

The
House

实 清
务 华
课 金
堂 融

Investment Practice

in China's
Financial Market



中国金融市场 投资实务

刘 淳 ◎ 主 编



清华大学出版社

FINANCIAL
MARKET

中国金融市场 投资实务



主编

清华大学出版社
北京

本书封面贴有清华大学出版社防伪标签，无标签者不得销售。

版权所有，侵权必究。侵权举报电话：010-62782989 13701121933

图书在版编目（CIP）数据

中国金融市场投资实务 / 刘淳主编. — 北京：清华大学出版社，2018
ISBN 978-7-302-50733-8

I. ①中… II. ①刘… III. ①金融市场—金融投资—研究—中国 IV. ①F832.5

中国版本图书馆 CIP 数据核字（2018）第 172364 号

责任编辑：梁云慈

封面设计：汉风唐韵

版式设计：方加青

责任校对：王荣静

责任印制：沈 露

出版发行：清华大学出版社

网 址：<http://www.tup.com.cn>, <http://www.wqbook.com>

地 址：北京清华大学学研大厦 A 座

邮 编：100084

社 总 机：010-62770175

邮 购：010-62786544

投稿与读者服务：010-62776969, c-service@tup.tsinghua.edu.cn

质 量 反 馈：010-62772015, zhiliang@tup.tsinghua.edu.cn

印 装 者：三河市铭诚印务有限公司

经 销：全国新华书店

开 本：170mm×240mm

印 张：12.25

字 数：186 千字

版 次：2018 年 9 月第 1 版

印 次：2018 年 9 月第 1 次印刷

定 价：45.00 元

产品编号：078667-01

《清华金融实务课堂》系列课程介绍

清华校友进入金融领域有独特的优势，多年来在金融行业各个领域都有校友取得杰出成就。为了普及金融知识，为金融业培养后备人才，清华大学经济管理学院金融硕士项目开设了与实务紧密结合的《清华金融实务课堂》系列课程，将金融行业的专业实操人员和监管人员引入课堂，面对面地向学生讲授实务知识并与学生进行交流。课程目前有5门：I.金融买方；II.金融卖方；III.金融科技；IV.行业研究；V.房地产金融。

代序

（在“清华大学中国金融实务课堂1”开课仪式上的讲话）

张顺（电子1988） 清华校友投资协会秘书长、新天域资本合伙人

这里我需要介绍一下投资协会，以及我们对这门课的想法。

“清华校友投资协会”于2011年12月成立，是校友总会的一个行业平台。楼继伟学长是我们的会长，很多资深投资界校友是我们的理事和顾问。协会的活动非常活跃。

“The House”是协会的简称，除了首字母代表清华以外，也能衍生出很多其他意思。我们无论于校友、于母校、于社会，大都取多予少，所以参与这个协会来回报母校。

这门课程就是回报母校的一部分。由杨斌、酆金梁两位老师倡议，投资协会筹备小组做了无数准备。今年（注：2014年）有15位资深学长答应来讲课，相信都是基于回报母校的想法。

我们和讲课的校友讲，这门课的目标是介绍买方投资各分支的沿革、结构、案例，给同学们足够的素材可以思考是否想进入投资行业。如果确实想，那么要在知识、技能、社会资源等方面做哪些准备。换句话说，这是一门以“投资职业为导向的课程”。

“职业导向”最近遭到很多批评，我也仔细读了一两篇讲话。批评的学长们有他们的道理，但我们的想法是这样。首先，不是每个人都适合做研究

型工作。在座有些人其实更适合去做木匠或者投资。大学的主要目标是帮助学生去发现这个事实：你到底适合做什么，不适合做什么。我们希望这门课起到这个发现的作用。

其次，科学家、国家领袖等其实都是一个“职业”。而所有的职业/手艺要做好，都适用《卖油翁》里的一句话，“无他，但手熟尔”。所以要尽早地知道相关的职业要求。比如做科学家要学好数学，做国家领袖要读政治、历史、哲学以及到学生会练演讲、搭班子，越早越好。做木匠就需要认识各种木材，尽早习惯松油的味道。做投资就要学会用万得和 Bloomberg，以及每天看盘不会烦恼。我们这门课就是介绍做投资要练就哪些手艺。

最后，无论是科学家、国家领袖、工程师、投资人，甚至是木匠以及龙泉寺的法师，能尽早地发现自己的方向，不断地努力磨炼、发挥自己的所长，成为有用的人才，都是家国的建设者，是国家的栋梁。机构投资是经济发展的重要推手，应该有更多的人才加入。我们设想这是学校领导给我们这个任务的初心，帮助大家了解自己是不是适合做投资这个行业，如何做得更好。我们当然希望能和在座各位共同努力、完成这个任务。各位同学、校友、学校、社会都是受益者。

谢谢大家！

2014年9月

前言

一、“清华大学中国金融实务课堂”系列课程开设背景

“君子之财，取之有道，用之有道。”金融机构是离“财”最近的地方，是“才”与“财”熔炼的地方，是善用“他人之财”，成就梦想、开疆拓土、撬动历史的地方。“金融是国民经济的血液”，那么，这些“血液”是如何产生的？如何流动的？如何存储的？又是如何转化为“营养”的？另一方面，又如何能防止“血栓”或者“癌变”呢？

金融在国家战略中的地位越来越高，而金融行业是一个人才高度集中，人才素质要求高，竞争激烈的行业。如果学生毕业后希望进入金融行业，应该为职业发展做好哪些准备？如果学生将来是一名创业者、职业经理人、政府公务员、学术科研人员或家族财富传承人，为何一定要利用好各类金融机构？

为了响应清华大学“专业更职业”的培养理念，清华大学经济管理学院金融硕士项目开设了与实务紧密结合的“清华大学中国金融实务课堂”系列课程，将金融行业的专业实操人员和监管人员引入课堂，面对面地向学生讲授实务知识并与学生进行交流。

二、“清华大学中国金融实务课堂”系列课程的内容

清华经管学院于2014年秋季首次与清华校友投资行业协会合作开设了“中国金融实务课堂1——中国机构化买方投资行业概述”。“课堂1”作为一门定位于投资职业导向的实务课程，致力于让同学们对中国买方投资机构及其市场监管环境有全景认识，课程对天使投资、风险投资、私募股权、二级市场、产业投资等金融行业买方投资过程和机构进行了全面的介绍和解读。

“课堂1”核心课程组由经管学院刘淳教授及清华校友投资协会的张顺、曹龙和乔魏等几位校友共同组成。首期课程邀请了共计15位校友进行授课。

“课堂1”作为系列课程的发端，目前已实现在北京、深圳两地同时开班教学。

2016年春季，清华经管学院继续开设了“中国金融实务课堂2——中国金融卖方机构与金融前沿”课程。“课堂2”内容全面涵盖各种金融机构，包括商业银行、投资银行、证券、信托、保险与再保险、私人银行、资产管理公司、交易所和资本市场以及国际金融组织等。针对每一类机构，课程详细介绍其主要业务模式、产品和服务、所处行业的变化与格局、发展前景、内部组织架构及相应职业机会。同时主讲教师着重探讨了新的金融模式和交易工具，以及它们对传统金融机构的影响。“课堂2”由经管学院刘淳教授、资深校友方方和经管学院沈涛教授组成的核心课程组负责，讲师由10位校友担任。

2016年秋季，清华经管学院与中国金融40人论坛以及人人贷合作开设了“中国金融实务课堂3——互联网金融”。“课堂3”通过在互联网的杰出从业者对行业的解读、案例分享以及与互联网金融机构的对接，使在校学子第一手了解互联网金融的运作模式和最新投资热点、理念等，为个人了解和投资互联网金融打下基础。

2017年春季开始，清华经管学院与中国保险资产管理业协会、人保资产管理公司合作开设了“中国金融实务课堂4——行业分析”课程，实现学生和基金公司、证券公司的对接，将基金公司和证券公司投研人员所需的行业知识和分析技能引入清华经管的实践课堂中，加深学生对基金行业和证券公

司的理解和熟悉。课程邀请了宏观经济学家、基金公司高管、基金行业明星基金经理、《新财富》证券分析师以课堂讲座、案例分析、参观调研和模拟投资等形式授课，帮助学生构建行业投资分析框架，掌握宏观分析、行业分析、财务分析的基础知识，并培养学生研究报告撰写、公司调研、构建组合策略的基本能力。课程核心课题组由清华经管学院的刘淳教授、庞家任教授，保险资管业协会刘传葵副秘书长和人保资管的田昆先生组成。

2018年春季，清华经管学院与清华校友房地产协会合作开设了“中国金融实务课堂5——房地产金融”。“课堂5”从金融的视角，为房地产行业相关领域的未来发展提供一个分析的框架，也力求为有意愿在房地产金融领域发展的学生提供未来职业发展规划的前景指导。本课程具体讲解了房地产行业三个市场（产品市场、要素市场和金融市场）的未来发展方向，以及住宅地产市场、商业地产市场和产业地产市场的发展历史和未来前瞻；讨论了房地产行业的各个价值链环节（要素获取、设计开发、建造建设、融资、资产运营和再造）的发展和变迁；并总结了房地产行业的结构性变化为从业者带来的新机遇与挑战。

三、本书的成因和致谢

“中国金融实务课堂1”到目前为止，已经成功开设了4次，并且同时在清华大学经管学院和清华大学深圳研究生院开设并行的两个课堂。清华校友进入创业、投资领域有独特的优势，多年来在以上各投资专业都有校友取得杰出成就。为了在社会中普及投资行业知识，为投资界培养后备人才，我们经过与各位课程讲师反复讨论，决定以他们的讲课内容为基础，将“中国金融实务课堂1”的精华集结成书，出版发行。

感谢清华大学陈旭书记、杨斌副校长，清华大学经管学院钱颖一院长、白重恩副院长、徐心副院长，清华校友投资协会楼继伟会长等学校和投资协会领导对金融实务课堂的支持。感谢清华校友投资协会张顺秘书长，协会秘书处邵志强、汪姜维、曹龙、乔魏和关雨桐等学长学姐对课程的支持和投入。

特别感谢在过去四年间，站在清华经管学院和清华深圳研究生院的讲台上，无私地向学生传授知识和经验的校友（按音序排列）：贲金锋、陈建桓、陈文正、邓寰乐、丁建英、董军、窦玉明、冯冠平、冯卫东、胡浪玢、胡晓明、雷霖、李竹、刘健钧、刘讯、陆肖马、路跃兵、欧阳谦、彭志坚、邱浩、唐薇、王刚、王礼春、王林、王顺龙、修军、羊东、杨忆风、赵景亮和朱力为。

感谢胡昕泓和徐沛原两位博士生对文稿的整理和校订。

编者

2018年5月

目 录

引言 蓬勃发展的中国股权投资市场

一、中国股权投资市场的规模	2
(一) 对行业规模和增长性的思考	2
(二) 对行业实际有效资金规模的思考	3
(三) 行业效率的降低与头部集中现象	4
二、中国股权投资市场的周期	5
(一) 中国股权投资市场的三个周期及其特征	5
(二) 完整基金周期经历者刚出现	7
三、中国股权投资市场的格局	7
(一) 行业多元化格局形成	7
(二) 头部机构资源集中	8
四、中国股权投资市场的特征	9
(一) 高风险、高收益	9
(二) 长期性及错配	11

第一讲 早期投资

一、私募股权投资的基本概念	14
(一)募：私募方式，形成独立资产	15
(二)管：专业人员，信托机制管理	15
(三)投：股权管理投资，企业成长全程	16
(四)退：股权退出，高于平均收益	17
二、中国资管行业和创业投资行业发展近况	17
三、创业投资机构的运作管理	19
(一)基金募集	19
(二)基金投资	20
(三)基金管理	20
(四)基金退出	21
四、创业者需要知道融资的一些基本知识	21
(一)立场有差异	21
(二)质疑有原因	21
(三)交易守规则	21
(四)比较再选择	22
五、总结	22

第二讲 成长期和并购投资

一、金融行业的产业结构	24
二、金融机构的职能	25
(一)金融机构的核心职能就是资产配置	25
(二)金融机构要提高资产配置能力才能更好地服务国家与社会	25
(三)产品服务的多样化趋势增强	26

三、产业投资的基本概念	27
(一) 产业投资与财务投资	27
(二) 产业投资的形式	29
四、产业投资实务	33
(一) 产业投资的模式	33
(二) 产业投资的评价标准——盈利能力	34
(三) 创新驱动与技术整合	38
五、职业道德和投资伦理	39
(一) 投资好坏的标准	39
(二) 对下一个风口的判断	41

第三讲 产业投资案例

一、产业投资综述	44
二、案例分析：万达私有化	45
(一) 万达为什么要私有化	45
(二) 私有化的风险	47
三、万达私有化路径及实施	48
(一) 私有化路径设计	48
(二) 私募	50
(三) 贷款	52
(四) 邀约	53
四、万达私有化关键细节分析	54

第四讲 资管行业的发展与趋势

一、资管行业概览	60
(一) 金融行业背景	60

(二) 金融行业的价值	60
(三) 资管行业的细分	61
(四) 资管行业的历史回顾	61
(五) 投资产品的历史沿革以及机遇	63
(六) 资管分布格局	65
二、资管行业的竞争	65
(一) 充分竞争的行业	66
(二) 行业在缓慢地集中	67
(三) 中国公募基金业历史	68
(四) 互联网的冲击	70
三、国内 A 股的二级市场投资	71
(一) 基本面投资	71
(二) 量化投资	73
(三) 中国经济未来的走势	74

第五讲 机构投资人

一、金融市场面临的问题	77
(一) 直接融资比重	77
(二) 货币供应与金融杠杆	78
(三) 金融市场的问题分析	80
二、金融市场和监管改革的方向和原则	81
(一) 党的十九大指明金融改革的方向	81
(二) 近期金融监管的主要变化	82
(三) 近期金融监管的主要措施	83
三、监管格局的变化将改变资产管理行业格局	84
(一) 资产管理行业现状	84
(二) 新监管环境下行业发展趋势	85
(三) 新趋势下资管等机构投资人的发展方向和资产配置策略	87

第六讲 债券投资

一、去杠杆环境下的债券投资	93
(一) 中国固定收益市场的特点	93
(二) 去杠杆背景与债券市场	94
二、中国境内固定收益市场概况	96
(一) 中国债券市场的发展历程	96
(二) 债券市场现状	103
(三) 债券市场投资者概况	106
三、固定收益市场研究分析框架	109
(一) 基本分析框架	109
(二) 中国利率的传统影响因素	117
(三) 监管防风险：金融去杠杆到实体防风险	123
四、债券投资案例分析	135
(一) 构建投资组合的意义	135
(二) 案例1 简单债券组合的构建——以纯政策性金融债组合为例	138
(三) 案例2 委托资产管理组合的构建	140
(四) 案例3 投资过程中的风险管理	148
附件：推荐的参考书	150

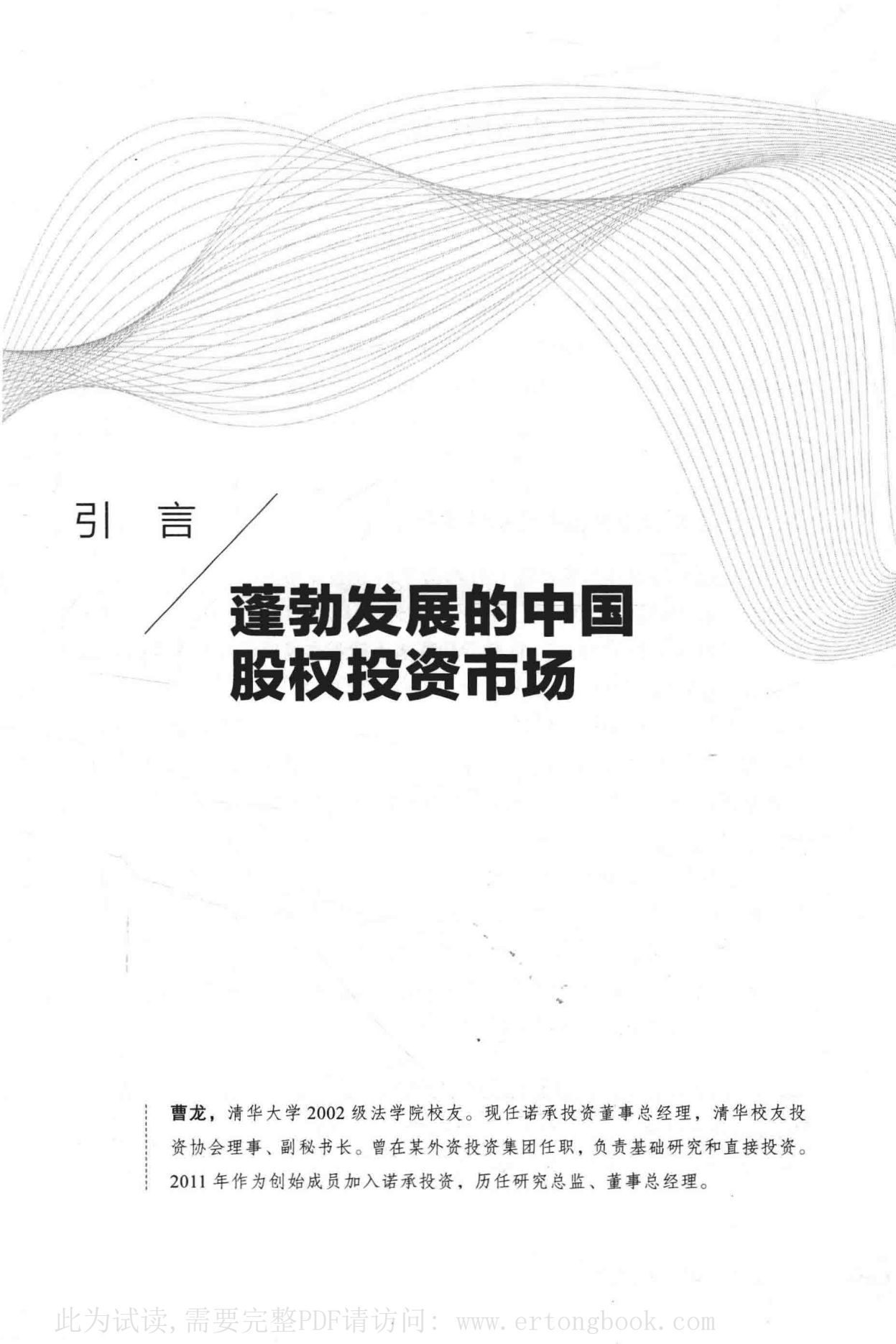
第七讲 艺术品投资

一、导语	152
二、概念	152
(一) 艺术品的价值与价值观	152
(二) 艺术品价值标准	153
(三) 艺术品行业的分类	154

三、市场.....	155
(一) 市场规模.....	155
(二) 市场结构.....	158
(三) 艺术品交易.....	159
四、投资.....	160
(一) 行业趋势与展望.....	160
(二) 艺术品财富管理市场结构.....	163
(三) 艺术品投资标准.....	164
(四) 艺术品行业的职业建议.....	165

第八讲 资产配置

一、资产配置的作用.....	168
二、大类资产的风险收益特征.....	170
(一) 股票.....	170
(二) 债券.....	173
(三) 房地产.....	174
(四) PE/VC.....	176
(五) 商品(实物资产).....	176
三、资产配置的理念.....	177
(一) 股权偏好.....	178
(二) 价值导向.....	179
(三) 实质分散.....	179
(四) 逆向投资.....	180
四、资产配置的框架体系.....	180



引言

蓬勃发展的中国 股权投资市场

曹龙，清华大学2002级法学院校友。现任诺承投资董事总经理，清华校友投资协会理事、副秘书长。曾在某外资投资集团任职，负责基础研究和直接投资。2011年作为创始成员加入诺承投资，历任研究总监、董事总经理。