

有钱为什么还要借钱

从阿里 100 亿美元发债，看懂大公司的钱、烧钱大战与资本市场的定价

王建硕

费曼式写法 · 由多个 AI 代理撰写与互相审校

导读

从阿里 100 亿美元发债，看懂大公司的钱、烧钱大战与资本市场的定价

先别管债券、利差、现金流这些词。先想一个更朴素的问题：

如果你家门口最赚钱的餐馆老板，突然跑去银行借了一大笔钱——你会觉得他要倒闭了，还是要扩张了？

直觉说是前者：缺钱才借钱嘛。但只要多问一句——借的是哪种钱、利息多低、谁在抢着借给他——答案常常翻过来：只有全世界都觉得你还得起的时候，才会有人排着队、用最低的利息把钱塞给你。借钱这件事，本身就是一份信用证书。

这本书就从这样一个瞬间开始：阿里巴巴一边在外卖大战里大把烧钱，一边干净利落地从全球市场借回约百亿美元，而股市对此的反应是跌了 10%。三个动作，三种情绪，外行看来互相矛盾。

但把它们拆开，你会看到一台运转精密的机器：

- 钱为什么「在账上却够不着」（第二章）；
- 借条是怎么标准化成全球流通的商品的（第三、四章）；
- 是谁在买、为什么抢（第五章）；
- 为什么借钱比卖股份划算（第六章）；
- 烧掉的几百亿到底买到了什么（第七章）；
- 以及为什么股价跌 10% 的时候，懂行的人可以淡定地不理它（第九章）。

这本书不需要你有任何金融背景。每个术语第一次出现时都会当场翻译成成人话，每个机制都配一个生活里的类比。它也不打算让你变成债券交易员——它的野心只有一个：**下次再看到「某某大公司发债」的新闻标题时，你能从那一行字里读出别人读不到的三层意思。**

我们从最反直觉的那扇门进去：一家账上有钱的公司，为什么非要去借钱。

第一章 · 一条新闻里的三个疑问

先把那条新闻摆出来，它其实很短：阿里巴巴发行了一笔约 100 亿美元级别的债券。市场里有人说「精彩」，因为发行干净利落、认购踊跃；也有人盯着另一边——淘宝闪购和饿了么在外卖大战里一个季度烧掉几百亿，股价因此跌了差不多 10%。

这条新闻里藏着三个疑问，它们表面互不相干，其实是一条因果链上的三环。这本书就是把这三环一个个拆开。

第一个疑问：账上有钱，为什么还要借？

阿里不是缺钱的公司。翻开它的报表，账上的现金加短期投资是几千亿人民币的量级。一个普通人账上有几千万存款，是不会去银行借消费贷的——这不合直觉。

但公司不是人。你很快就会看到，「账上有钱」和「能用的钱在正确的地方、以正确的形式存在」完全是两回事。钱在公司里是分了层、分了口袋、分了币种的。第二章我们就拆这个。

第二个疑问：外卖大战烧的钱，和发债有什么关系？

2025 年夏天，外卖行业打了一场罕见的补贴大战。淘宝闪购宣布一年投入 500 亿人民币补贴，京东高调入场，美团被迫迎战。三家加起来，两个季度烧掉了上千亿人民币，阿里的经营利润一度被削去大半。

补贴是现金流出，真金白银。发债是现金流入。一边在大把烧钱，一边在大笔借钱——这两件事之间有没有一根线连着？有，但这根线不是「没钱了所以借钱」这么简单。第七章我们会仔细算这笔账：烧掉的钱到底买到了什么。

第三个疑问：市场跌了 10%，为什么可以不理？

这是最容易被误解的一环。股价跌了 10%，听起来像是市场投了反对票。但股价这个数字，其实是两股力量的乘积：一股是公司长期值多少钱，一股是市场此刻的心情。跌 10% 的时候，动的往往是后者，而不是前者。

大白话：你家的房子值多少钱，和今天中介打电话来报的价，是两回事。中介的报价一天一变，房子的价值一年一变。搞混了这两个数，就会每天被电话牵着鼻子走。

第九章会把「股价」这个数字拆开，让你看清跌的到底是哪一部分。

一条贯穿全书的线

把三个疑问串起来，就是这本书要回答的那个问题：

一家账上有钱的大公司，为什么偏偏选择在烧钱打仗的时候去借钱？这笔交易里，公司、买债的机构、还有股市里的报价，各自在打什么算盘？

回答这个问题，你得先认识这笔交易的主角——债券，说人话就**是一张标准化的借条**：白纸黑字写明借多少、利息多少、什么时候还、还不上怎么办。别小看这张借条，它是人类金融史上最古老也最精妙的发明之一。全世界的债券市场加起来，比股票市场还要大得多。

接下来十二章的路线是这样的：先弄清钱（第二章），再弄清借条（第三到六章），然后回到烧钱大战和股价（第七到九章），最后把评级、违约和一张债券的完整生命周期看完（第十到十二章）。读完之后，再看到「某某大公司发债」的新闻，你看到的就不再是一个数字，而是一整套运转中的机器。

我们从那台机器最反直觉的部分开始：钱明明在账上，为什么够不着。

第二章 · 账上有钱，为什么还要借钱

先说结论：「账上有钱」这四个字，在公司财务里几乎是个幻觉。不是说钱是假的，而是说那笔钱很少以「随时能花在刀刃上」的形式存在。要理解阿里为什么发债，得先拆开它的现金。

钱的第一个分层：在哪个口袋里

阿里是一家中国公司，但它借的是美元债。为什么偏偏是美元？因为借钱的目的决定了借钱的币种。

它要花钱的地方在海外：建海外的数据中心、给国际电商业务输血、还以前借的美元旧债、给境外股东回购股票。这些支出都要用美元。而它账上的大额现金，很大一块是**人民币**，躺在境内的银行体系里。

这里有个普通人不常遇到的现实：人民币换成美元汇出去，不是你想换多少就换多少。中国有资本项目管制——大白话讲，就是「做生意的钱」进出自由，但「纯粹搬钱」的进出有额度和审批。公司分红、还债走正规渠道可以办，但流程长、要材料、还要看当时的窗口。对一家要随时往海外砸大钱的公司来说，等审批是等不起的。

大白话

大白话：你在一座城市有十套房，但你现在要在另一座城市付首付，而两座城之间转账要排队审批。这时候你的选择不是卖一套房（慢且心疼），而是在当地直接按揭——反正你信用好，利率也便宜。「有资产」和「手头有可用的现金」是两回事。

钱的第二个分层：敢不敢动

就算钱在能用的口袋里，也不等于能动。一家几万亿市值的公司，账上必须压着一笔「保命钱」：供应商的账期要付、员工的工资要发、云业务的服务器要持续买、经济寒冬要熬得过去。

财务上管这个叫流动性储备，大白话就是「天塌下来也够花一年的余粮」。这笔钱的存在意义就是**永远不动**。把它算进「账上有钱」，就像把家里的灭火器算进「可用的水」一样——名义上是水，实际上不是给你浇花的。

钱的第三个分层：机会成本

好，假设有一笔美元现金，位置也对、也不是保命钱。那就该直接花掉、而不是发债吗？也不一定。这里有个会计不教你、但 CFO（首席财务官）天天算的账：**现金本身也在生息，而借钱是有成本的，两边的差才是真实的代价。**

如果公司手里的美元现金买短期美债能有 4% 的收益，而发十年期债券的票息是 5%，表面看借钱的净成本只有 1%。用 1% 的成本，换来「手里的现金一分不动、还多出一百亿美元弹药」——这笔买卖对一家正在打补贴大战、又要给 AI 基建砸钱的公司来说，是便宜的保险。

反过来，如果真把现金花光了，再想紧急融资，就是另一个价钱了。金融圈有句老话：**银行只会在你不缺钱的时候借钱给你**。在晴天修好屋顶、备好信用，是所有大公司财务官的第一课。

还有一层：资本的「结构」

最后一层原因更微妙。一家完全不发债的公司，听起来稳健，实际上可能是**资本结构没调好**——这个黑话的意思是：股东的钱和债主的钱没搭配好。

股东的期望回报远高于债主的利息（股东承担的是血本无归的风险，债主拿的是固定利息）。如果一家公司全部用股东的钱做生意，相当于用最贵的钱在干所有的活。适度的债，是把一部分「贵的钱」换成「便宜的钱」。第六章讲「发债还是发股票」时会把这笔账算到底。

回看阿里

现在回到那条新闻，你就能读出字面之外的东西了：

- 它需要**美元**花在海外，而账上的钱多为境内人民币 —— 口袋不对；

- 它正在打一场现金消耗巨大的补贴战，还要给云和 AI 基建投天文数字 —— 保命钱和未来弹药都不能动；
- 它的信用好到可以贴着美国政府的利率借钱 —— 这笔保险非常便宜；
- 在资本市场眼里，一家敢在市场活跃时干净利落地完成百亿级发行的公司，展示的不是「缺钱」，而是**随时能调动大钱的能力**。

所以那句「简直太精彩了」不是客套。发债这件事本身，就是一次对全市场的路演：看，我开口借一百亿美元，几小时内就被抢光了。这种能力本身，就值钱。

那么，被抢光的那个东西——债券——到底是个什么构造？下一章我们把这张借条拆开，一格一格看。

第三章·债券到底是什么

你有没有借过钱给朋友？写张纸条：今借到某某多少钱，年底前还，请客吃饭一顿作利息。这就是债券的雏形。但朋友之间这种借条有个致命问题：**它没法转手**。你急用钱的时候，不能把这张纸条卖给第三人——人家不认识你朋友，不敢接。

债券解决的就是这个问题。它是一张**标准化到任何人都能接手的借条**。标准化到什么程度？拆开一张真实的债券，你会看到上面就五栏内容。我们用阿里这样的公司发的美元债来逐格看。

第一栏：面值——借的本金

面值（face value），大白话就是「到期那天还你多少钱」。机构债券市场里，一张债的面值通常是一千或两千美元这样的整数。借一百亿美元，就是印了几千万张这样的标准借条。

注意一个反直觉的地方：面值不是你买它时付的钱。债券发行后可以转手买卖，价格会波动——你可能花 980 美元买到一张面值 1000 的债。面值是「终点还多少」，价格是「现在值多少」，两回事。这个区别在第四章讲利率时会派大用场。

第二栏：票息——利息怎么付

票息（coupon），是借条上写死的利率，比如「每年按面值的 4.875% 付息，每半年付一次」。

为什么叫「票」息？这是个活化石词。一百年前的债券是实体纸张，下边缘带着一排小票根，每到付息日，持有人剪下一张票根去银行领利息——所以英文叫 coupon，和「优惠券」是同一个词。今天一切都是电子记账，但这个词留下来了。

还有一种债券干脆没有票息，叫零息债券——不付利息，但便宜卖给你：面值 1000，现在 700 卖给你，到期还 1000，差价就是你的利息。阿里 2025 年发的那两笔可转债，用的就是零息结构——公司这几年一分钱利息都不用掏。零息听起来像天方夜谭，其实只是把利息「打包进价差」里而已。

第三栏：期限——什么时候还

期限 (maturity)，借多久。公司债常见 3 年、5 年、10 年、30 年。阿里这类大型发行往往一次发好几「档」(tranche，法语「切片」的意思)——比如同时发 5 年期、10 年期、30 年期三种，让不同胃口的买家各取所需。

期限为什么重要？因为时间越长，不确定性越大。借你钱一年，我大概能猜到你会怎样；借三十年，中间什么事都可能发生。所以期限越长，买家要求的利息越高——这是第四章定价逻辑的基石。

第四栏：求偿顺序——还不上时谁先拿

这是普通借条上绝不会写、但债券上性命攸关的一栏：求偿顺序 (seniority)，大白话就是「公司倒闭清算时，排队领钱的先后」。

队伍大致是这样排的：最前面是有抵押的债（拿资产抵着的），然后是无抵押的「优先债」（senior notes——大公司发的普通债券多半在这层），再往后是次级债，垫底的永远是股东。股东拿的是公司还清所有债之后剩下的渣，所以叫「剩余索取权」。

大白话

大白话：公司是一艘船，沉没时救生艇座位有限。债券持有人先上艇，按票面顺序排；股东最后。作为补偿，船不沉的时候，沿途所有美景（上涨的股价）都归股东。风险排前面，回报排前面——这两件事永远是同一枚硬币。

阿里发行的普通美元债属于无抵押优先债——没有抵押物，但排在股东之前，靠的就是公司整体的信用。

第五栏：附加条款——借条的「小字」

最后是各种小字条款，最重要的两类：

- **约束条款** (covenant，契约)：公司对债主做的承诺，比如「不能再借超过某个限度的债」「控制权变更时债主要求提前赎回」。小字越少越宽松，说明公司信用越好——信用差的借钱，债主会把小字写满三页。

- **期权条款**：有的债券附带「可转换」「可赎回」之类的选择权。阿里 2025 年发的就是可转换债券——债主手里握着一个选择权：到期可以拿钱，也可以在股价涨过某个线之后把债转成股票。对债主的诱惑是「下有保底、上不封顶」，对公司的诱惑是「利息可以低到零」。这是借钱方和出借方各取所需的精巧设计。

五栏合起来

面值、票息、期限、求偿顺序、附加条款——一张债券的全部信息就这五个格子。它的精妙之处在于：**任何人拿到它，不用认识阿里，不用信任阿里，只需要读这五栏，就能决定愿不愿接手。**借条因此变成了可以全球流转的商品。

下一章的问题自然浮现：这五格里，唯一留白的数字是票息——它到底是怎么定出来的？为什么阿里借钱，利息只比美国政府高一点点？

第四章 · 利息是怎么定出来的

上章留了个白：票息是谁定的？答案既简单又不简单——**是市场定的，在发行当天的几个小时里，由真金白银的订单投票投出来的**。但市场投票有个起点，这个起点是一条全世界金融从业者每天早晨都要看的基准线。

打底的部分：无风险利率

任何一笔美元借款的利率，都从同一个数字起跳：同期美国国债的收益率。

为什么是美国国债？因为在美元世界里，它被当作无风险利率——大白话就是「借给美国政府，被认为铁定能收回来的那个利率」。美国政府还不起美元债的概率接近零：实在不行，它自己可以印美元。这不是说它永远安全，而是说在所有美元借款人里，它是风险最低的那一档，其他所有人的利率都在它上面加点。

大白话

大白话：整条街的房租都以街角那家店为锚。美国政府的借款利率就是美元世界的街角店——它先挂牌，其他人照着它往上加。

所以阿里发 10 年期美元债，起跳价就是 10 年期美债当时的收益率，假设是 4.2%。接下来唯一的问题是：在 4.2% 之上加多少？

加点的部分：信用利差

加的那部分叫信用利差（credit spread），大白话就是「因为你不是美国政府，额外付的风险费」。这个费用反映两件事：你还不上钱的可能性，以及万一还不上、债主能拿回几成。

对阿里这种量级的公司，加点少得惊人——历史上它的美元债利差常常只有几十到一百多个基点（basis point，一个基点是 0.01 个百分点，债券圈报数的基本单位）。也就是说，美国政府借 10 年是 4.2%，阿里可能 5% 出头就借到了。

一家中国民营公司，凭什么借钱成本只比美国政府高一个百分点不到？因为它背后站着的是：一年上千亿人民币的自由现金流、全球数亿用户、以及「大到不能轻易倒」的系统重要性。买家心里算的账是：阿里未来十年彻底违约的概率，非常小；真出了事，清算家底也能拿回不少。风险小，风险费就低。这就是信用定价的全部逻辑——**利率本质上是一份风险的标价。**

利率的第三层：期限溢价

第三章说过，借得越久利息越高。同一时刻，阿里发 5 年期债和 30 年期债，后者利率会高一截。多出来的部分叫期限溢价——补偿债主把「拿到钱的日子」推迟二三十年所承担的一切未知：通胀、利率波动、公司命运的变迁。

所以一张利率表其实是三维的：基准线（美债）× 你是谁（信用利差）× 借多久（期限溢价）。三者相乘，就是你最终的票息。

发行当天：价格是怎么「拍」出来的

理论归理论，真实的定价发生在发行当天的几个小时里，过程叫簿记建档（bookbuilding）——承销商拿着阿里的债去机构投资者那里一圈圈询价：「10 年期，4.8% 的收益率你有兴趣吗？5% 呢？你要买多少？」

订单雪片般飞来，承销商面前的本子越记越厚。如果订单总额是发行额的五倍——好，说明定价太慷慨了，可以把利率往下压一点，照样卖得完。如果订单稀稀拉拉——利率得往上调。最终的票息，就定在「恰好能卖完」的那个位置。

这就是为什么说阿里这次发行「干净利落」：认购倍数高、利差压得窄、定价快。翻译过来就是——**全市场最大、最精明的一批机构，用几百亿美元的真金白银，给阿里的信用投了一张信任票。**这比任何研报都有说服力。

一个容易搞混的地方：票息 ≠ 实际收益率

最后补一个第三章埋的伏笔。票息写在借条上，终身不变；但债券发行后会在市场上转手，价格会波动。你花 980 美元买入面值 1000、票息 5% 的债，你的实际回报率就比 5% 高

——因为到期还你 1000，你还赚了 20 的差价。这个「按你的买入价算出来的真实回报率」叫到期收益率 (yield to maturity)，大白话就是「现在买入并持有到期，年化能赚多少」。

记住这个公式般的直觉：**债券价格涨，收益率就跌；价格跌，收益率就涨**。两者像跷跷板。新闻里说「债券收益率飙升」，听着像好事，其实意思是债券在被抛售、价格在跌——市场在用脚投票说「这家的风险变大了」。第九章讲股价时，你会看到同样的跷跷板。

下一章去看簿记建档桌子的另一边：到底是些什么人，一出手就是几亿几十亿美元地抢这些借条？

第五章 · 谁在买这些债

先回答一个小问题：你我这样的普通人，能买到阿里这次发的美元债吗？基本不能。不是因为被歧视，而是因为这桌饭局的入场券是按「亿」计的。

为什么散户进不来

大型公司债发行通常按「仅面向合格机构投资者」的规则来做（比如美元债市场常见的 Regulation S / Rule 144A 框架——名字不用记，本质就是：**只卖给有专业能力和资金量的机构，豁免面向公众注册的一整套繁琐披露**）。对发行人来说，这样快——从公告到定价，几天搞定，不用走几个月的公开注册流程。对买家来说，门槛也意味着同桌的都是明白人。

单张债的面值可能是一千美元，但实际的最小认购单位通常是几十万美元起，真实下单的机构动辄几千万、几亿美元一笔。这就像一个批发市场：你可以说这是歧视散户，也可以说这本来就不是为零售设计的货架。

桌上的都是谁

那么抢阿里债的几百亿美元订单，都来自哪里？主要是这几类机构，各自的算盘完全不同：

- **各国的央行和主权基金**。它们手里攥着巨额美元外汇储备，需要安全、能随时变现、又比美债多赚一点的资产。阿里这种高信用美元债，恰好是「美债 + 一点利息加成」的完美替身。
- **保险公司**。它们收了你几十年的保费，未来几十年要陆续赔付，需要「长期、稳定、现金流可预测」的资产去匹配未来的赔付。30 年期的高评级公司债就是为此而生的。
- **养老基金**。逻辑和保险一样：上班族每月缴的钱，三四十年后要变成退休金发出去，必须用同样长命的资产垫底。
- **资产管理公司和债券基金**。替别人管钱的专业买家，追求在控制风险的前提下比基准多赚一点点——高信用利差窄的债，正是它们的日常口粮。
- **私人银行和家族办公室**。替富豪管钱，要的是「睡得着觉」的配置。

看出共同点了吗？**这些买家没有一个是来「炒」的。**它们买入的逻辑是「持有到期、按票收息」，它们关心的不是明天价格涨跌，而是这家公司十年、三十年后还有没有能力还钱。这就是为什么债券市场的气质和股票市场完全不同：股市是菜市场，人声鼎沸讨价还价；债市是当铺兼账房，安静、精确、按本子办事。

为什么它们要抢

高信用的中资美元债其实是稀缺货。全球能稳定发百亿级美元债、又让人放心的公司，数来数去没多少。而全世界的机构手里等着配置的美元，是天文数字——钱太多，好借条太少。所以优质发行一出来，订单簿经常是发行额的好几倍。

对机构买家来说，抢阿里债还有一层：新发行往往带一点新发行溢价——大白话就是「新货上架让利三分」，利率比存量同等级债券高那么一点点，吸引大家来买新的。这一点点超额收益，对按基点抠收益的债基来说，就是值得出手的机会。

这桌饭局为什么重要

你可能会想：这些跟我有什么关系？关系比你想象的大。

你的养老金、你买的保险、你所在国家的外汇储备——它们的底层资产里，很可能就有这类债券。**债券市场是现代社会「今天vs未来」的对账系统：**年轻人缴的保费和养老金，通过它借给正在建设世界的大公司，几十年后再连本带息地流回来变成退休金。阿里借的这一百亿美元里，说不定就有几分钱来自某个你不认识的国家的某个普通工人的养老账户。

大白话

大白话：股票市场负责让人激动，债券市场负责让世界按时运转。你的工资晚发一天你会跳脚；全球债市每天结算几万亿美元，几十年如一日几乎不出错——它是金融体系里最不出名、也最不可或缺的基础设施。

知道了买家是谁，下一个问题就更尖锐了：阿里明明也可以发股票融资——增发新股，钱来得一样快，还不用还。它为什么偏偏选择「借钱要还」这条路？下一章算这笔账。

第六章 · 发债，还是发股票

假设你是阿里的 CFO，需要一百亿美元。面前有两条路：

- **发股票**：增发新股卖给市场。钱到手，不用还，没有利息，从此高枕无忧。
- **发债**：借钱。要付利息，到期要还本金，还不上会出大事。

只列到这里，发股票看起来完胜——天下居然有「不用还的钱」。那为什么全世界的大公司，从苹果到阿里，都偏爱发债？因为上面这张对比表漏掉了两条隐藏的成本线。补上它们，答案会倒过来。

隐藏成本一：股权是最贵的钱

发股票「不用还」是假象。真相是：你把公司未来的一部分**永久地**卖掉了。

算笔简账。假设公司一年赚 100 亿，你增发了 10% 的新股。从明年起，每年利润里就有 10 亿永远归新股东。十年就是 100 亿，三十年就是 300 亿——而这还没算公司利润增长的部分。反观发债：借 100 亿，年息 5%，十年利息共 50 亿，到期还本 100 亿，总代价 150 亿，**然后两清**。

所以金融圈有个说法：股权稀释（dilution）是所有融资方式里最贵的一种——大白话就是「蛋糕做大了，但你那份变薄了」。阿里 2025 年发可转债时专门买了「封顶看涨期权」（capped call，一种对冲工具），目的就是压住未来转股带来的稀释——你看，连利息低到零的可转债，管理层都要再花一笔钱把稀释的风险摁住。股权之贵，可见一斑。

大白话

大白话：发债像按揭买房——每月还贷肉疼，但房子始终是你的；发股票像拉人合伙买房——不用还贷，但从今往后房子涨了，涨的每一块砖都有合伙人的份。房价看涨的人，都选按揭。

隐藏成本二：税盾——政府替你还一部分利息

各国税法里有一条影响深远的规定：**利息支出可以在税前扣除，股息不行**。

意思是：公司赚 100 块，如果是付利息，这 100 块可以在算应税利润之前扣掉——假设税率 25%，政府就少收 25 块的税。相当于每付 4 块利息，政府替你承担 1 块。这个效应叫利息税盾（tax shield），大白话就是「借钱可以抵税」。

股息呢？那是税后利润的分红，一分钱税都抵不了。同样的 100 块流出，走利息通道比走股息通道便宜四分之一。这一条税法差异，每年为全世界的举债公司省下天文数字，也是公司财务教科书里「适度负债更优」的第一条理由。

第三个理由：债是一种「纪律装置」

这一条最反直觉：借钱要还，这个「麻烦」本身有价值。

公司账上躺着太多自由现金时，管理层容易犯一种病：乱花钱。买一些华而不实的资产，搞一些任性的多元化，补贴一些早该砍掉的业务——反正钱是股东的，花起来不心疼。经济学家给这个病起了个名字，叫自由现金流的代理问题，说人话就是：**钱太多又没约束，人就会飘。**

而债是硬的：每半年要付息，到期要还本，白纸黑字，违约代价惨重。背着债的管理层，就像背着按揭的业主——现金流必须精打细算，每一块钱的去向都要经得起拷问。市场相信这种纪律，所以一家公司适度发债，往往被市场解读为「管理层对现金流有信心」的正面信号，而不是「缺钱了」的负面信号。

那什么时候该发股票？

公平起见，发股票也有它的场景：公司还很年轻、现金流为负、前景高度不确定时（比如早期的互联网创业公司），它根本没有资格发债——没人敢借钱给一个看不到还款来源的公司。这时只能用股权换钱，因为股权买家赌的是「万一成了呢」的彩票逻辑，债主赌的是「你必须还我」的确定性逻辑。

所以融资方式的选择，其实泄露了公司的生命周期阶段：**赌未来的阶段发股票，收租子的阶段发债。**阿里早年在软银、雅虎那里融的是股权；今天它一年产生上千亿自由现金流，发债就是水到渠成的选择。

把这一章和第二章合起来看，那条新闻的全貌就清晰了：公司在自己信用最贵、借钱最便宜的窗口，用最便宜的钱（债）而不是最贵的钱（股），补足了境外美元弹药——同时境内现

金一分未动，继续给那场补贴大战供血。

说到补贴大战，是时候正面回答它了：一个季度几百亿，到底烧给了谁、换回了什么？

第七章·外卖大战到底在烧什么

2025 年的外卖大战，数字大到让人麻木：淘宝闪购宣布 500 亿补贴，京东杀入外卖，美团全力防守，三家两个季度合计烧钱超千亿。一个自然的问题是：这些公司疯了吗？

要回答这个问题，得先停止把补贴理解成「撒钱」，改用一个更准确的框架：**补贴是一种采购——公司在用现金，成吨地买入三样平时买不到的东西。**

第一样：用户习惯

人的消费习惯是商业世界里最难改变的东西之一。你用惯了美团点外卖，不是因为它有多好，而是因为「打开它」已经成本能。改变本能，讲道理没用，广告也没用——唯一有效的杠杆是**价格差**：同样的饭，这边便宜八块，你的手指会自己做出选择。

淘宝闪购的 500 亿，本质上是在给数以亿计的用户「付费改习惯」：每一张补贴券，都是一次行为训练。更妙的是，这场训练发生在淘宝自己的 App 里——用户为了点便宜外卖高频打开淘宝，顺手就看了看别的。阿里内部真正想要的，是让淘宝从「想买东西才打开」变成「每天都要打开」。**外卖在这里不是生意，是流量引擎。**

第二样：履约网络

外卖这行有个反常识的结构：消费者看到的对手是 App，真正的战场却在一支支骑手队伍里。这个领域叫即时配送——大白话就是「三十分钟内把任何东西送到你手上」的能力，它由骑手密度、调度算法、站点网络共同构成。

骑手网络有个冷酷的规律：**单量越密，每单成本越低**。一个区域一天一万单，骑手顺路一次能带三四单，半小时送达还能赚钱；一天一千单，骑手空跑、等单，送一单亏一单。密度就是成本，成本就是生死。

所以补贴大战烧的第二样东西，是**用订单密度去喂大一张网络**。只要订单够密，骑手就愿意来；骑手够多，送得就快；送得快，用户就更多——一个飞轮。京东和阿里愿意烧钱，是因为这张网的终点远不止盒饭：一旦「三十分钟送万物」的网络建成，送的是手机、药品、化

妆品——这是「即时零售」，一个比外卖大得多的市场。烧的是外卖的钱，建的是零售的基础设施。

第三样：时间窗口

第三样最隐蔽：补贴在买**时间**。

监管不会永远旁观。2025 年监管部门已经多次约谈平台、叫停无序低价竞争。这意味着补贴大战是有保质期的——窗口随时可能关上。在窗口关闭之前，谁把用户习惯和配送密度抢到手，谁就把优势「凝固」成了战后的格局。这跟军事上抢在停火协议生效前多占几公里阵地，是同一个逻辑。

那这些钱算「浪费」吗

现在可以回答开头的问题了。补贴烧钱是不是「大可不必」，取决于你怎么给这三样买到的东西估值：

- 如果补贴停后用户作鸟兽散、网络密度回落——那确实是把钱倒进了黄浦江，纯粹的内耗；
- 如果习惯留住了、网络留下了、即时零售的市场打开了——那这一千亿买的是阿里未来十年的第二增长曲线，是一笔**一次性付清的资本开支**，只不过它买的不是服务器，是人心和网络。

资本市场对这个问题的回答很有意思：大战最酣时，阿里和美团股价都跌过，但跌幅里有个微妙的不对称——市场惩罚美团的「被动失血」，却相对宽容阿里的「主动进攻」。因为市场算的是同上面一样的账：阿里的账上有几千亿现金、电商主业每年稳定造血，它烧得起；而烧掉的每一块钱如果换来了高频入口和履约网络，那就不是消费，是投资。

不过注意一个细节：无论买的是什么，这些补贴在会计报表上都记为「费用」，直接把当期利润削掉大半。这就引出第八章的问题——利润表都被打成这样了，凭什么说公司没事？答案是：资本市场真正盯的，从来不是利润表上的那一行。

第八章 · 为什么现金流比利润重要

第七章结尾留了个悬念：外卖大战把阿里的经营利润从三百多亿打到几十亿，利润表一片狼藉——凭什么说公司没事？凭什么债主还抢着借钱给它？

因为懂行的人看的不是利润表。他们看的是另一张表：现金流量表。这两张表的区别，是理解现代资本市场的第一块基石。

利润是观点，现金是事实

先记住一句在华尔街流传已久的话：**利润是一种观点，现金是一个事实。**

利润是「算」出来的，而算账这件事，处处是主观判断的空间。举几个例子：

- 你花 100 亿建了个数据中心。利润表上不会一次扣掉 100 亿——会计说这楼能用十年，于是每年只扣 10 亿（这叫折旧：把大件资产的成本分摊到它的使用寿命里）。为什么十年不是八年？为什么不是十五年？不同的假设，算出不同的利润。
- 你给客户送了张「满 100 减 30」的券。这 30 块什么时候算费用？发出时、使用时、还是过期时？又是判断。
- 你投资的一家公司股价跌了。要不要把损失计进利润？计多少？还是判断。

每一项判断都合规，但组合起来，利润这个数字就有了相当大的「弹性」。不是说公司在造假——而是说利润这个指标，天生就是一门带解释空间的艺术。

现金流不一样。**银行账户里的钱，多了就是多了，少了就是少了。**你说破大天，也解释不了账户余额。所以老练的投资人和债券分析师翻开财报，第一件事不是看净利润，而是找现金流量表上那一行：自由现金流——大白话就是「生意本身赚进来的钱，减去维持和扩张生意必须花掉的钱，剩下的可以自由支配的真金白银」。

用现金流重看外卖大战

现在用这副眼镜重看第七章那场大战。利润表上，阿里的经营利润被打掉了八成；但现金流量表讲的故事不同：

- 电商主业每个季度仍在产生数百亿的真金白银流入——发动机没有坏，只是在把油抽到另一个油箱；
- 补贴是当期现金支出，但它买的东西（用户习惯、配送网络）有一部分会沉淀下来，持续产生未来的流入——这笔钱更像是「一次性大额投资」，只不过会计规则把它记成了当期费用；
- 账上的现金储备和持续的造血能力，意味着哪怕再打一年，公司也不需要变卖任何核心资产。

这就是为什么债主不慌。债主不关心你某季度利润好不好看，债主只关心一个数字：**你的现金流够不够付利息、够不够还本金**。阿里一年的自由现金流是它发债利息的几十倍——在债主眼里，这笔债的安全边际厚得离谱。

大白话

大白话：看一个人还不还得起房贷，银行不会问他「今年年终奖少了没」（利润思维），银行看的是「你每月工资到账多少、月供占几成」（现金流思维）。年终奖砍半很难受，但只要工资照发，房子就断不了供。

但现金流也不是免死金牌

公平起见，得补一刀：现金流思维也有陷阱，最常见的叫「烧钱换增长的幻觉」。

有些公司年年自由现金流为负，但告诉你「我在投资未来」——有些是真的（早年的亚马逊），有些是假的（倒掉的无数明星公司）。区别在哪？在于**单位经济模型**——大白话就是「每一单生意本身赚不赚钱」。如果每一单本身有毛利，烧钱只是在买规模，那规模到了，水龙头一拧就盈利；如果每一单本身就在亏，那烧得越多亏得越多，规模只是让亏损变得更壮观。

外卖大战里三家都在烧，但阿里的底气在于：它的核心电商每单生意本身就是赚钱的，现金流的发动机完好——这是它和那些「每单都亏」的烧钱公司的本质区别。债主和市场真正区分开的，正是这两种烧钱。

现金流思维的最后一跃

理解了「现金是事实」，你就准备好理解第九章的核心了：一家公司的价值，本质上是它未来所有现金流的折现——而股价每天的跳动，和这条长河的关系远比想象中松散。利润被补贴打掉 80% 的那一季度，公司未来三十年的现金流折现值，可能只变了 2%。

这就是为什么有人面对「跌 10%」可以说出「根本不用理」。下一章，把这句话讲透。

第九章 · 市场跌了 10%，为什么可以不理

终于来到全书最核心的那个判断：市场跌了 10%，为什么有人可以云淡风轻地说「根本不用理」？这不是嘴硬，背后有一个可以拆开的结构。

股价到底是什么

先把股价的构成拆开。一股阿里值多少钱？理论上，它等于这家公司未来每一年能赚到的现金、折算回今天的总和（第八章说的折现）。这个数没法精确计算，但它的**结构**很清楚：

- 明年、后年的利润，折现后其实占小头；
- 真正的大头，是十年、二十年、三十年后的那些年份。

做个粗算感受一下：假设折现率 10%，明年赚的 1 块钱今天值 0.91 元，但第十年赚的 1 块钱今天还值 0.39 元，第二十年还值 0.15 元——一家长青公司的价值里，**远期年份累加起来占了绝大部分**。这意味着：一个季度的利润哪怕归零，对公司总价值的冲击也只有百分之一二。

这是「可以不理」的第一层底气：当期利润在总价值里的权重，比直觉小得多。

那跌掉的 10% 是什么

既然基本面只变了 2%，股价为什么跌 10%？因为股价不只反映价值，还反映**情绪、仓位和博弈**。拆开那 10% 的跌幅，里面通常是这么几样东西：

- **真实的价值重估**：市场担心补贴战不是打一季而是打一年，把未来两三年的利润预期往下修——这部分是「价值」在动，合理，但幅度通常只有几个点。
- **不确定性折价**：谁也不知道这场仗怎么收场。面对未知，市场的本能反应是先卖再说，要求一个「看不清的折扣」。这部分不是价值变了，是**出价的人变得犹豫了**。
- **筹码的踩踏**：一些资金有风控线，跌过某个位置必须卖；一些基金经理要应对赎回。他们的卖出和公司值多少钱毫无关系，但真实地压低了价格。

三样加起来，就是 10%。只有第一样是「公司变了」，后两样都是「市场变了」。

大白话：你家小区同户型的房子，上月成交价 500 万，这月有户人家急着出国、460 万就卖了。小区房价「跌了 8%」——但你的房子变了吗？砖没变，地段没变，学校没变。变的只是「此刻市场上最急的那笔成交价」。

为什么「不理」不是鸵鸟

当然，「不理」有个严格的前提：**你得能分清跌的是哪部分。**

如果跌的原因是第八章说的「发动机坏了」——主业现金流垮了、每单生意从赚钱变成亏钱、公司开始变卖家产——那跌 10% 是市场在报警，不理就是鸵鸟。但如果跌的原因是「打仗期间利润难看 + 前景看不清 + 有人在被迫卖」，而发动机完好、弹药充足、买来的东西（用户习惯、履约网络）在沉淀——那这 10% 更多是天气，不是气候。

巴菲特的老师格雷厄姆有个著名的拟人：市场先生（Mr. Market）——想象你有个合伙人，每天准时来敲你的门，给你的股份报一个买入价或卖出价。他情绪极不稳定：亢奋时报出天价，抑郁时报出白菜价。关键在于：**你完全没有义务按他的报价成交。**他的报价只是给你提供了一个选项，而不是对你资产的判决。聪明的合伙人利用他的情绪，愚蠢的合伙人被他的情绪牵着走。

「跌 10% 不用理」，翻译过来就是：市场先生今天有点抑郁，仅此而已。我的房子（公司未来的现金流）一砖未动。

债市和股市的「性格对照」

到这里，这本书的两条线——债市和股市——可以并排看一眼了，它们的性格差异耐人寻味：

- 阿里发债那天，债市几百亿美元的订单冷静地给它的十年信用定了价：「风险略高于美国政府」。此后这笔债的价格几乎不怎么动。
- 同一时期，股市里阿里的报价上下翻飞，跌 10% 又涨回来，成交量天量。

为什么债市这么淡定？因为债主只问一个问题：「还得起？」——这个问题的答案以年为单位变化。而股民问的是「接下来会怎样？」——这个问题的答案以分钟为单位变化。同—

个公司，两套问题，两种心跳。

这也是为什么老练的观察者遇到大跌，会去债市看一眼：如果股价暴跌而公司债券价格纹丝不动，说明最在乎「还不还得起」的那批人毫不动容——市场的恐慌就多半只是恐慌。反之，如果股债双杀、债券收益率飙升（记得第四章的跷跷板：收益率升 = 价格跌 = 被抛售），那才是真的警报。这一次，债市用真金白银的认购回答了：不慌。

剩下三章，我们把镜头从阿里身上拉开一点：是谁在给这些公司的信用打分（第十章）？万一真还不上钱，剧本怎么走（第十一章）？最后，跟着一张债券走完它的一生（第十二章）。

第十章 · 评级机构在评什么

第四章说，阿里发债的利息是「美债利率加一点」。那「一点」究竟是多少，谁说了算？答案是：有一群专门的「裁判」先给公司打一个分，市场在这个分的基础上讨价还价。这群裁判就是评级机构。

三家店，一个行当

全球信用评级几乎被三家垄断：穆迪（Moody's）、标普（S&P）、惠誉（Fitch）。它们干的事一句话能说清：**替债主回答「这家公司还不上钱的概率有多大」，并把答案浓缩成一个字母组合。**

比如标普的刻度从 AAA（几乎铁定还）一路降到 AA、A、BBB、BB、B，再到 C 和 D（已经违约）。BBB 及以上叫投资级——大白话就是「正经机构可以放心买」；BB 及以下叫高收益债，俗称「垃圾债」——不是骂人，是如实描述：违约概率已经肉眼可见，必须用高利息补偿。

阿里的评级在 A 档附近（标普 A+ 量级）——翻译过来：离最高档还有距离，但稳稳站在「放心买」的上半区。这个段位直接决定了第四章那个「加一点」的量级：A 档公司发债，利差是几十个到一百个基点；掉到垃圾级，利差就变成几百上千个基点——借同样一百亿美元，每年利息差出好几亿。**评级不是虚名，是真金白银的利率。**

裁判在看什么

评级分析师的打分表，拆开看无非是我们在前八章见过的那些东西——这也说明这本书的路线是对的：

- **偿债能力的分子**：自由现金流厚不厚、稳不稳（第八章），现金储备够不够（第二章）；
- **偿债压力的分母**：已有多少债、利息负担占现金流几成、未来几年有多少债集中到期；
- **生意本身的质量**：行业地位、竞争格局、护城河——外卖大战这种「主动烧钱换地盘」，分析师要判断它是投资还是失血（第七章的账）；
- **公司治理**：管理层靠不靠谱、信息披露透不透明、大股东会不会掏空公司。

值得注意的是，评级看的是**穿越周期的能力**——不是「今年好不好」，而是「遇到坏年景你能不能扛」。所以评级调整以年为单位缓慢移动，和股价的心跳完全两种节奏。

一个绕不开的质疑：裁判是运动员付费的

讲评级机构，不讲它的商业模式缺陷是不诚实的。这个行当有个结构性别扭：**评级费是发行债券的公司付的**。被裁判打分的运动员，给裁判发工资。

2008 年金融危机把这个缺陷暴露得淋漓尽致：大量后来违约的次级贷款债券，事前被评级机构盖了 AAA 的章。原因并不神秘——评级给低了，客户下次就找别家评了。危机之后，各国监管加了不少约束，这个模式也受到持续批评，但基本格局没变。

大白话

大白话：评级机构的信，要「参考着看」——把它当作一份专业但可能偏乐观的体检报告。真正懂行的债主，看评级的同时也做自己的功课，还会参考市场用脚投票出来的利差：如果一家 A 级公司的债，利差却交易得像垃圾级，那是市场在说「评级落后了，信我」。

所以成熟的债市观察者把评级当「路标」而不是「导航」：方向大致可信，但每个弯要自己看路。

评级、利差、利息：闭环

把这一章接回第四章，定价的完整链条就闭环了：评级机构给公司打分 → 分数框定利差的大致区间 → 簿记建档当天，真实订单在这个区间里找出精确的落点 → 落点决定公司未来十年每年付多少利息。

而维持一个好评级的压力，反过来约束着公司的行为——管理层做每个大动作时都会想「评级机构会怎么看」。这也是第六章说的「纪律装置」的一部分：债务不只是合同，还是一整套让公司不敢乱来的外部约束体系。

下一章是最坏情况的推演：如果约束全部失效，公司真的还不上钱了——剧本会怎么演？

第十一章 · 如果阿里不还钱会怎样

全书到这里都是好消息：信用好、订单抢、利息低。现在来做一次压力测试——假设最坏的情况发生，阿里真的还不上这笔债了，剧本会怎么演？走一遍这个剧本，你才会真正理解债主的安全感从哪来。

第一幕：先断的不是本金，是利息

违约很少像电影里那样「轰然倒塌」，它通常从一张没付出去的利息单开始。到了付息日，钱没到账，技术性违约（default）就发生了——大白话：白纸黑字的承诺没兑现。债券合同里一般有几十天的宽限期，宽限期内补上还不算正式出事；补不上，事情就正式化了。

正式违约触发一个叫交叉违约（cross-default）的机关：一家公司发行的多笔债券通常互相挂钩——**任何一笔违约，其余所有债立刻被「视同违约」，债主有权要求立即提前偿还。**这是个防止公司「挑着还」的设计：不许你厚此薄彼，要爆一起爆。所以一家大公司很少只违约一笔——违约一旦发生，往往是全局性的。

第二幕：排队

违约之后，公司要么和债主庭外重组（坐下来谈：延期、降息、债转股），要么进入破产清算程序。无论哪条路，核心都是第三章那栏「求偿顺序」开始发威：

1. 有抵押的债主先拿（抵押物卖掉先还他们）；
2. 无抵押优先债（阿里这种普通美元债）排第二；
3. 次级债再往后；
4. 股东垫底，理论上拿「还完所有债之后的剩余」——现实中通常意味着归零。

这个队序不是礼仪，是法律。它解释了金融世界的一条铁律：**同一家公司出事，债主和股东的命运天差地别。**股东清零的时候，优先债主往往能拿回百分之几十；反过来，公司飞黄腾达的时候，债主也只是收他那份固定利息，多一分没有。风险和回报永远同向。

第三幕：债主很少血本无归，为什么

这里有个反直觉的统计：大公司的债券违约后，债主的回收率（recovery rate，最终拿回百分之多少）历史上平均在三到六成之间，优先债更高。为什么？因为「还不上钱」不等于「一文不值」。

一家违约的公司，往往只是「流动性断了」或「资不抵债了」，但它的业务、客户、品牌、资产还在。破产程序做的不是把公司烧成灰分掉，而是**把公司的所有权从股东手里转移给债主**——老的股权作废，债主变成新股东，或者公司被卖掉、卖的钱按队序分。生意还在运转，只是换了主人。

大白话

大白话：一家餐厅还不上装修贷，银行不会让厨师把锅砸了分铁。银行会说：店继续开，从今天起老板是我们，利润先还债。公司「值多少钱」和「此刻手头缺多少钱」是两件事——违约消灭的是股东的权利，不是公司的价值。

这场推演教会我们的三件事

把最坏剧本走完，回头看阿里这类高信用发行人，你能更精确地说清债主的安全感由什么构成：

- **第一层是概率**：第十章的评级、第八章的现金流厚度，决定了违约这件事本身极不可能发生——这是主保险。
- **第二层是队序**：万一发生，优先债排在股东前面、有公司剩余价值垫底——这是备用保险。
- **第三层是条款**：交叉违约、约束条款、控制权变更赎回权，让公司在滑向深渊的每一步都有机关被触发、债主有提早抽身或接管的机会——这是警报系统。

三层合起来，就是「投资级」三个字背后的全部工程。它不是说「不会出事」，而是说「出事的概率小，出了事的损失有限，滑向出事的过程里全是警报」。

理解了那个，最后一章我们轻松一点：回到发行那天，跟着阿里的一张债券，从它被「生出来」到最终兑付，走完它完整的一生。

第十二章 · 一张债券的一生

最后一章，换个视角。前面十一章我们都在从外面看，这一章我们附身在一张阿里债券上，从它「出生」那天活到「寿终正寝」那天。走完全程，这本书的所有零件会自己拼成一台完整的机器。

出生前：一个念头

它始于 CFO 办公室里的一次测算：海外业务要花钱、旧债陆续到期、现在利率窗口不错、我们的信用正被市场追捧——「要不要发一笔？」董事会点头，聘请投行做承销商，律师起草几百页的发行文件，评级机构做尽职调查、给出评级（第十章）。这一切对外界悄无声息。

出生：发行日的那几个小时

某个清晨，公告发出。亚洲、欧洲、美洲的机构买家被电话和路演材料轮番覆盖，承销商开始簿记建档（第四章）。订单从全球飞进来——央行、保险、养老金、基金（第五章）。到下午，订单簿厚到发行额的好几倍，定价收紧，票息落槌。

就是这一刻，「阿里发债 100 亿美元」成为新闻标题。对写标题的人来说这是故事的全部；对读完这本书的你知道，这只是一张债券一生的第一小时——而「干净利落」四个字背后，是评级、现金流、求偿顺序、附加条款所有这些年的积累，在那几个小时里被集中兑现。

成长：二级市场里的日日夜夜

发行完成后，债券在二级市场挂牌流通——大白话：买家之间互相转手买卖的地方（发行是「一级市场」，转手是「二级市场」）。它不再属于最初的买家，会一次次易手：这家基金调仓卖掉，那家保险买入持有。

它的价格每天随利率和信用预期波动——第四章的跷跷板日夜不停：美债收益率涨，它的价格跌；公司发财超预期，它的价格涨。但对「持有到期」的机构来说，这些波动是背景噪

音：只要公司不违约，终点早已写好——面值加票息，一分不少。这就是债市淡定性格的微观根源：**终点确定的东西，过程可以不在乎。**

中年：每半年一次的准时

一年两次，付息日。几千万张债券的利息，经由托管清算系统，分毫不差地流进全球各地债主的账户。没有人欢呼，没有新闻标题，但这是整台机器存在的意义——第五章说的「今天 vs 未来的对账系统」，靠的就是这几十年如一日的准时。

偶尔也会有波澜：公司股价暴跌（第九章）、行业打补贴大战（第七章）、评级机构微调展望（第十章）。每一次，债市都会重新给这张债定价——而如果基本面无恙，波动过后，价格又回到面值附近。

寿终：兑付日

若干年后，到期日。公司把本金连最后一期利息打给清算系统，千万张债券的持有人收到全款，债券注销。它的一生结束，没有仪式。

而公司那边，财务官可能已经在筹备下一笔发行了——旧债到期，新债发行，滚动不息。这就是大企业财务的真实节奏：**债务不是「借了要还、还完拉倒」的事件，而是一台永续运转的融资机器。**阿里 2024 年发美元债、2025 年发可转债和港元可交换债、再到这笔约百亿美元的发行——放在这条时间线上看，它们不是孤立的新闻，而是同一台机器的持续呼吸。

回到最初那条新闻

现在，我们可以把第一章的三个疑问一次性收掉了：

- **为什么有钱还要借？** 因为钱分口袋、分层级、分币种（第二章），因为债比股便宜（第六章），因为在信用最贵的窗口借最便宜的钱，本身就是能力展示。
- **烧的钱和借的钱什么关系？** 烧的每一块钱在买用户习惯、履约网络和时间窗口（第七章）；只要主业现金流完好（第八章），这场仗就烧得起、也还得起——债主已经用订单投票确认了这一点。
- **跌 10% 为什么不用理？** 因为跌的大头是市场先生的情绪和不确性折价，不是公司未来现金流的折现值（第九章）；判断要不要理的方法也给了：看发动机坏没坏，看债市慌不慌。

一条新闻，三层含义。外行看标题，内行看结构。

金融市场表面上是数字的洪流，往深处看，全是古老的约定：借钱要还，排队有序，承诺有价，信用即钱。一家公司的伟大，某种意义上就体现在——全世界最谨慎的一群管钱人，愿意把自己守护的养老金和保费，换成你签名的一张借条。

下次再看到「某某发债」的标题，你会心一笑就够了。那行字背后的一切，你已经懂了。

有钱为什么还要借钱 · 王建硕