑建材、钢铁以及制造业的需求。制造业中最典型的就是挖掘机，过去两年挖掘机之所以卖得那么好，就是因为房地产和基建的拉动。2016年中国经济步入复苏阶段，当时股票市场的表现也体现了这个逻辑，银行、地产，以及建筑、建材等周期板块首先开始上涨，随后钢铁持续上涨，然后是机械等制造业相关板块。

在经济过热期，与大宗商品相关的资源类股票和可选消费行业的股票收益最高。经济的持续扩张使需求不断增加，供给端企业的议价能力不断提升，带来了原材料价格上涨，上游资源类企业，如煤炭、钢铁、有色等行业积累了较多的利润。同时，居民的可支配收入增加，消费意愿提升，物价也开始上涨，消费行业中的可选消费，如家电、汽车，逐渐进入盈利改善阶段。所以我们看到，2017年家电全年涨幅达到53%，在申万一级的28个行业中收益排名第二；龙头企业美的集团、格力电器、青岛海尔（现更名为“海尔智家”）涨幅都在一倍左右。钢铁、有色行业的涨幅也都超过了15%，在行业涨幅中排名前五。

在滞胀阶段，大众消费、石油石化、医药生物、农林牧渔等典型的后周期行业能取得超额收益。前面我们讲过，滞胀是经济增速回落和通胀高位的阶段，这个阶段的政策是很尴尬的，但相比于经济回落，持续的通货膨胀更具有杀伤力。过高的原材料价格挤压中下游企业的利润，造成企业倒闭，实体经济不景气；同时银行存款规模下降，供应货币能力下降，货币市场流动性差，资本市场萎靡；过高的通货膨胀还容易引发系统性的危机，20世纪80年代的拉美债务危机就是由于全球范围的过高通胀造成的。因此，在滞胀阶段，货币政策通常转向紧缩。这时，股票市场的表现不会太好，不建议在这个时间配置股票资产，2017年四季度到2018年上半年就有这样的特征。但如果你需要配置一定的股票，有两类行业会有相对收益：一是需求弹性较低的行业，比如大众消费、医药生物。这些行业与居民生活息息相关，无论经济好坏都是必不可缺

的，对价格的敏感度较低，即使在经济下行时收益也能对抗通货膨胀。二是受益于涨价逻辑的行业，比如石油石化、农林牧渔。在滞胀阶段，工业品的价格已经到达顶部或出现回落，而原油、农产品价格仍然坚挺。这两类行业都是比较典型的后周期行业，也就是说它们的表现滞后于经济周期。

在经济衰退期，配置盈利与经济周期波动相关性较弱，受益于无风险利率下行的稳定、成长类行业，后期金融行业也会改善。在这一阶段，其实也是不建议配置股票这种风险资产的，因为企业盈利在这一阶段是加速下行的。从历史上看，在1999年以来的五轮库存周期中，股市除了2014—2015年的“流动性牛市”外都是震荡下行，平均跌幅在20%左右。在这一阶段，股票表现相对较好的是稳定、成长和金融行业。在衰退阶段，市场的核心矛盾已经从通胀转向了宏观经济和企业盈利加速下行，此时对于上市公司来说，盈利增长的稀缺性就会得到体现，稳定和成长类企业的盈利与经济周期波动的相关性较弱，所以在这个阶段能够取得相对收益。而在衰退阶段的后期，货币政策通常会转向宽松，市场的风险偏好改善，金融类企业会出现明显的营收扩张，成长类企业在这一阶段现金流压力也会明显减小，此时可以开始布局股票市场的投资，看好金融和成长类企业在这一阶段的超额收益。

总结一下。在经济复苏期，配置金融、房地产和基建产业链的相关行业；在经济过热期，配置资源类股票和消费行业；在经济滞胀期，配置大众消费、石油石化、医药生物、农林牧渔等典型的后周期行业；在经济衰退期，选择盈利与经济波动相关性弱的稳定和成长类企业，后期配置对政策宽松较为敏感的金融和成长行业。当然，这只是一个简化的周期投资方法，具体到实际操作时，A股市场还受到监管政策、风险偏好、国际环境等外部因素的影响，需要结合所有因素全面评估，才能做出准确的判断。

周期类行业：钢铁煤炭股如何投资？

周期类行业大概是机构和个人投资者都最爱又最恨的行业。为什么“最爱又最恨”呢？因为股票本来就是大家又爱又恨的资产，而周期股行情有一定规律，却又是短期波动最大的一类行业。如果我们能把握住规律，在正确的时间买入，享受到它的股价高弹性，那很有爱；如果把握不住规律，在错误的时间进了场或者没及时退出，那就会亏损很多，由爱生恨了。

什么是周期类行业呢？周期性行业是指和宏观经济波动有较强相关性的行业，典型的周期类行业包括煤炭、钢铁等大宗原材料，机械、造船等制造业。我们将中信风格分类中“周期”这一类别的成分股提取出来，按照申万一级分类方式分类，可以发现化工、机械设备、汽车行业的股票数量最多，但这也与行业总的上市公司数量较多有关。所以我们再来看比例，钢铁、化工和汽车行业中有超过90%的上市公司是属于周期类的。

周期类行业在产业链上的位置和分工

行业研究的第一步是定位，要了解这个行业在产业链上的位置和分工。这是因为，产业链的上下游供需变化能够影响价格、产量、库存等关键变量，而这些变化最终都会传导到盈利和人们的心理预期上。以钢铁行业为例，如果下游需求变大了，比如房地产开工增加，钢铁库存在短期内就会快速下降，钢铁的商品价格会上涨，生产商增加产量补库存，钢铁企业的利润预期会增加。2018年上半年，房屋新开工面积的增长速度快速升高，从2月的3%上升到6月的12%。而建房子需要用钢，这一时期钢材的库存不断下降，主要钢品种库存从3月的近2000万吨的历史高位下跌到6月的1000万吨，半年去了一半。需求强劲也提高了价格，主要建筑原材料螺纹钢的现货和期货价格从3月底开始波状上升，到8月中旬时涨幅接近30%。而高价格又会带来高盈利，2018年股票市

场中钢铁行业的上半年盈利很好，超出市场的预期。在当时整个股市风险偏好不断降低的情况下，钢铁行业1—7月仍取得了6%的超额收益。

周期行业的盈利与宏观经济波动的相关性比较强。我们拿钢铁行业举例，它的需求有一半来自建筑业，主要是房地产和基础设施建设。中国的房地产和基建投资占固定资产投资的比重一直是很高的，2017年大约在50%左右，所以钢铁行业的需求与宏观经济波动的相关性很高。再比如重型卡车，它属于工程机械行业，销量也主要受房地产和基建投资的影响。因此，对于周期类行业来说，根据宏观经济的波动，进行自上而下的投资是非常重要的。

这就需要我们根据经济波动把握规律。我们讲过，在经济复苏期和经济过热期，周期行业具有相对优势。具体来看，房地产和基建产业链，包括钢铁、建材等行业，在经济复苏期表现最好；与大宗商品相关的资源类股票，包括采掘、有色、钢铁、化工等行业，在经济过热期表现最好。我们再来看下实际的市场表现。2005年以来，周期板块在2007年全年、2008年年底到2010年年底、2013年11月到2014年10月、2016年3月到11月，这四个超过半年的时间段里，市场表现持续跑赢大盘。其中，除了2013年11月到2014年10月那一时间段经济比较弱，其他三个时段都处于经济复苏和过热的阶段，这并不是巧合。而那特殊的2013年到2014年的一波周期股行情，当时主要是受到利好基建的“一带一路”倡议的刺激。

我们再来看下具体细分行业的市场表现。采掘、有色板块的指数走势非常一致，它们的共同特点是在2011年之后，表现都明显变差，同样如此的还有钢铁，这反映了在经济转型升级过程中资源型行业的地位在下降。汽车和机械设备的走势也较为一致，从长期看，相对于上证综指它们都是波动上升的。此外，如果我们从行情的持续性来看，建材的行情是持续性最强的，化工次之，它们也是长期波动上升的。所以说，每个行业都有自己独特的规律，这需要大家多去观察总结。

周期类行业的主要驱动因素

我们再来看下周期类行业的主要驱动因素是什么？是估值贡献大，还是盈利贡献大？周期板块中，估值和盈利的波动一致，但是估值变动领先于盈利变化。也就是说在周期行业的行情启动时，主要是靠估值驱动，人们对于盈利的预期首先是反映到估值当中；之后盈利逐渐兑现，周期行业的盈利和估值同时进入上升轨道，这个阶段行业收益是最好的，也是最安全的；最后，在行情的末端，估值会率先回落，这时对市场走势起支撑作用的是盈利，也就是说在长期的周期股行情中，如果观察到估值有较大幅度的回落，就不要恋战了。

前面我们讲的是投资周期类行业要根据经济周期选择进场时间，那么个股该如何选择呢？我给出的建议是围绕“产业集中度提升”的逻辑展开。随着供给侧改革的推进，传统行业去产能提速，钢铁、煤炭等行业进入“以兼并重组为手段、以布局优化为目标”的转型升级阶段。一方面淘汰生产率较低的企业，鼓励并购重组，以提升行业集中度；另一方面去产能降低了原材料供给，有助于提升行业利润。这意味着行业会形成一批集中度高、产品质量高、公司效益好的龙头企业，这是蕴藏在去产能阶段后期的投资机会。

我们以钢铁业为例。从去产能的情况来看，2016年、2017年钢铁业都超额完成了去产能目标，粗钢有望在2018年完成“十三五”规划中的上限任务。与此同时，钢铁企业的并购重组加速，2017年多家专注于钢铁产业资源整合的基金成立，比如四源合钢铁产业结构调整基金、长城河钢产业发展基金等。政策方面，国家提出到2025年要实现钢铁产业集中度达到60%的目标。因此，未来几年将是钢铁行业产业集中度提升的关键阶段。除钢铁，煤炭、有色、石化等行业也在去产能后期阶段，同样面临这样的结构性调整，值得投资者关注。

总结一下。首先，我们从周期性行业的定位出发，以钢铁行业为例，解释了产业链上下游的供需变化能够影响价格、产量、库存等关键

变量，这些变量最终都会作用到行业的盈利和预期上，所以我们对于周期类行业要根据经济周期来选择进场时间。其次，通过复盘2005年以来A股市场周期板块的表现，验证了前面关于“周期行业在经济复苏期和经济过热期具有相对优势”的结论。最后，介绍了周期板块的估值和盈利驱动的特点。在个股层面，未来几年钢铁、煤炭这类资源型行业的投资机会主要来自并购重组产生的龙头效应。

成长类行业：高科技股如何投资？

大家可能听说过任泽松，他原来是中邮基金的明星基金经理。2012年12月到2015年6月，他管理的基金净值涨了7倍多，远远将同行甩在身后。取得这么高收益是因为他重仓了创业板。但成也萧何，败也萧何，乐视网这样的创业板股票在这之后走势一路下滑，而任泽松因重仓创业板无法分散风险，明星经理变成了踩雷经理。成长股的走势和任泽松的经历非常相似，行情好的时候能远远超过大盘走出亮眼的行情，行情不好的时候表现也是意想不到地差。有的投资者会问，讲周期类板块的时候你不是说周期类板块是大家最爱最恨的行业吗，现在怎么听起来成长股才是大家最爱又最恨的行业呢？其实，周期类板块的行情波动和成长类板块是完全不一样的，周期类板块的行情与宏观经济走势的关联性非常高，所以它的短期波动很大，一般来说行情不会超过半年。成长类板块跟宏观经济走势虽然也有关系，但从A股市场目前情况来看，成长股的投资方法不能过多依赖经济波动，它的行情持续时间比周期板块要长很多，所以赚钱效应也比周期类板块更强一些。

我们先来看看成长类行业具体包括哪些子行业。成长股是指业绩增长比较快，成长性比较高的股票。这种界定方法意味着成长股所属的行业会随着经济结构的变化而变化。在21世纪的前10年，成长股还是以化工、房地产、有色金属这些现在看来是周期类的行业为主，但从2013年开始，传媒、计算机、电子这些新兴行业占比明显上升。现在看来，在

中信风格分类的成长类股票中，计算机、电子、传媒等TMT行业的股票数量最多。成长类行业的产业链是非常复杂的，不同子行业有不同的产业链分工，它们的盈利与上下游行业的关系不像周期类行业那么紧密，因为很多产业还处在发展的早期，在这里我们就不展开讨论了。

成长类股票的驱动力

有些投资者会问，根据成长类板块的定义，它是盈利增长最快的板块，可为什么从2016年开始却跌得这么惨？成长类板块，正如其名，讲究的是公司盈利增长快，又因它们很多是TMT这种新兴产业，所以有时候也会跟国运发展挂钩。我们曾经构建过一个指数，由每年净利润增速最快的10%的个股组成的。这个指数在2016年以前基本都是上涨的，在2013—2015年甚至呈指数级上涨，但在2016年，拐点出现了，增长最快的个股组合开始下跌了，甚至跑不赢大盘。很多人对此比较恐慌，毕竟业绩增长最快的个股都不被看好了，而这些个股的上市公司都是各自产业的优秀代表，这是否意味着不看好中国新兴产业的未来？这似乎有点赌国运的意思，我们在这就不细谈了，我是坚定看好的。我更想跟大家分享的是，如何通过成长板块的驱动力变化来把握未来的投资机会。

我们来看下A股中成长类股票的驱动力是怎么变化的。2011年以前，经济高速增长，地产公司的资产和业务实现了收入和利润的双增长，这是通过内生发展而不是兼并收购得到的。后来，随着创业板的开市，越来越多的新兴产业个股上市。2012年，证监会发布了简化并购重组审核的政策，引发了2013—2015年新兴产业并购重组的火爆。现在大家对成长类行业的印象，多少都会受那个阶段的影响，觉得高科技股就是讲故事，通过并购一些跟自身业务不是很相关的公司讲一个产业融合的故事，或者并购同行业的小公司讲产业整合升级的故事，把估值先炒上去，等并购完成了，业绩马上就会有飞速增长。我们统计了并购重组事件对上市公司业绩的影响，发现并购完成后的第一期和第二期季报，净利润增速平均提高近100%。但若从长期来看，并购重组对上市公司

的业绩却没有太大影响，并购重组完成后的一年半到两年时间内，公司业绩会恢复到正常的增长水平。也就是说2012年以后，成长板块的业绩增长主要靠并购重组，而这个效应在2015年时达到顶点，后来就弱了下来。

在并购重组的浪潮中，很多公司产生了很高的商誉，后续就会面临商誉减值的风险。如果说一个公司能不断地并购，商誉减值就不会构成风险，业绩也能保持快速增长。但是政策并不允许这样的泡沫不断积累，所以就会产生所谓的“金融监管周期”。随着2016年金融监管力度的加强，并购重组开始退潮，成长类行业失去了并购带来的增长动力后，业绩增速开始回落，估值下杀得更快，之前并购重组所积累的商誉风险也开始暴露出来。2019年时传媒行业的总商誉最高，超过了1600亿，占A股整体商誉的11%，这也是传媒行业指数近三年来不断创新低的原因之一。

讲了这么多成长板块的发展历史，就是想告诉大家，在并购重组不太可能再火热的时期，我们需要寻找的是内生增长、可持续的成长股，同时也要注意防范个股商誉减值的风险。

成长股的特征：技术护城河

内生增长、可持续的成长股有什么特征呢？最重要的一点是要有技术护城河。在这里，我以科大讯飞和乐视为例。科大讯飞是一个做智能语音的公司，目前在中文语音识别领域占垄断地位。乐视当年也有很大的梦想，想要做一个巨大的生态系统，里面有视频、汽车、金融和体育等众多板块，但这些板块很少有技术护城河。两者的结果是，有着核心技术支撑、能够内生增长的科大讯飞，经历了15年熊市的颓势之后不断波动上涨，而乐视的梦想却彻底破灭了，成为很多股民心中的痛。这就是技术护城河的重要性。

讲到这儿，有的投资者可能会疑惑，前面讲了不同时期如何挑选行

业，那成长类行业跟宏观经济周期的关系还能适用吗？之前那一节中说的成长类板块指的是它现在所包含的行业，也就是以计算机、传媒、电子、通信为主的TMT行业。学习成长类板块与宏观经济波动的关系对把握成长类股票的短期机会是非常重要的。经济衰退阶段后期，货币政策通常会转向宽松，市场的风险偏好改善，成长类企业在此阶段的现金流压力会明显减小；而周期、消费板块的盈利跟宏观经济波动的相关性比较高，在这段时期它们的盈利都不会很好，这时成长板块的性价比就相对提高了。因此，在经济短周期衰退的后期我们是看好成长类行业的。2011年之后TMT行业的上市公司数量迅速增加，我们复盘了从那之后的成长板块的市场表现，发现在2013年1月至2014年10月、2015年1月至2016年1月是持续跑赢大盘的，而这两个时间段都是经济从衰退转向复苏的时期。

最后，我们从中观的角度再来看一下成长类行业的发展阶段。成长类行业目前大多处在幼稚期和成长期，市场增长率高，行业壁垒逐渐提升。以计算机行业为例。当前与计算机技术相关的热点概念有很多，例如人工智能、大数据、云计算等等。从2014年到现在，这些概念板块的市场表现，都是大幅领先上证综指的，但它们的每股收益却都低于A股平均水平，这说明这几个子行业当前处在高估值低盈利的幼稚期。此外，未来盈利很难判断也是高科技股的一大特点，对于这类股票有一种相对简单的投资方法，就是跟着技术热点主题走。我们统计了与计算机行业相关的技术热点主题的收益情况，包括物联网、云计算、人工智能等10个主题，其中9个在热点出现后的一年内都大幅跑赢了大盘。不过这种技术热点的主题投资也并不容易，还会有落地表现不及预期的潜在风险，需要投资者在实施过程中注意。

总结一下。对于成长类行业，我们需要掌握三种投资方法：第一，从长期来看我们需要寻找的是内生增长可持续的成长股，同时也要注意

防备商誉减值风险，这是当前最重要的也是最稳健的投资方法；第二，从短期来看，在经济短周期衰退的后期更看好成长类行业；第三，对于还处在产业生命周期早期阶段的产业，可以做热点技术的主题投资，不过需要注意潜在风险。

消费类行业：衣食住行股如何投资？

我们先来看一组数据。目前股票类公募基金和北上资金，消费行业的配置比例都超过了40%，而消费行业流通股市值占比，也就是全市场的配置比例，只有20%左右。具体细分来看，医药和食品饮料是公募基金最偏爱的行业，现在的配置比例分别是16%和11%，而且它们也已经连续六年市场表现排名前两位了。食品饮料和家电是北上资金配置最多的两个行业，现在的配置比例分别是19%和10%。为什么机构和海外资金都这么喜欢买消费股呢？在此我就给大家讲一下消费股的投资逻辑。我会带大家先看一下消费股的特点，再告诉大家如何把握其中的投资机会。

消费股的特点

说到消费行业，大家都不陌生，因为它涉及我们生活的方方面面，每个人都要消费，衣食住行的消费都是我们的日常所需。股市中的消费类行业具体指的是哪些呢？中信风格分类中，“消费”这一类别的成分股共有520只，商贸、食品饮料、家电、医药这几个行业的股票数量最多，同时也是消费成分股占比最高的行业，它们都有超过70%的上市公司被划分到消费板块之中。

前文中我们讲过，如果按照统计局在国民经济核算中三大产业的划分方法，工业产业链的下游产业主要是消费行业。既然是工业生产中的下游产业，消费的需求该怎么判断呢？简单说，是由人们的消费能力和

消费意愿决定的。研究消费行业的需求，需要把消费品分为必需消费和可选消费两类：必需消费是指单价较低、消耗量大、购买频繁的商品，比如食品、服装；可选消费是单价较高、使用时间比较长的商品，比如汽车、珠宝、高端家电这一类。必需消费品的需求是比较稳定的，因为不管经济环境怎么变化，基本的生活需求是会被最先满足的。而可选消费就不同了，经济好的时候，人们可支配收入高，消费意愿也强烈，可以多买一些价格高的商品，经济不好的时候，就少买一些。所以说，可选消费有比较强的周期属性。

在各个行业大类中，我认为必需消费行业的股票是最适合个人投资者投资的。为什么这么说呢？因为必需消费行业是长期来看表现最好的行业，也是最容易出现牛股的行业。从A股市场的情况来看，2000年以来累计涨幅最高的几个行业都属于必需消费板块，食品饮料涨了8倍，医药生物涨了将近5倍，家电、休闲服务涨了4倍左右。从个股的角度，2000年以来收益率最高的20只牛股中，有一半都属于消费行业，包括5只食品饮料股、3只医药股、1只农林牧渔股、1只家电股。我们熟知的泸州老窖、伊利、云南白药等食品饮料和医药的龙头都是超级牛股，它们很多都是十倍股甚至几十倍股的代表。这个规律同样也出现在海外市场，美国在1957—2003年的大牛股中，收益率最高的20只股票中有11只属于必需消费行业，其中2只日化用品股，9只食品饮料股，我们熟悉的可口可乐、百事可乐、宝洁、箭牌公司都在其中。日本“失去的二十年”中，虽然股票指数没涨，但消费行业的牛股却层出不穷，做家居装饰的宜得利，做个护的尤妮佳、贝亲等等，这些消费牛股的年化收益率高达10%。这也可以解释本节开头时说的的问题，为什么机构和海外资金都这么喜欢买消费股。

这样的现象并非偶然，而是由必需消费的行业特征决定的。必需消费品行业受新技术的冲击小，品牌壁垒比较高。比如在吃的方面，消费习惯一旦形成就很难改变，吃惯了老干妈，就不会再去买很多王致和，所以在消费行业很容易形成寡头垄断。形成较好的竞争格局之后，龙头

公司可以掌握定价权，借助规模优势降低成本，使盈利能力长期稳步提升。再加上必需消费大多是刚需，俗话说，由奢入俭难，许多消费需求一旦产生就很难再改变，所以必需消费股的经营业绩受周期性因素的影响较小。

如何把握消费股的投资机会

那应该选择什么样的必需消费股呢？我们刚刚也说了，牛股的形成是因为有品牌效应、规模效应和定价权，所以很简单的逻辑就是选择必需消费的行业龙头。有一些投资者可能会问，那什么时候是入场时机呢？这个问题又回到了短周期的层面。尽管必需消费行业的盈利非常稳定，但还是有一定的短周期规律的，它的盈利波动要滞后于经济周期，在增长回落初期、价格仍然上行的滞胀阶段优势最明显。但是我们也讲过，从大类资产的角度，股票这类资产在短周期经济复苏和过热阶段都是有优势的，也就是说这时候投资必需消费虽然不会有超额收益，但大概率会有绝对收益。所以，如果你打算长期持有某只必需消费股，在经济的复苏、过热和滞胀阶段入场都是可以的。

下面我们再来看看可选消费。可选消费可以说是一个强周期性的行业，主要投资方法是根据宏观经济波动自上而下投资。在经济过热期，居民的可支配收入增加，消费意愿提升，物价也开始上涨，可选消费进入盈利改善的阶段。这个阶段，可选消费板块指数通常是能跑赢大盘。我们复盘2009年以来可选消费板块指数的市场表现，并剔除了2014年、2015年牛市和股灾的特殊阶段，发现在2009年到2010年、2013年、2016年和2019年都是跑赢大盘的，这些基本都是经济周期复苏到过热的阶段。

总结一下。消费行业可分为必需消费和可选消费。必需消费行业是最适合个人投资者投资的行业。原因有两点，第一，它是最容易出

现“长跑冠军”的行业；第二，选择个股的方法很简单，就是买龙头股。如果想做长期投资，在经济的复苏、过热和滞胀阶段入场都是可以的。可选消费行业，主要的投资方法是根据宏观经济波动进行自上而下投资，在经济好的时候，市场表现会更好。

金融类行业：银行券商股如何投资？

查理·芒格在谈论银行股时说过：“如果没有对银行从业人员很强的把握，我不认为任何人应该买银行股，银行业是一门危险的生意，那对投资者是一个非常危险的地方。如果没有深入的洞察，远离银行股。”巴菲特也说过类似的话：“银行本质上是有着十几倍杠杆的生意，任何错误都会被杠杆成倍放大。”为什么两位投资大师对银行股要做这样的风险提示呢？A股市场的银行股、金融股又有哪些特征呢？这节我会带大家来学习金融股的投资方法。

金融类行业的范围

金融类行业不仅包括银行，还有保险、券商这些我们常见的行业，我们称之为“非银金融”。另外，中信风格分类法把很多房地产股也放在了金融下面。为什么会把房地产股划分到金融中呢？这是因为现在的房地产行业具有很强的金融属性，和信贷、利率、杠杆等指标关系密切，在信贷放松、利率下降、高杠杆的时候，房地产价格会上升。在这里，我们还是主要探讨银行和非银金融如何投资，非银金融里着重来看券商。

A股上市的36家银行股中，有6家国有商业银行、8家农商行、9家股份制商业银行和13家城市商业银行，虽然数量少，但是总市值占到了3000多家A股公司的15%，对大盘影响很大。在非银金融行业中，有44家证券公司、7家保险公司和30家其他金融类公司。我们先来看一下银

行和券商的主要盈利模式。银行主要是依靠存贷款的利息差来获利；券商是依靠经纪、承销和自营三种方式盈利，其中经纪是最主要的，也就是收取交易佣金，通俗来讲就是股票换手时的手续费。

金融类股票的行情与特点

下面我们来看一看银行和券商的行情各有什么特点。

银行是除了必需消费之外第二个适合长期投资的行业。为什么这么说呢？因为银行盈利稳定，股价波动小，相对收益长期来看是波动上升的，而且有股息率高的特点。银行的核心指标是资产质量，看的是企业的偿还利息能力，更在乎的是经济不要太差，而不是经济有多好。所以，在经济向好时，银行股盈利和估值都会提升；在经济刚开始下行时，其他周期股有压力，但银行的基本面能保持稳定。我们复盘了2000年以来银行业的股价表现，发现从2005年以来银行指数跑赢大盘的时间是非常多的，年化的超额收益在7.5%左右，指数的波动也比较小。2005年后银行股有4个阶段持续跑赢上证综指，分别是2005年到2009年上半年，2011年下半年到2013年年初，2015年下半年到2016年上半年，以及2017年下半年到2018年10月。在这几个阶段里中，2005年到2009年上半年，宏观经济经历了一轮短周期的完整阶段和下一轮短周期的复苏阶段。这一次银行的牛市行情持续了这么久是因为这段时间银行的不良贷款率出现了大幅下降，从10%降到了2%以下，而且2005—2007这三年是中国经济发展最快的几年，GDP增速都在10%以上；2011年下半年到2013年年初，还有2015年后半年到2016年上半年，这两段基本是符合我们总结的银行在衰退后期和复苏期会有超额收益的规律；本轮短周期的过热到滞胀的阶段，银行股虽然没有绝对收益，但还是跑赢了上证综指，这体现了业绩确定性和稳定性在周期顶部和下行阶段的溢价。

银行股息率一般都很高，36家银行近五年的平均股息率为2.16%，高于A股平均的0.65%，有15家银行近五年是年年派息的，平均股息率最高的是工商银行，近五年的股息率平均是5.32%，而工行一年期定期

存款利率不过1.75%。

从估值来看，2018年最后一个交易日银行平均市盈率为6.13，市净率为0.81，这两个指标都远低于A股整体水平，在所有申万一级行业里几乎是最底的。同时期美国银行板块平均市盈率为12.7，市净率为1。国内银行的估值水平距离美股还有一定距离。我们还可以从市盈率—净资产收益率框架来看行业的价值，我们将各行业的市净率、净资产收益率做一幅二维散点图，纵轴表示市净率，横轴表示净资产收益率，目的是找出那些净资产收益率高而市净率低的行业，这样的行业是当前性价比最高的。目前在申万一级28个行业中，银行是位于市盈率—净资产收益率图的最右下方的行业，也就是说性价比是最高的。

券商和银行相比有较大的区别。券商在金融类行业中周期属性比较强。从逻辑上看，经济向好的时候，人们在股票市场上交易也会更频繁，券商的盈利会增加；而经济变差时，股票表现差，人们的交易会减少，券商的盈利会下降。通过复盘2000年以来券商股的表现，我们发现券商行业在A股牛市行情中能获得很高的超额收益，也就是说它向上的弹性比大盘大。这是因为牛市期间，大量资金涌入股市，交易额迅速增加，券商的经纪业务贡献了巨大的盈利。

总结一下。我们从金融类股票的定位入手，着重分析银行、券商两个行业。银行是除了必需消费之外第二个适合长期投资的行业，因为银行的盈利稳定，股价波动小，相对收益长期看是波动上升的，而且银行股股息率高；从估值上看，银行在所有行业中估值最低，距离美股银行板块的估值也有一定的距离。券商股的特点是适合在牛市期间持有，因为弹性较大，能在牛市期间获得更高的超额收益。

白马股重构：传统行业的“马太效应”

股市中的“马太效应”

“马太效应”源于《新约圣经·马太福音》中的一则故事，故事里国王出门前分给三个仆人一人一锭银子，让他们出去做生意。当国王回来时，发现第一个仆人用一锭银子挣了10锭银子，于是奖励第一个仆人10座城池。第二个仆人挣了5锭银子，国王奖励了他5座城池。但第三个说怕把银子弄丢了，所以一直收着没有花，就没有挣到银子。国王听后把第三个仆人的银子拿来奖赏给了第一个。国王说：“凡是少的，就连他仅有的，也要夺过来。凡是多的，还要继续给他，让他多多益善。”这个故事后面被经济学借用，形成了现在“贫者愈贫，富者愈富”的“马太效应”。

接触股市时间比较长的股民可能会对最近几年A股市场的风格切换有深刻的感受。2013—2015年，以创业板为代表的新兴产业异军突起，而2016年以后，“龙头”“白马股”“价值股”这些字眼儿又重新活跃起来。之前听过一个买方的朋友讲，前几年创业板行情火爆的时候，同行之间开玩笑嘲讽会说“你才价值投资，你全家都价值投资”；但在2017年，很多新兴产业、成长类、中小盘风格的基金收益特别差，不少2013年、2014年招进来做成长股投资的基金经理直接被裁员了。我们把Wind一级行业的各个传统行业的前五大龙头拿出来，发现2016—2019年，各行业龙头整体上都跑赢了行业指数。如果在每年年初配置各行业前一年市值最大的5只个股，这三年的年化超额收益率大约是16%。也就是说在2016年以后，A股市场传统行业的马太效应在增强。

为什么会出现马太效应？

为什么会出现这种马太效应？原因主要有两个：一是传统行业产业集中度提升，业绩更多地向龙头企业聚集；二是机构投资者比重增加和外资的进入进一步强化了龙头股的优势。

先说产业集中度提升。钢铁、煤炭等资源型行业龙头的形成受到了

供给侧改革的影响，这些行业进入了以兼并重组为手段、以布局优化为目标的转型升级阶段，生产率较低的企业不断被淘汰，同时并购重组组成了一批体量更大的企业。家电、白酒这类消费行业经历了市场竞争的调整，从生命周期理论看，随着行业技术进步，壁垒越来越高，行业逐渐成熟甚至出现产能过剩，大企业可以通过提高质量、改善性能来确保地位，而小企业在市场竞争中难以为继，面临淘汰。

从微观市场结构看，2016年之后机构投资者占比增加，散户占比下降，主要原因是2015年股灾和2016年熔断对散户造成了比较大的打击，散户的活跃度大幅降低，而以保险、社保为代表机构投资者在有序扩张。另外，A股市场不断引入外资，沪股通、深股通扩容，QFII（合格的境外机构投资者）及RQFII（人民币合格境外机构投资者）扩容，MSCI、富时罗素、标普道琼斯基准指数纳入A股，外资机构在加速进场。在市场风格的选择上，机构投资者，尤其是注重绝对收益的机构投资者以及海外投资者，他们的投资理念相对于散户来说更价值化，对白马股的偏好更强。白马龙头由于稀缺而被机构和外资疯抢，在2017年末和2018年年初到达估值高点，目前白马股的机构拥挤程度已经减轻了不少，估值也逐步回归到了正常水平。长期来看，A股机构和外资的持股比例上升会强化龙头股的马太效应，港股就是最好的证据。

探究龙头股

为了进一步探究这些龙头企业的核心价值，我们对2017年年底的45只龙头股票组合的长期价值进行评估。整体来看，这45只龙头股的盈利增长十分稳健。最近三年，这批龙头企业的整体净资产收益率在12.5%左右，高于同期A股约2个百分点。因此，从业绩的角度来看，这些龙头股是A股中比较优质的资产，长期价值依然存在。

从估值水平看，近五年来龙头股的整体估值比A股要低得多，龙头股整体估值水平约为10倍，A股整体为14倍。分行业来看，大部分行业龙头股的估值水平是低于行业水平的，但也有个别行业例外，医疗保健

行业的龙头股估值水平在2017年年底就超过了行业水平，金融类和日常消费类的龙头股估值水平与行业水平比较接近。一般来说，我们可以接受龙头的估值高于行业整体水平，因为我们允许龙头因为行业竞争力、业绩等优势而存在溢价。但A股目前的情况是大部分龙头股的估值低于行业估值，这表明龙头股有极大的投资价值，既有长期的价值，估值又比别人低。

我们再来看估值的历史比较。我们选取了在2010年以前上市的龙头公司进行历史估值比较，2019年年初，这批龙头股的估值大约在2010年17%的水位，算是一个非常低的水平了。目前龙头股的估值低和2018年白马股补跌有关。调整过后，白马股的机构交易也不再像2017年那么拥挤了。所以从历史估值的角度来看，当前龙头股到了长期配置的合适时点。

总结一下。传统行业存在马太效应，主要是行业层面的产业集中度上升，以及市场微观层面的机构投资者和外资的增加。从业绩的角度看，龙头股盈利稳健，是A股的核心资产；从估值的角度看，龙头股估值普遍低于行业估值，而且处于历史的较低水平。因此，我们认为传统行业龙头股是适合长期配置的资产。

黑马股退潮：新兴产业的估值重估

新兴产业的龙头股

黑马股指的是那些不被大家看好，却出人意料大幅上涨的股票。也就是说，这些股票并没有业绩基础，但估值却抬升得很快。了解A股市场的朋友可能会有体会，2017年之后大家对黑马股的讨论越来越少了，A股的市场风格变得越来越价值化了。我们从几个数据中能看出这种趋

势。申万风格指数中的亏损股、微利股，还有ST概念指数，这几个指数相对于上证综指的走势在2009—2011年、2013—2015年上升得非常快，但是从2017年开始明显进入了下行区间。为什么黑马股的表现会出现这种变化呢？

和之前我们讨论成长股的风格一样，我们先来看一下黑马股经常出现在哪些行业。2013—2015年的黑马股多出现在医药生物、计算机、电子等新兴行业中，这说明新兴行业在那几年估值并不合理。前文中我们讲过，成长股在2013—2015年也多集中在新兴行业中。也就是说，那几年在新兴行业中，一部分业绩增长非常快的股票估值迅速抬升，导致整个行业的个股（包括业绩非常差的个股）估值都提升起来了，这有点“一人得道，鸡犬升天”的味道。

在上一节白马股的讨论中，我们得到的结论是，由于传统行业的产业集中度上升，加上机构投资者和外资的占比上升，传统行业存在马太效应。那么在新兴市场中是否也有类似的龙头效应呢？我们把TMT的四个行业——计算机、传媒、通信、电子，还有国防军工、医药生物这几大行业的前五个龙头提出来，发现2016—2018年这三年，这批龙头股整体上跑赢了行业指数。如果在每年年初配置各行业前一年市值最大的5只个股，这三年的年化超额收益率大约是8%。也就是说在2016年后，新兴市场和传统行业一样存在龙头效应。

新兴产业出现龙头效应的原因

为什么新兴市场也会出现龙头效应？我们总结了以下几点原因：第一个原因是相比非龙头企业，龙头股更具备技术护城河，龙头企业拥有更多的资金和人力投入研发，这在技术变化日新月异的新兴产业（尤其是电子、通信、计算机）中尤为突出。拿研发支出来看，2017年电子行业中前五家龙头企业的研发支出就占了总支出的23%，要知道电子行业2017年共有200多家企业，几乎1/4的研发集中在这五家企业身上，所以说龙头企业的技术护城河更深更宽，这是这些企业受投资者青睐的原

因。

第二个原因是最近几年新兴产业的业绩整体压力比较大，而龙头的业绩相对稳定。在前面的成长类行业那一讲中，我们曾经说过，2012—2015年，创业板、新兴产业业绩高速增长的支撑是并购重组，而在2016年并购重组退潮之后，新兴产业的业绩增速开始回落，之前并购重组高峰时积累的商誉风险也开始暴露出来。新兴产业业绩增速在2014年年底达到历史高点50%，此后开始振荡回落，到2018年年中，增速低至0附近。相比于新兴产业整体业绩的颓势，近几年新兴产业龙头股业绩增长确定性较高，龙头股净利润的复合增长率要高于行业整体，近三年的复合增速高出行业整体4个百分点，近五年的高出2个百分点。

第三个原因是微观市场结构的变化。这一点与我们上节提到的类似，2015年的股灾和熔断机制给散户打击很大，散户活跃度降低，同时机构投资者比重上升，保险和社保资金开始扩张。而且A股市场还在不断引进外资，未来将有更多的外资进入A股。机构投资者和海外投资者的投资理念更价值化，偏好行业地位更高的龙头股。

出现黑马股的时段

展望未来，由于上面的几点优势，新兴产业的龙头效应是长期趋势。那从短期角度考虑，在什么阶段可能会有黑马股的戏份呢？根据我们前面对经济周期的划分，在衰退阶段和复苏的前期会有黑马股的表现机会。主要有两个方面原因：一是在衰退后期，货币政策通常会转向宽松，例如降准、降息，放松贷款的限制条件。在这一时期，业绩、现金流状况不太好的企业会有更多的边际改善。二是在这一阶段，一般会有利好政策出台，市场情绪会有提振，风险偏好阶段性改善，持有黑马股的意愿会增强。比如在2018年10月中旬引起市场热议的“政策底”之后，出现了一波黑马行情，大量的ST、*ST股票连板，那次的行情非常极端，也被大家称作“妖股”行情。

总结一下。最近几年，无论是新兴产业还是传统产业，都出现了龙头股与非龙头股的分化，展望未来龙头效应会是长期的发展趋势。新兴产业出现龙头效应的原因主要有三点：技术护城河加深，业绩稳定，以及投资者结构逐渐机构化。从短期角度看，黑马股可能会有表现的阶段是经济周期的衰退期和复苏的前期。从估值来看，新兴产业的龙头股股价已经修复到比较合理的水平，我们建议投资者长期配置龙头股票。

| 公司投资法 |

股价的内核：如何分析公司盈利？

每年上市公司出报表的时候，股价都会受到业绩的影响。2018年10月28日，茅台公布了前三季度的报告，由于第三季度收入和利润增长不及市场预期，第二天，茅台股价从610元跌到549元，最后以跌停收盘，当天市值蒸发766亿元。这是茅台上市17年来的首次跌停，这就是业绩的威力。

股价和业绩的关系可以从市盈率的公式来看。市盈率等于股价除以每股收益。市盈率反映估值，每股收益体现利润。单从这个公式来看，一个公司的股价上涨，要么是估值提升，要么是业绩改善。业绩改善有很多方面，利润只是其中的一部分。要想对一家公司有完整的认识，需要有全面的洞察。一般来说，我们可以从利润、盈利能力、现金流这三个角度来展开分析。

利润

利润是最重要的角度。利润可以从两个方面来看，静态层面看数值，动态层面看增长。静态层面的利润情况就是看公司当期的盈利情况。大部分盈利指标都可以在东方财富网站上查到，比较常用的指标是每股收益。每股收益是一个核心利润指标，由上市公司当期税后净利润，扣除优先股股息后所剩余额，除以当期在外流通的普通股加权平均数得到。也可以理解为总的净利润除以总股数，就是每股对应的净利润。对每股收益指标排序，可以用于区分“绩优股”和“垃圾股”。

动态层面的利润情况就是公司的成长能力。比较常用的指标是净利

润增速和扣非净利润增速。净利润增速是指公司原始净利润的增长率，可以反映公司整体运营的盈利成长性；扣非净利润增速则是扣除非经常性损益后公司净利润的增长率。所谓非经常性损益，是指公司正常经营损益之外的一次性或偶发性损益，包括委托投资损益、政府补贴、处置长期股权资产的损益等。之所以要扣除掉，就是因为这种损益会影响对公司真实盈利能力的判断。比如，像新能源汽车行业之前获得了政府大量补贴，一些公司的利润是因为这个补贴大幅增长，那就是非经常性损益，对比的时候可以扣除或者做相应的调整，避免对盈利数据产生干扰。一般来说，净利润增速和扣非净利润增速越大，表明公司越有潜力，越有高成长性，市场前景越好。在A股市场上，如果一个公司能持续保持利润高增长，它的价值和价格就一定都会有所提升。我们曾经做过一个复盘，如果在每年的年初买入A股中过去三年净利润复合增速排名前10%的所有公司股票，2009年以来的累计收益大概在100%左右，相对收益率约56%，年化收益率约为7.4%，这算是一个比较高的投资回报了。

盈利能力

盈利能力是第二个角度。盈利能力是指企业获取利润的能力，也称为企业的资金或资本增值能力，最常用的指标是净资产收益率。净资产收益率是用净利润除以净资产得到的比率，简单地说就是企业能给投资者赚多少钱。根据杜邦分析法，净资产收益率可以拆解为三个部分：净利润率、总资产周转率、杠杆率。净利润率等于净利润除以销售收入，总资产周转率等于销售收入除以总资产，杠杆率等于总资产除以净资产。因此，净资产收益率可以看成是一个根据公司的盈利能力、营运能力和杠杆情况多个角度构建的综合性指标。

净资产收益率是巴菲特最重视的财务指标，他说相比大部分股民习惯用的市盈率指标，如果非让他用一个指标进行选股，他会选择净资产收益率。他还强调，净资产收益率能常年持续稳定在20%以上的公司都

是好公司，应当考虑买入。我们用巴菲特的思路构建了简单的策略，如果在每年的年初买入全部A股中过去三年净资产收益率都在20%以上的公司，2009年以来的累计收益率大概在186%，相对收益率约144%，年化收益率约为11.5%，这是一个相当好的投资回报。

现金流

现金流是第三个角度。现金流是企业盈利质量的体现。企业的现金流可以分为经营现金流、投资现金流、筹资现金流三类。我们最关注的是经营现金流。如果一家公司的经营现金流面临枯竭，说明当期企业的经营活动可能受到了影响，自然预期盈利能力下降。我们通常用利润现金保障倍数这个指标来衡量现金的保障程度，计算方法是用经营现金流量净额除以净利润，这个指标数值越高，我们认为现金越有保障，盈利的质量越高。在最近的一年，全部A股上市公司的整体利润现金保障倍数大约为1.33，处于触底回升的过程中，A股整体现金流水平有改善的空间。

下面我们以格力电器为例，从以上三个维度对它的业绩情况做分析。从利润的角度，2017年格力电器每股收益为3.72元，净利润增速同比大幅上涨44.87%，扣非净利润同比增长35.33%，成长能力在行业内处于领先地位。从盈利能力来看，2017年净资产收益率为37.51%，连续12年超过20%。从现金流情况来看，2017年，格力电器的利润现金保障倍数为0.73，2018年的利润现金保障倍数为0.92，均低于A股市场整体水平和家电行业整体水平。因此，我们认为，长期来看格力电器是一家业绩优良的龙头公司，过去是，现在是，未来也会是。但最近两年现金流出现一定压力，这样就会对2018—2019年的业绩产生负面影响。

总结一下。业绩首先看利润，静态利润看每股收益，动态利润看增长。其次看盈利能力，净资产收益率是巴菲特很重视的一个指标，按他

的标准，净资产收益率常年维持在20%以上的公司值得买入。最后看现金流，利润现金保障倍数是常用指标。

股价的外壳：估值到底是什么？

前文我们介绍了股价的内核，也就是公司的业绩，但找到业绩好的公司并不意味着你能赚到钱，因为还要看你买入卖出的时机。这里我们要引入估值的概念，估值本质上是结合基本面、流动性、投资者预期等多种因素的综合定价。解决了估值问题，也就解决了买入卖出的时机问题。

我们常常在财经新闻中听到，某某公司估值百亿、千亿。像2018年上市的小米公司，最初估值是1000亿美元，但在半年内估值缩水了三次，上市第一天市值仅有480亿美元，所以我们看得出来，估值具有不确定性，这也是为什么很多券商给出的公司估值是一个区间，而不是一个确定的数。

常见的估值分两类。刚才我们聊到的480亿美元属于绝对估值，是直接衡量公司价值的，简单说就是值多少钱。还有一种是相对估值，用市盈率、市净率来衡量公司估值高低。这两种方法都会介绍，先来说绝对估值。

绝对估值法

第一种常用的绝对估值方法是股利贴现模型（DDM）。这个模型是将企业未来发放的全部股利作为现金流，以一定的贴现率进行折现，进而加总估算目标公司的价值。这个贴现率就是你预期的收益率，股息率越高，预期收益越低，当前估值就越高。这个模型一般适用于处在成熟期且股利发放稳定的企业，像格力、上汽这几个消费股就适合用这样的模型估算，因为股息率比较稳定，每年基本都在4%以上。我们以格

力为例，格力2017年没有分红，其财务报表解释说将留存资金用在了智慧工厂和智能家电的升级上，2018年会分红更多。因此我们假定2018年和之后的每股红利能一直保持2012—2016年这五年的均值上下，是1.76元/股，同时假定贴现率是8%，可以得到应有的股价为： $1.76/0.08=22$ 元。假定每年股利增长3%，股价就是： $1.76/(0.08-0.03)=35.2$ 元。这就是股利贴现模型的简单应用，这个方法很粗糙，大家简单了解就好。

第二种常见的绝对估值方法是自由现金流模型（FCFF）。自由现金流指的是企业在满足了再投资需求之后剩余的、可供企业股东和债权人分配的现金。把自由现金流按照平均资本成本（WACC）贴现后可以得到应有的股价，整体思路和上面的股利贴现模型类似，但是更为复杂，也具有更多的不确定性，一来是预测未来的自由现金流存在困难，二来是分母的平均资本成本的计算没有统一标准。自由现金流模型适用于对一些稳定性高的企业进行估值，因为对于一些刚成立的或处于成长期的企业来说，它们的现金流大多为负，成长性也不明确。

相对估值法

相对估值通常是指几个指标间的比值。比如市盈率、市净率等，这两个指标能够把不同类型的公司放在一起比较，看一看它们在同样的盈利或者净资产水平下股价的高低情况。相对估值法是目前资本市场上最常用的估值方法，简单有效，方便对比，具体的数值可以直接在东方财富网或者Choice这样的金融终端上查到。

这两个指标在运用上有一定区别。市盈率适合大多数企业，但不适合盈利为负的公司，因为这样得出来的市盈率就是负数。市净率不适合科技服务类公司，因为这些公司具有很大一块无形资产，比如品牌价值、技术等，这些重要的资产无法在市净率中体现。一般来说，市盈率适用于周期性弱的行业，像服务业和一般制造业；市净率适用于周期性强的行业和金融行业，比如石化、钢铁和银行。不同行业有其自身的特殊性，同一指标估值出来的结果差别巨大，不能直接比较。如果这个公

司所在的行业发展前景好、市场空间巨大，必然会有一定的溢价，估值的指标高一点也是合理的。现在TMT等新兴行业比钢铁、煤炭这样的传统产业前景好，所以估值较高。

市盈率应用是最普遍的，我们主要谈一下市盈率怎么看。打开东方财富网或者Choice这样的软件时，我们会发现有好几种市盈率。第一种是静态市盈率，这是用当前的股价除以去年全年的每股收益，这个参考价值不高；第二种是动态市盈率，根据每个季度出来的报告来算，会有季节性偏差，像建筑行业一般年底集中收款，旺季时利润会比淡季高很多；第三种是最有参考价值的滚动市盈率（TTM），这是根据前12个月的净利润动态调整，最贴近企业的实际情况。

得到公司的市盈率之后，可以从两个角度进行比较：一个是横向对比国内同行业的其他公司，一个是纵向对比历史表现。不过，二者结合起来才能形成一个全面和准确的认识。

我们以格力公司为例展开讨论。2018年1月11日格力电器的滚动市盈率是8.09倍，是白色家电行业体量前十的企业中估值最低的，和它体量相似的美的集团市盈率为13倍，第二低的是TCL集团，市盈率为11倍。所以横向对比来看，格力电器与国内同行业相比处在一个较低的估值；从历史情况来看，格力电器估值的历史水位是11.6%，当时的估值处于10年以来的较低水平。所以无论是横向对比还是纵向对比，格力都处在一个较低的估值水平。

总结一下。估值的本质是定价，有绝对估值法和相对估值法。绝对估值法比较复杂，不确定性较高。相对估值法有市盈率、市净率两种，它们各有各的适用对象。市盈率适用范围最广，滚动市盈率最贴近实际情况。应用市盈率时要从横向和纵向两个维度考虑，才能得出比较完善的结论。

价值分析：如何发掘核心竞争力与护城河？

护城河理论

最近网上有一个词我很喜欢，叫作“硬核青年”，我特意查了一下意思，说的是一些年轻人有过硬的本领和内心，标榜为硬核青年。所以企业也要做“硬核企业”，有自己的核心竞争力和护城河，才能应对激烈的市场竞争。我就跟大家说一下怎么去发掘这种“硬核企业”。

企业的护城河理论最早是投资大师巴菲特提出来的，在1993年致股东的信中，巴菲特首次提出了“护城河”概念。他在信中写道：“最近几年可乐和吉列剃须刀在全球的市场份额实际上还在增长。它们的品牌威力、产品特性以及销售实力，赋予它们一种巨大的竞争优势，在它们的经济堡垒周围形成了一条护城河。相比之下，一般的公司在没有这样的保护之下奋战。”在这之后的致股东信中，巴菲特不断强调这一概念，他提出“我们希望企业的护城河每年都能不断加宽。这并不是非要企业的利润要一年比一年多，因为有时做不到。然而，如果企业的护城河每年不断地加宽，这家企业会经营得很好”。

这一护城河理论也被后面的研究者加以完善，晨星公司证券分析部主管帕特·多尔西在他的著作《巴菲特的护城河》中总结了“护城河”的具体内容。护城河主要有四条。

第一条护城河是无形资产。无形资产是不具备实物形态但可为企业带来经济效益的资产，具体的数字可以在上市公司年报中查到，一般是指专利、商标、土地使用权等，可以彰显一家公司的品牌价值。但大家要注意的是，只有当品牌能让消费者长期付出品牌溢价时，这个品牌才有可能形成护城河。像小米公司，很受年轻人欢迎，但是却难以因为小米这个品牌收入额外的品牌溢价，因为小米之前主打的是性价比。这就导致了消费者的刻板效应：我为什么要花更多的价格购买小米手机？而像奔驰这种名牌汽车，尽管我们知道高质量的车自然要贵一点，但明知

成本并没有那么高的情况下，我们还是愿意为奔驰那个经典logo（标志）付出溢价，这就是品牌的护城河。

第二条护城河是转换成本。转换成本无处不在，看一看钱包中的银行卡，当你懒得把存款从中国银行转到工商银行时，中国银行就享受了转换成本的护城河效应。现实情况中，有一些转换成本效应发生在特定的软件中。如果一家企业用习惯了某家公司的财务软件，就不愿意冒着财务数据遗失的风险更换财务软件，尽管另一家会便宜一些。这就是这家软件公司的护城河。这也导致一些转换成本低的企业面临激烈的竞争。共享单车市场就是这样，我们从小黄车转到摩拜，或者从摩拜转到小蓝车并不麻烦，只是看哪种单车附近有而已，所以当前的共享单车企业也遇到了一些问题。

第三条护城河是网络效应。网络效应和用户有关，用户人数越多，护城河越宽。网络效应通常在信息类行业中发挥作用，因为这类企业用户数量扩张得很快。前不久罗永浩做出来一种社交产品——子弹短信，一开始很火，后来就不行了，因为很难持续获得用户，大家用微信已经习惯了，当然这里面也有转换成本的原因。网络效应另一个奇特的点在于价值增幅大于节点增幅，也就是说当增加一个节点或一个用户时，整体价值增长更快，是一个指数型图像。比如某家快递公司新开一家店，由于这个店可以连接全球各地，所以每多开一家分店，总体收入就多一份增长，直到收入无法增长。这些四通八达的店和越来越多的业务就是快递公司的护城河。

第四条护城河是成本优势。前面三类护城河主要是针对企业定价权的，对企业自身来讲，低成本是一条宽厚的护城河。成本优势有三种：第一类是流程优势，当企业利用流程创新树立成本优势，而新进入的企业无法迅速复制这一流程时，企业会获得短暂的优势。当初戴尔通过直销和订单式生产实现了存货最小化，赢得了一定的成本优势，但随着惠普和联想加入这个市场，这个优势没有当初那么大了。第二类是优越的

地理位置，这个优势比较持久，其他企业难以复制。第三类是独特的资源优势，比如石油和天然气，在资源枯竭前具有极强的优势。

这几条护城河共同带来了核心竞争力——定价权，当企业拥有定价权或者是议价权时，就足以应对市场的各种变化，成本上升时可利用品牌溢价抬升价格，竞争者也会因转移成本过高而不敢进入这个市场。

护城河理论的常见误区

根据这一护城河理论选择行业或公司时，我们有时会陷入这样几个误区。

第一，优质产品并不等于护城河，难以被替代的才是。诺基亚一度很优秀，做出了不错的手机，但是后面被苹果这样的智能机替代。而像茅台酒这样具有地域特色的优质产品，很难被其他地方生产出的酒类替代，哪怕其他地方的酒很出色，也无法替代茅台。

第二，企业的绝对规模大并不等于护城河，相对规模大才是。很多绝对规模大的企业并没有建立护城河，比如曾经的柯达，它不太愿意做出改变，最终溃败。哪怕企业绝对规模不大，但是相对规模较竞争者高，这家企业也拥有护城河，比如在某类特定细分领域的龙头企业。所以比起抓大池塘的大鱼，不如抓小池塘的大鱼来得稳妥。

第三，卓越的管理层并不等于护城河，企业高效的管理流程才是。很多明星级CEO的确能振奋一家企业，但在当前的商业环境里，管理层的变动是家常便饭，而企业的管理流程一经确定就不会经常变动，所以高效的制度非常重要，尽管这样的制度是由卓越的管理层制定的。

以护城河理论去把握A股

在实际投资中，我们很难遇到完全满足护城河理论所有条件的企业，或者是这样的企业早已被市场发现，股价已经很高了。但我们依然

要用发展的眼光看问题。企业的护城河并非一成不变，只要看准了企业未来有机会拥有又宽又深的护城河，就是不错的投资机会。我们就来探讨一下如何以这一理论为指引去把握A股行情。

我们先从行业来看，按照晨星公司给出的护城河分类，在2009年的美股市场上，宽护城河更容易出现在媒体、医疗卫生服务、商业、金融和消费品等领域；窄护城河更容易出现在电信、能源和公用设施等领域。这里的护城河宽窄指的是竞争力持久与否，宽护城河表示竞争优势更持久。我们用“护城河”理论的四个方面来看一下A股的行业情况。

第一是无形资产。无形资产包括专利、商标、特许经营等权利，最终能带来品牌溢价。先看专利，根据国家知识产权局的统计，2017年所有A股行业中，制造业专利数量居所有行业第一，其中大部分是先进制造业贡献的。先进制造业主要包括计算机、通信和其他电子设备制造业等行业。特许经营权经政府授权，经营某种特许业务，主要集中在金融、油气、军工等领域，例如拥有券商、保险牌照的金融公司以及马上会颁发5G牌照的通信行业。而商标主要集中在消费品领域，白酒、乳制品、家电等行业，这些行业有很多具有品牌溢价的知名品牌，如茅台、五粮液、伊利、美的、格力等。

第二是转换成本。转换成本多发生在金融服务、软件服务，尤其是企业办公需要的办公财务软件中，例如提供企业级SaaS（软件即服务）服务的一些企业。在餐饮、服装等行业中则弱一些，因为除忠诚用户外，人们很容易改变购买的服装品牌，并不需要付出太多转换成本。

第三是网络效应。网络效应多发生在互联网领域，用户越多，价值越大。但A股市场互联网公司较少，众多中国的互联网公司选择去美国或者中国香港上市，比如2018年下半年去港交所上市的美团和腾讯音乐，以及很早之前就上市的新浪、网易等等。不过随着中国存托凭证（CDR）的发展，海外上市的互联网巨头有望回归A股。

第四是成本优势。成本优势的原因有很多，比如独特的流程优势、地理区位优势、资源优势等。还有一大原因是规模效应，很多龙头股越做越强就是因为规模大了之后，成本会随之降低，而且企业的议价能力会提升，也就是有了行业主导权。这一现象在很多行业中都存在，比如近年来钢铁、煤炭这些传统行业通过规模重组形成了一批龙头企业，这些企业的盈利能力大幅提升，就是因为有了规模效应。服装、医药、家居建材等行业也存在这样的现象。

体现公司护城河的具体指标

在总结出哪些行业有较大可能出现宽厚护城河后，我们把视角下沉到公司上，看一看在发掘公司具体护城河上有哪些指标值得关注。

首先是盈利指标。护城河的价值在于提升公司的核心竞争力，进而增加企业价值。所以我们需要查看在相同的投入下，哪家企业创造的价值更多。毛利率肯定是最先看的指标，除此以外，还有两个指标，净资产收益率和投入资本回报率（ROIC）。净资产收益率衡量了股权资本的回报率，投入资本回报率衡量了企业投入资本的回报率。除了股权还有债权。因为我们知道有些行业普遍存在高杠杆，比如房地产行业，所以净资产收益率在衡量这些行业内的公司时，会出现回报率的高估，而投入资本回报率则能很好地解决这个问题。我们来比较一下两个房地产企业2018年的这两个指标。像泰禾集团的净资产收益率平均下来是15%，与华侨城A19%的净资产收益率水平相似，但二者的投入资本回报率差得很远，泰禾集团是2.7%，而华侨城A是8.6%，说明泰禾集团的盈利能力欠缺一些，这就体现了投入资本回报率在比较高杠杆企业时的优势。

其次是议价能力。拥有强有力的定价权或议价能力是公司的核心竞争力之一，议价能力强的企业一般能挤占更多的上下游资金，这一点在企业的预收账款等指标上能够看出来，对于一些有着特许经营权的企业来说更是如此。正如我在上节中所说，小池塘里的大鱼，由于具有较大

的相对规模，议价能力很强。因此，在行业内判断公司的议价能力时，可以选择该行业内相对规模较大、市场占有率较高的企业做参考。

最后是现金流指标。现金流是企业持续经营的保障，也是企业盈利质量的体现。对那些有宽深护城河的企业来说，它们营收变现的能力很强，也就是说能依靠内生增长来维持运营所需的大部分现金，而不是依靠外来注资来支撑。

总结一下。本节我们讲的主要内容是巴菲特的护城河理论，有四条护城河，三个误区和定价权这一核心竞争力。在具体实施上，我们根据每条护城河给出了相应的行业选择。最后在财务指标上，我们建议从盈利能力、议价能力和现金流三个维度来分析行业内的具体公司。

财务数据分析：财务报表指标中的奥秘

财务指标分析是基本面分析的核心，如果学会了分析的框架，就能看出很多别人看不出的东西。2001年，一位普通的研究员刘姝威写了一篇600字的短文《应立即停止对蓝田股份发放贷款》，她通过对偿债能力、现金流量、资产结构等财务指标的分析，指出蓝田股份在运营中存在巨大问题。文章一经登出，轰动全国，成为终结蓝田神话的“最后一根稻草”，她本人也因此当选了2002年“感动中国”十大人物。

所以说，财务指标分析非常重要。财务分析主要可以分为成长能力、盈利能力、现金流量、偿债能力、营运能力、收益质量、资本结构这几个方面。前文我们或多或少都提到过一些简单的财务指标。比如在“如何分析公司盈利？”中，我们谈到了利润、盈利能力和现金流三个角度，利润中的净利润增速反映的是企业成长能力。这两节我们就不重复说这些方面了，而主要围绕企业的偿债能力、运营能力、收益质量和

资本结构这四个方面展开。

我们来简单介绍一下财务报表。财务报表有三个表，分别为资产负债表、利润表和现金流量表。资产负债表上的数字是存量的概念，反映的是公司在特定时点有多少资产、多少负债和多少股东出资。利润表是一个流量的概念，是指公司一段时间内的赚钱能力，是流量的数据。现金流也是流量的概念，可以反映一段时间内整个公司现金的流动情况，弥补了权责发生制下利润表可能失真的问题。现金流又可以分为经营活动现金流、投资活动现金流、融资活动现金流。明白了这些基础的知识，可以让我们对后面讲到的指标有更好的理解。

偿债能力

偿债能力指标反应的是企业偿还长短期债务的能力，一般分为短期指标和长期指标两类。短期指标是衡量企业拿流动资产偿还流动负债的能力，主要指标有流动比率、速动比率和现金比率。流动比率等于流动资产除以流动负债，速动比率等于流动资产减去存货再除以流动负债，现金比率等于货币资金加交易性金融资产加应收票据之和再除以流动负债。不难发现这三个指标的分母都是流动负债，不同的是，速动比率比流动比率多减了一个存货，而现金比率的分子是变现能力最强的一部分资产。这几个指标数值越大，反映企业的短期偿债能力越强。说完短期，再来看看长期偿债能力。衡量长期偿债能力的常见指标有资产负债率、权益乘数和已获利息倍数。资产负债率等于总负债除以总资产，权益乘数等于总资产除以净资产，已获利息倍数等于息税前利润

（EBIT）除以利息费用。资产负债率、权益乘数这两个指标数值越小，反映企业的长期偿债能力越强，已获利息倍数则相反。说了这么多，我们来试着应用一下这几个指标。

首先看行业。不同行业的债务压力差别很大。就目前来看，食品饮料、传媒、餐饮旅游这些偏消费行业资产负债率较低，而房地产、建筑还有金融类债务压力较大。2019年至目前，房地产行业长期偿债指标是

在恶化的，总资产负债率从2011—2017年上升了7个百分点，当前是78.6%，权益乘数从2011年的3.5倍上升到2017年的4.7倍；短期偿债指标在改善，流动比率和速动比率都有所上升，说明短期债务压力在减小。

再看具体企业的情况。当前中南建设、鲁商置业和绿地控股的资产负债率都达到了90%左右，流动比率和速动比率都排在行业分位数的后50%，但是扣除掉预收账款后，这三家企业的资产负债率都只有60%左右，说明其长期债务压力还是比较健康的。为什么要看扣除预收账款后的指标呢？因为预收账款就像我们买期房一样，需要提前交付资金，这笔钱在当时被当作预收账款，属于企业的负债，其实就是房地产企业未来的收入，所以扣除后来衡量资产负债率更能体现真实性。而云南城投的资产负债率达到了88%，扣除预收账款后依然有84%，结合较高的流动比率和速动比率，可以看出其长短期的偿债能力都存在风险。

运营能力

运营能力着重考量企业运营的效率，我们主要介绍三个指标——存货周转率、应收账款周转率和营业周期。存货周转率等于营业成本除以平均存货净额，应收账款周转率等于营业收入除以平均应收账款净额。在正常情况下，如果企业经营顺利，这两个指标是比较高的，说明企业销售情况不错，周转顺畅。营业周期等于存货周转天数加应收账款周转天数，营业周期的含义是企业从卖出商品到收到货款需要多少天。较短的营业周期会带来较快的周转，但这并不是绝对的，有些时候企业为了扩大收入，会允许买方延长一些付款时间，就像我们网购时用蚂蚁花呗可以延迟一个月付款。

我们来看看这些指标的应用，以家电行业为例。近些年来，家电行业的存货周转天数和总体营业周期在降低，相比2012年，存货周转天数降低了14天，营业周期降低了10天。再看具体企业，2019年初时营业周期排前三的企业是九阳集团、浙江美大和格力电器，它们的营业周期都只有四五十天，说明这些企业目前经营顺利，商品卖得快，钱也回得

快。我们把运营能力和偿债能力结合起来就会发现，从整体上来说，营业周期偏高的企业流动比率和速动比率会偏低，也就是说当企业经营不顺畅时，偿还短期债务压力会增大，企业经营风险上升。

收益质量

企业的收益质量可以从两点来分析。

第一，判断企业的收益是否具有可持续性。企业的利润主要有两个来源——经常性账户和非经常性账户。经常性账户是指企业通过自己的主营业务获取的利润，这一部分利润是企业凭自己本事挣来的，是具有可持续性的；而非经常性账户则是指企业接受政府补贴或者处置固定资产所获得的收益，显然这一部分更多的是一次性的，并不会经常发生。所以通常来说，营业利润在利润总额中占比越大，说明企业收益持续性越强，收益质量越好。如果这个比重稳定在较高的水平且逐渐增大，说明该公司的主营业务鲜明，可以预期它的现有收益有较好的持续性。依靠经营性现金流量判断公司收益会更加可靠。在实际的会计操作中，企业可以通过变更会计政策和会计估计来达到企业想让投资者看到的结果，例如通过改变折旧方法来实现自己的目的。如果企业今年的业绩不好，企业又想向投资者展示今年利润不错，就可以将折旧方法从双倍余额递减法改为年限平均法，从而增高利润降低费用。但是现金流量表基本没有可以操作的空间，所以看经营性现金流量可以更好地显示出企业的主营业务是否盈利。

来自非经常性账户的收入往往带有很强的迷惑性，一些看似业绩还不错的企业经营情况可能并不健康。2015—2017年彩虹股份政府补助分别占总收益的60%、23%和84.5%。这么高的比重说明这家公司的收入基本源于补贴，主营业务收入占总收入的比例较低，我们有理由相信该公司的收益持续性是比较差的。但并不是说接受了大量政府补助的企业就一定有问题，比如比亚迪在2017年接受了12亿元的政府补贴，但是只占其总收入的1%，说明比亚迪的主营业务鲜明，具有良好的收益质

量。

第二，判断企业是否有稳定的会计政策。在收益的计算上，企业往往都会打自己的小算盘。对于上市公司而言，它们更倾向于做高自身的收益，从而推高公司的股价；而对于非上市公司来说，它们更愿意做低利润，减少税费的支出。所以企业也就有动机通过选择对自身有利的会计政策、会计估计方法，进行收益水平的调整。举个例子，存货的计价方法有三种，分别是先进先出法、移动加权平均法和月末一次加权平均法。先进先出法表示先进入仓库的存货较早地进行出售，所以在物价持续上涨的情况下，采取这种方法相当于把成本计低了，会高估利润。因此，投资者应该重视公司的会计政策分析，尤其要重视对企业会计政策和会计估计变更的分析。

资本结构

我们来探讨一下如何从资本结构来判断一个公司是否值得投资。企业融资结构，也称作资本结构，反映的是企业债务与股权的比例关系，它在很大程度上决定着企业的偿债和再融资能力，决定着企业未来的盈利能力。企业的资本结构可以从以下两个角度分析。

一是通过资产负债率来判断。资产负债率我们前面讲到过，是总负债除以总资产。资产负债率临界点的理论数据为50%，明显低于50%风险就小，利用外部资金就少，发展相对就慢；接近或高于50%危险系数就大，但利用外部资金多，发展相对较快。但上节我们也提到不同行业存在比较大的差异，不能一概而论，食品饮料、传媒、餐饮旅游这些偏消费行业资产负债率较低，而房地产、建筑、金融类的资产负债率较高。

二是通过企业的融资成本判断。企业融资大体可分成股票融资和债务融资两部分。债务融资的成本是利息的支出，股票融资的成本是股东要求的股息率水平。两种融资方式各有利弊：债务融资的利息支出可以

抵扣税费，但会提高公司的杠杆率；股票融资通常而言要求的收益率较高，但由于不是强制付股息，可以调节公司的资产负债率，降低公司的风险。可以使股东利润最大化的是适合的融资成本。

举个简单的例子，假如某上市公司想支付100元股息，准备使用企业的税后利润来支付，假设企业所得税是30%，那么企业要产生143元的营业利润才可以支付100元的股息。如果是债务融资呢，营业利润是在支付了债务利息之后才拿去交税。所以说100元的债务利息，只需要产生100元的营业利润即可，债务融资实质上是减少了企业的纳税额。可见，相同的利息支付额度下，股权的资本成本要高过债务资本成本。换句话说，债务融资经营可以降低资本成本，让所有者获得更高的收益，所以公司可以通过提高借债的比例来降低企业的资金成本。但是过高的债务会使企业的利息支出变多，偿债压力变大，从而财务风险的压力也会越大。企业通常会在债务风险的允许范围内，尽量追求企业融资成本更低的筹资配置模式。

要算出公司的融资成本，需要计算出股权资本成本，但是这其中涉及太多的专业知识，咱们暂且不展开。资产负债率可以一定程度上反映出公司的融资成本。截至2018年年底，A股市场整体的资产负债率为42.5%，不同行业的资产负债率天差地别。2018年年末，A股市场中资产负债率最高的两个行业为金融业与房地产业，资产负债率分别为76.6%和64.5%；资产负债率最低的行业为居民服务维修业与文化体育娱乐业，分别为13.6%与32.9%。像华录百纳的资产负债率仅为8.3%。对于资产负债率较高的行业来说，应适当减少资产负债率，以防发生债务危险。对于资产负债率较低的行业，如居民服务与维修业，可以适当提高债务比例，降低税赋，从而降低融资成本。

总结一下。本节我们从偿债能力、运营能力、收益质量和资本结构四个方面对公司进行了分析。偿债能力分为短期偿债能力和长期偿债能力。短期偿债能力看流动比率、速动比率和现金比率，长期偿债能力看

资产负债率、权益乘数等指标。运营能力主要看存货周转率、应收账款周转率和营业周期。收益质量可以从收益的持续性和会计政策的稳定性两个方面来判断。资本结构可以从资产负债率和企业的融资成本判断。结合前文对成长能力、盈利能力和现金流量指标的分析，希望大家对公司的财务指标能有一个比较全面和清晰的认知。

10年10倍股是怎么炼成的？

橡树资本创始人霍华德·马克斯在其著作《投资最重要的事》中说：“价值投资者是防守型投资，他们不主动出击去追捧股票，他们相信时间的价值，愿意寂寞地等待价值的回归，并坚信最终的荣耀属于价值投资者。”毫无疑问，价值投资是一种长期投资行为，但它也有个前提，就是要选出好的标的。只有发现那些有巨大增值潜力的公司，长期持有它的股票，才能获得陪伴公司成长的长期收益。

我们来看下2008—2018年的A股市场，上证综指在这10年的最低点是2008年12月底的1820点，最高点是2015年6月的5166点，而截至2018年年底是2493点。网络上曾有人戏称A股走了很多年，指数又回到了从前。然而如果看个股，即使经历了2018年整体跌幅近1/3的惨淡行情后，市场上依然存在很多10年间涨幅超过10倍的股票，比如华夏幸福涨了近50倍，长春高新涨了22倍，片仔癀涨了近20倍。这些公司都是A股市场上最优质企业的代表，如果我们长期持有它们，就可以获得远远超过市场的收益。

我们首先把10年10倍股具体定义为：在近10年里，也就是2008年12月底到2018年12月底，从最低点到现在涨幅超过10倍的股票。通过复盘，我们发现这样的10年10倍股共有32只，而具体分析它们的各方面特性后，发现大概有8个共同基因。这也意味着，拥有这些共同基因的股票可能更为优秀，未来可能也走出10年10倍股的行情。

第一，从股价最低点的时间来看，“低成本买入+时间的玫瑰”是炼成10年10倍股的前提。霍华德·马克斯在其书中谈到，他的投资目标不在于“买好的”，而更注重“买得好”。当价格相对于价值较低时，潜在收益相对于风险较高，那么此时就是一个不错的布局10倍股的机会。32只10年10倍股中，从股价最低的时间点到现在所花的时间在9年以上的有一半，少部分是6年，占比19%。2008年年底、2009年年初的时候正好是熊市，市场持续下跌至底部，当时很多低价的筹码无人问津。而2012年年底，差不多是上一波牛市启动之前一年半，市场整体下蹲形成黄金坑最低点。所以时刻谨记：你买得越便宜，你的安全边际就越高，你就越划算。市场的短期大幅下行，除了挤出泡沫外，往往也会使很多优质的公司股票长期来看被低估。低价买到了好东西，还要捂得住。好票子拿得住，拿得久，才能最大限度地吃到鱼肚。

第二，从板块来看，主板市场的10倍股更多。32只10年10倍股中在主板上市的公司有18个，占比在一半以上，而且平均涨幅高于创业板和中小企业板。在前文中我们提到过主板市场上市门槛高，以大型蓝筹股为主，上市公司多为市场占有率高、规模较大、基础较好的大型优质企业。这也就是说，在主板上市，本身就代表着公司的资质是相对较好的。在过去10年，在中国经济不断发展的时代大背景下，这些大型优质公司会受益更多。

第三，从行业来看，新兴行业更容易出现高增长公司。我们梳理了32只10倍股的所在行业，发现医药生物、电子、计算机和房地产这四个行业出的10倍股最多。

具体来说的话，医药生物行业有5个，占比17%，其中生物制品和医疗服务这两个细分行业的公司数量较多。比如很多投资者熟悉的长春高新、片仔癀、美年健康、通策医疗等都是医药生物行业10倍股的杰出代表。医药生物行业出10倍股最多，是很容易理解的。健康是人们的永恒追求，而生老病死又是人类无法避免的，医药和医疗是人人都会有的

必需消费品。而且我国在近些年逐渐进入了老龄化时代，这样就形成了很广泛的市场需求。而供给端，优质的医药生物公司更是具有顶尖技术壁垒，这样也就可以走得更高更远。

此外，10年10倍股中电子行业有5个，计算机行业有4个。电子和计算机都属于TMT行业，两者合计有9个，占比共28%。浪潮信息、三安光电、科大讯飞、利亚德等10倍股都是TMT行业的。过去10年中国制造崛起，国产替代化形成浪潮，在这样的大时代背景下，整个行业拥有很强的向上的动力，优秀公司层出不穷。TMT行业代表着未来科技的方向，未来仍将长期是个朝阳大赛道。

在10年10倍股中，房地产公司有3个，占比9%，这三家分别是华夏幸福、中天金融和阳光城。其中涨幅最大的是华夏幸福，高达近50倍，远超第二名长春高新的22倍。房地产市场在过去属于黄金20年，它的发展速度和取得的成就都是有目共睹的，这样的行业中走出一批优质的10倍股自然也就概率更大了。

第四，从地区来看，多数10年10倍股位于经济发达地区，良好的区位优势会对企业成长有帮助。32只10年10倍股中，长三角、珠三角地区的数量最多，近半数的10倍股在这两个地区，具体来看，江苏省有5个，广东省和浙江省都有4个。长三角城市群是我国城市化程度最高、经济发展水平最高的地区，珠三角地区进出口贸易发达，是联系外部经济的重要门户。这两个经济发达的地区有着健全的经济体系，不仅硬件的基础设施更扎实，而且软件的营商环境、投融资环境也远远优于其他地区。良好的经济土壤是优质公司发展的摇篮，出现10倍股的概率也就更大。

第五，从企业性质看，民营企业更易出现10倍股，因为民营企业更具增长活力。32只10倍股中民营企业有19个，占60%，平均涨幅也高于所有企业平均水平。民营企业体量小、数量多，有较大的成长空间。与国企相比，民营企业在体制上更灵活，相对扁平化的决策机制也更能适

应市场环境的变化，有助于经营效率的提升。在整个中国经济体系中，民营经济一直占据重要地位，它贡献了50%以上的税收、60%以上的国内生产总值、70%以上的技术创新成果、80%以上的城镇劳动就业、90%以上的企业数量。这根源于民营企业自身的优势，它的体制有利于充分发挥各项主体的活力，这样在漫长的10年长跑中，优质的民企也就更容易走出10倍股了。

第六，初始市值看，10年10倍股公司初始体量都较小。体量小，耐力强，才能跑得更快更远。32只10倍股中，只有9只股票在2008年后上市，剔除掉这9只股票，剩余的23只股票在2008年年底的平均市值为25亿元，而当时A股平均市值有94亿元。也就是说，从初始市值来看，那些走出10倍涨幅的股票最初体量都是很小的，78%的10倍股市值小于A股平均市值，10年10倍股总市值占A股总市值仅0.4%。2008年10倍股中市值前三名为格力电器（243亿）、伊利股份（64亿）、片仔癀（26亿），在当时A股市值排名中分别是第70位、229位、530位。2018年年底这三家企业市值分别升至27位、45位、118位。所以，初始市值小的公司再加上基本面的支撑，就可以走得更高更远。

第七，业绩基础坚实、靓丽。业绩是股票投资的基础，业绩增长是驱动股价上涨最主要的因素。我们之前在估值那节讲过相对估值法，先来回顾一下公式：股票价格=市盈率×每股收益，市盈率代表估值，每股收益代表业绩。在32只10年10倍股中，即使在最低点也只有两只股票的每股收益为负，94%的股票连续维持正的每股收益。除了每股收益外，净资产收益率也是一个衡量公司业绩的重要指标。巴菲特认为净资产收益率能常年持续稳定在20%以上的公司都是好公司，32只10倍股中有50%，即16只股票的净资产收益率高于20%，低于10%的只有7只，平均值高达19%。这说明基本面稳定、财务表现良好的公司是10倍股的共同基因。我再举个例子来说明下，涨幅倍数最高的华夏幸福，从2009年开始连续九年维持正的每股收益，连续七年净资产收益率在20%以上，最高年份达到了66%。

第八，从股权结构看，股权相对集中的企业更好。在股权集中分散程度上，这些10倍股的前十大股东持股比例约50%，只有一家企业的前十大股东持股比例小于30%。股权的相对集中可以减少公司内耗，避免公司因股权分散、内部制衡过强而造成决策效率低下。以万科为例，前几年万科不断被举牌就是因为股权过度分散，当时万科前十大股东的持股比例合计不到35%。万科与宝能的股权之争使公司的持续正常经营受到挑战，投资者利益大为受损。

总结一下，在2008年年底到2018年年底这10年期间，涨幅超过10倍的股票共有32只，我们把它们定义为10年10倍股。10年10倍股是A股市场中最优秀公司的代表，分析它们的各方面特性，我们总结概括出8点共同基因：第一，“低成本买入+时间的玫瑰”是炼成10年10倍股的前提；第二，主板市场出现10年10倍股的概率更大；第三，新兴行业更容易出现高增长公司，医药生物、TMT和房地产行业出的10倍股最多；第四，公司所属地区多在经济发达地区；第五，民营企业更易出现10倍股；第六，公司初始体量都较小，体量小，耐力强，才跑得更远；第七，业绩基础坚实而靓丽；第八，股权结构相对集中。

| 资金分析法 |

A股资金大解密：谁是最大的金主？

资金面是我们做股票投资时绕不开的一个角度。一个股市要走牛，需要资金的注入，比如2014年年中到2015年年中这一波大牛市，实际上就是杠杆资金推动的，被业界称为资金牛。之后政府清理配资，杠杆资金不断被抽离，资金端去杠杆直接导致股市进入股灾模式。这就是资金面对整个股市的重要性，对于细分板块、行业、个股而言，它也有很大的作用。我们经常可以看到很多股票投资者，尤其是散户，热衷于看盘，看资金流向，希望从中发现股票涨跌的蛛丝马迹。也有小部分人利用这一点，反其向而行之，获得不菲的收益，比如说早期时候的宁波敢死队，就是把股票拉涨停，吸引散户跟随主力资金进入，然后抛出股票获利。

这节我会着眼于整个A股市场的资金格局，来分析股市中谁才是大玩家、大金主。

根据2018年年报，整个A股市场总市值49万亿元，前十大股东持仓市值35万亿元。A股的投资者结构，我们无法根据公开信息获取准确的数据，但是从上市公司定期报告中披露的大股东数据以及各机构的重仓股数据中，我们可以得到一个大致的轮廓。按持仓市值得出的前十大股东，可按身份分成两大部分：一是自然人投资者，占比37%。自然人投资者主要是两类，一类是公司的董事、高管，一类是散户。二是机构投资者，机构投资者根据Wind的分类，可以分为公募基金、保险、阳光私募等16种类型，共有近1.6万家，占据着不到25万亿元的市值，占比63%。

自然人投资者中的董事、高管，也是公司的重要股东，他们持有的股份中很多是限售的，这导致了他们虽然持股比例很高，但变动受到很大限制，增持、减持之前需要发公告。他们的增减持行为对股价有非常重要的影响。一般来说，出现大幅减持，公司股价会应声下跌，出现大幅增持，股价则会上涨。

自然人投资者中的散户，由于资金极度分散于不同个体中，再加上他们固有的劣势和毛病，经常会损失惨重。按照很多散户自己的说法，这叫作“被割韭菜了”。我们来看下散户占据的市值比例。这里我们用A股的总市值减去十大股东中机构的市值，算出2018年散户个人的持股市值近28万亿元，占比53%，不过这样计算也有误差。

我们可以从数据的变动情况来感受一下散户个人占比的变化趋势。2008年年底时，散户是股票市场上绝对的霸主，占比高达86%。但之后漫长熊市，散户逐渐退场，直到2014年、2015年那波大牛市到来，又都疯狂涌入。在2014年年中的牛市前夜，散户占比55%，而在2015年年中的牛市顶峰时，散户占比达到了58%。之后散户的比例就一路走低了，2016年年底占57%，2017年占54%，2018年占53%。在A股市场，散户逐渐离场是个趋势，但大牛市出现时，他们短期内也会受到刺激再次涌入。

机构投资者中，我们把16种类型的机构分成三个档次：第一档是金主，它们是在十大股东资金池内持股占比大于1%的玩家；第二档是参与者，它们的持股市值占比在0.1%~1%之间；第三档是占比小于0.1%，可以忽略不计。

第一档金主有5个，从大到小排列分别是：一般法人、“国家队”、保险公司、基金、陆股通。由于金主是A股市场的主要玩家，所以很多时候它们会成为整个市场的主导资金，直接影响着市场风格的变化。我们分别来说下这五大金主。

第一大金主是一般法人，占前十大股东持仓市值的46%，持仓市值18万亿元。这一类其实是个排他项，指的是所有机构类型中除了提到的类型以外的“其他”类，里面包含产业资本、原始股东中的机构法人、定增加入的机构法人等，整体比较杂，我们很少去跟踪它们的情况。

第二大金主是“国家队”，占前十大股东持仓市值的7.4%，持股市值不到3万亿元。这里的“国家队”主要是指证金、汇金、证金资管、证金定制基金和外管局旗下的投资平台这五个。我若是问大家，“国家队”这个词第一次听说是在什么时候，相信很多人都会说是在2015年。的确如此。2008年年底时，只有中央汇金持了一点儿工商银行的股份；2014年年中牛市初期时，持股数量也仅10只而已，大多还是些银行石化股；之后，哪怕是2015年年中大牛市达到顶峰时，持仓股的情况也依然未变。但后来出现了股灾，在哀鸿遍野之下，国家开始救市，“国家队”这个概念也相应变得广为人知，它们也是从那时候起开始不停地买买买，半年时间，持股市值从过去的1.9万亿元飙到了2.8万亿元，持股数量也从过去的十几只扩到了1300多只。再之后，2016—2018年，“国家队”的持股市值占比一直都维持在7%左右。

第三大金主是保险公司，占比不到3%，持股1万多亿元。保险公司在吸收存单募资的同时，也会将它的部分资金用于投资购买股票。这方面有个热点当时受到了社会的广泛关注，那就是宝能以野蛮人的形象强硬推开万科的控制权大门。不过在国外，保险资金一直都是长线资金的代表，在市场中的占比很高。而在中国，这方面较为薄弱，在2008年年底，保险的持股市值占比只有0.4%，但之后不断提高，2014年是3.6%，2015—2018年稳定在3%左右。

第四大金主是公募基金，占比2.4%，持股9000多亿元。对公募基金，大家应该都比较熟悉，这里我就不多说了。2008年年底，公募基金是仅次于一般法人的市场第二大金主，持股市值占比8%，遥遥领先于占比0.4%的第三大金主保险公司。不过之后却逐渐收缩，2014年年中的

牛市前占比是6%，2015—2017年占比分别是4.6%、4.2%、3.9%，而现在只有2.4%了。

第五大金主是陆股通，占比1.6%，持股6400亿元。什么是陆股通？这要从互联互通机制说起。过去A股与港股没有联通交集，后来有了沪港通和深港通，内地投资者可以买港股，香港投资者也可以买A股，而后者买A股的就叫“陆股通”，进入A股市场的香港资本和国际资本就叫“北上资金”。与之相对的，买港股的中国内地资本就叫“南下资金”。陆股通是在2014年才开始有的，但当时北上资金的量级很小，2015年、2016年的占比都接近0，直到2017年年底才提升到1%。

第六大金主是非金融类上市公司，占比1%，持股3700亿元。有很多上市公司会投资股票市场，2008年的时候占比0.3%，2014—2018年都保持在1.1%左右。

第二档参与者主要有7个，其中阳光私募、社保基金和QFII这3个相对持股较多，在前十大股东持股市值中的占比都在0.5%左右。剩下的4个，依次是券商集合理财、券商自有资金、信托公司和银行，它们中除了券商集合理财占比0.2%以外，其他都不到0.1%。

最后一档是“其他”，是指基金管理公司自有资金、财务公司和企业年金等，它们的持股极少，在A股中的流通市值占比近乎为0，可以忽略不计。

总结一下。资金格局对于投资者来说是很重要的。我们从上市公司定期报告中披露的前十大股东持仓以及各主要机构的重仓股数据中，大致梳理出了整个A股市场的资金结构图。2018年前十大股东中，自然投资人持股市值占比37%，机构投资者占比63%。整个A股市场中，散户个人的持股市值占比53%。而在机构投资者中，金主有6个，从大到小排列分别是一般法人、“国家队”、保险公司、公募基金、陆股通、非金融类上市公司。前几大金主是市场的主导资金，直接影响着市场风格的

变化。剩下的资金主体占比都在1%以下，其中相对较为值得关注的是阳光私募、社保基金和QFII，其他都不是我们应关心的重点。

如何发现资金流向中的机会与风险？

股票市场的涨跌是由多个变量共同驱动的，其中股票市场的流动性衡量了场内资金的供需关系。抽水与蓄水的相对关系决定着资金池的体量，也是判断股市环境的重要因素之一。

股市资金的蓄水端，主要包括各类型的投资者投入的资金和杠杆放大的资金，蓄水的能力与宏观环境的整体流动性息息相关。一般关注以下投资主体的行为：个人投资者、机构投资者、杠杆资金、海外投资者。

从抽水端来说，主要包含企业的融资行为及产业资本的交易行为。融资行为包括企业IPO的数量和规模，增发配股等再融资的数量和规模。产业资本的交易行为主要关注限售股解禁规模，这反映预期流出；还有重要股东的二级市场净减持规模，这反映实际流出。

大部分时间，A股是处于“抽水”与“蓄水”的动态平衡状态，资金的短期流动并不会引起股市的剧烈波动。但是，一旦两端出现长期连续的不平衡，引起投资者对股市流动性预期的改变，那么资金面就成为股市动荡的核心因素。比如2014年到2015年6月的牛市，是杠杆资金入市推动的，随着6月监管部门开始严查杠杆资金入市，相当于关闭了“蓄水”端，行情快速转向，带来市场恐慌性下跌。所以我们可以观察“蓄水”端与“抽水”端的资金流向变化，来发现股市存在的机会与风险。

资金流入端

下面我们先来看资金流入端，主要给大家讲一下可以通过观察哪些数据指标来追踪个人投资者、机构投资者、杠杆资金和海外投资者的资金流向。

一是个人投资者。根据东方财富数据显示，截至2019年1月11日，我国股票市场期末投资者账户数量总计约1.467亿，其中，个人投资者账户数量约为1.465亿，占比高达99.86%。可见，在我国股票市场中个人投资者的数量占绝对优势。个人投资者的资金流入，我们可以用证券交易结算资金指标跟踪。证券交易结算资金余额能够清晰地反映资金流入与流出情况，预示着后市的涨跌。比如余额越多，说明未来股市资金流入就越多，市场较为活跃，投资者情绪高涨，市场行情向好。

二是机构投资者。这部分数据披露比较完善的是公募基金，我们可以用新发基金份额跟踪，尤其是新成立的偏股型公募基金份额。2015年7月，是偏股型公募基金份额的爆发期。新发基金份额高，那么股市资金流入量就大，后市看涨。我们可以通过观察资金流入板块，来预测该板块未来行情走势。

三是杠杆资金。我们可以用融资融券余额来追踪。比如2013年和2014年，融资融券余额占A股总流通市值的比例从不到1%迅速上升到了4.5%以上，而这也是那一轮牛市被称为杠杆资金牛的原因。2015年股灾，资金端去杠杆，这个比例从顶点4.5%以上暴跌至2%左右。

四是海外资金，也就是境外投资者。这部分要主要关注陆股通和QFII及RQFII等的资金动态。受A股加入MSCI新兴市场指数影响，外资持续涌入。比如，2019年1月第二周陆股通净流入157亿元，环比增长144%，带动A股资金面的改善。从资金净流入的行业来看，陆股通资金短期净流入金额较高的行业，未来短期的涨幅较好。

资金流出端

与“蓄水”端相反，资金流出端则可能预示着市场的下跌，可以通过观测板块的资金净流出量来帮助我们判断市场走势。“抽水”端也包括四个方面，我们逐一来看一下。

一是IPO。IPO是企业在一二级市场募集资金的主要方式，构成股市资金的流出。因为上市企业募集资金会直接分流股市资金，而且网上公开发行需要提前冻结大量资金，可能会降低股市流动性，所以IPO的发行会影响投资者对股市流动性的预期。不过IPO实施细则的新规出台后，大幅减少了投资者申购新股时需要冻结的资金数量，因此IPO融资对股市资金面预期的影响也相应变小了。自2018年以来，股权融资规模显著收缩，IPO审核越发严格，发行速度有所放缓。

二是再融资。这是企业通过股票市场获取资金的另一个重要形式，同样会造成股市资金的流出，其中定增是上市公司近几年最主要的股权融资方式。2014年以来定增市场风起云涌，发行规模远大于IPO，是上市公司实现内生发展和外延扩张的重要手段。一般而言，再融资密集期带来的资金需求会冲击股市的流动性，从而造成市场下跌。

三是限售解禁。它对A股市场产生冲击的关键点在于减持。减持造成短期内股票供给量增加和股价下跌，同时对市场买盘资金流动性产生压力，所以很多投资者都形象地把限售解禁减持比喻为“洪水猛兽”。虽然解禁并不等同于减持，而且就算减持也不是一下子就减持完，但是对于一些众多股东的解禁限售股，投资者心理上会看空，所以股价还是会大概率下跌。

四是产业资本减持。我们知道产业资本也是二级市场不容忽视的交易主体。产业资本是公司运营的直接参与者，对公司的真实情况也非常了解，所以我们应该关注一些重要股东的增减持行为，通过重要股东的行为来判断市场未来的行情走势。2018年12月，A股产业资本大规模减持，据统计，当月净减持金额为102.181亿元，这必然带来整个市场情绪的萎靡。进入2019年，产业资本开始增持，1月第一周净增持3.91亿

元，第二周净增持10.59亿元，给市场带来了很大信心。

通过以上的讲解，相信大家都明白了通过哪些指标来分析股市的资金流向以及股市的资金流向蕴含着哪些机会与风险。下面我们就来看一个具体的例子。

外资，近几年已经成为A股的重要力量。2020年4月，在海外疫情不断加重、国内疫情相对走出、市场流动性黑洞逐渐弥补的状况下，外资逐渐重新流入。很明显外资3月流出，4月重新流入，对应在股市也是3月暴跌，4月企稳反弹。

从具体行业来看更明显。2020年3月和4月（截至21日），外资持股变动占流通市值比例最高的都是日常消费行业（3月5.7%、4月6.03%），最低的都是能源行业（3月0.55%，4月0.56%），而对应在市场表现上，3月初至4月21日，日常消费行业平均涨幅为10.3%，能源行业平均跌幅为-7%。

我们可以从“蓄水”端和“抽水”端来追踪资金的动态，从而在资金流向中发现投资机会与隐含的风险。其中“蓄水”端有四个方面，分别是个人投资者、机构投资者、杠杆资金和海外投资者；“抽水”端也有四个方面，分别是IPO、再融资、限售解禁减持与产业资本减持。

未来还有哪些增量资金可以入市？

我们已经学习了整个A股市场的资金格局，并知道了哪些主体是市场中的大金主，也学习了如何从资金流向中发现投资机遇与隐含的风险。然而这些都是基于已有的情况进行分析的，若立足于未来，整个A股市场的资金池是在不断变化中的。从长期来看，除了上市公司的盈

利增长外，资金端的增量买家、增量资金也是关键变量。如果市场只有存量资金的交易，就很容易陷入零和博弈，只有增量资金入市，牛市的基础才可能奠定。所以我们也看到，近几年来监管层一直在通过各种渠道拓展A股的资金池，从沪港通到MSCI，再到前期的外国人开户和富时罗素指数，都是为了给A股引入新的活水。这节我们就来讲下，假设A股的质量能不断改善，未来还有哪些增量资金可以入市，大致有4个来源。

第一是家庭储蓄资金

从地产投资到金融投资，家庭资产中股票资产的比例还有很大的提升空间。在中国A股市场中，散户个人的资金占比接近一半；而在美日欧等国成熟的股票市场，散户占比只有10%左右。这样看来，散户个人的占比逐渐下降是个趋势，但这并不意味着个人家庭资金就会逐渐离开股市，它们仍可以通过购买公募基金、券商资管和保险等很多机构产品的形式投资于股市。此外，从家庭资产结构来看，中国的家庭资产仍以房产为主，金融资产为辅。根据西南财经大学《中国家庭金融资产配置风险报告》的数据，2018年，中国家庭资产中房产占比高达77.7%，远高于美国的34.6%。而股票在家庭总资产中的占比仅为8.1%，远低于全球平均水平（41%）。目前，A股市场已经基本到达估值底，正在探寻盈利底和市场底，而楼市或将长期遇冷，这样股票的长期吸引力就会相对增强，未来会有更多的家庭资金配置于股市当中。若我们以全球平均水平41%为准，假设证券类投资中有一半资金会流向股市，那就可以预计得到，未来还有9万亿元的家庭增量资金可以进入股市。不过这是立足于长期角度来看的，并且家庭资金，无论是个人散户投资还是委托各种类型的机构来投资，这部分资金的偏好股票都是较为分散、风格不一的。

第二是养老金

未来可能有更多省市的养老金入市。养老金入市已经进入实施阶

段，先是广东、山东委托投资的企业职工养老保险基金，各有1000亿元，还有各省份委托投资的基本养老保险基金。截至2018年年底，已经有17个省份的基本养老保险基金入市，合同总金额超过8000亿元。这些还只是中国目前已经入市的养老金的情况。对标国际，美国、英国和日本是全球养老资产规模最大的三个国家，美国的养老资产占GDP的比重高达131%，即使看平均水平，国际主要养老金资产的平均占比也有67%，而中国只占了10%。截至2020年4月，新上市的53只新股中，养老金先后中签48只，年内浮盈已达11.33亿元。更有人做出预测，2020年社保、保险和养老金入市资金规模最高可能超6000亿元。一般来说，养老金资金会偏向安全边际更高、市场表现稳健的股票。A股的养老金概念板块中，共有33只相关标的，所属行业和市值都较为分散。

第三是社保基金

股市处于底部区域，社保基金有望加大入市步伐。社保基金是国家战略储备资金，它的资金来源主要是中央财政预算拨款、国有资本划转、基金投资收益和国务院批准的其他方式。全国社会保障基金理事会副理事长陈文辉透露，初步核算，2019年全国社保基金投资收益额超过3000亿元。从资产配置角度来看，社保基金目前主要配置在交易类金融资产和持有到期资产上，占比分别是40%和36%。而股票投资的占比是呈上升态势的，从2008年的1.8%上升到2017年年底的11%。

以全国社保基金来看，2018年结余量方面，全国社保基金18105亿元，地方账户基金1321亿元，地方委托资金1148亿元，加起来超过2万亿元。根据社保基金管理办法规定，社保基金中的资产投资于证券、基金、股票的比例不得高于40%，这样如果静态来看（即假设规模不增长）就是8000多亿，目前存量差不多6600亿元，这样还剩余1400亿元左右。

一般来说，社保基金偏好市值较大、分红较多、盈利能力较高的股票。它们相对来说表现也更稳，行业大多集中在银行、医药、化工、电

子和食品饮料。其中，持股比例排名前五的是开润股份、新纶科技、养元饮品、云图控股和拓普集团。A股中也有社保重仓概念板块，里面有147只相关标的，这些也都值得关注。

第四是以全球指数基金为代表的外资

A股国际化进程加快，在全球吸引力不断上升。2018年A股平均跌了近1/3，但它在国际上的吸引力却显著提升，依次被纳入了世界知名的三大基准指数，也就是入摩、入富和入道。此外，2018年9月，富时罗素公司首席执行官也曾公开说过，未来5~10年，以跟踪指数形式进入中国市场的被动资金，规模可达到2.5万亿美元。接下来我们就说下这方面的进展。

一是入摩，也就是MSCI。它背后是全球第一大指数公司。2018年6月，A股市场226只股票被正式纳入MSCI，这些股票还形成了一个概念板块，之前我们讲主题投资时讲到过。2019年3月，MSCI新兴市场指数将A股纳入的比例从之前的5%提高到20%。2019年5月，将纳入的股票扩展到创业板块。

二是入富，也就是富时罗素。它背后是全球第二大指数公司。2019年9月它也将A股纳入其全球股票指数体系，共分3步走，在2019年的6月、9月和2020年的3月分别纳入20%、40%和40%。预计这三个阶段会为A股市场带来121亿美元的增量资金。

三是入道，也就是标普道琼斯指数。它是全球最大的金融市场指数公司之一，美国的标普500指数就是它编的。2019年9月，1099家中国A股上市公司被纳入标普新兴市场全球基准指数，其中包括147家大盘股，251家中盘股，701家小盘股，预计A股在该指数中所占权重为6.2%，中国市场整体（含A股、港股、海外上市中概股）在该指数中所占权重为36%。

此外，2019年4月，中国债券被正式纳入彭博巴克莱债券指数，这是继A股被纳入明晟（MSCI）新兴市场指数之后，我国金融市场又一次被国际主要相关金融指数接纳。

进入2020年以后，A股的国际指数扩容进程暂缓，参考中国台湾和韩国市场的经验，预计2020年外资整体净流入规模下降。不过考虑到全球利率环境和目前A股估值优势，资产荒情况下A股市场的长期吸引力仍然很大，境外资金流入的动力依然较足。

全球指数基金是外资的典型代表，而在中国，外资流入A股市场主要是通过QFII、RQFII以及互联互通机制。QFII是合格境外投资者在美元额度内兑换为人民币投资中国资本市场，RQFII是合格境外投资者在人民币额度内使用人民币投资中国资本市场。目前这两者已经开始合并，境外投资者申请一次资格即可两边投资，它们的额度也在快速扩容。2019年1月，QFII总额度由1500亿美元增加至3000亿美元，直接翻倍，增量额度折成人民币就是1万多亿元。截至2020年3月31日，审批QFII投资额度1131.59亿美元，审批RQFII投资额度7124.42亿元人民币，审批QDII（合格境内机构投资者）投资额度1039.83亿美元。

具体股票标的方面，三大指数MSCI、富时罗素和标普道琼斯都已经设有相关概念板块。这三个板块，尤其业绩较好的股票，在2019年对应指数的关键时间点前后，均出现较大利好。截至2019年年底，顺丰控股、驰宏锌锗、北新建材、生益科技4只股票的QFII持仓股数均超1000万股。从QFII选股偏好来看，主要注重基本面稳健的行业龙头股，例如生益科技、中炬高新等。这些具体的机构持仓明细，大家都可以在东方财富网里的主力数据中搜索到。2020年外资不断流入A股市场是确定性事件，北上资金及QFII的持仓标的值得大家关注。

总结一下。A股市场未来还有4项增量资金值得期待，分别是家庭

储蓄资金、养老金、社保基金和以全球指数基金为代表的外资。A股想进一步走牛，长线增量资金入市不可或缺，未来增量资金引入的进展值得我们长期关注。

技术分析：K线真的靠谱吗？

K线的构成

在技术分析的诸多工具中，K线可以说是最直观、最方便的一种。大家在做投资的时候都免不了要和K线打交道，甚至由此衍生出笃信技术分析的一个派系。但是不知道大家有没有在使用这种方法的时候思考过：K线分析真的靠谱吗？我们能在多大程度上相信这种纯技术分析的方法呢？这节就让我们就来聊一聊K线。

K线源于日本德川幕府时代，被当时日本米市的商人用来记录米市的行情与价格波动，由于这种标画方式细腻独到，清晰明了，后来被应用到股票和期货市场中，用来记录当天股票的价格变化。K线分为阳线和阴线两种。由于用这种方法绘制出来的图表形状颇似蜡烛，加上这些蜡烛有黑白之分，因而K线图又被称作蜡烛图，K线又称阴阳线。

K线图的画法包含四个数据：开盘价、收盘价、最高价、最低价。所有的K线都是围绕这四个数据展开的，以此反映大势的状况和价格信息。最先利用K线来研究股票走势的人可以说是非常聪明的，他们利用线和柱子把股市复杂的价格关系简单明了地表现出来，把价格、时间、交易量、涨跌幅融为一体，使得分析股市变得有迹可循。

“趋势”这一概念是技术分析的核心。研究K线图的全部意义，就是要在一个趋势发生发展的早期，及时准确地把它揭示出来，从而达到顺势交易的目的。技术分析在本质上就是顺应趋势，即以判定和追随既成趋势为目的。对于一个既成的趋势来说，下一步常常是沿着现存趋势方

向继续演变，掉头反向的可能性很小。

道氏理论

在明白了K线的构成之后，让我们来简单介绍一下技术分析的理论基础。道氏理论可以说是所有技术图表分析的鼻祖，我相信，只要是对股市稍有经历的人应该都对它有所耳闻，而且这一方法受到大多数相信技术分析的股民的敬重。道氏理论的伟大之处，并不在于他总结了多少技术形态指标，而在于他总结出的三大核心思想，这也是技术分析的三大基石。

一是三重运动理论。道氏将市场的走势分为三种运动，即基本运动、次级运动以及日常波动。市场的基本运动是可以被预测的，预测次级运动很困难，而日常运动是随机的，是不可预测的，因此，市场的主体趋势是可以被预测的，而每一个价格的波动时间和位置又是测不准确的。

二是相互验证原则，尽管市场的基本运动能够为我们所把握，但是通过一种方式得出的结果，必须用另一种方式得出的结果来验证，两个指标一致才能说明我们的预测是可取的。这一原则的思想是通过带有强相关性（或品种）的价格表现的相互背离，来否定错误的预测结果。用验证来说明预测的正确性，并非仅仅依靠一个指标或一个工具将市场的预测绝对化。

三是投机原理。这一原理理解起来略有一些抽象，我们先给投机行为下一个定义：采取积极的措施，希望将自己所预期的带有很强随机性的和不确定性的事情得以实现的行为。技术分析派人士提出的“市场行为包容并消化一切”，是技术分析的三大假设之一，这是进行一切技术分析的基础。其主要思想是认为影响价格的每一个因素（包括内在的和外在的）都反映在市场行为中。它所遵循的道氏理论的一个基本原则是：“任何人所了解、希望、相信和预期的任何事都可以在市场中得到

体现。”因此，市场行为也必然包括投机行为。它是市场中最鲜活的因素，它为市场带来可以被预测的重要元素。

K线的不足和局限

在明白以上三个原理的基础上，我们就能理解技术分析法存在的合理性以及其在实操过程中的实用性。

我们必须承认，技术分析有一定的实操性，它曾经为投资者带来过丰厚的回报。早年我看过一本书，叫《穿越周期的专业投机技艺》，里面提到一位投资者凭借对K线图的正确解读，在一个月内收获了35%的资本回报的案例。但是我们也必须指出，现实生活中走势图往往不能给出像以上案例中那么清楚的指示，有时甚至可能对投资者产生误导。尤其对于那些通常日成交量不足几千股的股票来说，这种走势图毫无意义。而且这种走势图只限于短期交易。事实上，想找到主力操纵的痕迹在当下股市中几乎是不可能的，没有哪个庄家能够强大到独自左右整个股市的走向。

除此之外，K线分析法在中国的使用也有一定的局限。目前A股市场基本达到弱有效市场的标准，未来市场有效性会进一步提升。根据有效市场假说，在弱有效市场中，市场价格充分反映出所有过去历史的证券价格信息，使得投资者不能通过分析以往价格获得超额利润。此时，股票价格的技术分析失去作用，基本分析还能帮助投资者获得超额利润。所以说，K线分析在A股市场的作用是有一定局限性的，而且作用会越来越小，我们切不可迷信K线。

总结一下。这一节我们简单介绍了K线的构成，技术分析的经典理论——道氏理论，并指出K线图在实际应用中的不足和局限，希望大家能够明白K线分析法并不是万能的，切不可将其作为股票投资的唯一依

据。

揭秘坐庄：中国式A股的毒瘤

给大家讲一个小故事。这个故事发生在一个很贫穷的小山村里。有一天，这个小山村突然来了两个陌生人，他们跟村子里人说要来买老虎，每只老虎1000元。村民们觉得他们很可笑，便不理睬他们。但第二天，真有几个胆子大的人捉来了老虎，而他们也真的如约拿到了两个陌生人的1000元。消息一传开，村民竞相上山捉老虎，随着老虎的数量越来越少，价格也提高到1500元、2000元。第六天，老板有事回城了，只留下助手，助手悄悄召集几位村民开会，“好心”地告诉他们：“老板回来后会把老虎的价格涨到5000元，如果有人愿意以每只2500元的价格买我手中的老虎，我将乐意促成好事。”参加会议的村民得到这一“利好消息”后，都觉得这笔交易很划算，于是又把老虎买了回来。没想到，等到助手手里的老虎全部脱手后，助手也“人间蒸发”了，留下全村老少捶胸顿足！

相信很多投资者都对这个故事有似曾相识的感觉。其实股市中所谓的坐庄就是这个道理，这两个陌生人就是庄家，村民就是散户投资者，老虎就代表庄股。庄家利用资金优势和消息优势，先投入大量的资金买入低价股，再利用散布“利好消息”等手段将股价不断拉高来吸引散户。当吸引到足够多的散户时，庄家就开始高价出货。这样低价买入再高价卖出，中间的差价就是庄家赚取的利润，这也就是整个坐庄的过程。专业些讲，坐庄就是庄家建仓、拉高股价、出货的过程，当然其中可能交织着一些为了更好地达成这一目的的试盘、洗盘行为。总而言之，庄家的目的就是通过操控股票价格来赚走散户手中的钱。

股市坐庄的主要流程

那么在股市中坐庄到底是怎么操作的呢？下面我来给大家简单介绍一下股市坐庄的主要流程。

第一阶段，打压股价。庄家主要利用大盘下跌以及个股利空的方式来实现这一目的，这么做是为了在建仓的时候降低资金成本以及为之后的股价上涨腾出空间。

第二阶段，建仓。就是庄家在一段时间内不断买入某只个股的行为，通过前一轮打压股价造成市场上恐慌性抛盘，并趁机在低位进行吸筹。一旦筹码吸足后，庄家会撤掉大量抛盘，这时股价就会上涨。

第三阶段，试盘。这相当于商场正式营业前的试营业，庄家吸足筹码后并不会立马拉高股价，他们会小幅缓慢拉升，观察市场反应及股价表现，根据这些反应调整交易策略，确定拉升时间及目标价位等。

第四阶段，洗盘。庄家为了减轻日后拉升过程中的获利抛盘压力，赚取高额利润，会在拉高股价前进行几次洗盘，使原本低价时买入的散户抛出，让看好后市的投资者进入。这样一来，持股者的平均价位就会升高，方便后面坐庄操作。

第五阶段，拉升。这很好理解，就是拉高股价的意思，庄家在完成上述阶段后，就要开始利用利好消息或盘面回暖来拉高股价，以便尽快出货，赚取利润。

第六阶段，出货，庄家拉高股价后出货实现高位套现。这是坐庄的最后一步，也是事关成败的一步。有时庄家为了方便自己出货，会散布一些利好消息，吸引散户跟风买盘。

出货之后，庄家又会开始寻找时机打压股价，进行新一轮的坐庄操作，如此循环往复，不断地在股票市场榨取利润。散户就像韭菜一样，一茬一茬地被割。庄家往往运筹帷幄，通过信息战、心理战等战术对散

户进攻，引导散户一步一步落入自己设置的“陷阱”中，以夺取最后的胜利。

整个过程中，庄家的资金一般分为两部分，一部分用来建仓，在底部吸筹，待股价拉高后出货，直接在二级市场谋利，庄家主要靠这部分资金赚钱；另一部分是控盘资金，主要是用来拉高股价以及应付各种突发事件。

坐庄案例

下面我们来看一个2016年被证监会处罚的一个团伙坐庄案例，这个团队共有5人，他们曾利用其自身资金优势连续买卖首旅酒店、劲嘉股份和珠江啤酒三只股票，最后在珠江啤酒的出货阶段被证监会审查。

操纵珠江啤酒的时候，这个团队已经有了娴熟的操纵技巧和实战经验，所以在相同时间内，这一只股票收益率最高，对应的控盘程度也是相对最高的。据了解，他们当时控制了实际流通盘的大概50%左右，每天平均操作超过个股成交量的26%，差不多23个账户，对倒频率超过77%，并且还控制五个机构席位。

2014年1月到10月，珠江啤酒的走势和大盘走势明显相反，大盘横盘振荡期间，珠江啤酒走势一直平稳上行，甚至最高时逆势上涨88%。后被证实这是庄家对珠江啤酒的坐庄操作。感兴趣的朋友们可以去查一下当时珠江啤酒的K线图，从它的走势图中我们可以看出，该坐庄团队前期在疯狂吸筹，建仓迅速，不计成本。根据证监会披露的数据，他们有很大一部分筹码是通过大宗交易方式购入的，通过大宗交易方式购买股票，并且是折价，然后通过对倒拉抬价格从二级市场卖出，这种方式可以做到低成本快速吸筹。

在建仓基本完成后，该团队通过活跃游资接力拉升股价，吸引了很多投资者，他们便在做T出货拉升股价的同时趁大盘行情企稳筑底的时候

候不断出货，利用投资者的幻想，顺利出货赚取差价。

在出货后，他们并没有就此收手，而是又进行了新一轮的拉升出货。方法和我们上面所讲的一样：他们先是打压股价底部吸筹，然后逆势拉高股价，吸引到大量投资者之后就开始出货。但是这一次却被证监会盯上了，正所谓“天网恢恢，疏而不漏”，这个团伙最终被一网打尽。

不少投资者对坐庄有个认知误区，认为这是一桩稳赚不赔的买卖。但其实，股市坐庄即使不被处罚，也是有失败风险的。在坐庄操作中，庄家要直接参与竞局，若出现资金供给不到位、资金链断裂，股市持续低迷、散户情绪低落，股价虚高、散户参与程度低、庄家出不了货等情况，庄家资金也会被套其中，导致坐庄失败。

总结一下。股市坐庄就是庄家利用资金优势和信息优势，经过建仓、试盘、洗盘、拉高股价、出货的阶段，成功完成一轮资金进场和出局工作。接着再不断重复此过程，不断赚走散户手中的钱。所以说，坐庄是股市的“毒瘤”，现在监管部门也在严厉打击这种行为，A股中坐庄行为相比前几年已经少了很多。

第4讲 风险规避 2种主要风险类型

| 市场风险 |

风险分析：这些年股民踩过的雷

“股市有风险，投资需谨慎”是我们常听到的老话。这些年我们遇到的风险不少，乐视网贾跃亭跑路、中兴通讯事件、长生生物退市都让我们印象深刻。在这一部分，我们会带大家一一盘点这些年A股爆过的雷，打过的假，并教大家一些识别和防范风险的方法，希望能让大家在今后避免不必要的损失。

关于踩雷有两个很形象的比喻，就是“灰犀牛”和“黑天鹅”。这两个词是什么意思呢？我们知道天鹅一般都是白色的，所以当一只黑色的天鹅出现在大家面前时，我们就会惊慌失措。比如一家长年业绩不错的公司突然业绩翻脸，谁能想得到呢？因为我们已经被“天鹅是白色的”这一观点束缚住了。与“黑天鹅”相对应的是“灰犀牛”这个词，犀牛的确是灰色的，大家都知道，所以说“灰犀牛”就指的是大家都默认甚至习以为常的风险，但这个“习以为常”往往就是隐患，现在A股市场的高商誉就是一只“灰犀牛”。我们先来给大家梳理一下，这些年的“雷股”有哪些特征。

在过去的10年里，A股从2008年的1820点开始，起起伏伏，到达了2020年4月的2825点，这一路上经历了长长的熊市和短暂的牛市，有涨了十倍多的股票，像华夏幸福和长春高新；也有很多暴跌的股票，有

150多家个股跌幅超过了50%，比如跌幅95%的金亚科技，跌幅91%的ST锐电；还有一些退市摘牌的公司，比如欣泰电气、二重重装。

“雷股”的行业特征

我们先来看一下，这些“雷股”在行业上有什么特征。

第一，不少“雷股”所在的行业在过去10年景气度下滑，比如光伏行业。光伏行业出了不少暴跌的个股，向日葵、天龙光电、保变电气在这10年股价都跌了80%以上。2010年之前，光伏产业扩张过快，行业产能过剩。根据2011年6月欧洲光伏工业协会的一份报告，当时中国全年的产能已经能满足未来2~3年全球光伏市场的需求。当时中国光伏产能近90%要销往国外，主要是欧洲和美国。然而，2011年和2012年，美国和欧盟相继对中国进口光伏产品发起反倾销调查，给中国的光伏产业造成了致命的打击，行业进入寒冬。很多光伏企业在2011年之后业绩下滑非常严重，股价也连续多年调整。

第二，农业股容易出现“雷股”。这是因为农业股有特殊性，它的存货资产难以计量，容易出现“黑天鹅”事件。“獐子岛的扇贝又跑了”，这件事大家一定还印象深刻。早在2014年10月，獐子岛曾公告称因遭遇北黄海异常的冷水团，海底牧场绝收，而2018年初，獐子岛又发公告说分海域的底部虾夷扇贝存货异常，整个2017年亏了7.23亿元，这里面虽然有管理层经营不善的原因，但存货难盘点确实是农业企业的特点。

“雷股”公司层面的特征

说完了行业特征，我们再来看看这些“雷股”在公司层面一般都有哪些特征。经过梳理，我们将“雷股”分成了三类：第一类是财务造假，第二类是财务指标不健康，第三类是公司治理层面出现问题。

财务造假

这些年A股市场里财务造假的一抓一大把。财务造假的方式有很多，简单说有三种：一是无中生有，二是偷梁换柱，三是收入或费用没有按照会计准则确认。我们一个个来说。

无中生有，通过虚构业务来虚增收入。目前处在退市程序中的*ST百特（原名雅百特）就是这样一家企业，2015年借壳上市后，股价一路上升，2017年2月到了接近24元的高位。如果你是在这之后入手的，那就亏惨了。2017年4月雅百特被调查，9月被外交部证实虚构了在巴基斯坦的业务，甚至伪造了巴基斯坦政要的信函。在一系列调查后，股价在最高点之后一年多的时间里跌了94%，绝对是一颗无法挽回的雷。这类虚构业务的企业还有很多，比如昆明机床是通过签订虚假合同来确认收入，这些虚构的业务却体现到了财务报表中，如果不是被证监会查出来是会误导投资者的。

偷梁换柱，和合作方演戏来造假。这类造假并非无中生有，因为的确是有这样白纸黑字的合同，但有合作方配合演戏。*ST圣莱达在2015年11月和华视友邦签订了一份电影版权的转让协议，把华视友邦的一部电影版权作价3000万元转让给圣莱达，但还有一个条件是华视友邦需要按时取得电影的公映许可证，否则华视友邦就要多赔付1000万元的违约金。随后圣莱达向华视友邦支付了3000万元的版权费，华视友邦按时“违约”，圣莱达要求华视友邦返还3000万元并赔付1000万元的违约金。圣莱达最终收到了这笔1000万元的违约金，并确认为2015年的营业外收入。这样花式造假的目的是为了连续两年亏损被ST。所以，对于那些出现亏损，但是第二年“奇迹”般扭亏为盈的企业，个体投资者要格外警惕。

收入或费用没有按照会计准则确认，比如提前或者延迟确认收入和费用，都是为了让报表整体更好看。上市八年股价跌了91%的ST锐电（原名华锐风电）就通过提前确认收入，在2011年虚增利润2.7亿元，占当期披露利润总额的37.5%，2015年1月被证监会处罚。

财务指标不健康

从财务指标方面，我们总结了“雷股”的四个特征。

第一是商誉高。商誉就是一个企业在并购时溢价的部分。并购是一把双刃剑，一方面可以使公司最近几个季度的净利润大涨；另一方面如果是溢价很多倍的收购，会产生高商誉，导致很大的风险，巨额的商誉减值可能会导致公司业绩没有前兆地突然变脸。截至2018年第三季度，A股市场中共有2000多家上市企业存在商誉，其中有149家上市企业的商誉在总资产中占比超过30%，21家商誉占比超过50%。2018年业绩预告中，有54家公司预计亏损超过20亿元，其中有34家是因为巨额的商誉减值导致净利润亏损。亏损金额最大的是天神娱乐，它的商誉占总资产的近50%，2018年天神娱乐突然计提商誉减值49亿元。大额计提商誉减值的好处是既然今年的业绩已经不好看了，那就索性把所有的亏损都放进来，扔掉包袱，轻装上阵，还能在股价下跌后回购一定的股份，但是对于普通投资者来说就是巨大的损失。

第二是资产负债率高。高资产负债率使企业对风险的抵御能力下降，一旦资金链出现问题，整个企业就会瘫痪。比如做汽贸的庞大集团，上市10年来平均资产负债率超过80%。2017年，公司实际控制人因公司涉嫌未如实披露权益变动情况等问题被司法机关调查，再加上业绩一直都很差，导致一些投资者和金融机构对公司失去信任，2017年多家银行从庞大集团抽贷共60亿元。资金链断裂导致庞大集团深陷债务危机，公司股价从4元下降到1元，跌幅70%。

第三是应收账款高。应收账款影响企业的资金周转和正常的经营活动，巨额的应收账款代表公司的变现能力低，并没有真正的盈利能力。巨额的应收账款背后往往隐藏着上市公司的“秘密”，通过应收账款财务造假的案例也是层出不穷。比如华映科技。华映科技与实际控制人中华映管股份有限公司之间有31亿元的关联交易，但由于中华映管的债务逾期问题，导致31亿元的应收账款全部无法收回。因为巨额应收账款无法

收回，华映科技2018年亏损将近50亿元，在前几年业绩比较平稳的情况下突然爆雷。

第四是三费明显高于同行。三费主要是指公司的销售费用、管理费用和财务费用。过高的费率直接影响上市公司的净利润，也能在一定程度上反映公司的管理存在问题。比如人人乐，刚上市时被人们誉为唯一一家可以和沃尔玛竞争的公司。人人乐的毛利率普遍高于同行其他超市，营业收入也处于其他同行的平均水平，那是什么原因导致人人乐净利润低于同行超市的呢？主要原因是人人乐的运营费率很高，运营费主要包括销售费用和管理费用。一般超市的运营费率基本维持在18%左右，但是人人乐的运营费率达23%，比行业平均高出5个点。不要小看这区区5个点，对于大型超市来说营业总收入都维持在百亿元左右，运营费率高出同行5%就意味着少了5亿元的净利润。

公司治理层面出现问题

公司治理层面出现的问题，可以从以下角度分析。

第一是高管侵蚀公司利益。高管是一家企业的领头羊，领头羊把自身利益与公司利益分离开来，可能会通过侵蚀上市公司来满足自身利益，留给投资者一个表面鲜亮的空壳。常见的方式有并购套现、占用公司资金等。比如，金亚科技在2015年以近20倍的溢价收购一家刚成立一年的公司——天象互动，而天象互动的股东之一正是金亚科技的实际控制人、董事长周旭辉，这是典型的“左手倒右手”、利用收购输送利益的行为。

第二是大股东减持。上市公司的大股东往往是公司高管，身处高管层理应最清楚和了解公司发展的现状和未来的预期。一个公司的高管在疯狂套现，会给投资者一个利空的暗示，导致股价下跌。比如向日葵的实际控制人吴建龙，被称为“创业板套现第一人”，曾在三年间通过16笔交易疯狂套现25亿元，是向日葵股价下跌的催化剂。

第三是公司“炒概念”。近些年随着互联网和金融行业的发展，不少企业给自己贴上了“互联网+”“金融+”的标签。比如2014年，奥马电器通过收购中融金，发展P2P互联网金融业务。虽然站在风口猪都能飞起来，但飞得越高摔得越惨。2018年，奥马电器因旗下P2P爆雷，导致自身陷入债务危机。

第四是公司有违法行为。上市公司的信誉和形象是公司的核心，发生重大违法行为会对公司产生毁灭性的打击。2018年长生生物因疫苗安全问题被舆论推到风口浪尖，公司因违规生产狂犬病疫苗被药监局罚款91亿元，股票也因重大违法被深交所强制退市。

第五是公司“不务正业”。2018年不少上市公司因为炒股亏了很多钱，比如上海莱士。它的主营业务是血液制品，主营业务业绩一直有着不错的表现，2018年前三季度公司扣非净利润4亿元，但2018年亏损超15亿元。在主营业务表现不错的情况下为什么2018年会出现大额亏损呢？主要是因为上海莱士将主要资金拿去二级市场炒股，导致了13亿元的亏损。上海莱士在2015年的牛市通过二级市场投资赚得盆满钵满，之后每年都拿出大量资金投入二级市场，这是公司不务正业的典型表现。

总结一下。“雷股”是各有各的奇葩之处，我们把它们的暴跌总结成行业和公司两方面的原因。行业层面，景气度下行的行业和农业股比较容易出现“雷股”；公司层面，主要包括财务造假、财务指标不健康、公司治理层面三个问题。财务指标中要警惕高商誉、高资产负债率、高营收账款和高费率的公司；公司治理层面要关注公司、高管和大股东的行为。

中国式爆仓风险：董事长跑路的幕后推手

2018年，中国A股股市跌了近1/3，是公认的资本寒冬之年。随着A股市场下跌，市场上也跟着出现了些“奇葩事儿”，比如400多位董事长跑路并玩起了“失联”，80多家上市公司控制权变更。而国资频繁接盘民企控制权还进一步引发了国进民退的争议。这些热点新闻的背后都指向一个共同的幕后推手，那就是股权质押。

什么是股权质押

股权质押本质上是一种“质押式债务融资”，质权人向股东借出资金，条件是股东以股权作为质押担保，并支付利息费用。根据质权人的不同，质押可以分为两类，分别是场内质押和场外质押。质权人是券商的，需要通过交易所这个中介环节，所以叫场内质押；而质权人是银行、信托的，直接在中国证券登记结算有限公司登记就可以，我们就叫它场外质押。

既然“交易”涉及双方，那么必然存在契约，这个契约就是质押协议。质押协议主要包括三个关键的要素：质押率、融资成本和期限。质押率就是你拿抵押物去抵押融资，人家给你打的折扣，一般是40%；融资成本就是你用抵押物作为担保，借钱要给的利息，一般是7%~8%；期限则随双方协商而定，但场内质押一般最多三年。

A股市场股权质押的情况

从规模来说，A股几乎无股不押，截至2018年10月质押市值达到了4.9万亿元，占A股总市值近10%。

从质押比例，也就是上市公司质押股票数占公司总股本的比重来看，总体在22%左右，有74%的股票低于30%，5%的股票达到50%以上。

从解押情况来看，2018年质押到期规模已经上升到2.6万亿元，但是实际解押只有1.6万亿元。同时，“借新还旧”已经行不通了，质押融资

额已经低于到期的需解押规模了。所以对企业来讲解押的压力也到了高峰。

质押股爆仓的机制及后果

股东还款是正常的解押路径，但应当注意，股权质押的抵押物是股票，它的价格波动性是非常大的，一旦股价不如人意，抵押物的价值大幅下跌，质权人就有无法正常收回资金的风险。为了确保正常收回资金，质权人会对股价逐日盯市，并划定股价警戒线和平仓线，来度量质押的风险。

我们举个例子来说明这两条线：100元的股票，拿去质押融资，如果质押率为40%，可拿到40元，这时警戒线就是 $40 \text{元} \times [1 + \text{融资成本（比如10\%）}] \times \text{警戒比例160\%}$ ，结果是70元左右；平仓线是把警戒比例160%改成140%，结果是62元左右。当股票价格不断下跌时，跌到警戒线70元时，就会要求股东补仓了，如果跌到平仓线62元以下时还没有补仓，质权人就有权强行平仓，也就是大家听过的质押股爆仓了。

也就是说，当股价下跌到危机线，大股东不愿意或者没能力补时，就会迎来爆仓。爆仓主要会带来两个风险：一是冲击股价；二是如果控股股东质押比例过高，可能会丧失控股权。2016年，同洲电子成为第一家因大股东股权质押达到平仓线而转让控股权的公司。当时的实际控制人袁明质押给国元证券1.22亿股，占持有比例的96.53%，后来因为经受不了平仓压力，与小牛资本达成意向转让控股权，才得以解押。所以，如果股价不断下跌，对质押股东而言，压力是非常大的。

2018年股市低迷，质押爆仓风险集中暴露。比如7月13日，凯瑞德公告称，因近日公司股价下跌，股东任飞、王腾通过山西证券融资融券账户持有的部分公司股票被强制平仓，平仓数量合计547万股，占上市公司总股本的3.12%。7月17日，迪维迅也发布公告称，公司控股股东北京安策质押给德邦证券和第一创业证券的部分股票出现平仓被动减持的

情况，累计减持股票占公司总股本的0.66%。大面积的质押股爆仓，使质押股东们苦不堪言。

但正如一枚硬币有正反面一样，当上市公司大股东被股权质押爆仓危机压垮时，也为外部人提供了低价接盘其股权甚至控股权的绝佳机会。2018年年初至10月，发生实际控制人变更的公司就有76家。

当时接盘的外部投资者大致有三类：国资国企、金融资本和互联网独角兽。三类投资者中，最引人注目的就是国资接盘。76家变更控制人的公司中，有近22家的接盘方是国资。国资接盘的益处主要体现在两个方面：首先，对于面临资金断裂的公司和股东来说，引入国资不仅可以缓解流动性，而且有了国企背景，公司从银行获得授信将更为便利；其次，对于国资来说，不仅可以取得控股权帮助上市公司起死回生，而且还能因此为地方的纳税提供支撑保障。

爆仓危机下的收购最大的特点就在于转让价格极其便宜，当时甚至出现了1元购、0元购这种不可思议的案例。例如上市公司金一文化的原实际控制人将控制权转让给海淀国资委，代价只是象征性出资1元，而交易标的是1.49亿股股份，对应市值近12亿元。这还不是最便宜的，2018年5月，“*ST天业”以0元的价格将10.2%的股权转让给高新城建，而接收方背后实际是济南高新区国资委。

这波股权质押风愈演愈烈，最终引起了监管层的介入。监管层不断发布利好政策，鼓励国资、券商、险资、私募基金等各级主体帮助纾困，尤其是民企股权质押风险。2018年10月23日，深圳市政府安排数百亿元资金，帮助当地上市公司缓解短期流动性难题，打响了股权质押纾困的第一枪。在这之后，央行、银保监会、证监会、各地方政府以及沪深交易所纷纷助力股权质押纾困基金。2019年4月各地政府纾困专项基金规模已超3500亿，券商、基金、保险相关产品规模分别达2000亿元、725亿元、1060亿元，另外已有超93亿元的纾困专项债已完成发行。按此计算，目前纾困资金总规模已超7000亿元，已有至少74家A股公司宣

布获纾困基金支持或正在开展合作。在各方支援下，上市公司股权质押风险逐步降低。并且，目前股市已经处于估值底部，股价下跌的空间也较小，股权质押的风险得以缓解。

总结一下。我们介绍了什么是股权质押，A股在2018年股价不断下跌时，股权质押的情况、质押股爆仓产生的机制及后果，然后也介绍了当时质押危机背景下给外部人的潜在投资机会。2018年是股权质押风险集中爆发的典型年，不过后来在多方主体的努力下，在各种纾困基金的帮助下，这个A股的系统性危机已经基本得以缓解。

中国式减持：大股东减持背后的套路

2005年6月，建设银行引入美国银行作为其战略投资者，所持股票禁售期为三年，双方在个人银行业务、公司治理、风险管理等方面进行了深入的合作。三年后，也就是2008年，解禁期到来，恰逢次贷危机爆发，美国银行在并购美林后存在严重的资本不足。为了满足资本充足率要求，美国银行两年内连续四次减持建行H股来补充资本金，累计套现约194亿美元，这就是大股东减持背后的变现逻辑。同样，大股东减持一直围绕着A股市场。2019年1月份共有272只个股迎来解禁，以最新收盘价计算，合计解禁市值超2700亿元。定增限售股或首发限售股在解禁后会对市场形成减持压力，基于这种预期，市场会提前做出反应。但为了实现高位变现，大股东往往倾向于做高股价来获益。这节我们就来探讨这些大股东减持背后的套路有哪些。

大股东减持原因

一般来说，大股东减持出于五大动因：第一是通过减持套现。这往往发生在拥有内部信息的大股东认为公司估值过高、业绩会下滑的时

候。第二是为了规避风险。当公司负债率过高、股票价格波动过大时，风险厌恶型大股东会通过减持来规避市场风险。第三是为了降低掏空成本。由于公司治理不健全，很多大股东尤其控股股东会想尽办法进行关联交易，转移公司优质资产，而置换入相对劣势的资产，从而实现掏空的行为。为了降低掏空成本，大股东在掏空部分后进行减持，从而可将持有掏空企业的成本摊薄。第四是为了优化股权结构。大股东尤其控股股东为了引入战略投资者或者实施股权激励计划，会主动释放减持部分自有股权，以优化公司股权结构。第五是为了流动性需求。公司缺乏流动性资金，大股东为了支持企业的发展而减持。

在上述五个原因中，为了获利而减持是大股东减持的最主要动因。查询上市公司大股东减持公告，我们会发现有很多令人啼笑皆非的减持理由，它们都是为了包装真实的减持动机。比如，2016年1月18日，中文在线公告称股东王秋虎因需改善个人生活，拟减持不超过201.27万股。按当时的收盘价计算，这201.27万股能套现2.59亿元。除了改善个人生活，还有还房贷、做慈善、给孩子交学费等奇葩理由。

大股东推高股价六大套路

第一，操控上市公司的重大信息披露。大股东在减持前通过披露重大信息，如业绩预增公告、战略合作、合同中标等来吸引投资者进入，抬升股价，从而实现高位减持。目前已退市的公司“湘火炬”从1998年开始，两年内频繁公告了11个项目投资，使股价区间涨幅超过900%。

第二，通过盈余管理实现精准减持。盈余管理指企业管理层为了获取私人利益，利用信息不对称，有意识地改变会计中盈利信息的行为。大股东通过盈余管理，操纵利润来抬升股价。盈余管理配合减持使大股东攫取了巨额利益，严重侵害了中小投资者的利益。2008年2月，冠福家用，也就是现在的ST冠福，在公布的2007年的业绩快报中改变了销售收入的确认办法，将以前的“委托代销”改为“一般销售”，即在分销商收到商品后就直接确认收入，而不是根据分销商实际售出的商品来核算。

会计方法的变更使公司业绩同期大幅增长。2018年1月，约2000万非流通股解禁上市，在实施正向盈余管理后，大股东实现了高位减持。随后公司发布业绩修正公告，宣布变更回“委托代销”的核算方法，前后业绩大幅变脸。

第三，实行高送转。“高”指比例高，“送”指拿未分配利润送红股，“转”指资本公积转股本，高送转即是说送红股或者转增股票的比例大，比如每10股送5股或转5股以上的股票。高送转原本是上市公司回报股东的方式，但若没有基本面支撑，高送转配合减持行为则成为大股东获利的手段。以永大集团为例，2011年10月公司在深交所上市后营收、净利润都在下滑，一直以来公司股价都表现平庸。三年禁售期一到，大股东纷纷准备减持。为了推高股价，2014年12月永大集团在公告当年利润分配预案时宣布实行高送转，甚至在2015年3月宣布了更激进的10转18派9元的高送转方案，股票8天内出现7个涨停，从预案公布前的23元飙升至102元。大股东吕永祥及其家人从2015年4月开始，一年之内四次减持，套现近70亿元。

第四，与分析师合谋，邀请分析师发出对公司的乐观评级来诱导投资者接盘。以万邦达为例，在2015年3月控股股东公布清仓式减持计划并且股价上涨到历史高点后，多家券商还频频发布“买入”“增持”“强烈推荐”等评级的研报。

第五，定向增发搭配减持来套利。定向增发是采用非公开发行的方式向特定投资者发行新股。首先，定增时往往折价发行，价格远低于二级市场，投资者持股成本低。其次，定增股份的锁定期较短。基于以上两个原因，大股东通过定向增发低价持股，当定增后的良好市场预期拉高股价时再进行减持。

第六，通过并购来推高股价。当上市公司所处行业不景气，业绩大幅下滑时，可通过并购来收购优质资产，提升业绩或者实现业务转型，重大资产重组公告发布后会激发股价上升，此时就是大股东减持套现的

最佳时机。中电电机大股东在2018年3月减持解禁股前，公司曾发布并购公告进行重大资产重组，虽然之后以标的资产估值难以达成一致为由终止了并购，但复牌后公司股价仍经历了一段时间的上涨。

总结一下。我们认为限售股解禁后会形成减持压力，大股东减持出于五大动因，分别是套现获利、规避风险、降低掏空成本、优化股权结构和满足流动性需要，其中套现获利是最主要的动因。而大股东为了实现高位减持套现，通常会运用一些手段来推高股价，常见的套路有操纵重大信息披露、盈余管理、实行高送转、与分析师合谋、定向增发和并购六种。希望投资者在上市公司公布以上信息时能把大股东的减持计划综合起来对比分析，摸清上市公司的真实意图。

杠杆配资：股灾的罪魁祸首还能信任吗？

2019年元旦后A股市场开始上涨，两个多月的时间内上证综指就涨了20%。随着股市的回暖，一些场外配资公司开始蠢蠢欲动，可能大家在朋友圈也经常看到配资广告或者接到一些配资公司的宣传电话。据一些配资公司网站显示，目前最大的杠杆可以达到10倍。从数据看场内融资，2019年2月1日融资买入额只有970亿元，占A股成交额的7%。而一个多月后，3月8日，融资买入额已经高达5600亿元了，金额翻了5倍多，融资买入占比也升到了10.36%。而场外配资的情况只会更严重。也因此，证监会在2月25日直接发布公告称，已注意到近期场外配资增多，将密切关注，并加强交易全过程监管。

为什么杠杆配资刚有抬头之势，就引起证监会如此关注？原因是四年前的股灾很大程度上就是它背后助推的。杠杆配资本身只是一种工具，但在放大收益的同时也放大了风险。而现在昔日的股灾罪魁祸首卷

土重来，我们还能信任它吗？我就以2015年股灾为背景，给大家讲一下杠杆配资。

什么是杠杆配资？

举例来说，我们现在有100万闲置资金准备投入股市，在行情大概率看涨的情况下想获取更多的收益，这时我就会考虑进行杠杆化投资交易。以100万作为保证金，按照1：3的杠杆配资后，就可撬动400万的资金，起到以小博大的作用。和我们在前两节讲过的股权质押爆仓风险一样，杠杆配资也会设置预警线和平仓线，当投资者无法及时追加保证金时，就会被强制平仓。

A股市场上的杠杆配资分为两种，一种是场内配资，一种是场外配资。场内配资指投资者向具有融资融券业务资格的证券公司提供担保物来进行融资或融券交易的行为。融资交易指借入资金、做多买入证券，而融券交易指借入证券、做空卖出。场外配资即指场内融资融券业务以外、未纳入监管的民间资本市场配资杠杆化行为，是配资公司在投资者原有资金的基础上按照一定比例提供资金供投资者使用的业务，简单来说就是向配资公司借钱炒股，目前主要通过结构化信托产品和互联网金融平台进行。

两者有什么区别呢？首先，受监管程度不同。场内配资会受到监管层的严格监管和风控约束，而场外配资难以被规范和统计监测。其次，融资融券业务对投资者门槛和杠杆比例都有要求，证券公司只能为开户满6个月、最近20个交易日的日均证券类资产不低于50万元的客户提供融资融券业务，杠杆比例一般为1。而场外配资投资者门槛较低，由于处于灰色地带，杠杆较高，风险较大。

杠杆配资为什么是**2015**年股灾的罪魁祸首？

2014年6月，上证综指只有1700多点，短短一年时间内，上证综指就突破4000点。在2014年A股市场开始上涨后，融资公司就闻风而动，

携手证券公司、电子软件公司开通配资平仓信息系统发展场外配资。在宏观经济不景气及融资融券门槛高的情况下，大量没有风险抵御能力的散户通过场外配资放大了可操作资金，进入股票市场。2015年1月5日两融余额为1万亿元，而到了5月20日就突破了2万亿元。此外，2015年6月多家券商估计当时场外配资市场规模约2万亿元。大规模的高杠杆资金入市推动了2015年的牛市。

2015年1月证监会开始规范两融业务，当时市场过度担忧股市下跌，证监会连续两次紧急澄清，缓解了市场恐慌情绪。再加上当时整体处于政策牛市，甚至有重要媒体发文称4000点才是A股牛市的开端。整个市场都沉浸在乐观的氛围中而忽略了很多隐藏的风险，也忽略了一些要去杠杆的信号。6月13日，证监会发布消息称，“禁止证券公司为场外配资活动提供便利”，市场开始进一步去杠杆，严查场外配资，两融也持续收紧，股市不断下跌。又由于很多炒股的资金都是杠杆资金，损失被成倍放大，抗风险能力低的散户没有能力补仓，很多都被强行平仓了。配资买的股票被强平后，股票卖出数量变多，股价进一步下跌，使更多的配资股被强平。这种负反馈使股市连环暴跌，股市进入股灾模式。所以市场普遍认为，大量违规资金以场外配资的进入导致了2015年A股市场的暴涨和急跌。

如何看待杠杆配资

任何事物都有两面性，杠杆配资也是如此。规范的融资融券业务是成熟资本市场的特征之一。我国从2010年3月开始实施融资融券制度，从境外发达国家的经验来看，融资融券交易可以将更多的信息融入证券价格，为市场提供双向的交易机制，提高了证券价格发现的效率，并且在拓宽证券公司业务范围的同时也增强了证券市场的流动性，但对于场外配资，我们应持更加理性的态度。从2015年的经验来看，投资者的散户化和羊群效应在场外配资市场得到充分体现。我们应更加关注场外融资的风险性。首先，场外配资的低门槛、高杠杆极易与投资者风险承受

能力形成错配。当股市下跌时投资者没有能力及时补仓，配资股连环引爆对市场将造成极大威胁。其次，一些互联网场外配资平台由于不需要在券商处开立个人证券账户，极易隐藏违规交易。并且证券账户由配资公司和投资者共同掌握，安全性不高。

总结一下。我们主要以2015年的股灾为背景讲了杠杆配资。首先，杠杆配资分为场内配资和场外配资两类，两者在受监管程度、合格投资者管理、杠杆比例设置方面有所差别。其次，我们认为杠杆配资尤其是场外配资是造成2015年股灾的最重要原因。最后，我们阐述了场外配资的风险，认为对杠杆配资应持理性态度。

中国式虚假概念股：哪些风口炒不得？

A股市场有一大“中国特色”，就是喜欢炒概念，有些概念还蛮有意思，比如喜欢炒地图的，有“北雄安，南海南”这一说法；还有喜欢炒科技的，虚拟现实、无人驾驶，新鲜概念层出不穷；前段时间Wind还出了个业绩爆雷指数，居然表现还不错。但实际上，很多概念一般持续时间不长，炒作痕迹严重，不少散户想在其中捞一笔，却最终成了被割的韭菜。我们就给大家梳理三类A股市场中炒不得的概念股：一是概念自身有问题的；二是概念自身没什么问题，但却是蹭热点的，公司并没有这项业务；三是概念自身没问题，也老老实实在做，但是距离实现还很远的。我们先来了解一下这三类概念。

第一类：概念自身有问题的

P2P就是属于这类概念，这种网贷方式并不是非常靠谱，我们很难知道平台另一端拿了钱去做什么，很容易卷款跑路。而且这里面的监管也不完善，2018年7—8月，很多P2P平台爆雷，波及一些P2P概念股。A股市场中过去也有许多P2P概念股，如奥马电器、深南股份、熊猫金控

等等，这些股票在2018年第三季度时都经历了20%~30%的跌幅。在P2P风险暴露之后，很多公司忙着跟P2P撇清关系，比如熊猫金控在2019年2月就剥离了银湖网这一P2P业务，把互联网金融业务全部出售了。

共享经济概念也是一样的问题。就拿共享单车来说，前几年炒得风生水起，当时有很多种共享单车，但是现在大部分都倒闭了，最早的ofo小黄车也曝出了挤兑押金的新闻。所以共享单车这种商业模式的底层逻辑是值得商榷的，这是一个门槛不高，拿钱烧就能烧出来的行业，没有了资金的支撑，单就每次1元钱的费用很难实现盈利。回过头看当时的概念股，有做共享单车的上海凤凰，也有做共享汽车的力帆股份，股价在最近一年的表现都很差。上海凤凰的股价在2016年年底到达了历史最高点46元，但是目前只有10元左右了。

还有像乐视这样的“互联网+”概念，“互联网+”其实是一个很新颖的商业模式，但是乐视吹得太过了。2015年的乐视看起来无所不能，做手机，做电视，还做体育，在体育这个细项里还有足球、篮球、网球、高尔夫等等，这么大一个生态圈怎么可能做得下来呢？所以当这些新兴概念吹得满天飞时，我们要有足够理性的认识。

第二类：蹭热点的概念股

这类公司的特点是把各种热点都往自己身上贴，以求股价上涨。近些年，抖音火遍全球，在A股市场中也出现了“抖音概念股”。2018年5月10日，引力传媒回复投资者提问，说目前已经和抖音等热门短视频达成了重点合作，结果第二天就被打脸，抖音官方回应“近期并没有与这家公司达成‘深度合作’”。虽然被打脸，但是股价还是噌噌往上涨，四天里三个涨停板。股价上涨后，公司就发布了高管减持计划，随后股价一路往下跌。这是引力传媒有争议的一个地方。

除了蹭抖音，还有蹭区块链的，比如易见股份。在2016年年报中，易见股份提到了在探索区块链技术的应用；在2017年半年报中，易见股

份明确提出“成为国内首家在供应链领域落地区块链技术的企业”。单从这些公告来看，易见股份似乎是一家在应用区块链技术的公司，股价伴随着区块链行情在2018年1月连拉5个涨停板。不过在上交所的严格督查下，易见股份终于承认：并未从事市场所认为的区块链业务。随后股价开始下跌，这一区块链概念龙头股落马。

抖音和区块链概念都不能算作虚假的概念，还是有其内在合理性的，但是这些公司蹭热点，往自己脸上贴金，就有点儿过分了。对于这些公司，我们可以细查一下它们过往的年报、季报，看看到底具不具备这方面的实力，以免被这些公告误导。

第三类：概念很美好但是落地很远的一些概念股

工业富联这家公司的全称是“富士康工业互联网股份有限公司”，从名字就可看得出来，工业富联打的是工业互联网这个概念。这个概念自身没什么问题，工业互联网是国家战略方向，而且工业富联也是实实在在的制造业，不是蹭热点。但如果我们查看工业富联2018年给出的招股说明书，就会发现它近三年来的代工收入占总营收的比重都在90%以上，代工业务毛利率非常低，而自己研发的工业机器人和精密工具占比仅3%。这就是说目前的工业富联依然是一家代工为主的企业，距离真正成为一家工业互联网企业还有很长的路要走。

同样还有很长的路要走的还有VR概念，这个概念始于2015年，当年Wind的虚拟现实指数上涨了165%，有很多公司进入了这个行业。这里面有实实在在做虚拟现实的，像川大智胜，通过图形图像技术获收4000万元；也有在这里面蹭热点打酱油的，像当时的岭南园林在2015年就开始宣传要建立虚拟现实乐园，可是到目前也没有给出具体建设的情况，2018年全年相关的搜索结果寥寥无几。虚拟现实技术在这几年里进展其实并没有达到预期。早在2016年很多人就预测虚拟现实技术会在未来3~5年内普及，然而现在到了2020年，貌似离普及还差得很远。2016年所面临的一些问题，如用户安全、内容管理、隐私管理等问题，现在

依然存在，所以说VR虽然前景广阔，但是距离落地和盈利还有很长的距离。

总结一下。我们说了很多概念，这些概念要么虚，要么假。像VR、工业互联网目前还比较虚，我们知道它们未来前景不错，但是目前还难以看到具体的成果。而P2P和共享单车这样的概念，现在看来是被市场否决了的。对于这些概念和概念股，我们要有足够理性的判断：一是借助公司往年年报判断是不是有这个实力，二是判断这个概念前景究竟如何，是短期资本炒作起来的，还是有长期配置价值的。只有拥有冷静的判别能力，我们才能做出正确的投资选择。

如何识别上市公司的造假套路？

近些年来A股上市公司财务造假的新闻层出不穷，2013—2017年就有59家上市公司因财务造假问题被证监会处罚，给投资者造成了巨大损失。财务造假的套路有很多，我们这节给大家讲一讲常用的八种造假套路以及识别套路的方法。

第一种：直接虚构主营业务收入

虚构收入就是无中生有，是这八种财务造假套路中最恶劣、最过分的。金亚科技在上市之前通过虚构客户、虚构业务、伪造合同来虚增利润，以达到发行条件。上市之后又故技重施，董事长亲自指挥公司财务人员，进行“全面”的财务造假。据说每个季末财务人员会将真实利润数据和目标利润数据报告给董事长，最后由董事长来确定当季度对外披露的利润数据。虚构主营业务收入的还有雅百特，雅百特直接虚构了在巴基斯坦的海外工程，伪造了全部单据，直至巴基斯坦方面回应称没有合作项目，才将这个弥天大谎揭穿，雅百特因此被称为A股的造假大王。

所以，对于业绩一直不好的企业，业绩突然有了质的飞跃，投资者要格外警惕和注意。

第二种：提前或推后确认收入

权责发生制要求企业只有在履行完合约义务时才能确认收入，提前确认或者推后确认都是违反会计准则的。恒顺众昇（现在改名叫“青岛中程”）为了避免亏损，在合同未完工的情况下提前确认了2.92亿元的收入，使2014年的财务指标转亏为盈，董事长被罚10年市场禁入。这个例子提醒投资者，对收入波动比较大的公司，需要对合同的履行情况做重点分析，尤其是有完成度情况的建设工程。

第三种：转移或少计费用

有的上市公司为了虚增利润，有些费用根本就不入账，或由母公司承担。比如*ST昆机，2013—2015年公司实际内退了657人，但在财务记录中内退374人，通过少计内退人数减少管理费用2000多万元；其间高管的薪酬也全部没有计提，少计管理费用共312万元。要识别这类造假，应该观察企业业绩与费用是否匹配，如果费用下降很快，就要着重观察企业是否有少计费用的行为。

第四种：提前或推迟确认费用

同收入一样，权责发生制要求只有在实际发生费用时才确认费用。比如大智慧公司曾把年终奖推后发放，本应该在2013年确认的3000多万元年终奖，推迟到2014年1月发放和记账，这使大智慧2013年净利润增加了2500万元。对于这类造假，也应该重点分析费用的异常变化。

第五种：多提或少提资产减值准备

资产减值准备有八种，如存货跌价准备、坏账准备、固定资产减值准备等等。计提的原因很直接，应收账款变成坏账了当然要计提损失，扣掉利润，这里面有很多操纵利润的空间。光伏企业向日葵在2012年亏

损3.5亿元，其中有1.72亿元的资产减值损失。第二年，向日葵通过存货跌价准备转回0.53亿元，于是2013年扭亏为盈。这一来一回就有点操作利润的意思。为什么这样说？因为如果照常经营，公司在2012年和2013年都会亏损，所以向日葵就把所有的亏损都放到了2012年，而在2013年通过逆向操作扭亏为盈，这就是常说的“业绩洗澡”。如果一家公司在净利润0线附近反复波动，那就需要仔细看看它是不是在通过资产减值准备这个科目操纵利润。

第六种：非经常性损益突然增加

非经常性损益指的是与企业经营没有直接关系的收入或支出，像政府补贴、自然灾害造成的亏损等都属于非经常性损益，这些收入和支出对最终利润有一定影响。比如我们在前面提到的圣莱达，它是一家做水加热生活电器核心零部件的公司，2015年12月预计全年净利润亏损，就动起了用非经常性损益填补亏损的歪脑筋。当时圣莱达和一家影视公司签订合同，规定一个月内如果影视公司没有拿到一部电影的版权，就要赔偿圣莱达1000万元，果然，一个月后圣莱达就把这1000万元收进腰包，计入营业外收入，最终避免了全年的亏损，实际上是两家公司一起演了一出戏。要识别这类造假，可以看报表中收入结构这一栏的异常变动，如果前三季度主营业务亏损，第四季度突然通过非经常性损益使得全年总利润转负为正，就得警惕这个非经常性损益的来源。

第七种：虚增资产和漏列负债

虚报一些资产和隐瞒一些负债都可以让财务报表更好看。比如，龙力生物在2017年年报中隐藏了16.8亿元的借款，隐藏的目的有两个：一是减少借款产生的财务费用，提升业绩；二是隐藏旧借款去贷新款。如果不是因为债务违约被证监会调查，龙力生物可能还会一直“借新补旧”。对普通投资者来说，我们很难去识别此类财务造假，但也不是没有办法，比如一家公司账上有充裕的货币资金还大幅举债，就说明这些货币资金可能存在的问题。

第八种：重组造假

这里说的造假并不是对自己公司造假，而是对要重组的非上市公司造假。步森股份是一家服装出口的上市公司，2014年的时候总市值已经很低了，基本上成了一个空壳。它想通过重组康华农业进入农业行业。初衷和想法都是不错的，但问题就在于康华农业的数据严重注水。2011—2014年，康华农业每年虚增了40%的收入。其实早在重组公告发布后，就有人撰文质疑重组了，这类文章如果有理有据，是值得投资者看一看的。

总结一下。八大类造假套路有直接虚构主营业务收入、提前或推后确认收入、转移或少计费用、提前或推迟确认费用、多提或少提资产减值准备、非经常性损益突然增加、虚增资产和漏列负债、重组造假。要识别这些套路需要投资者对财报中的异常变动保持警惕，除此以外，我们还可以关注网络上的质疑文章，如果言之有理，都是值得参考的。

| 政策风险 |

IPO与注册制：打新股还靠谱吗？

有的人说，中国股市就是“韭菜收割机”，90%的普通股民在市场里都赚不到钱。2015年股灾时，中国著名军事专家张召忠将军就在节目里吐槽过股市，说自己写书赚的钱都交给了老伴儿，老伴儿拿去炒股，结果都没了。但在IPO核准制的背景下，即便是普通散户难赚钱的A股，也有一个几乎肯定能赚钱的方法：那就是打新股。即使什么都不懂的股民，只要打新股中签了，就能“闭着眼睛赚钱”。

但是最近有一个很明显的迹象，就是我国不断积极推进A股的注册制改革，科创板正式推出并试点注册制。那么，在注册制的大趋势下，未来打新股还会靠谱吗？

什么叫打新股

所谓打新股，是指用资金参与新股的申购，一旦中签，就买到了即将上市的股票。打新股有诸多门槛，首先，申购新股是按市值配售的，在新股申购两天前的20个交易日里，你的账户平均每天要持有市值一万元以上的股票；其次，每个人可以打的数量也有限制，沪市市值每一万元可以申购1000股，深市市值每5000元可以申购500股。沪深两市分别每1000股、500股配一个申购号；最后，对资金实力也有要求，一旦中签，在结果公布当天24点之前，资金账户中要有足够支付新股申购的资金，否则，不足的部分视为放弃认购。

为什么打新股能赚到钱

这主要源于我国的股票发行机制。2001年以来，我国实行股票发行核准制，核准制带有行政参与色彩，为打新赚钱创造了客观的市场环境。在我国核准制的背景下，证监会制定了新股发行价格不得高于行业平均市盈率等一系列规则，这就把市场竞价变成了政府定价。于是，本来市场估价市盈率该有几十倍的新股在发行时很可能以十几倍市盈率就卖出去了，这就把股民们高兴坏了，这么便宜当然得买，于是蜂拥而上，一旦打中，就可能赢得许多倍的市值，有人形象地称其为彩票中奖，打是撞运气，打中几乎必赚。比如2018年11月上市的中贝通信，发行价为9.42元人民币，到2019年3月2日就涨到了每股35.5元，最高达到了每股42.5元，差不多是发行价的4.5倍。

注册制下的股市

但值得注意的是，核准制下几乎必赚的打新股，在注册制下可就不见得这么好运了。我们来看看注册制和我国现行的核准制的主要区别。核准制遵循实质管理原则，证券监管部门需要对公司是否符合法定条件、是否具备投资价值以及是否具有良好的发展前景进行实质性判断。而注册制遵循公开原则，监管部门的关注点在于对企业进行合规性审查而不在于判断其盈利能力和投资价值。也就是说，注册制下，审核机关只需确定发行人提供的材料完全真实合规，做到充分的信息披露即可。

相对于核准制来说，注册制下的股市会呈现三个特点。

第一，“壳价值”将越来越低。这是因为核准制下IPO周期长、成本高，急于上市融资的企业有时会借壳上市，而业绩不佳的上市公司就能成为稀缺的“壳资源”。如360借壳江南嘉捷、贝瑞和康借壳*ST天仪等。第二，IPO将更加高效。在内地，由于审核流程多，IPO上市需要的时间相对较长。如药明康德在港交所从申报到上市仅用了一周，但在A股市场用了半年多的时间。第三，新股上市多，中签率高，破发多。香港采用注册制，2018年共有208家企业在香港上市，其中有99家是内地企业，而在A股上市的企业只有108家。上市表现来看，在港股208家上市

公司中，上市首日出现破发的个股达66只，占比32%，到年底共有150家公司破发，破发比例高达72%，而2018年A股新股破发率只有9.8%。

注册制对打新股的三点影响

第一，上市公司良莠不齐，“打”到的新股质量难以保障。由于注册制下，上市门槛放宽，取得上市资格已经不再是优质企业的信号。在这种情况下，如果我们没有一双“慧眼”来识别优质公司，那么就算中签，“签”的好坏也得不到保障。如港股亚历氏电讯公司（ATLINKS），是世界知名的电话机制造公司，虽然经历了首日挂牌的暴涨，但由于公司后期业绩不佳、毛利减少，短暂的辉煌后就一直处于下跌状态。截至2018年年底，跌幅比例高达82%。

第二，就算打到的是优质股，也可能被市场看衰。如2018年5月，顶着“独角兽第一股”光环的药明康德在A股上市后取得了16个连续涨停，在港股却并不被看好。12月13日，药明康德首日在香港上市就出现了盘中破发的情况。除了独角兽概念股一地鸡毛，生物科技类的新股也难以幸免，比如年内首发价最高的百济神州-B首日收盘就低于发行价108港元每股，歌礼制药-B上市后股价即遭“腰斩”。小米2018年年初曝出上市行动时的估值是1000亿美元，到7月9日股票发行时估值只有543亿美元。然而，就算以询价下限进行定价，小米首日开盘后也没有逃过跌破17港元的发行价的命运。

第三，定价机制更趋“市场化”，一、二级市场之间的溢价水平降低。在注册制下，公司价值不再由监管机构确定，而是在充分披露信息后由市场决定。这样一来，新股的溢价空间也不如原来那么高了，甚至还有可能出现负溢价的情况。如港股2017年年末上市的隆基转债，其转股溢价率就达到了-30%。因此打新也不能保证赚取高溢价收益了。

总结一下。我们介绍了打新股的概念，打新股能赚到钱与我国新股发行制度是核准制密切相关。而未来我国股市会逐渐走向注册制，注册制与核准制最主要的区别是不会对盈利能力和公司价值进行审核判断。注册制下，股市“壳价值”越来越低；IPO会更加高效；新股上市多，中签率高，但破发多。这样，打新股就会受到三点影响：一是上市公司良莠不齐，“打”到的新股质量难以保障；二是就算打到的是优质股，也可能被市场看衰；三是定价机制更趋“市场化”，一、二级市场的溢价水平降低。目前，我国股市注册制时代仍未到来，只是科创板的试点初现微光，但注册制俨然已经成为未来股市发展的方向，A股在这个探索过程中也会越来越健康。

处罚：A股市场不能碰的5条红线

随着资本市场监管力度的不断加强，越来越多的上市公司和投资者因违法违规行为被证监会行政处罚。2018年全年证监会共做出行政处罚决定310件，比2017年多86件，没收罚款金额106亿元，市场禁入50人，处罚力度有一定程度的加强。据证监会的行政处罚情况，我们总结了5条A股市场不能触碰的红线。

第一条：上市公司信息披露违法违规

2018年，信息披露违法类案件处罚56起。根据《证券法》和《公司法》的要求，上市公司应当按时、准确地披露公司报表和有可能对公司股价造成较大影响的事件。如果上市公司披露的信息有诱导和欺骗投资者的目的，就是信息披露的违法违规行为。在信息披露违规违法的行为中，最常见的是上市公司的财务造假，我们在前面已经讲过了常见的造假手法和案例了。最恶劣的是隐瞒重大违法行为，比如2018年的“疫苗门”事件，大家被长春长生的假疫苗弄得人心惶惶，长春长生最终成为第一家因重大违法行为被强制退市的上市公司。上市公司有时还会通过

中介机构来误导投资者，专业的中介机构的违规信息披露有着更高的隐蔽性与更强的误导性。比如九好集团利用重组财务造假，但审计机构利安达会计师事务所却出具了无保留意见的审计报告，最终利安达事务所也被证监会顶格处罚。违规披露虽然是上市公司的过错，却会导致股价暴跌甚至退市的后果，给投资者带来巨大的损失。

第二条：内幕交易

2018年，内幕交易案件处罚87起，是行政处罚中发生概率最高的类型。上市公司的高管、券商从业人员、银行从业人员，都可能利用职务之便获得普通投资者无法获得的内幕消息，谋求私利。曾被誉为“最懂资本”的省级高管、“股神”陈树隆也因内幕交易而落马。2009—2015年，陈树隆利用职务之便，给他选中的上市公司大量优惠政策和财政支持，在芜湖通过动用国有资产“坐庄”股市，在内幕信息敏感时期买入股票，因内幕交易非法获利1.37亿元。陈树隆已经被“双开”，等待他的是多年的牢狱之灾。利用非公开信息牟利的还有原华为副总裁李一男。2014年，李一男从华中数控总裁处得知华中数控重大资产重组的内幕消息，随后借用他人账户大量买入华中数控股票，并将消息告知亲属，通过内幕消息获利700多万元。对于投资者来说，如果有上市公司高管、券商从业者朋友要给你透露消息，你一定要抵制住诱惑。

第三条：操纵市场

2018年，操纵市场类案件处罚38起。操纵市场是指主力资金利用资金优势，在多个账户之间，采用频繁申报、撤单、对倒（自买自卖）等形式制造市场假象，引诱投资者在不了解事实的情况下做出投资决定。比如，“宁波敢死队”队长徐翔，在2010—2015年，曾经与13家上市公司的高管合谋操纵公司股票交易。上市公司先发布利好的消息，然后由徐翔操纵多个账户在二级市场上连续买卖，拉升股价；等到股价拉升后，大股东减持，徐翔通过大宗交易的方式接盘，再在二级市场上抛售，大股东获利之后再与徐翔分成。操纵市场的还有马永威，这个“85后”动用

2.9亿元的资金通过底部吸筹、边建仓边拉升的方法，仅用8个交易日就从操纵“福达股份”中获利2000多万元。对普通投资者来说，在股价出现异动时，要警惕是不是背后有操纵市场的行为。

第四条：编造传播证券虚假信息

2017年7月，市场曾经有一则消息称复星集团董事长失联，然后迅速被多家网站转载。第二天，复星集团控股和参股的境内外多家上市公司股价大跌。而事实却并非如此，证监会事后经过调查发现，这是同花顺网站的自动抓取系统出了故障，抓取了2015年的陈旧信息，但在文章录入审核时没有发现问题，将其作为即时新闻发布了。2019年1月底，有部分自媒体报道“新任证监会主席记者招待会”的内容，但实际上当时并没有记者招待会。对于投资者来说，需要对市场上的消息加以甄别，有时候出现的“重磅利好”可能是有水分的，一旦被证伪，市场可能会出现大的波动。

第五条：私募机构和证券从业人员的违法违规行为

2018年一共处罚34起这类违规行为。2018年上半年，证监会对453家私募机构进行检查，其中139家存在违法违规行为，违规比例高达30%。私募机构的违法违规行为包括非法集资、挪用基金资产、向非合格投资者募集资金等等，这都是极不负责任的行为。证券从业人员是不能买卖股票的，但是实际上很多从业人员并没有严格按照规定办事，不少人在管理别人的证券账户。2018年，50多名证券从业人员因违规操作被证监会处罚，其中27人是因为炒股被处罚的。比如太平洋证券一营业部的总经理，在2013—2016年通过控制别人的证券账户进行交易，获利1400万元；还有先后任职于南方证券、中投证券的林庆义，在券商工作期间通过朋友的账户进行证券交易，累计交易金额高达50亿元，林庆义从中获利7000万元。

这节我们总结了A股市场不能触碰的5条红线，分别是上市公司信

息披露违法违规、内幕交易、操纵市场、编造传播证券虚假消息以及私募机构和证券从业人员的违法违规行为。对于投资者来说，有几点需要注意：第一，规避有财务造假嫌疑、违法嫌疑的公司；第二，如果有上市公司高管、券商从业者朋友给你内幕消息，你一定要忍住诱惑；第三，在股价出现异动时，要警惕是不是背后有操纵市场的行为；第四，如果有媒体或其他的非官方渠道传出的上市公司重磅利好或者利空的消息，需要认真辨别信息的真假。

退市：如何提前发现公司有退市风险？

2018年10月19日，中弘股份因连续20个交易日的每日收盘价均低于股票面值（1元）而被深交所强制退市。位列2018年十大熊股之首的中弘股份，成为A股史上首例因跌破面值而退市的股票。虽然股票市场的价格充满随机波动，难以预测，但公司的退市并非毫无征兆，往往有迹可循。这节我们就来探讨如何提前发现公司的退市风险。

我国的退市制度和退市股票

目前我国退市制度包括主动退市和强制退市两种，其中强制退市是主要内容。强制退市有三个过程：退市风险警示处理（即交易所在公司简称前加*ST进行风险提示）、暂停上市和终止上市。

强制退市指标分为量化指标和非量化指标两类。量化指标包括财务类指标和市场类指标。财务指标分别对连续几年净利润是否为负、净资产是否为负、营业收入是否低于1000万元做了不同的规定。市场类指标包括收盘价和交易量两种，股票连续120个交易日累计成交量低于500万股或者连续20个交易日每日收盘价均低于每股面值（1元）将直接终止上市。非量化指标对虚假报道、未及时披露信息、违法犯罪、欺诈等行为做出规范。证监会规定其他涉及国家安全、公共安全、生态安全、生

产安全和公众健康安全等领域的重大违法行为的企业应终止上市。

从1999年开始到2018年底，A股市场共有100家公司退市，平均每年5家。退市公司主要集中在材料和资本货物这两个行业，合计占55%。从退市的原因来看，公布的原因共有6种。我们将因连续三年或四年亏损、其他不符合挂牌的情形、暂停上市后未披露定期报告这三种原因而退市的公司归为被动退市公司；因吸收合并、私有化和证券置换而退市的公司归为主动退市公司。在100家公司中被动退市公司达到55家，占比55%，略高于主动退市公司。其中，净利润连续亏损是主要原因，占比49%；吸收合并是第二大原因，占34%。这些公司或是因为业务重组，或是因为借壳上市而选择主动退市。

因为不同原因退市的公司结局也大相径庭。49家被强制退市的公司只有*ST云大一家经过重组变成太平洋证券重新登录A股市场，其余48家公司都转移到了新三板市场。9家因私有化而退市的公司，仅东方锅炉经过重组以东方电气登录A股市场，其他公司都退出资本市场。34家因吸收合并和2家因证券置换而退市的公司全都以全新的身份重新登录A股市场。3家因暂停上市后未披露定期报告的公司退市后在新三板市场进行交易。综合来看，主动退市的公司大部分都以新的身份继续在A股市场上交易，被动退市的公司大部分都转去新三板市场或者直接退出资本市场。

公司退市风险信号

那么我们可以通过哪些信号来提前发现公司的退市风险呢？

根据退市的原因和退市制度的要求，我们总结出有三类退市信号。

第一类是财务类指标，包括净利润、净资产和营业收入。ST是一个重要标志，关注ST股票最近的一年净利润、净资产是否为负，营收是否低于1000万元，可以判断企业是否将被暂停上市；企业被暂停上市后最

近一年三个指标如果没有改善，将面临退市。2018年6月25日，山东地矿就因最近两个会计年度审计结果显示的净利润为负而被实施退市风险警示处理，之后更名为*ST地矿。根据净利润、净资产、营业收入这三个财务指标对所有A股进行筛选后，我们发现金洲慈航2019年年报显示净利润为负，若2020年年报业绩仍未改善，将被实施ST。

第二类是市场类指标，包括收盘价和成交量，如果股票连续120个交易日累计成交量低于500万股或者连续20个交易日每日收盘价均低于1元，将面临直接退市。

第三类公司是否有重大违法、虚假报告或者没有及时披露信息等行为。

值得注意的是。过去交易所强制公司退市主要偏重财务类指标，尤其是净利润指标。市场类指标从2012年开始出现在退市制度中，但是六年来没有一家公司因为股价等市场交易类原因而退市。而美国主要看重市场类指标，因该项指标而退市的公司比例远高于我国。财务类指标易于操纵，上市公司可以用一些财务伎俩粉饰报表，从而达到虚增利润逃避退市的目的，所以我国企业退市较少。而市场类指标由于影响因素较多，参与者数量较多，上市公司难以控制，所以市场类指标相比财务类指标更加客观，也更有效。不过，最新的迹象表明未来我国企业退市的原因将出现新的变化。

一是市场类指标开始在退市中起作用。中弘股份因连续20个交易日每日股票收盘价均低于股票面值1元而退市，这是我国股市退市的一大进步。由于A股市场此前没有出现因股价跌破面值而退市的先例，不少投机资金豪赌中弘股份峰回路转起死回生，在停牌前的两个交易日大举杀入，结果纷纷踩雷。

2018年三季度中弘股份股东总户数约27万户，值得注意的是，相较于二季度末股东数量，三季度股东户数增加了约3万户。10月17日，也

就是中弘股份停牌前第二个交易日股价涨停，银河证券上海长宁区镇宁路、东方财富证券拉萨团结路第二营业部分别买入795万元、664万元。中弘股份的退市将使投资者面对低购买成本时更加理性。

二是未来涉及公共安全、公共健康违法的公司将面临退市。长生生物虚假疫苗问题引发社会的极大关注，证监会紧急修改退市制度，在重大违法强制退市的情形中增加了“其他涉及国家安全、公共安全、生态安全、生产安全和公众健康安全等领域的重大违法行为”，长生生物成为A股史上首只因重大违法而被迫退市的股票，相关领域企业的违法成本将提高。

总结一下。我们了解了我国的退市制度，分主动退市和被动退市两种，并从数量、行业分布、原因三方面了解退市股票概况。我们认为提前发现公司退市风险的信号有三类，并提出两个未来企业退市原因的新变化。希望大家在进行股票投资时能警惕股票的退市风险。

交易制度：“T+0”能够实现吗？

2019年，科创板即将设立的消息刚一出台便引爆市场。其中，一项关于恢复“T+0”交易制度的建议引发市场热议。之所以说“恢复”，是因为早在1992年，上海证券交易所就曾经实行过“T+0”交易制度。但是，在“T+0”交易实行之后，A股市场暴涨暴跌成为常态，大小散户均被疯狂收割。直到1995年，为保护中小投资者，监管层才决定将“T+0”交易调整为“T+1”交易，并一直沿用至今。最近，是否放开“T+0”交易制度再次成为股市的热门话题。2017年前“T+0”的尝试以失败告终，那么2017年以后的今天，“T+0”能够实现吗？

首先要告诉大家的是，所谓“T+0”和“T+1”都是一种股票交易制

度，“T+1”是在当天买入股票后，必须在第二个交易日才能卖出，而“T+0”是在当天买入股票之后当天即可卖出。“T+0”制度由于允许股票日内买入后卖出，所以市场流动性会更强，日内的套利交易将更频繁，有助于更好地实现二级市场价格发现的功能。而“T+1”制度，由于限制日内交易行为，在一定条件下可以降低日内交易量。对于投资者结构以散户为主、换手率过高、市场风格偏投机的中国市场，“T+1”制度起到了一定的投资者保护作用。

“T+0”的优势

具体而言，相对于“T+1”，“T+0”制度的优势有四个。

第一，可以允许投资者及时止损。当投资者买入后，证券出现单边下跌的情况，在“T+1”的交易制度下，投资者在当日将无能为力，而“T+0”则提供了及时止损的制度便利，防止被套牢。

第二，可以允许日内调仓，活跃证券市场交易。日内买入卖出将增强资金的灵活性和使用效率，在资金存量单位时间一定的条件下，增加证券交易量，起到增强流动性和活跃市场的功能。

第三，有更佳的价格发现功能。只有充分交易，才能准确反映当前投资者对于证券的预期价值。“T+1”制度无法真实反映证券供需，是一种定价机制的缺陷。

第四，有利于实现证券活动的公平性。机构投资者相对于中小个人投资者在资金规模、证券持有数量、对冲工具上具有先天的优势。“T+1”限制中小投资者日内的多空转化，在对冲措施不充分的情况下，给中小投资者带来损失。

“T+0”的劣势

但“T+0”的劣势也有不少，最主要体现在这样三个方面。

第一，“T+0”会增加券商的结算风险。由于当日可进行证券的多次买进卖出，证券交易频率较高，而证券清算交收存在一定时滞，通常为1天以上。投资者在买入证券后，当日卖出的只能是“尚未到账的应收证券”，因此“T+0”交易本质上是一种信用交易。证券公司出于做大交易规模，赚取佣金等利益驱动，可能会允许投资者进行大量透支交易。一旦出现风险失控，导致资金交收违约，将影响证券登记结算体系的安全。

第二，“T+0”会助长投机风气。“T+0”将可能导致因交易量上升而带来日内股票波动性的增强。这一点从海外或境外市场对于日内回转交易的投资者资格限制、交易次数限制等规定亦可见端倪。就拿美国来讲，虽然实行的是“T+0”，但“T+0”的回转交易主要对信用账户开放，通常情况下并不适用于现金账户。对于信用账户，美国相关部门也会通过对账户保证金的监管来控制风险，而荷兰则是通过证券交易委员会对相关的投资者进行许可证管理来控制风险。

第三，目前我国股市的特点暂时不适用于“T+0”。目前中国股市存在日均换手率偏高、散户投资者占比较高、资产管理机构考核标准短视的特点，这些我们前面都讲过，这里就不重复了。总之，这些特点共同决定了我国股市是一个投机性高的市场，尤其是最近A股表现优异，导致市场普遍有较高的情绪，交易量上升，市场情绪盲目乐观，更加剧了市场的投机性，这时采用“T+0”可能会进一步增加股市的风险。

因此，要想实现“T+0”制度，监管层和市场必须对实行时间、实行范围以及实行条件限制有足够的关注，确保在时机成熟、市场机制成熟、市场环境合适的时候方可采用。总而言之，对于当下我国的股市来说，完全放开的“T+0”是不现实的，因为A股市场内在深层的矛盾在短期内还无法解决。但“T+0”作为成熟市场的比较普遍的交易制度，A股的确需要向其靠拢，在靠拢的同时我们也可以充分借鉴其他市场的成熟做法，比如对投资者设置准入门槛限制、设置回转交易规模限制、进行回转交易证券试点等。

总结一下，我们简单介绍了“T+0”和“T+1”两种交易制度，“T+0”日内交易的特点给它带来了四个优势：一是可以允许投资者及时止损，二是可以活跃证券市场交易，三是有更佳的价格发现功能，四是有利于实现证券活动的公平性。同时它也有三个主要的缺陷：一是会增加券商的结算风险，二是会助长投机风气，三是我国股市目前的特点暂时不适用“T+0”。但是A股市场国际化的发展方向是明确的，我们不应该因为目前的不合适就放弃“T+0”，而是要逐步完善我国股票市场，努力向“T+0”靠拢。

第5讲 思维升级 投资者的自我修养

时间的玫瑰：耐心是第一法则

巴菲特、费雪、芒格等投资大师无一例外地都在强调长期投资的价值。“如果一家公司的股票你不想持有10年，那么你就没有必要持有10分钟了。”巴菲特这句最广为人知的名言表现出了他一生的投资原则——长期持有，同时也反映出时间是最有价值的资产。

我们为什么要坚持长期投资？

沃顿商学院杰里米·西格尔教授的经典畅销书《股市长线法宝》里有一个小案例。假设1802年，三个美国人手里各自有1美元，每个人基于自己不同的风险偏好进行投资。第一个人惧怕风险，选择购入1美元黄金；第二个人选择购入1美元国债；第三个人喜欢冒险，选择买入股票。如果长期持有，到2006年时它们的价值分别为多少呢？扣除通胀后，黄金的价值大约是2美元，债券的价值大约是1000美元，股票的价值大约是76万美元。最惨的还不是购入黄金的人，而是不做任何投资的人。如果1美元从1802年开始不做任何投资的话，到2006年1美元的购买力只有0.06美元，贬值99.4%。我们可以从这个小例子中看出时间在投资长河中体现出的价值。

但是你可能会讲，现在已经是2020年了，2006年的例子不能适用于今天。大家可能觉得最适合长期投资的资产是房地产，因为房地产拥有保值、风险小等特点。但是根据瑞信2020年2月最新发布的《瑞信全球投资回报年鉴》，相比长期和短期债券，股票依旧是全球表现最出色的长期金融投资品种。在过去的120年间，全球股票实现了5.2%的实际年

回报率（即调整通胀因素后），而长期债券和短期债券的回报率分别为2.0%和0.8%。过去10年，全球股票表现尤其出色，实际年回报率为7.6%，而长期债券的实际年回报率为3.6%，也相当不错。自1900年以来，全球股票表现比短期债券表现每年高出4.3%。投资股票获得的终值财富是投资短期债券的165倍。你可能会说股票收益率高的同时伴随着高风险。其实随着持有时间的不断加长，股票的持有风险会大幅度降低。根据杰里米·西格尔教授的研究，股票持有期达到15年和20年，股票的风险就会低于固定资产，达到30年，股票的风险就只是债券和票据风险的1/4。

你可能会觉得中国的A股市场较为特殊，美国的经验我们不能借鉴，那我们就来看一下A股的数据。上证指数近10年的低点是2018年12月底的1820点，最高点是2015年6月的5166点，虽然上证指数看似止步不前，但是我们将2009—2018年这10年的个股数据拿出来看，10年10倍的股票有32只，更别说有涨了50倍的华夏幸福、22倍的长春高新和20倍的片仔癀。虽然国内股市存在种种问题，但是将持有时间拉长至10年甚至20年，不乏牛股的出现。选对一个好公司并长期持有，回报还是相当丰厚的。比如大家熟知的万科上市至今涨了247倍，茅台上市至今年涨了157倍，云南白药上市至今涨了138倍，还有很多涨了百倍的企业。

当然，我们讲的长期投资不是死死地抱住一只股票，长期投资对选股有着极高的要求，要选择一个伟大的企业并长期持有才能将收益最大化。比如茅台，商业模式非常简单，毛利率在90%~92%之间，净利润超过50%。茅台有着足够宽的护城河，经营壁垒也足够高，在中国白酒文化的加持下，茅台基本就是液体黄金。好的股票不代表不会跌，茅台经历过两次60%多的股价下跌，两次都涨了回来。好股票即使下跌，给它充足的时间，它还能涨回来。

长期投资最需要的就是耐心与坚持

机会都是给那些耐心的人的。贝佐斯曾经问巴菲特：“你的投资体

系那么简单，为什么你是全世界第二富有的人，而别人做不到？”巴菲特回答说：“因为没有人愿意慢慢变富。”现在很多人都想一夜暴富，但股票市场是一个投资的市场而不是投机的市场，投资最主要的目的是对抗通胀。一味求快的投资是相当危险的，我们在长期投资中面对的最大困难就是耐心与坚持。以巴菲特为例，如果有人有幸可以在1956年给巴菲特募集的资金投入1万美元，等到1962年时1万美元就变成了6万美元。这时正值越战，在战争的影响下你会不会看衰美国经济，会不会将本金拿回呢？之后伯克希尔的股票经历多次断崖式下跌，比如1973年美国大萧条时伯克希尔每股跌了50美元，在1987年的股灾中每股跌了1000美元，在1990年的海湾战争中每股跌了3400美元，在1998年收购保险公司的过程中每股暴跌了近4万美元。如果在这几个期间短线操作的话，可能需要承受巨额的亏损，但没有多少人能坚持持有伯克希尔直到30万美元一股。短期来看这些波动是有价值的，但是在历史的长河来看优秀企业的股价都是持续上升的。

影响长期持有的两大因素

我们不能做到耐心持有股票主要有以下两个因素。

第一，资金压力。目前这个阶段，大家一定不要借钱或者是卖房炒股。在计算家庭的全部必要开支后，如果还有闲余资金，可以使用闲余资金进行投资。如果是借钱或者卖房炒股，股价的每一次跳动都可能牵动你的神经，从而严重损害生活质量和生活幸福感。长期持有股票会有较高的亏损容忍度，可以解放神经，不因股票暂时的价格波动而精神崩溃。

第二，从众心理。大家都很喜欢比较，看到别人通过炒股挣钱就想自己通过炒股发家致富。但是因为自己没有判断力，看别人买入就买入，别人卖出就卖出，很容易就被套牢了。最典型的例子就是2017年疯长的比特币，2017年比特币涨至接近2万美元，很多人认为可以继续疯长，跟风投资，然后就被牢牢套住，现在比特币仅仅值7000美元左右。

优秀企业即使短期股价有所波动，长期来看也都是在持续上涨的。在长期持有优质标的的过程中，我们要学会耐心与坚持，不听小道消息，不随意跟风，不举债炒股，这样就可以像巴菲特一样慢慢富起来。

逆向思维：危机中被忽略的投资机会

在宏观经济低迷和黑天鹅事件频发的环境下，如何识别市场中的投资机遇是非常关键的。正所谓危机、危机，危中有机，有的时候危险的表象背后往往也蕴含着投资机会。但是，大多数人都会在危机前逃跑、危机中倒下，却很少有投资者能逆向思维，把握危机中的投资机会。在这里，我们将危机大致分为三类，并探讨其背后可能蕴含的投资机会。

宏观经济危机下的投资机会

2018年宏观经济下行，叠加中美贸易摩擦影响，股价平均跌了1/3，很多人纷纷对市场失去信心。但任何事情都有两面性，宏观经济的下行期并不意味着就完全没有投资机会。我们可以从行业和公司层面来逆向思考。

从行业层面来看，虽然经济衰退时大多数行业都处境艰难，但有些行业在经济形势艰难的情况下也表现出繁荣的迹象。比如经济低迷时有3个典型的受益行业：

第一，低端烟和酒。金融危机中，很多人失业或被降薪了。忧愁伤感环绕下，廉价低端的烟和酒成了最好的情感寄托。

第二，文娱。电影是经济的反向指标。在1929—1933年的大萧条中，美国电影行业迎来大发展，影片因慰藉了现实中深陷困难、失业潦倒的普通民众而盛行。同样，法国的旅游业在1960—1980年经济萧条下开始火爆，出版发行市场也逆势上扬。

第三，口红。每当经济不景气的时候，口红的销量反而会直线上升，这就是我们所说的“口红效应”。因为在经济不景气时，人们有强烈的消费欲望，而口红作为一种廉价的非必要品，可以起到很好的安慰作用。

从公司层面来看，在宏观经济危机、市场系统性行情低迷下，本身质地非常优秀的企业受困于整体行情，股价下跌，公司价值往往被低估。在这个时候持有该类标的，只要行情转好，就会获得收益。而且在估值低位买入优质标的的安全边际更高，经济转好后可以获得更高的收益。

接下来我举个奢侈品的例子。路易威登集团目前旗下有高达70多个世界顶级品牌，是全球最大、市值第一、销售额和影响力都排名第一的奢侈品集团帝王，1990年至今，集团的股票价格上涨了17倍。回顾其发展历史，抓住宏观经济危机背后的机会，持续低价并购优质标的并整合协同好，是其持续稳健发展成长的重要原因。梳理它的至少62次并购时间点，尤其是大品牌的并购，可以发现多集中于美国经济下滑的20世纪80年代后期、东南亚经济危机的20世纪90年代后期和互联网泡沫破灭的21世纪开端。

事件型危机下的投资机会

事件型危机是指行业或者企业因利空的突发事件，使公司自身甚至行业都被拖累下行。但这时候往往也是危中有机的典型代表。一方面，公司本身遇到危机，会使其估值大幅下降，如果挺过了这段困难时刻，就会慢慢恢复，那么在危机的时候也是低价买入的好时机；另一方面，若公司在危机后被迫离场，那么行业中其他质地优秀的公司可以瓜分它离场留下的空白市场份额。我们依然举例来说明。

2008年乳制品行业爆发三聚氰胺事件，三鹿倒下，连累整个行业个股暴跌，板块全年平均下跌57%，伊利股份成为ST股，市值跌到不足50

亿元。2012年塑化剂事件，整个白酒板块深度调整将近两年，个股平均跌幅70%，茅台最低跌到了118元，市值不足目前的1/6。然而事件结束后，伊利、蒙牛以及茅台市值成倍增长。再说个例子。2018年长生生物假疫苗事件爆发后，股票市场中先是疫苗行业整体受挫，之后行业的优质个股大力反弹。

梳理这三个例子背后的逻辑：（1）它们大多是消费必需品；（2）一个巨头的倒下，往往会成就行业内的其他巨头；（3）行业监管走向清正，乱象得到终止，行业长期受益。

股权质押型危机下的投资机会

这类危机比较特殊，一方面它既是整个A股市场系统性风险的代表，另一方面也是公司个体或股东自身过去行为在行情退潮后所必须要买的单。股权质押本质是以股票为标的抵押物的债务融资，本身并不是风险，但为了保护债权人利益，就会有质押率、平仓线，而当股价不断下跌时，抵押物价值也不断缩水，如果公司或股东之前质押融资过多，加了太多杠杆而又无力补仓时，就只有看着质押的股份被平仓，而且还会对股价产生负反馈。

然而，股权质押爆仓的债务危机，也会成为外部人低价接盘上市公司控制权的好机会。上市公司控股股东在质押爆仓的压力下，很多时候会努力引入战略投资者，甚至直接出让控制权。这也就意味着质押比例高的公司，尤其是控股股东质押比例很高，面临平仓却又资金链紧张、无力补仓的公司，可能会成为市场上低价入股甚至获得控制权的潜在标的。

2018年年初至9月底，上证指数从3000点下降到2700点，股市暴跌，很多公司核心股东的股权质押触及平仓线，平仓压力上升，而企业资金链紧张之下无力补仓，只有努力引入白衣骑士。在这段时间内，有158家大股东将股权转让，76家公司变更实际控制人。回顾这些股权质

押危机中出手投资的案例，可以发现有个明显的特色，那就是价格极其便宜，甚至1元购、0元购。过去，A股市场的壳价值少说也有数亿元甚至几十亿元，还有控制权溢价等，但现在，面对资金链紧张、股权质押平仓的压力，很多资产甚至控制权都变得非常便宜，近乎免费就可以获得。比如，金一文化曾“1元卖壳”给海淀区国资委。金一文化陷入了股权质押危机后，公司原实际控制人将控制权转让给海淀国资委，代价只是象征性出资1元。虽然海淀区国资需要为公司提供30亿元流动性支持，如提供融资、提供增信、引入新的资金方、搭建新的融资渠道等，但相比价值近12亿元的股份，甚至还包括实际控制权溢价，近乎无成本的代价是正常时期无法想象的。

总结一下。危机即危中有机。我们将危机分为三类，认为三类危机背后仍蕴含着投资机会：一是宏观经济危机下的投资机会。经济低迷时也会有受益的细分行业，比如低端烟酒、口红等，而且系统性低迷时正是低价入手优质标的的好时候，排名全球第一的奢侈品帝王路易威登给我们提供了范例。二是事件型危机下的投资机会。当行业或公司突发特殊利空事件时，公司若能挨过之后慢慢恢复，则当时就是出手的好时机；若不能挨过或元气大伤，则会利好行业内的其他巨头。三是较为特殊的股权质押型的危机下的投资机会。股权质押危机爆发后，外部人可以廉价入股接盘被质押压垮了的上市公司的控制权。

投资误区：避免5种非理性投资行为

大家可能或多或少都听说过历史上有名的郁金香事件。16世纪晚期，郁金香从土耳其引入西欧，由于这种花外形好看又特别稀少，欧洲的贵族把拥有它视为财富与荣耀的象征，这个时候投机商看到了其中的商机，大量囤积郁金香球茎，推动郁金香的价格不断升高。慢慢地，欧

洲民众也看到了此中的获利机会，开始像投机商一样狂热地炒郁金香，都想从不断上涨的价格中得利。但到了1637年2月，郁金香市场突然崩溃。接下来的六个星期内，郁金香的价格平均下跌了90%，产生了人类史上第一次有记载的金融泡沫。通过这个例子，我们可以看到非理性投资行为产生的后果是极为严重的。

第一种非理性行为是羊群效应。就像上面描述的郁金香效应一样，羊群效应通俗来讲就是羊群中的领头羊走到哪儿，后面的羊群就会跟到哪儿，全然不顾身边是狼还是更嫩的草地，这种行为更多指的是一种从众心理。盲目“跟风”的结果，我们大家应该都懂，结局可能不是被骗就是损失惨重。比如2015年我国股市大牛的时候，很多投资者在行情大涨时盲目买进，甚至买了许多妖股，比如暴风科技、金亚科技、特力A等等。当时这一系列妖股的成交量非常高，但大家可能都忽略了它们的风险。就拿暴风科技来说，2015年3月24日它在深交所挂牌上市，此后一口气拉了29个一字涨停板，5月6日稍事歇息，5月7日开始再连续6个涨停。5月21日，暴风科技股价盘中冲高至327元，相对于7元多的发行价涨幅接近50倍。大家看到一只股票疯狂上涨，都追着买入，我们称之为“从众追涨”。但很多时候，投资者在股票连续下跌时来不下车，甚至不愿意下车。伴随着大盘调整，暴风科技股价从高点摔落，最低曾跌至71元，仅为最高价的20%。盲从的后果是很严重的，我觉得投资者更应该在交易之前就设定好自己的止损点和止盈点，很多涨势过快的投资标的很有可能就是一个泡沫，我们应该及时、果断地做出判断。

第二种非理性行为是过度自信。许多投资者在投资过程中客观性不够强，经常会根据过往的投资经验去做一些主观臆断，觉得自己决断力好，投资方向正确，自己的组合可以跑赢大盘。对于有一定专业素养、对金融体系有所了解的投资者来说，这种情况尤为明显，这些投资者觉得自己能力过关，能够把握住行情，甚至短短几天就做了数十笔交易。加州大学对市场的长期调研显示，过度自信进而产生频繁交易的投资者收益比市场平均收益低了30%左右。如果要避免过度自信，就需要对自

已多加质疑，寻找可靠的数据支撑，避免频繁地去做一些交易，白白增加交易成本。我们应该从业务的可持续性、公司财务等方面寻找潜在的业绩增长点，进行一些合理的长期规划。

第三种非理性行为是赌徒谬论。赌徒谬论指投资者认为某一个随机事件发生的概率与之前发生的情形有关，就像扔硬币时，很多人都觉得之前很多次都掷了反面，下一次掷成正面的可能性就会变大。所以，赌徒谬论更多地体现在“赌”这一心理上，很多投资者在遭遇惨重损失后，总觉得自己的股票马上就要涨了。就拿2020年年初的电子、通信行情来说，价格涨势基本上一直持续，并且还不断冲高。所以说投资者要保持理性，如果要从概率的角度思考，要明白每次掷硬币的概率都是等同的，要学会排除之前事件的干扰，保持相对的客观。

第四种非理性行为是损失厌恶。我们大多数投资者都不愿意面对损失，特别是在短期亏了的时候，很多人都会觉得慌乱，然后纷纷出逃，忽略长期可能的增长性。现在我给大家设定一个情景，你参加一个抽奖活动，有两个选择，第一种选择是有100%的机会获得50元，第二种选择是有50%的概率获得200元、50%的概率损失100元时，你会选择哪种？我想更多人会选择前者吧。我们每个人都有切身体会，不愿面对损失，就算我们在两笔不同的投资中分别亏了和赚了相同数额，也会更后悔遭受的损失，这时候得到的收益甚至在心理上都不能补偿我们。但实际上，我们做投资，需要有一定的损失承受力，损失后所要做的也是保持冷静。特别是，如果你只盯住了短期，就会对长期趋势的判断产生偏差，认为小小的波动都会引起大风大浪，这样配置资产的方式就偏保守了。所以我觉得投资者应更加关注标的的长期发展方向，包括综合考虑政策走向，明确利好和利空消息，不要把自己限制在那些日常的噪声中。

第五种非理性行为是忽视风险。我们对高风险高收益产品的热衷，更多的时候可能是一种铤而走险。许多投资者听信某些所谓投资顾问的

推销，对收益率高的产品情有独钟，但却完全忽视了背后的高风险。2018年6月，我国的P2P平台开始相继爆雷，前前后后累计108家，其中不乏“钱满仓”“唐小僧”“联璧金融”这些较为知名的品牌。在这场爆雷潮中，承担了大额损失的投资者不在少数。我们很多人对风险的认知都只停留在表面，甚至还有部分平台对于风险的宣传选择刻意回避，最终给投资者造成的损失是不可估量的。所以，投资者在做出决策时，对标的的背景信息应该有足够的了解和认知，尤其是要了解收益存在的不确定性。

总结一下。这节讲了羊群效应、过度自信、赌徒谬论、损失厌恶和忽视风险5种较为常见的非理性投资行为，也给大家提出了一些规避的方式。在整个投资过程中，寻找可靠数据和信息的能力是非常重要的，我们要根据已披露的合理信息进行判断，决策时应该冷静客观，不要盲目跟风，不要频繁交易，应该全面了解投资标的的性质和风险，别在投机和侥幸心理下做出冲动的选择。

投资纪律：除了止损，还要遵守哪些铁律？

在投资中，最容易被人忽视但又至关重要的就是投资纪律，投资界的大牛都有自己的铁律。比如金融大鳄威廉·欧奈尔曾经讲过：“止损是股市投资的头号原则。”威廉·欧奈尔在股价跌7%~8%时会选择及时止损。那么对投资者而言，有哪些投资的纪律是一定要遵守的呢？我总结了7条投资铁律。

第一，一定要学会止损。止损，听起来容易做起来难，因为大多数投资者都存在损失厌恶的心理。在股票亏损的时候很多投资者选择继续持有，想象着哪一天股价上涨可以解套甚至是盈利。但是在大部分情况

下股价会继续下跌，直到投资者自身心理无法承受更大金额的损失后再选择割肉退出。要知道如果在投资中损失了50%，必须要等到资金翻倍才能回到最初的起点，不及时止损可能会带来巨大的亏损。中航油的亏损事件大家应该有所耳闻，中航油被国家批准购买期权来对抗油价波动的风险，但它却拿来当投机的工具。中航油规定亏损的上限是500万美元，达到这个金额后必须斩仓。但是在公司亏损达到上限后，总裁陈久霖并没有及时止损，而是继续大规模进行期权交易，最终亏损越来越大，达到5.5亿美元。投资者在投资之前一定要根据自身的风险承受能力设定止损线，一旦亏损达到止损线就及时抛售，以防亏损进一步扩大，不能抱有“赌徒谬论”的心理。

第二，独立思考，拒绝羊群效应。羊群效应是形容大众容易盲目从众而做出的非理性行为。如果个人投资者的力量迅速聚集就会形成羊群效应，比如2015年的牛市，很多投资者看到他人在股市收获了可观的收益，头脑一热盲目进入股市，新增投资者的数量创下历史新高，很多投资者在股票高价时买入，在熊市来临时集体恐慌使股价加速暴跌，导致很多投资者并没有赚到钱。在投资中要拒绝“羊群效应”，学会独立思考，要经过自己的调研和深思熟虑后再做出相应的行动，不要盲目跟风，不要被情绪主导了行为。

第三，分散投资。我们都听过“不要把鸡蛋都放在一个篮子里”，但是很多投资者实际上会直接满仓一只股票，这是极其危险的投资行为。比起购买单一投资产品，更好的办法是分散投资，降低投资风险，比如我们可以通过买指数基金的方式来稳定收益率。一个分散化的投资虽然可能不会给我们极高的投资回报，但是可以稳定收益率，避免出现因一只股票暴跌从而导致投资者的损失无法承受的情况。我们也可以根据不同的风险承受水平，投资基金、股票、债券、房地产、对冲基金等多种投资工具来降低投资风险，稳定投资收益。

第四，在投资的过程中做到不贪婪。股价不会永远上升，一定会存

在波动。投资者可以在确定自己赚钱后及时脱手，不要因为不甘心少赚而恋战。在投资中贪婪的结果往往不但没有获利，反而会被套。还是2015年的例子，当大盘涨到3000点的时候大家认为大盘会涨到5000点，当大盘到达5000点时，很多人喊出了10000点不是梦的口号。很多企图以最高的价格卖出股票的股民，可能因为没及时脱手到现在还被牢牢套住。要知道，股市永远不存在最高的价格，只有可以使投资者盈利的价格。

第五，顺势而为，不要逆流而上。我们要做趋势的朋友。这里的趋势指的是宏观经济、行业景气度。比如2008年经济危机全球经济下行，这自然也影响到了A股，上证指数从2007年10月的6100点跌到2008年年末的1600点，跌幅达到72%，市值缩水20多亿元。据统计，2008年每位股民平均亏损13万元，在都处于亏损的大环境中，想逆势而为基本上是不可能的。2011年在光伏行业遭遇行业产能过剩和欧美反倾销反补贴打击之后，整个行业利润大幅下降，像向日葵、天龙光电等公司，股价在两年内跌了80%，行业内基本没有个股幸免。因此，在趋势下行时要学会迅速退出战场，与趋势为敌无异于螳臂当车。

第六，放眼未来，不沉迷过去。一方面，不能死盯着过去自己在投资中的辉煌业绩，也不要因为过去的失败而变得不敢投资；另一方面，在选择投资工具时不要把过去的业绩作为选择投资工具的唯一标准。像2017年诺安双利在开放性基金中排名第一，到2018年排名就排到了后40%。明星基金中少有可以蝉联前几位的，排名波动很大。投资者在购买投资产品时不能把往年收益率当作唯一参考。

第七，学会耐心，不要频繁操作。大家对巴菲特都很熟悉，他投资生涯50多年，年化收益率超过20%。巴菲特有自己的投资纪律，他曾经讲过：“如果你没打算将一只股票持有10年，甚至都不用考虑持有10分钟。”长期来看可以决定股票价格的只有公司的价值，但是短期来看有太多的因素影响股票价格，在股价波动中频繁操作是极不理智的行

为。频繁操作的结果往往是在股票高价时购入，在低价时卖出，成为被市场收割的韭菜。

7条投资纪律，分别是学会止损、独立思考、分散投资、不贪婪、顺应趋势、放眼未来和长期持有。这7条纪律，看起来并不困难，但实际落实还是非常考验心理的，大家可以尝试在平时的投资活动中，把这些投资纪律执行起来。

附录 2009—2019年A股Top10牛股分析

回顾2009—2019年这10年，A股市场起起落落，上证综指年化涨幅4%，3000多只股票中大部分跑输大盘，甚至有1/3的公司股价是下跌的。但与此同时，也有1259只股票年化收益跑赢上证综指，一部分公司成功经受住了几次危机的考验，成为穿越牛熊的大牛股，其中不乏涨了10倍以上的10倍股。我们梳理了近10年年化收益率最高的10只牛股（剔掉了近5年新上市的公司），发现有两个非常普遍却又非常显著的特征：一是占据好的行业赛道。就像芒格所说，宏观是你必须接受的，行业也是如此。如果选择了好的行业赛道，就如同进入了一部上升的电梯；而如果选择了一部下行的电梯，再怎么努力也很难成为牛股。二是在自己的赛道里构筑深广的护城河。短期可以靠概念炒作和资本运作，但长期只能靠内功，要么是核心技术，要么是独特模式，要么是品牌价值，总要有一个别人无法模仿和赶超的优势。

1. 华夏幸福（600340）

上市时间：2003年12月30日，主板

企业性质：民营企业

累计收益率：5342%

年化收益率为：49%

最低点：2009 - 01 - 08，0.46元

最高点：2017 - 04 - 12，45.94元

华夏幸福成立于1998年，号称是中国领先的产业新城运营专家，但实际上主要是个房地产公司。它成立之初就是做房地产开发的，2002年开始专注承接综合性园区的建设与运营。公司主要依托“政企合作”的PPP模式，通过签订排他的委托协议，提供产业新城的综合解决方案，包括产业发展服务、城市运营服务和基础设施建设等。产业发展服务是核心，包括从前期产业定位规划到后期招商引资等一条龙服务。此外，公司也承接产业园区内配套住宅的开发业务，满足园区内企业员工的住房需求和核心城市向周边溢出需求。公司主营收入结构中，主要是城市地产开发（2018年年中收入结构占比54%）、产业发展服务（占比31%）、土地整理（占比9.7%）和酒店俱乐部等。

公司控股股东为华夏幸福基业控股股份公司，控股比例36.22%。实际控制人为王文学，持有控股平台84.5%的股份。近期平安人寿保险增持华夏幸福，成为第二大股东，持股比例19.42%。此外，前十大流通股东中还有“国家队”。

从2003年上市至2015年，华夏幸福的股价处于稳定上涨状态，2015年6月一度升至32.27元。2015年到2017年初在经历了一段时间的股价波动后，再次显著上涨，2018年年初涨到44.52元。2018年第二季度股价开始一路下跌，直至8月以后才稍有所回升。

华夏幸福成为近10年来第一大牛股的核心原因是：第一，聚焦大北京，深耕京津冀地区。环北京区域是公司腹地，公司持续聚焦环北京经济圈，目前公司环京土地储备占比达88%，总体量达689万平方米。2014年第一季度仍然体现了区域聚焦的专注度，新增体量93%仍然在廊坊区域。此外，它还以股权收购方式扩大香河的布局。而北京及周边地区，近10年来土地增值迅猛。

第二，近10年是房地产市场的黄金时代。华夏幸福三个发展阶段分别是2009—2012年的大北京阶段、2013—2016年的京津冀阶段、2017年至今的全国布局阶段。其中，“大北京阶段”踩准了城镇化红利及首都北

京的发展。“京津冀阶段”恰逢京津冀一体化区域发展战略机遇和三四线城市去库存周期。“全国布局阶段”再享房地产行业集中度提升及城市群大发展带来的红利。

第三，顺应了PPP大发展潮流，是PPP龙头，固安项目是国家级示范典型。PPP模式在2015—2017年大发展，总项目规模达到10万亿元，不到三年规模就已全球第一，而公司是PPP龙头，在全国各地复制布局产业新城和产业小镇。公司最典型的代表项目是固安的产业新城模式。2002年的固安是贫困县，十几年后财政收入已经增长了80倍。2015年固安产业新城成为国家发改委首批13个示范项目，2018年成功入选联合国欧洲经济委员会PPP国际论坛评选的全球60个可持续发展的PPP案例，这是中国唯一入选的城镇综合开发案例。以固安产业新城为明星产品，公司在国内外不断进行异地复制，奠定了行业标杆地位。

第四，坚持“产业优先”战略，聚焦核心城市群。公司持续优化产业新城与产业小镇产品，不断拓展布局，重点聚焦全国核心城市群。我国目前正处于由单核热点城市向都市圈的发展阶段，这一战略符合当前都市圈的发展规律，可以和区域性经济共同发展，有利于公司在全国复制布局。

目前公司受环京区域限购等政策影响，正处于积极脱离区域性束缚、大力发展非环京产业新城阶段。加上平安入股缓解现金流压力，随着非环京产业新城逐步进入收获期，公司现金流将获持续改善。

2.长春高新（000661）

上市时间：1996年12月18日，主板

企业性质：地方国有企业

累计收益率：2709%

年化收益率：39%

最低点：2008 - 02 - 29，7.69元

最高点：2019 - 03 - 11，285.46元

长春高新成立于1993年，是东北地区最早的上市公司之一。公司主营业务为制药（2018年年中收入结构占比85%），主要包括基因工程药、疫苗、中成药等，进入医保目录的产品共有24个，同时还涉猎房地产业务（占比14%）。公司旗下有7家控股子公司，较为核心的有金赛药业（生物药，主要产品为重组人生长激素、人促卵泡激素等）、百克生物（主要产品为水痘疫苗及人用狂犬病疫苗）、华康药业（中成药，主要产品为血栓心宁片）和高新地产（房地产）。公司拳头产品是重组人生长激素，是主要收入来源，通过其核心资产金赛药业实现。金赛药业是国内规模最大的基因工程制药企业和亚洲最大的重组人生长激素生产企业，中国首个基因工程药物质量管理示范中心，国家唯一的基因工程新药试孵化基地。

公司最大股东为长春高新超达投资有限公司，股权占比为22.36%，背后实际控制人为长春新区国资委，即长春市人民政府。第二大股东为“国家队”中央汇金，持股2.53%。前十大股东中还有诸多全国社保基金。

自2009年以来，公司股价一直处于波动上涨阶段，公司制药业务的增长是其业绩增长、股价上升的核心动力，尤其是近三年来核心子公司金赛药业实现高速增长，2018年实现55%~60%的业绩增速，第四季度受到疫苗造假事件和金磊辞职传言的影响，股价有较大的跌幅。

长春高新成为第二大牛股的核心原因是：第一，近10年生物制品行业快速发展。2012年中国生物医药行业市场规模只有1775亿元，到2017年时已经达到3417亿元。中国生物医药占中国整体医药市场的比重从

2013年的8.7%增至2017年的15.3%。生物制品板块指数从2009年年初的1600点涨到2019年年初6500点。

第二，生长激素（公司核心产品）是受医保控费影响较小的药品，近三年景气度不断提升。医疗受政策影响巨大，近几年影响最大的是医保控费，即控制医保费用支出。医院为了维持利润会压低药品进货价，国内制药企业受冲击明显。而生长激素主要是在合作或自营诊所中自费使用，受医保控费影响小。

第三，以“中国基因重组人生长激素技术奠基人”金磊为研发核心，研发实力强大。金磊是金赛药业的灵魂人物，是中国基因重组人生长激素的技术奠基人。他发明的“金磊大肠杆菌分泌型技术”，荣获了当年美国生物学界的最高奖——克莱文奖，他也是获此殊荣的第一位华人。1997年归国后他创办长春金赛，利用该独创技术，推出基因重组人生长激素，专注身体增高，结束了我国没有生长激素国药的历史。

第四，研发投入较高，加深拓宽公司护城河。2013年公司研发费用占营收比只有4.77%；2016年末已经提高到9%；2017年研发费率是8.5%，金额高达3.5亿元，资本化率17%。在生物科技细分行业上市公司中，横向对比沃森生物、安迪苏、华大基因、华兰生物等，长春高新的研发费用排名1/25。

第五，公司生长激素产品有绝对垄断优势，部分产品甚至是唯一供给方。生物制药有高技术壁垒，金赛药业核心产品是生长激素，公司是我国唯一的基因工程新药孵化基地，目前掌握着国内生长激素70%以上的市场，并且水针和长效水针占100%市场份额，市场无任何竞品。

第六，公司是中国生产激素的四大厂家之一，而且是产品线最全的一家，低中高的产品梯队可满足不同消费需求。目前我国市场上最主要的生产激素厂家有四家：长春高新、安科生物、联合赛尔和诺和诺德。长春高新是其中品种线最全的，是目前唯一涵盖粉剂（1998年上市，针

对低收入人群）、水剂（2005年推出，面对相对低收入人群）和长效生长激素（2014年推出，针对中高收入人群，全球独家品种）的企业。低中高搭配的产品梯队不仅可满足不同需求，也可拉开价格差，抢占不同细分市场。

第七，持续推出重磅“爆款产品”，不断刺激公司业绩新一轮增长。1998年上市重磅产品注射用重组人生长激素，2005年推出亚洲第一支重组人生长激素水针剂，2014年每周注射一次的长效重组人生长激素产品列入“十一五”国家重大专项，2015年上市我国首款注射用重组人促卵泡激素（辅助生殖促排卵，解决不孕不育问题），解决长期依赖进口局面。公司自2017年以来持续更新上市新品近10款。

第八，疫苗事件爆发，行业整顿，幸存者受益，市场集中度提升。2016年“山东疫苗事件爆发”，整个疫苗行业均受到较大影响。公司积极调整策略，印度市场实现批量出口，且迈丰药业狂犬疫苗生产工艺稳定，问题得到解决，批签发数量反而增加，大行业下行的背景下公司成功实现增长。疫苗事件影响减弱后，公司疫苗业务进入全新发展阶段。2018年长生生物毒疫苗事件也是如此，ST长生退出市场，公司疫苗板块受益。

目前金赛药业在渠道下沉和新品占比逐渐上升等因素的驱动下能够保持高速增长，持续为公司贡献利润；百克生物在“疫苗事件”之后逐渐恢复国内销售，同时迈丰生物生产工艺调整完毕，有望走出亏损，为公司贡献利润。虽然受地产业务影响，四季度业绩增长放缓，但长春高新2018年业绩实现了预期高增长。预计生长激素将继续拉动公司增长，疫苗业务也有望受益长生生物退出而实现高速增长。

3.泰格医药（300347）

上市时间：2012年8月17日，创业板

企业性质：民营企业

累计收益率：2175%

年化收益率：37%

最低点：2012 - 11 - 27，5.89元

最高点：2018 - 07 - 18，68.80元

泰格医药2004年成立于杭州，是一家专注于为新药研发提供临床试验全过程服务的合同研究组织（CRO），也是第一家在A股上市的综合性CRO企业。公司主营业务为临床研究相关咨询服务（2018年年中收入结构占比51.5%）和临床试验技术服务（占比48.5%），涵盖新药开发全部流程，能为药企提供新药开发一站式服务。临床咨询包括数据管理与生物统计、生物分析、CMC、SMO、注册申报等，临床服务包括BE业务、I-IV期临床试验技术服务、仿制药一致性评价等。公司是本土化创新型临床CRO，参与过150多项国内创新药临床试验。

公司一直由叶小平和曹晓春共同掌管，两人是目前公司前两大股东。叶小平持股占比24.82%，曹晓春占比8.75%，两人是一致行动人。叶小平学医学出身，早期有机会接触国际多中心临床试验的管理，积累了大量经验。前十大股东中，陆股通的香港中央结算公司是第三大股东，持股5.57%。同时也有“国家队”入驻，持股近2%。

10年间公司股价整体趋势震荡上行。2015年上半年、2017年至2018年上半年有较大涨幅。2015年7月22日CRO行业的史上最强整治出台，CFDA（原国家食品药品监督管理总局，现更名为国家药品监督管理局）发布史上最严的数据核查要求，2015年下半年开始到2017年年中处于下跌阶段。随着行业核查影响减弱，同时叠加鼓励医药医疗器械创新的文件出台，CRO行业迈入快速发展阶段。2017年公司临床试验技术服

务增长了73%，2017年后股价一路上行，2018年7月达到最高价，之后受疫苗造假事件影响震荡下跌。

公司能成为大牛股的核心原因是：第一，国内仿制药一致性评价、创新药研发投入需求增长以及国外产业链对国内的转移，使CRO作为上游行业快速发展。近几年，中国药品创新研发进入了前所未有的爆发格局，国家开放了国外新药进口的速度，药品一致性评价开展，药企需要大量的临床试验技术服务，而中国的药品创新研发几乎从零起步，CRO临床试验行业需求旺盛。此外，中国药审政策不断与国际接轨并且审评效率提升，2017年CFDA重启了临床资源的审批工作，国内医药产业升级带动创新浪潮，CRO行业保持着近30%的复合年增长率。医疗服务行业2009年时板块指数仅500点，2019年年初时已经高达4400点，增长了7倍多。

第二，源于CRO行业本身的特点和优势。国内医药研发处于上升期，外包服务需求旺盛，CRO国内市场仍处于开拓期，未来市场空间大；行业毛利率、净利率都很高，公司临床咨询服务毛利率48.5%，临床技术服务毛利率39%；行业内公司的偿债能力都很强；行业技术壁垒高，业内企业有护城河优势。

第三，正确布局了临床研究相关咨询服务。临床咨询业务盈利能力强，增长稳定，已经成为公司最大的利润来源之一，连续几年超过技术服务对业绩的贡献。

第四，通过“自建+外延并购”延伸业务链，形成了服务闭环，拥有临床CRO最全产业链。公司起初做临床试验技术服务，之后进行了一系列外延并购，如收购美斯达（2009年，国内少数有能力参与到全球医药研发产业链中的CRO企业之一，有业内最高标准的业务流程）、杭州思默（2011年，提供临床试验中心管理服务的中心管理组织SMO，是国内最大的SMO公司之一）、方达医药（2014年，拥有国内领先的生物样本分析技术）、DreamCIS Inc.（2015年，韩国本土大型CRO企业之一）、

捷通泰瑞（2016年，国内医疗器械CRO龙头，占市场份额20%）、北医仁智（2016年，国内心血管领域领先ARO公司）等。通过外延并购，公司能够提供数据管理、统计分析、SMO、医学检测、注册申报等一体化的临床研究相关咨询服务，基本形成临床CRO服务的完整闭环。目前已经建立了12个海外办事处，向全球多中心CRO企业迈进。

第五，注重人力资本，人均产出不断提升。公司起初付给医院的费用在成本中占比高，后来随着公司业务链延伸，公司人员扩充到近3000人，5年人员复合增速36%，人员成本高，但仍低于收入端46%的强劲增长，说明人员投入的效率较高，单位人均产出扩大。公司核心管理团队稳定，绝大多数高管均上市前在公司任职。

第六，临床研究优势具备技术壁垒。公司创新药研发能力强，共参与过100多项国际多中心临床试验，是为数不多的能承担多中心临床试验的本土CRO企业之一。2017年底执行的国内创新药项目52个，超过业内平均水平。实控人叶小平曾任罗氏制药医学注册部总监。

第七，拥有客户资源优势，服务受到客户肯定。2017年末客户数量为1496家，其中，国内客户973家，国外客户523家，全球前20大制药商中有16家与公司有合作关系。

第八，深入布局下游临床资源，临床试验成本降低，周转加快。下游临床资源是CRO公司业务开展的基石，公司在全国50个市建立了服务网点，与超过1500家临床机构开展合作。开拓排他性临床资源，与18家医院共建临床基地，床位数增加近1000张，有效缓解了BE（生物等效性）项目临床资源短缺问题；大力推进与国内三四线城市医院进行II-IV期临床中心共建，培养了一批II-IV期临床研究机构。随着政策限制的放开，公司共建及投资的临床资源产能逐步释放，临床试验成本逐步降低，周转加快，使公司毛利率进一步改善。

作为一家本土大型临床试验CRO企业，公司目前正向跨国CRO企业

转型。在中国药审政策不断与国际接轨的背景下，公司在国际多中心布局逐步完善，带来增量临床试验订单。另外，由于国内创新药产业蓬勃发展、医药研发投入不断增长，预计国内CRO行业未来有望继续保持高速增长态势。公司凭借在临床CRO的核心竞争优势，亦有望保持高速增长。

4.片仔癀（600436）

上市时间：2003年6月16日，主板

企业性质：地方国有企业

累计收益率：1989%

年化收益率：36%

最低点：2009 - 01 - 08，4.02元

最高点：2018 - 05 - 28，129.33元

片仔癀成立于1999年，由原漳州制药厂改制而成，是中华老字号企业，生产设备达到世界先进水平。公司主营业务是医药（2018年年中收入结构占比90%），还有涉及日用化妆品销售（占比9%）。医药核心产品为片仔癀系列中成药，包括片仔癀、片仔癀胶囊、复方片仔癀软膏等，主要用于护肝。公司独家生产的国家一级中药保护品种片仔癀，被誉为“国宝神药”，传统制作技艺被列入国家非遗名录，并被列入国家一级中药保护品种。

公司第一大股东为漳州市九龙江集团，背后实际控制人为漳州国资委。前十大股东中还有“国家队”及陆股通的香港中央结算公司，位列第三、四大股东。

2013年至2015年，公司股价随行业景气影响有较大幅度的上涨。

2018年股价上涨幅度远超行业指数，2018年5月28日达到最高点129.33元，之后三个月有较大幅度的下跌，最低点近70元，随后开始缓慢上升。

公司成为大牛股的核心原因是：第一，中药行业发展迅速。片仔癀的商业线是“制药+医药商业+日化用品”，所以兼具“医药+消费”双重属性，但公司能发展起来主要还是中药。中药作为中华传统医药，发展迅速。2009年时股市中药板块指数仅1900点，2019年初时已经5900点了，2015年年中牛市高峰时甚至高达12800点。

第二，工艺和处方被列入国家“双绝密”，保密期限永久。国家中药保护品种分三类，其中最高等级国家绝密级配方只有片仔癀和云南白药。公司有传承人制度，全世界只有3个人知道配方，公司不对外公告传承人，每位传承人都签有保密协议，国家对3位传承人的人身安全实施周密的保护措施。双绝密铸就了独此一家的片仔癀，竞争对手无法模仿其配方。

第三，天然麝香原料稀缺，产量有限，国家定量配给。片仔癀原料主要有天然麝香和天然牛黄。天然麝香的使用由国家统一审批和分配。目前国家每年天然麝香配额在500公斤左右，国内目前允许使用天然麝香投料的中成药企业共16家，片仔癀第一批获得该配额资格。公司是唯一一家有养殖林麝资格的企业。林麝数目锐减、需求量不断增加使天然麝香价格一路走高。2010年至2017年，天然麝香价格由每克150元涨至最高450元，实现了3倍的涨幅。此外，天然牛黄也是名贵得供不应求的原料，每年需求量达到5000公斤，但市场供给有限。我国每年天然牛黄产量仅400~700公斤，2016—2017年价格在每克200元左右，2018年攀升到每克310元。

第四，由于产品的原料及秘方具有特殊性能，公司独有垄断，有定价权。片仔癀的主要客户是富人，对涨价敏感度较低。10年来，片仔癀涨价10次，销量提高2倍，量价齐升，预期今后需求提升，继续涨价也

是必然趋势。2016年到2018年公司股价提升幅度大，主要源于业绩实现较大幅度增长。片仔癀系列2016年时提价8%左右，但销量没有减少。2018年时产品更是量价齐升，制药产品毛利率高达86.48%。

第五，传统老字号国宝企业，有品牌优势，中国中成药在海外最具知名度的品种，没有之一。中国有两个传统老字号国宝企业，一个是国酒贵州茅台，另一个就是国宝秘药片仔癀。片仔癀源于500年前的明朝宫廷，兴于寺庙，流传于民间，发展于当代，被国内外中药界誉为“国宝名药”。此外，它还蝉联国家金质奖，是中国中成药单品种出口创汇第一名，是走出国门的第一药，海外市场也较好。在越南战争时期片仔癀甚至是美军重要的军需储备药品。

第六，2014年的营销改革激活终端活力。2014年新上任的董事长推进体验馆布局，进行销售模式改革，并加大宣传。其中“片仔癀体验馆”是核心，推动了2015年后片仔癀的高速增长。体验馆重构了公司营销体系，实现了从渠道拉动到终端驱动的转变，这种体验馆直销模式叠加主动进行央视、学术等方面的推广，使品牌宣传力进一步提高。体验馆扩张路径与区域增长相一致，持续为效率贡献增量。目前片仔癀已经从福建省内市场纵深走向全国，渗透率有较大提升。

第七，衍生产品逐步发力，培育大健康品类，使公司兼具消费属性。公司将日化、化妆品与养生食品业务作为“一核两翼”战略中的两翼。日化产品如片仔癀牙膏消炎降火，在大健康上延展性较好。化妆品产品线丰富，共计90款，定位属于中低端，较为知名的有“皇后牌珍珠膏”。2018年日用化妆品收入2亿元，毛利率59%；食品收入近1亿元。

在消费升级、政策鼓励中医药龙头的背景下，公司通过“二次开发”深挖产品价值，通过营销改革擦亮品牌、拓展体验馆等新渠道，使“国宝秘药”为更多人所知、为更多人所用，片仔癀全年销量增长明显，日化板块也保持较快增长，商业流通与公司业务互为补充，支持公司可持续发展。

5.伊利股份（600887）

上市时间：1996年3月12日，主板

企业性质：国有企业

累计收益率：1892%

年化收益率：35%

最低点：2008 - 12 - 31，1.15元

最高点：2018 - 01 - 23，34.65元

伊利股份成立于1993年，是国内乳制品行业两大巨头之一。公司主营业务为液体乳（2018年收入结构占比为82.6%）、奶粉及乳制品（占比10%）和冷饮产品系列（占比6%）。公司下设液态奶、冷饮、奶粉、酸奶和原奶五大事业部，生产上市“伊利”牌产品近1000多种。液体乳产品具有金典、安慕希、舒化奶等品牌。伊利超高温灭菌奶连续7年产销量居全国第一，伊利雪糕、冰激凌连续10年产销量居全国第一。伊利液体乳市占率在25%左右，其中常温奶市占率35%，低温奶市占率18%；奶粉市占率在5%~6%左右，而且有持续扩大的趋势。在荷兰合作银行发布的2017年度“全球乳业20强”中，伊利排名亚洲乳业第一，全球乳业8强，连续四次入围全球乳业前十。

公司股权较为分散，第一大股东是陆股通的香港中央结算公司，持股比例13.48%；第二大股东是呼和浩特投资公司，持股比例8.86%，背后是呼和浩特国资委（占比81%）和上海电气集团（占比19%）；第三大股东是董事长潘刚。前十大股东中国“国家队”持股近3%，其他多为高管持股，管理层合计持股8%。公司的大股东加上管理层持股不足17%。

2008年底股价最低只有1.15元，从2009年开始一路上涨，有三个较明显上涨阶段，分别在2013年、2015年和2017年四季度。2013年业绩高速增长，顺应2013年牛市，共同带动股价上涨。2017年实现了远超行业的涨幅。在2018年1月23日股价达最高点34.65元，之后开始一路震荡下跌。

公司成为大牛股的核心原因有：第一，伊利的发展历程是中国乳业从小到大、从弱到强的缩影，而乳业过去十年是个好赛道。乳品是大众快速消费品，需求稳定，越来越多的人有喝牛奶的习惯。习惯就意味这种生意是高频、终身的消费。在中国，奶制品可能是除矿泉水外最大的饮料品类之一，且奶制品的营养价值高。作为大众消费品，乳品所在的食物加工行业板块指数2009年时是2300点，2019年时已经是12000多点了。乳品消费市场潜力大，国内人均乳品消费量不足欧美发达国家的1/5；消费奶量上，农村相对于城市还有很大的提升空间；中国婴幼儿奶粉市场持续上涨，尤其是三四线城市和农村市场。食品消费升级加快，乳品消费结构升级换代，中国酸奶销售额较快增长，目前低温酸奶市场份额较大，常温酸奶增速较快。低温酸奶营养价值和口感优于常温酸奶，以后可能会逐步替代常温酸奶。目前农村消费以常温酸奶为主，城市消费以低温酸奶为主。

第二，抓住三聚氰胺事件后行业洗牌的机会，通过巨额广告投入干掉了大多数对手。2008年之前，乳制品行业黄金十年，常温奶兴起，乳业迅速放量，常温奶龙头崛起，产量年均复合增速均保持在10%以上。2008年三聚氰胺事件之后，国家提升奶源标准，加强生产监管，乳制品行业壁垒逐渐抬高，乳业从野蛮发展到精细化发展。在行业洗牌、壁垒提升、乳制品同质化的行业环境下，伊利、蒙牛的巨额广告投入使它们逐渐成为行业领头羊。

第三，奶源好，伊利拥有中国规模最大的优质奶源基地及海外众多优质牧场。主要奶源基地分处天山、锡林郭勒、呼伦贝尔地区，是黄金

奶源带（因为在北纬45°附近，属于中温带，非常适合产好牛好奶）。2014年，公司海外布局新西兰南岛基地，专门提供高端品，扩大了奶源范围，提高了液态奶奶源质量，随后就推出了乳蛋白含量高达40%的金典牛奶。伊利在全国拥有自建、在建及合作牧场2400座以上，规模化、集约化的养殖在奶源供应比例中达到100%，居行业首位。此外，公司对上游牧场实行嵌入式统一管理，对上游优质奶源掌控力较强。

第四，产品质量好，质量管控“三条线”把关品质。在检测规程中，伊利在国标线的基础上提升50%，设立企标线，在企标线的基础上再提升20%作为内控线。三条线层层把关，确保产品品质。

第五，广告推销力度大，构建品牌渗透力。2008年后，伊利、蒙牛通过巨额广告投入完成了市场洗牌，并确立了龙头地位。一提到牛奶，大家首先想到伊利和蒙牛。伊利广告费用营收占比2012年是8%，2017年时已经稳定在12%左右了。目前，伊利品牌线齐全，如金典、安慕希、巧乐兹、金领冠等。

第六，拥有销售渠道优势，渠道下沉（三四线及农村）效果较好。伊利有自己独立的物流体系，并与第三方物流公司合作良好，产品从出厂配送到终端（乡镇），最长不会超过10天。公司销售网络覆盖全国，销售渠道可以直达乡镇的终端末梢消费者。2017年年底，公司直控村级网点近53万家，业内第一。而下线市场不仅带来普通需求，还会由于送礼推动高端奶增长。

第七，产品结构升级，提价推高端品。2008年后乳业行业逐渐进入精细化发展阶段，2014进入泛品类化和并购阶段，乳制品行业壁垒逐渐抬高。2012—2017年年均复合增速降为3%，整个行业的销量增长逐渐走向饱和，而单价的提升推动销售额快速增长。公司2016—2018年股价表现很好，而产品结构调整是伊利2016年的主线。2016年明星产品安慕希、金典、金领冠珍护、畅轻等增速均在双位数以上，抵消乳饮料等老产品的销量下滑，带动营收增长。公司近年来的销售额增长主要靠高端

品拉动，比如常温酸奶安慕希。2017年安慕希销售额已超120亿元，在常温酸奶中市占率43%，居第一。此外，伊利近年来不断拓展非奶业务，致力优化产品结构，例如2017年推出的豆奶等。

第八，竞争格局是乳业双寡头，强者恒强。伊利与蒙牛双寡头领先，占据中国乳制品40%左右的市场份额，其中伊利25%，蒙牛15%。同时伊利保持着快于行业整体的增速，市占率还在提升。

第九，公司运营质量同业对比高。（1）毛利率，尤其净利率同业对比最高。2017年年报数据，毛利率伊利36.8%，蒙牛35%，光明33%，三元29%；净利率伊利8.9%，蒙牛3.4%，光明3.8%，三元1.3%。

（2）伊利净资产收益率常年维持在20%以上，典型的现金奶牛企业。而蒙牛近五年平均净资产收益率只有8.3%，其中2016年还是亏损的，原因是收购雅士利的商誉减值和出售库存大包粉的一次性亏损。（3）公司运营所需资金为负。公司2017年营收680亿，应收账款和应收票据加起来不到10亿；运营资金周转天数为存货+应收款-公司应付款=-25天，公司可以占有上下游25天的账期。而蒙牛应收账款和应收票据加起来是26亿，蒙牛运营资金周转天数基本为0。（4）公司轻资产运营。公司最近五年的经营现金流远远大于公司的经营利润；最近五年购置固定资产投入176亿，是公司最近5年营收2912亿的6%，维持运营所需资本投入不高。

第十，由于标的优秀，分红多，陆股通资金青睐，买成第一大股东。公司股价2016年快速发展，也是陆股通资金逐渐来A股买核心白马的阶段。公司最近五年累计分红147亿，占公司最近五年净利润的62%，而蒙牛只有25亿。

第十一，通过海外收购来提升奶源风味并进入各国市场。伊利在亚洲、欧洲、美洲、大洋洲等乳业发达地区构建了一张覆盖全球资源体系、全球市场体系的骨干大网。2015年，在西雅图成立中美食品智慧谷，研发健康牛奶进入美国市场。2017年，伊利收购澳大利亚最大乳制

品公司迈高集团，成为澳大利亚市场占有率最大的乳制品公司。同年，以8.5亿美元收购达能旗下美国有机酸奶生产商Stonyfield，完善了有机奶源布局，扩大了美国市场。2018年，伊利公司收购巴基斯坦乳制品公司Fauji Foods Limited，深化中东布局；同年，收购泰国本土最大冰激凌企业Chomthana，全面进入泰国市场，并辐射东南亚市场。

目前，公司正积极布局奶酪和健康饮品，寻求全新增长点。公司作为乳制品龙头企业，在夯实主业的同时尝试进军健康饮品领域，打开长期成长空间，相继推出了植选豆奶、焕醒源功能饮料。新成立了奶酪和健康饮品事业部，梳理新产品的经营体系，为长期增长奠定基础。同时公司大力拓展国际化业务，产品落地印尼市场。

6.美年健康（002044）

上市时间：2005年05月18日，中小板

企业性质：民营企业

累计收益率：1767%

年化收益率：34%

最低点：2008 - 12 - 31，0.80元

最高点：2015 - 06 - 11，25.35元

公司是民营体检巨头，以健康体检为核心，提供专业体检和医疗服务。公司主营业务为体检服务（2018年收入结构占比近99%）。公司拥有“美年大健康”（定位大众健康）、“慈铭体检”（定位大众健康）、“慈铭奥亚”（定位中高端团体及综合医疗）、“美兆体检”（定位高端个人健康）等多个健康体检品牌。公司目前是全国非公专业体检第一龙头，有中国最大的个人健康大数据平台，是医疗服务行业稀缺标

的。

公司前三大股东都是法人平台，前两大股东背后实际控制人都是俞熔，第三和第四大股东背后是郭美玲。前十大股东中官方机构只有社保基金入驻，合计持股占比4.5%。

美年健康2015年通过借壳江苏三友上市，之后股价多次涨停，短短3个月，股价从3元左右涨至25元左右。2016年时公司更名为美年健康。公司2017年6月收购慈铭体检100%股权（2014年底已收购近28%股权），确立了行业霸主地位，股价期间也有较大涨幅体现。2018年公司受股市行情影响下跌。

公司成为大牛股的核心原因是：第一，我国健康体检行业处于黄金期，渗透率不断提升，民营体检也相应不断发展。根据中国产业信息网数据，2010年中国体检市场近300亿元，第三方体检仅74亿元；2017年时体检市场规模达到1350亿元，第三方体检规模340亿元。行业复合增速都在26%左右。体检行业中，公立医院份额大，但民营体检网点分布更密集，靠价格（民营凭借客单价300~500元，公立的较贵）和服务抢占公立医院市场。

第二，业务模式标准化程度高，可不断扩张复制。其他医疗服务行业业务发展往往受限于医生资源缺乏，需要和公立医院争夺医生资源。但健康体检行业与临床诊断不同，对医生专业要求相对较低，而且医生多为退休返聘，所以医生资源不稀缺，扩张时不会因此受限。2014年美年健康员工近2000人，其中退休返聘人员占比超过75%。

第三，不断并购扩张整合优质资产，成为细分垄断性龙头。公司成立于2006年底，2011年是民营专业体检第三名，前两名为慈铭体检和爱康国宾。2011年底公司收购业内第四名大健康科技，之后又收购北京绿生源体检中心、西安康成连锁体检中心和广东体检龙头瑞格尔。2015年借壳上市后，又收购了美兆体检和业内排名第一的慈铭体检。

收购慈铭体检后，美年健康市占率成为行业第一。2018年上半年净利润同比增长近100倍。根据中国产业信息网数据，2019年第一季度，民营体检行业美年健康市占率23.9%，爱康国宾12.3%，瑞慈体检2.8%，华检体检1.2%，其他中小体检机构占近60%。通过收购，美年健康有效补充了高端体检市场的短板（公司业务主要覆盖中低端市场），市值从300亿涨到700亿，资本市场很认可。

第四，自建+体外孵育+并购，分院扩张数量多。单店营收增长有天花板，因为场地、接待的体检人员存在一定限制。有多少店，决定了有多少业绩。2018年公司达成了运营600家专业体检中心的目标，覆盖了32个省、市、自治区，215个核心城市，是国内规模领先、分布最广的专业体检及医疗机构。而新开一家体检中心一般只要一两年就可达到盈亏平衡。

第五，先参后控的模式，正确选择登录A股，解决了分院扩张的最大瓶颈（资金）

（1）决定体检机构扩张速度的核心是资金。一个系统完备的健康体检机构初期投入在2000万元左右。设备费用占50%，房租占15%，标准化程度高。

（2）登录A股后，公司融资能力比爱康国宾更高。上市前美年健康和爱康国宾融资能力差异不大，但上市后，融资能力显著分化，公司每年新增分院数5倍于爱康国宾。爱康国宾2014年有50家左右分院，2017年仍然不到100家；而美年健康（不含慈铭）2014年不到100家，2017年已经近400家。因为爱康国宾是美股上市，美国投资者对公司业务理解受限，上市4年通过设立并购基金仅融资5亿元；而美年健康A股上市后，融资额是爱康国宾的3倍。

（3）先参后控的模式，节约资金，体外孵育分院。“先参”是每新建一家体检中心，公司先参股10%左右，其余股份由并购基金和其他区

域小股东持有。“后控”，是体检中心经过一两年的发展达到盈亏平衡后，再由公司出资向并购基金收购标的公司股权至50%以上，达成控股。等三五年体检中心达到一定利润，再由上市公司出资全部持股。

第六，以团检客户为主，B端销售能力强，加快资金周转效率。规模较大的民营体检团体客户占比都在75%以上。团检多为员工福利，费用统一结算，这样客户对体检服务要求相对较低。而美年对销售很重视，带来客流量大幅增长。销售人员数量和占比均高于同业平均水平。2016年美年的销售员工占比31%，其他上市民营体检机构占比最高仅18%；2016年销售费用7.2亿元，占营收23%，而爱康国宾是5亿元，占营收比重仅为17%。

第七，渠道下沉，避开红海（一二线城市），进入蓝海（三四线城市）。美年与爱康的最大差别是爱康在一二线布局多，而美年在三四线城市布局多。一二线城市体检行业基本上为红海，而低线城市（三四线城市）是体检业务的蓝海。低线城市有庞大可开发的客户群体（人口基数庞大叠加人口回流，中产阶层比例上升快，可支配消费能力较强），竞争环境宽松，客单价较高，运营成本较低。美年先发布局，低线城市门店已经超过一二线。

目前公司布局的高端品牌美兆、奥亚，服务能力多维化。大众品牌美年、慈铭正在复制扩张，并且服务内容多元化提升，从健康管理、数据管理等角度提升价值。从长期角度，公司的发展逻辑和成长空间没有发生本质变化，具备长期成长空间。

7.通策医疗（600763）

上市时间：1996年10月30日，主板

企业性质：外资企业

累计收益率：1734%

年化收益率：34%

最低点：2008 - 12 - 31，2.59元

最高点：2018 - 07 - 16，59.10元

通策医疗成立于1995年，是国内第一家以口腔医疗连锁经营为主要模式的上市公司。公司主营业务为医疗服务（2018年年中收入结构占比96%），下设三大业务板块：口腔（提供种植、正畸、修复等服务）、辅助生殖和眼科。口腔是最主要的业务，占比高达79%。公司主要凭借杭州口腔医院，以杭州为中心，辐射浙江。2017年浙江省内营收占比达到93%，在杭州的占比达到60%。公司是聚焦于浙江省的口腔医疗龙头。

公司控股股东为杭州宝群实业集团，持股比例为33.8%，是通策控股集团的全资子公司。集团背后实际控制人是吕建明，持通策集团78%的股份。

通策医疗近10年来有两次较大涨幅，一次是2013—2015年，股价最高点达54.84元，之后震荡下跌。2017年四季度后迎来第二次涨幅，最高超过59元。之后在行业大幅下降时，公司仍将股价维持在高位。

公司成为大牛股的核心原因是：第一，口腔医疗作为专科更容易突破综合医院限制，同时兼具“医”“美”属性，市场空间大，行业处于黄金发展期。综合医院对资本、人才的需求大，口腔专科领域是医疗体制改革后社会资本进入医疗行业的率先突破点。口腔医疗服务兼具“医”和“美”的属性，市场规模大。我国人群在龋病治疗和牙周洁治以及义齿修复方面有较大需求。我国全民口腔病患率高达90%以上，但就诊率仅10%，从未看过牙医的人超过60%，只有2%的人有定期进行口腔检查和清洁的习惯。

第二，以“杭州口腔医院”为核心，业务“量价齐升”，支撑业绩稳定增长。杭州口腔医院创建于1952年，2006年杭州宝群实业公司收购了杭州口腔医院，并在2016年挂牌中国科学院杭州口腔，该口腔医院的收入占了通策医疗整体营收的74%，是公司最重要的利润来源。种植、正畸等高端业务的增长，使公司整体客单价持续上升，从2015年706元/人次，上升至2018年上半年748元/人次。2007—2017年收入实现33%的复合增速，归母净利润增速高达40.6%。

第三，“旗舰总院+分院”模式，支撑品牌影响力，销售费用仅为同业的1/15。大部分以门诊为主的民营口腔连锁机构需要通过多门店覆盖人群以及广告宣传获客，销售费用成本较高。“总院+分院”的优势在于保留了高水平医院作为经营核心，旗舰医院平台形成有力支撑，在一定区域内形成品牌影响力，再以旗舰医院为基础在附近区域开设分院，将品牌影响力快速推开，在较短的时间内积累客户资源。公司旗舰中心医院就是杭州口腔医院和宁波口腔医院，核心业务为口腔医疗服务，以生殖医疗服务为辅。该模式使销售费用率保持在1%左右，而同行却往往高达15%~20%。

第四，公司拥有获取稀缺公立医疗资源的能力。公司通过收购在当地已有一定体量和知名度的口腔专科医院，并依托于该医院的原有品牌发展连锁分院来实现扩张，将浙江省内市场从杭州市拓展至宁波市，并进一步拓展至河北、湖北及云南，先后收购了沧口、宁口、黄石现代以及昆口医院。2018年半年报披露，公司纳入并表范围的口腔医院共26家，加上体系外口腔医院，共覆盖23个城市。

2016年公司成立医疗投资基金，定向投资北京、武汉、重庆、成都、广州、西安六家大型口腔医院，之后又与创业软件、迪安诊断共同设立了大健康产业基金。

第五，拥有医生核心资源。牙医单兵作战能力很强，水平高的大夫往往很容易自立门户，这也是这类专科医院行业的症结所在，会限制非

公医院的扩张壮大。公司建立了自己的一整套人才培养、引进计划，与大学展开合作或自建大学，已与国内外六所院校（包括中国科学院大学、杭州医学院、德国柏林大学）建立战略合作，与中国科学院大学合作成立的国科大存济医学院是公司新一轮全国扩张的核心医疗平台，将依托它建立以各学科名医为核心的通策医疗集团。

公司提前布局辅助生殖领域，与剑桥波恩（诺贝尔生理学或医学奖获得者“试管婴儿之父”罗伯特·爱德华兹创立的体外受精试管婴儿治疗中心）共同打造昆明波恩生殖中心，现已投入运营。生殖中心目前已扩展至三家诊所，2014—2016年就诊人数略有提升，复合增速15%。2018年6月，公司正式推出“蒲公英计划”，计划三年内在浙江省布局100家分院，其中首批签约10家医院已经正式亮相。

其他业务方面，眼科业务正处于培育期，浙大眼科医院已经开始装修，同济大学和夏利特医科大学附属中德妇幼医院装修工程也已启动，公司专科“大平台”战略即将落地。

8.隆基股份（601012）

上市时间：2012年4月11日，主板

企业性质：民营企业

累计收益率：587%

年化收益率为：33%

最低点：2012 - 12 - 04，1.30元

最高点：2017 - 11 - 22，30.52元

隆基股份成立于2000年，2015年成为全球最大的太阳能单晶硅光伏产品制造商。公司主营业务为太阳能组件（2017年收入结构占比

56%)、单晶硅片（占比35%，主要应用于各类太阳能光伏电池），此外还涉及电力（占比2.7%）、电池片（占比2.4%）、光伏系统设备、单晶硅棒等。公司是光伏行业的单晶龙头，2017年占全球单晶市场份额的37%。

公司控股股东为李振国，持股比例15%。李振国及其一致行动人李春安、李喜燕共持有隆基股份31.32%的股份，三人为公司前三大股东。李振国与李春安是兰州大学校友。公司董事长及多名高管拥有技术背景，非常注重技术积累和应用。前十大股东中有“国家队”和陆股通在香港中央结算公司。

公司股价在2015年、2017年有两次大幅上涨，第一次光伏行业处于上升期，行业盈利丰厚，业内公司全面上涨。2017年，公司在行业低迷时却逆势实现高增长，净利率大幅提升近7%。2018年开始股价受国内531政策影响大幅下降，之后政策纠偏，股价逐渐上升。

公司成为大牛股的核心原因是：第一，2013年后光伏产业迎来疯狂增长。光伏是一个政策依赖性较强的行业。2010年以前，中国光伏产业累计装机量不到1GW，在世界范围之内几乎可以忽略不计。2012年下半年开始，国内利好政策不断，如规划发展规模提高装机需求、制定标杆上网电价和光伏发电补贴，促使整个光伏产业疯狂增长，光伏装机年均复合增速超过60%。2017年装机量高达53GW，占全球100GW的一半多。

第二，通过加大研发投入和费用管控，公司毛利率提高。2013—2017年，公司研发支出从1.5亿元增加到11亿元，营收占比6%。（1）通过持续性工艺提升（连续拉棒、提高拉棒速度等），使拉棒非硅成本低于2.5美分/瓦。（2）2015年金刚线应用成功（隆基是国内最早应用金刚线切割的公司），使单晶硅片成本大幅下降近20%，切割速度大幅加快，这使公司单晶的市占率迅速提升，2015年成为全球最大的单晶硅片制造商。（3）2012—2016年公司非硅成本降幅达67%，硅片总成本为

3.07元，而其他公司的成本则为3.33元，比行业整体低8%。公司毛利率领先同行，由2014年的3.2%上升至2015年的8%

第三，不断投入，扩大产能，产品出货量全球第一。公司的固定资产在2011年、2016年和2017年大幅增长，产能扩张，而需求旺盛，促使公司营收快速增加。2018年公司1/3的资产都是产能：硅片产量5年内增长了10倍，2013年硅片产量只有2.7亿片，2017年增长至22亿片；组件产量4年增长了约10倍，2014年组件产量43WM，2017年4531WM。2015年隆基股份单晶硅片出货量全球第一；2017年度隆基股份组件出货量全国第一，单晶组件出货量全球第一。2009—2018年，公司营收从7.6亿元增至146.7亿元，增长了18倍；净利润从1亿到16.8亿，增长了近16倍。

第四，打通下游产业链，实现自产自销。公司上市初期收入来源于单晶硅片和硅棒。从2013年开始往下游组件，乃至向光伏电站扩展。2015年成立乐叶光伏，布局电池、组件环节。2017年，组件和硅片收入占公司营收超过90%，分别为91.7亿元和57.5亿元。

第五，持续拓展海外市场，与美国签订大额订单。近年来，隆基股份在马来西亚投资建厂，在美国、日本、欧洲等地开设分公司。2017年隆基海外市场出货占比约10%左右。2017年公司与美国公司在美签署了价值6亿美元的高效单晶组件销售合同。

第六，2018年“531新政”后行业洗牌加速，行业低迷时，公司护城河凸显。2018年6月“531新政”宣布光伏补贴大幅减少。为提振需求，产品价格大幅下降。从2017年12月份开始，公司单晶硅片价格就持续下调10次，国内从5.4元跌到3.05元，海外从0.73美元下跌到0.38美元。在价格下降、补贴减少、行业价格竞争激烈情形下，成本高的企业被淘汰，而隆基因低成本优势和行业龙头地位获得更多市场份额，保持较大盈利，有较大防守能力。

2018年6月以来，受“531新政”影响，国内光伏装机需求低迷，公司单晶硅片价格下滑，三季度综合毛利率同比下滑13.5%，净利率同比下滑62%。2019年是光伏发电平价上网新周期的起步之年，隆基作为高效产品龙头明显受益。公司计划未来三年继续扩大硅片、组件产能，垂直延伸单晶优势，成为全球单晶硅片绝对龙头。近期公司硅片价格上调，营收有望高增长。

9.卫宁健康（300253）

上市时间：2011年8月18日，主板

企业性质：民营企业

累计收益率：682%

年化收益率为：32%

最低点：2011 - 09 - 30，1.05元

最高点：2015 - 06 - 05，37.66元

卫宁健康成立于1994年，是国内第一家专注于医疗健康信息化的上市公司。当前业务覆盖智慧医院、区域卫生、公共卫生、医疗保险、健康服务等领域的传统医疗信息化解决方案，以及云医、云药、云险、云康这四朵云（将医生、药品、保险、体检资源通过创新服务平台整合对接到C端）为代表的互联网医疗业务。公司的主营业务为软件销售（2018年年中收入结构占比53%）、硬件销售（占比25%）和技术服务（占比22%）。2017年IDC（互联网数据中心）医疗科技公司排名中，卫宁位列全球第33名，为中国唯一上榜企业。

公司实际控制人是周炜、王英夫妇。控股股东周炜及其一致行动人王英、周成共持20.17%的股份。上海云鑫创投（蚂蚁金服全资子公司，

是蚂蚁金服对外投资平台）持有5.05%的股份，是第四大股东。前十大股东中也有“国家队”。

公司从2011年上市以来股价一直处于稳定上涨状态，尤其是2013年下半年开始，由当时的4.3元飙升至2015年6月的36.3元，增长了8倍多。随后受股灾影响，股价暴跌，在2017年8月时仅剩6元，2018年6月蚂蚁金服入股卫宁健康，公司逆势实现了增长。

公司成为大牛股的核心原因是：第一，近10年医疗卫生行业信息化进程加快。2009—2017年，我国医疗信息化行业市场规模逐年递增，且年均增速保持在20%以上。2014年市场规模264亿元，2017年448亿元。其中，HIS系统（医院信息系统，是医院信息的基础）年复合增长率维持在9.4%，医院核心管理系统、电子病历、集成平台临床数据仓库、分级诊疗系统实现20%以上的增长。

第二，公司传统医疗信息化业务高速发展，且盈利能力强。公司90%以上收入来自医疗卫生信息化业务，互联网医疗业务利润贡献较少。营收保持高速增长，2012—2017年营业总收入复合年均增长率为35.3%，扣非归母净利润复合增长率为33.3%。

第三，与阿里、用友等巨头合作，布局互联网医疗+外围参投，完成业务闭环。2015年公司实施传统医疗信息化服务业务加创新的“互联网+健康”业务双轮驱动战略，目前已经形成了云医、云康、云险、云药+创新服务平台医疗健康生态的搭建，并完成了业务闭环。

公司又相继设立了卫宁互联网、纳里健康（专注发展云医）、卫宁科技等旗下实体，参投了如钥世圈（连锁药店信息化建设的第三方平台，合作发展云药）、上海好医通（中国领先的健康体检、健康促进、就医保障和私人保健医生等健康管理服务集成商，合作发展云康）等企业，并且与阿里（2018年6月蚂蚁金服全资子公司上海云鑫创投入股公司）、国药、国寿等巨头达成了战略合作关系。

第四，具有品牌优势，覆盖面广。根据IDC2014年的统计数据，国内医疗信息行业前五名（东软集团、万达信息、卫宁健康、华件创业）的集中度约为38%，其中卫宁健康市占率为7.2%。卫宁传统业务已覆盖5000家以上医院以及110家以上卫生管理机构。

第五，重视研发创新，注重新产品储备。公司研发人员每年增长数百人，公司研发投入占营收比重逐步提升。2017年研发费用2.42亿元，占营收比重20%，达到近年高点。公司已开始开展全新一代产品的研发工作，打造“智慧医院2.0”“区域医生3.0”“互联网+2.0”等一系列产品解决方案。

第六，费用管控同业对比很有优势。公司销售费用占营业总收入的比例由2016年的15.8%降至2018年上半年的14.3%，管理费用率由22.7%降至20.5%，财务费用率由1.2%降至0.6%。销售期间费用率由39.7%下滑至35.3%，费用压缩十分明显。同行业公司创业软件在2018年上半年的费用率为36.4%，远高于卫宁健康。

当前，公司传统业务正处于高景气周期，并且如电子病历建设标准等政策刚性所衍生的行业利好仍未完全释放。同时，公司创新业务在“互联网+医疗健康”领域的布局已初步成型，合作伙伴中不乏蚂蚁金服、中国人寿、国药集团等巨头，前景值得期待。

10.中天金融（000540）

上市时间：1994年2月2日，主板

企业性质：民营企业

累计收益率：1470%

年化收益率：32%

最低点：2008 - 12 - 31，0.31元

最高点：2015 - 06 - 12，10.82元

中天金融成立于1994年，是贵州地区唯一一家上市的房地产企业，2013年前叫中天城投。公司主营业务是地产开发、城市基础设施及配套项目开发。收入结构中商品房占比86.8%，公司还涉及金融业务。公司是贵州地区的房地产龙头企业。土地储备主要集中在贵阳地区，所开发项目主要集中于贵阳、遵义、南京等地。

公司控股股东为金世旗公司，持股45.95%。实际控制人为罗玉平，持控股平台74.8%的股份。前十大股东中还有“国家队”。

公司股价在2014年至2015年上半年有大幅上涨，后受股灾影响大幅下降。2017年11月公司公告称拟收购华夏人寿21%~25%的股权。为了完成这个“吞象”计划，公司选择自2017年8月开始停牌来专心进行重组，想通过剥离非金融资产来实现300多亿的筹资计划，但进展并不顺利，目前仍在积极推进。2019年1月2日复牌后股价接连跌停，公司通过回购和增持来稳定股价。

公司成为大牛股的核心原因是：第一，历经房地产行业10年黄金时代。随着2014年全国性松绑、2015年中央经济工作会议提出三四线城市楼市“去库存”，贵阳陆续出台各种购房落户、购房免征营业税等优惠政策，推动房地产发展。

第二，贵阳楼市供需两旺。2009—2013年贵阳商品房销售额的复合年均增长率为38%，其中销售面积复合年均增长率为25%，销售价格的复合年均增长率为10%，销售面积的增长是商品房销售额增长的主要原因。贵州省城市化率较低，需求主要来自贵阳市以棚户区改造为核心的城市更新和“引银入黔”产业升级战略带来的办公居住需求。

第三，深耕贵阳，当地资源雄厚，拥有贵州省战略核心工程近99%的土地，是当地规范土地市场的最大受益者。公司开发建设的贵州金融城，是贵州省实施“引金入黔”战略的核心工程，是贵州省“十三五”重点打造项目，项目在2014年进入业绩释放期。公司在贵阳拥有1114.6万平方米的土地储备，占规划总面积的98.6%。2014年贵阳实施去大盘化的政策规范土地市场，而公司未来方舟和国际金融中心拿地已基本完成，是贵阳去大盘化的最大受益者。

第四，布局金融领域，金融全牌照，产融结合进行业务协同。从2013年开始公司积极布局金融业务。全资子公司贵阳金控是其持牌类金融业务领域核心运营平台，业内范围包括了银行、保险、证券、信托、基金等在内的“金融全牌照”。公司地产业务积累了大量的客户资源和合作伙伴资源，随着金融板块的完善，可实现客户流的内部转化和销售渠道整合。子公司贵阳金控在2015年首次被纳入并表，2016年半年报赚取净利润8.1亿元，在公司约26亿元的净利润中占比超过30%。

为了收购华夏人寿21%~25%股权，公司曾置出地产业务，公司将中天城投等相关房地产业务从上市公司悉数剥离。由于重组并不顺利，2018年12月公司又收回了房地产业务。但收购华夏人寿股权仍在积极推进，若顺利完成，将进一步加深公司的金融属性。

图书在版编目（CIP）数据

管清友的股票投资课：做趋势的朋友/管清友著.--北京:中信出版社，2020.9

ISBN 978-7-5217-2036-5

I. ①管... II. ①管... III. ①股票投资—基本知识 IV. ① F830.91

中国版本图书馆CIP数据核字（2020）第124796号

管清友的股票投资课——做趋势的朋友

著者：管清友

出版发行：中信出版集团股份有限公司

（北京市朝阳区惠新东街甲4号富盛大厦2座 邮编100029）

字数：240千字

版次：2020年9月第1版

印次：2020年9月第1次印刷

书号：ISBN 978-7-5217-2036-5

定价：65.00元

版权所有·侵权必究



工薪族 财务自由

也小谈 著

说明书

用工资理财，一样可以**财务自由**
一学就会的“财务自由公式”
30岁前也能实现**F.I.R.E**

中信出版集团

目录

前言

第一章 从零开始财务自由

用工资理财实现财务自由可行吗

40岁以前退休

制订一份属于自己的财务自由计划

没钱是开始理财的最佳时机

如何让家人接受记账理财

第二章 如何投资才能“躺着赚钱”

投资“武器库”

规划投资资金的四个步骤

10%的投资收益率很难实现吗

定投：投资、储蓄一步搞定

走向资产配置

作为工薪族要学会躺着赚钱

用投资创造“睡后收入”

概率思维对投资的帮助

几款常用的基金App推荐

普通投资者到底适不适合炒股

小结

第三章 如何实现理性消费、高效储蓄

享受生活、高效储蓄两不误

规划预算，从月光族到储蓄率超过60%

愿望清单：一个帮我们实现理性消费、提高幸福感的利器

生活中的幸福感到底来自哪类消费

实现高储蓄率的另一个努力方向

过度压抑消费容易导致反弹

小结

第四章 如何买保险

四大类刚需保险的作用详解

不同险种能不能相互替代

保险的保障期限买多久最划算

容易被忽视的寿险

关于保险的几个实用原则

结语

附录

一份财务状况速查清单，你准备好投资了吗

回测假设及基金策略选择

前言

这是一本写给工薪族的财务自由说明书，用工资理财也能实现财务自由。

这也是一本工薪族用得上的财富养成指南，包括了从开支预算到储蓄投资的各种方法和思考。

这也是一本教工薪族如何用理财为生活服务的实践手册，理财源于生活，服务生活。

财务自由是很多现实问题的最优解。如果我们能够实现财务自由，那些令人头疼的问题，比如交通、住房、教育，也就不再是问题。财务自由并不需要你有过人的胆识、惊人的运气和高深的智慧，作为工薪族，你只要做好规划，踏踏实实稳步积累，一样可以实现财务自由。

说来你可能意外，我既不是金融专业出身，也不在相关行业从业，我只是一个平凡的工薪族，一名汽车行业的工程师。我利用业余时间学习理财多年，整理出这一套适合工薪族理财和实现财务自由的方法。

老实说，我现在依然在实现财务自由的路上，如果我的计划顺利，我将在2022年也就是我30岁之际实现财务自由，辞去工作并开始专注于我更热爱的但是收入尚不确定的事业。你可能会感到疑惑，作为一个还没有实现财务自由的人，我为什么敢写这样一本教大家如何实现财务自由的书。

这里我想引用一段薛兆丰老师的话：

事实上，人们只是在成功以后，才去编造那些他们成功的理

由，从而给人一个印象，仿佛他们的成功是必然的。而事实上，是他们成功了，才有意无意地去剪裁、定制他们当初的理由，去强调过去某些想法，去忽略甚至去隐瞒过去的另外一些想法。

所以我决定把这件事反过来，我对自己会按计划¹在30岁左右实现财务自由深信不疑。我也不想成功以后再来夸夸其谈，所以我介绍的这些方法不是我成功以后东拼西凑的裁剪结果，而是实打实的完整方案，很多年以后我可以底气十足地说：“这就是我的计划，我就是按照这个计划一步步实现财务自由的。”

这本书按照一个人实现财务自由所需要的理财要素分成四个主要部分：

- 准备阶段。为自己制订一个可量化的财务自由计划，想清楚为了财务自由我们都需要准备和付出些什么。
- 投资攻略。理解复利，理解被动收入，实现开源，获得简单实用、易上手、收益有保障的投资策略。
- 高效储蓄。实现享受生活与本金积累“两手抓”，理性消费并不难。
- 理解保险。有效配置保险，为自己的财务自由之路和未来生活保驾护航。

财务自由这个话题看起来很宏大，但是只要我们按照一定的规律拆解，就可以把这个看起来很困难的任务拆分成很多可执行的小任务，进一步养成我们的习惯。把这些拆分后的小任务执行好，实现最终目标就是顺理成章的。这本书会告诉你如何实现财务自由，并为你提供必需的、系统的知识体系。



第一章

从零开始财务自由

提到财务自由，有许多种定义和理解。通俗一点的有“菜场自由”“旅行自由”“居住自由”，也有可量化的和理性的，比如被动收入大于开支，或者被动收入大于开支加上CPI（Consumer Price Index，消费者物价指数），再或者把GDP（Gross Domestic Product，国内生产总值）也考虑进去。也可能对于一些人来说，只有能随手置办豪车、豪宅才叫财务自由。

但是平心而论，以上对于财务自由的理解都仅仅局限于“财务”两个字，但是还有重要的“自由”呢。我个人比较喜欢康德（Immanuel Kant）对于自由的解读：

自由不是你想干什么就干什么，而是你不想干什么就不干什么。

对于大部分工薪族而言，财务自由的定义很简单，就是能够安心辞去当前的工作而不用担心生计，被动收入能够维持当前的生活水平，这就是自由，对不喜欢的工作和生活有说不的自由。

这里说的被动收入的来源可以是投资、版税、房租、专利费等各种不需要自己全程参与也能创造收益的工具。但是鉴于由投资获得被动收入的适用性最广，所以这本书主要讨论的还是投资。

在日常工作生活中，我们经常会妥协和被迫接受某些事情，比如被迫从事不喜欢的工作，接受不感兴趣的任務。财务自由的意义不是让我们能够买什么、得到什么，而是给我们一个说“不”的底气。面对不喜欢的工作环境时，我们可以说不，因为即使丢掉工作我们依然可以维持生计。我们可以把时间倾注在对我们至关重要的事情上，比如建立亲密关系、创造价值，而对其他干扰因素说不。

如果我们跳出财务自由是要得到什么的固有思维，认为它是面对不想要的生活时可以说不，那么财务自由并没有那么遥不可及。只要能够

通过被动收入维持我们的日常生活，不再为了养家糊口被迫在工作上妥协，也就有了说不的勇气。

其实每个人都可以通过计划和努力，在不需要运气的情况下，实现财务自由。这正是我写这本书的初衷。

工薪族实现财务自由，实现F.I.R.E（Financial Independence and Retire Early，财务自由、早早退休），意味着通过自己的投资获得被动收入，提前退休，不再受制于工作和生活的种种现实束缚，不再等待遥遥无期的法定退休年龄。趁早退休，以便能把自己大把的时光“浪费”在美好的事物上，可以是自己热爱的事业，也可以是自己向往的某种生活。

用工资理财实现财务自由可行吗

提到财务自由大家的第一反应大多是“那需要一大笔钱”，但是到底需要多少钱、怎么赚到这些钱很少有人认真考虑。实际上，不是赚一大笔钱就能财务自由，实现财务自由不一定非要拥有巨额财富。

影响财务自由的因素其实就三个：本金、收益率、开支。其中，被动收入=本金×收益率，而开支决定了我们需要多少被动收入才能实现财务自由。只要被动收入>开支，那我们就实现财务自由了。我在这里先给大家一个估算数字，只要积累下10~20倍当前年度开支水平的本金，就足够实现财务自由。这并不是一个不可能完成的任务。

消费欲低、开支少的人，财务自由的门槛也自然更低，所以说实现财务自由并不仅仅是我们要有多少钱这一个固定的指标。只要积累下足够的本金，再通过合理的投资实现一个相对平均的收益率，获得可观的被动收入并不难。

实现财务自由要解决的第一个问题，可能也是最大的问题就是：钱在哪儿？我个人认为创造本金要难于创造收益。对于大部分人来说，在当前的市场环境下取得一个整体平均的收益水平并不困难，持有指数基金就能轻松获得10%的长期年化收益率，但是存不下钱是一个“老大难”问题。

对于我们来说，积累本金最有效的方法就是——努力赚钱，认真存钱。大部分人没有中彩票的运气，也没有继承巨额财产的“投胎功底”，最有效、最普遍的获得本金的方法就是储蓄。估计很多人看到这两个字就已经失去兴趣了，因为储蓄常常被和降低生活质量、省吃俭用联系在一起，让人脑海中出现“蹲在角落可怜地吃方便面”的画面。

但是如果说，储蓄并不意味着降低生活质量，也不意味着省吃俭用，储蓄这件事就会变得容易很多。我们可以考虑一个问题：用更少的时间一定意味着完成更少的任务吗？不一定吧，因为不同人的工作效率不同。

消费这件事也是一样，更少的消费不意味着要降低生活质量、省吃俭用，因为我们还可以选择提升消费效率，让消费创造更多的价值。总而言之，储蓄这件事可行！

针对被动收入的两大要素，本金可以靠储蓄来实现，另一个就是收益率了。这本书里我会介绍一套适合工薪族、不需要投入太多精力、门槛又低的投资策略。对于普通投资者来说，10%左右的年化收益率还是可以实现。

用工资理财实现财务自由是可行的，它有一套简单、可重复的内在逻辑。我们只要制订自己的消费储蓄计划，坚持执行，并选择一个相对保守合理的投资渠道，最终就能实现。

40岁以前退休

说到退休，大家脑海中的第一个画面很可能是——等到法定退休年龄，正式退休，过着领退休金的生活。但是这样的想象正逐渐被打破，因为人口老龄化等一系列问题，很可能我们这些年轻人在退休时根本领不到能过上目标生活的退休金。

养老金准备也渐渐成了一个引起焦虑的话题。但是不知道大家有没有想过，或许我们完全不需要把希望寄托在未来可能入不敷出的退休金上。只要做好规划，我们可以自己给自己发退休金，早早退休。每个人都有实现财务自由的能力，只是大部分人从来没有意识到自己还有一个能力。

就像前面说的，被动收入高于自己的日常开支，甚至高于当前的工资收入，就能实现财务自由，不再工作赚钱依然可以维持当前的生活水平，这可不就是自己给自己办了提前退休吗？

财务自由是一种生活状态，更是一种生活态度，意味着充分独立、不受制于人，可以不再为了金钱从事自己不喜欢的工作，维持自己不喜欢关系。当一个人实现财务自由后，思想和态度都会发生变化，会变得积极乐观，因为做自己喜欢的事情效率会非常高。

财务自由并不遥远

财务自由虽然不可能轻松获得，但也没有大家普遍认为的那般遥遥无期。大部分人用10年时间足够踏入财务自由的门槛。如果尽早准备，40岁以前退休享受生活并不遥远。

我们不妨做一个简单的计算，假设一个人每年40%的收入可以积累下来进行投资而不是消费，并且用这些资金实现10%的收益率。很多读者会表示10%的收益率很难实现，其实不然，后文我会系统地说明。10年内个人资产、被动收入分别与年收入的比如表1.1所示。

表1.1 10年内个人资产、被动收入与年收入的比

年份	个人资产/年收入 (%)	被动收入/年收入 (%)
0	0	0
1	44	4
2	92	9
3	146	15
4	204	20
5	269	27
6	339	34
7	417	42
8	503	50
9	597	60
10	701	70

从表1.1可以看出，10年的时间足够让自己的被动收入增长到可以维持生计的水平。如果更加勤俭，只支出收入的50%，一方面存钱变多、收益增加，另一方面财务自由的门槛也随之降低，7年后即可达到财务自由的状态。

或者再提高收益率，如保持支出水平（60%），收益率提高到15%，那么这个过程就被大大加速，获得同样水平的被动收入需要7年，10年后将获得2倍于目标水平的被动收入，15年后将获得6倍。

实现财务自由并不难，大部分人经过努力奋斗都可以实现，所需的工具只有书籍、网络、决心和家人的理解与支持。

可能有朋友会说，10年时间已经很长了。但是相比于通常三四十年的工作年限，这10年的奋斗其实算不了什么。

考虑到如今人口老龄化、养老金不足等一系列问题，如果工作至法定年龄再退休，退休金相对工资会大打折扣。以德国为例，在考虑通货膨胀的情况下，退休金相比于原来的工资水平会有超过50%的缺口。相比于普通的退休流程，财务自由要快得多，可靠得多。

可能会有读者觉得这样的计划太过理想化，许多人的现状是工资到手时购物车早已“嗷嗷待哺”。想要买的东西太多恨不得工资翻倍还不够，到了月末还能保证正常饮食已是幸运，哪还有40%的钱来投资，能留个4%就不错了。再说10%的投资收益率去哪儿找，银行理财产品的收益率到6%就不错了，P2P（互联网金融点对点借贷平台）搞不好直接“跑路”了。德国其实更惨，负利率时代，银行勉强维持着0.1%的利息，上哪儿去找靠谱的投资呢？好不容易攒了一点儿家底，结果积劳成疾去了一次医院，出院之后一贫如洗，好像过去几年都白干了。

表面看起来确实是这样，但是深入剖析一下呢？一个月的支出减去房租、水电费、饭费等必需开支，还有许多钱就那么不知去向了，买了什么后来自己也想不起来了，家里东西越来越多，可是常用的还是那几样。仔细回忆一下，好像一个月也没有那么多必需开支，再思考一下，省钱好像也不是那么困难。消费开支是非常弹性的，表面看起来都非花不可，实际上压缩空间非常大！

再说医疗问题，这个时候就体现出保险的重要性，如果拥有一份商业医疗险，大病小病几乎不用担心，每年自付上限一般为1万元，基本不会出现什么大问题，也不会有因病致贫的担心。

整个财务自由计划可以概括为：开源、节流、加固，分别对应着积累本金、投资和保险。

开源、节流大家耳熟能详，我简单说一下容易被忽视的加固。有资产还要守得住，要能抵御天灾人祸，小概率事件虽然极少发生，但是一

旦发生往往后果比较严重。明明已经实现财务自由，却由于一些意外“一夜回到解放前”，这样的情况没有人愿意看到，所以保险是理财中不可或缺的一环。国内有几个不应忽视的刚需险种——医疗险、重疾险、意外险和寿险，这部分的内容我会在这本书的后面专门解读。

财务自由不等于从此蹉跎人生

工作是我们生活的一部分，财务自由并不是让我们从此脱离社会不再工作，而是给我们一个重新思考的机会，让我们有底气追求自己想要的生活。当我们不再为收入和维持生计所困的时候，才有机会真正觉醒，追求我们想要的东西。

事实上，虽然许多人追求财务自由的一大动力是可以有资本待在家里彻底放假，但是真的休假几个月以后又会渴望重新回归工作。阿德勒心理学有一个相关解释，获得贡献感是幸福的核心之一。只是这一次我们不再为钱而工作，而是为了自我实现和创造价值。

财务自由领域的早年“网红”——《富爸爸穷爸爸》的作者罗伯特·清崎（Robert Toru Kiyosaki），在其系列著作《富爸爸年轻退休》[\[1\]](#)中也分享过这段心路历程。

1994年，在经过了近10年的奋斗之后，我终于获得了财务自由，那年我47岁。我的朋友奈尔打电话告诉我：“在出售公司后一定要至少休整一年。”“休整一年？”我回答，“我要退休，再也不会回来工作。”“不，你会回来的。”奈尔说，“不到3个月，你就会感到无聊透顶，然后创立另外一家公司。”他说，“对你来说，最困难的事情莫过于无所事事。这也就是我为什么建议你，在另起炉灶之前至少要休整一年。”

后来不到3个月，清崎就开始想念工作，想要回来。但是他记着自

己当时的目标，真的坚持休整了一年。他开始适应和享受新的生活，因为没有陷于忙忙碌碌，有时间思考到底什么才是对自己最重要的，这也造就了后来《富爸爸穷爸爸》这个系列作品20多年的畅销。

实现财务自由并不是人生进取的终点，财务自由只是给我们说选择和选择人生的底气。

制订一份属于自己的财务自由计划

每个人心里都有非常重要和热爱的事物，只是受限于现实，我们不太可能全心全意地为热爱的东西而活。财务和生计问题算得上挡在前面的“拦路虎”，如果我们能够彻底解决财务和生计问题，很多看起来头疼的问题也就迎刃而解了。

对个人生活而言，财务自由就是财务问题的高级解。而且我相信对于大部分工薪族而言，只要做好规划，并且有一定的执行力，通过努力，用10年左右的时间实现财务自由的概率是非常高的。

鉴于大家对财务自由的不同理解，这本书给出一个对财务自由的定义，我们所讨论的、每个人都可能实现的财务自由是指可以不上班，依靠被动收入维持当前甚至略高于当前的生活水平。

财务自由是一条自由之路，但是自由和财富并不直接画等号。每个人都可以实现当前生活水平上的财务自由，但是想要实现财富阶层大跨越，我们依然需要非常多的努力和一定的机缘，这不是简单地制订和执行计划就能解决的，但自由至少增加了这种机缘出现的可能性。

财务自由的两个核心要素

实现财务自由靠的是本金和收益率，因为被动收入=本金×收益率。只要我们积累下足够的本金，再通过简单合理的投资，获得可观的被动收入并不难。只要实现了“被动收入>开支+通货膨胀”，也就实现了财务自由。

但是就这两个要素并不足以指导我们的行动，我们需要再拆解一

下。为了实现财务自由，我们其实需要做五件事：

- 制订计划，制作一个可量化的时间表，明确相关里程碑节点。
- 提升收入，既包括主动收入，也包括被动收入。
- 开始投资，培养自己的投资意识，使收益最大化。
- 开始储蓄，理性消费，控制开支是储蓄的第一步。
- 理性决策，我们的生活实际上是“选”出来的。

那么这五个要素分别代表着什么？我们来一一拆解。

制订计划

“计划赶不上变化”是永远不变的道理，但是这并不能否定计划的意义。在我看来计划最大的价值并不仅仅是执行，而在于帮你准确地梳理目标和行动的关系，帮你检查自己当前的行动是否匹配或者偏离了既定目标，以及量化自己和目标之间的距离。

制订计划之前，我们需要一个明确的目标或者理由——实现F.I.R.E后我想过上什么样的生活？进而回答下面几个问题：

- 这样的生活需要多少被动收入？
- 需要积累多少本金？
- 计划用多长的时间来实现？

这几个问题很关键，如果没有明确的目标，我们不知道自己将走向何方，也不知道自己还要走多远，所以很容易就会放弃。

答案一定因人而异，这里我提供自己的答案供大家参考。

我对奢侈的生活没有太大的追求，简简单单一房、两车就够了。我的目标是积累500万元本金，计划用时10年^[2]，我的预期平均年化收益率为10%，也就是被动收入约50万元。每当提到预期收益率为10%的时候，总有朋友质疑我，市面上根本找不到收益率为10%的靠谱理财产品。别着急，我会在后面的章节告诉你，实现10%的投资收益率并不难。

明确了本金目标以后，问题来了，如果我从零开始，怎样能够确保在10年积累500万元呢？我们需要一个计算器，我自己用的是Calculator.net提供的投资计算器^①。我输入了500万元的储蓄目标，计划10年，其间投资收益率10%。最终计算的结果为——我需要每月储蓄2.5万元，即每年30万元。

按照这样的估算，10年以后我的总资产可以达到525万元，其中300万元来自本金积累，另外的225万元来自投资收益。具体如图1.1所示。

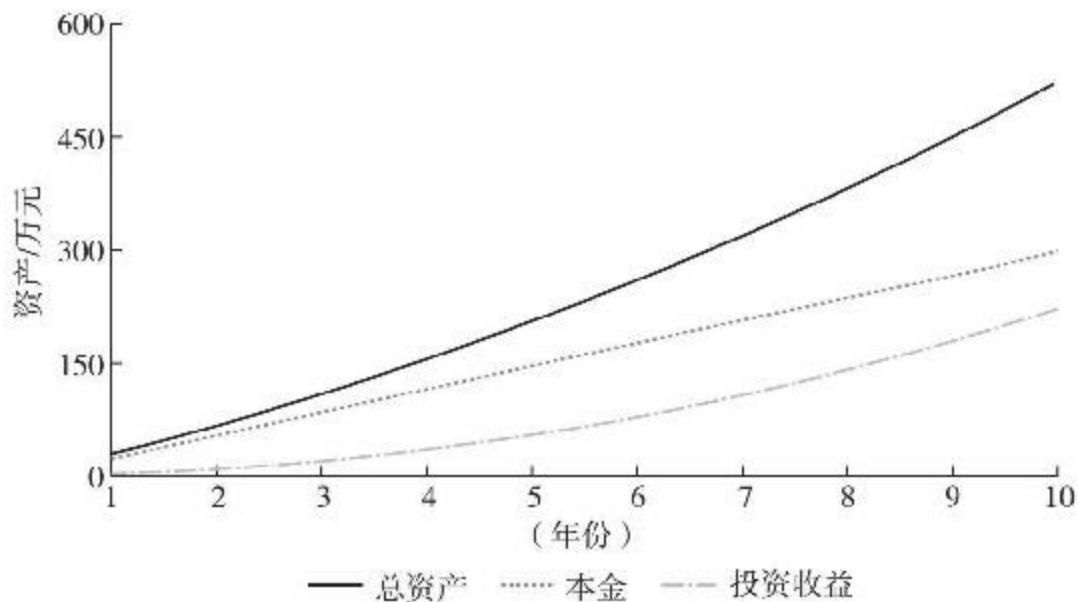


图1.1 本金、投资收益、总资产走势

假如我们对投资收益率预期更高，如15%，那么最终的结果为每月储蓄1.9万元，每年23万元。我的收益率目标是10%~15%，所以我取了一个中间值，储蓄目标为25万元每年。这样一来，计划的第一个目标就非常明确了，我需要每年储蓄25万元。

我的数据只能供你参考，因为我们对未来的预期不一样，我们的收入也不同。我经常在自己的公众号“也谈钱”上分享自己的财务自由历程，鉴于不同读者的生活情况不同，常有读者对我这个目标提出异议，觉得太高或者太低。但就像我前面说的，这个计划的目标是帮助你不上班也能保持工作时期的生活水平，从而解放生产力，财务自由的目标自然是和当前的收入水平相匹配。请记住，这本书是教你如何通过奋斗和用工资理财实现财务自由，而不是给你轻轻松松实现百万年收入的捷径。

那么在这个问题下，我继续向下追问，为了实现25万元的年储蓄额，我需要什么？

- 高于25万元的年收入。

- 一个可执行的消费计划，来帮助我实现储蓄目标。消费太容易，如果控制不好欲望，就算年收入100万元，实现25万元的年储蓄目标也难如登天。

- 一个价值观相同的另一半，对于实现计划很有帮助。

如果当前的情况不能满足目标，我们三个选项来进行改善：

- 提升自己的收入，这也是五要素之一。

- 降低自己的开支水平，你的潜力比你想的大。

- 降低自己的目标，因为预期与能力不匹配。

不建议你开始就选第三个选项，没试过前两条，你怎么确定自己的能力边界到底在哪儿？

当初找工作的时候我对自己说，能够帮我实现财务计划的工资是工作的底线，最后也还算幸运，刚刚“压线”。而且可能是我对财务自由的诚心感动了我的太太，曾经花钱大手大脚的她也开始和我一起执行预算计划。

为了实现这个目标，我们两个人把消费水平降到了不及同龄人的一半，最终实现了高于60%的储蓄率。而且实际上我们也没有为了预算降低自己的生活质量，而且维持了相当高的生活幸福感，该有的消费，如手机、电脑、包包，即使不是最好的，也差不多。在理性消费方面，人的潜力真的是非常大的，这个问题我们会在本书的第三章深入讨论。

提升收入

当前的工作收入在相当程度上决定了财务自由以后的收入水平，投资理财本质上就是一个将职业价值和人力价值持续变现的过程。

鉴于大家来自各行各业，恕我没有办法给出具体的参考。但是这里可以提供一个我的原则供大家参考——找到“零本万利”的机会，然后反复试，增加自己的“定价次数”。

这个技巧虽然不能保证找到高薪岗位，却能有效避免被定价过低的情况。有过卖房子经历的读者可能会有所体会，对于这类流动性不高的资产（包括人力），不同买家的报价差别会非常大。多尝试可以尽可能保证自己得到一个公允的定价。

至于“零本万利”，简单来说就是赢了能赚大发，输了却毫发无损，比如刚刚说的增加“定价次数”就属于这类。找工作的过程中，这类机会太多了，抓住一切机会找到可能给你机会的人去聊、去问、去表现。你要知道，即使是最差的情况，你失败了，也就是相当于没问，毫发无损。可是万一人家答应了呢？一定要反复尝试，即使概率再小，只要你试的次数足够多，总会有成功的时候。

开始投资

投资和储蓄孰先孰后？这个问题很难有所定论，但是一个可以肯定的事实是，形成投资意识可以帮助强化储蓄习惯。当我们知道自己的本金可以用来投资增值以后，面对各种消费诱惑就更容易保持理智，毕竟对于懂投资的人来说，省钱和赚钱其实是一回事儿。所以我决定把投资放在储蓄前面说。

鉴于投资意识和水平的提高周期长、见效慢，所以越早开始，越早收获。从小白进阶的最有效途径就是系统地学习，很少有只凭碎片知识

和他人点播就能进阶的小白。碎片知识对于有系统知识体系的人来说是良药，对于没有的人来说反而是砒霜。而读书正是最具性价比的系统学习方式，你能读到这里说明你已经有了这个意识。我会在这本书中系统地介绍自己的投资方法和体系。

但是仅凭读书并不足以让你完成蜕变，即使拥有完整的知识体系，依然躲不过知易行难的困局。建立一个良好的投资意识少说也得两三年的磨砺，其间你可能会赔钱，也“需要”赔钱。很多雷，别人和你说是没用的，你得亲自去蹚一下才能记住。大家都是这么一步一步过来的，赔钱了不可怕，可怕的是反复蹚同一颗雷。

为投资交学费（赔钱）是一件不可避免的事，不交学费学不会投资。但是我们依然有办法降低自己的损失，那就是早早开始，在还没有太多本金的时候就开始投资理财。因为这个时候本金少，交的学费也就少。“没钱可理”是投资理财界最大的谎言。

开始储蓄

提到储蓄，可能很多人会担心生活质量下降，因为储蓄常常被和降低生活质量、省吃俭用联系在一起。但是如果说，储蓄并不意味着降低生活质量，也不意味着必须省吃俭用，储蓄这件事就会变得容易很多。

因为我们还可以选择提升消费效率，让消费创造更多的价值。本书的后面我会向你介绍我的消费体系，帮你实现“从没钱到有钱”的跨越。从我的经验来看，储蓄不但不会降低生活质量，反而会让我们更加清楚地知道自己最想要什么。总而言之，储蓄这件事可行！

确定了目标储蓄额，确定了年收入水平，剩下的就是预算了，年收入减去目标储蓄额就是年度预算。此时，有一件事你应该做——记账，事无巨细地记账！没有记账，很难谈理财。这就好比做项目开发，手头却连日历和时间都没有。

你可能觉得自己估算一下，就能知道大概的开支水平了。但是根据我的经验，估算的数值再翻一倍，有可能才是你的实际开销。因为估算时很可能没有考虑这些因素：

- 琐碎的开支，这些开支单笔数额很小但总额很大。
- 手机、电脑、家电等大件开销。
- 旅游、娱乐、聚会等不定期开销。
- 意外导致的开销。

经常有朋友留言抱怨记账这件事太麻烦，但是你再仔细想想，记账这件事除了输入几个数字以外真的有什么不得了的障碍吗。

对于刚刚开始设计预算的朋友，建议把预算目标设置为：

$$\text{预算} = (\text{收入} - \text{目标储蓄额}) \times 80\%$$

从我的经验来看，新手预算超支是大概率事件，预算往往太理想化。很可能你觉得自己还没干啥，预算就已经“亮红灯”了。所以，建议乘上80%的系数。

我个人比较喜欢使用软件记账，统计分析的效率要高不少。推荐各位读者试试MoneyWiz[\[3\]](#)。虽然现在市面上的记账软件层出不穷，但我很喜欢预算功能和分析统计功能非常强大的MoneyWiz。关于软件记账的一些高级技巧，我会在后面的章节介绍。

理性决策

曾经有人问过查理·芒格（Charlie Thomas Munger）：“你觉得一个成功投资者的必备条件是什么？”芒格答：“理性。”就这两个字。

很多盲目的决策是可以通过简单思考避免的。小到买手机，大到还贷、换工作，都可以通过“小学数学+理性决策”找到最优解。

当我考虑换掉自己已经用了三年的手机时，我问自己：新手机到底能给我带来什么？大屏幕？我不需要。性能？现在的手机也不卡顿。我是需要靠手机长脸的人吗？也不是。我有剩余预算换手机吗？貌似没有。那还买什么啊，回去干活去。

2018年年末老爸换手机，我顶住重重压力和来自亲戚朋友的“关心”给他换了个iPhone 6s。这下爸妈的朋友们可“炸锅”了，提出如“老手机不能上5G^[4]”“老手机都是翻新的”，生活这样的环境中，理性决策何其艰难。

再比如一些热门的讨论：

- 本人有48万元房贷，每月还3 000元，这两年存了10万元，是提前还贷还是定投理财好呢？

- 怪我之前没有理财意识，到目前为止，包含信用卡已欠款达20万元，是先还债还是边理财边还债？

先还债还是先投资？很简单，哪个利率高就先做哪个。

我们可以以10%的利率作为分界。房贷的利率是5%左右，而长期投资的预期收益率在10%以上，这个决定不难做吧？

而如果贷款是信用卡债，利率普遍在10%以上，那么答案就要反过来了，应该先还债。

遇到问题多想想，算算数，你会发现理性决策其实没多难。

我的财务自由计划公开实证

2015年前后我给自己定下了“10年时间用工资理财实现财务自由”的目标。从2019年开始，我在公众号“也谈钱”公开记录了自己的财务自由计划，实证这个计划的可行性，并记录这个过程，希望给同样有志实现财务自由的朋友一个参考。

这也算是对我自己的督促和帮助。从开始到现在，写作给了我很大帮助，公开计划会督促我更加完善地思考，也能提高我的执行力。与其等最终实现目标再回来夸夸其谈，不如现在就公开实证，和大家一起努力奋斗。

行动计划的具体拆解

我对实现财务自由的要素进行了拆解，如图1.2所示。

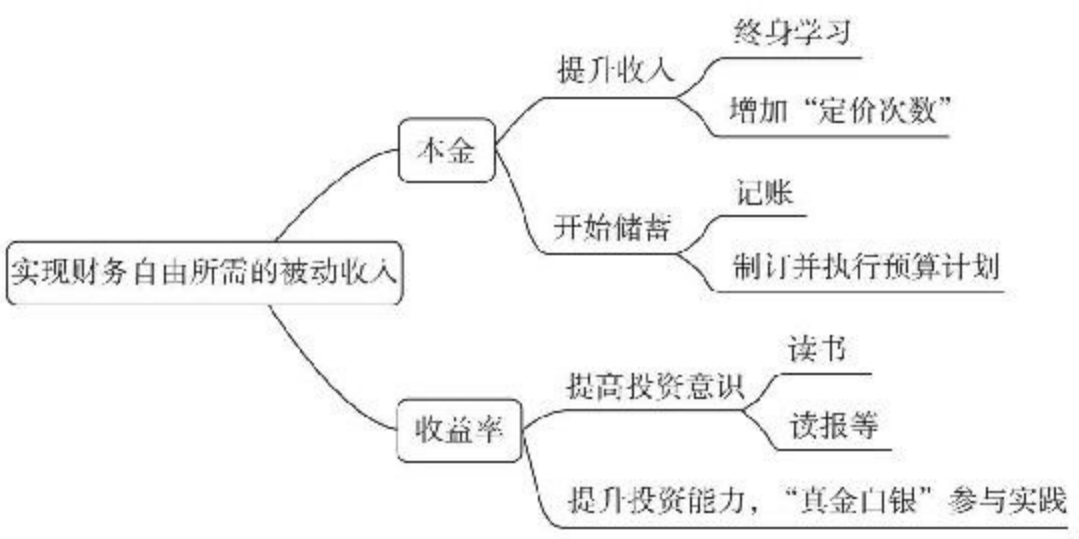


图1.2 财务自由要素的拆解

没钱是开始理财的最佳时机

有人说，毕业后的头五年基本决定了大家的差距。我认为这个观点也同样适用于财务状况。毕业后头五年的理财意识（这个阶段意识重于能力），基本决定了一个人未来的财务状况。

合适的财富观是坚持理财、做好理财的基础。如果一个人常常把“享乐人生、月光消费”挂在嘴边，那他是很难积累下财富的。合适的财富观是我们的基本动力，财富观正确，钱总会有的。

从没钱到有钱

工资收入的阶段性跨越，是财务积累的主要拐点。**一个人至少有两次机会迎来拐点，第一次是毕业参加工作，第二次则是工作早期的工资快速上涨。**这两次机会基本都发生在工作的头几年，把握好这两个机会的前提正是拥有正确的理财意识。

在《投资第一课》[\[5\]](#)这本书中有一个关于储蓄率的讨论，例子很简单但是道理很深刻：

假如A原收入5 000元，每个月储蓄500元，那么储蓄率为10%。
如果A工资涨了5 000元，其中一半用来增加储蓄，则每月储蓄3 000元，储蓄率就变成了30%，实现了200%的增长，储蓄额增加了5倍。
如果A涨工资以后，依然保持储蓄500元，那么储蓄率就变成了5%，下降了50%。

前后两种不同的决定会导致全然不同的结果。储蓄额相差5倍，如果再考虑未来的投资收入，后期的差距甚至可以达到数十倍。工作头几年拉开的差距，从财务的角度来看，一是收入的差距，二是储蓄率的差距。

很多人说，早期的财富积累主要是靠自身的收入增加，而不是投资收入（因为本金少）。我认为这句话只说了一半，财富积累靠的是储蓄增加，而储蓄是收入增长与开支控制的共同结果。如果收入和开支同步增长，那么早期的财富积累也就无从谈起了。

没钱才更有机会

没钱往往意味着低消费，而这正是储蓄的基础。这个时候正是建立理财意识的最佳时机，能力可以不足，但是意识应该跟上。这个时期是实现储蓄率飞速增长的最有效时期。由于前期的基数低，这个时期工资收入翻倍并不是难事。但是，重要的前提是能够维持消费不要快速升级。如果工资翻倍，而消费只是微增，储蓄率就很容易实现成倍的增长。相比之下，如果我们已经习惯高收入、高消费，想要消费降级回到以前的消费水平则难上加难。

而没钱时，维持消费水平或者只是稍微增加消费改善生活，并不难。如果这个时期没能好好利用，等人到中年，收入虽然很高，但是上有老下有小，再加上房贷、车贷，消费就很难再降下来了。

之前读过一本书《不上班也有钱》[\[6\]](#)，作者就是尽一切可能储蓄，然后投资指数基金，用10年时间实现了财务自由，然后开始环游世界。这靠的就是早期对于消费的克制，这个时期的克制换来的是未来几十年的自由，不自律无自由。我相信这也是我们的未来。

更加励志的是作者基本没有什么“高大上”的投资技巧，就是老实地存钱、买指数基金，中间还经历了2008年的金融危机，最终依然实

现了目标。这进一步印证了“理财意识远比能力更重要”。

储蓄，最有效的原始积累

储蓄算得上普通人积累财富最有效的方式。不可能每个人都去创业增收，也不可能每个人都被老板重用提拔，但是储蓄是人人都能做到的。很多在财务上取得成功的人都不遗余力地强调储蓄的重要性，比较经典的建议便是“花一半，存一半”。

在《邻家的百万富翁》^[7]这本书中，作者为银行和资管机构调查了很多高净值人士，最终发现他们无一不是拥有很高的储蓄率，对消费非常克制（相对于他们的收入情况而言），而且大部分家庭都有非常明确的年度预算计划。

这本书对我的财富观影响很大，我也是从读这本书以后开始基于记账认真制订年度预算计划并执行，真正地把记账的功能发挥出来。

花一半，存一半

克制消费、增加储蓄并不总是等同于降低生活质量。《小狗钱钱》^[8]一书中给过一条很好的建议：

每当面对收入增长时，总是用一半来消费、改善生活，另一半则用来增加储蓄。

因为是新增加的收入，少花一些并不会影响生活品质，“花一半、存一半”实现了改善生活和增加储蓄的平衡。

另外，开始控制消费以后，我的生活水平反而有所上升。因为预算有限，更加注意“好钢用在刀刃上”，买东西总要反复权衡，少买了很多没用的东西，真正改善生活的物品反倒一样都没落下。而以前想起来什

么东西就直接买，等到要买真正需要的东西时反而没钱了。**没钱=更高的风险承受能力**

更高的风险承受能力是可以换钱的。在本金少的时候开始理财有两个优势：

- 本金少，亏得少，“学费”更便宜。
- 可以尝试波动性更大的投资产品。

年轻人的风险承受能力普遍比较高，来自家庭的压力也更小。这个时候可以选择更大比例的高波动、高收益投资产品，比如指数基金。而人到中年以后，由于各方面的原因，风险承受能力大幅下降，需要配置更高比例的稳健的投资产品，会直接拉低最终收益水平。在早期从学生身份向工作身份过渡的阶段，理财意识的建立与否可以很大程度上影响以后的财务状况。

“股神”巴菲特说过：“如果我晚10年开始，一定不是现在这个结果。”

当我们说“没钱可理”时，我们究竟想说什么

当面对各种现实问题时，我们总是倾向于把自己的主观问题变成客观条件的限制，试图以此减轻自己内心的焦虑。“我没有钱”“我没有时间”算得上理财路上的两个“老大难”问题了，也是我们最常听到的两个拒绝理财的理由。

其实，如果单从字面理解，这两个问题倒没有多难。没钱，要么多赚、要么多省；没时间，挤挤就好了，不管再忙，每个月几十分钟的时间还是拿得出来的。既然解决方法并不难，为什么这两个原因还是当仁

不让地成为不能理财的两个首要难题呢？这两句话完全不是字面上这么简单。

“我没有钱”

单从字面上理解这个问题，解决方案有很多，比如：

- 每个月工资到手，先投资，剩下的用来消费。
- 涨工资后，只把涨幅的一半用来改善生活，另一半用于投资。
- 制订每月预算计划，少购买用不上的东西。

最初听到类似的抱怨时，我都是这么回答的，热心提供各种积累“第一桶金”的建议。可是，再过一年半载，再次聊起理财，得到的答案依然是“等我有钱了的”。

开始我还表示理解，可能是真的省不下钱。可是当这样的事情越来越多的时候，我才明白，其实问题并不在于钱。如果把“我没有钱”挂在嘴边，即使真的有了钱，基本也不会想着理财，而是早就盘算好要买什么东西、去哪里玩了。

“没钱可理”，本意是不愿意把钱留给理财，相比于“难受”的理财，还是消费更痛快。如果把理财换成买手机或者买包，答案可能立刻就变成“没事，我省省，再攒一点就够了”或者“没钱也可以先研究研究，看看”。

“我没有时间”

如果确实很忙，平时闲暇时间很少，对应的解决方案也很多。基金

定投或者大类资产配置再平衡，都花不了多少时间，每个月几十分钟，甚至每年几十分钟就已经足够。获得市场的平均回报，买入并持有被动投资，对于时间要求不高。

但是真的没有时间吗？其实不是，而是因为对理财提不起兴趣，或者觉得相比于理财，花时间窝在沙发里看剧更舒服。

找客观原因总是更容易，这也是为什么相比于不感兴趣、懒惰、想要消费，我们更愿意脱口而出“我没有钱”“我没有时间”。

自己主观不愿意理财，说出来并不容易接受，好像在贬低自己。而变成没有钱、没有时间，说出来就容易很多，“你看，不是我不想，是客观条件真的不允许啊”。虽然我们的内心得到安慰，实际行动却被阻碍了。只有当我们承认问题出在自己身上，改变才成为可能。找到自己内心的想法，把责任从他人身上划归自己的身上。如果确实想要理财，就不应该在客观条件上找原因安慰自己，承认现实才是改变现实的起点。

找到属于自己的动机

理财是一场持久战，单单一份承认可能还不够，还需要足够的动机。对我而言，我愿意研究理财、愿意花时间，很大程度是基于我相信理财可以实现财务自由，进而可以解决很多让我深恶痛绝的大难题：

- 工资的“天花板”。
- 没有自己的灵活时间。
- 受限于工作，却忘了自己真正想要的东西或者不断妥协。
- 中年危机和中产阶级陷阱。

也正是对于解决问题的渴望，督促着我不断学习，不断加深对理财的理解。面对“无聊”的理财，缺少明确的动机确实是很难坚持下去的。

解决“没有钱”和“没有时间”的方法，不是简单地找赚钱、找挤时间的方法，而是从动机出发，找到足够的动机来改变自己对于理财的“不感冒”。

当我们再抱怨自己没有钱、没有时间的时候，不妨想一想自己到底缺的是什么。究竟缺的是钱和时间，还是对于解决问题的渴望和对理财的那份认可。

理财正在变成必需

我们这一代人面临着人口老龄化、养老金入不敷出、养老金入市、发行养老目标基金等问题。归根结底还是，中国先行的养老金制度渐渐地不再适合新的经济环境，亟须改革。

那么改革可能会是怎样的？从一些先行步入人口老龄化社会的国家的经验来看，其实方向还是相当明确的——从资金转移型养老金模式向储蓄型养老金模式转变。

当前国内的养老金模式还是资金转移型，年轻人交的养老金给退休的老年人用，等到年轻人老了再由新的年轻人养活。但是问题在于，随着平均寿命上涨、出生率下降，社会将不可避免地出现老龄化，当前资金转移型的养老金模式就会出现问题。这并不新鲜，一些欧美国家已经被这个问题困扰了很多年。

美国养老金401（k）模式40周年之际，《巴伦周刊》（*Barron's*）专门对此做了专题报道。与此同时，我也在研究德国的养老金模式和投资机会，在此分享一下我的看法。

针对养老体系目前的发展进程，我认为德国模式大概相当于20年后的中国模式，美国模式大概相当于40年后的中国模式。养老体系的改革长期来看对投资而言是利好，但是对人们理财的意识和能力也提出了更高的要求。

养老体系的改革会为资本市场的发展提供长期稳定的正向现金流，而且机构投资者的增加也能够增强市场的有效性。

而在这个变化中，原本“大锅饭”似的养老保险，比如五险一金中的养老保险，未来的作用会越来越小。而个人自行的理财投资规划对于退休后生活质量的影响会越来越大，很可能会直接影响人们未来的生活水平。

当前养老金模式的困境

当前的养老金模式是财政统筹发放，本质上是一种资金转移模式。年轻人交的养老保险，付给现在的老年人；等现在的年轻人老了，再由新的年轻人来供给养老金。但是问题来了，年轻人越来越少，而且这个过程目前来看基本不可逆。年轻人不够了，养老金自然也就不够了。

现在的老年人还算幸福，因为目前年轻人人口数与老年人人口数的比例很好。但是即使是这样，我们的养老金水平依然不够高。那么等到20~40年后，这些年轻人退休以后的退休金能达到什么水平呢？德国已经被这个问题困扰很久，而且愈演愈烈。根据现在的情况来推算，考虑通货膨胀，我们40年后的退休金连现在工资1/3的水平都达不到。

所以，这条路目前看来是走不通的。如今的年轻人如果不进行财务规划，单纯指望退休后的法定退休金基本就是“一出悲剧”。

这么一看我顿时觉得特别忧伤，辛辛苦苦工作几十年，交了上百万元的养老金，退休之后自己的生活质量却很难维持。在这种背景下，出现了新的储蓄型养老金模式。

养老金模式向储蓄型转变

储蓄型很好理解，即我们的养老金不再被发放给其他人，而是存进自己的养老金账户，用来直接投资，不断积累。这样一来问题就很好解决了，多存多得，少存少得。

我对德国的情况相对了解，在此简单介绍一下德国的情况。德国目

前是传统养老金模式和新模式并存的：

- 传统模式下的养老金是强制缴纳的，直接从工资中扣除（和我国的五险一金类似），以资金转移的形式，发放给现在的退休人员。如果直接停掉传统的养老金模式，现在的退休人员就没有生活来源了。

- 新的储蓄型养老保险作为补充，人们自愿选择，但是政府会提供专门的补贴和税费减免。因为是自愿的，不加入保险的人也有，这也是这个模式的一个挑战，它对于人的自控力有一定要求。

在这种模式下，大家的参与热情还是不错的。那么这些资金会被如何使用呢？最终一定是以各种形式流入资本市场参与投资。所以这会是一个长期的利好，因为它会带来长期的资本流入。

储蓄型养老金模式的问题

储蓄型养老金模式当然也不是完美的，最大的问题就是投资中的选择问题。在传统的养老金模式中，我们完全不用考虑这些资金的用途和运作，只要老老实实等退休后，发多少就是多少。而在储蓄型养老金模式中，我们就要面临各种各样的选择问题，而投资途径也不止一种，这和个人投资是一样的。

以前我们可以说：“我不理财，有多少花多少，反正退休了等着领退休金。”但是如果未来法定退休金大幅度缩水，理财就不再是一道选择题，而变成了必答题。

但现实情况是，大部分人的理财水平是不及格的。理财确实是一个相对复杂的话题，我们很难从外部得到系统详细的建议。储蓄型养老金模式对个人的理财水平提出了更高的要求，如果不懂理财，我们可能连好好退休的权利都没有了。

中国养老金的变革方向比较清楚，具体情况如下：

- 传统养老保险一定会持续，否则现在已经退休的老人就没有经济来源了。

- 在传统养老保险的基础上，鼓励大家规划自己的储蓄型养老金作为补充，并提供政府补贴和税费减免。

- 对于个人的储蓄型养老金，政府在鼓励的同时，应该也会出台一定的限制政策，比如限制支取等。

但是有一个结论是不会变的——理财只会变得更重要。

如何让家人接受记账理财

对于已经成家或者准备成家的朋友来说，理财从自己的事变成了家事，需要两个人共同努力、相互配合。我经常收到这样的留言——想要投资/记账/理财，另一半不配合，我应该怎么办？

在你践行这本书中的内容时，也有很大可能会面临这样的难题，希望这里的几个建议能够帮到你。

另一半不配合的情况时有发生，是正常的。两个人不可能从开始就金钱价值观一致，肯定是要不断磨合的。而最有效的方式不是通过语言劝说，而是通过行动来相互影响。

举一个我的真实例子，我想让妻子尝试一道被低估的菜品，最简单有效的方法就是自己先吃起来，而且吃得比谁都香。这比重复一百遍“你尝尝吧，挺好吃”有用得多。让家人接受记账理财也是一样的道理。

不要靠劝，靠行动

遇到反对意见的时候，我们常常会试图劝说对方，讲事实、摆道理。但是从我的经验来看，在另一半不配合的情况下，劝说是没有多大意义的。最有效的方法是自己先做起来，通过身体力行、耳濡目染。

先回过头看大家的问题，一般都是以“我想……”开头。这里的动词是很关键的，是“想”而不是“做”。也就是说，即使是发起的一方也还没有开始做这件事。劝说对方和自己一起做一件自己还没有尝试过的事情，遭到反对也是意料之中。

不管做什么事情，我们总会遵循“劳动换取回报”的逻辑。如果双方都没有做过，就意味着实际回报并不明确，因此我们对付出劳动就会非常排斥，因为获得的回报不清楚，需要付出的劳动却是实打实的。

在双方都没有做过这件事的时候，只凭其中一方的意愿和想法来说另一方并不容易。最佳的方式应该是发起的一方先行动起来，用实践证明自己想法的可行性和意义。

不要“甩锅”给另一半

在这个过程中，还有一种心态比较常见——认为一件事情应该做，但有难度、需要付出，这时来找另一半帮自己“背锅”。如果另一半不支持，那就不是自己的问题，而是另一半不支持自己，也就推卸了责任。另一半不配合时，建议先从自己身上找原因。是不是自己买东西大手大脚，却和另一半说应该如何省钱？是不是自己连自己的账户都管不好，还和另一半说应该好好记账？

先把自己该做的事情做好，再带动对方就会容易很多。

从自己做开始

发起的一方有义务先行动起来，一来可以用实际效果来向对方证明建议的可行性，把回报量化；二来万一失败了，也只是付出了自己的成本，节省了整个家庭的资源。

以记账为例，如果另一半不支持，那就自己先记起来，记账这件事一个人也能做得很好，而且记账的好处在生活中更容易表现出来。

- 我们常会出于各种各样的原因需要回忆一样东西的购买日

期，比如我最近的一次是需要知道眼药水的购买时间，以决定要不要换掉。每当这个时候，我们就可以掏出账本，瞬间解决问题。

- 需要知道所有账户里有多少钱而焦头烂额地登录账户的时候，我们可以拿出账本，立马解决问题。

这样一来，记账的好处就被量化。几次之后，不用你劝，另一半也会觉得记账很有必要。

严控风险

自己先开始做很重要，但是有一个大前提必须遵守。在得到家人的支持以前，把投资或者其他行动的风险严格控制在仅仅自己一个人也能承担的范围內。

对于记账、存钱这类简单的小事，即使失败也没什么大不了的。但是投资不一样，损失本金的风险是实打实的。在一个人独自行动的情况下，一定要严控风险，不要让家人为自己的冒失和失误承担连带后果。独自决定投资并导致家庭资产损失，很容易导致一些比较严重的家庭矛盾。

谨记，家庭和谐优先于投资回报。

通过行动示范的效果总是好于无力的劝说。凡事先从自己做起，先改变自己才能改变别人。

- 从自己身上找原因，先把自己做好，同时思考有没有充分考虑另一半的诉求。

- 暂时承担起另一半的工作，如果对方不愿意记账，自己先

帮对方记。

•别总说“我们一起.....”，这和“甩锅”给另一半时说“你应该.....”没什么区别。

[1] 罗伯特·清崎，莎伦·莱希特.富爸爸年轻退休[M].萧明，译.海口：南海出版公司，2009.

[2] 我的计划从2015年开始，截至2019年写作这本书的时候完成度约为51%。

[3] MoneyWiz提供了iOS、安卓、Windows和Mac的全系统支持，只是安卓系统需要GooglePlay框架作为支持，安装时需要稍微花些功夫。

[4] 2018年年末，5G并未商用，其实新手机也同样不能用上5G。

[5] 那一水的鱼.投资第一课[M].北京：中国经济出版社，2015.

[6] 曾琬铃.不上班也有钱：33岁开始Winnie散漫游[M].台湾：金尉，2016.

[7] 托马斯·斯坦利.邻家的百万富翁[M].王正林，王权，译.北京：中信出版社，2011.

[8] 博多·舍费尔.小狗钱钱[M].王钟欣，余茜，译.成都：四川少儿出版社，2018.



第二章

如何投资才能“躺着赚钱”

说完了理财意识的重要性和心理上的准备工作，我们来说点儿更现实的问题：我们应该如何投资？

投资的方法多种多样，但是作为一本来自工薪族、写给工薪族的理财书，我们要讨论的自然是最适合工薪族的投资策略。**工薪族投资有一个核心要求，就是一定要能够“躺着赚钱”、不用操心的投资才是适合我们的好投资。**

如果一份投资虽然收益可观，但是对时间和精力消耗太大，同样不合适。如果工作上有些突发状况、时间上有所限制，投资和本职工作就会相互牵扯。没有时间照顾这类投资可能导致亏损，而总要担心投资状况也会影响工作表现，可以说是得不偿失。

在这一章中，我将介绍几种适合工薪族的投资策略，这也是我自己投资的主要方法。

投资“武器库”

在介绍具体的方法之前，我们有必要先系统了解一下都有什么产品可以投资。就投资标的的资产属性来讲，投资产品大体可以分为四大类：

- 债券。
- 股票。
- 抗通货膨胀资产。
- 现金。

这里的四个分类是比较广义的，大家不要被名字限制了思维。我逐一给大家解释。

债券，最大的特点就是约定利息、约定期限，到期还本付息。我们平时借贷的欠条、投资的国债、传统的银行固定收益理财产品都属于债券这个范畴。

股票，一提起股票大家第一个想到的往往是炒股，其实炒股只是投资股票的一种方式。另一种参与股票投资的方式则是基金，相当于把钱交给基金管理人来打理。股票的特点是波动大、不保本、不保收益，但是股票的长期预期回报是所有资产类别中最高的。大部分投资者认为的“高风险”是可以通过投资策略在一定程度上规避的，如何投资股票基金是投资部分讨论的重点。

抗通货膨胀资产包括房地产、抗通货膨胀债券和各种大宗商品，比

如原油等工业原料。避险资产——黄金也可以被划分到这个范畴中。

现金，从投资角度理解的现金包括货币市场基金和超短债等流动性很强的资产，最大特点是虽然回报率低，但是极稳健，随用随取。

上述四大类主要是对资产类别的分类，但是对于日常投资来说，我们很少直接交易这些投资产品，我也不建议大家直接去买卖股票、债券或黄金，而是推荐另外两类工具——定期理财产品和基金。

这里所说的定期理财产品是指那些明确约定收益率的投资产品，比如银行1年期或者多年期理财产品，年化收益率5%左右，到期以后收钱、收利息。这类理财产品的可操作空间并不大，只要选择可靠的渠道，然后根据需求选择期限和收益率就可以了。

基金，相比于理财产品，并没有事先约定的收益率，也没有提供保本保息的条款，同样没有约定期限。投资者对基金的普遍印象就是“高风险、高回报”，其实就像我们在前面股票部分说的，基金的“高风险”也是可以通过投资策略来规避的。基金是我们投资的主要工具，前面所说的四大类资产——债券、股票、抗通货膨胀资产、现金——都可以通过基金来投资。因此可以把基金划分为：

- 货币基金，全称货币市场基金，投资现金，比如余额宝这类“宝宝类”产品。收益率最低，一般在2%~3%，但是波动也最低，基本不存在亏钱的可能性。

- 债券基金，投资债券。收益略高于货币基金，预期年化收益率为6%左右，短时间内存在亏损的可能性，但是持有半年以上基本不会亏钱。

- 股票基金，投资股票，预期收益最高，预期年化收益率可以达到10%，但是波动风险也很大，需要投资者对市场有一定的了解和把握。有亏损的风险，但是可以用一定的策略规避。

- 其他基金，比如投资原油、黄金，也有投资房产的房地产信托基金（REITs）。

这里还要专门解释一下大家热议的指数基金，指数基金只是基金的一种新形式，本身并不代表投资种类，指数基金一样可以是货币基金、债券基金、股票基金或者其他基金。相比于普通基金，指数基金最大的特点是减轻了基金管理人的工作量^[1]，大幅度缩减了基金的管理成本，而这些省下的管理成本就变成投资者口袋里的收益。正是因为这样的特性，指数基金近来越来越受欢迎。

考虑到篇幅的问题，本书不对基金的定义做过多的介绍，而是侧重投资的方法和策略。想要深入研究的读者推荐阅读《解读基金》^[2]和《指数基金投资指南》^[3]这两本书。

规划投资资金的四个步骤

这一节我将带你建立一个完整的投资体系，投资其实很简单，只要按照一个既定的策略往下走，最后基本会得到一个满意的结果。我把自己关于投资体系的思考浓缩成四个可以按部就班操作的步骤，分别是：

- 规划紧急备用金。
- 规划必要的保险。
- 安置3年内要用的钱（稳健投资）。
- 建立长期投资组合。

这几笔钱，紧急备用金、稳健投资和长期投资的资金建议分别安排到不同的账户，进行物理隔离，以做到相互独立，这对于后期的维护和回顾很有帮助。尤其强调，紧急备用金不要存放在平时使用的银行卡中，也不要放在余额宝中，因为太容易被意外消费掉了。建议准备一个专门账户的货币基金来存放自己的紧急备用金。

除此以外，还有一个第0步，大家往往认为自己已经清楚了这个问题，但是真正搞清楚的人还真不多——自己到底有多少钱？有时间的话，建议花点儿心思好好盘点一下，如果能顺便记账就更好了。

规划紧急备用金

理财的第一步，规划紧急备用金。

切记先规划紧急备用金再考虑投资，投资最忌讳的就是突然撤资。试想你买的中国茅台的股票正涨着呢，但这个时候急需用钱必须卖掉你得多闹心。

人这一辈子难免会遇到意外情况，往小了说，就算是突然遇到打折促销，还得有点儿储备资金来“剁手”呢。

紧急备用金的金额一般建议为家庭6个月的正常开支及以上。也就是说，即使突然失去全部收入来源，至少能够维持当前生活水平6个月及以上。这样已经可以应付大多数的意外状况了。

对这部分资金的规划就一个要求——安全，收益率不作为优先标准，我个人建议是投入一个专门账户的货币基金，和其他资产进行物理隔离，以防自己一不小心就挪用了。从这个角度看，支付宝的余额宝并不是一个安置紧急备用金的好去处。

规划必要的保险

保险很必要，但是度同样很重要。保险就相当于战场上士兵的护甲，没有护甲会死得很快。但是护甲穿得太多，人就失去了灵活性，反倒增加了被敌人消灭的可能性。

关于购买保险的几项原则，这本书的后面章节会介绍。

安置3年内要用的钱（稳健投资）

扣除了紧急备用金和保费开支，在开始投资以前，我们还要把3年内要用到的钱划出来，单独安置。比如计划买车、买房、装修、结婚的费用，这部分钱不宜用作长期投资。

建议为不同目的安排不同的账户以做区分，方便管理和追踪。这部

分资金最合适的去处是定期理财产品或者债券基金。除非用钱的期限非常固定而且比较短，否则我还是更喜欢第二种方法——债券基金，因为收益更高，代价则是有一定波动性，适合稍长一点儿的持有时间，建议持有半年以上。

建立长期投资组合

严格来说，这部分才是我们真正用来投资的钱。前面三个步骤——紧急备用金、保险和3年内要用的钱，一次性准备妥当，以后就可以完全放手，一劳永逸。但是长期投资这部分就要稍微费点儿心思了，建立和维护长期投资组合将占据未来理财的大部分时间，我们也会用很大的篇幅讨论这个问题。相比于紧急备用金和稳健投资这些确定要用掉的钱，长期组合的最高目标是“永远用不完”，也就是财务自由的状态。

这里我强调一点：**不要把3年内要用的钱（第三步）用于长期投资**。长期投资这件事，有的年份赚，有的年份赔，我们只要做到赚得比赔得多就算是胜利。但是假如你只能投资3年以下，大概率还没等到赚钱呢，你就到用钱的时候了。到时候赔钱的事儿全赶上了，看着别人赚钱干瞪眼。有句话你很可能听过，“用闲钱投资”，说的就是这个道理。

小结

前面的两节我们介绍了四类投资产品——股票、债券、抗通货膨胀资产、现金，两类投资工具——理财产品和基金，也介绍了投资的四个步骤，以及对应的四笔钱。现在我们来把前面的知识点稍微整理一下，看看它们之间如何相互关联。

- 紧急备用金 → 活期储蓄、货币基金（现金）。

- 稳健投资 → 理财产品、债券基金（债券）。
- 长期投资 → 各类基金，涵盖债券、股票、抗通货膨胀资产、现金。

建立一个投资体系并没有特别复杂的操作，只要经过一些简单的统计和计算，每个人都可以建立起一套符合自己的投资体系。搞定了投资四个步骤中的前三步，剩下的资金和精力就可以放心地建立长期投资组合了，这一步可能有很长的路要走。

除此以外，我还给你准备了一份检查清单，放在附录中，帮你做好投资的准备工作。

10%的投资收益率很难实现吗

读到这里你们是否还记得表1.1中与财务自由相关的计算？每当预测未来长期收益率的时候我总会用10%这个指标，而每一次提到这个数字之后，必定会有很多读者问道：“去哪里找收益率10%的理财产品？”所以这一节专门把这个数字提出来。要获得10%的长期投资收益率真的很简单，10%的收益率就藏在基金里面，这也是为什么我们要把基金作为主要投资工具。

先给大家看一个数据，它来自中国证券投资基金业协会2018年的《公募基金成立20年专题报告》：

近19年偏股型基金年化收益率为16.18%，投资者持有基金3年赚钱的概率接近80%。

这个收益率就算比过去十几年的热门投资——房地产——也是丝毫不差的。我常说的10%预期年化收益率不但没有过于乐观，反倒是大大的保守了。

相信部分读者在阅读这本书以前就知道基金这个投资工具，错过这些回报的原因应该不是不知道基金的存在，而是压根儿没想到基金的回报这么可观，再者就是基金投资者总给人亏钱的印象。我觉得这种错过，有不少原因是人们思维模式的差异。

10%的收益率应该是什么样

曾经遇到一个朋友，我说投资理财很容易，长期持有赚到10%收益率的概率挺大的。然后他打开手机银行，把里面所有理财产品按照期限和收益率进行排序给我看，说道：“你看，这最高才6%，哪有你说的这么高。”

这是一个典型的投资思维盲点，每当我说预期收益率为10%的时候，总会有读者理解为“每年都能赚到10%”，少一个小数点都不行。在讨论线性思维和非线性思维时，我会画这样一张图（见图2.1），可以很直观地表现出它们的差别。

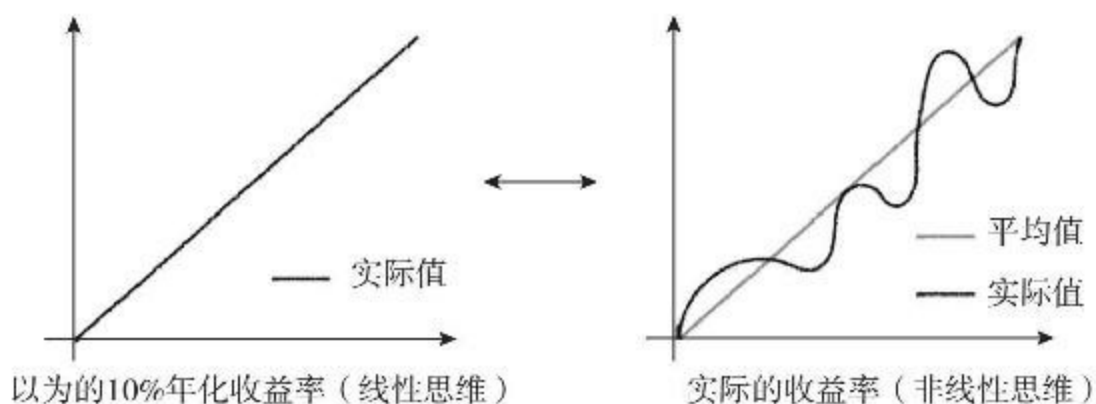


图2.1 针对收益率，线性思维与非线性思维的差别

年化收益率10%并不是稳稳地每年赚10%，更不会将其约定在理财产品的条款里。这个收益率实际上是一个长期平均的结果，我们可能有的时候赚钱，有的时候赔钱。

我们总有过度平均化的倾向，尤其是面对和钱有关的问题时。所以在这里强调一句：预期年化收益率10%，不代表每年都是10%，而是时高时低、时赚时亏，最后平均下来是10%。但问题是，总有人受不了亏损。

投资还是心大点儿好

总有投资者是只能接受赚钱而受不了一点儿亏损的，那有没有保本保收益还能获得10%以上收益率的机会？曾经好像有过，P2P呀，但是现在大家已经知道了这并不可靠。

投资的一个基本逻辑——**保本保收益和高收益很难两全**，能勉强做到的那也不是普通人能参与的。

想要获得更高的预期回报，就必然得接受投资可能的亏损。

但是有人可能不乐意了，我投资是赚钱去的，亏钱我怎么能受得了。虽然我们不可能完全避免亏损，但确实有简单可行的方法帮助我们降低亏损的可能性——长期持有，持有时间越长，亏损的概率越低。前面的统计数据也提到了，投资者持有基金3年赚钱的概率接近80%。

除此以外还有一些方法，而这一章的内容就是为了告诉你哪些策略可以降低亏损，提高收益率。不同的人可能有不同的方法，但是最终目标都是：低点入、高点出，长期持有不折腾。

且有一点是确定的，没有任何一种方法能够保证高收益的同时完全避免亏损，能向你保证这点的人非奸即盗。

不要试图自己做好每一件事

说到这里你应该明确了10%的年化收益率在哪儿获得，当然是投资基金了。工薪族投资者并不需要投入过多的精力钻研投资、分析公司，简简单单地投资基金就好。

我们要学会放权，让专业的人做专业的事。作为工薪族，我们最擅长的其实是我们的本职工作，完全不需要舍本逐末。我想要告诉你的就是：利用市面上已有的工具，降低自己的投资难度，实现“躺着赚钱”。

不要以错误的方式入场

基金的历史表现非常好，但是这并不等于可以什么也不考虑地投资基金，我们还是需要有效的策略。在后面的章节中我会介绍几种适合工薪族的投资策略。

如果找出过去十几年的新增基金开户数据，我们会发现大部分基金投资者都是牛市的高点在家人和朋友们的“赚钱效应”影响之下冲入证券市场，这会让投资者的预期收益大打折扣，甚至导致亏损。

想要在基金市场赚取收益的投资者，要学会在他人不看好的低谷时期开始布局，等到大家眼红的时候淡然离场。

这个道理说起来容易，做起来却并不容易，人性总是难以克服的。所以，我们需要一些工具来帮助我们实现理性投资，从市场中从容地赚取收益。

定投：投资、储蓄一步搞定

我要介绍的第一个投资方法就是定投。定投是一种省时省力、长期收益又有保障的投资策略，对普通投资者是一个难得的好策略。定投其实就是定期投资，选定一只或者几只基金，制订一个计划，每月或者每周按计划投资这些基金就可以。

- 选择一只或者几只基金。
- 每个月工资一到手，先完成定投计划。最好能在基金相关的App内设置自动定投，自动扣款。

很多工薪族挂在嘴边的“没钱理财”和“没有时间理财”在定投面前完全不是问题。

定投不需要有初始本金，只要有收入就可以开始定投。可以说，定投一步实现了储蓄和投资两个操作。

现在大部分基金软件都支持自动定投，只要设置好定投时间和金额即可。而且即便是完全手动操作的情况，定投每个月半个小时也差不多可以搞定。

刚刚我们说过，很多投资者持有基金亏损是因为入场的时机不正确。投资最大的敌人其实是人性，高买低卖、匆忙入场，看见身边有人赚钱就急不可耐地进场操作，最后亏钱退场。

而定投则是一个避免犯这类错误的有效手段，相比于一笔投入“押大押小”，定投会在几年中定期不断投入，降低入场时点的不利影响，

操作门槛更低。以一个简单的公式为基础，确定未来的投资额，从而在一定程度上排除人性的贪婪和恐惧对投资的干扰。选择公式、相信公式是定投的基础，如果一天一个策略，到头来基本还是走不出亏损的怪圈。

我们不妨来看两种行情下定投平均持仓成本变化，如图2.2所示，其中实线表示基金当前行情价格，虚线则表示定投平均持仓成本。只要实线高于虚线，则表示当前基金的价格高于平均买入价格，我们就是赚钱的。

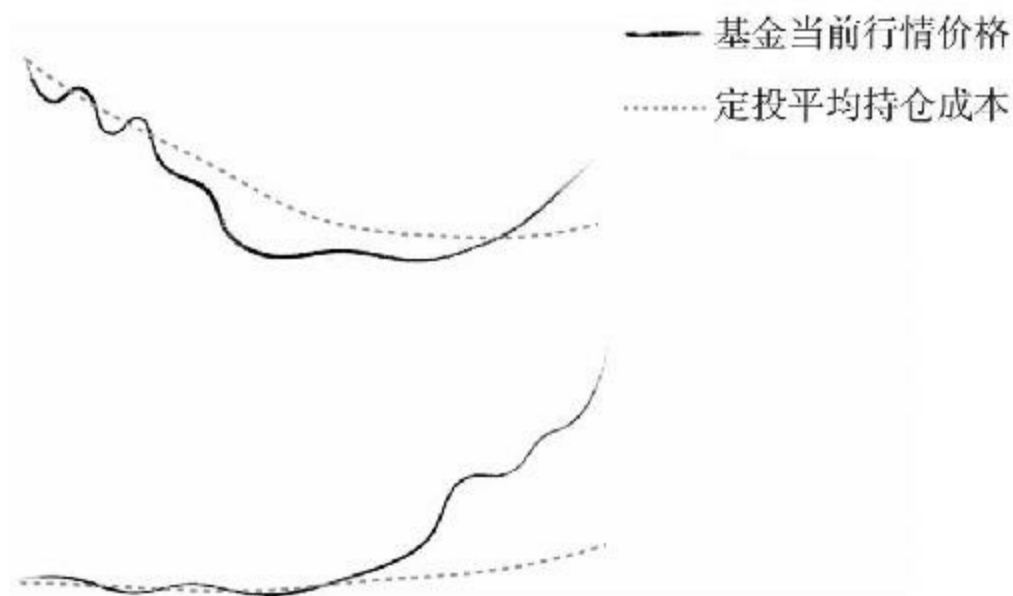


图2.2 两种行情下定投平均持仓成本变化

在图2.2中，第一种情况是入场时机“不太好”，在熊市初期开始执行定投，然后一边定投一边下跌。虽然在这样的行情下会有一定的账面亏损，但是在定投的过程中我们的持仓成本也在不断下降。等到市场行情改善、重新开始上涨，我们的定投平均持仓成本已经有明显的下降，很快就会开始盈利。

从这个走势可以看出，定投策略对于入场时机的容错性很高，即使

是在下跌行情一样可以开始定投，并在下一轮牛市实现盈利。但是这里有必要说一句，定投的思路只适合基金，个股不建议这样操作。基金长期而言是正回报的，有跌必有涨，但是个股的涨跌是不定的，真的可能一路跌下去甚至直到退市。对于个股而言，一边下跌一边补仓不见得是一个明智的选择，所以才有“止损不止盈”的说法。

第二种则是预期比较好的情况，在市场低估时期开始布局、积累投资仓位，然后牛市一旦启动就能够开始盈利。

大家可能认为牛市时期定投最好，其实不然。虽然牛市开始定投，不存在浮亏，账面上是一直盈利的，但是缺点在于，时间不够长，积累仓位不够，虽然收益率不错，但是实际收益金额并不高。从追求收益的角度来说，大家最避之不及的熊市下跌行情才是定投最好的时期。不过我们也没有必要太过纠结入场时机，就像前面说的，定投对于时间并不敏感，任何时期都可以开始定投。

不论是从所需精力还是能力门槛来看，定投都是最适合普通人的投资策略。定投方法看起来简单，却一次性解决了“没有本金”“不知道什么时候入场”“该买多少”等问题，同时大幅度降低波动风险，堪称“个人理财的一大利器”。

为什么要使用定投而不是单次投入？相比于一次性投入，定投通过分散投入的方式，把建仓风险大比例降低。我们常说分散投资降低风险，实际上定投正是一种时间维度上的分散，是从不确定性、波动性中获利的有效方法。越是波动大、不理性的市场，反而越适合使用定投策略。

定投适合所有普通投资者，除了适合没有初始本金的投资者以外，已有本金的投资者一样可以采用定投的方式建仓或者调整投资。我们可以把本金以定投的方式投入或者撤出市场，比如把本金分成6份，每月投入一份直到全部投入，反之也可以按照这样的思路撤出。

这样定投式的分批投入，除了降低波动风险，做到时间上的分散，

也能有效减轻投资者的心理压力和焦虑。

对于绝大部分投资者而言，判断准确的买点和卖点很难。实际上，由于“从众效应”和市场周期的影响，这类一次性建仓大概率发生在市场高位，越是危险的牛市后期，“稳赚不赔”的预期反而越普遍，大众的开户热情越高。所以，一次性投入的资金很容易成为市场波动的牺牲品，而波动又是金融市场，尤其是A股的常态。

定投的最佳频率

既然定投是定期投资，那么我们需要明确的一个问题就是期限。这也是关于定投的一个非常常见的问题：每周定投好，还是每月定投好？

关于这个问题有很多的讨论和研究，我个人也用历史数据进行过回测，先把最终结论给大家：每月定投和每周定投最终收益的差别是微乎其微的，基本可以忽略。定投是一个长期活动，一般会持续几年，因此不管是从逻辑还是最终统计数据的角度，每周定投还是每月定投都构不成收益的差别。

所以我建议，与其考虑哪个方法收益最高，不如从投资收益以外的角度入手，比如：

- 选择自己最舒服的操作方式。有些投资者喜欢每周定投带来的掌控感和成就感，那就选每周定投；有些投资者希望省事少操作，那就选择每月定投。

- 按照工资的发放频率操作。我自己比较喜欢这种方式，工资一到手就立刻定投。一来避免自己“剁手”花掉本金；二来能尽可能减少本金在银行账户里的滞留时间，避免资金浪费。

总体来说，最理性的定投频率是与工资的发放频率保持一致，工资一到手就定投。比较勤快、希望对投资有更强控制感的投资者可以选择每周定投。

具体的回测方法和数据可以在这本书的附录中找到。

定投的方法

我会在这一节介绍几个常见的定投思路，方便大家参考。最传统的定投，指的是定期定额投资，这也是定投名字的由来。不过这个方法后来被不断扩充，又在定期定额的基础上发展出了定期不定额投资，包括均线回归、价值平均和指数估值等策略。

总体来说，目前共有以下四种被广泛使用的定投策略，接下来会介绍这四种定投的操作方法以及每种方法的适用场景：

- 定期定额策略。
- 均线回归策略。
- 价值平均策略。
- 指数估值策略。

定期定额策略

定期定额是最基本的定投策略，适合每一个人。所谓定期定额，即每隔固定的时间投入固定的金额，比如每个月投入1 000元、每周投入500元等，我们前面的举例也是基于这种简单的定期定额策略。几乎所有的基金相关App都可以执行自动的定期定额投资计划，设定日期和金额，然后自动从账户扣款。

我建议没有定投经验的读者优先选择定期定额的方法入门，这个阶段还是应该以简单和确定性为优先条件，定期定额的方法对于资金的要求是固定的，更容易实现预期目标。

相比之下，后面要讲的三种定期不定额策略，需要较高的计划性和资金弹性。如果规划不周，很容易给日常生活造成不利影响。如果前期没有定投经验，盲目选择稍微复杂的定期不定额方法，很容易在亏损时产生怀疑，使执行效果打折扣，甚至放弃定投。相比之下，定期定额策略是所有策略中最容易坚持的。

等积累了较多的定投经验，确定可以承受更大的本金波动以后，就可以考虑使用一些进阶的定期不定额策略获得超额收益了。

定期不定额策略的思路很简单，市场存在波动，有跌有涨，所以我们可以市场下跌、价格便宜的时候多买一点儿，在市场高位上涨的时候少买一点儿甚至卖出。要做到这种“高抛低吸”，我们首先要明确什么算是高、什么算是低。

目前主要有三种判断策略：

- 均线回归策略：对比当前价格与过去一段时间的平均价格来确定定投金额。
- 价值平均策略：根据过去的本金损益和涨跌来确定定投金额。
- 指数估值策略：根据当前市场的估值水平来确定定投金额。

均线回归策略

均线是指过去N天的价格平均值曲线，比如30日均线，就是过去30天价格平均值曲线。均线回归策略的核心逻辑很简单，当前价格总是围

绕着过去N天的平均价格波动，当价格低于均线的时候多买一点儿，当价格高于均线的时候少买一点儿，实现“低买高卖”。沪深300指数30日均线示意图如图2.3所示。



图2.3 沪深300指数30日均线示意图（周K线）

资料来源：xueqiu.com.

在具体的操作上，这个数据的计算和获取对大部分工薪族是比较困难的，我也不建议大家手动计算当前的均线和定投金额。

利用市面上已有的工具无疑是一个更好的选择。其实在我们常用的App之一——支付宝——中就已经内置了这样一个均线回归策略，被命名为“慧定投”。

选择“慧定投”就使用了均线回归策略，蚂蚁财富会根据过去的均线、振幅等信息，自动计算每个月应该投入的金额。慧定投的每期定投金额在设定金额的60%~210%支付。支付宝对慧定投的介绍如图2.4所示。

参考指数和参考均线的选择标准：

•大盘基金，建议参考指数选择沪深300，参考均线选择250日均线。

•中盘基金，建议参考指数选择中证500，参考均线选择250日均线。

•如果不知道是大盘基金还是中盘基金，建议参考指数选择沪深300。



图2.4 支付宝内对慧定投的介绍

均线回归策略的适用性也很好，和定期定额策略相差不大。对现金流要求适中，每期投资额在设定金额的60%~210%，大部分投资者只要

做好适度规划，还是应付得来的。

价值平均策略

这个策略在迈克尔·埃德尔森（Michael Edleson）所著的《价值平均策略：获得高投资收益的安全简便方法》（*Value Averaging: The Safe and Easy Strategy for Higher Investment Returns*）一书中首次被提出。所谓价值平均，是指每期投入的资金要使账户的净值按照固定的金额增长。一般的定投方法是确定每月定投的金额，而价值平均策略则是确定增长目标，再计算应该定投的金额。以下举例说明。

假设希望每个月净值增加1 000元，且第一个月投入1 000元，如果：

- 第二个月，基金下跌100元，就应该定投1 100元，使净值增长1 000元，到达2 000元。
- 第二个月，基金上涨100元，则定投900元，使净值增长到2 000元。
- 比较极端的情况，第二个月，基金上涨了1 100元，净值已经达到2 100元，则卖出100元，使得净值“增长”到2 000元。

简单来说，价值平均就是越跌越多买，越涨越少买甚至卖出的定投策略。相比于上面两种策略，价值平均策略更加激进，相信大家也注意到了，如果已投资金比较多，在市场大幅下跌过程中，来自现金流的压力会非常大。假设每月投入1 000元，已经累计投入了50万元，其间市场下跌10%，则下个月要投入51 000元，达到了原计划的51倍！

所以在这个基础上，又加上了一个限制，提出了“有限价值平均”，即每期投入资金最多为计划的5倍，降低了来自现金流的压力。

这个策略的计算相对简单，也有相关App已经提供对应的自动功

能，例如投资社区雪球旗下的基金平台蛋卷基金。在蛋卷基金中，选择“智能定投”即可激活有限价值平均策略。蛋卷基金中对“智能定投”的介绍如图2.5所示。

从最终的实际收益来看，价值平均策略收益要略高于均线回归策略，而代价则是定投金额波动更大，从 $-\infty \sim 500\%$ 。

价值平均策略的使用要求比较高，来自现金流的压力也比较大。即使使用有限价值平均策略，5倍的预设金额也不是谁都可以随随便便拿出来的。假如我们计划是每个月定投一半的收入，那么最极端的情况下我们要一个月定投5倍，相当于2.5个月的工资，压力可想而知。所以价值平均策略主要适用于下面两种情况：



图2.5 蛋卷基金中对“智能定投”的介绍

- 新一轮定投的早期，已投入金额还比较少，对应的潜在波动较低。

- 手中有大笔闲置资金，需要分批把本金投入市场。

指数估值策略

不论是均线回归还是价值平均策略，都是以相对价格为参考，看的是价格而不是价值，即根据过去是涨了还是跌了来判断，但是不容易判断市场当前的绝对高低。相比之下，指数估值策略以估值为基础，最符合投资的内在逻辑。指数估值投资本质上就是指数版的价值投资。

投资入场时，市场估值越低（此时市场往往很低迷），未来10年的可预期收益往往越高；市场越火热、估值越高，那么未来10年收益往往会越低甚至为负。低估定投、高估止盈构成了估值定投的基础。

指数估值策略的操作逻辑如下：

- 低位定投：寻找那些低估的指数基金定投，越低估投入越多。

- 正常持有：当指数恢复正常估值后，停止投入，继续持有当前份额。

- 高位止盈：等到牛市到来、指数高估时，再分批卖出止盈。

对于估值，目前使用比较广泛的参数就是市盈率、市净率和股息率。所谓市盈率，就是对应公司的市值比年盈利，市净率则是市值比公司资产净值，股息率则是每年股息比公司市值。

相比于其他三种定投方法，目前指数估值定投只能手动进行操作，

需要分析和计算，也比较考验投资者的执行力。建议积累一定的投资经验以后，再考虑指数估值定投。

不过，“偷懒”的方法也是有的，很多成功的投资者会在网上公开自己的操作记录，方便大家参考，即跟投。跟投可以简化思考和计算的部分。但是跟投同样需要投资者具有较高的执行力，如果没有彻底搞明白跟投策略的逻辑，很容易在市场低迷时期产生怀疑，导致定投中止。关于跟投这个话题，我们会在后文讨论。

指数估值的操作方法相对复杂，《指数基金投资指南》一书有很详细的阐述，可以参考。

四种策略横向对比及总结

对以上四种定投策略进行比较，如表2.1所示。这四种策略的难度和要求是逐步增加的，大家可以根据自己的情况选择。

表2.1 四种定投策略对比

参考指标	定期定额	均线回归	价值平均	指数估值
使用难度	极简	简单	简单	进阶
现金流压力	低	中	高	中高
自动定投	大部分 App	蚂蚁财富等	蛋卷基金等	手动跟投

另外强调一句，定投的根基是坚持，制订好计划以后，风雨无阻，长期坚持，不要主观判断。方法只是一种锦上添花的辅助，如果不能好好坚持，任何方法都发挥不了作用。

关于定投，我常常会受到类似这样的提问，“如果执行定投的时候，遇到了大涨大跌，要不要干预？”这里统一回答，“该干吗就干吗。”当初的计划是什么样呢？该定额就定额，该加仓就加仓，该止盈就止盈，不要主观判断，但凡主观判断难逃“十赌九输”的结局。

如何选择定投策略？

关于定投策略的选择，建议按照“优选自动定投，次选手动操作”的原则。意外中断是定投的大忌，而自动定投能够最大限度地避免意外中断带来的不利影响。

引用公众号“持有封基”讲过的一个真实故事：

（同事）问我普通人有什么投资方法，我当时就推荐了定投中证500，我还说了场内成本便宜的优点，到了2015年，我自己定投的中证500实现了翻番，赎回了，顺便问了一下大家，结果只有3个人坚持下来了，而这3个人全部是场外自动扣款定投的。

没坚持下来的主要原因还是人们在市场大跌时恐惧，还有一小部分人是因为贪婪。到了定投日，看着一直在跌，想着明天再投是否会更加便宜；到了明天涨上去了不买，因为想着昨天便宜不买，今天涨上去买我不是太傻了吗？继续跌更加不买，因为想着继续跌那后天是不是会更加便宜呢。就这样一来二去地场内定投就“夭折”了。

所以说，选择定投方法，应该把自动化、简单化放在第一位，方法放在第二位。等到对定投有了足够的经验，至少经历了一轮市场周期，再尝试稍微复杂的方法。

定投什么时候开始？

定投是一个长期积累的过程，最终收益受短期市场波动的影响很小，任何时候都可以开始定投。虽然不同时点开始，短期收益会有区别，但是对长期收益影响其实并不大。就绝对收益而言，选择开始的时点远不及选择止盈的时点重要。

2018年年初的行情比较好，2018年下半年等比较晚开始定投的朋友已经开始盈利了，而更早开始定投的朋友还存在一定程度的亏损。这会

给人一种感觉，更晚开始定投的这些朋友更加幸运，开始太早反而不划算。

但是如果我们看另一面，虽然晚开始定投，实现了盈利，但是因为时间短、账户积累少，绝对收益其实并不高。而比较早定投的朋友，如果只看最近几个月的表现，账户的绝对收益实际是更高的。如果市场开始进入牛市一飞冲天，必然是越早定投最终获利越多。

盈亏总是同源的。你现在吃的亏，都是给未来攒下的家底。

聊聊定投的止盈

所谓止盈，就是当基金大幅盈利后赎回基金，落袋为安，然后再开始新一轮定投或者转向其他投资思路的操作。

由于资本市场常常出现非理性的暴涨暴跌，牛市疯涨，熊市又是大幅度连年下跌。如果我们没能在牛市非理性高位时期有效止盈，而是持续留在场内，收益就会面临大幅度缩水。我们有必要在牛市末期及时止盈保住利润，等到熊市到来再重新投入资金。

越是不理性、波动大的市场，止盈越有价值。如图2.6所示，沪深300指数在2015年和2018年都出现了大比例的回撤。虽然我们不可能完全避免每一次下跌，但是辨别市场的极端非理性时期并从容退出还是可以做到的。

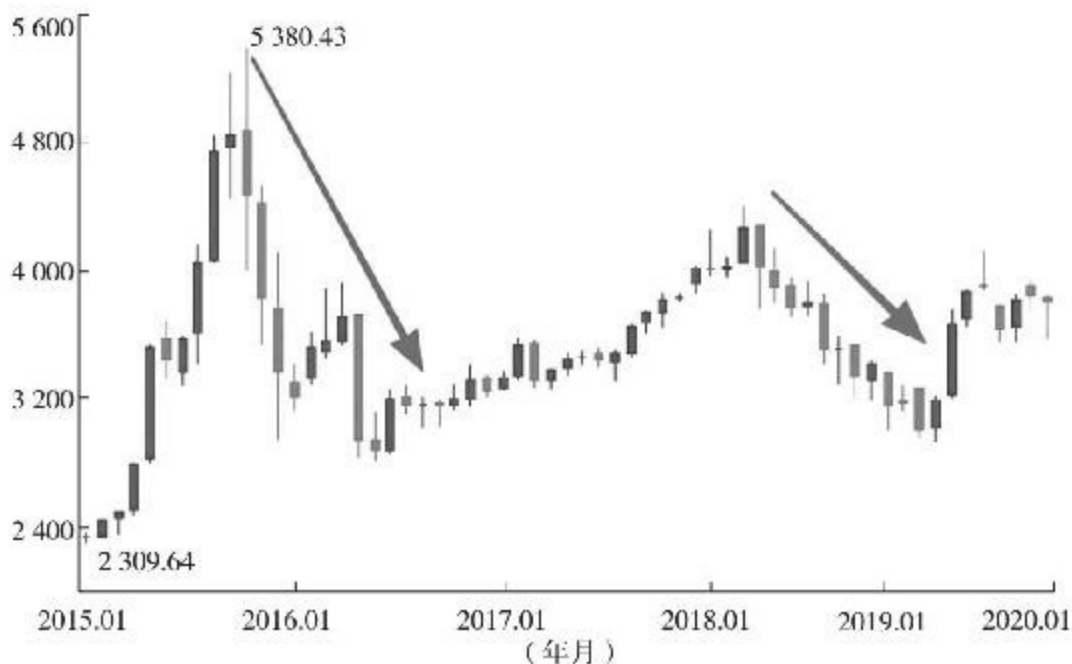


图2.6 沪深300指数月K线走势

关于定投，有一些常见的量化止盈策略，如定目标止盈。定目标止盈一般是设定一个预期的投资收益率，达到这个目标以后就进行止盈，如常见的翻倍止盈或者年化收益率达到20%止盈等。

但是我个人还是觉得这类止盈规则太死板，很难应对市场的变化，定目标止盈参考的是市场的相对变动而不是绝对价值，所以起点不一样最后执行下来的效果也完全不同。同样是翻倍止盈，对于在市场底部开始定投的投资者来说可能刚刚好，但是如果在行情启动后“半山腰”开始定投的投资者，很可能还没到止盈标准，行情就急转直下，看着账面盈利消失殆尽。

从逻辑来讲，我个人比较喜欢根据估值来决定止盈，因为估值直接衡量市场的当前价格水平，更符合投资的内在价值规律，我们在上文指数估值策略中也有介绍。但是对于我们工薪族来说，跟踪和判断这些数据的工作量和难度也不小。

所以我在实际操作中会采用更加讨巧的方式——盯梢。现在互联网

上有很多不错的公开策略可以参考，比如ETF拯救世界的“长赢指数计划”或者银行螺丝钉的“低估指数定投”，他们都会在自己的公众号上提供非常透明的参考建议，[\[4\]](#)我们可以根据这些投资者的观点建立一个加权的评价指标。盯准自己比较信任的几个跟投计划，分批次地跟着止盈，退出自己的定投。

退出的资金可以考虑用来投资一些更加保守的债券基金或者采用股债二八策略，即选择20%股票、80%债券，既能保底，又能获得一部分牛市后期的收益。除了股债二八策略以外，也可以考虑退出后换入部分趋势类策略，比如二八轮动，牛市后期效果也不错。

在这里有必要着重强调一个会对投资者的收益造成非常大损害的错误操作——过早止盈出场。

每当手里的投资产品开始解套赚钱的时候，总有朋友比较“勤快”，刚刚赚了几个百分点就早早抛掉变现出场，结果到后面发现错过了动辄翻倍的大行情，懊悔不已。最后下定决心重新冲回场内，却正好等到了牛市的顶点，市场转而下跌亏损收场。

我们不妨想想，如果我们在市场底部亏损时坚持这么久，百分之十几的浮亏都坚持下来了，然后赚了3个点却跑了，我们真的甘心吗？

在亏损的时候能够坚持持有，等到解套开始盈利的时候却止盈退出，这是很多散户在市场赚不到钱的一个原因。另一个原因则是，在亏损底部区间“割肉”，然后踏空追悔莫及，再在高位追高，最后摔下来，即“追涨杀跌”。

当初考驾照的时候，教练常说一句话，“方向盘要快打快回，慢打慢回”。这个道理在投资上也一样适用，可以理解为策略前后的一致性。

定投是慢功夫，一波定投一般都会长达3~5年。假设各位是从2015年那波牛市止盈以后重新开始定投至今，这就是典型的“慢打”，这是一个长弯道，所以止盈的时候也自然是“慢回”，这个慢表现在：

- 别着急止盈，多赚一会儿，让利润“滚”一会儿。
- 止盈的时候别一下全卖了，慢慢来，慢慢卖。

具体到操作上，我会这么进行止盈：

- 选2~3个自己认可的跟投策略或者定期更新自己观点的投资大V，然后把自己的投资划分成2~3份（不一定要跟投），每当一个策略翻空，就跟着平仓一份。
- 以上面说的一份为单位，每份分3个月卖出，并换入债券基金或者股债二八策略。

判断和择时有较高的门槛，普通投资者不管是认知还是时间都不太能胜任这份工作。一些简单可量化的止盈策略又太死板，比如翻倍就卖，那涨95%再跌回去呢？你闹心不？专业的事交给专业的人来做，找个靠谱的策略或者大V比自己成为大V要容易得多。

每份投资分3个月分批卖出是为了熨平短期波动，避免一次性卖出又正好赶上短期低点的情况。别想着一下卖在最高点，很少人有那个择时能力，每次都准确抓到顶部那个“尖尖”的概率太低了。

平仓以后我不建议大家彻底离场，投资忌讳赌博心态，也不是简单的押大小，空仓本身也是一种赌博。我建议遵循“不满仓、不空仓”的原则，不管市场行情多好也不要All-In（全部投入），不管行情多差也不要完全离场。

相比于彻底的空仓，半仓无疑是一种更加稳健的投资思路，推荐股债二八策略。卖出以后最纠结的问题无非市场还在涨，所以选择一个市场跌了我们开心（因为大部分已经卖了），涨了我们也不沮丧（因为我

们还有20%的仓)的策略就尤为重要,股债二八策略无疑是一个简单有效的选择。

除了上面的策略以外,还有一个比较主观的方法可以参考,不过仅是参考,别拿这个当硬指标。一般而言,市场从底部到顶部的发展遵循如下的规律:

- 底部的时候,你很难和身边的人解释自己的投资,大家可能会认为你糊涂了,劝你“早早回头”。

- 脱离底部时,身边劝你“回头是岸”的人越来越少,解释投资也越来越容易,这个时候可能已经不是最佳的入场时机了。

- 步入牛市后,朋友们开始咨询你投资的事情,这个时候你就要尤为小心了。

- 最糟糕也是最危险的时候是,原来不赞同你投资的朋友开始给你推荐股票和基金了,别想了,准备退出吧。

小结

定投是一个简单但有效的投资策略,非常容易理解和执行,定期买入再制订一个合适的止盈计划就可以开始执行。对于个人投资者而言,我认为基金定投算是适应性最广、最有效的投资策略。

但是定投虽好也不是万能的,定投策略也有自己的局限,所以我们还需要另外一个思路——资产配置。

走向资产配置

对于普通投资者而言，投资有两大“好策略”——定投和资产配置。这两种都是经过历史检验的、简单有效的公式化的策略，上手非常容易，而且收益可观。关于定投已经介绍得比较充分了，接下来我们来聊聊资产配置。

为什么有了定投依然需要资产配置

定投虽好，但是不能解决全部的投资问题。

定投策略的核心是现金流，通过持续不断的投入抵消波动风险并利用市场的过度波动。但是随着本金增加，现金流能够带来的作用也越来越小，毕竟现金流是不可能无限增长的。而且由于定投策略相对简单，比较难针对每个人的实际情况进行完美的匹配。

比如下面这个例子：

假如我每月定投1 000元，开始定投的第一个月下跌10%，但是等到第二个月定投再投入1 000元，浮亏就从10%被摊薄到5%。基于这种时间上的分散，本金比较少时，定投的现金流可以降低账户的波动。

但是假如已经定投10个月，账户里面已经积累了10 000元，这时账户下跌10%。即使新的一个月再定投1 000元，浮亏也只能从10%被摊薄到9%，分散效果大大减弱。

定投的目标是在本金较少的情况下，同时实现本金积累和本金增值。资产配置则是在已有初始本金的前提下，追求本金的增值。随着人生发展和本金积累，从定投逐渐转向资产配置几乎是必然的。投资策略随人生轨迹的变化如图2.7所示。

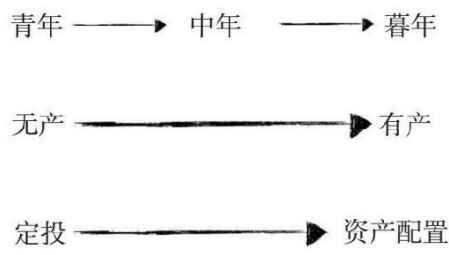


图2.7 投资策略随人生轨迹的变化

相比之下，资产配置的核心则是本金，不再依赖现金流和未来的外部投入。强调对于当下已有资产进行合理分配，实现资产保值增值。资产配置的策略可以通过调节不同资产配比来满足不同的投资目标和需求。定投与资产配置的区别如图2.8所示。

	定投		资产配置
核心	现金流	↔	本金
关注	未来	↔	当下
操作	买入	↔	再平衡

图2.8 定投与资产配置的区别

由图2.8可见，定投和资产配置的区别体现在不同的维度上。定投

强调时间上的分散，以稳定的现金流为前提，通过未来不断投入熨平市场波动；资产配置强调当下的分散，通过配置不同投资品种和再平衡，抵御并利用市场波动。

简单来说，你的收入，即新增本金，可以用来定投。而已有的本金，比如定投止盈以后，则需要通过资产配置来安排。

资产配置的三个基本概念

所谓资产配置，其实就是把本金按照一定比例投资于各种大类资产并保持再平衡的过程。广义上来说，你把所有的本金都放进余额宝，这也是资产配置，只不过是方案是否合理罢了。

这里先说说资产配置和相关名词的概念：

- 大类资产：通俗理解为不同类型、走势不相关的资产。
- 资产配置：按照一个确定的比例投资不同大类资产。
- 再平衡：保持大类资产比例的操作就是再平衡。

房产、股票、债券、现金都算是大类资产，不同大类资产的底层投资产品应该是不同的。举个例子，股票、股票基金和股票指数基金，表面看起来是股票和不同的基金，但是其实都是股票大类，因为这三种投资都是直接或间接投资于股票的。而股票基金和债券基金虽然都是基金，但是两个大类，因为是分别投资于股票和债券的。股票基金等同于股票，债券基金等同于债券。

其实我们前面在“投资武器库”这一节所说的债券、股票、抗通货膨胀资产、现金，就是最基础的四个大类资产。

资产配置的核心是什么？资产配置包含各种大类资产的百分比和再

平衡两个要素。提到资产配置，大家第一个想到的可能是不同资产的百分比，自己应该每样投资多少。但是资产配置的真正核心其实是再平衡，而不是百分比。正是因为再平衡的存在，才使降低风险的同时提高收益成为可能。

为什么要有再平衡这个操作呢？因为随着市场行情的发展，不同资产的占比总是会偏离当初买入的百分比，上涨的投资占比会变多，下跌的投资占比会变少。而再平衡则是通过卖出上涨的、买入下跌的，把这个百分比重新调整为当初的目标值。再平衡本质上是一种被动的高抛低吸。

资产配置的一个经典例子就是极简的50-50策略，即一半指数基金、一半货币基金，这其实就是一种资产配置。如果我们只考虑百分比，不考虑再平衡，那么最后我们实现的收益约等于指数基金收益的一半。

但是当我们加上再平衡操作以后，账户的风险和波动会下降，收益可能反而随之上升，甚至会高过全部买入指数基金的收益。这便是再平衡的威力，甚至可以说，没有再平衡就没有资产配置。

细说再平衡——资产配置的核心操作

为什么说再平衡操作是“天上掉下的馅饼”呢？因为再平衡操作可以在降低账户波动风险的同时改善账户收益。

所谓再平衡，就是通过定期的买入卖出操作维持投资组合的目标配比，和定投一样是一种简单的公式化操作。再平衡的核心逻辑可以用四点来概括，即通过公式化的定期操作，降低投资组合的波动风险，提升同等风险水平下的收益率，实现被动的高抛低吸。

再平衡操作的变量只有一个——频率，比定投的变量还要少。所以说再平衡非常容易学习和实践。

为了方便，我以下就用前面提到的50-50投资组合来举例，即账户一半资金投资沪深300指数基金、一半投资债券基金（或者货币市场基金）。在实际操作中，我们可以根据自己的情况灵活搭配不同资产的比例，这个问题以后再展开细说。

对于50-50投资组合来说，再平衡的操作流程很简单：

- 到达预定的再平衡时间，重新计算组合总净值。
- 计算指数基金和债券基金的当前实际占比。
- 卖出占比超过50%的资产，买入占比低于50%的资产，使比例重新回到50%：50%。

对于其他相对复杂的组合策略，操作的工作量也会随之增加。不过鉴于再平衡的频率往往较低，所以完全在可承受的范围内。

被动择时，高抛低吸

细心的读者会注意到，其实再平衡本质上就是一个高抛低吸的操作。但是不同于我们主观的常常以悲剧收场的高抛低吸，再平衡受益于公式化操作，避免了心理因素的干扰，所以要更加稳健。

图2.9是50-50投资组合与100%指数基金的假想走势图，由于再平衡操作，我们会在高点卖出并在低点买入，最终在零收益的市场获得正收益，实现被动择时。

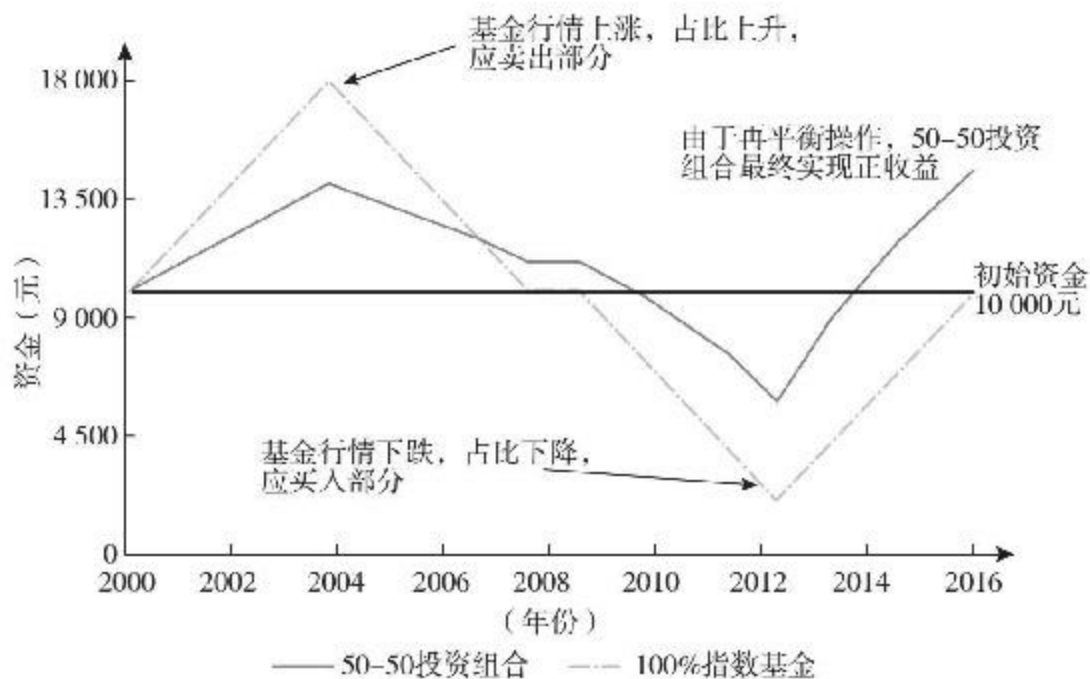


图2.9 50-50投资组合与100%指数基金的假想趋势

再平衡背后其实是一个很简单的常识——均值回归。任何资产价格都不可能永远无限上涨，而合规合法的大类资产也不太可能无限下跌。均值回归这个道理已经经过了无数次的检验和证明，泡沫总要破灭，估值洼地总要被填平。

实际上，基金定投也在一定程度上利用了均值回归的原理，尤其是上文提到过的均值回归策略。

降低波动风险，提升组合收益

这部分需要用数据来说话了，我对50-50策略每年再平衡、50-50策略无再平衡、100%沪深300指数基金和100% 债券基金进行了一组简单的对比回测，如图2.10所示，其中初始净值均为1。

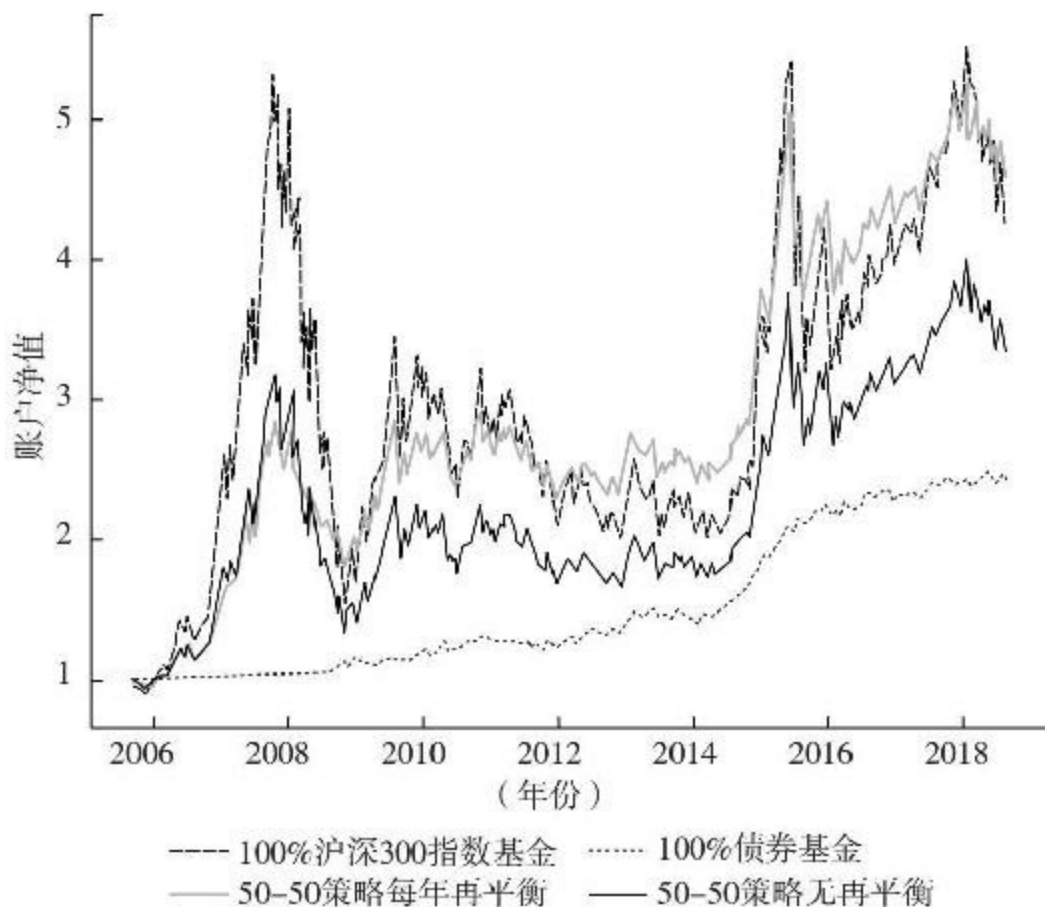


图2.10 不同投资策略的净值趋势

同样的持仓组合，一半指数基金、一半债券基金，加入再平衡操作以后累积收益居然提升了50%，而且组合的波动大幅降低。

无再平衡操作的组合，最终收益介于股票基金和债券基金中间，波动风险降低了，但是组合的收益也随之降低了。

然后再看每年再平衡的组合，由于再平衡操作的存在，组合的收益远超无再平衡的组合账户，而且波动明显更小。再平衡账户的收益在熊市末期甚至高于全仓指数基金的收益，而且组合的波动大幅降低，不用承受行情“过山车”之苦。

如何选择再平衡的时点

介绍了这么多，可以总结成一句话“再平衡很好”。那么下一个问题

来了，再平衡的唯一变量——频率，应该如何选择？

目前主要有两种思路——定期再平衡和定波幅再平衡。定期再平衡一般以一年或半年为周期，而定波幅再平衡则是当组合的占比偏差超过预定值以后进行再平衡，比如占比偏差超过5个百分点，进行一次再平衡操作。

这里需要说明一下，偏差5个百分点对应的不是资产5%的变化，而是20%的变化。假设组合中的指数基金增长了20%，占比会从初始的50%增长到约55%。资产的波动换算到占比的百分比以后，数字会明显缩小，需要注意。

对于工薪族投资者，考虑到时间成本和精力，我建议按照时间周期再平衡，一般选择半年或者一年再平衡一次为佳。

相比于定时再平衡，定波幅再平衡耗费的精力比较大，需要投资者持续关注市场并跟踪各个大类资产的比例偏差。而且我对几种策略的表现进行了一次回测，基于这种波幅的再平衡策略虽然适应性更好，但是并没有表现出明显的优势。

在定时再平衡的测试中，有时每年再平衡效果更好，有时候则是每半年效果更好，大家可以根据自己的实际情况来选择。我个人是习惯每年再平衡，一方面，工作量比较小，而且和年度总结等其他活动放在一起能获得一个更加完整的投资视角；另一方面，对于海外的投资者，每年尤其是在年关附近再平衡还有一个很明显的税收优势，我们可以根据情况灵活选择，把利润兑现在当年或是下一年，从而降低税收压力。

小结

简单回顾一下关于资产配置的计算：

- 定投更适合本金积累阶段，而资产配置更适合已小有本金的投资者。

- 资产配置以再平衡为核心，然后才是各类资产的具体占比。
- 再平衡可以有效降低风险并提升风险调整后收益。
- 推荐进行每年或每半年的定时再平衡。

每个人都应该掌握的基础资产配置策略

前面我不止一次用50-50这个“傻瓜式”的策略来对资产配置进行举例，但是你们可能没有想到，这个简单的策略就可以轻松跑赢市场中其他90%的投资者。这是一个非常简单但有效的策略。

我最初接触这个投资策略的时候还比较“小白”，对其他复杂的策略了解不多。但是，如今了解了更多相对复杂的策略以后，我依然看好这个策略。

最灵活的投资策略

50-50策略本身的灵活性有利于我们从投资中短期支取部分资金，而几乎不会影响预期收益（前提是在再平衡时补足）。

因为这种灵活性，50-50策略非常适合与紧急备用金搭配起来，我们可以把策略中的债券基金或者货币基金的一部分看作自己的紧急备用金，遇到需要用钱的时候赎回部分应急，以后再把这部分资金补回去即可。相当于自己给自己的低息借款。

而这一点其他绝大部分策略是做不到的，相比之下单纯的指数基金策略就很难做到这一点，如在浮亏阶段变现会是一个非常痛苦的过程。假如市场行情不好，大部分基金在亏损，但是几个月后行情就可能改善，这个时候你突然需要钱、要卖掉部分投资，你说闹不闹心？

而且50-50策略与紧急备用金搭配可以大幅提高资金利用率，从而

改善整体收益。而在其他策略中，紧急备用金的存在，实际上会拉低整个投资收益率，毕竟紧急备用金是牺牲收益率换流动性。

最简单的投资策略

50-50策略算得上相当简单的投资策略了，甚至比定投还要简单。定投还要确定金额、频率，考虑止盈的问题，而50-50策略只考虑频率，没有其他复杂的变量。

越是简单的策略，越能长期坚持，效果反而会比更复杂、目标收益更高的策略好，因为坚持是从0到1的过程。不容易坚持，再好的策略都是0。

必须承认，单论收益50-50策略肯定不是最好的。预期收益更高的策略不少，比如各类跟投、定投都可能实现更高的收益。但是在了解了其他策略以后，我没有放弃这个策略，反而愈加坚持。

这个策略的收益更稳健，虽然不是最好的，但是也不差，最终长期收益和100%持有指数基金的收益不相上下，但是风险小很多。就这个收益，跑赢大部分投资者已经问题不大。

另外，这个策略非常简单，容易坚持，而且透明度和自由度很高，可以很方便地和其他策略组合起来，适应性非常好。

所以，我认为这个策略是最好的策略。每个理财配置中，但凡需要考虑紧急备用金的，都可以优先考虑50-50策略，这个策略太适合用来“看家”了。

但是这个策略也不是万能的，毕竟50-50策略由于自身的保守牺牲了更高收益的可能。我建议50-50策略作为自己第一个长期策略，但是本金稍多的朋友不建议只使用这一个策略。采用50-50策略的总资金不超过紧急备用金目标的4倍，相当于其中投入债券基金或货币基金的金额是紧急备用金的两倍，保留一定的安全边际。

如果资金不多，只采用50-50策略也不会让你失望，而如果采用50-

50策略以后依然有资金余量，可以搭配其他预期收益更高的策略。

延伸策略

50-50策略其实还有一个进阶的版本——永久组合[\[5\]](#)，这个资产配置策略也是一个有很长历史的经典策略，最初的倡导者是哈利·布朗（Harry Brownie）。

永久组合相比于50-50策略引入了债券和黄金的资产配置，组成了一个股票、债券、黄金和现金四等分的组合。因为引入了其他两类资产，永久组合的表现更加稳健，从长期收益来看永久组合和50-50策略不相上下，但是永久组合的稳定性更好、波动更小。

永久组合同样是每年再平衡一次，不过引入了一条新规则，只有当一类资产的占比从25%向上或者向下偏离10个百分点，即高于35%或者低于15%的时候才进行再平衡。

资产配置的原则

以给自己制订一个合适的资产配置策略为例，我会说明资产配置中几个非常重要的原则，然后分享一个自己的资产配置策略供大家参考。

我把资产配置的要点对应整理浓缩为六个原则。

以个人实际情况为基准

资产配置时，投资者很难找到一个方案直接套用就能完美匹配，决定资产配置的是个人的实际情况，而不是对于上涨下跌的预判。这一点非常重要，如果不能接受这一点，基本没有办法逃过追涨杀跌被“割韭菜”的命运。虽然说90%的投资收益来源于资产配置，但是资产配置的核心目的并不是选择每个上涨的资产，这是不可能的。资产配置的目的是获得与自己实际情况相符合的平均预期回报。

充分考虑非金融资产

资产配置不但要考虑手中的资金，也必须顾及非金融资产和可预期的变化。投资者常犯的错误是只考虑手中的本金，而忽视了与个人非金融资产的搭配，比如没有考虑工作、年龄、时间等这些非金融资产的属性。实际上，不同的工作性质需要不同配置。工作稳定的投资者可以更多配置股票这类高波动风险的资产，而工作不稳定的投资者则应多考虑现金和债券这类低波动风险的资产。

以股票类投资为主体

股票作为所有大类资产中预期收益最高的品种，应该优先予以考虑。这里所指的股票投资包括基金、私募等所有直接或间接投资于股票的资产，并不局限于炒股。

虽然很多人提起股票都持负面观点，但是这并不符合历史的客观事实。实际上，股市的历史收益表现并不差，长期来看也更有可持续性。股票的负面形象大多数是股民高吸低抛所导致的。我相信这一情况会随着市场的不断成熟而改善。

考虑个人偏好

虽然从收益的角度来讲，股票类资产的收益最高，应该优先配置。但是也必须尊重个人的风险偏好，有的投资者就是受不了资产净值的大幅波动。

尊重个人偏好是坚持的前提，而坚持又是资产配置的前提。所以应该充分考虑个人偏好，有的人喜欢稳定、喜欢现金，那就少配置一点股票和债券；而有的人喜欢波动，就可以多配置股票。资产配置的基础在于长久地坚持，如果不能做到与个人偏好相符合，就很容易因为各种原因而中断投资。

区分核心与非核心资产

这也是一个很容易被忽略的问题，而且把核心资产与非核心资产混为一谈的后果很严重，是破产风险的根源之一。

核心资产以确定性的资产增值为目标，通过指数化投资获得市场的平均回报；而非核心资产则是为了获得超额收益，可以承担更高的风险，可以是股票或者主动基金等风险更高的资产。

核心资产以稳健为主，可以以指数基金组合为主。非核心资产以超额收益为主，充分考虑个人偏好，占比建议不超过总资产的20%，也可以形象地称之为“卫星账户”。不反对大家炒股，但是最好将炒股的资金视为非核心资产。

我强烈建议对核心资产和非核心资产进行账户层面的物理隔离，即分别用不同的投资账户打理核心资产投资与非核心资产投资，同时控制非核心资产不超过总资产的20%。

保持多元化和简单化

多元化，是指不要局限于一个大类品种，组合可以搭配股票、债券、房产等资产。不要出现满仓股票或者满仓P2P的情况。另外，配置一定比例的海外投资也可以更加多元化，而且海外投资也并不用海外账户，国内的QDII（Qualified Domestic Institutional Investor，合格境内机构投资者）基金就可以实现。

简单化，我个人的理解就是简单的百分比，简单的再平衡策略。没有必要把策略设置得太复杂，很多时候，简单的策略比复杂的策略更加可靠和稳健。

投资组合的构建步骤

掌握了资产配置的原则，我们还要和实际操作相结合。以我的个人情况为例，供大家参考。

前文我们已经介绍了两个极简的投资组合，分别是前面说过的50-50策略和哈利·布朗首创并被广泛采用的永久组合。这两个组合有非常

广的适用性，所有投资者都可以尝试。推荐大家把这两个组合作为自己的入门和基础策略，然后在此基础上寻找更加灵活和适合自己的投资组合。

确定投资品种

首先，我们得确定有什么可以投资。考虑到国内的情况，我在原有的四大类资产中把房产单独列出来（严格来说，房产可以划归商品一类）：

- 股票：核心资产建议以指数基金为主。
- 债券：债券基金、固定收益理财产品或P2P等。
- 商品：黄金、石油等，可以通过指数基金实现。
- 房产：此处不用赘述。
- 现金：以货币基金或者超短债为主。

构建投资组合的过程中，先确定股票类资产的比重，然后再用其他资产填补剩余部分。对应上面的“以股票类投资为主体”原则。

确定投资目标和投资期限

投资目标和投资期限是相互对应的，每个投资目标都有自己的期限。以买房、买车作为投资目标，那么投资期限就是支取本金的那一天；以退休养老为投资目标，就以退休年龄作为投资期限。我自己的主要投资目标就是财务自由。财务自由的目的是以投资收入覆盖个人开支，所以几乎不存在支取本金的那一天，投资期限可以理解为永续。

投资期限主要有两个边界值，1~2年和8~10年。

- 1~2年的投资，应以债券和货币基金为主，不建议考虑股

票资产。

- 8~10年的投资，则可以按照上限比例配置股票资产。

- 至于中间的年份，时间越长，股票类比例越高，反之越少。可以简单地用线性变化趋势表示，如图2.11所示。

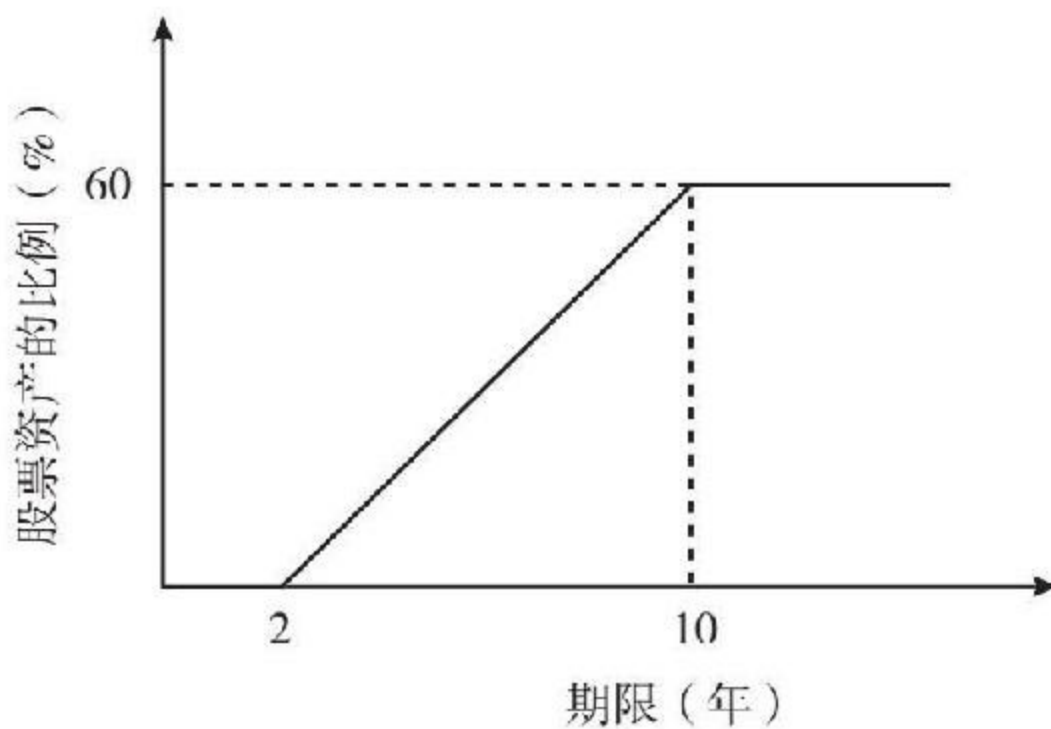


图2.11 不同投资期限下股票资产的比例

建议上限值取60%，是为了给后面的调节留出余地，毕竟还要考虑个人的其他条件和市场环境。

我个人的投资目标是财务自由，期限为永续，所以按照上限60%取基准值。

在这里使用了第一条原则，以个人实际情况为基准，整个过程并没有出现对于市场走势的判断，完全是基于个人的实际情况。

确定不同大类资产占比

通过确定投资目标和投资期限，我们确定了股票资产占比的基准值。现在，我们要通过对自身和当前市场的评估，来调整占比，确定最终值。

首先考虑自身的风险承受能力和非金融资产状况。如果个人的风险承受能力较强，工作收入很稳定，没有外债，则可以考虑进一步放大股票类投资的比例。也不要忘记考虑未来可能的变化，比如结婚、生育等情况。

我还很年轻，家庭和工作也算稳定，该有的保险和紧急备用金也准备齐全，属于风险承受能力较高的类型。所以，我进一步调高股票类投资比例至70%。

然后评估当前市场环境。这部分可能稍微复杂一点，建议还是读一读约翰·博格（John Bogle）的《共同基金常识》（*Common Sense on Mutual Funds*），里面有很好的总结。另外，也有一些取巧的方法，比如通过一些可靠大V的定投跟投来进行辅助判断，也可以参考一些相关App提供的估值表。

我个人认为当前市场（2018年年末）已经是一个比较低估的水平，可以进一步提升股票类投资的比例。我把股票类投资比例提高至80%，如果市场进一步下跌，我会最高提升比例到90%。

确定了股票类资产的比例以后，就可以通过其他资产来进行补充了。这里还要建议大家持有一部分（5%左右）的货币基金，方便应对一些意外情况。

最终我确定的比例是，股票类投资80%，债券类投资15%，现金保留5%。

这里的操作分别对应了“充分考虑非金融资产”“以股票类投资为主体”“区分核心与非核心资产”原则。

确定再平衡周期

根据我的回测，以半年或一年作为再平衡周期，简单有效。

我比较喜欢每年再平衡，因为人在国外，还要考虑税务的问题。每年再平衡在税务问题上更加灵活，更容易把盈利推迟或提前。

这里对应了“简单化”原则。

每年更新资产配置比例

随着时间的推移，投资距离到期日越来越近，市场行情也在不断变化。我们有必要每年进行一次重新计算，确定最新的百分比目标。从大趋势来看，到期日越近，股票类投资的比例理应越低。

另外还有一点需要注意，当资产目标占比发生很大变化时，建议分几次调整，比如分3个月，每月调整一部分。这样可以最大程度平衡市场的波动风险。

资产配置听起来“高大上”，其实操作起来并不难，无非是资产比例的调节和再平衡。与定投一样，资产配置的难点其实不在于方法和操作，而在于坚持，如何在不同的市场环境中抵制诱惑，克服贪婪和恐惧，坚持自己的策略。

所以芒格才会认为，“投资者最重要的品质是理性”，而不是智商、能力和知识等其他因素。

最后强调一下：

- 定投更适合本金较少的早期投资阶段，而资产配置更适合已有本金积累的投资阶段。
- 资产配置的核心是再平衡，不同资产的占比为第二要素。
- 资产配置更加灵活多变，可以匹配不同的投资需求。但是投资者需要考虑的因素也更多，有很多需要兼顾的原则。

定投和资产配置并不是对立的，而是相辅相成的。比如把资产配置的组合作为投资目标，通过买入下跌基金的操作实现组合的再平衡。由于有新增资金的投入，我们可以不用卖出上涨的资产，只要使用新增资金补足下跌的资产类别即可。我们也可以利用定投的思路实现投资组合的分批建仓。投资组合的一次性建仓会受到时间点的影响，而如果像定投一样分几个月逐步买入资产，就可以把这种不确定的波动风险分散化。

作为工薪族要学会躺着赚钱

工薪族最大的无奈可能是时间不能自由安排，每天工作8小时，甚至996（工作时间从早上9点到晚上9点，一周工作6天），再减去休息和做家务等时间，一天的时间所剩无几。对工薪族来说，自己钻研完成投资的全部任务几乎是不可能的，尤其是像跟踪市场估值变化、分析行情形势等工作，更是难倒了一大批工薪族投资者。

不过好在现在我们并不需要自己搞定投资的全部任务，我们可以把投资的工作“外包”出去，自己专注于本职工作，好好赚钱、享受生活。

其实已经有很多的投资“外包”形式，比如我们前面提过的基金，主要是主动型基金，即基金经理主动择时选股赚取超额收益。现在各种社群的兴起，也带起了一种相对新颖的投资方式——基金跟投，一些比较有名气的投资大V会在互联网上公开自己的个人投资计划供大家参考跟投。

严格来讲，基金跟投和选择主动基金并没有本质区别，都是基金管理人通过主动操作赚取超额收益。但是跟投确实给投资带来了不少新的元素。首先，跟投非常透明，管理人的买入、卖出一目了然；其次，跟投的管理人一般都定期发布自己的投资心得，适时点评一些时事热点，这有助于投资者更好地持有基金，俗称“心理按摩”。

如何筛选主动基金和跟投策略

鉴于基金跟投和选择主动基金的诸多相似之处，我把两者放在一起介绍。

重点其实是选人

投资中最容易被忽视的一点就是“人”，投资者迷失于各种各样的专业术语和名词，最终却忘记了投资中最关键的一环其实是管理人。如果没有管理人的存在，那么主动基金和跟投与指数基金也就没有区别了，不如选择费用更加低廉的指数基金。

管理人最重要的品质就是理性、知行合一，言行前后一致、策略前后一致，不会一天一个逻辑。

其次管理人为人要正直，有过“黑历史”的要直接排除。投资离钱很近，容不得有一点儿瑕疵。

另外在选择主动基金的时候，我也会排除经历过于复杂的基金经理，比如在某个基金公司待两年又跳槽到另外一家基金公司，简单来说就是基金经理要“专一”。同时管理太多基金也是不专一的表现之一。花了好大工夫选出来的基金，刚持有没两年基金经理就跳槽了，还是挺闹心的。

考察长期历史业绩

建议考察基金成立至今完整的净值走势（5年以上，不建议选择不满5年的），并重点检查：

- 在穿越牛熊市的过程中，跑赢大盘，实现正收益。
- 在下跌行情中表现稳健，下跌幅度远小于大盘。

看业绩的时间尺度非常重要，只看牛市表现的话，很容易选到那些操作风格激进冒险的基金经理，牛市出“股神”。而在熊市时，这种操作风格的风险就会暴露出来，导致基金的业绩大幅缩水。相比于寻找牛市上涨多的基金，更值得我们考虑的是熊市下跌少的基金。

巴菲特的财富从来都不是主要来自牛市的高收益，而是源自极少的

亏损和回撤。

不要只看历史业绩和数据

历史业绩固然重要，但是也有很多使人迷惑的地方。如果过往几年都是牛市，那么历史业绩最高的往往是敢于冒险的一批管理人。而他们的这种投资风格在熊市到来、市场转跌以后会非常吃亏。

基金行业有一个常见规律——难有常胜将军，也被称为“冠军魔咒”。在《共同基金常识》这本书中有过一项回测，如果“无脑”选择前5年排名前十的基金长期持有，收益反而会大幅度跑输大盘。很多时候过往几年排名靠前的基金都有诸多运气因素，而这些因素是难以持续的。

基金的历史业绩，尤其是3年以下的历史业绩，会受到多种因素影响，而且影响最大的往往不是基金管理人的水平，而是运气，如果只看收益的百分比数字，很容易被误导。

考察持有人结构

对于主动基金而言，考察持有人结构同样很有帮助。持有人结构中，下面几类群体最有说服力：

- 基金经理本人。
- 基金公司内部工作人员。
- 机构投资者。

如果基金经理本人也持有自己管理的基金，对于基金而言是绝对的加分项。一方面表明了基金经理对自己能力的信心；另一方面把基金经理和投资人的利益捆绑在一起，降低“代理成本”。

基金公司内部工作人员和基金经理的接触最为密切，对于内部信息的把握和对基金经理人品的判断也相对准确。

除了内部人员，机构投资者的占比也值得考察。相比于散户投资者，机构投资者无疑更加理性、稳健，获得的信息也更加全面。但是机构投资者的比例也不宜太高，不然机构投资者的举动会对基金管理产生过大的影响，不超过一半最好。

持有人结构可以在基金的年度报告或者一些资讯网站中找到。

不申购新发行基金

原则上只买发行5年以上的基金，不建议买新基金。一方面，新发行基金没有历史业绩和表现来辅助判断；另一方面，基金行业一向有牛市末期拼命发行新基金的传统，而这个时期其实是市场周期中的高危时期。

不能忽视自主学习

我跟投了，还需不需要自己学习？答案是肯定的，学习能够帮我们更好地理解管理人的策略和思路，更好地长期持有。虽然跟投和主动基金在操作上非常简单，只要买入并持有即可，但是现实生活中你会发现有各种各样让你动摇的因素，比如短期跑输大盘、市场大幅下跌，甚至只是赚得不如朋友买的那只基金多。

我们的行动是基于自己的认知，如果没有底层认知作为基础，再简单的工作也难以坚持下来。

主动基金、基金跟投这些都只是工具，但是工具不能代替认知和决策。真正决定投资收益的不是投资工具，而是你自己。

在《您厉害，您赚得多》一书中看到一段很有感触的话，大意是：过去十几年，中国整个基金行业中基金的平均收益率要超过15%，基金投资者的平均收益率却是负数。赚钱的不是工具，而是人。一个不懂市场、不懂理财的人，就算拿着上好的工具，很可能依然赚不到钱，证券

市场就是一个很好的例子。

不管工具再先进、再好用，一个不懂工具的人无法更好地使用它，这就是需要自主学习的原因。即使拥有一个可以获得长期正收益的投资工具，最终决定收益的还是投资者自己。如果只是一味地追涨杀跌、从众投资，很难得到好的收益，反而不如什么也不干时的收益稳健。

投资者在不同的投资环境中，心态常常会大起大落，从乐观积极持续看好，到悲观消极，甚至离开市场。心态的变化其实还是源于认知的不足，而工具类产品并不能在本质上提升认知。仅凭这一本书也并不能实质性地提升这种认知，我们依然需要不断学习，完善自己的知识体系。

工具再强大也终究只是工具，更多的是辅助我们投资，它不能越俎代庖，代替我们思考和决策。不管工具多么厉害，我们也不应该放弃自主学习。

除了投资本身，我们还应该考虑的三个因素

找到一个靠谱的主动基金或者跟投策略只是投资的第一步，最大的困难其实是如何与市场以及自身抗争，即如何拿得住。

我把需要注意的地方整合为三个要点，供大家参考：

- 正确理解管理人所执行策略的逻辑。如果没有搞懂，我们就很容易在行情不好的时候对管理人的能力产生怀疑。如果投资亏损时必须向管理人留言咨询才能安心，这就是典型的没搞懂。

- 投资计划要容易执行。自动操作优于一键操作，一键操作优于“先计算再购买”。

- 建立合理的预期。尤其是在不赚钱和亏损时期建立合理预期，什么情况下投资会不赚钱，什么情况下会亏损，我们要心中有数。

跟随靠谱的管理人依然可能亏损

即使我们找到一位靠谱的管理人，其能力绝对可靠，我们依然有很高的概率最终投资亏损，而且这个概率要超过一半。

这里我以指数计划的管理人ETF拯救世界的经历为例。长赢指数计划是符合上面各种选择原则的，过往业绩同样非常优异，年化收益率近乎20%。

长赢指数计划算是国内最早的跟投计划之一了，从十几年前开始，如今累计回报超过10倍。这个计划现在甚至可以影响场内交易和基金规模，影响力可见一斑。比如一个本来规模不大的指数基金，由于被这个计划覆盖，规模翻了几番；再比如这个计划执行当日，常常会导致开盘时场内交易价格溢价。

即使这个策略这么厉害，管理人本人也分享过一个无奈的事实：在跟投的整个过程中，70%的人会受不了熊市的“折磨”，选择中途放弃，导致最终亏损收场。问题到底出在哪呢？

对于选择基金跟投的投资者来说，中途放弃基本等于亏损。道理很简单，如果一个跟投策略始终赚钱，我想投资者肯定不会放弃。投资者往往是由于亏损而怀疑跟投策略，最后放弃投资，以亏损的状态退出市场。

其实问题通常并不是因为跟投策略错误，跟投策略的逻辑大多数时候是正确的，问题主要来自大部分人对于自身和策略的认识不足。所以，基金投资通常受到管理人和投资者本身的双重影响。

很多时候投资者本身的影响甚至更大，如果投资者选择管理人时没

有先深入思考自己的需求，再根据自己的需求选择适合跟投的人，就容易产生跟投策略和自己的需求（风险偏好）不符合的情况。

如果我们没有深入思考跟投策略的风格，也很容易出现最终没能坚持跟投的情况。还是以长赢指数计划为例，它的风格是典型的价值投资，在市场低估期间布局，在牛市获得高回报。10年10倍的收益大多产生于少数几年（2007年、2015年这两个时期），那么剩余的时间再干什么？漫长的等待！

面对这样波澜不惊甚至是下跌的市场，投资者坚持跟投几个月还好，坚持几年真的不容易，更何况身边还总能看到在市场上以其他方式赚到钱的人，他们就更容易放弃了。

充分理解管理人的投资策略

对于投资而言，一直有相互矛盾的两个原则：一是，如果不能忍受市场下跌的亏损，那么我们将无缘上涨的盈利；二是，及时止损，不要让亏损不断扩大。所以，亏损的时候我们很容易陷入两难的选择——卖还是不卖？

其实，这两个原则都有一个非常重要的前提——我们对这项投资已经足够了解。如果投资策略不好，我们盲目坚持，最后肯定悲剧；但是如果投资策略好，我们过早退出又会踏空，后悔不迭。

那么我们应该如何了解管理人的投资策略呢？我建议从负面开始分析，而不要先考虑正面的预期收益，如下所示：

- 管理人使用的是什麼策略？
- 什么情况下会出现亏损？
- 什么情况下会收益不佳？
- 除了跟投，我自己还应该做些什么？

- 计划投资的时间是否符合所选基金的类型？

什么情况下投资会亏损或者收益不佳？虽然很多时候我们需要具体问题具体分析，但是根本上来讲，投资亏损无外乎三个因素：

- 管理人能力不足。
- 市场整体行情不好。
- 投资策略与市场风格不符。

前两点相对好理解，关于第三点，这里我举一个具体的例子供大家参考。

资本市场常常会出现结构性的行情，一类投资表现好，其他类投资表现比较差。比如2014年前后的行情就是小盘股领涨，所以偏重投资小盘股的管理人业绩远好于平均水平，而偏重大盘价值策略的投资者业绩相对落后。

但是这种结构性行情不会一直持续，2017年前后，就变成了大盘“白马股”[\[6\]](#)领涨，业绩表现也就优于小盘股。

如果我们不能正确理解不同投资策略的特点，就容易在这种结构性行情中自我怀疑，盲目更换基金，甚至亏损离场。

躺着赚钱

选择管理人要尽可能做到选择前充分怀疑，选择后充分信任，甚至必要情况下放弃主观判断。

市场常出现“七亏二平一赚”的情况，也就是说，普通投资者主观判

断能够带来收益的可能性只有10%。既然选择了管理人，那就选择了100%信任。如果这个时候加入太多主观判断可能反而产生反作用。

这里所说的主观判断，既包括自己的，也包括他人的，投资者不要太在意他人的评论。

如果大家长期关注各种股票资讯平台，就会注意一个现象：当市场行情好或者被推荐的股票或者基金显著上涨时，一般都是对管理人的认可和称赞，但等到同一个投资产品下跌时，许多人都变了，开始怀疑甚至谩骂管理人。

管理人没变，投资策略也没变，变化的只是市场的波动和投资者的心态。其实越是这个时候，越应该坚持，熊市往往随着最后一批人卖出而结束。

用投资创造“睡后收入”

前文我们介绍了投资的四个步骤，按照配置顺序依次是：

- 规划紧急备用金。
- 规划必要的保险。
- 安置3~5年要用的钱（稳健投资）。
- 建立长期投资组合。

提起长期投资，许多人的第一个反应是增值。但是长期投资除了增值目标以外，还有另外一个方向——收入。大部分投资者在投资时主要考虑的都是增值，希望尽可能快地积累本金。重点关注收入的投资者可能不是很多，也有投资者误以为只要快速增值就等于获得收入，其实这两者区别还是很大的。

同样是长期投资，如果以增值为目的，追求的目标就是长时间内的收益最大化，短期波动可以忽略。比如2018年的行情，亏损10%~20%都是可以接受的，后面几年的上涨很快就会把亏损的这些钱赚回来。

但是如果以收入为目的，需要用投资收益来生活，那亏损20%就是很头疼的一件事，取出收益来支付生活所需的时候就会特别焦虑。因此，如何从投资中获得一份稳定的“睡后收入”是非常值得思考的话题。

怎么投资钱永远花不完

我们不妨考虑一下，假如我们突然有了1 000万元的本金，该怎么安排这笔钱，既能够稳定地产生被动收入，又最好永远也花不完。我们可以看看以下几个方案。

投资货币基金

现在大多数货币基金的收益率都不到3%，按收益率3%计算，投入1 000万元，每年的收益有30万元，看起来好像也不错。

但是许多人可能会有心理落差，因为手里有1 000万元，每年却只能用30万元。他们可能会想：“我都这么有钱了，得对自己好点”，然后1 000万元不知不觉可能就没了。

而且这个看起来钱花不完的方案，还没考虑通货膨胀。算上每年2%~3%的通货膨胀，这些钱会越花越少。因此，这个最简单的方案并不可行，需要再找办法。

投资房产

排除了货币基金，还有一个可以考虑的投资产品——房产。假如我们全都买房呢？平时可以收租维持现金流，长期来看还可以升值，跑赢通货膨胀还是可以的。

先考虑全款买房，这么多钱在一二线城市基本可以买一两套房子。看起来也不少，但是仔细一算还是不行。现在租售比这么低，1 000万元全部投进去，一年租金也就20万元左右。虽然可能有升值潜力，但是资金毕竟都套在房子上，假如还要拿出来一套自住，自由现金流就更少了。

假如利用贷款加杠杆，买房的能力是提高了，可是带来的利息也提高了，考虑5%的房贷利率，全贷款买房的现金流竟然是负的。中了1 000万元不但没能改善生活，还得更加努力地工作还贷，这和我们预期的不太一样啊。不行，还得继续寻找。

投资指数基金

我们知道指数基金很好，也很有投资价值，长期来看一年能有超过10%的收益率，因此一年能有100万元的预期收入。

但是要注意，我们现在又增加了一个额外条件——稳定。基金并不能每年稳赚10%，实际情况可能今年亏10%，明年赚30%。指数基金涨的时候还好，卖掉一部分就够生活开支了，可是假如今年亏钱了，那我们的生活费从哪里来呢？

确实，指数基金的波动风险不小，但是指数基金的收入真的只来自上涨吗？

买房有房租，其实指数基金也是可以收“房租”的——股息（股息、分红、派息说的是一回事儿）。可能是因为股票市场本身的波动幅度太吸引人，股息这个重要的收入来源很多时候被忽略了。指数基金的价格有涨有跌，但是股息是相对稳定的。

以沪深300指数为例，目前的股息率是2.58%，相当于不考虑市场涨跌，每年都有2.58%的现金收益打到我们的账上。作为对比，货币基金的代表余额宝的年化收益率为2.43%，买房出租的租金回报不到2%，还得你费心打理。

而且除了股息这个稳定的保底收入，指数基金还有无限的上涨可能。沪深300指数过去十几年涨了4.4倍，折算年化收益率为11%，而且这个涨幅还没考虑股息。

1 000万元的投资方案

考虑了这么多方案，我个人打算这么安排1 000万元。

100万元首付先买一套房，解决基本生活问题，首选二线城市。假设首付30%，买入一套300万元的房子，贷款利率为5%，贷款30年，每个月需要还款的本息和是10 700元。

再拿900万元直接买入沪深300指数基金，每年股息率是2.58%，计算下来，每个月可以产生的现金流是19 350元。

这样算下来，每个月还有8 650元的自由现金流，同时解决了住房和投资问题。

如果完全看数值好像不算高，那是因为我们的投资计算得非常保守，只考虑了股息收入，没有考虑市场的上涨。如前文所说，过去十多年，沪深300指数基金的累积涨幅超过4倍。

我们完全可以拿股息这类稳定收入维持基本生活，用增值收益满足我们更大的消费欲望。如果牛市来了，我们就卖出上涨的部分，改善自己的生活。即使是像2019年一波三折的“悔棋”行情，细细一算沪深300指数上半年的涨幅也有22%了，198万元的收益，大部分小目标应该可以实现了。

投资方案的优化

其实上面的投资方案还有可优化的空间。针对股利率而言，红利指数、恒生指数都比沪深300指数更加客观，可以达到4%的水平。如果我们在资产中适度配置部分这类更高股息率的指数基金，我们的收入会更加可观。

股息——给自己发工资

你应该已经找到了上面这个思维游戏的重点——投资增值以外，我们还需要创造稳定的现金流，而对长期投资而言，实现稳定现金流的最佳途径就是基于股息的现金分红。

股票实现收益的两个方式，一是股票自身的增值，二是股息。所谓股息就是上市公司对股票所有人分配当年利润。就好比房产如果租出去，收入一部分来源于房价变化，另一部分来源于房租。股票的“房租”就是股息。

相比于股票价格的高波动，股息的收入要稳健得多：

- 稳定性堪比工资，而且不会炒你鱿鱼。
- 增长没有上限，未来10年大概率跑赢工资增长。
- 以现金流的形式直接到账。

当我们通过基金间接持有这些股票的时候，上市公司发放的股息就会进入基金的净值之中，最后再由基金公司分红发放到持有人手中。虽然有的基金并不分红，但是这部分资金并没有被“私吞”，而是变成了基金中的资产重新投入市场。

投资产品的涨跌不定，如果要靠投资产品的增值来维持现金流收入，很容易就会遇到麻烦，因为万一市场跌了呢？但是以股息为主要现金流收入就没有这个问题，因为股息的发放比投资产品的涨跌要稳定得多，即使在市场大跌、金融危机时期，股息依然会发放，只不过数额可能减少。要说稳定程度，我觉得股息收入完全可以媲美工资，甚至高于工资，你的投资产品不会炒你鱿鱼，但你可能要时不时担心一下失业问题。

市场大跌后股息还稳定吗

沪深300指数从2006年至2019年的走势及每年股息变化（指数点位×股息率）如图2.12所示。

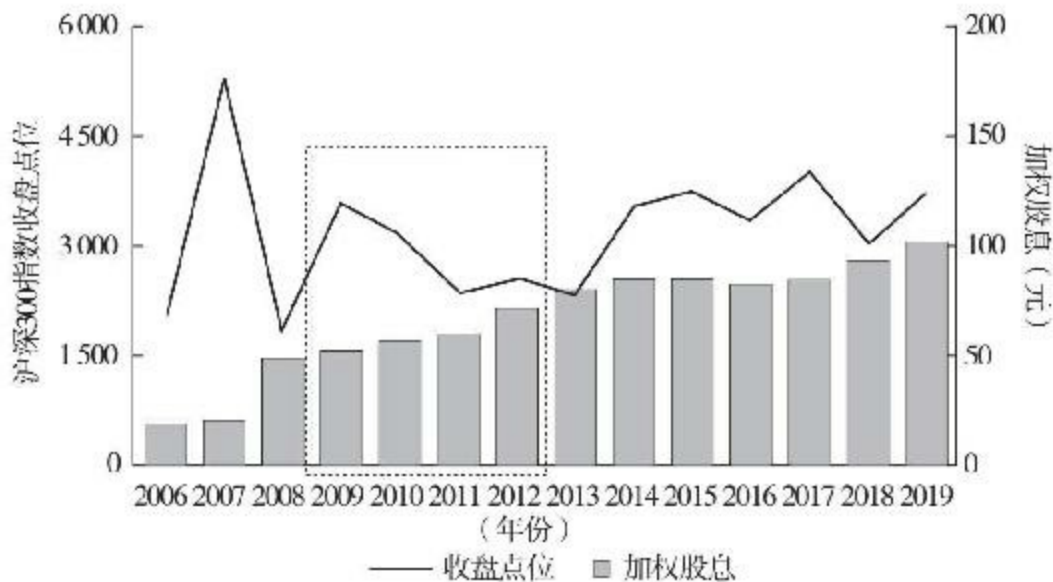


图2.12 沪深300指数的走势和股息情况

资料来源：理杏仁。

从图2.12可以看出，相比于市场的涨跌，股息收入实在稳定太多了，每年都是稳定的现金产出，而且大多数年份都稳定增长。

即使在2008年这样的市场暴跌行情下，如图2.12中虚线框内所示股息还是实现了正增长。另外，我们也可以看一下2010 ~2013年这4年的数据，这段时间市场相当低迷，持续下跌。可是股息收入还在稳定增长着。

股息能跑赢工资增长吗

另外一个担忧就是，工资增长很快，我们的投资到底跟不跟得上工资增长。这个担忧看似合理，如图2.13所示，我们的工资增长都是几何级的。

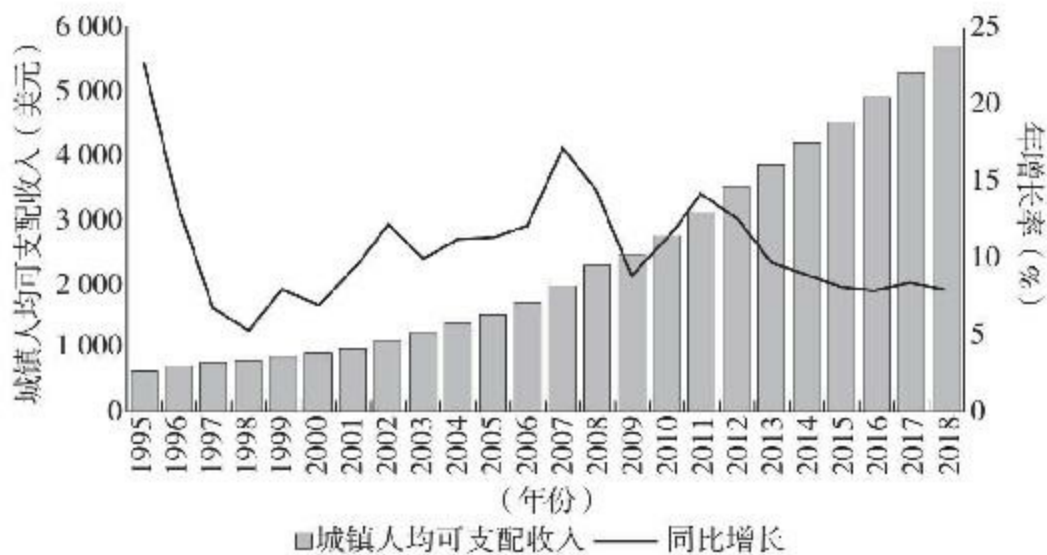


图2.13 1995—2018年中国城镇人均可支配收入及年增长率

资料来源：高瓴资本。

对比图2.13中的数据，2005—2018年这个时间段，我们的工资增长了大概3倍左右（285%），然后我算了一下股息的增长情况，居然也差不多是3倍，刚好打平手。而如果看更多国家和地区，工资增长反而是跑不赢股息增长的。

其实不看数据也能从逻辑推理上得出这个结论。我们工资收入的来源是公司，与股息实际上是一样的。但是指数里（比如沪深300指数）集中的是一批经过层层选拔的上市公司，经营能力大概率高于社会平均水平，股息增长超过工资增长才是常态。

所以我又找了一下其他资本市场的数据，图2.14所示为2002—2018年日本经济平均指数走势与股息变化及工资水平。可以看出，日本平均经济指数2002年至2018年上涨近3倍，股息增长更多。但是工资基本停滞。

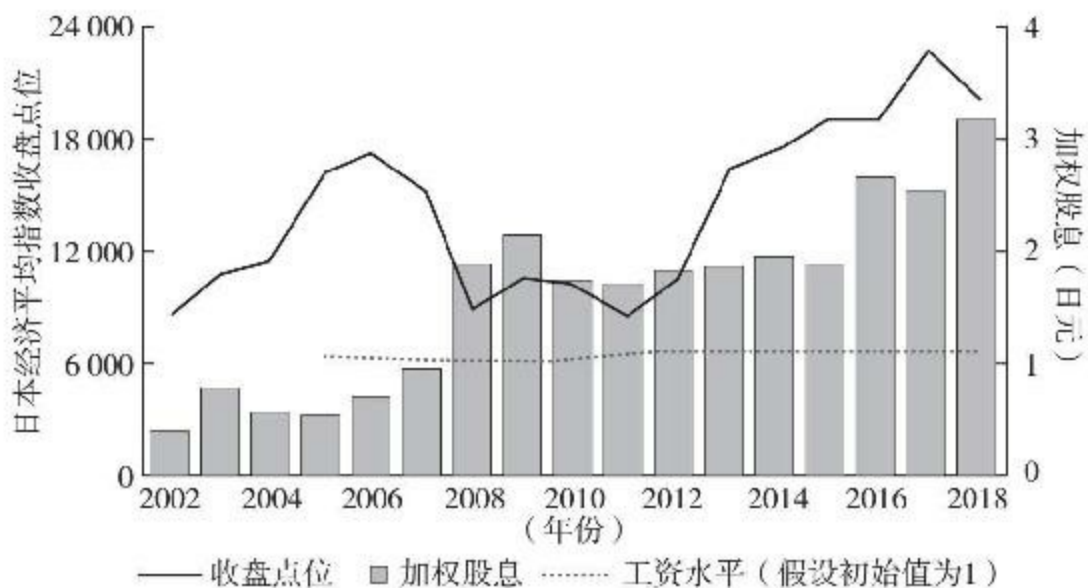


图2.14 2002—2018年日本经济平均指数走势与股息变化及工资水平

资料来源：日本央行，公开市场数据。

同样地，我也对美国和德国的情况进行了统计，结论是，股息收入相当稳定，即使在2008年金融危机时期，股息依然正常发放，只是数额有所减少而已，而经济复苏后，股息就又上了一个台阶。

在美国和德国，股息增长也是远远跑赢工资增长的。比如德国，从2002年至2019年，工资增长了50%，而同期股息增长达到250%。资本赚钱有自身的天然优势。

早期没有本金的时候，确实必须指望工资收入，但是有一定本金以后，我们应该考虑投资理财。我个人认为，出现中年危机的原因之一就是没有投资来增加收益。

如何获得股息

前文给大家介绍了“股息”这个好工具，现在就具体介绍我们应该如何获得股息。

这里有一个非常值得参考的指标——股息率。

$$\text{股息率} = \text{年总股息} / \text{股票价格}$$

如果是指数的股息率，则是指数内所有股票股息率的加权平均值。

因此，获得股息收入只需要两步：

- 找到一个股息率比较满意的指数。
- 找到与这个指数对应的基金，然后等着分红。

选择指数相对简单，因为指数的股息率很容易查到。比如在搜索网站输入“沪深300指数股息率”，就能找到很多汇总数据，也可以在一些网站，如乌龟量化，找到免费的指数汇总表。部分指数股息率如表2.2所示。

表2.2 部分指数股息率

排名	指数名称	市盈率		市净率		股息率 (%)	净资产收 益率 (%)
		市盈率	百分位 (%)	市净率	百分位 (%)		
8	红利指数	7.70	18.75	0.92	2.73	4.50	11.96
13	中证红利	8.24	24.63	1.01	7.09	4.08	12.31
41	中证银行	6.93	68.50	0.82	11.20	3.63	11.80
6	中证煤炭	9.83	16.27	1.11	14.38	3.47	11.85
21	300 价值	8.73	32.69	1.01	5.81	3.47	11.63
32	国信价值	7.72	49.44	0.99	21.91	3.41	12.80
25	中证能源	14.23	38.22	1.06	1.53	3.37	7.48

资料来源：乌龟量化，2019年6月数据。

通常，大盘指数的股息率高于小盘指数，稳定行业的股息率高于高增长行业。对于股息比较看重的投资者，建议考虑中证红利指数，这个指数本身就是以股息发放作为指标建立的。

这里说明一下，如表2.2所示，虽然红利指数股息率更高，但我还是更倾向中证红利。红利指数的全称是上证红利指数，只覆盖了在上海证券交易所上市的公司，没有覆盖在深圳证券交易所上市的公司。

但是选定指数以后并不是就万事大吉了，因为指数是不能直接投资的，我们需要通过申购对应的指数基金来实现投资。基金分红的来源如图2.15所示。

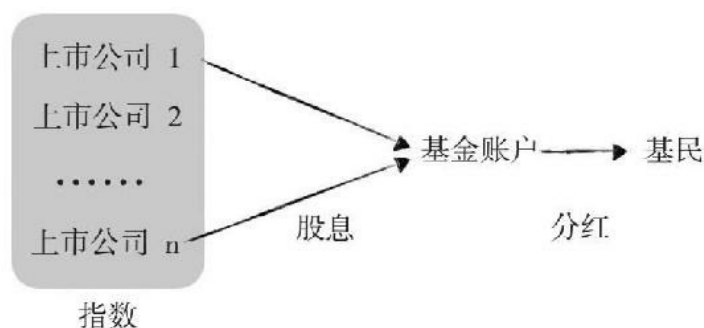


图2.15 基金分红的来源

基金收到股息以后，会自行决定要不要把收益以分红的形式发放给基金投资者。这一步基金公司自己确定，不同基金会有很大区别。所以，即使你投资了高分红的指数，也有可能拿不到分红。但是也不用太担心，即使拿不到分红，这些钱也还在你的基金账户上，没被基金公司“私吞”，只是被用于再投资了，相当于在基金App里选了“红利再投资”。

如果对分红比较看重，比如我财务自由以后就打算以分红作为主要的收入来源，就有必要检查基金的具体分红政策。

查看基金的分红政策和记录

我个人比较推荐用“天天基金网”查询基金情况。最简单的方法就是，直接检查基金的分红记录，在网站搜索一只基金，跳转的介绍页面的下半部分就能查到分红记录。

除此以外，也可以找到基金的《招募说明书》，也能找到对分红政策的说明。但是这部分大多是条款，可参考性不强。也有部分基金条款写得清清楚楚，可是就是不分红的。所以，首要参考的还是分红记录。

假如基金不分红怎么办

假如我找到一只基金，其他都挺好，但就是不分红，我们应该怎么办？放弃吗？

我的建议是，直接买。前文说过，即使基金没有分红，但股息还是按时支付到基金账户中的，只是不是以现金的形式。假如需要用钱，我们完全可以自己根据股息率计算出股息数额，然后卖出对应基金份额，自己给自己分红。唯一的缺点可能就是要承担部分赎回手续费。

相比于一只基金是否分红，更重要的考量因素应该是基金的管理费率，分红与否只是个形式，不管分红不分红，钱都在那儿。

关于国际指数基金

相比于国内指数基金，国际指数基金的逻辑要简单清楚很多。大部分指数基金都是正常分红的，通常是一个季度一次。不分红的指数基金通常会注明*Accumulation*或者字母A，代表默认红利再投资。

除了基金官网以外，基金的股息率和派息记录都可以在网页 morningstar.com 上找到。

财务自由以后的投资安排

财务自由以后，我们的主要投资目的就变成了获得收入而不是增值。所以需要对投资组合进行一定调整，应该从增值向获得收入切换，

在求稳的基础上，追求相匹配的高收益。实际的投资收益大概率会比财务自由以前追求快速增值的时期低一些。财务自由以后，我会按照如下思路调整投资组合：

•增加紧急备用金的占比。有可能会预留两三年的基本生活费，而不是像工作时期只留几个月。不管投资多么求稳，股票类投资都占较大比例，必然要面对偶尔的亏损。因为有了工资作为支撑，自然就需要一个更大的“蓄水池”。

•增加债券基金占比。债券基金的回报虽然不及股票基金，但是胜在稳定性高，每年都有收益，不过是赚多赚少的问题。传奇基金经理人彼得·林奇（Peter Lynch）在退休以后也是大幅度增加债券基金的占比。

•增加高分红基金占比。股票分红同样是非常重要的收入来源，高分红基金胜在“熊市分红稳定有保障，牛市赚钱不含糊”。

总而言之，在一定限度内增加投资组合的容错性，即使在熊市市场整体下跌的情况下，依然有钱赚、有钱花。虽然整体净值可能是亏损的，但是一定要有正在赚钱的仓位。

写到这里其实还没完，可以预见实现财务自由以后的几年，我的投资目标很可能还会再从获得收入转回增值。

虽然大部分人追求财务自由的一大动力就是可以彻底放假，但是真的长期休假以后又会渴望重新回归工作，而且这个时间一般很难超过3个月。阿德勒心理学有一个相关解释，“获得贡献感”是幸福的核心之一，创造价值其实是幸福生活的必要条件。所以我很可能会重新工作，只是这一次我不再为钱工作，而是为了自我实现和创造价值。

概率思维对投资的帮助

投资中并不存在“我做了A就一定能得到B”这样的关系，所有事情的发生都是一种可能性。很可能我们学了很多、做了很多，但是偏偏这段时间市场环境不好，我们还是亏损了。如果拥有概率思维，我们就会知道，这不是方法本身的错误，即使成功概率超过50%，依然可能失败。

举一个更加贴近生活的例子，比如找工作，多投简历可以提升我们找到好工作的概率，但投了很多简历依然可能找不到合适的工作，可能是运气不好，也可能是求职大环境不好，但是我们不能说多投简历这个方法是错的。

同样的道理也适用于前文介绍的两类投资方法——定投和资产配置。很可能我们做了很多，但偏偏还是亏损了，有些人就会开始抱怨这个方法是错误的。其实方法本身没问题，只是正好碰到了失败的概率。

概率思维不但能够帮助我们做好投资，还能帮我们提高成功的概率。利用概率思维可以解释很多投资甚至是生活中常见的疑问，比如：

- 基金买了几个月了，怎么还不涨？
- 为什么某人能力各方面都不如我，却过得比我好？
- 为什么我懂了很多道理却依然过不好这一生？

这些问题我听过很多次，我想你或多或少也听过类似的抱怨。难道真的是别人运气更好？我觉得不一定。这些问题其实用概率思维在1分

钟内就能想明白。

从概率上来讲，能不能成功一方面取决于单次的成功率，另一方面则取决于尝试次数。

$$\text{成功率} \approx \text{单次成功率} \times \text{尝试次数}$$

我们经常提及的好或不好、能力强弱、技能高低，其实都是与单次成功率相关的，而尝试次数并没有得到足够的重视。

举个例子，假设A的能力很强，完成一个很难的任务的成功率有20%，相比之下B的能力稍微弱一点儿，成功率只有10%，但是最后A一定比B更成功吗？不一定。如果A只尝试一次，最终成功率就只有20%，而B尝试3次，最终成功（至少一次）的概率约为27%[\[7\]](#)，反而是B更高。

所以别人能力好像不行却能成功，更可能是因为别人坚持得更久，做得更多，就这么简单。

提高成功率的思路

想要做成一件事，传统的思路总是想办法提升自己的水平，提升单次成功率，想要一次把事情做成，却忽视了尝试次数这个同样关键的要素。

而概率思维的核心则在于，我们努力的方向不仅仅在于提升单次成功率，更在于增加尝试次数，进而增加成功的可能性。

我发现这个思路在减肥、健身和投资上表现得尤为明显。以减肥为例，甭管你的方法多么系统专业，如果三天减肥两天吃喝，效果也不可能赶得上用“笨方法”坚持下去。投资也是同理，一天换一个“套路”，不管多么努力，结果也很可能不如坚持简单的“傻瓜式”定投。

甭管一个方法是高级还是简单，先选能用的、能坚持下来的那个。用这个方法坚持下来了，才到了考虑方法本身的层面，否则都是空谈。

把这个思路用到投资理财上，就是多学习投资相关知识（提高单次成功率）和坚持长期投资（增加尝试次数）。

抓住“闪电劈下的那一刻”

闪电劈下来的那一刻，你一定要在场。

——沃伦·巴菲特

投资市场积累的上涨中，很大比例的涨幅来自少数几个交易日，也被比喻为“闪电”，属于不可预测的小概率事件。那怎么保证抓住这种小概率事件，苦练交易技巧、每天盯盘还是到处搜集消息？其实根本不用那么复杂，只要保证自己时刻待在场中，保持长期投资，自然不会错过。

每到市场行情低迷的时候，总有人留言说：“既然现在行情不好，能不能先不投资，等行情好了再投资？”我的答案是“不行”。等所谓行情好了的时候，“闪电”早已过去，而你就只能错过，追高也不是，等回调又怕踏空。

对于普通投资者而言，在单次交易上提高成功率真的很难，但是又希望自己最终投资成功，那么就只能寄希望于另一个方向——增加尝试次数。

利用概率思维理性决策

概率思维在投资理财中很适合被用于解决关于不确定性和博弈等问题。投资中的买或卖、计划的坚持或放弃等，说到底都是在做决策。既

然说了要理性决策，那我们就有必要先明白自己的认知中有哪些不理性的部分，也好针对性地修正。

生活更像玩扑克而不是下象棋

现实生活存在很大的不确定性，运气本身对决策的结果会起到重要的作用。因为不确定性的存在，在现实生活中并不存在“我做了A就一定能得到B”，就好像打牌时我们不知道下一张牌会是什么。

理性的决策必须正视不确定性的存在，再好的决策也可能因为运气不佳而出现坏结果，但是这个坏结果并不能说明我们的决策是错误的！这就涉及下一个内容，结果质量与决策质量。

结果质量与决策质量

在一个A或B的选择题中，选A有70%的正确率，选B有30%的正确率。从决策质量的角度来看，显然选A更加明智。

但是现实的情况是，人们更多以结果为导向而不是以决策为导向。如果选A，最后发生了小概率事件B，这往往会被认为是一个糟糕的决策，结果被看得比决策的过程更重要。

更丰富的经验和更高的能力只能保证决策质量，却不能保证结果质量。因为不确定性的存在，一个经验丰富、能力很高的人可能得到一个负面的结果，一个经验不足、能力不高的人反而会运气爆棚获得好结果。

理性决策、理性判断，本质上就是认可决策质量重于结果质量，注重决策本身，而不是某一次的结果。

自利性偏差

“赚钱是因为我厉害，赔钱都是大V的错”就是自利性偏差一个生动的解释。人都需要创造自我认同，许多人倾向于把自己的成就归功于能力，而把失败总结为运气不好，不愿承认自己能力不足。

自利性偏差虽然很少直接影响一次决策的质量，但是会妨碍我们从

结果中学习，减缓决策质量的提升。

非黑即白的决策思维

投资中经常遇见类似“买不买？买哪个？”的问题，但是很少遇见“买多少？怎么买？”的问题。

事实上，很多问题的答案不在买卖中，而是在仓位中，即多少。大多数时候我们纠结的不应该是买不买、卖不卖，而应该是仓位的多少，即买多少、卖多少。

投资决策前的检查

我们在实际生活中应该如何理性地处理自己的投资，做出理性决策？上面提到的方法虽然本身并没有提供一个直接的投资策略，但是我们可以把这些信息整理成一个检查清单，应用于我们的投资体系之内：

- 做好出现最坏结果的心理准备没有？

由于不确定性的存在，我们不能保证所做决策有100%的成功率，如果失败了会发生什么，结果我们是否可以承受？这些问题应该在做决策之前想清楚，而那些加杠杆爆仓的投资者，显然就是缺了这一步。

- 决策是基于结果质量还是决策质量？

根据历史收益选基金、买彩票就是典型的看重结果质量。而决策质量则是注重提升每个决策本身的成功率，而不是根据已经确定的结果来评价决策的好坏。

但是这个过程对于散户投资者来说可能并不容易，因为判断成功率的能力需要很长时间的来培养。但是我们可以从另一个角度——时间——出发，选择那些经过时间检验的策略或管理人。经过时间检验的策略或管理人，更值得信任，成功率更高。

基于上面几点，我总结了几个利用概率思维做投资决策的关键点：

- 检查决策的成功率，而不是只看结果。
- 检查自己是否做好了替补方案。
- 根据成功率重新考虑仓位问题。

以下是2019年2月28日我所做的投资决策前的检查，供大家参考。

检查决策胜率：在这个位置，依然有很大的上涨空间，指数依然在一个偏低估的位置。沪深300指数股息率接近货币基金收益率就是一个佐证。我们才从底部上来了不到20%，现在谈跑是不是太早了？

检查替补方案：如果最后结果不如我所料，跌回去了，也不见得就是坏事。至少我还有30%的现金可以用来加仓，工作收入的现金流目前也够稳定。市场在低估的位置待得越久，给我加仓的时间也就越多。

仓位问题：市场从底部涨上来到现在，我没有卖一分钱，保持在70%左右的仓位（以总资产为基数）。为的就是涨跌都有机会，跌回去就默默继续加仓，涨上去了仓位也够足，完全不心慌。

几款常用的基金App推荐

“这么多基金购买途径和App，到底应该选哪个？”也是一个常见的问题。作为一个电子产品中重度用户，我经常试用各种App作为日常娱乐。基金代销平台，从最初的网银、淘宝，到后来的互金平台，我试用过十几个。

但是随着账户数量变多，账户和资金的管理成了一个很大的问题。于是我进行了一次大范围销户，只保留了四款常用的基金App——蚂蚁财富、且慢、天天基金和蛋卷基金，这四个App在前面的定投方法中也偶有提及。

这四个基金平台几乎可以涵盖个人投资所需的全部需求，它们的基础功能一致，但附加功能各有特色。基础功能主要是指买卖基金和收取相关费用。在基金品种和费用的问题上，各平台间几乎没有区别。它们都涵盖了几乎所有场外基金品种，费用也都是一折起，至少目前我还没遇到某个平台基金缺失或者费用过高的情况。

但是我想对于大多数投资者而言，总是希望用同样的资金实现更高的收益。仅仅基础的买卖功能并不能很好满足需求，一些能够提升收益的附加功能就变得很重要了。而这次我就着重对比各个App的附加功能。

支付宝—财富

支付宝的“财富”页面内提供了较完整的基金投资功能。只要打开支付宝，就可以开始投资基金了。推荐理由：

- 简单方便：支付宝是人们最常用的支付平台之一，同时用来投资基金简单方便。

- 慧定投：采用均线回归定投策略，该策略操作简单，适用性好，对现金流要求中等。

- 赚积分：蚂蚁财富的投资可以累积蚂蚁会员积分。

慧定投

为了提高基金定投的收益，在蚂蚁财富的定投可以选择开启基于均线回归策略的“慧定投”，值得考虑。开启慧定投以后，投资收益率每年能够增加1%左右，虽然不高，但是胜在操作简单。

且慢

且慢的特色是，它的交易主体不是基金，而是策略，帮助用户做选择。且慢的首页上不是各种基金推荐，而是策略。推荐理由：

- 货币三佳：提供的货币基金组合，可以帮投资者获得超额收益。

- 策略跟投：全方位跟踪分析，投资者可以一键跟投。

- 分账户功能：帮助投资者高效管理资金。

货币三佳

货币三佳是一个货币基金策略，它精选了市面上收益表现最好的3家货币基金，收益能够稳定地跑赢绝大多数货币基金。与余额宝相比，

收益率通常高0.5%~0.7%。

策略跟投

再说且慢的策略，策略即跟投，本质上就是FOF（基金中基金），只是形式上不同。优点是持仓和费用更加透明；缺点是有些策略需要手动跟投，而且容易因为心态不稳中断。

且慢首页上精选的策略不超过10个，而且很稳定，不会出现“今天推荐，下个月下架”的情况。且慢的功能开发也是围绕策略展开的，对不同的策略会根据其风格和特点开发独立的功能，比如补仓提醒、收益跟踪、仓位统计等。另外，且慢保持了开放的态度，在其他平台或者场内购买的基金，也可以在策略中标记，方便收到补仓提醒。

分账户功能

且慢是目前唯一一家支持分账户功能的App。为了方便打理投资，我一般会把不同用途的资金尽量分别管理，能做到物理隔离最好，而分账户功能就是最大的助力。而且有了分账户功能，管理效率非常高，再也不用在不同的App之间费劲地切换了。

天天基金

相比于新兴的基金平台，天天基金虽然没有提供很多新鲜的附加功能，但是就基金交易而言，基础功能最扎实，很多重要但受关注不多的信息只能在天天基金和基金定期报告中找到。这里指的主要是天天基金的网站。推荐理由：

- 基金信息全面。
- LOF（上市型开放式基金）套利：支持场外场内转托管。

基金信息全面

虽然我不常在天天基金交易，但是在每只基金交易前我都会在天天基金查询相关信息。天天基金以传统网站为主要载体，同时配合App方便交易，在信息容量上有先天优势。相比之下，现在的基金平台大多以App为载体，虽然购买方便，但是查询和分析时相对不便。

每当发现一只新基金后，我做的第一件事就是在天天基金网站看一下基金的基本数据，如持有人结构、指数基金跟踪误差、与特定指数的业绩对比等。这些数据在其他基金App中很难找到。

LOF套利

转托管，是指把在一家互联网基金平台购买的基金转移到场内交易，这是LOF套利的基础。由于流动性的原因，场内LOF的交易价格常常出现折价或者溢价。这个时候就可以通过转托管实现LOF套利。在便宜的地方买入，再转到贵的地方卖出套利，或者转到场内方便以后快速赎回交易。

转托管本应是基金代销平台的基础功能，但是许多平台并不支持，而天天基金对于转托管操作是支持的。

不过需要说明，这个方法并不能保证稳赚不赔。因为转托管需要时间，一般要T+2，而场外买入基金还需要T+1，经过3天的时间，可能溢价早已消失。但是套利至少提供了一种可能性。

蛋卷基金

蛋卷基金是投资社区雪球旗下的产品。由于雪球的影响，蛋卷基金更多体现了一类有经验投资者的思维方式，提供了很多进阶轮动和配置类策略。推荐理由：

- 智能定投：采用有限价值平均策略。
- 指数增强一箩筐：快速解决选择困难问题。

智能定投

作为定投策略的增强，蛋卷基金支持有限价值平均策略的自动定投。需要提醒，该策略更适合定投的早期，不适合十几年的长期投资，因为后期对现金流要求较高。而且由于策略本身的原因，长期收益反而不及普通定投。

指数增强一箩筐

另外一个不得不提策略就是指数增强一箩筐策略。自从提及沪深300指数定投以后，经常收到留言问：“选哪只指数基金？”现在简单的答案来了，如果你面对各种指数增强基金眼花缭乱，不知道买哪只，可以关注这个策略，快速解决选择困难问题。除了沪深300增强一箩筐，还有中证500增强一箩筐可以选择。

如何选择平台

就基础的基金交易功能来看，各平台几乎没有区别，所以还是要看哪个平台的特色功能更适合自己的。

这四个平台我是按照策略的风格来选择的，供大家参考。

- 蚂蚁财富：底仓的长期投资基金，按照10年以上持有，既赚收益又赚积分。

- 且慢：货币三佳放流动资金，做一些跟投操作，或者使用分账户功能。

- 天天基金：主要用作信息查询平台，根据情况考虑LOF套利。

- 蛋卷基金：帮助快速做选择，另外进阶用户可以根据不同的市场周期选择合适的策略。

根据我自己的经验，大多数情况下两三个基金账户可以涵盖个人的各种境内投资需求了。如果账户太多太分散，反而会费时费力，得不偿失。

普通投资者到底适不适合炒股

从理性投资的角度来说，工薪族是不适合自己炒股的，不管是从能力、精力还是时间方面。股市“七亏二平一赚”的经验公式就是从散户中来的，最终能从炒股中赚到钱的投资者连10%都不到。但是炒股真的完全没有意义了吗？其实也不是，炒股能够带来一定的自我满足。

追求掌控感是人的基本心理需求，而这份掌控感在投资上很容易变成频繁操作和买卖。但是我们前面所说的定投、资产配置、跟投都需要长周期，很难满足许多投资者的心理需求。

所以在满足一定条件下设置一个股票账户，平时进行一些主动操作，增加掌控感，有利于长期坚持基金投资。我们可以将这个股票账户理解为投资的“卫星账户”，而前文所说的基金投资则是我们的“核心账户”。

根据我的经验，这类“卫星账户”对投资主要有两个好处：

- 有了“卫星账户”来满足我们的掌控感，就不会到“核心账户”里面频繁操作，反而有可能保住长期收益。

- 很多投资者最后发现自己每天花时间、精力进行的主动操作到头来收益远不及核心账户里的投资收益，久而久之，对于主动操作的兴趣也就淡化了。

对于这类卫星账户，我有两个建议：

- 严格限制仓位，“卫星账户”资产占总资产的比重控制在10%以内。

- 账户隔离，开一个账户专门炒股，一是为安全，二是方便分析，来看自己的主动操作到底有没有跑赢基金定投。

投资本身是一件反人性的工作，但是做好投资不是要和人性抗争，而是要理解人性，给人性找个“出口”。

小结

普通投资者只要找对方法，也是可以非常系统、可重复地从市场赚取收益的。在这一章中我们了解了普通投资者最常用的两类投资工具——基金和固定收益理财产品，以及四类核心资产——股票、债券、抗通货膨胀资产和现金。

我们也了解了这些工具和资产的操作方法——定投、资产配置和跟投，这些都是简单有效而且经过长时间检验的投资策略。普通投资者实现10%的年化收益率并不难。

说完投资，实现了开源，相信你已经对本金和储蓄有了新的认识。本金越多投资回报就越多，尝到了投资的甜头，你有没有觉得对储蓄没有以前那么排斥了？对于懂投资的人来说，省钱其实就是赚钱，储蓄越多本金越多，本金越多收益越多，这个循环会推动我们不断向前。

下一章，我们来系统地介绍如何高效储蓄，让我们同时实现储蓄和享受生活。

[1] 因为从统计上来讲，基金管理人的主动操作其实并不能给基金带来正回报。不过限于篇幅，这个话题就不在这里展开了。

[2] 季凯帆，康峰.解读基金[M].北京：中国经济出版社，2018.

[3] 银行螺丝钉.指数基金投资指南[M].北京：中信出版社，2017.

[4] 在后面“作为工薪族要学会躺着赚钱”一节中我们会有这方面更多的讨论。

[5] 可以参考原著《哈利·布朗的永久投资组合：无惧市场波动的不败投资法则》（*The Permanent Portfolio Harry Brownie's Long-term Investment Strategy*）

[6] 白马股，指有关信息已经公开的股票，具有信息透明、业绩优良、持续增长等特点。

[7] 至少成功一次的概率，等于100%减去三次都不成功的概率，即 $100\%-90\%^3=27.1\%$



第三章

如何实现理性消费、高效储蓄

在正式开始这一章以前，我们先回顾一下我们的财务自由目标：为什么要变有钱？

理性的财务自由目标应该是希望用财富解决自己的某些现实问题，比如为赚钱而陪家人的时间太少，为赚取基本生活费用没有时间精力做自己热爱但不一定能赚钱的事业。追求财务自由不应该仅仅为了满足自己的物欲，而且如果以满足物欲建立的目标往往是不可能完美达成的，因为现实问题可以被解决，但是欲望是无止境的。

过于强调满足欲望就会沉迷于一夜暴富的幻想中难以自拔，但是一夜暴富只属于少数幸运儿，与我们大多数人无缘。而且如果没有经过一个财富的积累过程，能够守住这样突如其来财富的人更是极少数的。

稳扎稳打地积累财富，才会使财富增长可持续，在这个过程中我们也会逐渐认识到财富的意义。只要我们积累下足够的本金，再通过合理的投资实现一个相对平均的收益率，就可以获得可观的被动收入，实现财务自由并不难。

现在我们来解决的第二个问题，可能也是最大的问题：钱在哪？我认为创造本金难于创造收益，对于大部分人来说，在当前的市场环境下获得一个可观的收益水平并不难，我们在上一章已经给出了很多具体的操作方法，但是存不下钱是一个“老大难”问题。

我认为，储蓄率是影响财务自由进度的重要指标。图3.1表示不同储蓄率和投资收益率下被动收入超过工资收入所需的时间。储蓄率对于实现财务自由所需时间的影响是指数级的，储蓄率的影响在0%~50%的这个阶段最为明显。

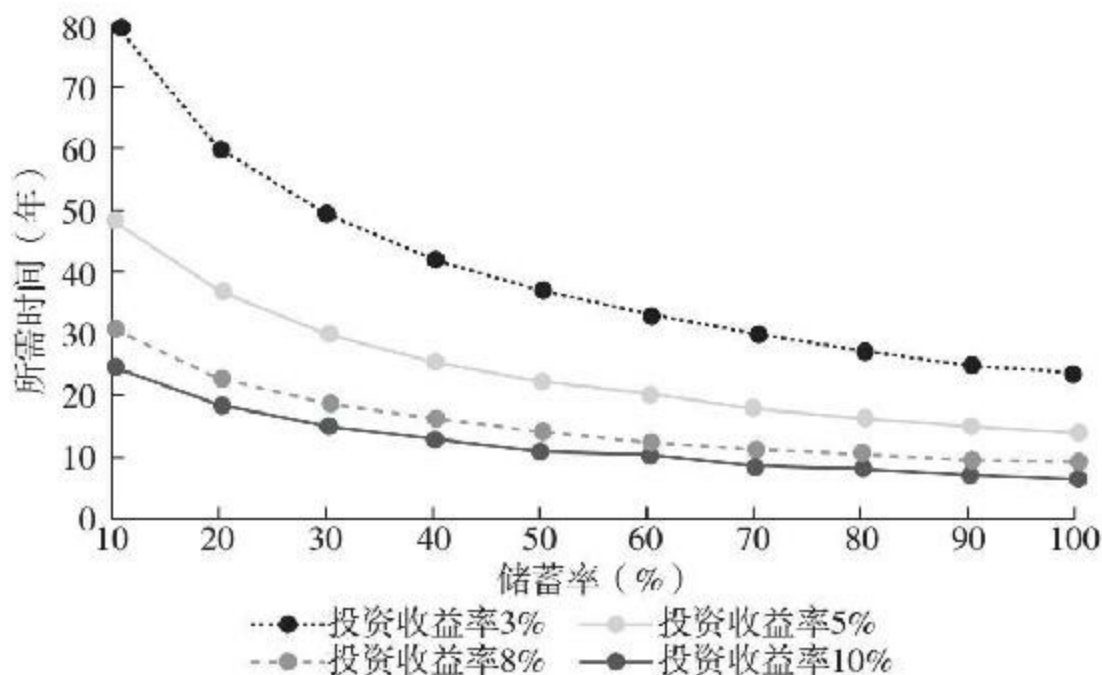


图3.1 不同储蓄率和投资收益率下被动收入超过工资收入所需的时间

相比于收益率而言，大幅提高储蓄率要容易得多。我们可以很容易地实现储蓄率从10%提高到20%，但是投资收益率从10%提升到20%难如登天。

对于工薪族来说，积累本金最有效的方法就是——努力赚钱，坚持存钱。不过提到储蓄，可能很多人会抵触，因为储蓄常常被和省吃俭用、降低生活质量联系在一起。但实际上更少的消费、更多的储蓄并不意味着要降低生活质量，因为我们还可以选择提升效率，让更少的消费创造更多的价值。

在这一章我会介绍两个好用的工具——预算和愿望清单，使享受生活、高效储蓄两不误。

我们追求的，不是以“不买”为代价的省钱，我也不会强行灌输“断舍离”的观念给你，而是帮你在买到真正所爱之物的同时省下钱。在不降低生活质量和幸福感的前提下，实现理性消费，打破“没钱可理”的魔咒。

享受生活、高效储蓄两不误

为什么储蓄这么难？

我们常常先入为主地认为，储蓄=少花钱=省吃俭用=降低生活质量，很多人不想要这样的生活，所以选择了享受生活、放弃储蓄。

但是实际上，储蓄 $\neq$ 降低生活质量，我们可以试着思考这个问题：用更少的时间一定只能完成更少的任务吗？不一定吧。任务管理存在的意义不就是让人们用同样甚至更少的时间完成更多的任务吗？所以，一切答案的关键在于提升效率。储蓄这件事并不是省吃俭用、少花钱这么简单，我们需要的是一个完整的体系来帮助我们提升效率，更好地实现理性消费、高效储蓄。

时间管理思维让储蓄更容易、更高效

如同工作上有效率的差别，消费也同样存在效率的差别。花1 000元买许多卫生纸备用还是买一个期待已久的商品，在消费体验上有巨大的区别，虽然我们消费的金额是一样的。如果我们仔细想想，就会发现理财和时间管理有很多相似之处，时间管理思维在理财上同样适用。我们可以对两者进行简单的对比，如表3.1所示。

表3.1 理财与时间管理的对比

	时间管理	理财
共同点	消耗资源，完成任务	
资源	时间、精力	金钱、时间
任务	完成待办事项	购物消费
收获	成就感、职业发展	幸福感、本金

实际上每一笔消费，就是一个待办事项，我们追求的都是把有限资源的效益最大化。具体到理财方面，则是用有限的金钱创造最大的生活幸福感，把有限的金钱发挥出最大的作用，在维持甚至提升当前生活水平的前提下，减少消费开支，为投资积累本金。

我们提升的是什么效率

在提升消费效率之前，我们需要想清楚一个问题：我们到底在提升什么效率？表面上看，我们追求的是消费，但是本质上，我们追求的是消费带来的幸福感和满足感。

你们一定都有过这样的经历，买到某个特别喜欢的东西，即便用了几个月之后，依然有很高的幸福感。因此，我们要提升的重点就是“消费→幸福感”的效率，简而言之，就是追求单位消费的最大产出。产出效率提高了，如果生活质量不变，消费自然就降下来了。为了提升整体效率，无外乎两个方式：砍掉无效消费，增加高效消费。

很多时候，并不是我们的高效消费太少，而是无效消费太多。我们毫无节制地“剁手”，等面对真正重要的东西时，却囊中羞涩。

所以第一步：砍掉无效消费，效率自然就上来了。但是问题是：怎么砍？我找到了两个有效的方法：

- 进行一次彻底的收纳整理。
- 规划预算和建立愿望清单。

我们每个人都或多或少买过一些自己用不上的东西，有些东西甚至到手很久都没有拆封过。但是这些东西到底有多少，大部分人并不是很清楚。一次彻底的收纳整理可以把这些无效消费具象化，让我们清楚地看到自己到底都买了多少没用的东西。这是开始砍掉无效消费的第一步。

第二步则是规划预算和建立愿望清单，把每个想要购买的东西都加入愿望清单，每次消费前先把愿望清单通读一遍。相互比较可以极大地提升判断力，当你准备买一件无关紧要的东西时，看到了清单中自己某个期待已久的东西时，你有何感想？这个时候，停止“剁手”会变得更加容易。消费的过程有时是不知不觉的，但是愿望清单会把这个过程呈现在你的眼前。规划预算和建立愿望清单会在后面详细展开。

将收纳整理作为储蓄的开端

收纳整理之所以有意义是因为我们家里大概率都堆着很多并不再需要的东西，而收纳整理释放出了这些空间。但是这些东西是哪里来的呢？还不都是我们自己购买的吗？

我之前常常写道“少买或者不买不需要的东西”，但是这个定义并不明确，我们其实很难确定自己真正需要什么、不需要什么。

但是在收纳整理的过程中，我们就会发现原来自己有这么多不需要的东西。相比于直接谈消费，从收纳整理物品开始会更加直观，可以把需要与不需要具象化。在收纳整理的过程中，“不需要的物品”的定义变得越来越清晰，效果也越来越明显。

而且收纳整理随时都可以开始，门槛很低。反正我们平时也要进行收纳整理，何不多走一步、多做一些，为理财做好准备。

从这个角度来看，把收纳整理作为理财的开端是一个很实用的方法。相比于各种省钱技巧和方法，收纳整理可以从源头解决问题，很大程度上降低过度消费。

我推荐一本书和一部真人秀给大家，近藤麻理惠的《怦然心动的人生整理魔法》[\[1\]](#)和奈飞（Netflix）的真人秀*Tidying Up*，对于学习整理很有帮助。《怦然心动的人生整理魔法》这本书提供了一个完整的、可操作的整理方法，相当有指导意义。而*Tidying Up*可以理解为这本书的真人实践版，近藤麻理惠亲自到各个家庭进行指导。

列一张无效消费清单

可以考虑列一张无效消费清单，写上买了什么、花了多少钱、用了几次，然后把这张清单贴在墙上。我自己回头想想，最近的一次无效消费是几年前花了2 300元买了一个几乎没用过的眼镜框。这个眼镜框我一直留在抽屉里，以示警醒。

我的亲身经历

我自己也是开始消费大手大脚，后来一步步控制消费，再到现在实现50%~60%的储蓄率，整个过程其实没有感觉生活质量和幸福感的下降，反而觉得轻松、舒适。再也没有无效消费带来的负罪感，不会买了自己不喜欢的东西却得逼着自己用完，不然就会觉得惭愧。削减这些无效消费实际上会提升生活质量和幸福感。我们可以享受那种被真心喜欢的东西所围绕的感觉。减少无效消费，我们就能够余下更多的资金用于储蓄或者买入自己真正喜欢的东西。

规划预算，从月光族到储蓄率超过60%

我身边的朋友常常用“自律”来评价我，尤其是在消费和理财方面。但是实际上我并不是一开始就能做好这些，我也是从消费大手大脚一点点转变过来的。大学时期住宿舍、吃食堂，当时的开销居然比如今在欧洲工作生活还要高。

在实现理性消费这个问题上，对我帮助最大的就是规划预算和建立愿望清单了。

在前文中我们对实现财务自由的计划做了一次完整的拆解，对于工薪族而言，财务自由的进程受两大因素影响——本金和收益率，而影响本金积累的一个重要因素就是预算了。

如果要把实现财务自由所需的技能进行排序，我认为规划预算少说也应该是前三的位置。

在这一节中，我会介绍预算的基本原则、完整的预算规划，以及大家普遍关心的预算超支的应对方法，并配合具体的App操作来示范。希望能够解答大家关于预算的疑惑。

预算不是牢笼，而是时钟

很多人排斥规划预算，觉得制订了预算会束手束脚，还时常会超支。但是我认为预算不是一个牢笼，而是一个时钟，它会告诉我们当前时间和剩余时间，帮我们判断自己离目标还有多远，量化整个消费过程。

假如要参加一场非常重要的考试，到了考场你却发现自己没戴手表，现场也没有钟表，监考老师也不告诉你时间进度，你当时会是什么心情？正当你心急如焚的时候，后桌一位同学递给你一块手表，你是什么心情？体会这种心情，这才是对预算应有的感觉。

真正让你束手束脚的不是预算，而是生活本身。现实与目标的差距即使没有预算，依然存在。但是就如同前面的举例，甭管考试多么困难，你都希望自己随身携带一块表。因为有了准确的时间，你才有可能在这场困难重重的考试中获得自由的空间。

有限的预算会促使我们优先考虑最需要、最重要的东西，而不是满足即时快感。当资源有限的时候，我们才会认真考虑到底什么是必需的。因为预算有限，我们会更多地考虑已有物品的更多用途，让每笔消费产生的幸福感更持久。

规划预算的原则与好预算的标准

确定预算的目标并不难， $\text{预算目标} = \text{收入} - \text{储蓄目标}$ 。但是在具体规划预算和执行预算计划的过程中还有不少值得注意的细节，这一节我就来详细介绍。

规划预算并不是我们天生就会的技能，也不是拍脑袋想出来的。在规划预算时我也失败过多次，而下面这几条原则和标准都是我从失败中总结出来的。

- 全覆盖。我们的每一笔开销都应该被放到预算中，如果有预算监控不到的位置，基本等于没有预算。

- 无重叠。出于不同的目的，我们可能会设置不同的预算分类，比如餐饮预算、消费预算，不同分类之间尽量没有重叠部分，以便提高统计效率和确保参考价值。如果我有三个预算，

但是两个预算有重叠项目，预算的很多参考指标就失去了意义，我会在后文详细介绍。

好预算的标准：

- 目标导向。预算是为理财乃至生活目标服务的，不要把目光局限于预算本身。就这本书的内容来说，预算是为了帮我们实现高效储蓄。

- 考虑意外。预算超支和出现意外大笔开支都是正常现象，我们需要一个完整的体系帮我们处理这类问题。如果一个预算总是能够被完美执行，这个预算很可能就有问题。

- 长线思维。每月预算的本质是年度开支/12，甚至是5年开支/60，而不是简单的每月开支。因为很多开支是按年重复的，比如保险费、学费、旅行费，若只看每月开支，我们很容易受到局限。

这里我要强调一下“全覆盖”这个原则。如果我们只说“预算”两个字，很多人想到的是每个月的日常开支，如这个月吃饭花了多少钱、坐车花了多少钱等。而当我们把过多的注意力集中在日常开支时，就非常容易忽视那些没有每月重复的开支，比如旅行费用、保险费用、培训费用、送礼费用等，而这些开支往往要在我们每年总开支中占一半的比例。根据我的不完全观察，规划预算时没有考虑这些大笔非规律开支，是最后预算失败的最大原因。

为了解决这个问题，我建议大家以年度规划预算，即年度预算。年度预算包括我们的一年中的每一笔开销，即使是意外开支。以年度规划预算，把每一笔开支都规划到年度预算中，是会预算与不会预算的分水岭。

说到预算不能不提记账，记账和预算一般是放在一起考虑的。如果没有预算，账本中的数字最多只能发挥三成功力。“我记账了依然每个月该花多少还是多少”，主要原因就是缺少预算。但是没有记账作为数据基础，预算就是空中楼阁，拍脑袋想出来的数字都是不可靠的。没有记账习惯的人，估算开支的时候，常常会习惯性地忽视很多重要的细节，比如：

- 单笔很小、总量很大的琐碎开支。
- 手机、电脑、家电等大件商品的开支。
- 旅游、娱乐、聚会等不定期的开支。
- 意外导致的开支。

想要规划预算，要先开始记账，并记住“全覆盖”原则。良好的预算需要以至少一年的账目作为基础。当然，过去没有记账习惯的朋友，也不是不能做预算。可以同步开始记账和做预算，在实践中不断调整，这也是一个非常好的学习过程。

如何设置预算的分类

我个人认为预算没有必要过细，不用设置购物预算、交通预算、餐饮预算等太多分类，如果这项超支，那项又没用完，到头来又是一大堆问题。

我们回到目标导向的原则上，预算的目的是什么？为的是控制开支，实现高效储蓄。所以，如果是个人记账，分三类基本足够——餐饮日常、居家日常和购物消费。同时要注意之前的两个原则——全覆盖、无重叠。

- 餐饮日常，对应食品、日常用品等开支，我把能在超市里直接买到的东西归到这一类。

- 居家日常，对应房租、水电费和其他生活必需开支，也包括保险、办事费用等。

- 购物消费，对应购物开支，如果你不知道一笔开支应该记在哪里，也可以放在购物消费中。

这三类消费各自都有很明确的特点，对比如图3.2所示。

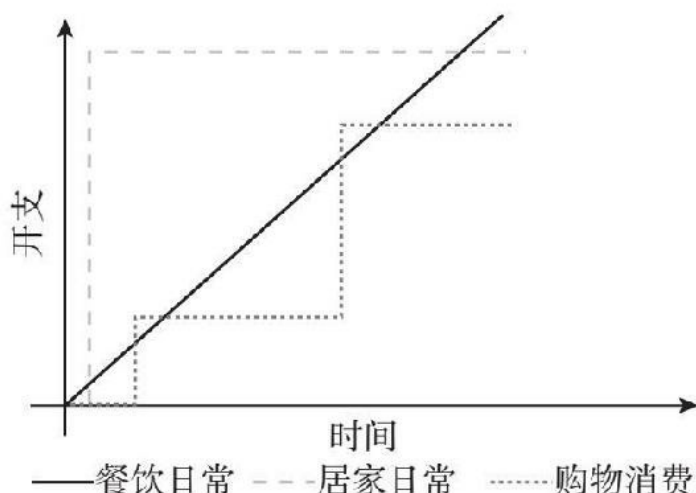


图3.2 三类预算特征对比

餐饮日常的开支与时间是线性关系，在理想情况下每月预算的使用情况和时间进度是同步的。

居家日常的每个月开支相对稳定，而且大部分费用是在月初或月末支付的。居家日常开支的压缩相对较难，但是一旦压缩了常常会带来飞跃性的成果。不过我个人并不建议大家为了省钱换车、换房子，毕竟我们的生活不是只有理财，更重要的是做好平衡。

购物消费开支则常常是跳跃性的，尤其是当购物单价比较高的时候。建议控制消费进度不要超过时间进度，大件商品开支、意外开支除外，具体的处理方法会在后文介绍。

相比于设置预算的分类，设置每项预算的具体额度要困难得多。每个人的情况都不一样，这里我也只能重复前文的介绍——规划预算最好有超过一年记账记录的支持，且以年度规划预算，而月度预算=年度预算/12。

除了这种分类方法以外，也有基于必需开支和非必需开支等其他的分类方法，如日本Kakebo（簿记）预算方法所建议的：

- 必需开支，如房租、水电费。
- 可选开支，如外出就餐的费用。
- 娱乐休闲，如买书、看电影的费用。
- 其他消费，除了上面以外的其他所有。

关于预算的分类，我们可以根据自己的需求进行选择和调整。

家庭预算与个人预算稍有区别，我建议可以这样划分：

- 共同餐饮日常。
- 共同居家日常。
- 男方开支（购物消费）。
- 女方开支（购物消费）。

两个人一起花的钱，要么归入餐饮日常，要么归入居家日常。大件

消费可以摊销，计入居家日常中，摊销原则后面会细说。

而单独一方花的钱，不论具体的开支分类，都直接计入自己一方的独立预算中，意外消费也是一样的原则。

可能有人会对这样的划分表示反对，觉得夫妻之间账目算得太清楚影响家庭和睦。我的看法正相反，真正影响和睦的不是账本上的数据，而是猜忌，是夫妻互相觉得对方花得多，自己花得少，然后陷入了无休止的争吵。

有了明确清楚的统计数字以后，夫妻可以一起看看账本上的数据，有问题解决问题。因此我再次强调，真正让你束手束脚的不是预算，而是生活本身。别让预算为你的焦虑“背锅”。

用记账软件跟踪预算

规划和跟踪预算离不开记账软件的支持，市面上的记账App并不少，但是大部分App的预算功能太过简单，满足不了预算的要求。

为了实现上面所说的几项原则和标准，记账软件应该满足下面几项要求：

- 拥有灵活自由的自定义预算。
- 预算余额自动结转到下一期。
- 在预算之间自由转移额度。
- 拥有强大的预算报表分析功能。

自定义预算：预算分类、开支分类、账户分类，这几个概念很容易混淆。开支分类是指衣食住行等开支的划分，账户分类则是和我们的真

实账户一一对应，而预算分类则是完全另一套思路，比如可以按照家庭成员划分、按照时间划分等。

余额结转：我强调过，月度预算=年度预算/12。我们的开支不可能是月月平均，必然是有超支、有结余的，所以需要能把上一期的超支或者结余自动结算到下一期。

额度转移：我们规划预算的最终目的是控制整体开支。当一项预算有结余、另一项有超支的时候，可以通过预算转移功能灵活调配，而无须重新规划。

我常用的记账软件是MoneyWiz，它的预算功能基本满足我的需求。所以下文将以MoneyWiz为例来介绍我是如何规划预算的。

MoneyWiz预算系统

介绍了规划预算的原则和标准，让我们来看看如何用MoneyWiz进行实践。首先，我们需要了解一下MoneyWiz预算系统的基本原理。

在MoneyWiz中，预算系统本质上是一个高级的账目过滤系统。按照预定条件设置好预算后，就会自动过滤符合条件的账目，并进行跟踪统计。

以下用图3.3来说明MoneyWiz预算系统的基本原理及其和消费账目之间的关系。



图3.3 MoneyWiz预算系统

图3.3左侧是一条消费账目的明细，显示我在“超市”用“银行卡”购买食材分类为“食品杂货”，花费76元，因为是家庭开支，所以标签填写的是“家庭”。这四个维度非常重要。

图3.3右侧则是我设置“共同餐饮日常”预算，按照如下方式设置过滤规则。只有符合全部过滤条件的开支才会被共同餐饮日常预算所记录。

- “账户”就是这个预算系统所监控的账户，除此之外的账户的消费则不会被预算系统统计。

- “分类”设置为食品杂货等共3项，监控共同餐饮日常开支。其他开支分类如房租、水电费、购物消费等就不会被预算系统统计。

- “标签”：设置为家庭，则只有这个标签下的开支才会被预算系统记录。如果是自己的开支，打上其他标签就不会被统计了。

图3.3中的这笔消费因为满足了预算系统的全部过滤条件，所以会被预算所统计。预算系统会从剩余预算额度中自动扣除这笔开支，如图3.4所示。

MoneyWiz中高度自定义的预算过滤功能构成了整个预算系统的基础。这一节可以帮你快速评估自己的记账功底。如果你还能清楚地分辨出账户、预算、分类、标签的区别，那你的记账功底就算是基本过关了。

预算系统的其他功能选项

预算系统除了过滤功能以外，还有一些其他功能选项，如图3.5所示，稍微解释一下以便大家理解。



图3.4 预算系统对相关开支自动监控

开始日期	2019年11月17日 >
重复	☐
频率	1 月
结转	☐
结转余额	0.00 元 >

图3.5 预算系统的扩展功能选项

关于时间和频率的设置比较简单，着重解释结转和结转余额。结转可以把上一期的预算余额自动结算到下一期，这个功能非常重要，一定要开启，这涉及前面所说的规划预算的“全覆盖”原则。

开启结转以后，会给预算调整带来一定的难度。如果我想要调高一点儿预算额度，前面每个月的预算都会被相应调高，并通过结转功能累计过来，这会导致很多问题。如果我删除旧预算，重新设置预算，这样一来预算历史就被打断了。所以我们可以考虑重新设置结转余额，把旧预算的超支和结余考虑进来。

不同预算分类如何设置

在前文中，我建议家庭预算分为共同餐饮日常、共同居家日常、男方开支和女方开支。现在来看看这个分类应该如何能在MoneyWiz中通过自定义预算过滤规则实现。我们可以用标签做第一次过滤，再用开支分类做第二次过滤，如表3.2所示。

表3.2 家庭预算分类的标签和过滤规则

预算	标签	开支分类
共同餐饮日常	家庭	餐饮等
共同居家日常	家庭	除餐饮全部
男方开支	男	全部
女方开支	女	全部

因为“全覆盖、无重叠”两个原则，我们需要在设置预算过滤规则的时候考虑全部的可能开支。

先考虑“全覆盖”原则，看分类的话，共同餐饮日常和共同居家日常对家庭标签下的全部开支分类实现了监控。至于男方开支和女方开支，本就是全部分类，也没有问题。

再考虑“无重叠”原则，不同类型的开支通过标签和开支分类实现了清晰的划分，正常情况下不会出现一笔交易被计入两次预算的情况。

但是这里有一点要注意，每条开支必须有且只有3个标签中的一个，多了少了都会出问题。少了，这笔开支不会被预算监控；多了，就会被计算多次。刚开始使用可能需要适应一段时间。

如果只是个人预算，只记录自己的开支状况，则大可不用标签过滤，只区分餐饮日常、居家日常和购物消费三类即可。

如何处理预算超支

首先强调一下，预算偶尔超支是完全正常的，不可避免。前文提到好预算的三条标准的后两条——“考虑意外”和“长线思维”，就是为了处理超支而准备的。

大件商品开支、意外开支、消费周期都可能导致我们的预算超支。从处理方法上来看，主要有三个应对策略：预算转移，提前准备，事后摊销。

预算转移：我们前面把预算分成了几类，如果超支的只是其中的部分预算而且金额不大，我们可以把尚有结余的预算额度转给超支的预算，实现整体的平衡。

提前准备：很多消费周期是可以预知的，比如“双十一”。我们完全可以提前3个月降低预算水平，给“双十一”留出足够的预算空间。假如平时买东西每个月花2 000元，那就减少到1 000元，等到“双十一”的时候我们就攒出了5 000元的预算额度。

事后摊销：有些大件商品开支或者意外开支很难提前准备，就可以采用事后摊销的策略。通过降低后面的预算，来把之前的超支补回来。比如我之前买了一台笔记本电脑，事后总共花了18个月、每月摊销760

元才摊销完毕，在此期间我的购物消费预算会降低760元以弥补亏空，我把自己的购物消费预算从1 750元/月，砍到了990元/月。

现在来看看不同方法在MoneyWiz中应该如何具体操作。

预算转移

如果只是个别预算超支，而其他预算尚有结余，我们可以使用预算转移功能在不同预算之间转移预算，按照图3.6操作即可。



图3.6 预算转移功能演示

摊销策略

提前准备和事后摊销本质上都属于摊销策略，我就放在一起介绍，原理是互通的。

摊销策略在记账上有两种实现形式：一种适合少量的大件商品开支摊销，比如手机、电脑和家电等，特征是账目少、金额大；另一种则适合某一时间段的超支，比如我突然回国一趟，就会造成这段时间的预算普遍超支，账目烦琐。

大件商品开支摊销

这里就以我之前买电脑为例，消费13 680元，摊销18个月。操作步骤如下：

- 建立一个虚拟的摊销账户。
- 买电脑的开支不记录为开支，而记录为转账，转账到摊销账户，明细为“买电脑”。
- 建立一个每月1次、共重复18次的周期账目，从摊销账户支出。
- 每个月到了设置好的时间，MoneyWiz就会按照设置自动记录一笔支出。

由于最初的开支被记录为转账，所以这笔大件商品开支在初始是不会对预算系统产生影响的。只有到了后面每月摊销的时候，才会被预算系统监控到，记录摊销。

图3.7是这个周期自动记账的示例，每月重复1次，重复18次后会自动提示结束。

补充一点，可以把用来摊销的虚拟账户在扩展中设置成不计入净值，这样既能看到自己实际的财务状况，也可以用摊销让自己的预算不会处于超支状态。

独立预算池摊销

大件商品开支摊销的方法只适合少量、高金额的开支，如果是一段
时间密集消费导致的超支，这个方法并不适用，因为实在太烦琐。所以
我又想出了第二个办法——设置一个独立预算池。

有段时间我回国了一趟，整个行程开销11 500元左右，以我个人每
月1 762元的预算来看是完全不够的。如果不做处理，会导致未来很久
个人预算都是超支状态，这就失去了参考意义，所以我对这部分的预算
做了专门处理。

<支出收入转账

✓

账户	待摊销 >
金额	760.00 元 >
描述	摊销电脑
交易对象	京东 >
分类	配件 >
日期 & 时间	2019年11月17日 12:00 >
自动支付	☒
重复	☒
频率	1 月 >
结束	从不 >

图3.7 周期自动记账

假设原本超支的预算命名为“我的开支”，操作方法如下：

- 建立一个独立预算池，命名为“我的开支缓冲区”，预算设置为0元。
- 从“我的开支缓冲区”转移15 000元预算至“我的开支”。

•从“我的开支”每月摊销时转回部分预算至“我的开支缓冲区”。

建立“我的开支缓冲区”之后转移15 000元预算，这样一来“我的开支缓冲区”剩余预算为-15 000元，“我的开支”增加预算15 000元，就把超支放在一个单独的预算池中。而“我的开支缓冲区”的数字就是之前超支持摊销的金额，一目了然。

但是这里又涉及一个问题——如何满足“无重叠”原则？方法很简单，如果这个缓冲区本身不监控任何开支，只是作为一个指示作用的虚拟预算，也就不会对我们的预算体系产生任何影响。具体实现如图3.8所示。

新建预算	
命名	我的开支缓冲区
金额	0.00 元 >
帐户	全部 >
分类	餐饮/外出就餐, 其他
标签	要还钱
图标	无 >
开始日期	2019年11月17日 >
重复	☐
结束日期	2020年11月17日 >

图3.8 预算缓冲区设置

这个预算的技巧在于设置标签，我设置成“要还钱”。但是实际上，

我在记账开支的时候从来都不会使用“过桥”[\[2\]](#)这个标签，所以整个预算并不会监控开支。

为什么要“无重叠”

在前文我们强调了“无重叠”原则，这主要是为了降低我们对预算的跟踪和统计成本。

图3.9是MoneyWiz的预算系统界面截图，除了每一条预算以外，App的最上方还会显示所有预算的使用情况，给用户一个快速直观的参考。但是如果预算过滤规则出现了重叠的情况，就会导致这个数据有误，影响我们的判断。



图3.9 MoneyWiz预算系统界面截图

除此以外，还有一个非常有用的预算报表也需要“无重叠”原则的支持——预算分类对比。图3.10就是MoneyWiz生成的当月预算对比图，可以直观地看出不同预算开支的占比情况。如果预算出现重叠，对于分析统计结果也会产生不小的干扰。

预算需要持续调整和优化

规划预算常常有两类错误的操作：一种是前期思考准备太多，费时费力；另一种是盲目开始，遇到困难轻易放弃。

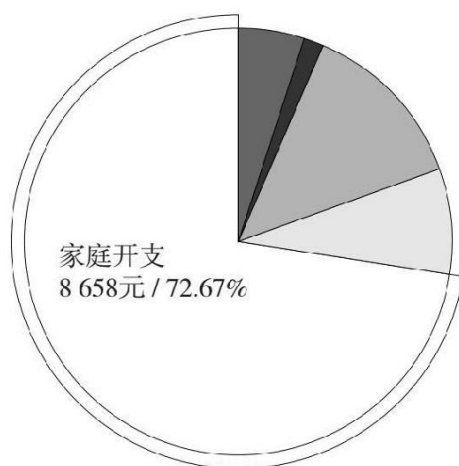


图3.10 MoneyWiz生成的当月预算对比

我的建议是“小步快跑、快速迭代”。先制订一个大概的预算计划，在执行的过程中，我们会不断发现问题，然后持续调整和优化自己的预算计划。好预算是不不断调整优化出来的，而不是设计来的。在最初制订预算计划的过程中，我们可能要遇到很多困难，不断调整优化，逐渐接近我们的目标。具体如图3.11所示。

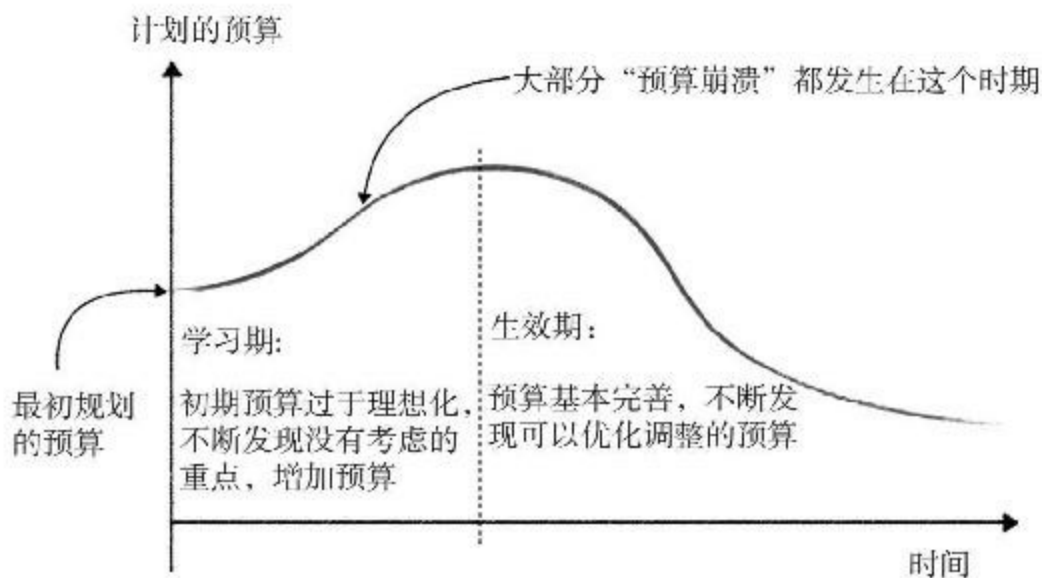


图3.11 制订预算计划的过程

在初期规划预算时，因为考虑不周，我们的预算往往过于理想化。因此，我们会经历让人崩溃的超支阶段，几乎会月月超支，然后不断提高自己的预算标准。这是正常情况，而且这种情况往往会持续半年甚至更久，大部分人会喊着“做了预算也还是该花多少钱还花多少钱”，然后放弃预算。

如果我们有幸坚持下来，那么我们将开始收获预算给我们带来的改变。在这个阶段，预算已经非常全面，我们的注意力会逐渐转移到“什么钱该花，什么钱不该花”上面，开支越来越少，生活质量却越来越高。

最终我们可以进入依靠预算指导消费的状态。以前，我们是先消费、再超支，而以后是先看预算，再决定要不要消费。预算就这样被内化到了生活之中。

小结

在这一节我们重点讨论了如何规划和执行预算，帮自己更加高效储蓄：

- 预算的意义在于指示“时间”，而不是用来限制自己。
- 规划预算要以年度为期限，涵盖全年的每一笔开支，才能发挥最大的作用。
- 规划预算需要考虑两个原则——全覆盖、无重叠，和三个标准——目标导向、考虑波动、长线思维。
- 处理预算超支的策略有三种——预算转移、提前准备和事后摊销。

规划预算是一件非常实操的工作，我们需要不断尝试、实践，仅仅看完这一节内容可能还是会觉得云里雾里的，不妨对照着相关App自己多尝试几次。

另外，规划预算不要想着一步到位，预算要在不断调整中优化、完善。不用对预算初期的超支太消极，其实每一次超支都恰恰是在提醒我们自己的预算的薄弱点，以使预算更加可行、实际。

愿望清单：一个帮我们实现理性消费、提高幸福感的利器

在上一节，我们详细地讨论了如何规划预算，这一节则重点介绍另一个给力的工具——愿望清单。

如果说预算是通过量化消费进度，使我们思考消费的意义，削减那些看似需要、实则无意义的伪消费需求，那么愿望清单就是从根本上促进我们对消费的理解、提升消费质量，让我们自愿放弃很多无效消费。

这一节所讨论的愿望清单主要是指消费愿望，或者说欲望，就是把所有想买的、想玩的东西都列出来并不断回顾。

我们可以把愿望清单看作一个待办事项清单，每一个愿望就是一个待办事项，形式是一致的。但是愿望与待办事项又有一个本质的区别，就是你对愿望更有好感。

当面对清单中重要但耗时的待办事项时，我们可能会偶尔犯“拖延症”，反而去先完成简单轻松的事项；而愿望正相反，越是发自内心的愿望，我们越愿意为此放弃那些无足轻重的小愿望，这是愿望清单的“基因”优势。而正是这个区别，使愿望清单提升消费质量成为可能。

如何使用愿望清单

使用愿望清单的方法可以用一句话概括：在想到一个消费需求后，别急着下单，先把这个消费需求放到愿望清单中，同时回顾一下清单中的其他内容，再做下一步的消费打算。

人本身是健忘的，当我们忙于生活时很容易忘记自己当初的愿望。当我们回顾清单时，清单会提醒我们勿忘初心。你大概率会发现，相比于发自内心的愿望，自己新想到的这个消费打算太无足轻重了。

举一个我自己的例子，正好前段时间，我的印象笔记（Evernote）会员到期，提示我续费一年。在决定下单之前，我先把这个消费需求放入愿望清单，并排列优先级，如图3.12所示。

	我的愿望	金额（元）	加入口期	处理日期	备注
☐	苹果手表	2 750	2018.01.01		
☐	明基智能读屏挂灯	758	2019.01.01		
☒	苹果无线耳机	1 371	2019.03.30	2019.04.13	
放弃	印象笔记会员	536	2019.04.01	2019.04.05	不重要
放弃	HHKB键盘	2 291	2018.09.01	2019.11.01	伪需求
放弃	苹果笔记本电脑	12 251	2018.08.01	2019.11.01	没有移动办公需求

注：作者在德国工作与生活，因此图中显示的物价为德国当地的物价。

图3.12 我的愿望清单

将它放进愿望清单之后我才发现，清单中还有比印象笔记会员续费更加重要的愿望，所以这个消费需求自然而然地被放在较低优先级，最后放弃。

这件事帮我留意到，其实成为印象笔记会员并不是我的真实需求。因为我其实并没用过必须付费的高级功能，于是果断放弃会员续费。我不是说印象笔记不好，只是不适合我而已。

愿望清单的使用流程

为了加深理解，关于愿望清单的使用方法我绘制了一张详细的流程图，如图3.13所示。

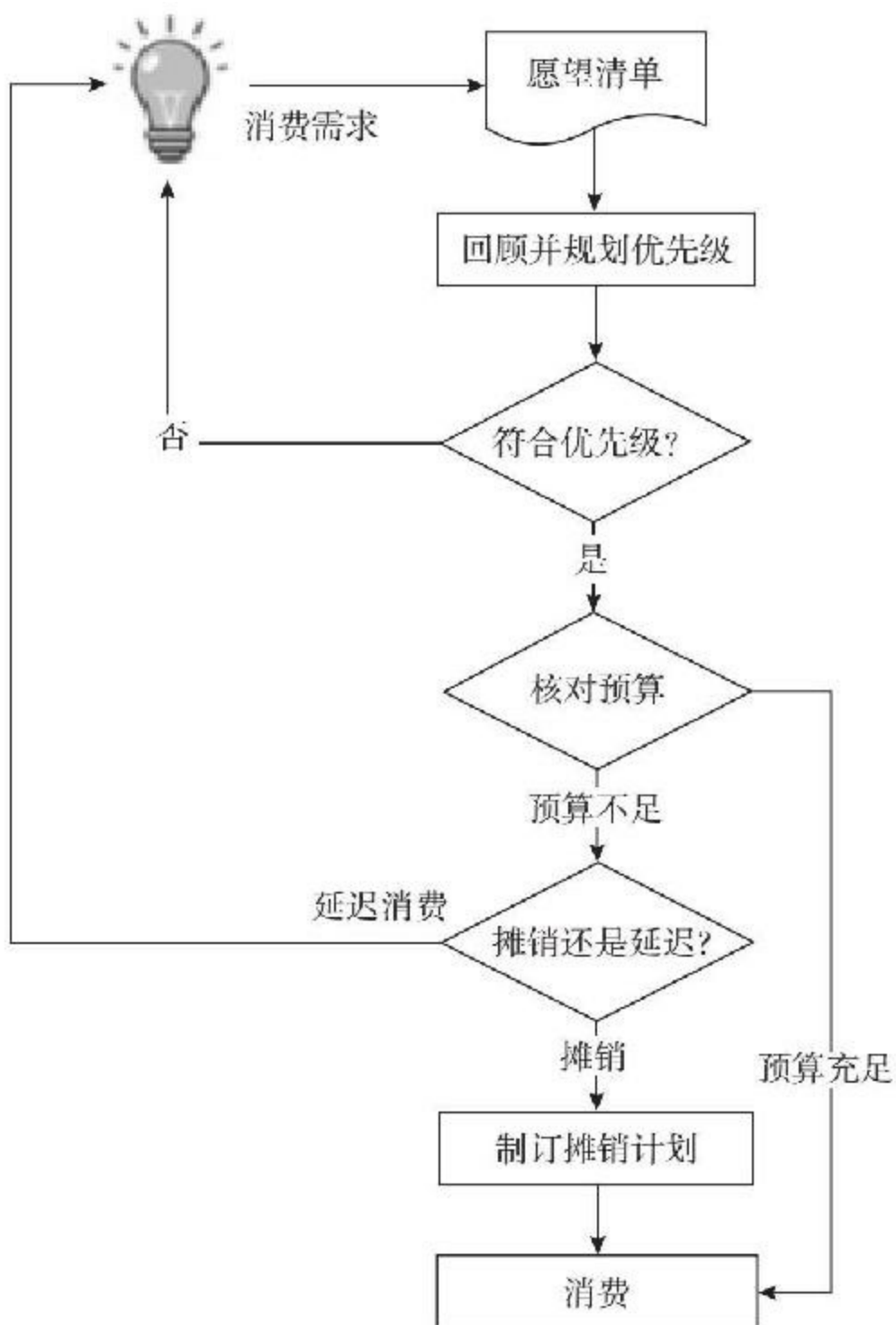


图3.13 愿望清单的使用流程

首先，我们要把所有的消费需求都收集到愿望清单之中。当我们想要某件东西的时候，不要急着下单，先放入愿望清单中，然后进行整理，排列优先级，也相当于对愿望清单的一次维护。

如果发现新放入的消费需求被自己放在了较低的优先级，就有必要重新审视这笔消费的意义，它很可能是一个伪需求。根据我自己的经验，放进愿望清单里的项目，一半以上都会被放弃。

另外，决定放弃的消费也不要从清单中删除，而是做个标记，放在后面整理起来，久而久之就会形成一个很好的统计，帮助了解自己的真实需求是什么。

如果经过清单的过滤，我们依然觉得这个消费需求非常有意义，那就进行下一步——检查自己的预算，决定消费策略。关于预算，我已经在上一节系统地介绍了，这里就不再赘述。

总体来说，愿望清单有两个核心原则：

- 想要消费，先放入愿望清单。
- 优先实现最高优先级的愿望。

如何规划清单优先级

这里借用一个近藤麻理惠的收纳整理原则——怦然心动。很多时候，根本不需要我们列数字、全面对比，只要把两个东西的名字放在一起，你就知道自己更想要哪个。如果一个东西加入清单之后三天、一周、一个月，你都觉得怦然心动，那就别想别的了，肯定是最高优先级的。

当然也并不是所有消费都必须怦然心动，对于相对普通的消费，我会遵守以下原则：

- 经典款、大众款优先，不当小白鼠。不仅仅是消费，假如你和我一样工作上要常常和硬件传感器打交道，你也会远离那些所谓的“新潮”设备。

- 假如你纠结是否买一个东西只是因为它“贵”，那就把它放在高优先级；如果你想买一个东西只是因为它“便宜”，那就把它从清单中剔除。

- 查询权威、中立的产品评测，可以参考一下外文网站。

愿望清单的意义

我认为愿望清单最大的意义是把愿望统一呈现在我们面前，并以此避免其他无效消费对重要愿望的资源挤占。清单内容的提醒，实际上是强化了我们对于自己愿望的理解。

我们可以思考一个关于生产力效率的问题。如果你正在忙一个非常重要的任务，这个时候你突然想到家里的猫粮快要完了，或者同事跑过来问能不能帮找一份资料，你是会立刻放下手头的重要工作，还是先把这件小事记录下来、等到休息的时候再做？有效率意识的朋友往往会选择继续执行当前的重要事项，等空闲时间再做简单的小事。想要什么立刻就做，是低效人士的特征之一。这个效率思维对于提高消费效率同样非常重要。

想到什么立刻就买，是消费低效的原因。如果消费没有策略，想要什么东西立刻下单，就会常常遇到想买真正需要的东西时却没有钱的情况。最后真正需要的东西一拖再拖，而已买的东西没多久就被束之高

阁。

而这个问题在使用愿望清单以后就不再存在了，因为愿望清单会一遍又一遍地提醒你到底什么才是你最想要的。

沉淀信息、项目择优

我认为愿望清单主要有三个好处：信息收集；信息沉淀；项目择优。

不管我们打算购买什么，都先放入清单之中进行信息收集。把所有想法、欲望都收集起来，以便更好地管理和统计。

关于消费有一句很经典的话，“假如3天后你还是想要，那再考虑买”，这就是信息沉淀的意义。很多冲动消费可能几天之后再看发现完全没有必要，而愿望清单天然具有信息沉淀的功能。通过加入清单、过滤清单这两个动作，在冲动和消费之间形成一个缓冲地带。

愿望清单可以更好地辅助我们做项目择优，选出那些我们真正渴望的消费品。当我们面对新的消费冲动时，打开愿望清单，看到清单中渴望已久的东西时，很多一时的冲动也就顷刻间褪去了。

提醒

对于许多人来说，新愿望的权重要显著高于旧愿望。当我们面对新的消费欲望的刺激时，很容易一冲动就把自己本来想要的更重要的东西忘记了。

还是以印象笔记会员续费为例，当我收到续费提醒的瞬间，哪里还记得自己半年前的其他愿望？在这个瞬间，续费在我意识中的权重远远超过了其他更重要的愿望权重的总和，我很容易冲动下单。

为了解决这个问题，我们需要一个工具降低新愿望的权重，提高旧愿望的权重，这就是回顾愿望清单、提醒自己的意义。

如果我们定下一个消费流程，每笔购物开支都必须通过愿望清单，强制自己在购物之前浏览一遍自己的愿望，就把新旧愿望的权重放在一个相同的高度，很多无效消费也就顺理成章地被排除了。

建立愿望清单

除了给自己的愿望清单，还有两张愿望清单值得考虑：

- 全家的愿望清单，通过共同预算来实现，大家一起努力。
- 礼物清单，平时多留意、多收集，用到的时候心不慌。

建立了愿望清单之后，你会发现幸福其实也挺简单的。

生活中的幸福感到底来自哪类消费

80%的幸福感其实来自20%的消费。

获得幸福感与积累财富能够兼得吗？我认为可以，因为砍掉80%无效消费并不会影响我们的生活质量，甚至还会让我们生活得更加舒适，否则何来“断舍离”的热潮呢？

而“鱼和熊掌兼得”的核心就在于，尽可能专注于增加幸福感的20%的重要消费，削减80%的低效消费。

这一章的前三节系统地介绍了效率思维对理性消费的帮助，以及个人预算、愿望清单这两大工具，来帮我们更容易地实现这个目标。这其实就是一个“过滤→沉淀→择优→量化”的过程。在这个过程中，消费的意义越来越明确，生活中的幸福感显著提升，开支水平却稳步下降。

愿望清单实现过滤沉淀

其实我们每个人都有能力找到20%的核心消费，如果把所有的消费需求放在一张愿望清单之内，每个人都可以很快选出对自己而言最重要的东西。但是当这些消费需求分别在不同时间出现时，我们容易失去判断能力。月初发工资的瞬间，许多人会忘记几个月前自己荷包空空时的愿望。

所以我们需要这样一张清单，呈现我们所有的消费需求，并排列优先级，这就是愿望清单。通过把所有愿望记录在清单中，可以让我们明白哪些东西才是最重要的。很多消费冲动，在我们看到清单中更重要的愿望时，往往也就褪去了。

愿望清单对于消费需求起到了过滤和沉淀的作用，在冲动和消费之间形成一个缓冲地带。通过愿望清单，我们可以很容易分辨出哪些消费属于重要的20%，哪些消费属于无效的80%。

但是只有愿望清单并不能帮我们实现全部目标。愿望清单虽然能够提高消费质量，边际效果却是随着资源增加而不断递减的。因为清单中的愿望不可能全部保持一致的质量，越往下质量往往越低。所以我们需要第二个工具——预算，来帮助我们聚焦愿望清单的高质量部分。

预算实现高效择优

如果说愿望清单是提高生活中幸福感的利器，那么预算就是实现财富积累的核心。我们要的是同时获得幸福感和财富。

关于预算我们先要明确一点，预算的首要目的并不在于限制自己，而在于明确计量我们的剩余资源和已消耗资源，就像时钟一样。限制我们的永远是生活本身，是目标与理想之间的差别，是为了实现目标所需要的付出。

系统的预算规划，会进一步帮助我们思考到底什么才是最重要的，为愿望清单进行优先级排序，把有限的资源集中于对我们生活而言最重要的消费上。

预算其实不但不会降低生活中的幸福感，反而会改善生活质量，甚至提高实现财务目标的可能性。一家人一起规划预算并为实现预算目标而努力，还能增加一些生活情趣，甚至激发我们的创造力。

很多研究表明，创新不是靠资源堆出来的，而常常是因为资源不够或者因为某些限制而被“逼”出来的。因为预算对于消费的限制，我们不得不去寻找一些新的消费思路和生活方式，相当于被预算“推”着寻找更好的生活。而找到的那一刻，成就感和幸福感简直“爆棚”。

我自己也常常被预算“推”着发现一些更能增加幸福感的生活方式。我们一家曾经为了更好地实现预算“被迫”每天逛超市，因为这样可以更准确地估计用量而避免浪费。可能有人觉得每天去超市采购比较浪费时间，以前我也这么觉得，但是实践下来发现利远大于弊。平时抱怨自己没有时间和家人好好相处、没有时间健身锻炼的人，逛超市可以帮他们把这些问题都顺便解决了。

我和太太一起逛超市的时候，共同的小目标——买菜——把我们联系起来，一路上一直说不停，从吃什么可以聊到当天的工作，再聊到未来的人生规划，财务自由以后的安排。我们一天80%的交流都是在逛超市的路上完成的，反倒回家后各忙各的，交流的机会没那么多。

除此以外，执行预算也能让我们更快更有效地获得反馈。预算系统的存在实际上是把漫长的10年财富积累过程，分割成了每月预算目标，而且预算本身自带跟踪和反馈的功能，这个过程每一天的进度都是完全透明的。原本是要坚持10年的大目标，就被拆分成了一个个月度消费目标。只要我们实现每个月的目标，最终实现本金积累的目标也就水到渠成。

效率思维指导消费

回顾了愿望清单、预算，我们再重新回到效率思维上。现在再回头看表3.1是不是会有新的感悟。前文介绍的愿望清单和预算，不正是表3.1中“任务”和“资源”的衡量指标吗？理性消费的核心是拥有基于任务管理和时间管理的效率思维，实现有限资源的收益最大化。我们追求的是消费效率最大限度地提升，强化那些能够产生80%幸福感的20%消费，再把那些80%的无效消费的开支变成我们的储蓄。

等我们实现理性消费、高效储蓄以后，我们最终会走向何方？有位读者的留言准确地道出我的心声：

今年消费控制得很好，主要是决定了只买一见钟情的非必需品，结果省了几个月后，我开始对存款数字产生兴趣了，现在无论如何都不想买了。

在这个过程中，我们会不断探求消费和储蓄的意义，直到某一刻，储蓄带来的幸福感超越了消费带来的幸福感。这个时候我们会发现，我们追求财富为的并不是财富带来的物质上的满足，而是财富带给自己的自信、依靠和自由。

利用四象限法解构消费

提起理性消费，你可能听过这样一种观点——想清楚什么是必要、什么是想要，尽量多花“必要”的钱，少花“想要”的钱，控制自己的物欲。但是真的是这样吗？我不这么看。

我们不妨用必要和想要这两个维度来做一个四象限分析，如图3.14所示。

带着这个四象限，我们有必要重新审视一下上文的观点。

我们真的应该多投入“必要”，控制“想要”吗？我的观点恰恰相反，我们应该尽量压缩必要但是不想要的开支（这部分的比重往往出乎意料地大），预算多多倾斜给想要。

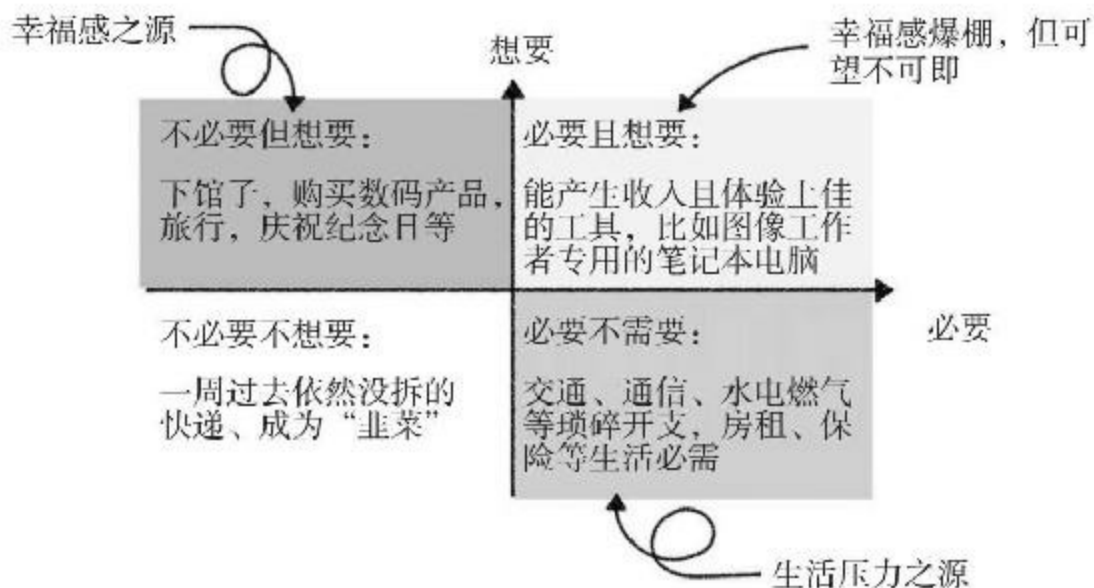


图3.14 利用四象限法解构消费

基于消费的基本心理——促进多巴胺分泌，我坚信必要开支够用就好，“必要消费”的边际成本其实是不断增加的，占比达到一定程度以后对于生活的改善就很有限了，过高反而会引发我们的焦虑。想想看，我们在日常生活中发愁的开支，无不是来自这个象限，比如房租、房贷、教育金。

而“想要”则恰恰相反，实现“想要”是一个分泌多巴胺的过程，是生活幸福感的重中之重。我只见过换了新电脑而手舞足蹈的消费者，几乎没见过交完房租还要下馆子庆祝一下的房客。

不过也请注意，我并未鼓励挥霍、享乐当下，我的建议是在预算的范围内，多给“想要”适当的倾斜，不要过度压抑自己的需求。预算谋求的是未来和当下的平衡，追求的是双赢，在实现为未来储蓄的同时适度满足自己对于当下生活的预期。

但是运用四象限法还面临一个需要解决的问题——怎么有效判断“想要”？

我认为愿望清单是一个非常有效的工具，把所有想要的东西都放进

清单中，对比择优。虽然我们很难评价单个物品是不是真的想要，但是把所有的愿望放在一个清单中比较，答案就一目了然了。

实现高储蓄率的另一个努力方向

我们通常认为投资应该先有本金，对于工薪族来说，本金的最大来源非储蓄莫属，投资要先能存下钱。但是有些人发现存钱异常困难，即使是应用了各种理性消费的技巧还是很难。

其实2014年那会儿我也是存不下钱的，但是现在在财务自由这条路上走得非常愉快，找到契机人是很容易变的。

为什么我存不下钱

有一次我在路边等朋友，闲着无聊时目光便回到自己身上，我大概清点了一下那一身日常装备：

- 鞋子，3年前买的，左脚破了一个洞，太太帮我补上了。
- 裤子，4年前买的，左边口袋已经有了一个方形的手机形状褪色痕。
- 上衣，至少买了3年了。
- 手表，高中时买的，10年间没出过毛病（刚刚退役，作为备用表了）。
- 眼镜，3年前买的，镜框与国产镜片总共花了700元。
- 书包，这个新一点，从太太手里淘来的。
- 手机，3年前买的iPhone 6s，感觉还能再用两年。

可能有人会觉得我穷酸，我反倒暗暗窃喜，因为这样我离财务自由越来越近了。

重点是我以前完全不是这样的。本科时期，我一年至少换一部手机，预算超支是常事，不过家里人给的钱还应付得来。刚刚来德国那年，我花一万多元买了一辆山地车，结果第二次出去玩就把右手骨头摔伤了，再没骑过，因为手养了一年多才彻底好。

后来我就想，促使我有这种改变的契机到底是什么？是自律吗？不可能。假如我自律，为什么以前省不下钱？是因为预算和记账吗？有部分原因，但也不完全是，2012年那会儿我就开始记账、理财，但是直到2016年我才开始掌握门道。

后来我把以下三件事情关联在一起得出了结论：

- 我的抽屉里有个“收藏品”，是我2015年年末在德国买的眼镜框，2 300元买回来居然一次也没带过。现在作为当年乱花钱的证据，放在抽屉里提醒自己。

- 我开始投资，主要是2016年学业不顺，一急之下决定好好研究投资，开始重金入市，因为运气比较好赶上了市场的上升行情，获得了比较客观的投资回报。

- 巧合的是，我也是从2016年开始突然就能够有效贯彻预算计划了，几乎没再超支过。

直到这个时候我才发现了自己转变的真相，2015、2016年的关键转折就是开始认真投资，尝到了本金增值的甜头，2016、2017年投资年化收益率接近50%。从那以后储蓄、执行预算再没觉得困难过。

没有真正理解或者尝试过本金增值所带来的回报，就很难真切体会

到省钱带来的价值。我总结出了一个“幸福感守恒”的理论，可以很好地解释这个过程。

幸福感守恒

生活中，我们对于幸福感的需求其实是相对恒定的，过多过少都不能长久。如果一个人只是单纯地省钱，那么就相当于打破了这个平衡，少消费获得的幸福感就会减少，这个过程自然难以坚持。

如果减少消费所缺失的幸福感能够从另外一个方面补回来，使得幸福感守恒，省钱就会变得容易很多。一般有三个逻辑：

第一，同样的消费金额，会花钱的人获得的幸福感更高，之前我提的“预算+愿望清单”策略就是这个思路。

第二，能够从自己储蓄增长的过程中获得快乐，但是不同的人体会不同，有很多读者给我留言说自己存钱上瘾，但是也有很多人体会不到。

第三，也就是我这一节想说的，用本金赚钱的幸福感和成就感会弥补省钱带来的幸福感缺口，所以省钱就会变得非常容易。

用本金赚钱，实际上就是给省钱赋予了现实意义。以前是，省钱，消费变少，没有下一步，没有形成闭环；现在是，省钱，本金多了，赚得更多，更有动力省钱形成一个强大的正反馈。

其实还能再进一步，因为我们需要的幸福感守恒，所以当投资赚钱越来越顺利，这种幸福感会直接挤压消费需求，以至于消费需求越来越少。这或许可以解释为什么很多著名投资者很富有却异常节俭。

《游戏改变世界》^[3]一书中有一句非常精彩的话：

如果游戏的目标真正具有吸引力、反馈又足以激励人心，我们

就会在相当长的时间里发挥创造力，满怀热情，真心实意地不断挑战游戏设置的重重障碍。

财务自由对我来说可不就是一个游戏，还是会疯狂沉迷的那种，我能乐此不疲地分享财务自由实践，竟然是因为我无意中给自己搭建了一个会改变人生的游戏，而投资赚钱就是这个游戏的关键反馈。

有些人善于省钱，工作没几年就能存下一笔小钱。但是这属于从小养成的习惯，如果尝试省钱未果，就别在这条路上“死磕”了。

对于没有这种能力的人（比如我），就得另找出路，先学会用本金赚钱，或者理解本金赚钱的逻辑和可行性，并坚信本金能赚到钱。经过这种转变，省钱才会变得容易。

钱是省出来的，也是赚出来的，但是用本金赚和用体力赚有本质区别，体力赚钱是很难形成反馈和闭环的，而用本金赚钱可以。因省不下钱而苦恼的朋友不妨转换一下思维，先试试学习投资赚钱吧。

过度压抑消费容易导致反弹

提升储蓄率、积累财富固然重要，但是度也要把握好。我通过很多渠道也陆陆续续读过一些和我一样倡导财务自由的人的文章，但是很多内容对于消费节俭的描述过于极端化。把追求财务自由的人描绘得极其吝啬，在生活上极度压制。我个人并不建议为了财务自由竭尽所能压缩开支，牺牲生活质量，而且过度压抑非常容易导致后期的报复性消费。

找回财务自由的初衷

我们财务自由的初衷是，不再为收入和生计而忍受不喜欢的生活，拿回生活的选择权，有底气对不喜欢的事情说不。而如果我们过度苛求自己，牺牲生活质量，反而本末倒置。不管是断舍离，还是其他方法，都有一个重要的前提——你会因此更快乐。

控制和削减开支也是同样的道理，合理地控制消费应该让你更舒服而不是更加焦虑：

- 低效消费少了，家里更整洁了。
- 无用的东西少了，心理负担也小了。
- 摆脱月光，储蓄明显增长，带来正向激励。

对于消费欲望的过度压抑很容易导致反弹，我并不倡导这种方式，很难坚持，且常常会导致后期的报复性消费。

前文推荐过的《不上班也有钱》一书，作者是一个成功的财务自由实践者。作者的一些经验教训值得我们思考。比如作者甚至为了省钱考虑过自己养猪，最后研究了一番选择放弃，太影响生活了。又比如为了省钱，全家挤在一个非常小的房子里，一做饭到处都是油烟，烟感器响个不停，生活受到了很大的影响，最后不堪其扰，还是搬出了这个小房子。

省钱是为生活目标服务，但是当省钱和必需的生活需求冲突时，生活才是我们的基本诉求。我一直很喜欢举减肥的例子，因为道理真的很像。财务自由之路和减肥有很多相似之处，重要的不是找到见效最快的方法，而是找到有效并且容易坚持的方法。

找到一个可持续的方法比找到一个见效快的方法，更重要！一下把一半的开支砍掉，储蓄效果确实立竿见影。但是问题在于我们的财务自由之路一般要十几年，每个月存下10%坚持10年，效果比每个月存下一半，但是只能坚持3个月显然更有效。你见过刚起跑就拼命狂奔的马拉松运动员吗？慢慢来，跑得久比跑得快更重要。

从需求出发降低开支

我并没有否定节流的意义，只是一个可持续、可复制的方法非常重要。一个可持续的储蓄计划，重点是不断削减无效消费，杜绝浪费，而不是压抑必需的生活诉求。

我建议在令我们“怦然心动”的需求上不妥协，一步到位，在可有可无的消费上“下狠手”，甚至直接砍掉。比较理想的结果是，伪需求越来越少，真正的需求得到很好的满足，并顺利攒下钱。而不是为了攒钱，拼命压抑全部生活需求。

我曾经晒出了自己的预算，大约是当地水准的1/3不到。所以大家可能也理所当然地认为我的生活非常节俭，但是其实并没有。就拿一个

月2 300元，两个人、两只猫的餐饮预算来说，我们自己是乐在其中的，而且我们的餐饮标准并不低，至少比周边的中餐馆水平要好，一半以上的菜品是达到发朋友圈的水平。

再比如消费预算，我希望实现财务自由，但是我依然给购物消费留了占比近40%的预算，可以让我顺利但是不会太轻松地买下我真正喜欢或者需要的东西。

总而言之，节流、储蓄一定要建立在可持续的基础上，把有限的预算集中在带来幸福感最强的事物上，“好钢用在刀刃上”。可以先从找到自己觉得生活品质可以接受的预算开始，再逐步削减必要性较低的开支，这样实践性高一些。

小结

理财本质上就是把自己的职业价值和人力价值转化为财富的过程，很多人以为只要收入高就能拥有更多财富。但是如果没有储蓄，这些价值最终只会变成一笔笔非理性消费，被我们浪费掉。

储蓄是把自己的价值转换为财富的有效手段，而且这件事并没有大家想的那么困难，也并不会影响我们享受当下的生活。只要我们用好预算和愿望清单这些简单的工具，兼顾高效储蓄和获得幸福感并不难。

把有限的预算集中在我们最珍惜的事物上，砍掉无效消费，把它们转换为财富，我们会发现理财这件事并不难。

[1] 近藤麻理惠.怦然心动的人生整理魔法[M].徐明中，译.长沙：湖南文艺出版社.2018.

[2] 供用的是企业间临时借贷的“过桥贷款”这个名字，就像是现在的自己向未来的自己借了一笔过桥贷款。

[3] 简·麦戈尼格尔.游戏改变世界[M].阎佳，译.杭州：浙江人民出版社，2012.



第四章

如何买保险

保险作为家庭理财不可或缺的一步，为我们的投资和生活保驾护航。相信大家都不愿意看到，因为一些意外开支导致本金大幅度缩水。好在现在大家对保险的认可度已经越来越高，也逐渐意识到保险的重要性。

目前市面上关于保险的介绍不少，大都是把保险作为一个孤立的个体，而不是和投资作为整体来考虑。保险和投资同样作为金融工具，其实有很多互补或者相互替代的部分，只考虑保险，很容易导致保障低效和资源浪费。

保险的原理实际上就是把大家的保费收集起来，一方面进行投资增值，另一方面当被保险人出险的时候再从资金池内提取资金来提供保障。作为一个懂投资的人，很多时候大可自己进行投资来增强自己的抗风险能力，而不用过度依赖保险公司。

在实际生活中，投资是能够与保险互补的，当投资净值超过一定临界值后，也能带来很强的抗风险能力。假如我每月能用投资产生1万元的被动收入，那我的抗风险能力一定就要远高于工资为1万元的情况，因为投资带来的被动收入不会受到生病、误工等情况影响。

当我们已经进入或者计划在未来进入这样的被动收入状态，就势必要重新考虑保险组合。怎么让保险和投资配合起来，这是考虑的重点。我在前文中也不断强调，保险是投资体系中必不可少的一环。比如医疗险和重疾险等常备险种，是防止我们因病致贫的根本保障。把保险和投资放在一起考虑，给我们提供了更多的机会和可能性。

在这一章中我想着重回答以下核心问题——做投资的人应该怎么买保险？当我们掌握一定的投资技巧和工具以后，看待保险会有哪些不同之处？

两条线看价值变化

投资者买保险的思路和普通人买保险有什么区别？我们来看图4.1中两条线就知道了。

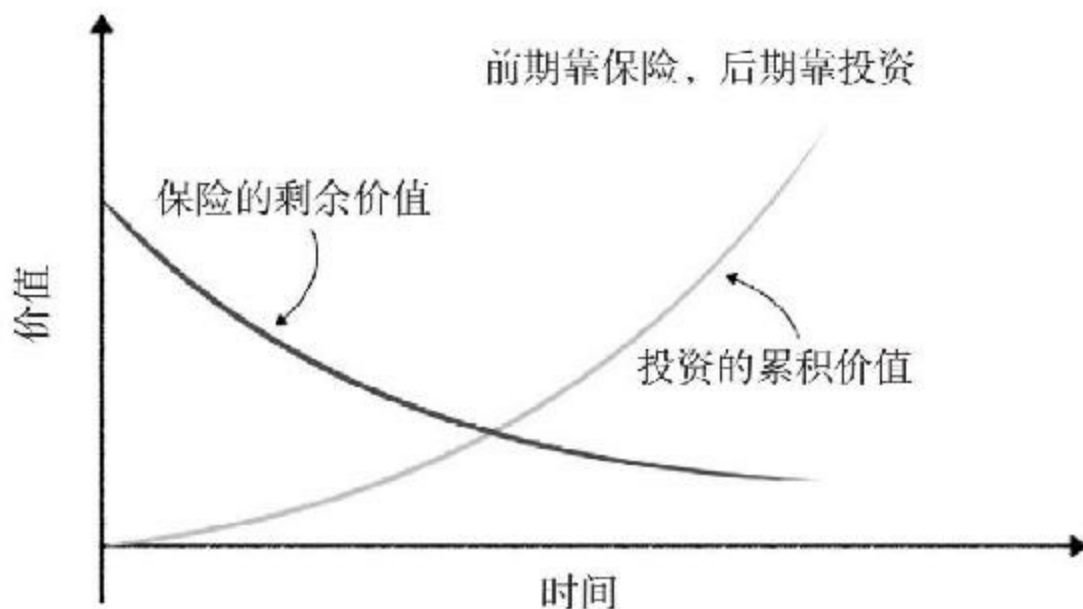


图4.1 保险与投资的价值随时间的变化

如图4.1所示，保险的价值最高点在起始点，由于通货膨胀的原因价值不断下降。而投资的价值变化和保险正相反，投资的早期价值很低，本金少，基本起不到什么作用，但是投资越到后期价值越高，复利累积效应越来越明显。

那图4.1中的这两条线告诉了我们什么？

保险关注中短期，投资关注长期。不能指望保险能够解决长期尤其是终身问题，也别想着刚刚开始投资就能马上产生稳定的被动收入。后文我会反复使用这两条线，因为想让保险买得更划算靠的就是它。

比如重疾险，相比于终身保障，我更推荐保障期限为30年的。30年以后，保险本身的价值就已经所剩无几。同样是50万元的保额，如今觉得绰绰有余，但是等到我七八十岁，很可能因为通货膨胀不够用。终身险只是心理安慰，其实保不了终身。

你可能会问，那我30年后的保障怎么办？答案在第二条线上——投资。保期30年的保险比终身保障要便宜不少，如果把节约下来的保费用来投资，30年后会有大大的惊喜，积累下的投资大概率会超过保险的保额，怎么还会愁老了没有保障？

为什么保险要早买

早买保险是个两头赚钱的好事。保险越早买越便宜，真生病以后很可能就买不了保险了，这是大多数人的普遍认知。现在我们还要用图4.1中的两条线来补充说明。

为什么保险要早买？因为早期我们的投资价值还没有涨起来，处在一个非常脆弱的时期。早期最怕的是什么呢？是损失本金，今天失去的1万元，未来很可能价值5万元、10万元甚至更高。在投资理财的早期，保险乍看上去保的是健康、是生命，其实保护的也是我们的投资本金。

保险越早买价值越大，而保险越早买也越便宜，所以是两头赚钱。

保险是消费不是投资

保险并不是投资，增加抗风险能力的同时也在增加负担，不要想着保险能够让我们占便宜。

关于保险策略最恰当的比喻，我认为是——头盔+防弹背心。保险就好比防护工具，没有防护工具就上战场等于自取灭亡。但问题是防护工具也不能穿太多，否则就失去了灵活性，反倒更容易被歼灭。

所以问题来了，哪个防护工具没有会要命，不穿戴不行，最好还不要影响灵活性？头盔和防弹背心，护头、护心即可。

保险也是一样的道理，我们的原则就是只买刚需，其他的一概不要。省下来的钱，要么做投资，要么把刚需保险升级。

总结如下：

- 保险只买刚需，刚需买到最佳，其他的不要买。
- 保险关注中短期，保障期限在30年左右性价比最高，长期保障靠投资。

四大类刚需保险的作用详解

对于大部分工薪族而言，除了五险一金的社保以外，我们一般还需要四大类刚需保险，分别是医疗险、重疾险、意外险和寿险。要选择自己适合的保险，首先有必要彻底弄清楚不同保险的保障内容。

在判断保险的时候容易出现一个误区就是只看保险保障的出险情况，比如生病要用到医疗险和重疾险，所以这两个保险就是保障疾病。其实这是不对的，保险是在对应风险出现时分担我们的财务所面临的不可预料的压力，而不是保障这个风险本身。

医疗险保障的主要是出现重大疾病时分担沉重的医疗费和住院费负担。重疾险保障的主要是出现重大疾病导致失去工作能力时，补偿随之而来的收入缺口，本质上是生活费，而不是医药费。对于医疗险和重疾险的误解非常普遍，稍后我会具体介绍。

意外险保障的情况稍微复杂，因为意外导致的问题可大可小，主要就是意外事故导致的对应开支。

寿险，主要为定期寿险，主要保障的是对家庭一方因疾病或意外身故导致的收入缺口进行补偿。这个保险因为和身故直接挂钩，所以许多人会避讳，但是我个人认为寿险其实是非常重要的险种，重要性甚至高于意外险。稍后我也会详细介绍。

从保险的刚需程度来说，我建议的配置顺序是：医疗险、重疾险、寿险、意外险。

不同险种所保障的风险不同，我们可以有效地分析自己对保险的需求程度。一个例子就是，对于已经实现财务自由的人来说，重疾险和定期寿险就都可以不再投保了，因为财务自由以后已经不存在收入缺口的问题。

题，只要本金在、收益在，收入就不用发愁，也就不存在收入缺口的风险。

不同险种能不能相互替代

有些保险的保障范围是有一定重叠的，比如寿险和意外险都保障意外身故，再比如医疗险和重疾险都会在生大病时提供赔付。所以常常会有这样的疑问：不同险种能不能相互替代？

要系统地回答这个问题，我建议从我们上文所讲的不同险种所保障的风险入手。如果一类保险可以完全覆盖另一类保险所承担的风险，或者满足了自己的全部保险需求，就可以考虑相互替代，否则就不行。

比如大家常常问到的医疗险能不能代替重疾险，以此为例来看看具体的判断过程。就像我们前面所说的，医疗险和重疾险都属于健康险范畴，都是在生病的时候用到，很容易出现混淆。当然，答案是非常确定的——不能相互代替，因为这两类保险所保障的其实是完全不同的风险。

医疗险不能代替重疾险

先说医疗险为什么不能代替重疾险。

医疗险是一个比较热门的险种，最大的优势是杠杆足够高，几百元的保费能够得到上百万元的保障。医疗险像社保一样实报实销，花多少医疗费就对应理赔多少（或者某些情况下更少一点）。

这里我们需要抓住的重点就是医疗险只理赔医疗费。但是我们生病期间所需要负担的不仅仅是医疗费，更重要的是如果生大病，这段时间不能工作就会产生很大的收入缺口。

生病没有了收入，但是生活还要继续，这部分缺口是没有办法使用医疗险来弥补的。餐饮、教育、房租、房贷每一项都是刚需开支。而这

些开支只能用重疾险来弥补。相比于医疗险，重疾险是生病以后直接给你一笔钱（保额），可以自行选择资金用途，这是重疾险的最大用途——补偿生病期间的收入缺口。

除此以外，医疗险还有几点需要注意一下：保费不恒定，后期会越来越高，甚至超过重疾险；不能保证续保，这个值得多说几句，因为会直接影响到我们选保险。假如突生大病，又正好赶上对应产品下架不能续保，此时换其他保险产品很难，到时就举步维艰了。

重疾险也不能代替医疗险

同样地，重疾险也不能替代医疗险。产生医疗费的情况可能多种多样，比如意外事故需要住院或者手术，但是如果没有导致重疾险中所约定的重疾，这些费用无法得到赔付。

更关键的是，用重疾险去覆盖医疗费是非常不明智、不划算的。因为重疾险的杠杆倍率比医疗险低太多了。重疾险50万元保额，一年保费要几千元到一万元，而医疗险400万元的保额，保费往往只有重疾险的1/10。

所以总体来说，医疗险和重疾险的分工是很明确的——医疗险管生病期间的医疗费，重疾险则相当于生病期间的误工费，补偿收入。重疾险的理想保额是高于当前的总负债和两三年生活开支。

只要我们想清楚各类保险所保障的具体风险，再考虑前面所说的“保险只买刚需”原则，很容易就可以得出结论。

保险的保障期限买多久最划算

介绍了四大刚需险种，解决了买什么的问题，现在我们来详细看一下如何买，带着中短期思维买保险和直接买入终身保险到底会有多大的区别。

保险价值最大的时期是中短期，在投资价值增长到可以充分发挥作用以前，使用保险对抗风险就是一种刚需，既是保护我们的健康，也是保护我们的投资本金不被挪用。

保险的保费和保障期限是正相关的，保终身的险种要比只保10年的险种贵上很多倍，这里就涉及一个平衡的问题。保险买得太贵挤占现金流会影响后期的投资，保险买得太少或者保障期限太短又没有办法充分覆盖风险、保障不足，该怎么平衡？影响保费和保障情况的一个重要因素就是保障期限，买终身还是买定期？具体买多久？这都是值得斟酌的问题。

所以接下来我们以重疾险为例，量化地考虑长期终身保障和中短期保障的具体区别。

终身保险还是定期保险

我先问大家几个问题：你还记得20年前的物价水平吗？你知道20年间货币购买力下降了多少？我找到了国家统计局从1978年到2018年的统计数据，在这40年间物价上涨6.5倍。

那么问题来了，过去40年是这样，那么假如我们现在购买了终身重疾险保额50万元，那么再过40年以后这份保险的保额价值还剩多少？折算一下也就相当于现在的7.7万元了，保障能力的下降还是挺明显的。

图4.1中的两条线也很直观地说明了这个问题，保险的价值随时间降低，投资则正相反。既然保险会逐渐贬值，那我们可以把保障期限适度缩短、保费更低，再用省下的保费来投资，获得真正的长期保障。对于大部分人来说，这是一个更适合的选择。

重疾险买多久最划算

既然需要保险和投资的组合方案——买几十年的定期保险，再把省下来的钱用于投资。那么问题来了，保险期限买多久对我们来说最划算？

此处我以30岁为例进行计算，对比以下3种方案：

- 买终身重疾险，保费缴纳30年。
- 买40年保障期限的，保费缴纳30年，省下的钱定投。
- 买30年保障期限的，保费缴纳20年，省下的钱定投。

我选择了一款比较畅销的重疾险作为参照，3种方案的具体对比如表4.1所示。

表4.1 3种方案对比

	保额 (万元)	保障 (年)	缴费年限 (年)	保费 (元/年)	用于投资的差价 (元/年)
方案一	50	终身	30	4 850	
方案二	50	40	30	3 400	1 450
方案三	50	30	20	2 650	2 200 (前 20 年) 4 850 (后 10 年)

投资的部分，我按照10%的年化收益率来计算。为了对比这几个方

案，我计算了“保额+投资”的总价值变化，如图4.2所示。假如真的不幸生病，保险和投资可以共同负担我们的生活。可以很明显地看到，附加了投资的方案二和方案三后期的表现非常惊艳，60年后居然可以增值到上百万元。

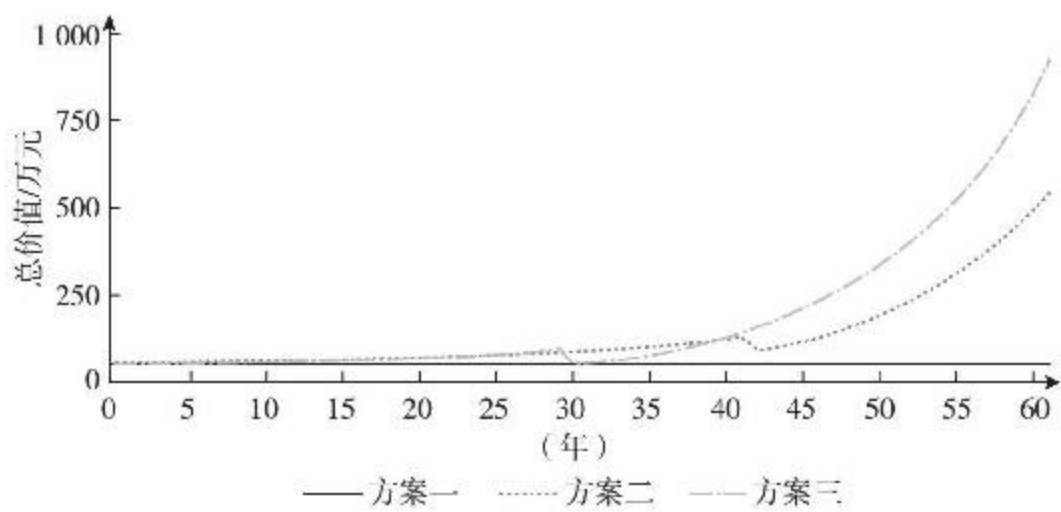


图4.2 3种方案的总价值变化

我们把图4.2稍微放大一点儿来看，如4.3所示，关注的关键点是：保险保障到期后，投资增长情况能不能弥补风险敞口？可以看到方案三在保险到期的第一年略低于50万，还是有一点风险敞口；方案二则比较稳妥，同时兼顾了保障和后期的价值增长。

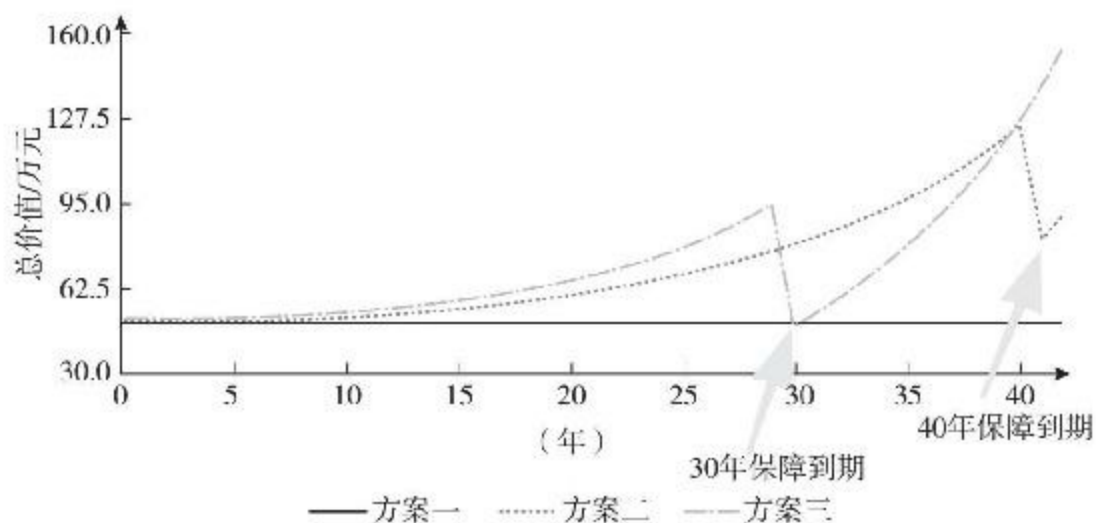


图4.3 3种方案的总价值变化局部放大图

因此，就重疾险而言，个人是比较倾向40年保障期限。综合保险和投资，重疾险40年保障期限是保费和保障相对平衡的组合，可以同时覆盖短中长期的保障，而且后期会有高额的可支配资产。

综上所述，对于年轻人，建议买定期重疾险，保障40年相对合适。对于40岁以上的，建议直接买终身险，考虑自身年龄买40年保障期限和买终身险区别不大了。

这个计算方法不仅仅适用于重疾险，其实对于其他类型的保险，比如定期寿险，也同样适用，大家不妨在投保前稍微进行计算来获得更加全面的了解。

容易被忽视的寿险

就像我们前面所说的，因为寿险和身故相关，导致大家对于寿险比较避讳。很多人会买齐医疗险、重疾险和意外险，但是唯独没有寿险，但是我个人认为寿险比意外险更重要。我就给自己投了两份寿险，一份受益人填我太太，一份受益人填父母，分别投保了250万元。

寿险和意外险都属于典型的高杠杆，保额高、保费低。其中意外险的杠杆尤其高，同样的保额比定期寿险便宜不少。所以不少人只给自己买了意外险，没有配置寿险。但是凡是便宜总是有道理的，保险的身故理赔数据中，疾病所致占比80%，意外所致占比20%，这个比例刚好符合意外险和寿险的差价。所以真的看重保障，我反倒是建议先配置寿险，有需要再配置意外险作为补充。

以下几类家庭是尤其不应该忽视寿险的：

- 固定开销比较大的。
- 家庭收入来源比较单一，一方为家庭支柱。
- 有房贷等负债的家庭。

另外稍微补充一句，大部分读者对于寿险有一个误区，就是自己不受益。其实并不完全是，寿险保的是身故和全残，全残也包含双目失明、咀嚼技能丧失、神经系统导致的失去工作能力等状况。

除此以外，其实还有一个虽然和保险没有直接关系，却能大幅度提升家庭抗风险能力的习惯——多和家人沟通家庭财务状况。

比如我家里是我管账的，我太太不但不管账，连银行卡密码都是我给记着，钱在哪儿、有多少一概不知道。所以有时候我挺担心的，万一发生意外情况可怎么办。我就把重要信息都逼着太太记下来，然后定期考试确保没有问题。生活其实没什么可预测性，概率再小还是可能突然发生。

一项德国的统计数据，德国约有价值20亿欧元的“死”账户，因为持有人意外离世而又无人知晓，就一直静静躺在那儿。其中大部分原因是老人离世，上了年纪的人大都会有意识地安排这些事情，但依然会有这么多意想不到的问题，更何况我们这些年轻人呢。

我国对于财产这类问题还比较敏感，比较典型的就父母和孩子之间避而不谈，还有的家庭是一方管账，另一方只知道大概情况，这样都不太好。

所以在这儿给大家提个建议，有空多和家人沟通一下财产和配置情况，如果真发生意外也不会茫然无措。

关于保险的几个实用原则

保险归保险，投资归投资。不建议买返还型保险或者其他投资属性很重的保险。很多人比较喜欢购买返还型保险，这类保险往往保额很低、保费却很高，最后既不能实现有效保障，也不能提供可观的投资回报。

理性考虑保障期限。终身保障看起来非常可靠，但是由于通货膨胀的影响很可能并不能实现保终身，还是需要具体计算。如果能够做好规划，一部分钱买定期保险，一部分钱用来投资理财其实能得到更好的终身保障。

尽可能拉长缴费年限。这样来自现金流的压力会小很多，也可以早期快快开始积累自己的投资本金。

认真阅读保险条款。保险是典型的强监管产品，不存在公司跑路的情况，但是有很多潜在限制条款，而我们对于某一个保险产品的第一印象很可能和其条款是有所区别的。有些意外情况可能是不被承保的，比如很多意外险产品就不保猝死，如果没有事先好好了解保险条款，很容易产生“保障幻觉”，以为自己已经得到了很好的保障，结果真到出险的时候后悔莫及。

财务自由的时间可能很长，很多人想着等自己财务自由以后是不是年纪也大了，也享受不了生活了。其实不是的，财务自由对我们生活的积极影响其实在我们开始考虑财务自由这个问题的时候就已经开始了。

我们可以先想想自己财务自由以后想做的事情。我问过很多人，最后却发现，大部分我们想在财务自由以后才做的事情其实现在就可以开始。

短期来讲，追求财务自由的过程会为我们提供一个新的思维方式，帮我们发现对我们生活真正重要的东西。改变何需等到真的财务自由以后，现在就可以开始。

追求财务自由的过程会帮我们跳出原有思维方式的限制——必须工作和向不喜欢的事妥协才能维持生活。在这样的限制下，我们太少考虑自己真正的追求和价值实现，财务自由不是让我们不再工作，而是帮我们找到能实现自身价值的工作。

追求财务自由的过程更像是一种思维游戏，我曾经和朋友组织过一次关于财务自由后的生活的畅想，最后得出的结论很有意思，其实我们财务自由以后希望做的绝大部分事情现在就可以开始。只不过平时我们受限于各种各样的现实问题从来没有正视过这些底层的心理需求。我稍微做了一下总结，发现这些愿望基本都集中在这三个方面：

- 选择，可以按照自己的本心来做事，拒绝不喜欢的事物。把时间“浪费”在美好的东西上。
- 提升，“学习”居然是高频词榜首。继续精进自己，但是不再为钱，而是为自己的人生和爱好。
- 贡献，为家人、为社会。

很多人预料中的“再也不用工作”“每天赖在家里”这类愿望实际上出现频率相当低。这样的生活也许初期会觉得很爽，但是并不足以支撑生活本身。《被讨厌的勇气》[\[1\]](#)中提到过，幸福感很大的来源就是自立和贡献。当我们不再为钱，而只为开心、幸福而做事时，也会自然而然地回到自立和贡献这两个主题上。

结语

财务自由并非遥不可及，作为工薪族，只要能够早早开始规划、认真执行，同样可以实现财务自由，提前退休。如果这本书让你意识到了投资理财对于生活的巨大作用，那就是我莫大的成功。

但是作为作者也需要客观地说几句，投资理财对于生活很重要，但是投资理财不是万能的。投资理财本质上是一个将职业价值和人力价值变现的过程，我们自身的价值才是投资理财成功的基石。

一些投资者在投资理财入门之后会产生一种错觉——理财能赚大钱、理财无所不能，然后投入大量的时间进行操作，比如炒股，力图击败市场获得更高的回报。但是往往事与愿违，投资理财的边际成本是越来越高的，小白从零起步，多花一点时间就可以创造满意的收益。但是如果想着在里面投入双倍时间就能获得双倍回报，那现实可能就让我们失望了。

建议工薪族制订自己的投资计划以后，安心执行即可。可以再花一点儿时间学习理财相关知识，也可以投入更多时间到自己的本职工作或者发展一份副业，都能获得不错的回报，唯独一条路要慎重考虑——专研主动操作，力图击败市场获得更高回报。

工薪族投资者一定要“躺着赚钱”！

[1] 岸见一郎，古贺史健.被讨厌的勇气：“自我启发之父”阿德勒的哲学课[M].渠海霞，译.北京：机械工业出版社，2015.

附录

一份财务状况速查清单，你准备好投资了吗

理财技能的修炼，发生在投资以外地方。虽然提到理财，大家首先想到的总是投资，但是，投资其实是理财的最后一步，而不是第一步。

良好的财务状况是投资的重要前提，而检查财务状况的核心不是“我有多少钱”，而是“我能‘活’多久”，归根结底是“脆弱性”的问题。

我认为，中产与富人的主要区别不是体现在表面的消费水平和日常的生活质量上，而是体现在当前财务状况的抗打击能力和自由度上。

先看个人的生活质量，从无产到中产的过程中，生活质量可以说得到飞跃性的提升。当我们有自己的第一套房子、第一辆车的时候，生活质量明显会上一个台阶。相比之下，从中产到富人的过程，生活质量当然也会上升，但不及从无产到中产那般明显。

那么中产和富人间最大的区别在哪里？

很多人说自己不敢生病，说自己出现中年危机，这都是脆弱的财务状况导致的。当中产因突发事件失去工作时，生活往往会遭遇很大的打击，上有老、下有小，再加上房贷，想想都令人害怕。

活得久比跑得快更重要，只要活着总有机会。所以，检查财务状况就是要确保自己能“活”着，确保自己能挺过黎明前的黑暗，坚持到下一

次机会。

我把自己关于理财的思考和投资的准备，整理成以下包含五个问题的清单，以方便及时回顾自己的财务状况，获得一个更加全面客观的评价。

- 是否真正了解自己的财务状况？
- 是否检查自己的开支结构？
- 是否了解自己的债务状况，先还债还是先投资？
- 是否准备了足够的紧急备用金？
- 是否配置了必要的保险？

是否真正了解自己的财务状况

- 我有多少个账户，包括银行卡、信用卡、支付宝及现金等所有形式？
- 每个账户的余额是多少？总误差不超过100元。
- 过去几个月我的收支水平如何？钱都用来干什么了？
- 未来6个月内，我会有哪些预期开支？

了解自己的收支和资产水平是理财的前提，也是一切投资的基础。如果不知道自己有多少、花多少，那么应该如何确定自己有多少用于投资呢？

在前文中，我们强调过记账对理财的重要性。记账是帮助我们时刻

了解和跟踪自己财务状况的有力工具。

记账是一件容易开始却难以坚持又容易遗忘的小事。对于记账，我常听到这样的反对意见：“就算我记了账，该赚多少还是多少，该花的钱也没少花，我记账干什么呢？”

没错，记账本身并不能改变什么，但是记账能让很多改变的发生成为可能。就好比，游戏中显示怪物的血条本身不能让你升级，但可以让补刀成为可能；镜子本身不能提升你的化妆技巧，但至少可以告诉你今天的妆化得好不好。

是否检查自己的开支结构

必需开支，是指那些必须支出的费用，比如房租、贷款、基本餐饮费用、水电费、交通费等；相对应的非必需开支，则包括购物、下馆子、看电影等。

必需开支在总开支中的占比越高，财务状况的弹性就越小，财务越脆弱。这类开支占比过高不一定是收入低的缘故，也可能是自身生活水平与收入水平不对等，比如月薪1万元却住着房租8 000元的公寓。

我建议必需开支的占比不要超过60%，理想情况是不到一半。再考虑每个月20%左右的购物和娱乐等费用，至少每个月还能保证有不少节余用来投资。

另外，也不建议过于压制购物和娱乐等非必需开支，该享受的时候也需要放松一下。如果过于压制，很可能导致后期的报复性消费，就和人减肥时饿急了暴饮暴食差不多。省钱和消费之间还是需要适当的平衡。

是否了解自己的债务状况，先还债还是先投资

生活中的债务问题和投资问题一样常见，有些债务是有利的，比如合理的杠杆；而有些债务则是我们财务自由之路上的“拦路虎”，比如为了一时享受而借的消费贷。

有利的债务应该保留，好好利用，而对生活不利的债务则应该尽快处理。所以在开始理财时，我们必须考虑清楚：怎么区分债务的好坏？先还债，还是先投资？其实答案很简单，哪个利率高就先搞定哪个。

如果债务利率是5%，我们投资的预期收益率是10%，那债务拖着不还就等于平白多了5%的收益。而如果反过来，债务利率是10%，投资的预期收益率是5%，那债务拖着不还就越滚越大。所以，如果债务利率更高，就先还债；如果投资的预期收益率更高，就先投资。

这里涉及了两个数字，债务利率和投资的预期收益率。债务的利率是事先约定好的，不需要计算，直接查合同就好了。那么就只需要搞清楚投资的预期收益率是多少。

投资的预期收益率和投资的时间长度息息相关。假如只投资10天，那我们最好选择货币基金类的短期投资，预期收益率约为2%。如果计划投资5年，我们就可以选择波动更高的指数基金，预期收益率约10%。

那么预期收益率的简单估计方法，可以参考表A-1。

表A-1 简化的预期收益率估算

时间	预期收益率及方法
1 年以下	2% 左右，余额宝等
3 年	6% 左右，债券基金
5 年及以上	10% 左右，股票指数基金

虽然我们在资本市场的长期收益率很可能会高于10%，可以达到

15%甚至更高的水平，但是在估计的时候我建议还是保守一点，取10%的收益预期率。因为如果投资不顺，我们的收益会下降，但是我们的负债可不会因此降低利息。生活中我们总要给自己留一点儿安全边际才好。

为了帮助大家更好地理解上面的内容，此处举两个例子：

•A有48万元房贷，每月还3 000元，这两年存了10万元，是先还贷还是先定投理财好呢？

一般来说，长期的贷款，比如房贷、车贷，我们可以以10%的利率作为分界。鉴于房贷的利率普遍在5%甚至以下，我们应该尽可能少还，这是相当安全的杠杆。

•B之前没有理财意识，目前为止，包含信用卡已欠款达20万元，是先还债还是边理财边还债？

大部分中短期债务普遍利率比较高，比如信用卡、消费贷（除了信用卡的免息期），利率大都在10%以上，所以这类贷款还是趁早还清吧，越拖延压力越大。

是否准备了足够的紧急备用金

如果突然失去工作，我们能撑多久？回答这个问题时，需考虑以下前提条件：

- 不降低当前生活质量，如果有贷款，不能断供。
- 不影响当前的投资计划，不可提前撤回投资资金。

其实这个问题考察的核心是紧急备用金的配置，紧急备用金的金额建议能够保证6~12个月的家庭生活开支，包括基本生活费用、贷款、购

物消费等所有开支。

虽然以失去工作为假设，但是紧急备用金能应对的情况绝不仅仅如此。日常生活中的变数太多了，生病、修车、意外消费等，每件都是小概率事件，但是小概率叠加起来就变成了大概率。

防患于未然真的很有必要。建议紧急备用金以活期存款或者货币基金等形式保存，要求绝对保本、快速变现。

除了备用金以外，还可以考虑备一张专门的信用卡。真到着急用钱的时候，透支取现的速度最快。然后，一定记得立刻把紧急备用金转出来还信用卡，透支取现没有免息期，非必需时刻不要乱用。

是否配置了必要的保险

请大家考虑以下问题：

- 是否给全部家人配置了医疗相关保险？
- 是否给家庭配置了财产相关保险？
- 保额是否与个人状况相匹配？

日常生活中的意外无外乎来自两个方面——人和钱。所以，医疗相关和财产相关的保险应该是每个人必需的基本保险。

首先必须承认，凡是保险，肯定没有划算的，综合考虑概率和所支付的费用，投保人一定是亏的，不然保险公司怎么赚钱。那么为什么我们还要买保险？保险的目的是防范无法承受的重大风险，所以保额一定要和个人状况相匹配。

举几个例子来说吧，先说医疗方面：

•A年收入二三十万元，净资产略高于100万元，那么50万元保额的重疾险就明显保额太低。若真的发生重大灾难，这50万元对A来说杯水车薪，必然导致生活水平相比以前急剧下滑；而且50万元A自己也拿得出来，完全在可承受范围内，何必让保险公司把钱赚走。

•B年收入8万元，基本没有存款，还有房贷。50万元保额，对于B来说就很合适。如果没有保险，突发意外对B来说就是毁灭性的打击，对B来说，50万元可以做很多事。

再从房产保险方面举例：

•C辛苦了一辈子，买了一套房，那么与房产价值相匹配的房屋保险就非常必要。万一发生火灾、水灾，C难道要从头再来一辈子？

•D有几套房，分别在不同的地段，而且没有房贷。那么对于D来说，单个房屋的风险就完全可以内部消化，甚至不需要房屋保险。因为一套房屋的损失对于他来说，并非不可承受，而所有房屋全部损失的概率几乎为零。

配置保险时，最容易出现的问题是最需要的没有配置，却买了一堆自以为可以占便宜的保险。

小结

速查清单的考察目标只有一个——掌握财务状况的脆弱程度，帮我们活得更久，投资更久，最大化地利用复利的优势。

如果速查清单时有不合格的项目，建议先不要急着开始投资，否则现在着急赚的钱，以后迟早要还回去。

回测假设及基金策略选择

“定投是每周好还是每月好？”这是我经常被问到的问题。目前，不论是月定投，还是周定投，大多是基于个人的喜好和习惯，而不是基于客观数据。但是定性讨论总是不及定量分析有说服力，所以我做了量化回测，希望能解答大家一直以来的疑惑。

我考虑了普通投资者的实际情况、现金闲置成本和交易摩擦等因素，确定了下面几个条件：

- 起始本金为零：虽然每个投资者的初始本金千差万别，但是就定投而言，我认为不考虑初始本金最合适。

- 固定现金流入：每月第一个工作日获得固定的现金流入，模拟发工资的情况，工资按照每年10%增长。

- 现金收益率3%：未投资的现金放入货币市场基金，以年化收益率3%计算。

- 基金分红再投入：默认分红自动再投资，获取最大收益。

- 交易佣金：申购费率0.1%，赎回费率0.5%，基金的管理费和相关税费已经体现在净值变化中，无须再专门考虑。

- 复合收益率：计算整个账户（现金+基金）的总复合收益率，参考基金净值法。

对现金管理的考虑，是我做回测的主要理由。因为我阅读过的公开文章大多没有考虑未投入资金对于收益的影响。但是实际上，现金部分

对于总收益的影响还是相当大的。如果手里本来有10万元，只投资了1000元，即使翻倍了又有多大意义呢？

这次回测一共选择了9只基金，成立时间在3~15年，分别涵盖了：宽基指数基金，如沪深300、中证500；行业指数基金，如全指消费、全指医药；还有两只主动基金，是我自己长期持仓的。回测使用的基金数据来自天天基金网。

我分别回测了传统的定额和不定额的价值平均策略。至于其他几种不定额的定投策略，涉及变量太多，而且尚没有一个成型的固定公式，所以暂时没有考虑。但是，我认为就“定投频率”这个问题而言，针对价值平均策略的回测结果足以说明问题。

针对定额定投策略的回测

先针对定额定投策略进行回测，以按月发工资计算，工资收入未投入的部分先放入货币基金，以3%的收益率计算回测结果如表A-2所示。

表A-2 按每月发工资的回测结果

	运行时间/年	基金总收益率 (%)	每周定投的收益率 (%)	每月定投的收益率 (%)	每季定投的收益率 (%)	每半年定投的收益率 (%)	每年定投的收益率 (%)
景顺 300	4.8	17.09	16.44	17.09	16.27	15.50	14.25
兴全 300	7.8	6.45	6.90	6.45	6.63	6.27	7.92
博时 300	15.0	9.91	9.70	9.91	9.48	8.66	9.63
建信 500	4.6	14.41	13.23	14.41	13.12	10.90	7.61
富国 500	6.9	9.39	9.48	9.39	10.56	8.90	8.80
全指医药	3.7	5.83	3.57	5.83	3.05	-5.21	-0.01
全指消费	3.1	3.19	4.28	3.19	5.58	0.82	3.85
富国天惠	12.8	19.65	18.81	19.65	17.90	15.73	14.54
兴全趋势	12.8	22.38	21.87	22.38	20.94	19.03	16.56

表A-2中灰色部分就是每只基金收益率最高时对应的定投频率，大多数集中在“每月”这一栏。从结果来看，收益率最高的定投频率恰恰是最常见的每月定投。

而我们之所以会形成每月定投的传统，其实和工资按月发有很大的关系。那么如果一个人的工资是按周发放，结果是不是会不同呢？我按照每周发工资的频率，进行了第二次回测，结果如表A-3所示。

表A-3 按每周发工资的回测结果

	运行时间/年	基金总收益率 (%)	每周定投的收益率 (%)	每月定投的收益率 (%)	每季定投的收益率 (%)	每半年定投的收益率 (%)	每年定投的收益率 (%)
景顺 300	4.8	17.09	17.09	16.42	16.59	15.79	14.41
兴全 300	7.8	6.45	6.45	6.65	6.74	6.42	8.25
博时 300	15.0	9.91	9.91	9.79	9.51	8.56	9.60
建信 500	4.6	14.41	14.41	13.91	13.51	10.98	7.24
富国 500	6.9	9.39	9.39	9.94	11.15	9.31	9.15
全指医药	3.7	5.83	5.83	5.23	2.74	-7.52	-1.60
全指消费	3.1	3.19	3.19	6.99	7.62	1.56	5.39
富国天惠	12.8	19.65	19.65	18.76	17.45	14.92	13.70
兴全趋势	12.8	22.38	22.38	21.49	20.10	18.06	15.39

从表A-3可以看出，如果按照每周发工资来进行回测，最佳的定投频率就变成了“每周”。

由此可见，对于定额定投策略来说，由于基金本身的长期年化收益率远高于货币基金，在定投频率这个问题上，资金利用率就成了最大影响因素。如果定投频率和工资频率保持一致，就可以资金到账立即投资，实现充分投资。

根据上面的回测结果不难看出，对于定期定额策略而言，最佳的定投频率是工资发放的频率。由于大部分工薪族投资者的工资是按月发放，因此最佳的定投频率当属每月定投。

针对价值平均策略的回测

价值平均策略和定额定投策略在目标上稍有区别，价值平均策略更看重利用市场的过度反应。《价值平均策略》一书也指出，市场的过度

反应客观存在，波动性越大的市场越明显。

在不考虑现金闲置问题时，最佳的投资周期应和市场演绎并修正过度反应的周期吻合。但是现实情况中，现金闲置导致的收益下降也必须重视。所以，最佳的投资频率应该是这两者共同作用的结果。

在这部分的回测中，以按月发工资计算，这也符合大部分工薪族投资者的情况，结果如表A-4所示。

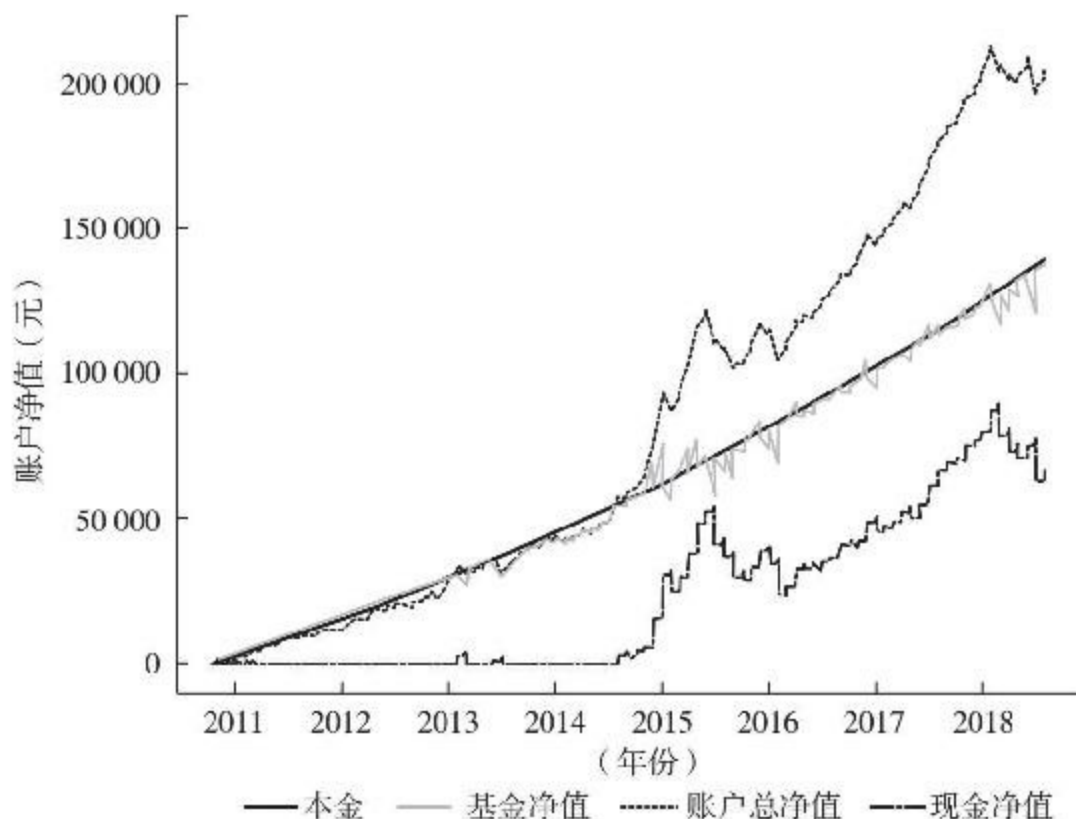
表A-4 针对价值平均策略的回测结果

	运行时间/年	定额定投 收益率 (%)	每周定投 的收益率 (%)	每月定投 的收益率 (%)	每季定投 的收益率 (%)	每半年定 投的收益率 (%)	每年定投 的收益率 (%)
景顺 300	4.8	17.09	15.67	16.44	17.26	17.55	15.27
兴全 300	7.8	6.45	6.59	6.30	6.55	7.57	8.03
博时 300	15.0	9.91	9.24	9.96	9.93	10.25	12.87
建信 500	4.6	14.41	14.75	16.02	15.20	13.00	8.84
富国 500	6.9	9.39	10.27	10.11	10.97	10.23	9.77
全指医药	3.7	5.83	6.53	10.42	8.94	-4.05	1.08
全指消费	3.1	3.19	5.72	5.27	7.61	2.58	5.62
富国天惠	12.8	19.65	16.30	17.21	16.76	16.45	15.33
兴全趋势	12.8	22.38	16.58	17.29	17.70	18.25	17.53

在使用价值平均策略时，最佳定投频率的分布很分散，不存在一个明显的优势定投频率。但可以确定的是每周定投没有一次获得最高收益率。因为影响定投频率的两个因素，过度反应周期和资金闲置都对每周定投的频率相当不利。

根据通货膨胀调整定投目标

在表A-4中，大家可能也注意到了，价值平均策略的收益率多次不及定额定投策略。其实这在《价值平均策略》一书中也有论述，主要是因为中后期资本增值取代了投入资金成为增长的主要途径，就会导致手中积累过多的闲置资金。如图A-1所示，到后期投资者手中的大量闲置资金会大幅拉低收益水平。



图A-1 价值平均策略回测

虽然《价值平均策略》一书的作者在理论测试中，提出了按照比例增长而不是净值增长的修正建议，但是我认为这并不现实，因为这样一来计算和操作的成本会大幅提高，反而背离了定投的初衷，而且对于投资而言，变量越多越容易过拟合。

所以，我没有采用比例增长目标的方法，而是尝试提高价值平均策略的增长目标，改善资金利用率，看看收益结果和最佳定投频率是否会

有所改变，结果如表A-5所示。

表A-5 定额定投策略与不同增长目标的价值平均策略对比

	每周定投的 收益率（%）	每月定投的 收益率（%）	每季定投的 收益率（%）	每半年定投的 收益率（%）	每年定投的 收益率（%）
定额定投	22.38	21.49	20.10	18.06	15.39
1 倍增长目标	16.58	17.29	17.70	18.25	17.53
1.5 倍增长目标	20.32	20.95	20.52	19.99	17.02
2 倍增长目标	22.04	22.68	21.20	19.48	16.81

注：所用基金数据来源为兴全趋势。

在提高增长目标，减少闲置资金以后，收益率有所改善。不过最佳的投资频率也随之发生了变化。进一步验证了前面的结论，对于不定额定投，不存在一个优势频率。

以价值平均策略为例，在所有回测的基金中并没有得出一个明显的最佳定投频率，从每月到每年都有出现，而且还会随目标增长的取值而发生变化。

不过，倒是有个明显的最糟糕频率——每周定投。这个结论实际上并不难解释，对于定期不定额的投资策略而言，最大的影响因素无外乎两点：

- 市场过度反应的波动周期。
- 账户资金的利用效率。

而每周定投不论是在哪个方面其实都不占优，这个结果也就是情理之中了。

回到本节最初的问题，“每周定投好还是每月定投好？”从收益的角

度来看，对于大部分按月发工资的投资者来说，每月定投无疑是个更好的选择。

虽然在价值平均策略中，每月定投并没有表现出明显的收益优势，但是相比于每季度或者更长的频率，每月定投无疑更符合大家的使用习惯。

从理性的角度来看，不建议把定投频率从每月提高到每周。但是，每周定投也不是全无好处的，我认为每周定投最大的优势在于操作带来的掌控感和成就感。心理因素是投资中不可避免的一部分，操作时的心理快感确实客观存在。至于要收益，还是要感觉，全看投资者自身了。

定投的时间点对收益有多大影响

基于上面的讨论，我又增加了一个回测的内容，如果我们决定每月定投，那么定投的时间点对收益会有多大影响？对于想要按周定投的投资者，不同工作日对于投资有多大影响？

根据最初的回测来看，其实资金的利用效率才是对定投收益影响最大的因素。这个效率可以理解为收到工资和把钱投资出去的时间间隔。越早投资，资金利用率越高，总复合收益率越高。所以最影响收益率的不是月初定投还是月末定投，而是我们是月初还是月末发工资。我们先来看不考虑资金利用效率问题时选择不同时间交易，累计成本的差别，如表A-6所示。从结果来看不管什么时候定投，长期累积下来，平均定投成本（成交价格，越低越好）的差别是微乎其微，不到1%，换算成年化收益率以后还要更低。不过，整体来看还是月初定投稍微有点优势，道理很简单，基金长期上涨，长期来看越早买越便宜。

表A-6 不考虑发工资的点对每月不同时间定投的回测结果

	基金运行时间（年）	月初定投/元	月中定投/元	月末定投/元	最大成本差
景顺 300	4.8	1.64	1.65	1.65	0.61%
建信 500	4.6	1.81	1.83	1.84	1.63%
博时 300	15.0	2.37	2.39	2.38	0.84%
全指医药	3.7	1.27	1.28	1.29	1.55%
全指消费	3.1	1.03	1.03	1.04	0.96%
富国天惠	12.8	4.78	4.83	4.82	1.04%
富国 500	6.9	1.46	1.48	1.48	1.35%
兴全趋势	12.8	6.10	6.15	6.15	0.81%
兴全 300	7.8	1.10	1.11	1.1	0.90%

然后再来看考虑资金利用效率以后的综合结果，假设每月月初发工资，灰色表示最高收益率。因为是月初发工资，那么月初立刻定投的资金利用率最高，因此大多数时候可以获得最高收益率，只少数几只基金出现了例外情况。具体如表A-7所示。

表A-7 按月初发工资对每月不同时间定投的回测结果

	基金运行 时间（年）	月初定投的 收益率（%）	月中定投的 收益率（%）	月末定投的 收益率（%）
景顺 300	4.8	17.09	16.98	16.76
建信 500	4.6	14.41	13.58	13.53
博时 300	15.0	9.72	9.57	9.65
全指医药	3.7	5.83	4.98	3.46
全指消费	3.1	3.19	1.89	2.16
富国天惠	12.8	19.65	19.34	19.01
富国 500	6.9	9.39	8.64	9.56
兴全趋势	12.8	22.38	22.11	21.70
兴全 300	7.8	6.45	6.13	6.85

所以，再强调一遍，工资到手尽快投资。

再来看看每周定投的情况，不同工作日定投到底对收益有没有影响呢？说实话我也挺好奇的，因为美国市场有一个经验——大跌总发生在星期一。具体回测结果如表A-8所示。

表A-8 不同工作日对周定投影响的回测结果

	基金运行时间	周一定投的收益率 (%)	周二定投的收益率 (%)	周三定投的收益率 (%)	周四定投的收益率 (%)	周五定投的收益率 (%)
景顺 300	4.8	13.53	13.59	13.43	13.94	13.85
建信 500	4.6	11.97	11.96	11.88	11.99	11.89
博时 300	15.0	8.95	8.84	8.86	8.91	8.91
全指医药	3.7	2.78	2.47	2.40	2.40	2.52
全指消费	3.1	4.71	4.39	4.53	4.29	4.30
富国天惠	12.8	18.32	18.57	18.52	18.53	18.42
富国 500	6.9	7.95	7.67	7.88	8.05	7.96
兴全趋势	12.8	21.55	21.51	21.58	21.63	21.55
兴全 300	7.8	5.63	5.44	5.53	5.62	5.38

但是从最后的结果来看，周一定投的表现并不如大家所预期的。回测的结果也没有表现出统一性的规律，而且不同工作日定投的收益表现的差别也是微乎其微。

对于每月定投而言，其实月初、月中还是月末定投本身是不影响投资收益的，回测下来平均成本可以认为没有区别。真正影响收益的关键因素是什么时候发工资，回报最高的是发工资以后立刻定投。所以，如

果月初发工资，就是月初定投收益最高；如果月末发工资，就是月末定投收益最高。对于每周定投的方案，长期来看是区别基本可以忽略，在回测中没有看到统一性的规律。

图书在版编目（CIP）数据

工薪族财务自由说明书 / 也小谈著.-- 北京：中信出版社，2020.8

ISBN 978-7-5217-1929-1

I . ①工... II . ①也... III . ①财务管理—通俗读物IV . ① TS976.15-49

中国版本图书馆CIP数据核字（2020）第091949号

工薪族财务自由说明书

著者：也小谈

出版发行：中信出版集团股份有限公司

（北京市朝阳区惠新东街甲4号富盛大厦2座 邮编100029）

字数：150千字

版次：2020年8月第1版

书号：ISBN 978-7-5217-1929-1

版权所有·侵权必究

图书在版编目（CIP）数据

中信·新书系列-财务规划指南（套装5册） / 王大力 云大慧 【美】阿曼达·斯坦伯格
等著. — 北京：中信出版集团

出 品：中信联合云科技有限公司 www.yuntrust.cn
版 本：电子书

出版发行：中信出版集团股份有限公司 CITIC Publishing Group

版权所有·侵权必究