

SDIC



关注

财富APP
理财专家 伴您左右

主管／主办 Published by
国家开发投资集团有限公司

编辑单位 | Editorial
国投泰康信托有限公司

总编辑 | Chief Editor
叶柏寿

主编 | Managing Editor
傅强

副主编 | Vice Managing Editor
李涛 刘桂进 姚少杰 江芳
包恋群 高嵩 曹莹

执行主编 | Executive Editor
王楷文

责任编辑 | Editor in Charge
苏小宁 范静怡 管静 岳海旭 沈舒榕

视觉总监 | Creative Director
解谢

SDIC Fortune

国投财富

北京市西城区阜成门北大街2号楼 邮编100034
No.2 Fuchengmen North Street, Xicheng District,
Beijing, China
Postal code: 100034
电话TEL: (010) 83321862
传真FAX: (010) 83321811
E-mail:wangkaiwen@sdickttrust.com

SDIC

成就财富梦想 实现更美生活

公司概况 Company profile

国投泰康信托有限公司（简称“国投泰康信托”）是经中国人民银行批准设立、中国银行保险监督管理委员会监管的非银行金融机构，注册资本金26.705亿元人民币，公司净资产89.15亿元（截至2020年6月末）。公司股东为国投资本股份有限公司、泰康保险集团股份有限公司、悦达资本股份有限公司、泰康资产管理有限责任公司。

CONTENTS

2020.10

16 | TOP STORIES 封面故事

探寻中国财富管理蓝海城市

22 | MARKET 市场

我国企业年金 基金运营风险分析

66 | CORPORATE CULTURE 企业文化

爱“较真”的国投金融人

记“国投劳动模范”、国投泰康信托资产运营总部总经理陈仁龙

核心优势 Core advantages

业务广泛



公司坚持市场化、专业化、特色化的发展思路，开展投资银行、资产管理、财富管理、服务信托等各项业务。

回报丰厚



公司将投资业绩放在第一位，为投资人创造了丰厚的回报，近五年累计为客户创造收益近700亿元。

风控领先



公司坚持规范运作、稳健经营，认真履行受托人职责，风控能力行业领先。

精英团队



公司拥有一支高学历、高素质和经验丰富的信托从业队伍，硕博学历员工占比65%

2 / 版权

4 / 视觉

8 / 资讯

12 / 公司动态

26 / 市场 数说后疫情时代第一个“黄金周”

32 / 市场 房地产ABS现状简析

38 / 研究 经济稳步修复，韧性好于预期——2020年第三季度宏观经济形势分析报告

48 / 研究 发行与成立规模降势放缓，传统业务亟需转型

50 / 研究 转债市场简析及信托公司参与转债市场的路径探讨

54 / 党建 公司党总支组织开展“四史”学习大比拼活动

56 / 党建 公司第一党支部召开全体党员大会讨论接收预备党员

58 / 党建 公司第二党支部开展2020年10月份主题党日活动

59 / 党建 公司第三党支部开展9月份全体党员大会暨党员固定日活动

60 / 党建 公司第四党支部开展“铭记历史 开创未来”主题党日活动

62 / 党建 公司第五党支部联合悦达集团机关第二党支部开展结对共建交流活动

64 / 企业文化 公司举办2020年度全员拓展培训

69 / 企业文化 公司开展金融知识走校园进山区活动

71 / 企业文化 公司参加集团“安信证券杯”首届乒乓球赛北京赛区预赛

72 / 企业文化 公司举办9月员工生日会

73 / 生活 达尔马提亚海岸线:时光梦旅



01/

01/02/王楷文
金秋十月，叠翠流金，绿叶红果，串串枝头。
摄于北京。

01/秋色1



02/

02/秋色2

01/

01/公司2020年度全员拓展培训





研究发展部
王莹整理

1 秋冬临近，海外新冠疫情有所反弹
截止2020年10月30日9时，海外累计确诊病例451万人，较上日新增29万人，累计死亡病例117万人，较上日增加3156人。目前中国之外216个国家和地区有感染病例，累计感染者过千例的已达到158个，美国累计感染约878万例，全球居首，印度超

799万例，巴西近544万例分列二三位；非洲确诊超千例国家已48个，欧洲41个，亚洲38个，美洲29个，大洋洲2个。世卫官员称欧洲再回新冠疫情“震中”，法德均称本轮疫情发展或比年初首轮疫情更加猛烈，德国近半数县市感染“超标”，美国大选前疫情再次拔高。



3 中国共产党第十九届中央委员会第五次全体会议，于2020年10月26-29日在北京举行
中国共产党第十九届中央委员会第五次全体会议，于10月26日至29日在北京举行。全会预计，二〇二〇年国内生产总值突破

一百万亿元；脱贫攻坚成果举世瞩目，五千五百七十五万农村贫困人口实现脱贫；粮食年产量连续五年稳定在一万三千亿斤以上。全会提出到二〇三五年基本实现社会主义现代化远景目标，并提出“十四五”时期经济社会发展主要目标。全会提出，坚持创新在

我国现代化建设全局中的核心地位，把科技自立自强作为国家发展战略支撑；加快发展现代产业体系，推动经济体系优化升级；形成强大国内市场，构建新发展格局；优先发展农业农村，全面推进乡村振兴；优化国土空间布局，推进区域协调发展和新型城镇化。

2 美国大选投票日临近，各类民调显示美国前总统拜登暂时领先现任总统特朗普
美国11月3日大选投票日临近，在各类民调中，美国现任总统、共和党提名的特朗普在全美范围内，依旧落后于民主党提名的总统候选人拜登。根据10月17

日到22日之间的操作的5份不同机构民调显示，拜登领先幅度最多的一份民调达12.1个百分点，最小的一份也有8.5个百分点。在目前已完成的两场电视辩论会中，拜登表现被认为优于特朗普，特朗普在民调中的落后幅度进一步拉开。



4 前三季度经济运行持续稳定恢复，主要指标增速由负转正，经济增速由降转升
中国前三季度GDP同比增长0.7%，增速由负转正。第三季度GDP同比增长4.9%，尽管低于5.2%的预期，仍为年内最高；中国9月规模以上工业增加值同比增6.9%，连续6个月保持正增长，预期5.8%，前值5.6%。前三季度规模以上工业增加值同比增长1.2%。9月全国城镇调查失业率为5.4%，比8月下降0.2个百分点；前三季度，全国城镇新增就业人员898万人，完成全年目标的99.8%。中国9月社会消费品零售总额同比增3.3%，预期1.6%，前值0.5%；其中，除汽车以外的消费品零售额增长2.4%。前三季度全国网上零售额同比增长9.7%，增速比上年上半年加快2.4个百分点。中国1-9月固定资产投资（不含农户）同比增长0.8%，增速年内首次由负转正，1-8月为下降0.3%；其中，民间固定资产投资下降1.5%，1-8月为下降2.8%。统计局指出，前三季度经济运行持续稳定恢复，主要指标增速由负转正，经济增速由降转升，以互联网经济为代表的新经济对整体经济的带动作用非常显著；预计四季度乃至全年有基础、有条件、有信心保持目前态势。

5 国家领导人多次提出并强调构建国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局
今年5月以来，习近平总书记提出并多次强调要“加快形成以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局”。推动形成“双循环”新发展格局，是未来一段时期经济发展的首要任务，也是“十四五”时期金融改革发展的着眼点。“双循环”新发展

格局的本质内涵是“独立自主、高水平开放”。“双循环”新发展格局既与我国长期以来的重大战略和政策一脉相承，又强调供给侧和需求侧、国内国际循环、经济与金融的全方位统筹。以国内大循环为主体，不是主动脱钩，而是顺应国内外形势变化，强调“独立自主”，同时继续推进高水平对外开放，通过改革实现二者的辩证统一，相互促进。





6 深圳综合改革试点方案印发, 为深圳未来发展指明方向和规划路径

近日, 中共中央办公厅、国务院办公厅印发了《深圳建设中国特色社会主义先行示范区综合改革试点实施方案(2020—2025年)》(以下简称《方案》)。《方案》明确, 赋予深圳在重点领域和关键环节改革上更多自主权, 支持深圳在更高起点、更高层次、更高目标上推进改革开放。中国经济体制改革研究会副会长、中国(深圳)综合开发研究院院长樊纲认为, 这是新时代推动深圳改革开放再出发的重大举措, 既是对深圳经济特区发展成就的充分肯定, 也为深圳未来发展指明了方向、规划了路径, 给深圳特区“加了任务”, 在深圳改革发展历程中具有里程碑式的重大意义, 也标志着全国改革攻坚进入了新的阶段。



8 证监会修改私募资管细则, 疏通“堵点” 扎牢风控体系

10月23日, 中国证监会发布《关于修改<证券期货经营机构私募资产管理业务管理办法>的决定》(征求意见稿)、《关于修改<证券期货经营机构私募资产管理计划运作管理规定>的决定》(征求意见稿)公开征求意见的通知。证监会表示, 此次修改工作,

主要是充分考虑全面深化资本市场改革发展要求, 总结监管经验与实践需求, 结合国务院关于《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》(以下简称《资管新规》)过渡期适当延长的安排, 对《资管细则》部分规定进行优化调整: 一是及时完善私募资管业务个别“风险点”规制要求。在坚持《资管细则》较为系统的风险防控规制基础上, 结合新的

风险应对经验, 进一步“扎牢”风险防范的制度体系。二是及时疏通影响私募资管业务发展的个别“堵点”。在坚持《资管细则》严控风险的底线原则基础上, 对部分规定进行适度优化, 进一步打开业务空间, 为深化直接融资营造更加友好的制度环境。三是落实新证券法要求, 做好规则衔接; 进一步落实简政放权要求, 精简相关备案、报告事项。



9 2020金融街论坛年会于10月21日至23日在北京金融街举行

2020金融街论坛年会于10月21日至23日在北京金融街举行, 年会由北京市人民政府、中国人民银行、新华社、中国银保监会、中国证监会和外汇局共同主办。年会围绕“金融合作与变革”“金融服务与发展”“金融开放与市场”“金融科技与创新”举行平行论坛。国家及监管机构领导刘鹤、易纲、郭树清、易会满、潘功胜等在论坛上就金融科技发展与监管、全球经济变局与未来、中国金融业的挑战与机遇、金融科技赋能小微企业融资、国际金融市场波动与挑战、有效防范化解金融风险、金融市场开放与资管竞合变局等方面议题表达了重要观点。

7 信托公司信托产品估值指引加快酝酿

为更好落实资管新规要求, 积极建立信托行业公允估值体系, 推动信托产品净值化转型, 据悉, 中国信登、信托业协会、中债估值中心及信托机构等市场主要参与者日前已完成《信托公司信托产品估值指引》(征求意见

稿), 以求统一净值化标准, 指导业务实践。在业内专家看来, 信托资产估值将为市场提供可靠的公允价值计量参考, 帮助机构解决非标准化债权资产估值技术难点, 助力机构提高估值核算效率和风险管理水平。而第三方估值的应用将提升估值结果的可比性, 有利于形成行业统一标尺, 为



监管部门及时监测市场风险提供有力工具。

10 第二届外滩金融峰会于10月23-25日在上海召开

据中国证券网报道, 2020年10月23日至25日, 中国金融四十人论坛(CF40)联合各组委会成员机构在上海召开第二届外滩金融峰会, 峰会主题为“危与机: 新格局下的新金融与新经济”。第二届外滩金融峰会共举办4场全体大会、6场云会场和4场闭门研讨会, 用丰富的会议形式和前沿的讨论角度推动交流沟通。围绕金融开放、金融科技、资产管理三大议题, 本届峰会的讨论角度不仅聚

焦全球经济复苏和金融风险等宏观话题, 还涵盖人民币国际化、国际货币体系改革、中美关系、数字经济、数字货币、全球资产配置、黄金市场合作、中央对手方发展等视角。峰会以开放的姿态广邀全球财经政要、机构高管与智库领袖齐聚外滩金融峰会, 通过高水平的思想碰撞与观点交锋, 分享真知灼见, 以对话推动共识, 以共识推动合作, 为建设开放型世界经济提供高质量的智力支持, 为推动上海国际金融中心建设贡献力量。





1 公司举办“十四五”规划系列活动启动会

为贯彻落实集团2020年发展研讨会议精神，更好地做好公司“十四五”规划，公司于2020年9月4日下午在京举办了“十四五”规划系列活动启动会暨资金信托新规背景下业务转型体系构建培训，公司高中级管理人员和前中后台高级经理级以上员工共计120余人参加了此次启动会和专题培训。

在启动会上，公司总经理傅强首先向与会人员传达了集团“十四五”规划会议部署和白涛董事长在研讨会上提出的“八个突破”要求，要求公司“十四五”规划要紧紧围绕“1331”总体构想和白涛董事长讲话精神，深入研讨，科学编制，认真落实。傅强同时强调了启动公司“十四五”规

划系列活动的重要性，要求综合运用战略思维、创新思维和底线思维，做好“十四五”规划，要与公司战略质询形成联动。傅强最后提出公司“十四五”规划系列活动主要包括三个方面：一是“引进来、走出去”，将邀请专家、学者进行多层面、多维度的培训和讲解；二是进行深入研讨，公司前中后台均需参与研究各个业务板块发展方向和路径；三是邀请业务领导和优秀代表做业务规划宣讲，让全公司对未来业务发展有更为清晰的认识。

随后，公司邀请了南开大学经济学博士、中国人民大学信托与基金研究所执行所长邢成做关于“资金信托新规背景下业务转型体系构建”的专题培训。在培训中，邢成从资金信托新规的“多”、“空”影响、信托公司业

务转型战略与路径两个方面进行讲解。邢成通过50%非标比例是高是低、标品信托业务是实是虚、200人限制后投资者数量是多是少、打破刚兑的情理逻辑是否存在、通道业务是去是留等五个方面对新规影响进行了解读，强调了目前及未来监管的趋势性变化和变化的不可逆转性。邢成从净值化产品条线构建思路、服务类信托产品体系搭建重点和固有业务转型方向三个方面对信托公司业务转型战略与路径进行了分析。

此次启动会和专题培训有利于提高全公司对“十四五”规划的重视，帮助公司进一步认清目前的监管形势，并为谋划未来五年转型发展的方向和重点创造有利条件。



2 公司股权投资项目“双喜临门”

2020年9月14日，国投泰康信托投资的新能源汽车供应链企业——湖南长远锂科股份有限公司首次公开发行并在科创板上市申请中顺利通过上交所科创板上市委员会审核；9月15日，公司投资的科学服务供应链企业上海泰坦科技股份有限公司科创板首次公开发行股票的注册申请获得中国证监会同意。长远锂科顺利通过科创板上市审核以及泰坦科技顺利通过发行注册，标志着公司前期最早布局的两个股权投资项目均已正式走向资本市场。

近年来，公司积极开拓股权投资业务，通过自有资金、产业基金等多种业务模式，在新兴产业领域布局了一些具有核心竞争力和产业竞争壁垒的优秀企业。除上述两个投资企业已经走向资本市场外，其他投资企业大多获得了新一轮的股权融资。随着国

内资本市场改革的进一步深化，公司在上述投资领域的项目布局预计会取得良好的投资收益。另外，公司股权投资业务也有效丰富了公司的财富产品线，为投资人提供了更加多样化的选择，有利于公司全面布局和发展财富管理业务。

未来，公司将严格按照集团公司党组“1331”总体构想，积极提升投资业绩的回报能力，加强投资方式创新，不断支持实体经济，努力成为国内一流信托公司。同时，公司将结合市场环境、自身特点和优势，进一步加强股权投资领域的布局，细化投资策略，提升投研能力，为支持集团战略性新兴产业发展做出应有的贡献。

长远锂科成立于2002年，专注于高效电池正极材料的研发、生产和销售，是国内最早从事三元正极材料相关研发、生产的企业之一，产品代表了高性能锂离子

电池正极材料的发展方向。长远锂科现已发展成为国内三元正极材料领域的龙头供应商，正努力打造成为全球新能源材料行业的引领者。我司于2018年投资长远锂科，以支持企业做大做强。

泰坦科技成立于2007年，是以高端试剂、特种化学品为主要产品的国内首家一站式科学试剂供应商及服务平台，主要为生物医药、新材料、新能源、化工化学、分析检测等领域提供全方位的产品与服务，现已发展成为国内领先的科学服务供应链企业。我司于2016年投资泰坦科技，以助力企业进行产业链的拓展延伸。





3 公司财富板块正式入驻中海国际中心

9月28日上午, 公司财富板块正式入驻北京中海国际中心, 公司副总经理李涛、江芳, 北京中海商业发展有限公司、中国电子工程设计院有限公司相关领导及公司财富板块全体员工齐聚一堂, 共同见证这一激动人心的时刻。

入驻仪式上, 公司副总经理李涛发表致辞, 为财富板块顺利入驻中海国际中心送上祝福。李涛总表示, 公司今年上半年经营业绩表现突出, 财富管理板块全体员工为公司整体业绩指标的完成做出了巨大贡献, 特此对财富板块的员工表示感谢。财富管理业务是信托行业转型升级的抓手, 也是公司“十四五规划”发展中的重点战略业务板块之一, 希望财富板块以此次入驻新职场为契机, 展现新风貌、谱写新篇章、再创新辉煌, 在优雅的工作场所为客户提供更高品质的服务, 实现更好更快的发展, 为公司的经

营发展作出更大贡献。

北京中海商业发展有限公司中海国际中心总监李砚女士作欢迎致辞, 祝愿国投泰康信托有限公司业绩长虹, 并期望通过中海商业的高水平管理运营能力, 与国投泰康信托长久合作、共赢未来。

在随后议程中, 参加仪式的公司领导和嘉宾共同按下启动球, 标志着公司财富板块正式入驻北京中海国际中心。领导和嘉宾们共同切开印有国投泰康信托logo的蛋糕, 象征着公司财富板块在中海国际中心开启美好、辉煌的新篇章。



4 公司参加北京民政局慈善信托现场评估会

2020年10月28日, 由北京市民政局组织的北京市慈善信托现场评估会在北京师范大学召开, 共有7家信托公司和1家公益基金会参会。家族信托事业部代表我司汇报了慈善信托领域的创新成果和规范管理, 参评的两项案例获得满分的评估成绩。

本次参评的项目为“国投泰康信托2016年国投慈善1号慈善信托”、“国投泰康信托2017年真爱梦想2号教育慈善信托”两单慈善信托。家族信托事业部代

表就上述慈善信托案例的基本情况、管理情况、财务情况、运行情况和公益价值向评审组专家进行了汇报, 详细阐述了我司开展慈善信托的战略定位和突出亮点。评审组专家就股权慈善信托的股权管理、项目运作和涉及到的税收等问题与我司代表交流探讨, 现场互动气氛热烈。

评审组专家一致认为我司两单慈善信托运作规范、公益效率高、社会影响显著, 充分体现了国投泰康信托作为央企成员企业, 主动承担社会责任、不断探索模式创新的慈善理念。经充分

讨论后, 评审组给出了满分的评估成绩。

评审组专家建议, 未来民政局将国投泰康信托两单慈善信托作为典型案例, 加强推广宣传, 提高示范效应。一是邀请我司参与在深圳举办的中国公益慈善项目交流展示会, 就开展慈善信托的相关经验进行分享和介绍; 二是与中关村创业园区进行合作, 将股权慈善信托的模式不断向企业家群体进行推广复制, 实现更多的股权慈善信托落地。

我司于2016年起开展慈善信托业务, 并一直将慈善信托作为重要战略性业务。未来, 家族信托事业部将以专业的受托管理能力为核心, 将家族信托业务与慈善信托业务有效结合, 在体现央企社会担当、提升品牌形象的同时, 促进家族信托业务的发展和完善。



身健体提质增效工作方案, 强化战略引领、严防重大风险、加大市场开拓、开展行业对标、严控成本费用、提高资源配置能力, 全面推动公司高质量发展。

5 公司举办“瘦身健体提质增效”系列会议启动会

为贯彻落实《国家开发投资集团有限公司2020年瘦身健体提质增效专项行动实施方案》, 切实做到保经营目标、降经营成本、控经营风险, 公司将举办瘦身健体提质增效系列主题会议, 公司于2020年9月17日上午召开了首次会议, 公司中层以上管理人员参会。

本次会议以控风险为主题,

由风险管理部、法律合规部和稽核审计部分别进行了风控事项通报、监管检查情况通报以及问责通报。会议强调, 目前监管力度和手段已经发生了根本性变化, 公司上下需认真领会监管导向, 切实贯彻“合规风险全覆盖”理念, 提高项目开展的审慎性, 加大对监管报送的重视程度。

同时, 公司将继续按照集团和资本的统一部署, 加强组织领导和, 采用多种形式和手段践行瘦

探寻中国财富管理蓝海城市

文/营销与客户运营部 舒权斌

近年来，以中国为主的亚太地区私人财富增速领衔全球，中国市场财富管理需求高度景气。“北上广深”一直是财富管理机构“兵家必争之地”，市场竞争日益高涨，市场成熟度逐步提升，除此一线城市之外，还有哪些城市是财富管理新的增长极，本文就来带您探寻中国财富管理的蓝海城市。



以中国为主的亚太地区私人财富增速领衔全球

先来看一组权威数据。据波士顿咨询分析预计，2021年亚太地区私人财富总额将增至61.6万亿美元，市场份额将升至约28%，且对全球增量财富的贡献比重达到约41%。中国市场将成为全球财富增长新引擎，蕴含财富管理行业发展机遇。

中国财富管理市场高速增长的“硬核”因素是什么？答案是：高净值人群及个人可投资资产规模持续增长，释放财富管理增量需求。另有研究显示，2019年中国居民可投资资产总体规模突破200万亿元，可投资资产规模在1000万以上的中国高净值人士约211万人，可投资资产5000万以上人群规模约34万人。测算显示，高净值人群、大众富裕阶层、普通居民所占有财富在整体占比中近乎三分天下。

这组数据有不少可展开分析的要点：

其一，中国的财富管理行业市场规模飞速壮大，近年来，中国居民可投资资产的年复合增长率约达

21%，这个庞大的存量市场还在高速增长。

其二，大量的财富以及旺盛的投资理财需求，共同推动财富管理行业的蓬勃发展。根据居民持有财富规模大小，可以将财富管理市场分为高端财富管理、大众富裕阶层财富管理以及大众理财市场，并且在不同层次形成不同的业态。

大众理财市场人口基数大，人均投资金额小，理财需求相对简单和单一，因此，利用互联网提供标准化产品与服务，可以极大地提升服务效率、扩大服务半径。大众富裕阶层和高净值人群的群体小、人均可投资金额大，投资理财需求复杂，相应地，投资决策周期更长、更复杂，所需的财富管理服务要基于强信任、重咨询的深度服务，因此也形成了以物理网点铺设所呈现的“线下交流、人工服务”，与金融科技赋能所引导的“线上引流、智能服务”相互倚重的财富管理业态。

第三，基于上一点的分析，可以进一步推导出不同业态中具备优势禀赋的市场主体——大众理财市

场的核心竞争力是低成本的流量获取能力；而高端财富管理的服务过程非标准化，服务内容本地化、人工化，加上优质理财产品规模有限，直接限制了财富管理机构的体量，导致高端财富管理难以形成巨头垄断，而是呈现大珠小珠落玉盘的“群星闪耀式”市场格局。

第四，据近几年《胡润财富报告》研究数据显示：中国居民财富分布极其不均衡，高净值人士在13.83亿人口中占比不到0.1%，但这却持有中国1/3的财富。高净值人士的人口地域分布也不均匀。

2019年，中国600万资产以上的“富裕家庭”总数约494万户（600万人民币资产富裕家庭数量），总财富达133万亿，是大中华区全年GDP的1.5倍；其中，中国大陆拥有600万资产的“富裕家庭”数量已经达到387万。北上广深四个一线城市的600万资产高净值家庭数量合计约为162万户，占总量的33%左右。换句话说，接近七成的中国高端财富管理市场（600万资产+）在非一线城市以及港澳台地区。

600万资产“富裕家庭”城市分布Top 10

	城市	600万资产“富裕家庭”数量（比上年增加） 单位：户
1	北京	704,000（+8,000）
2	上海	602,000（+8,000）
3	香港	551,000（+5,000）
4	深圳	170,000（+4,000）
5	广州	162,000（+2,000）
6	杭州	124,100（+2,100）
7	宁波	95,900（+2,500）
8	佛山	73,000（+1,600）
9	台北	69,600（+660）
10	天津	64,100（+600）
	其他	2,324,300
	总数	4,940,000
数据来源：胡润研究院		

七成高端财富管理“蓝海市场”在哪里？

贝恩公司发布的《2019中国私人财富报告》研究指出，目前，中国高净值人群的地域（除去港澳台地区）分布正逐步趋于均衡态势：2019年，全国共有23个省市的高净值人士超过2万人。其中，中西部和一带一路沿线省份的增长趋势明显。而在工商数据库中（包含子公司、分公司在内），中国大陆地区财富管理和资产管理机构超过16.8万家，财富管理服务供给端的分布也集中在一线城市及东部沿海地区，广东、上海、浙江、北京和江苏五地的财富管理和资产管理机构超过10000家，合计占比58%，与财富的地域分布基本。

据研究统计发现，高端财富管理行业呈现本地化、碎片化、区域化特征较为显著：因高端财富管理的发展基于“强信任”和“重咨询”的深度服务，故财富管理机构的扩张随着财富管理“需求端”-客户分布演变，向二三四线城市逐步扩散，中国高端财富管理行业存在区域性蓝海。

在中国，财富管理按照人均持有资产规模不同，可以划分为大众理财、大众富裕阶层财富管理以及高端财富管理，大众理财服务的供给侧可以被互联网深度改造，跨地域服务，因此只有行业龙头而没有地方龙头。高端财富管理则正好相反，即便是行业头部企业也无法形成垄断，地方龙头财富管理机构（或区域财富管理子机构）可以遍地开花。

进一步探寻“机会市场”，可以从以下两个指标进行分析：

指标1——地方GDP、人均GDP数据

从2019年中国GDP的统计数据来看，上海、北京、深圳、广州、重庆、苏州、成都、武汉、杭州、天津、南京、宁波、无锡、青岛、长沙、郑州、佛山这17城市成为万亿俱乐部成员；泉州、东莞、济南、合肥、福州、南通、西安这7座城市GDP在“9000-9999亿元”区间，是万亿GDP城市的有力后备军。

从人均GDP来看，2019年GDP破万亿的17个城市中，除北京、上海、深圳和广州外，还有苏州、成都、武汉、杭州、天津、南京、宁波、无锡、青岛、长

地方GDP、人均GDP数据

	城市	GDP（亿元）	名义增速（%）
1	上海	38155.32	16.75
2	北京	35371.30	16.66
3	深圳	26927.60	11.17
4	广州	23628.60	3.37
5	重庆	23605.77	15.92
6	苏州	19235.80	3.43
7	成都	17012.65	10.88
8	武汉	16223.21	7.44
9	杭州	15373.05	13.80
10	天津	14104.28	4.80

数据来源：统计局公开资料

沙、郑州、佛山人均GDP超过10万。此外，鄂尔多斯、珠海、福州、烟台、泰州、嘉兴、东莞、泉州、合肥、绍兴、扬州、厦门、常州等城市人均GDP也超过10万，这些富庶的二三四线城市将成为财富管理蓝海市场的重要组成。

指标2——各区域的财富管理行业供需比指数

据天眼查、Newbanker旗下的顾问云统计调研数据显示：截至目前，中国大陆地区财富管理和资产管理机构数量有200000+。其中广东、上海、浙江、北京、江苏均已突破10000家，合计占比超过58%，行业区域集中度高，2015-2019年期间，该数据一直维持在52%-60%。陕西、山西、云南、宁夏、西藏、甘肃、青海等省份/自治区现有财富管理公司数量不足1000，排在末位。

各区域的财富管理行业供需比指数

地区	600万人民币可投资资产富裕家庭数量	财富机构分布数量	财富管理行业供需比指数
山西	17,800	922	19.31
陕西	18,300	961	19.04
北京	265,000	15,095	17.56
河南	22,700	1,683	13.49
浙江	182,000	15,207	11.97
重庆	17,900	1,673	10.70
江苏	103,000	10,007	10.29
上海	212,000	22,270	9.52
辽宁	30,500	3,431	8.89
云南	7,700	895	8.60
广东	252,000	35,212	7.16
湖南	20,300	2,882	7.04
四川	32,100	4,597	6.98
山东	53,600	8,223	6.52
福建	52,500	8,323	6.31
天津	23,200	3,922	5.92
内蒙古	11,500	2,008	5.73
黑龙江	11,100	1,990	5.58
海南	4,490	1,113	4.03
河北	18,000	4,815	3.74
湖北	17,700	4,890	3.62
江西	11,700	3,238	3.61
吉林	8,450	2,666	3.17
安徽	11,200	3,851	2.91
新疆	3,140	1,175	2.67
甘肃	810	339	2.39
贵州	3,860	1,646	2.35
青海	810	416	1.95
广西	6,990	3,957	1.77
西藏	550	399	1.38
宁夏	1,090	849	1.28

数据来源：天眼查、顾问云、《2019胡润财富报告》

另据《2019胡润财富报告》、天眼查、顾问云调研统计数据整理，将各区域高净值家庭数量除以财富管理公司数量，即平均一家财富管理公司需要服务的高净值家庭数量来作为本地区的市场供需比。

山西和陕西的供需比最高，分别为19.31、19.04，超过北京位列Top2。这两个地区的高净值家庭数量处在中游位置，不过其所拥有的财富管理公司数量排在末位，一方面说明山西和陕西地区居民的财富管理理念和意识相对不够深入，另一方面也表明了市场潜力。

北京、河南、浙江、江苏、重庆、上海这6个地区的市场供需比也都在9.00以上，财富管理机构可以重点关注这几个市场，其高净值人群的价值还有很大的挖掘空间。

从以上两个指标看未来中国财富管理市场“区域性机会”城市，我们可以发现，北京、上海、广州、深圳，成为财富管理机构传统兵家必争之地；“万亿俱乐部”城市，如重庆、天津、苏州、成都、武汉、杭州、南京、青岛、长沙等，将在城市高速发展和高净值人士与日俱增的财富管理需求共同推动下，持续释放财富管理行业发展活力。

在这些城市中，大多都是“京津冀”、“长三角”、“大湾区”重点规划辐射的城市；此外，“成渝城市群”、“长江中游城市群”、“一带一路”重要节点城市：重庆、成都、武汉、郑州、长沙、青岛、太原、西安等，也展示出强有力的财富管理市场潜力。假以时日，上述城市或将都成为区域财富管理市场的争夺焦点，充分的市场竞争也将持续提升财富管理机构服务品质，并最大化惠及高净值财富管理人群。





我国企业年金基金运营风险分析

文/家族信托事业部 唐琨

近年来,随着我国老龄化进程不断加速,国民对社会生活质量日益增长需求与国家老龄化人口增速上升趋势之间的矛盾,导致我国基本养老保险制度面临的财务危机日趋严峻。在现有的养老保障供给体系下,仅以政府单一化养老保险制度支持高质量社会养老保障体系相对困难。随着国家综合改革进程不断深化,我国确立了以基本养老保险、企业年金和

个人储蓄性养老保险为核心的三位一体综合养老保障体系的可持续发展模式。

企业年金是我国现行养老保险体系中的重要单元,是企业依法依规对职工履行养老责任的关键环节,采用信托模式对企业年金进行运营管理实现资产增值,通过利润分配对企业职工养老进行补充。企业年金运营时间尺度长、涉及资金量大,运营的目的是为职工养老提供物质保障,因此,企业年金投资对运营风控的要求更为严格。近年来,我国企业年金保险模式在资产规模、风控能力、覆盖广度、运营深度等方面不断进步,但我国企业年金投资仍然存在诸多不足。本文在分析企业年金投资现状的基础上,探讨我国企业年金风控存在问题,并提出企业年金风控策略,为促进企业年金体系可持续发展奠定理论基础。

一、企业年金投资体系

企业年金是在国家相关政策监督及支持下,企业及员工自愿建立并加入的补充养老保险制度,年金计划参与者共担投资运营风险,个人账户企业年金在员工退休后依法依规领取,该计划旨在提高企业职工晚年生活质量。而国家基本养老保险制度是由国家建立并负责实施的养老保障体系,其目的在于保障退休人员的基本生活,体现普惠、公平、协调的原则。

企业年金基金是根据年金计划筹集资金和运营管理的养老保险投资金融手段,是企业年金制度实施的主要载体。企业年金基金包括本金及盈利,本金为企业及职工根据年金计划按比例缴纳的年金,盈利是企业年金基金通过投资运营筹集资本产生的利润,资金投资运营存在市场风险。企业年金基金作为独立的会计主体与企业本体发展无关,从年金筹资、运营管理、风险控制、投资获利到利润分配形成完整资金链和财务体系。

二、企业年金基金运营风险分析

随着资本市场规则和企业年金制度的不断完善,我国企业年金投资更趋多样化、专业化、市场化、规范化。截止至2019年三季度末,我国93422家企业共建立1644个年金计划,参与企业年金计划的职工人数总计2506余万。虽然近三年我国企业年金增速明显加快,但基金整体收益率仍然偏低。截至2019年三季度末,我国企业年金基金累计收益900.95亿元,加权平均收益率6.03%,我国企业年金基金整体收益率相较全国社保基金加权投资收益率8.3%的数据来说,企业年金基金投资运营仅达到资金保值的效果,增值效益与预期仍有差距。近年来,我国企业年金计划收益呈类抛物线型变化趋势,内部风险及外部风险导致企业年金基金运营效益波动幅度较大。企业年金基金的在资本市场运营过程中不可避免地要面临各类投资风险,基金管理者要正确识别并应对风险,才能实现企业年金基金投资效益最大化。

(一) 制度风险

我国企业年金基金运营管理政策制度体系尚不完善,制度不断的改革优化导致投资运营指导依据更迭频繁,一定程度上使得年金资本市场投资混乱。基于制度原因,企业内部在规划基金运作时不能建立长效科学的决策体系,只能完全依靠托管机构或组织对资金进行处置,使得企业不能更好地对可能存在的投资风险进行预判并迅速采取应对措施。

(二) 信托风险

企业年金计划是由计划发起人、受益人、执行人(基金理事会或外部运营受托机构)之间形成的信托关系,这其中包括委托人(发起人和受益人)内部信托风险。从委托人角度分析,由于委托人与被委托人之间的信息不对称导致委托人不能充分识别信托风险,选择规模较小、运营能力不足、风控水平偏低的信托机构,企业年金基金将会面临较大的资金安全风险。从受托人角度分析,基金受托人担负运营管理企业年金基金的责任,在委托人内部监管不严或管理手段弱势的情况下,受托人可以利用自身财务便利提交虚假会计信息隐瞒真实收益,从中获取不正当利益,损害企业员工年金养老权益。

(三) 代理风险

企业年金委托人与受托人之间存在委托代理关系,受限于信息披露和利益多方信息不对称等因素,导致企业年金委托代理过程存在较大风险。企业年金在运营管理过程中存在较多不确定性,而委托人无法直接管理基金运营,且普遍对运营投资收益预判过高,受托人不能完全公开投资信息,最终导致运营结果无法满足预期目标。同时,由于信息不对称和专业能力局限等因素,委托人更倾向于选择代理费用更低或营销手段更高的机构,前端控制力度不足引发逆向选择风险。在委托代理执行过程中,委托代理双方出于自身利益选择性隐瞒或违反契约精神,利用委托代理合同未列明条款漏洞谋取不正当利益,也会损害企业年金的可持续运营。

(四) 运营风险

企业年金基金在运营过程中存在内部运作风险

和外部市场风险。运作风险是由于基金受托人研判失误导致的决策风险,属随机风险,受限于操作机构的管理水平和运营能力,具有较大的不确定性,需完善受托机构的内控体系及委托单位的监督程序。市场风险是受国家宏观经济条件及资本市场发展规律引起的系统风险,资本市场随国家经济形势不断波动,企业年金基金的运营也受资本市场的波动不断变化,当前我国企业年金的准入制度与市场经济发展现状协调度不高,缺乏合理的资金经营结构导致投资项目风险多重聚集。

三、企业年金风险控制策略

(一) 政府加强控制, 建立健全政策体系

企业年金基金管理是以发起人、受益人、执行人为基本单元的资金筹集、投资运营、利润分配的过程,政府部门承担指导监管的责任。一方面,企业年金必须在相关法律法规体系中实现投资管理,而我国关于企业年金的针对性政策体系尚不完善,不能很好地指导各方有序运行年金计划,政府急需加强完善制度体系建设,确保年金计划有序推行。其次,针对我国中小企业普遍不愿意建立企业年金计划的实际情况,政府应根据中小企业发展特点及现状,制定相关激励引导政策,帮助企业年金制度稳定、长期、安全、可持续发展。

(二) 建立补偿制度, 降低收益担保风险

我国现行的年金基金担保方式只有风险准备金制度,未能建立基金担保和风险补偿机制,无法有效保障资金安全。各方必须尽快完善风险补偿体系,细化基金担保和风险补偿程序,保障企业年金保值增值效益。企业年金风控程序可建立风险对冲三道防线,遇到决策失误首先采用盈余准备金进行填补,其次依序动用风险准备金,最后采取商业担保机制填补亏损。当三道防线突破后,政府可适时启动再担保



机制,合理设定亏损阈值,保障年金持有人的基本待遇,增加风险补充力量。

(三) 强化信息披露, 保障信息有效传递

信息披露是保护年金计划各参与方合法权益的重要前提,我国现行制度没有明确规定受益人直接查阅企业年金基金运营情况各类财务数据等原始资料的权力,仅能获取受托人提供的基金管理报告,导

要监督方,但企业年金市场涉及股票、保险、银行、证券等多个方面,现有监管能力尚未达到年金稳健运营的实际需求。而企业内部对于年金基金管理的监管力量和专业能力普遍不足。面对年金基金市场内部约束不强、外部监管不足的现状,建议引入独立外部审计机制,将社会力量引入年金运营监管体系,依靠独立外部机构评估、核查、督促、建议等手段对年金基金管理工作进行监督,为年金基金管理提供科学的决策基础。

(五) 优化投资结构, 分散基金资金风险

我国企业年金基金运营投资起步较晚,投资市场尚不成熟,可选择投资范围和种类较少,受托人倾向于将资金投入风险和收益相对较低的标的物。但年金基金经营根本目的是实现资金保值增值,而非数量上的绝对安全。考虑资金购买水平和通货膨胀因素,年金经营应该优化现有的投资结构,考虑配置部分安全性和投资回报相对较好的债券基金,优选投资组合,分散资金风险,实现年金稳定增长。国家应根据市场情况适当降低年金基金投资权益类产品限制,允许海外市场投入,引导受托机构不断提高运营能力,实现效率与安全的协调统一。

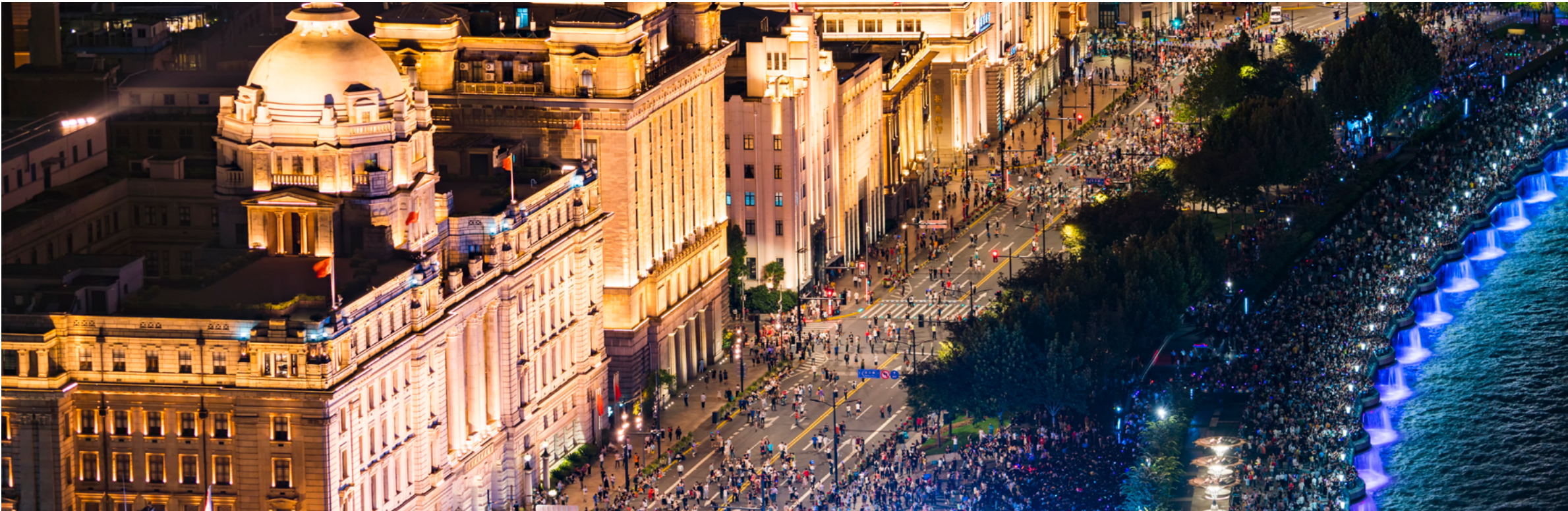
四、结语

企业年金是提高职工晚年生活质量、发挥老年人力资源效益、减缓老龄化对社会威胁、推动资本市场发展的重要手段。本文在分析我国企业年金发展现状的基础上,对年金基金投资风险进行识别,结合我国实际情况探讨企业年金基金制度风险、信托风险、代理风险、运营风险形成的复合风险链及产生原因,针对性提出我国企业年金基金投资风险的控制策略:政府加强控制,建立健全政策体系;构建补偿机制,降低收益担保风险;强化信息披露,保障信息有效传递;引入社会监督,完善监管组织体系;优化投资结构,分散基金资金风险。

致年金运营信息严重不对称。年金计划中,职工是资本金的来源,也是利益分配的终端输出,处于年金基金运营的核心位置,必须建立完善的信息披露制度及信用体系,倒逼受托人对年金基金的运营信息真实性负绝对责任,保障信息传递的准确性和及时性。

(四) 引入社会监督, 完善监管组织体系

政府及相关部门是年金基金计划运行管理的主



数说后疫情时代 第一个“黄金周”

文/金融市场业务总部 刘晓旻

2020年初，新冠疫情突然爆发时，或许还没有多少人想到，疫情的影响会如此深远而持久，时至今日都没有完全消散。2020年上半年，各行各业都不同程度受到了疫情影响，由于防疫形势严峻，地方政府及部分行业采取了极为严格的管控措施，居民出行能力和意愿均大幅下降，交通、旅游、餐饮、住宿、文娱等行业受到疫情打击尤为严重，景况低迷，经营惨淡，进入下半年后，随着疫情影响减弱，各项

禁令逐渐解除，才略有起色，显出了复苏迹象。

往年为人所津津乐道的“节假日经济”也是如此。2020年的法定节假日一一过去：春节，全国人民几乎都闭门不出，在收看电视新闻和在线围观雷神山、火神山的施工中度过。四月初的清明节小长假，疫情形势依然严峻，武汉在假期后的4月8日才解除长达76天的封城。五一劳动节期间，全国大部分地区防疫形势已有明显好转，但北京市一直保持一级戒备不放松，在放假前夕的4月30日才将一级响应降为二级。6月11日，新发地首个确诊病例公布，终结了北京市56天无新增的记录，疫情在北京卷土重来，本已松弛的防疫形势重新严峻起来，使得端午假期又在升级的防控措施中度过。

旅游业是以游客流动带动要素流动的行业，与之关联的直接和间接行业超过100个，综合带动力强。2019年，中国旅游业综合贡献占GDP总量的

11.05%，旅游直接和间接就业占全国就业总人口的10.31%。但也正是由于旅游业所具有的流动性，使得它在疫情防控期间首当其冲受到严格管控。

2020年1月26日，新冠肺炎疫情爆发后，文化和旅游部迅速宣布，为做好疫情防控工作，即日起暂停团队旅游及“机票+酒店”旅游产品。全国大部分旅游景区实际上也已暂停开放。2月25日，文旅部发布通知，原则同意各景区有条件逐步恢复开放。4月13日，文旅部与卫健委联合发布通知，明确提出旅游景区在做好疫情防控工作的前提下，仍需限量有序开放，具体措施包括只开放室外区域、室内场所暂不开放，以及接待游客量不得超过核定最大承载量的30%等。同时，要求旅游景区建立完善预约制度。2020年7月14日，文旅部再次发布通知，同意恢复跨省（区、市）团队旅游及“机票+酒店”业务，并将旅游景区限流标准由30%上调至50%。恢复跨省团队

旅游有利于旅游产业供应链的复苏，尤其利好以跨省业务为主的旅游企业以及以输入型客源为主的旅游目的地，有力提振了市场信心，对于拉动内需意义重大。

2020年国庆中秋双节同庆的“黄金周”来临之际，尽管疫情的余波还不能算完全平息，但此时全国大部分地区几乎已无新增病例，居民生活基本回归疫情前的正常水平。人民对美好生活的需求一直存在，而旅游等休闲娱乐型消费无疑是这种需求的重要组成部分。后疫情时代，当国庆节遇上中秋节，压抑已久的出游热情被点燃。再加上境外防疫措施相对宽松，政府对疫情的控制力较差，国际航线大幅削减，部分国家在疫情严重时宣布签证失效等种种原因，出境游市场几乎已不复存在，出境游转“内需”。专家和媒体纷纷预计这个“黄金周”，国内旅游市场或将迎来“报复性消费”。

那么实际情况究竟如何呢？黄金周各项统计数据已出炉，让我们直接用数据来说话，可以看出，黄金周各项数据中反映出的经济形势还是比较乐观的。

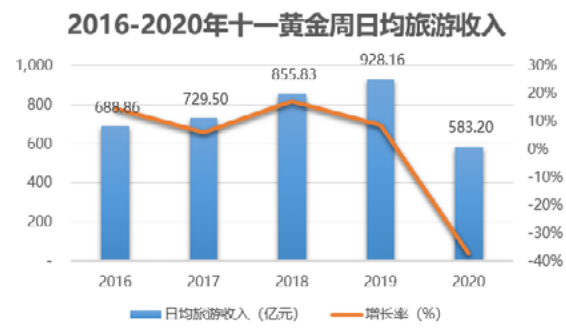
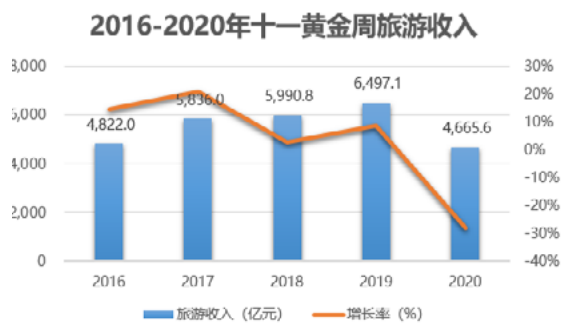
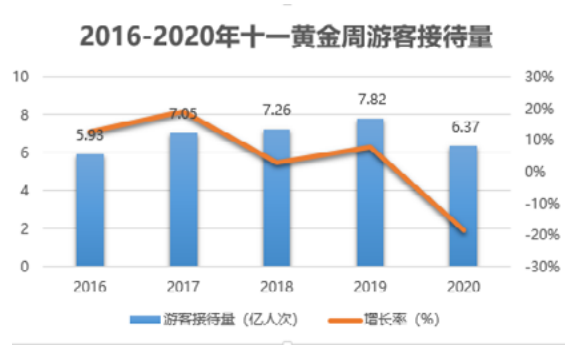
经中国旅游研究院（文化和旅游部数据中心）测算，2020年国庆中秋八天长假期间，全国共接待国内游客6.37亿人次，同比下降18.54%，按可比口径同比恢复79.0%；在节前预测的游客接待量为5.5亿人次，实际出行人数超过预测数据约15%。日均旅游人次0.796亿人次，同比下降28.7%。

全国共实现国内旅游收入4,665.6亿元，同比下降28.19%，按可比口径同比恢复69.9%。日均旅游收入583.2亿元，同比下降37.2%。

2020年因疫情影响，国内游客接待量及旅游收入打破了逐年增长的趋势，但与去年同期相比的恢复情况明显好于清明、五一、端午等小长假。

根据文旅部发布信息，国庆节、中秋节假期，游客接待规模位居前十名的省份为：广东、四川、湖南、山东、河南、广西、江苏、河北、安徽、湖北。

前十位游客接待省域全部为人口大省，括号中的数字为其2019年人口数量排名。四川、湖南、广西



2020年十一黄金周
游客接待规模前十名省份

1	广东 (1)	6	广西 (11)
2	四川 (4)	7	江苏 (5)
3	湖南 (7)	8	河北 (6)
4	山东 (2)	9	安徽 (8)
5	河南 (3)	10	湖北 (9)

因其丰富的旅游资源，对外地游客具有较强的吸引力，游客接待规模排名明显较人口排名靠前。北京、上海、天津等直辖市因本身人口常住人口有限，均排名20开外。内蒙、甘肃、吉林、黑龙江、新疆等“地广人稀”的地区，尽管游客接待总量仍未进入前十，但排名较以往假期明显前移，反映了疫情发生后，不少人在选择旅行目的地时，倾向于“到人少的地方去”。

除全国统计数据外，部分省市文旅部门也单独发布了游客接待规模与旅游收入数据。或许是由于统计口径或是统计期间不同，各省陆续单独发布的数据与文旅部排名不完全一致，但共同点是人口大省排名靠前，其中河南拔得头筹。从旅游收入来看，江苏、江西及贵州三省旅游收入排名全国前三，分别实现旅游收入512.55亿元、398.81亿元以及367.21亿元，江苏遥遥领先于其他各省（部分省市未单独公布旅游数据，四川省及重庆市仅公布A级旅游景区合计数，均未参与排名）。

值得一提的是，疫情最严重的湖北省旅游业恢复情况较好，十一黄金周的八天中，全省共接待游客5228.59万人次，实现旅游综合收入348.29亿元，分别恢复到去年国庆假期的82.74%和72.26%。

这一统计结果或许与我们刷社交媒体时获得的直观感受不尽相同，我本人的感觉是整个朋友圈都出了趟远门，一半人在西北的新疆、青海、甘肃，另一半人在南方的云南、贵州以及海南。



2020年十一黄金周
全国各省市游客数量及收入排行榜

排名	省市	接待游客数 量 (万人次)	与上年相比	旅游收入 (亿元)	与上年相比
1	河南	7234.98	增长9.09%	360.71	恢复82.74%
2	江西	6809.75	增长8.75%	398.81	增长2.78%
3	山西	5246.89		316.38	
4	湖北	5228.59	恢复82.74%	348.29	恢复72.26%
5	贵州	5190.69	恢复82.74%	367.21	恢复76.71%
6	广东	4998	恢复82.74%	356.7	恢复68.6%
7	江苏	4663.07	恢复82.74%	512.55	恢复71.04%
8	陕西	4224.38	下降40.78%	254.06	下降44.04
9	福建	3928.45	增长5.5%	340.88	增长10.2%
10	广西	3255.84		224.9	

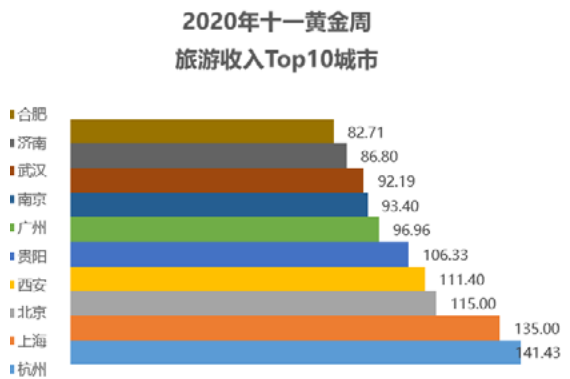
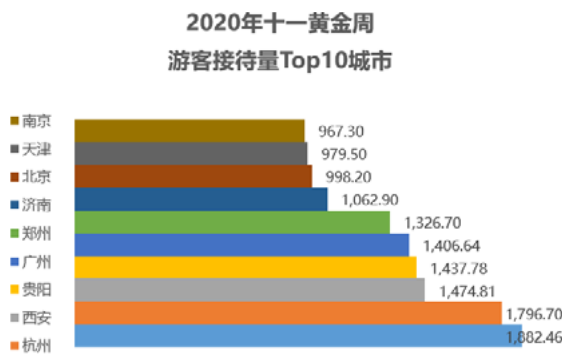
中国旅游研究院专项调查显示：长假期间，35.8%的游客选择“省内游或近程游”而非“国内中长线旅游”，跨省游的比例仅为29.1%。这一统计结果意味着国内游客接待量当中，省内游客占到七成，因此广东、河南等人口大省游客接待规模位居前列也就在情理之中了。这也是2020年旅游市场最明显的特点，即周边游、短线游、省内游市场比较火爆。这一现象或许与政策导向有关：尽管疫情大势已去，但局地仍然有小规模反弹，多地政府鼓励民众旅游不出省，开展省内、市内游。

据统计，长假期间，游客平均出游半径213公里，出行距离300公里以内的占比高达83.5%，在目的地的平均游憩半径为14.2公里。游客过夜比例为49.6%，意味着有过半数游客选择了当日往返的“一日游”。平均出游半径213公里是什么概念呢？如果从北京出发，这个出行距离基本没有突破“京津冀一体化”圈层，可以到达天津、承德和张家口，但尚未抵达秦皇岛或石家庄。

同时, 百度地图等大数据显示: 游客出游半径在5日达到最低, 全国高速返程拥堵在10月5日下午4点左右出现最高峰, 而6日游客出游半径却再次扩大至200.1公里, 环比扩大幅度为10.6%, 7日环比继续扩大。这表明不少人在十一长假期间并未选择中长线出游, 取而代之的是两个短线的“拼盘”, 即在假期中段返程后二次短途出游, 或是多次本地休闲, 假日效应应向节后溢出。

从各城市发布的数据来看, 2020年黄金周接待游客数量最多的十座城市分别是武汉、杭州、西安、贵阳、广州、郑州、济南、北京、天津和南京, 人口大省的中心城市, 如广州、郑州、济南等, 纷纷成为今年黄金周的热门目的地。但接待游客数量最多的依然不是“吸金”能力最强的, 对比游客接待量最多的十大城市, 郑州、天津落榜, 上海和合肥取而代之。

从封城长达两个半月的疫情中心, 到双节黄金周游客接待量全国第一, 武汉旅游业复苏如此迅速, 应当极大地受益于当地景区免费开放政策。8月



7日, 武汉市宣布, 全市23家A级景区面向武汉市民和全国游客免费开放至年底。此外, 政府还采取多种方式对旅行社予以奖励。8天长假, 武汉共接待游客1882.46万人次, 恢复至去年同期的83.21%, 高于全国平均水平。

此外, 商务部监测数据显示, 10月1日至8日, 全国零售和餐饮重点监测企业销售额约1.6万亿元, 日均销售额比去年十一黄金周增长4.9%。受疫情影响, 居民外出就餐的热情有所降低, 因此复工复产以来, 餐饮行业优惠力度较大, 意在拉动消费。就黄金周的营业情况来看, 餐饮行业基本已经全面回暖。

相比旅游业和餐饮业, 电影业受到疫情影响更大, 由于室内密闭空间、人员密集等特殊情况, 影院等演出场所并未与其他行业同步复工复产, 停工长达半年, 直到7月20日才恢复开放, 并且必须隔位就坐, 将上座率控制在30%以内。其后, 影院上座率上限陆续上调至50%、75%, 可售座位于9月底基本恢复到疫情前的水平, 为国庆档电影票房打下了良好基础。统计数据显示, 截至10月8日, 2020年国庆档票房超过39亿元, 其中首日票房即超7亿元, 创今年内单日票房记录, 国庆档观影人次接近1亿, 票房及观影人次两项指标均仅次于2019年同期。

整体而言, 曾因疫情停摆的旅游业、餐饮业、电影业, 在十一黄金周期间实现了加速回血。国内旅游经济已经进入疫情防控常态情境下全面复工复产复业新阶段, 旅游消费信心基本恢复, 旅游发展潜力也得到了较为充分的释放。官方对第四季度旅游市场保持乐观的预期, 预计全年旅游经济呈“U型”恢复和振兴发展态势将是大概率事件。

参考资料及数据来源:

- 1、中华人民共和国文化和旅游部
- 2、中国旅游研究院（文化和旅游部数据中心）
- 3、中华人民共和国商务部
- 4、国家电影局
- 5、中商产业研究院
- 6、中国产业信息网



房地产ABS现状简析

文/房地产信托业务总部 王羽南

一、房地产ABS的现状

房地产行业融资需求旺盛,经常受到地产调控和监管政策影响,对融资渠道多样性的诉求较高。作为盘活存量资产、优化财务杠杆的重要手段,资产证券化在房地产经营的各个环节融资中得到了较为广泛的应用,使得房地产企业能够在开发贷、公司债、中票、短融、非标等融资方式受限的情况下另辟蹊径,有效拓展了房企的融资渠道。目前房企发行ABS主要包括如下5类:供应链ABS、CMBS、购房尾

款ABS、物业费ABS、REITs。

截至2020年7月17日累计发行数据,地产ABS累计发行7700亿元,其中供应链ABS、CMBS、购房尾款ABS、物业费ABS、REITs占比分别为36%、17%、11%、9%及5%,以供应链ABS及CMBS为主。

2019年房地产企业共发行74个ABS产品,发行规模达到近900亿元。从品种上看,供应链ABS依托房企信用,延长房企付款周期,缓解短期资金压力,并且可以灵活选择发行时间,仍然是房地产企业主要的融资方式。2019年,房地产企业发行供应链ABS个数为30个,占地产ABS发行总数的40.5%;发行总额达到278亿元,占地产ABS发行总额的30.9%。除供应链ABS外,CMBS/CMBN、购房尾款ABS和类REITs发行规模较大且保持增长。

统计2008-2020年以来累计发行的情况,万科、碧桂园是最大的地产ABS发行主体,分别发行了1110

亿元及838亿元,平均收益率分别为4.7%及5.9%。此外,恒大地产、世茂、绿城集团、金融街、金地集团、阳光城、首开股份等发行规模也较大。平均预期收益率来看,首开股份、金融街、绿城、金茂、万科等较低,时代控股、正佳企业集团较高。总体而言,万科、碧桂园发行ABS规模较大,首开、绿城、万科、世茂等基本面稳健的大房企融资成本较低。

二、房地产ABS的优势

(一) 对于房地产企业

1.盘活存量资产,增强流动性

资产证券化在产品结构设计上比传统融资方式更加灵活多变,通过深度挖掘发行主体资产现金流优势,可以构造出各种满足发行人融资需求的产品,融资基础更厚,渠道更广。传统融资(股权和一般债务)对房企整体资产、收益表现和信用条件的要求较为苛刻,融资门槛偏高。ABS工具通过风险隔离和信用增级的使用,对风险特性进行了明确细分,盘活发行人存量优质资产,改善资产负债结构,将原来难以发行的信用债转化为债项评级相对较高的证券化产品,从而摆脱发行主体信用条件的限制,有利于缓解信用评级发行人的融资状况,为资金密集型的房地产企业提供了额外的融资可能。加之证券化产品通常为企业旗下成熟、稳定的现金流项目,从收益和风险角度都是独立于公司主体信用的优质资产,具有较高的市场评级和更好的流动性,进一步降低了低融资资质企业的融资成本,成本优势更为明显。

2.助推房企由重资产向轻资产模式转变

针对表内固定资产(如商业物业等),以REITs/Pre-REITs等形式为代表的资产证券化可以做到物业表外持有,将重资产自持型经营转为轻资产表外型运营,减少资产折旧及维护造成的盈利压力,为房地产市场形成合理的定价机制和退出机制,带来房企经营模式上的巨大改变。

开发商可以等商业项目运营成熟后,通过出售、分散和打包设立相应ABS产品在公开市场出售,引入投资人,资产管理人和托管人,从而实现资金快速的回笼和周转,提高资金再利用效率和公司再融资能力。与此同时,房企也可持有部分ABS份额,从而同时享受分红和物业升值收益,改变传统的“快进快出”的经营模式,实现“轻资产、重运营、多元化”的转型。在目前租赁市场试点放开的发展前景下,通过REITs类ABS将有助于提高租赁企业的租金回报率,大幅缩短资金回收期限,有利于地产租赁市场的快速发展。

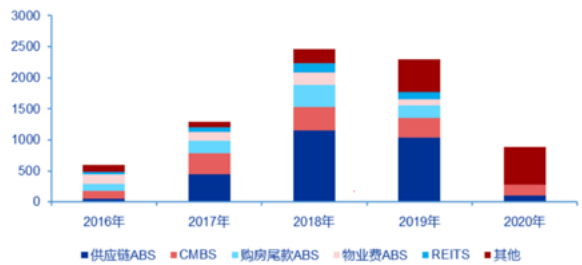
3.解决资产负债错配和流动性风险

房地产企业因其持有的“置地-建设-销售”开发周期和适时的战略收购安排,竣工时间和经营计划通常需要适时进行调整,对资金的灵活性要求较高。传统贷款融资方式因其繁杂的流程和严格的融资要求,往往无法及时为房企提供特定资金需求,容易造成项目资产和融资负债的期限错配。资产证券化通过灵活的期限设计和提前兑现,可有效纠正期限错配带来的流动性风险和利率风险,强化资产负债管理能力,提高资本市场运营效率和流动性。其次,在企业资产证券化备案制的背景下,ABS项目从发起到发行完成的时间大幅缩短,企业能更合理地判断资金获取的预期时点。此外ABS业务在交易所市场发行,往往采取簿记建档等形式,产品成本对标公开发行业品种,企业融资成本能够获得有效控制。

4.提高融资自由度

传统的股权和债券融资下,借款方的经营管理和财务表现会受到投资方和债权人的严格监督,其经济行为和经营决策也会相应受到诸多限制,而资

图 1:2016-2020 年地产 ABS 规模和结构



数据来源: Wind, 申万宏源研究

产证券化融资是独立于传统发行主体的融资手段，借助风险隔离机制，一定程度上降低了外界对融资者日常经营管理活动的干涉，从而提高了经营自由和弹性。

(二) 对于投资者

1.丰富信用产品投资品种, 拓展投资有效边界
优质的资产证券化产品一般具有风险较低、标准化、流动性高以及和主流投资品种相关性低的特点, 可提高投资组合的风险收益比。加之不同期限、收益水平、分层结构等灵活的设计机制, 可以满足投资者差异化投资偏好, 提供多样化的投资品种, 丰富资产配置选择。

2.相对收益高, 实际信用风险小, 评级稳定

证券化产品的基础资产通常按一定的标准进行筛选, 选择的资产大多是较为优质的资产, 未来现金流可观、稳定, 收益率相对同期限货币市场工具和国债较高。再加上分层等信用增强措施, 违约风险较低, 评级稳定维持在较高水平。相比之下, 公司整体现金流的稳定性往往不如单个资产的稳定性。

3.基础资产具有分散性, 更能抵御信用风险的冲击

ABS产品的基础资产往往具有一定分散性, 使得产品资产池的预期违约率和损失率更容易估计, 出现极端情况的概率更小。通过合理的交易结构设计, 分层中的优先档具有更强的抵御信用风险能力。

三、五种房地产ABS简介

1.购房尾款ABS

由于房产购置金额较大, 购房者往往需要借助银行按揭购房, 在购房人正式签署完购房合同后支付首付款之后, 后续的购房尾款需要等待银行或者公积金中心对贷款者资料进行审核, 从支付首付到银行完成贷款发放, 大约需要2-6个月时间, 房地产企业为了加速回款, 会将购房尾款证券化。

交易结构:

购房尾款ABS是以房地产开发企业作为原始权

益人, 以其在专项计划设立日转让给管理人的、原始权益人根据购房合同至基准日(含该日)起对购房人享有的要求其支付购房款所对应的债权和其他权利及其附属担保权益作为基础资产, 发行资产支持证券。专项计划存续期通常为2-3年, 而尾款回款期限较短, 因此需要设置循环购买机制匹配期限。

另外, 由于购房尾款不属于企业资产负债表中资产, 购房尾款ABS发行成功后, 不能做资产科目间内部调整, 融入资金应记入应付债券或其他负债等负债科目。

房地产项目一般都涉及到开发贷, 在房企与银行签订开发贷款的协议中, 要求项目公司设立监管账户, 销售回款从监管账户提取需得到银行的同意, 如开发贷监管条款与证券化现金流归集产生冲突, 购房尾款ABS基础资产现金流存在被截留的可能, 差额补足等风险缓释措施是否有效需要重点关注, 开发贷占销售回款比例也需要关注。但整体而言, 购房尾款ABS的基础资产分散, 违约风险相对较低。

2.供应链ABS

房地产供应链ABS是围绕房地产开发商作为核心企业, 以下属项目公司与各个分散的上游供应商(大都为建筑工程公司、建筑材料公司、家居建材公司等中小企业, 议价能力较弱), 采取赊销的交易方式, 形成的大量工程款、贸易款等应收账款为基础资产, 为上游供应商提供融资的资产证券化产品。

交易结构:

供应链ABS交易结构的核心是反向保理。交易流程一般如下:房企出具《付款确认书》作出到期付款承诺之后, 保理公司与供应商签订《应收账款管理同意书》及《保理协议》, 受让中小供应商应收账款债权, 保理融资款支付予供应商。之后保理公司作为原始权益人, 将归集应收账款债权打包出售给专项计划, 再由投资者认购专项计划份额。应收账款到期时, 由房企向资产支持专项计划支付价款, 专项计划按照约定向投资者兑付本金和收益。

房地产供应链ABS的名义融资人是保理商, 实

图 2:购房尾款 ABS 交易结构图

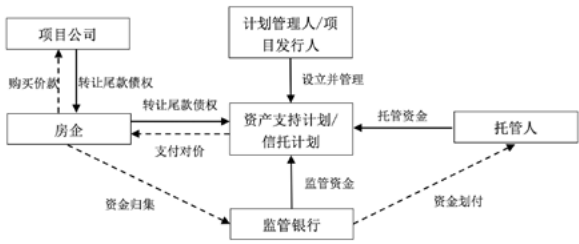


图 3:供应链 ABS 交易结构图

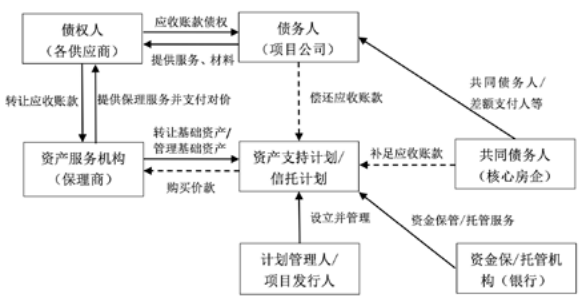
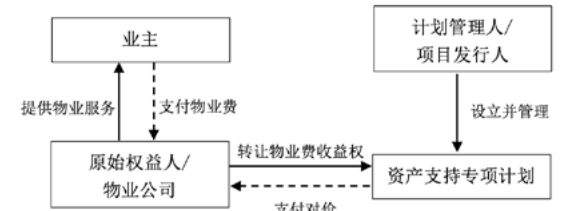


图 4:物业费 ABS(单 SPV 结构)



际融资人是房企的上游供应商, 但供应链ABS依赖于核心房企的信用支持, 核心房企往往作为共同债务人、 差额支付人等, 项目也基本以核心房企为主导, 实际也起到了应付延迟支付的效果, 本质上对核心房企也是一种融资。

关注要点:

以应收账款ABS为代表的供应链ABS信用分析

最大难点在于资产真实性确认问题。2019年7月, 诺亚财富34亿基金暴雷, 承兴国际控股涉嫌伪造应收账款。如果供应链金融中应收账款出现合法合规问题, 或者关联方联合舞弊构造虚假贸易来往, 则投资方将面临巨大损失。即使应收账款是真实的, 核心房企作为共同债务人出具了《付款确认书》, 也存在债务人集中度高的问题, 底层资产质量取决于房企的持续有效经营, 因此房地产企业的偿债能力是重要的信用分析关注点。

3.物业费 ABS

物业公司属于轻资产劳动密集型企业, 资产规模小、盈利水平低而且缺乏可供抵押的资产, 通常为房地产开发商的下属物业公司, 传统银行融资难度较大。但从物业公司的经营特点来看, 其物业合同通常期限较长, 现金流具有稳定、可持续、属性同一、便于管理等特点, 因此物业费可以作为合适的基础资产发行资产支持证券, 成为近几年房地产企一种标准可复制的融资渠道之一。物业费ABS是物业公司以未来的物业费收益权为底层资产的证券化产品。

交易结构:

在单SPV的交易结构下, 计划管理人与原始权益人签订《资产买卖协议》, 将专项计划资金用于向特定原始权益人购买其持有的物业费收益权。认购人通过与计划管理人签订《认购协议》, 取得资产支持证券受益凭证, 成为资产支持证券持有人。计划管理人将发行成功后所得认购金额支付给原始权益人。计划管理人设立并管理专项计划, 以物业费产生的现金流为限支付相应税收、中介费用及本期资产支持证券的本金和收益。如果底层现金流来源较为分散, 支付周期不规律, 通过嵌套一层 SPV(信托或委托贷款)有助于形成持续的、稳定的、规律的现金流, 故也形成了以信托受益权或委托贷款债权为基础资产的双SPV结构。

第一, 物业类型、区域分布、周边环境是影响物业现金流的重要因素。一般而言, 住宅类物业比商业及办公楼物业现金流更稳定;一二线城市核心区域

的物业受经济周期波动的影响更小;成熟物业比新建物业更稳定;关联方合同占比高, 物业合同续签的可能性更大。第二, 一般差额补足人是物业公司的关联企业, 差额补足人的信用资质需重点关注。

4. CMBS

CMBS(Commercial Mortgage-backed Securities, 商业房地产抵押贷款支持证券)是指以单个或多个包括写字楼、酒店、会议中心、商业服务经营场所等商业物业的抵押贷款组合包装而构成的基础资产, 通过结构化设计以相关地产未来收入(如租金、物业费、商业管理费等)为主要偿债本息来源的资产支持证券 产品。

CMBS产品具有额度较大、期限长、资金运用灵活等优点, 是较为成熟的银行经营性物业贷款的一种有力的补充。

交易结构:

目前国内证券交易所发行的 CMBS 产品广泛采用了“信托计划+资产支持专项计划”的双 SPV 结构。由于大部分商业物业都已经在银行做了经营性物业贷抵押, 因此首先需要一笔过桥资金认购信托计划, 信托计划发放信托贷款至物业借款人, 从而完成抵押权的转移。原始权益人一般为融资人的关联公司, 原始权益人将形成的信托受益权转让予专项计划, 投资者认购专项计划成为资产支持证券持有人。专项计划的还款来源主要为商业物业运营的租金收入、物业费和停车费等。目前由于国内租售比较低, 往往通过拉长期限来扩大融资规模, 一般而言CMBS期限达到12-24年, 采取3+3+3+3+3·的模式, 在开放期投资者与融资人可以进行赎回和回售双向选择。

对于CMBS, 常用的两项核心财务指标为 LTV 及DSCR, 其中, LTV是底层资产价值与本基金的比率, DSCR是当期资产现金流入与当期应偿还本金利息的比率。由于商业物业是CMBS的主要抓手, 其价值的评估和现金流的测算对于专项计划的还本付息

起到至关重要的作用, 因此需要关注商业物业的地理位置、业态分布、市场环境、变现价值的确定、租户和借款人的运营能力和信用风险等。

5.类 REITs

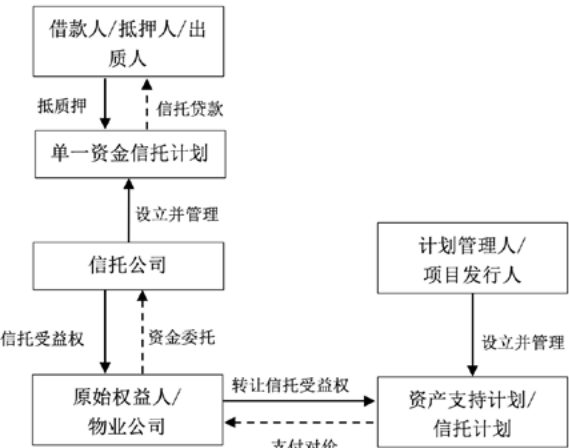
REITs(Real Estate Investment Trusts, 不动产投资信托基金)是实现不动产证券化的重要手段, 是一种通过发行收益凭证汇集多数投资者的资金, 交由专门资产管理机构进行不动产投资经营管理, 并将投资综合收益按比例分配给投资者的信托基金。

目前国内的房地产REITs之所以称为“类”, 是因为具体实践中, 基于目前法律和政策环境, 还无法采用上述成熟国家的公司型或信托型模式, 绝大部分项目采用“私募基金+专项计划”的结构, 基础资产是私募基金份额, 私募基金通过股权控制项目公司, 项目公司持有底层物业。

交易结构:

以中信启航专项资产管理计划为例, 该产品采用了专项资产管理计划与私募基金的叠加结构, 由私募基金通过股+债的模式构建债务, 实现对标的资产的间接持有和控制。这里通常使用私募基金作为SPV而不是信托计划, 一方面是私募基金份额更好

图 4:物业费 ABS(单 SPV 结构)



流通, 可直接作为主体上市, 另一方面, 信托计划需要实际实缴才可以成立, 因此在CMBS 中原始权益人就需要一笔过桥资金, 而私募基金只需认缴小部分资本即可完成备案。

目前国内类REITs主要有三种推出途径, 第一, 处置相关资产并清算推出, 案例如海航浦发大厦REITs, 在物业价值增高时可以实现底层资产溢价变现, 但对资产价值、流动性等要求较高;第二, 由原始权益人回购的方式推出, 案例如中信启航REITs, 这使得原始权益人能够保留对底层物业的控制, 但对原始权益人来说到期回购的资金压力较大;第三, 续发新产品接老产品, 案例如苏宁云创二期REITs, 这能够实现产品之间的闭环运作。

关注点:

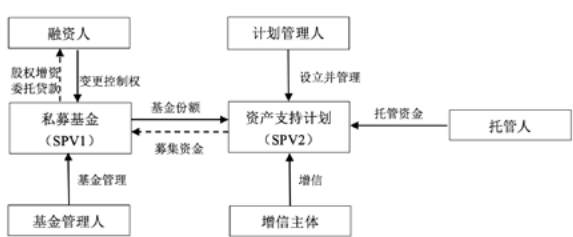
当前, 国内现在的类REITs与国际市场的标准化REITs有一定差距, 一方面是大部分产品仍按照债性产品的思路来安排, 另一方面, 专业的不动产管理运营团队相对缺位, 市场上权益性投资人也比较少。但从全球经验来看, REITs与股市和债市的相关性较低, 能够有效分散风险, 使之成为股票、债券和现金之外的第四个大类资产配置类别, 随着我国基础设施公募REITs的放开, 预计未来REITs仍有较大的发展潜力。

四、总结

从发行规模来看, 2017年以来, 房企供应链ABS 发行规模增长较快, 发行金额位居第一;在房地产市场逐渐进入存量市场的背景下, CMBS发行量也持续上升, 购房尾款ABS和物业费ABS发行量均在2018年达到峰值, 2019年略有下降;类REITs发行量相对较低, 但考虑到我国商业和住宅整体规模, 仍有较大发展空间。

从投资者角度, 虽然ABS的初心是风险隔离, 但是目前以融资为主的背景下, 主体信用对于项目介入较深, 且当主体违约时, 法律对于入池资产的破产隔

图 5:类 REITs 常用交易结构



离判定仍未有明确的指引, 均一事一议, 因此对于房企ABS而言, 主体信用仍是第一要务。

从ABS项目本身而言, 供应链ABS本身属于类信用债, 风险敞口最大, 而购房尾款ABS类似于以居民购房尾款进行质押融资, 一方面居民违约率较低, 另一方面基础资产离散程度高, 因此风险最小。物业费ABS、CMBS和类REITs居中, 关注现金流覆盖倍数。由于物业费规模较小, 房企主体信用介入深, 类REITs相较CMBS多了资产过户, 更有保障。

参考文章:

- 1.黄文涛、曾羽、高庆勇 中信建投证券:《地产ABS的现实与未来——地产债系 列四》
- 2.陈海彬 金融监管研究院:《房地产ABS 生态链, 读懂这篇就够了!》
- 3.由子沛、侯希得 华西证券:《房地产企业资金来源与融资渠道解》
- 4.池光胜、陈雨田 安信证券:《60 家房企案例看5类ABS如何影响房企报表——房地产资产证券化专题系列四》
- 5.刘璐、张君瑞 平安证券:《债券深度报告乘风破浪的地产ABS是值得挖掘的富矿》
- 6.孟祥娟、武文凯 申万宏源证券:《下半年地产ABS 再融资压力减小》
- 7.刘洋 REITs行业研究:《商业地产CMBS和类REITs模式全解析》



经济稳步修复 韧性好于预期 2020年第三季度宏观 经济形势分析报告

文/研究发展部 王莹

一、海外宏观经济形势：

（一）美国总统大选对中国的影响

美国总统大选日（11月3日）临近，但最终人选仍存在不确定性，本部分从特朗普和拜登与经济相关的主要政策主张差别、施行目的和对我国经济的影响进行分析，以便更为清晰地了解双方当选对我国经济的短期和中长期影响。通过分析得知，两位候选人在将中国作为中长期竞争对手、促进制造业回流、发展现代化基础设施建设等方面观点基本一致。即无论双方谁最终当选，我国都将不得不动接受未来中美较长期处于经济发展层面为主的竞争关系、中高端制造业发展的挑战和美国财政赤字、低利率水平的负外溢效应。

（二）全球疫情进展及其对经济修复的影响

9月份以来，美国和欧洲主要国家疫情均有所反弹，当日新增确诊病例出现大幅增加，目前法国、英国、西班牙等欧洲多国已采取二次封锁措施，以抑制疫情的大规模反弹。从累计确诊数据看，当前美国和印度累计确诊病例依然较多，并持续增加。从印度确诊病例变动情况看，9月中旬前，印度新增确诊病例持续增长，累计确诊病例快速增加，其疫情基本处于失控状态，隔离防疫和医疗救治均体现出不力状态。

从海外主要国家制造业PMI数据看，除俄罗斯和印度外，其他国家第三季度均值均高于近十年历史均值，体现三季度经济经历了疫情后期强劲反弹阶段，而从9月与8月数据对比情况看，美国、英国、俄罗斯和意大利9月制造业PMI与8月相比均出现基本持平甚至小幅下降的态势，一方面9月基本处于强劲复苏的末期，经济复苏乏力，另一方面9月美欧疫情有所反弹，影响了经济复苏进程。而海外主要国家服务业PMI数据则相对更为悲观，仅美国、英国和俄罗斯三季度均值数据恢复至近十年平均值以上，9月服务业受到疫情反弹影响也相对更为明显，欧洲主要国家服务业PMI与8月相比均出现一定程度下滑。印度9月以来疫情有所缓解，其制造业和服务业PMI指数较8月大幅恢复，但仍较大程度低于历史均值。

图 1:海外主要国家当日新增确诊病例情况

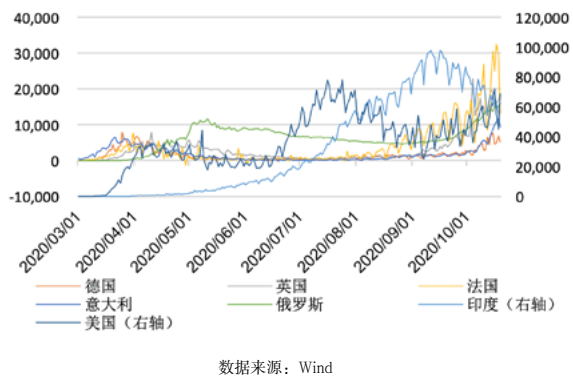


图 2:海外主要国家制造业PMI变化情况

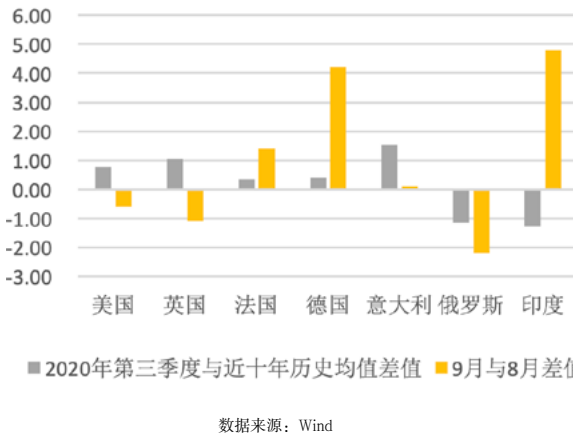
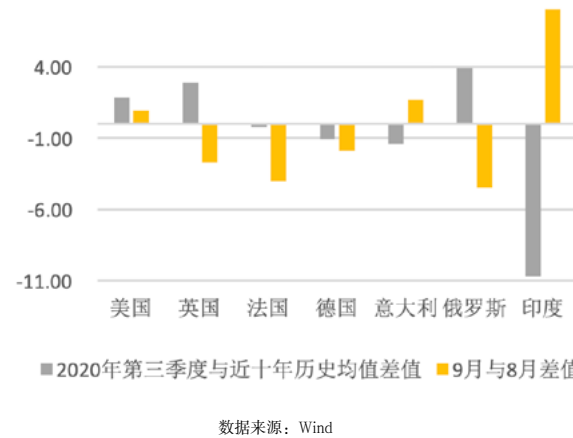


图 3:海外主要国家服务业PMI变化情况



二、国内宏观经济形势

（一）GDP——三季度同比增幅略降，消费需求拉动由负转正

2020年三季度GDP同比录得4.9%，较二季度增加1.7个百分点，前三季度累计同比0.7%，由负转正。从三大需求对GDP的拉动数据看，三季度GDP增长主要仍为投资拉动，消费拉动首次转正，净出口数据依然好于预期。

（二）消费——结构性问题有所缓解，消费特点仍受疫情滞后影响

三季度社零当月同比实现由负转正，8月开始社零同比即为正值，9月份较8月增长2.8个百分点，录得3.3%。而社零累计同比依然为负值，9月累计同比录得-7.2%，整体看，消费数据虽持续恢复，但距历史平均水平依然有较大差距。

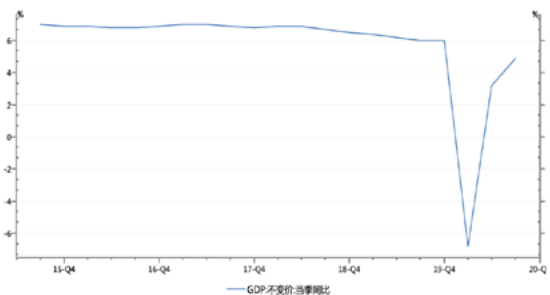
三季度分行业社零中饮料、烟酒、服装鞋帽纺织品、化妆品和金银珠宝消费回暖态势明显，主要考虑受疫情放松和季节性消费习惯影响；石油及制品、家具、建筑及装潢材料消费需求仍较疲弱，表明疫情常态化管控下交通和装修需求尚未完全恢复。

从城镇与乡村社零同比数据对比情况看，三季度乡村社零同比增速快于城镇，考虑随着餐饮等服务业中小企业疫情后的恢复，低收入人群就业及收入逐步恢复，而其边际消费倾向相对更大，进而消费需求恢复相对更快。从限额以上和限额以下社零同比变动情况看，7月以来限额以下社零同比反弹幅度快于限额以上，也体现出中低端消费品需求的复苏。

（三）投资——基建增速略有放缓，制造业处于稳步恢复进程中

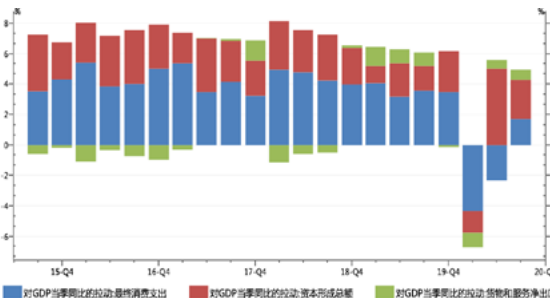
前三季度固定资产投资累计同比增速为0.8%，由负转正，较2月份提高25.3%，较2019年12月份低4.6%。其中基建投资前三季度累计同比增速为0.2%，增速略有放缓，较2月份提高30.5%，较2019年12月份低3.6%。房地产投资前三季度累计同比增速为5.6%，较2月份提高21.9%，较2019年12月份低4.3%。制造业投资前三季度累计同比增速为-6.5%，依然处于负值区间，较2月份提高25%，较

图4:GDP不变价当季同比变动



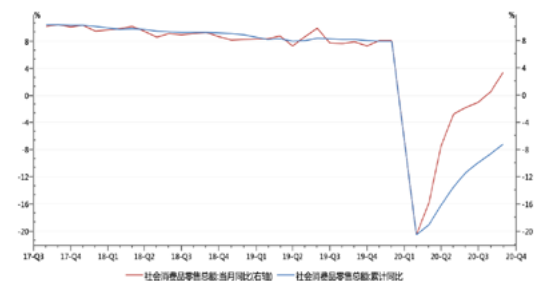
数据来源：Wind

图5:三大需求对GDP同比的拉动



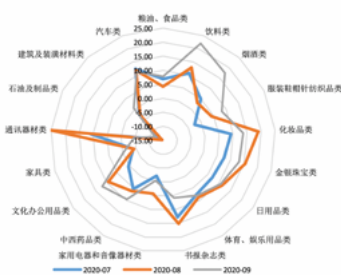
数据来源：Wind

图6:社会消费品零售总额当月及累计同比变动



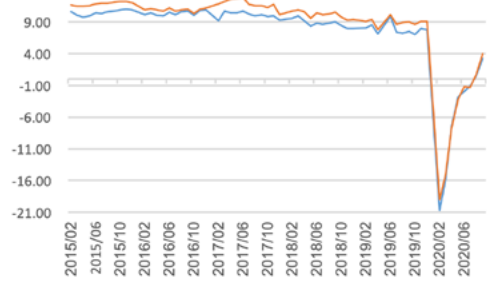
数据来源：Wind

图7:分行业社零三季度同比变动



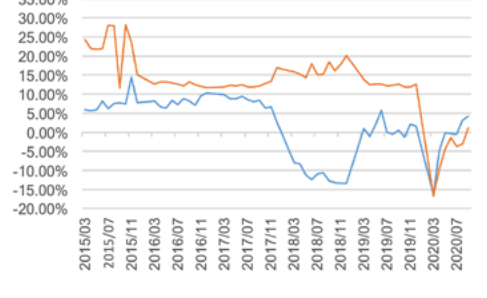
数据来源：Wind

图8:城镇与乡村社零同比变动



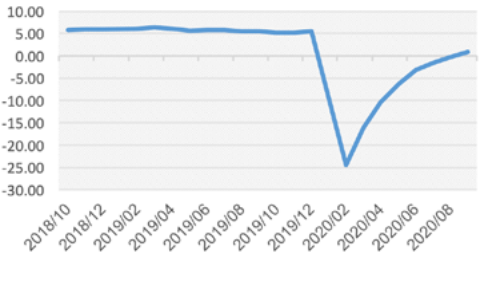
数据来源：Wind

图9:限额以上、以下商品零售总额同比变动



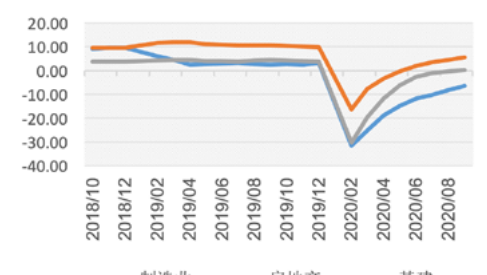
数据来源：Wind

图10:固定资产投资完成额累计同比变动



数据来源：Wind

图11:基建、地产和制造业投资累计同比变动



数据来源：Wind

2019年12月份低9.6%，仍为拖累投资主要因素。整体看，地产和基建依然为拉动固定资产投资主要因素，三季度基建增速有所放缓，制造业目前同比虽较低，但依然处于稳步恢复中。

1、基建投资——财政支出结构侧重民生领域，基建增速放缓

三季度以来基建增速明显放缓，与此前基于专项债发行量预期的基建发力增长预期差异较大。虽地方政府专项债发行规模依然较大，但从整体财政可用资金看，三季度政府公共财政收入增速放缓，公共财政支出大幅缩减。

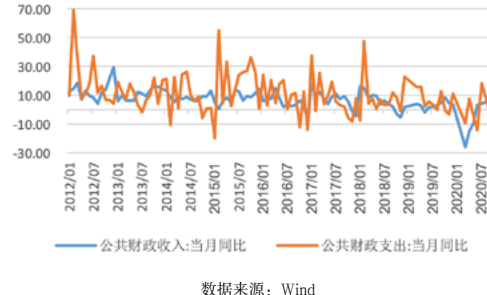
从今年以来财政支出结构变化看，三季度政府在交通运输、社会保障和就业、卫生健康、农林水事务支出较多，从三季度各部分支出占比看，教育、社会保障和就业、农林水事务、城乡社区事务支出占比相对最高，累计占比超过70%。政府财政支出在传统基建领域支出占比相对较小，而是将支出重点放在民生领域。

今年专项债大规模发行用于基建，可理解为腾挪了部分财政用于民生领域的资金支出，而并非额外大幅增加了用于基建的资金支持。并且从二三季度经济自发修复的韧性看，依靠基建拉动经济的动力较预期减小，也是目前基建投资没有大幅增加的原因。

2. 房地产投资——监管政策收紧，地产投资增速放缓

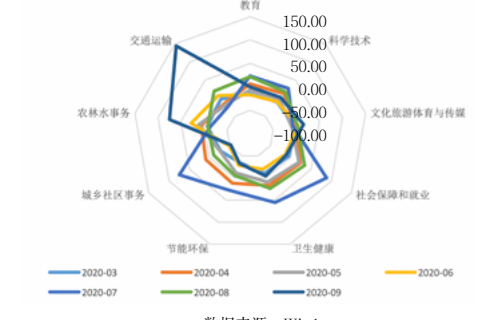
从土地成交数据看，三季度土地购置面积同比有所下降，而成交价款则持续攀升，三季度以来地产融资管控政策频出，开发商拿地规模受限，但优质土地资源可能仍呈现出供不应求状态。三季度房屋新开工、施工和竣工面积累计同比均处于持平态势，受开发商融资政策影响，新开工面积同比结束上半年大幅回升态势。从商品房销售数据看，三季度住宅销售面积累计同比继续增长，但仍处于负值区间，目前较接近于疫情前水平。从百城住宅价格指数数据看，8月监管政策收紧以来，一二三线城市价格指数均出现小幅回调。在开发商融资监管政策短期内预计不发

图 12:政府公共财政收入与支出变动



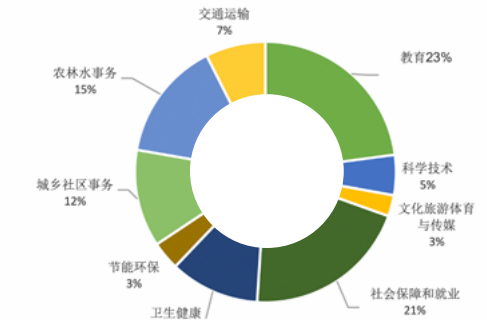
数据来源：Wind

图13:今年以来财政支出结构变化



数据来源：Wind

图14:三季度财政支出结构占比情况



数据来源：Wind

图15:土地成交价款累计同比变动



数据来源：Wind

图16:房屋新开工、施工、竣工面积同比变动

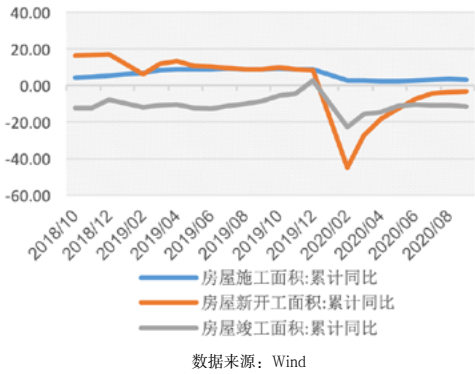


图17:土地成交价款累计同比变动

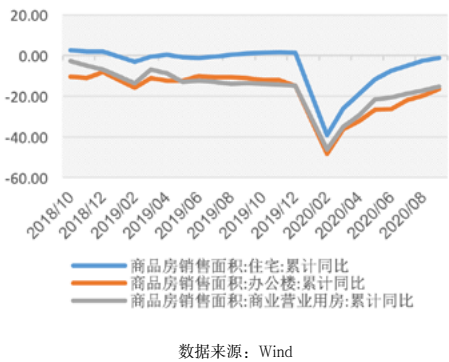


图18:房屋新开工、施工、竣工面积同比变动

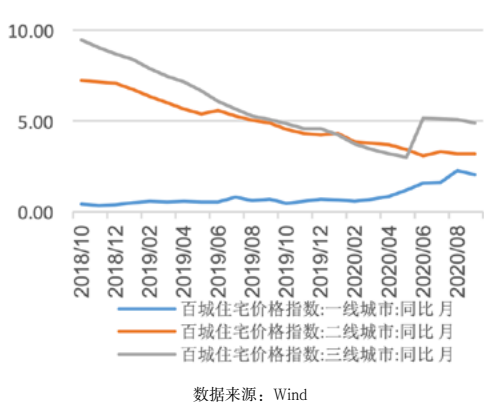


图19:2020年前三季度与去年同期制造业分行业累计同比

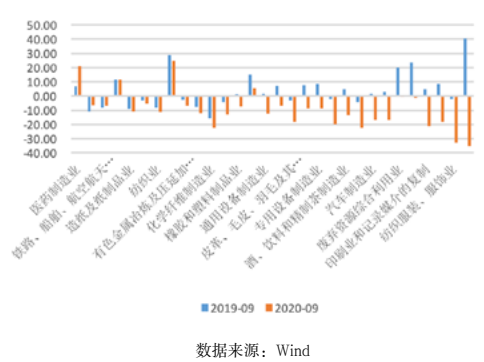


图20:2020年9月与8月制造业分行业累计同比对比

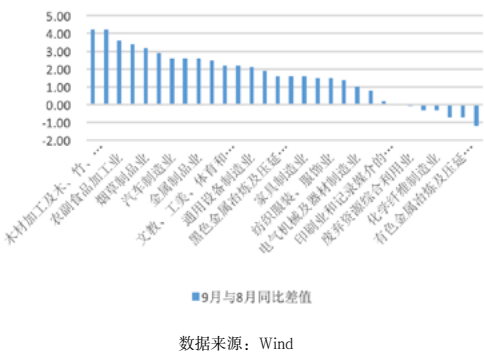


图21:进出口金额累计同比变动情况

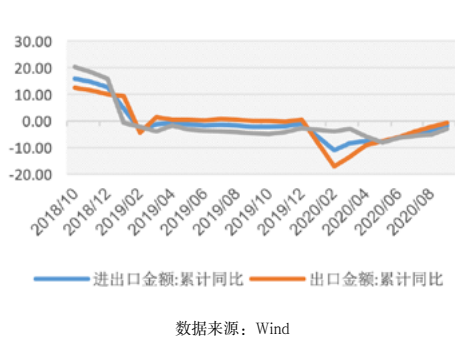


图22:部分品类出口已超历史平均水平

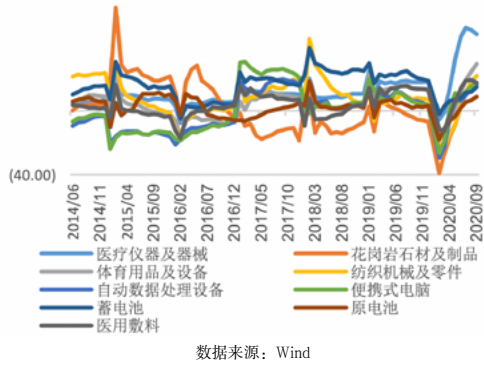


图 23:部分 2 月以来新统计品类出口持续增加

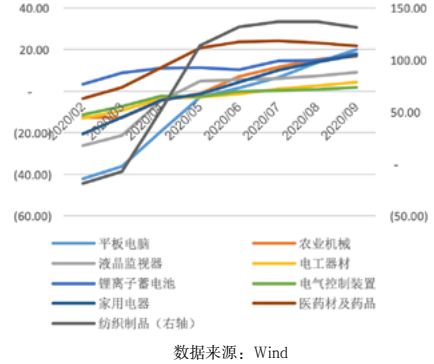


图24:CPI、核心CPI、食品与非食品CPI变动

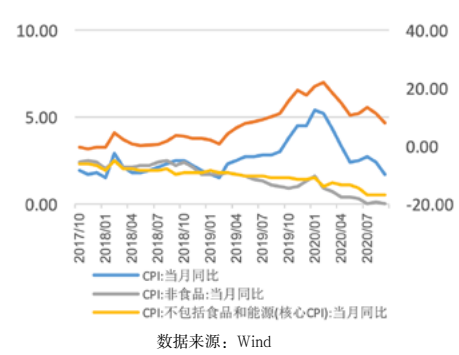
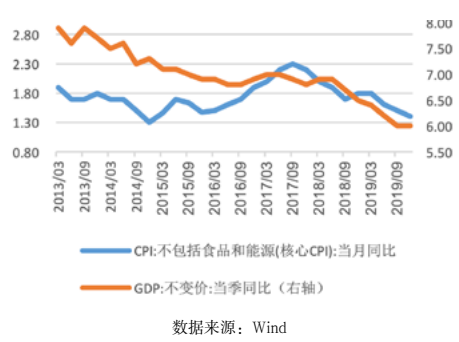


图25:核心CPI与GDP同比变化



为9.3%、15.9%和1.7%。从具体出口商品看，防疫物资、体育用品设备、电脑以及部分制造业商品（显示屏、电池、电动车、家电、机械设备等）出口金额累计同比依然处于高位。其中部分商品同比增速已大幅超过近三年历史同期水平平均值，部分2月以来新统计品类疫情期间出口同比持续增长，其中有机发光二级显示屏和电动车品类同比出现超大幅度增长。疫情期间海外防疫物资需求维持高位、因疫情导致部分商品的海外生产受限使得其产业链向国内转移，进而支撑了国内超预期出口数据。

医疗仪器、医用敷料、医药材及药品和纺织制品、纺织机械及零件大幅增长与防疫需要有关，三季度海外部分国家疫情出现反弹，防疫物资需求增加。体育用品设备、便携电脑与疫情期间消费者生活习惯变化有关，显示屏、电池、电动车、家电、机械设备等出口的增加主要考虑因疫情所致该部分商品生产产业链出现阻断或延滞，使得其生产产业链转移至国内。上述需求虽绝大多数均与疫情期间暂时性特殊需要有关，但可窥见其得益于国内疫情控制得力和产业链的完备，同时，目前的现象也有可能加速促进未来各国制造业回流本土，以保证突发事件发生时本土供给的稳定性，因此预计中长期不可持续。

（五）物价——受猪价、油价影响，CPI下行至2%以下、PPI未持续反弹趋势

9月CPI当月同比录得1.7%，为自去年3月以来首次回落至2%以下。主要原因考虑系去年下半年猪价大幅上涨形成的翘尾因素。三季度食品CPI大幅下行，系猪肉为主的畜肉类价格大幅回落所致。非食品CPI三季度降至0附近，从分项看，衣着、居住、生活用品及服务、医疗保健延续下行趋势。进而核心CPI三季度已下滑至0.5%，处于准通缩区间。中长期看，核心CPI与GDP的变动总体上相匹配，尤其是2017年以来，均处于缓慢下行区间，我国经济转型期间预计核心CPI将继续下行，但不代表未来经济存在衰退预期。

9月PPI同比下降2.1%，较8月同比多降1个百分

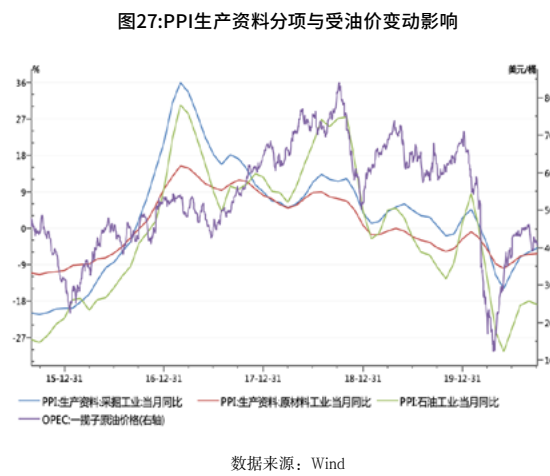
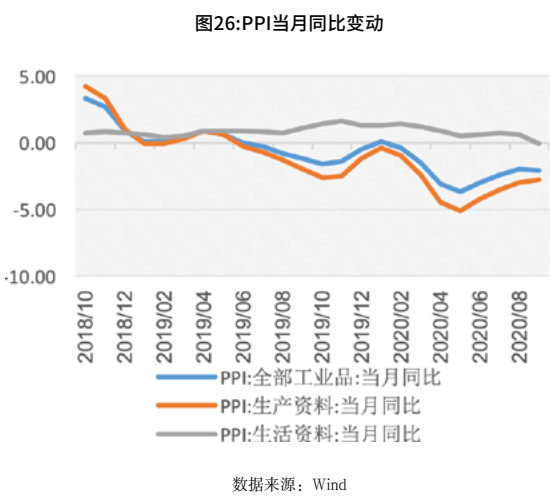
生较大变化情况下，四季度房地产投资预计仍较难维持此前增速。

3. 制造业投资——制造业处于缓慢而稳步修复进程中

前三季度制造业分项中仅医药制造业、农副食品加工业、铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业以及计算机通信和其他电子制造业四项累计同比高于去年同期，9月医药制造业累计同比达21.2%，海外疫情反弹和国内疫情常态化防控依然为主要助推因素。目前30个子行业（除其他制造业）中有16个低于去年同期累计同比10%，有6个超过20%，大部分子行业修复程度较二季度有所提高。从9月与8月同比差值看，仅有6个子行业低于8月同比，整体看制造业处于缓慢而稳步修复进程中。

（四）净出口——出口超预期改善，增长逻辑仍与疫情有关，预计中长期不可持续

三季度出口仍超预期改善，累计同比-0.8%，已接近疫情前平均水平，其中7至9月当季调同比分别

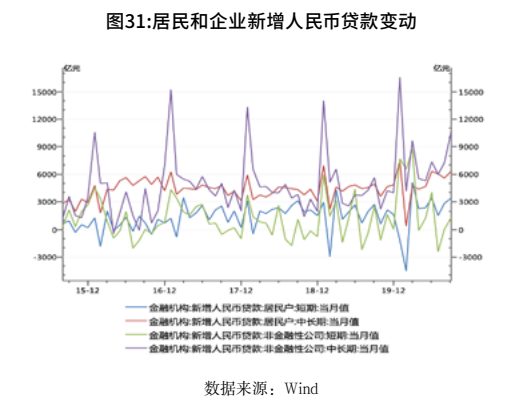
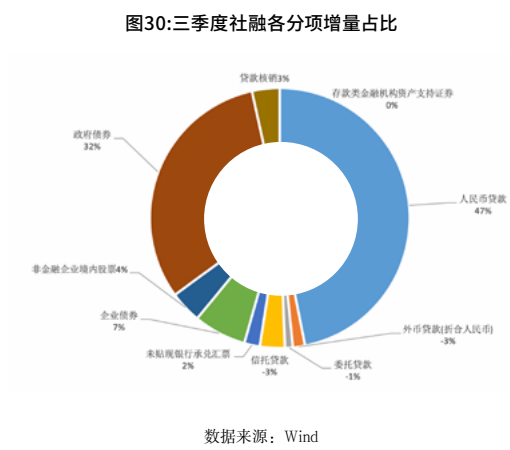
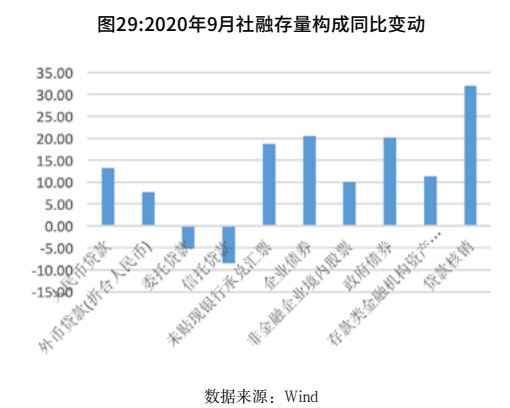
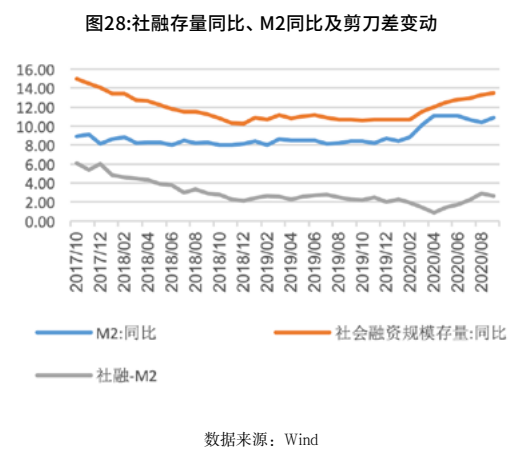


点,未能延续5月以来的回升。其中生活资料同比9月由正转负,主要受猪肉价格下降影响;生产资料同比回升幅度减慢,9月录得-2.8%,主要受油价三季度回调乏力影响。

(六) 货币金融——社融持续增长,强化经济向好预期

三季度社融继续维持较快速增长态势,为配合融资需求,9月M2增速重回增长区间。

从9月社融存量同比增长情况看,基本符合此前二季度报告中预期:1.信托贷款受资金信托新规对非标额度占比的约束大幅缩减;2.随着财政政策在基建、医疗和旧改等领域的发力,政府债券有所增加;3.考虑非标置换和监管对直接融资的鼓励,非金融企业股票融资、未贴现银行承兑汇票和企业债券持续增加。



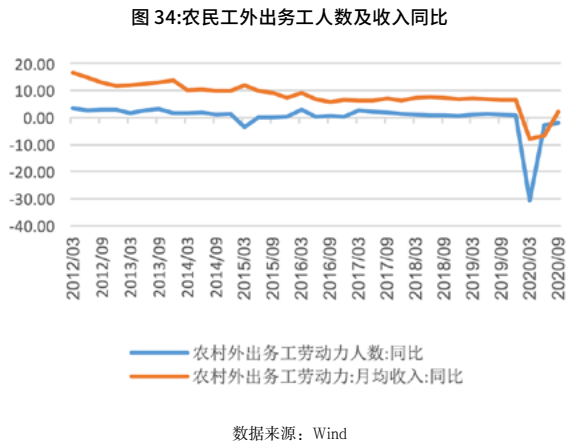
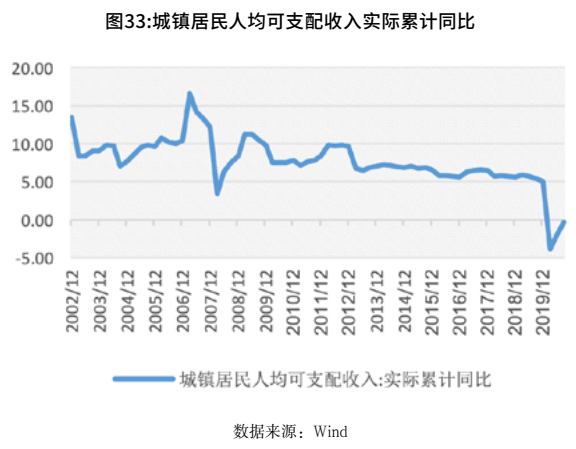
从三季度社融各分项增量占比情况看,人民币贷款增量占比最多,达47%,其次是政府债券,达32%,两者合计占到新增社融的79%。从新增人民币贷款数据看,7月以来,居民户和非金融部门新增贷款均呈增加态势,非金融部门中长期贷款、居民户短期和中长期月度新增贷款均处于历史高位水平。社融的持续增长反映了企业和居民户对未来经济向好的预期。

(七) 就业——失业率降至5.5%以下,收入尚不及预期,结构性问题有缓和迹象

2月以来调查失业率持续下行,9月录得5.4%,降至预期目标5.5%以下,就业严峻形势有所缓解。7月教育部办公厅发布《关于严格核查2020届高校毕业生就业数据的通知》,将开设网店、公众号博主、电子竞技工作者纳入就业统计范畴,就业统计口径的完善有助于更为客观统计就业情况,未来失业率将更为客观反映失业情况。而从居民收入水平数据看,较疫情前正常水平仍有较大差距。城镇居民人均可支配收入实际累计同比仍在0以下,农村外出务工劳动力月收入同比较正常水平仍低4%-5%,并且外出劳动力人数二季度以来无明显增长,劳动力供给的减少也是使得月收入提高的原因之一。

目前以农民工为代表的低收入群体外出务工人员增长乏力,考虑与小微企业受疫情影响尚未恢复有关,部分企业及其就业岗位可能永久消失。从小微企业运行市场指数变化可看出,2月以来,小微企业运行指数一直小于此前平均水平4个百分点左右,且没有增长迹象,考虑有部分小微企业可能较长时间退出市场。

从小型企业PMI指数变化情况看,生产、新订单和经营活动预期可作为从业人员景气指数的先行指标,从4月以来,前三项指标便有回落迹象,而从8月开始,其均出现反弹,表明小型企业生产经营情况随着经济向好和融资支持而有所好转,预计后续小型企业从业人员景气指数也将有所反弹。



三、宏观经济政策分析

（一）货币政策——根据经济发展阶段特征和中长期目标调整政策措施, 注重直达性和精准性

从10月14日央行三季度金融统计数据新闻发布会上表述可总结以下政策观点:

1.当前形势变化: 疫情对经济冲击的高峰期已过去, 但我们面临的国际形势仍然复杂严峻。(为应对疫情期间流动性紧张而实行的货币政策宽松已是过去时, 目前货币政策将着眼服务于国内外宏观环境下我国经济中长期发展需要)

2.当前及过去政策总结: 目前银行体系中短长期流动性都保持在合理充裕水平。央行的政策利率和LPR均保持稳定, 市场利率围绕央行政策利率运行, 利率水平与当前的经济基本面总体是匹配的。(货币价格和数量均与当前经济基本面总体匹配, 未发生过度宽松或收紧情况, 未来也有可能继续保持这种政策节奏, 适应经济形势发展)

3.未来政策调控重点: 下一阶段将根据形势变化综合运用中期借贷便利、公开市场操作、再贷款再贴现等多种货币政策工具, 既保持流动性合理充裕, 促进货币供应量和社会融资规模合理增长, 也不搞大水漫灌, 为做好“六稳”“六保”支持经济高质量发展提供适宜的流动性环境。(政策将继续服务于社会融资需求、服务于中长期发展目标, 合理充裕而非大水漫溉)

（二）财政政策——财政赤字率提高减少收入压力, 支出重点仍在就业扶贫等民生领域

前三季度全国一般公共预算收入累计141002亿元, 完成全年预计210250亿元的67.06%, 为近8年同期完成率最低。从收入构成看, 一季度疫情高峰期税收大幅减少仍为影响财政收入完成率主因。4月以来随着经济形势转好, 税收收入基本恢复至历史平均水平。

前三季度全国一般公共预算支出累计175185亿元, 完成全年预计274850亿元的70.68%, 受疫情影响, 部分财政支出难以如期下达, 预计四季度财政

图35:小微企业运行指数:市场指数变动

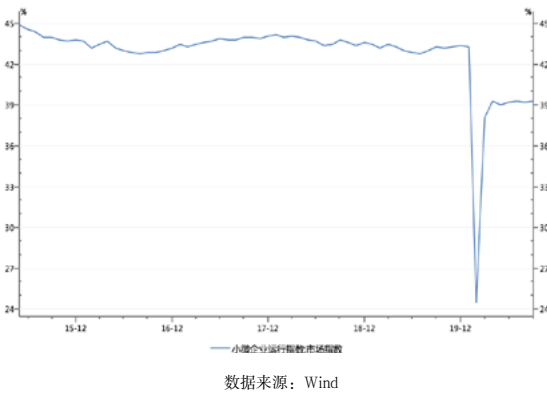


图36:小型企业PMI生产、销售、经营预期和从业人员指数变动

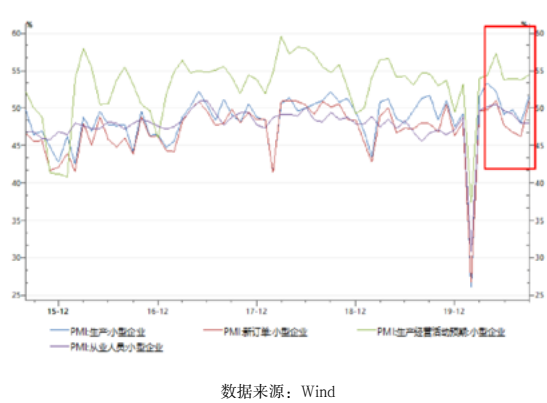


图37:近年来前三季度已完成财政收入支出占比

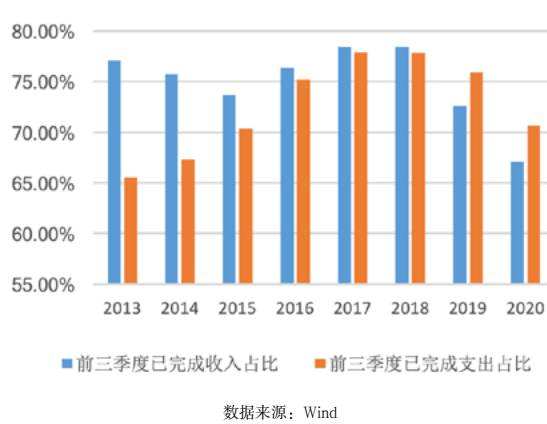
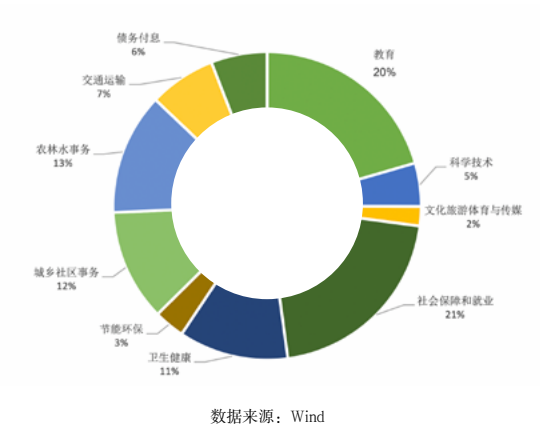


图38:前三季度财政支出结构



支出将有所加快。从支出结构看, 前三季度财政支出在社会保障和就业、教育、农林水务、城乡社区事务和卫生健康五个领域投入较多, 合计占比达77%, 政府在重点民生领域尤其是就业相关领域投入力度较大。

财政部于8月6日公布了《2020年上半年中国财政政策执行情况报告》, 传达以下政策观点: 通过适当提高赤字率解决全年财政收入无法满足支出需求的问题, 将财政赤字率从2.8%提高至3.6%以上, 赤字规模比2019年增加1万亿元, 达到3.76万亿元。三季度累计财政支出超出收入3.42亿元, 假设财政收入静态不变情况下, 距离赤字目标还有3400亿元空间。财政支出全年重点用于就业、扶贫、企业减税降费、粮食能源安全、产业链支持、基层保障等。在疫情对就业滞后影响尚未完全消退、十三五脱贫攻坚目标仍为重中之重情况下, 就业民生保障依然为财政政策首要支持方向。

四、总结

从三季度外部环境变化看, 近期美国总统大选为最大风险事件, 其结果可能对国内未来经济发展产生影响, 使中国面临的竞争合作环境发生变化。而短期内疫情仍为影响海外经济主因, 三季度以来, 欧美等国疫情出现不同程度反弹, 对其经济修复造成

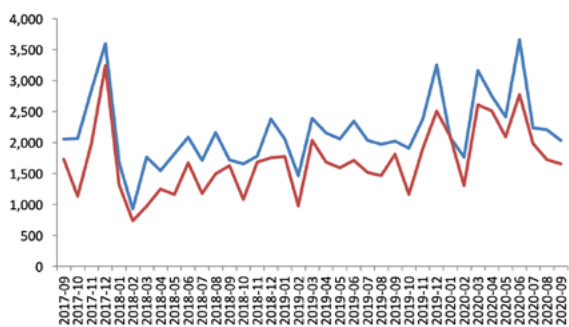
一定负面影响, 尤其反映在服务业上。

从三季度国内经济表现看, 整体好于预期, 经济韧性较强, 修复进程稳健。具体而言呈现出以下特点: 从拉动GDP增长的三大需求因素看, 消费需求恢复依然较慢, 消费特点仍受疫情滞后影响, 但此前的结构性问题有所缓解。投资需求中, 因财政支出侧重于民生领域, 加之经济自身修复韧性较强, 依靠基建拉动经济动力减弱, 三季度基建增速有所放缓; 受监管融资政策的影响, 地产投资增速亦有所放缓; 受益于国内外下游需求的支撑, 制造业投资处于稳步修复进程中。出口需求仍然超预期改善, 增长逻辑仍与疫情有关, 预计中长期不可持续。物价方面, 受猪价、油价影响, CPI下行至2%以下、PPI未持续反弹趋势。从货币金融数据看, 三季度社融持续增长, 强化经济向好预期。从就业数据看, 失业率降至5.5%以下, 但城乡居民收入仍处于历史低位, 此前反映的就业结构性问题有缓和迹象。

从政策面看, 近期出台政策反映出国家对中长期经济发展战略的重新审视和定位, 货币和财政政策也与之配合做出相应目标调整。5月以来, 国家领导人多次在重要会议提及“构建以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局”的发展方向, 未来在要素市场化改革、产业升级和技术创新等领域将加强改革力度。货币政策方面, 根据近期央行表态看, 下一阶段央行将根据形势变化综合运用多种货币政策工具, 既保持流动性合理充裕, 促进货币供应量和社会融资规模合理增长, 为做好“六稳”“六保”支持经济高质量发展提供适宜的流动性环境。财政政策方面, 上半年财政政策执行报告中提出将财政赤字率提高以减少收入压力, 同时支出重点仍在就业扶贫等民生领域。

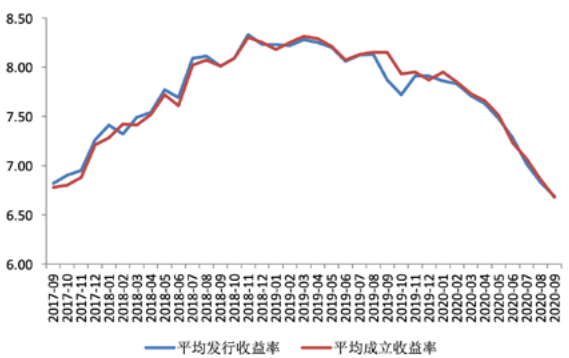
总体而言, 三季度经济稳步修复, 韧性好于预期。具体体现在消费、就业结构性问题的持续改善、制造业的稳健恢复、出口的超预期支撑以及社融的持续增长上, 同时宏观经济政策配合经济修复程度分阶段适度精准调控, 在经济恢复中发挥了重大作用。

图 1 2017 年 9 月-2020 年 9 月信托产品发行规模与成立规模(亿元)



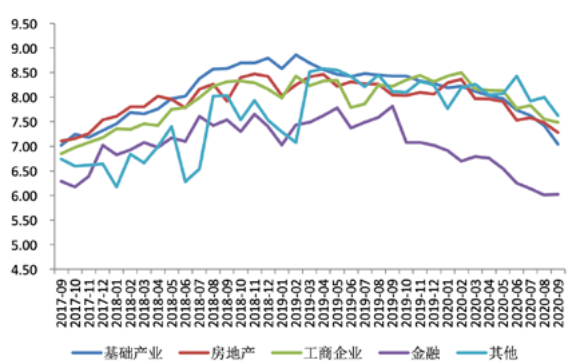
数据来源：用益信托网，国投泰康信托研究发展部整理

图3 2017年9月-2020年9月信托产品平均收益率(%)



数据来源：用益信托网，国投泰康信托研究发展部整理

图4 2017年9月-2020年9月信托产品投向收益率(%)



数据来源：用益信托网，国投泰康信托研究发展部整理

发行与成立规模降势放缓，传统业务亟需转型

2020年9月信托行业月度分析
文/研究发展部 闫旭

内容提要：

2020年9月信托产品发行与成立规模降势有所放缓，其中金融投向成立规模保持首位，比重进一步扩大；信托收益率依然保持下行，随着标准化信托产品不断增加，信托产品平均收益率仍将持续走低。

一、发行与成立规模降势放缓，房地产投向显著收紧

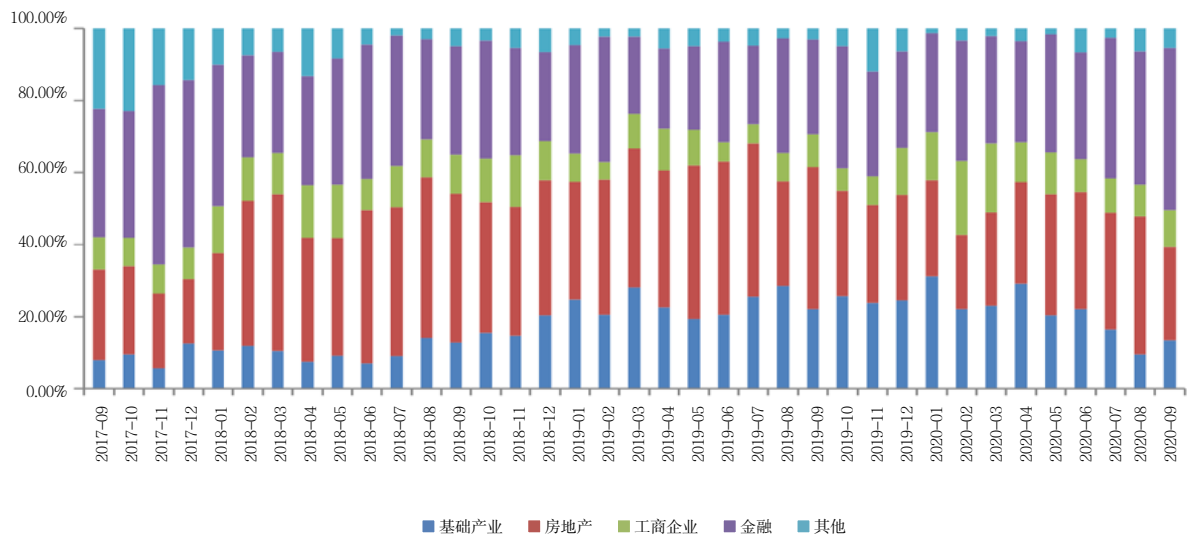
根据用益信托统计数据显示，2020年9月集合信托产品发行与成立规模均持续下降，整个三季度信托发行与成立规模降势有所放缓。9月，有59家信托公司共计发行1813个集合信托产品，发行规模共计2034亿元，平均每家信托公司发行34亿元，发行规模环比下降7.76%，同比上升0.56%。有52家信托公司共计成立1820个集合信托产品，成立规模总计1656亿元，平均每家信托公司成立31.84亿元，成立规模环比下降4.06%，同比下降8.42%。

从资金细分投向来看，根据资金的产业投向，划分为基础产业、房地产、工商企业、金融和其他。

9月，金融投向共计成立1042款产品，成立规模继续领跑市场，成立规模达745亿元，环比增长15.86%，同比增长57.11%，占当月成立规模的44.99%，较上期增加7.73个百分点，标准化产品符合监管引导，作为信托业重要转型方向，未来规模有望持续提高。

房地产投向共计成立316款产品，成立规模为430亿元，环比下降34.85%，同比下降39.75%，占当月成立规模的25.97%，较上期减少12.27个百分

图2 2017年9月-2020年9月信托资产五大投向占比



数据来源：用益信托网，国投泰康信托研究发展部整理

点，在“三道红线”等一系列政策的严格规范下，传统地产非标融资业务步履维艰，地产龙头恒大集团更是被爆出债务危机传闻，地产行业集中降杠杆的时代已经来临，房地产信托亟需探索新的业务模式与资产类型。

基础产业投向共计成立256款产品，成立规模为221亿元，环比增长34.76%，同比降低44.41%，占当月成立规模的13.35%，当前各地城投平台通过多元化融资渠道压降自身融资成本，部分地区城投平台违约事件也时有发生，政信业务展业较为困难。

工商企业投向共计成立186款产品，成立规模170亿元，环比增长12.58%，同比增长3.21%，占当月成立规模的10.27%，较上期增加1.52个百分点，工商企业投向作为金融服务实体经济的重要载体，整体业务开展较为平稳，当前各类企业主体风险还未完全释放，相应业务开展仍较为谨慎。

二、收益率依然保持下行，基础产业与房地产投向降幅较大

9月信托收益率依然保持下行态势，平均发行收益率为6.69%，相比上月下降14bp；平均成立收益率为6.68%，相比上月下降18bp。信托产品发行平均期限为2.41年，成立平均期限为2.75年，整体期限逐渐增长。下半年以来，信托平均收益率降幅呈缩小态势，随着标准化信托产品的不断增设，信托平均收益率预计仍将继续降低。

从分项成立收益率来看，除金融投向外，各投向平均收益率均有所下降。其中，基础产业投向收益率降幅较大，环比下降38bp至7.04%，当前各地城投平台严控融资成本，信托资金的成本压力较大。房地产投向收益率降幅同样明显，环比下降20bp至7.28%，近期地产行业的政策调控在本质上影响了地产商的盈利模式，以至于无法像之前一样以高杠杆模式运作并承受较高的融资成本，相应产品收益率下行也是必然趋势。工商企业和金融投向收益率降幅较小，环比分别下降6bp和1bp，至7.49%和6.02%，两者收益率整体较为平稳。



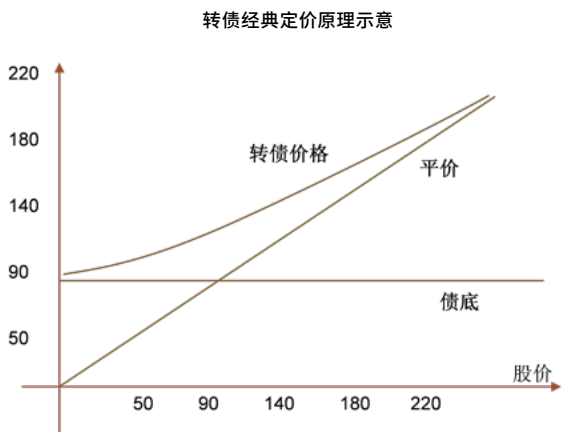
转债市场简析及信托公司参与转债市场的路径探讨

文/资产管理总部 张辰骄

资金信托新规征求意见稿的发布，一方面对于促进资产管理市场的监管标准统一和有序竞争意义重大，另一方面也对全行业的标准化转型提出了更高更迫切的要求。在传统的股票、债券之外，随着近年来国内转债市场的飞速扩容，因其具有的债券加期权的独特属性，风险收益结构介于股票和债券之间，对于传统的以固定收益型客户为主的信托公司而言，转债市场具有很强的参与价值。

一、转债简介

转债全称“可转换公司债券”，指在一定时间内可以按照既定的转股价格转换为指定股票（即所谓“正股”）的债券。转股权是转债持有者的权利，持有者可以选择转股也可以选择继续持有转债。一种常见的简化管理理解是将转债看作“债券+股票期权”的组合。而实际操作中，转债定价还需要考虑赎回条款、回售条款和下修条款。



而影响转债价格的驱动力从大到小主要有四个方面：正股、估值、债底和条款博弈。具体来说：

1.正股价格

90%以上的转债以转股结束生命，可以说，转债最终基本就是股，拿回债底，投资者不愿意见到、发行人也一样。正股价格上涨空间大当然是最好的转债标的，但是不同于纯股票投资，正股价格波动大也是转债的加分项。无论是BS模型、二叉树定价或者模拟法定价，抑或是转债市场的实际表现，正股如果拥有高弹性，转债投资者就能够以极低成本达到埋伏正股的效果。

2.估值

估值决定了转债和正股的不同，经典理论中衡量估值的最佳指标是隐含波动率，但是隐含波动率的计算存在不确定性。通常实践中多采用转股溢价率、债底溢价率来衡量估值水平。显而易见，这些指标很大程度取决于股市走势和转债的供求关系。正股走势强于转债估值的时刻，就是转债的天然买点。

3.债底

传统固定收益投资者，往往看重债底的高低，虽然转债确实至今没有出现违约的案例，但转债自身的期权属性以及较低的票面利率，导致债性对转债价格走势的影响力很小。如果看好债性，其实没有必要参与票面利率非常低的转债品种。并且在债市流动性紧张时，债性强的转债往往最先受到冲击，因为其

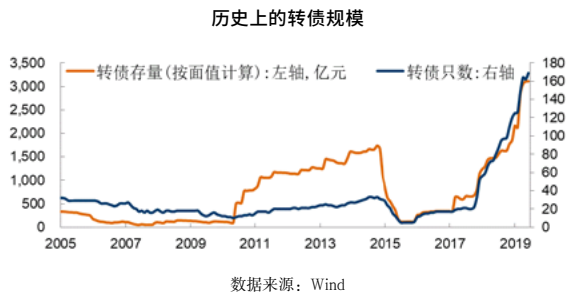
相对纯债具有较好的流动性。

4.条款博弈

赎回条款、回售条款和下修条款共同决定了转债下有底、上有顶的特点，而通常来说，同一时期发行的同一行业转债条款往往趋同，对于条款的分析是一个自下而上的过程，简单原则就是寻找和发行人的共同利益点，从发行人的角度考虑条款的优劣。

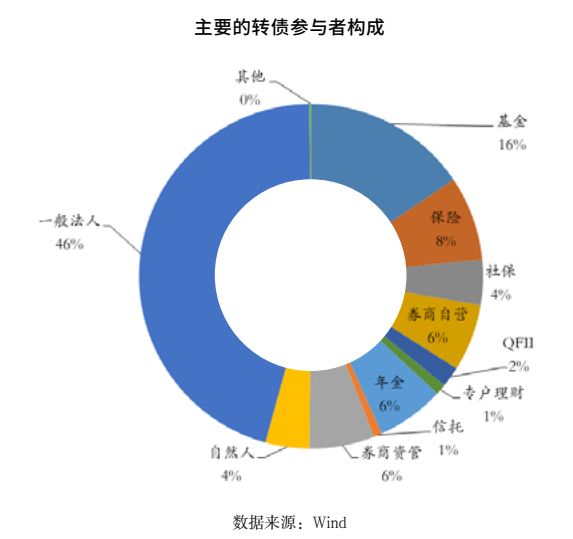
二、国内转债市场发展现状

1993年的宝安转债打响了国内转债市场的第一枪，转债市场经历了二十多年的发展，其中既有2001-2004年的第一次繁荣阶段，2010-2014年的第二个繁荣阶段，以及2017年以来的新的规则带来的新的繁荣阶段。也经历了2005-2010年伴随着股权分置改革带来的停滞阶段，2015-2016年由于大牛市导致大量赎回进而引发的标的稀缺年代。



2017年证监会修订定增和减持新规后，转债对于发行人而言成为了更好的选择，相应的，转债发行规模从2018年795亿的规模，2019年一跃扩容到2695亿，2020年截至8月底新发转债规模达到1511亿元。2017年新规落地后，发行人、承销商、投资人对转债的关注度不断上升，各自找到了适合自己的盈利模式，良性的促进了这一市场的发展。

从发行人的角度来说，转债融资能力很强，且转债的融资成本低，普遍在年化1%以下，常见的六年



的转股期也给转股带来了无限可能, 只要六年内有 一次结构性行情, 即可完成转股。同时, 对于银行来 说, 发行转债可能是最优的补充核心一级资本的方法; 而对于一些民企发行人而言, 在当前资金分层的 现状下, 发行转债可能是唯一可行的债务融资方法。 另一方面, 2018年以来几乎所有转债上市后都呈现出 溢价状态且大股东持有的转债没有锁定期限制, 大 股东拥有的优先认购权可以为其带来丰厚的套利空 间。

从承销商角度而言, 在权益市场情绪不差时, 转债 发行无须寻找投资者, 网上发行即可轻松发出, 对于 资质较差很难发出普通债券的标的, 转债不仅能发 出来, 且承销费用较高; 而对于资质较好的标的 (主 要是银行转债), 得益于发行规模较大, 承销商也可 以获得较好的收益。

从投资人的角度来看, 转债投资可以分为一二级套 利模式以及二级市场投资模式。具体来说, 一二级 套利模式主要分以下几个阶段: 2017年以前由于转债 的市场认识不够, 网下全额占资打新的模式给少数 能够参与的投资者带来了可观的收益, 普遍能达到 一个账户获得百万以上的绝对收益。之后转债申购 取消了全额占资的模式, 定金申购下参与账户数大幅

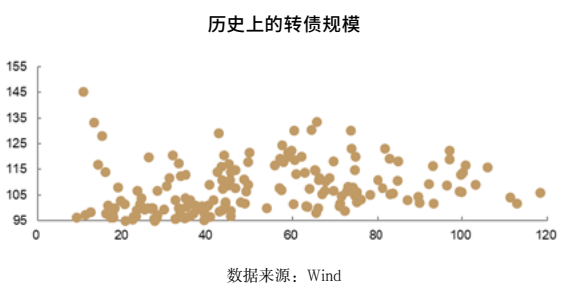
上升, 单个账户收益下降到五十万左右的绝对收益, 但是在此阶段监管不限制超账户规模申报以及一拖 多账户申购, 部分机构在一只转债标的打新上就能获 得数千万乃至上亿的绝对收益。而随着转债市场快 速扩容, 转债关注度迅速提高以及权益市场的好转, 2019年下半年以来的的转债标的大多取消了网下申 购, 机构投资者通过网下申购套利的盈利模式不复 存在。而二级市场投资模式则主要是源于转债相对 纯债拥有高出多倍的弹性, 从而对于参与相对排名 考核的债券基金、券商资管产品具有重要意义, 且 大盘转债还可在交易所场内质押融资, 借助杠杆的威 力, 一旦牛市来临, 转债仓位会成为相对排名的胜负 手。综合来看, 当前转债市场的主要参与者还是公募 基金、保险公司、券商自营以及社保和年金等。

三、信托公司参与转债市场的路径探索

信托公司并不是转债市场的传统参与者, 但是随 着转债市场的扩容以及信托公司发展标准化业务的 步伐加快, 也有不少信托公司开始介入这一领域, 结 合信托公司自身业务特点, 对于转债市场的参与可 从以下几个角度入手:

1. 利用和企业客户的资源网络, 寻找一级参与 机会

对于公开发行的转债, 随着网下发行的绝迹以 及监管对超规模认购的限制, 简单的一拖多账户网 下打新一二级市场套利模式已经不复存在。但是由 于股东优先认购权的存在, 转债一二级市场套利模 式仍有新的参与方法。对于部分拟发行转债的发行人 股东, 可能存在没有合适的资金行使优先认购权或者 不具有定价能力的现状。对于前者, 可以以类过桥资 金的模式合作, 收取固定的资金成本; 对于后者, 可 以依托我们的投研能力和定价能力, 和发行人股东 以约定收益分成的模式合作。因转债上市后不存在 对股东的锁定期限制, 且转债流动性较好, 普遍存在 上市首日30%以上的换手率, 可以迅速变现, 完成退 出, 实现公司和发行人股东方的双赢。



以2019年底发行的某转债为例, 其发行规模58 亿, 原股东行使优先认购权认购了45亿, 其中第一大 股东认购了35亿元, 转债上市首日在115元附近, 而 第一大股东在上市次日即将超过30亿元转债全部以 105元的价格通过大宗交易的方式卖给了事先约定 好的机构投资者。对于大股东而言, 其提前锁定了稳 定收益, 无需对转债定价, 而对于接手的机构投资者 而言, 其折价拿到的转债标的可直接获得10%左右的 绝对收益。

转债市场还存在占比相对较少的定向转债或 私募转债标的, 尤其是2020年以来出现了多只定向 可转债发行案例 (2020年以来有近30亿的定向可 转债发行), 该类品种则更考验对转债的定价能力 以及对发行人的把控能力。由于公开资料相对缺 乏, 该类品种的一级参与更多的要从股权投资的角度

度来考虑。同时得益于信托产品设计在分级结构上 的优势以及部分信托公司参股控股公募基金、证券 公司的项目信息优势, 可以探讨前端加杠杆的模式 参与其中。

2. 强化研究能力, 二级直接或间接参与转债 投资

信托公司的传统客户具有高净值、看重绝对收 益的特点, 在此基础上, 转债因其债券加期权的特点, 具有一定的契合度。

考虑到大部分信托公司缺乏转债投资经验, 信 托公司二级市场参与转债投资可以通过分步走的模 式来进行, 具体来说:

第一步, 发行“固收+”产品, 优选转债基金管理人, 通过TOF/FOF的模式参与转债投资, 结合自身 在固收方面的优势打底, 利用市场上的优秀转债投 资人的管理能力, 获得下有底上有空间的“固收+” 产品。

第二步, 拓展自身投研能力, 直接进行转债二级 投资。转债的投研介于纯权益研究和传统债券研究 之间, 对于有能力的信托公司, 可搭建自己的转债投 研团队, 丰富自身的大类资产配置能力, 先从自主管 理“固收+”产品中的转债部分着手, 进而直接发行 投资于转债的标准化产品, 为客户提供更多的产品 选择。

公司党总支组织开展“四史”学习大比拼活动



欲知大道，必先知史。历史是一个民族、一个国家形成、发展及其盛衰兴亡的真实记录，是前人各种知识、经验和智慧的总汇。中国共产党近百年的历史，就是中国近现代以来中国历史最为可歌可泣的篇章。

为加强“四史”学习教育，进一步激发党员群众知史爱党、爱国、爱企。根据集团党建重点工作部署和资本党委工作要求，公司党总支组织开展了“四史”学习大比拼活动。活动共分为2个阶段，第一阶段为党史学习比拼，第二阶段为新中国史（含改革开放史、社会主义发展史）学习比拼。9月29日下午，如期举行了第一阶段——党史学习成果检验，即线下闭卷考试，各支部考生代表

共计27人参加了考试。

根据活动方案，第一阶段的时间安排为9月1日-9月30日，其中9月1日-28日为学习阶段，各支部自行组织党员、积极分子、入党申请人对照学习资料开展学习。除了基本的学习资料，党总支还为大家精心准备了学习笔记和试题库。9月29日，党总支对第一阶段学习成果进行检验。考试前一天，以公开抽签的方式在各支部确定了考生，并在考试当天特别邀请了稽核审计部现场监督考试和批阅试卷。大家的考试成绩十分喜人，可见前期的认真学习和充分准备，甚至产生了三个满分的好成绩。当天考试一结束，就有多名党员主动向党总支索要



“四史”学习大比拼活动第一阶段成果检验结果公示

名次	姓名	支部
一等奖	侯建松（满分）	第一支部
一等奖	舒权斌（满分）	第四支部
一等奖	祝伟杰（满分）	第四支部
二等奖	潘誉	第三支部
三等奖	陈蕾	第一支部
三等奖	张玉洁	第二支部
三等奖	王艳婷	第二支部
三等奖	牛旭亮	第五支部
三等奖	范静怡	第五支部

考试卷进行自测，体现了大家高涨的学习热情和认真的学习态度。

“四史”学习大比拼活动第一阶段圆满落下帷幕，活动效果大大超出预期。通过党史学习，党员群众全面了解了我们党和国家事业的起源，切实感受到了中国共产党团结带领中国人民取得新民主主义革命胜利的曲折和不易，从而更加深刻地理解了“什么是中国共产党”、“为什么只能是中国共产党”。创业难，守业更难。大家纷纷表示，守住中国共产党创立的伟大事业是我们每一个共产党员义不容辞的责任。历史是最好的教科书，通过加强党史、新中国史、改革开放史和社会主义发展史的学习，不断增强守初心、担使命的思想和行动自觉，为坚持和发展中国特色社会主义，实现中华民族伟大复兴的中国梦贡献力量。

公司第一党支部召开 全体党员大会讨论接收预备党员

发展党员工作是党的建设一项经常性重要工作，是党的建设新的伟大工程的一项基础工作，是党员队伍建设的重要组成部分。根据国投资本党委2020年发展党员计划和公司党总支工作安排，第一党支部按要求组织开展了对积极分子张迪同志的发展工作，并于10月15日下午召开全体党员大会讨论并接收张迪同志为中共预备党员。

经过一年多的培养教育，第一支部严格按照发展党员流程，通过召开座谈会

广泛听取党内外群众意见、开展政治审查、与其本人谈心谈话等，经支委会充分讨论研究，一致同意发展张迪同志加入党组织。

支部党员大会上，张迪同志宣读了《入党志愿书》，诚恳地向党组织说明了个人情况和入党志愿。随后，陈仁龙、郭睿两位同志作为张迪同志的入党介绍人分别发表了意见，第一支委向大会报告了张迪同志的政治审查情况。与会党员进行充分讨论后，经全体党员无记名投票表决，一致同



意接收张迪同志为中共预备党员，并报上级党组织审批。

根据相关流程，大会宣读了支部大会决议，张迪同志向党组织表达了入党决心。他表示，在今后的工作学习中一定以一个共产党员的标准严格要求自己，在思想和行动上与党组织保持一致，努力克服自身缺点，全力提升个人能力和素质，为党的建设和发展贡献力量。支部书记曹莹作大会总结讲话，她对张迪同志加入党组织表示热烈欢迎，希望他在今后的工作生活中始终不忘初心、牢记使命，以成为一名中共预备党员为新起点，不断提升和进步，切实发挥好共产党员先锋模范作用。

张迪同志的加入为支部党员队伍注入了新的生命力，第一党支部一定在上级党组织的领导下，持

续加强支部各项建设，积极培育和发展优秀的先进分子加入党组织，为充分发挥基层党组织战斗堡垒作用提供组织保证。



公司第二党支部开展 2020年10月份主题党日活动

2020年10月21日下午, 国投泰康信托第二党支部开展10月份主题党日活动: 参观香山革命纪念馆。白驹过隙, 不平凡的

2020年已经步入第四季度, 二支部旨在通过这样一种党日活动方式, 使每一位党员在披荆斩棘, 奋力冲刺的同时, 也能够有所驻足与思考沉淀, 更加深入的感悟“不忘初心、牢记使命”的主旨要义。

香山革命纪念馆是目前国内唯一全面展示中共中央进驻香山时期辉煌历史的大型展览, 共展出图片800余张、文物1200余件。步入馆内, 面对一件件饱经沧桑的珍贵文物、一张张定格历史的资料照片、一幕幕展现风云变迁的珍贵影像, 我们就像是进入了一个时空隧道, 与老一辈革命家一起重走来时路。在这里, 我们可以共同经历

史, 了解背后的故事; 可以参与作答历史, 感悟初心使命; 可以追忆光辉历史, 畅想美好未来。



通过本次参观, 支部每一位党员都接受了深刻的思想洗礼。我们既致敬革命前辈的峥嵘过往, 又充分认识到这场考试远没有结束, “赶考”一直在路上。我们要将此次参观作为坚定共产

主义理想信念的寻根之旅、铸魂之行, 积极继承和发扬先辈们“不忘初心, 牢记使命”的革命精神和宝贵品质, 脚踏实地做好本职工作, 攻坚克难、锐意进取。

回首信托来时路, 展望信托转型途, 我们要在新时代的征途上, 重整行装再出发, 坚持以“奋斗”和“赶考”的精神状态积极应对公司及信托转型的新一轮挑战。

公司第三党支部开展 9月份全体党员大会暨党员固定日活动



2020年9月22日, 第三党支部开展9月份全体党员大会暨党员固定日活动, 本次活动主题是“不忘历史、牢记使命——纪念九一八事变89周年”。活动主要内容是党员同志参观轻武器博物馆、体验实弹射击, 意在提高党支部成员的国防意识, 让爱国主义精神在信托战线闪耀。

第三党支部成员在书记姚少杰同志的带领下, 一同驱车前往位于北京市昌平区的轻武器博物馆, 该博物馆展出了中国和世界各国所设计制造的各种轻武器130多种, 其中包括手枪、步枪、机枪等军用和民用武器。

武器是没有生命的, 此刻它们安静的躺在展架上, 但从拆解开的一个个枪支零件里, 我们又仿佛置身于当时那残酷的战场。为了国家复兴、为了人民平等自由, 党的战士们前赴后继, 宁抛头颅撒热血, 也绝不屈服于反动势力。从十八般武艺, 到现代化的作战系统, 武器快速发展的背后, 有霸权主义的欺凌, 更有着人类在反抗外敌、维护和平中的坚定。

在讲解员的带领下, 大家系统地了解我国轻武器

发展的历史与现状, 了解我国轻武器建设的目标、步骤和宏伟前景。普及了国防知识、增强了大家的爱国主义情怀。



随后, 大家一同参观了中国北方国际射击场, 在安全监督员指导下, 每位党员都参与了“64手枪”的实弹射击, 体验了酣畅淋漓的刺激。

在“九一八事变”89年周年之际参观轻武器博物馆, 通过近现代以来中外武器科技的对比, 党员们深刻的感受到旧中国“落后就要挨打”的惨痛教训, 也充分认识到革命斗争的艰苦卓绝。在敌我武器装备力量悬殊的情况下, 中国共产党仍然团结人民, 冲破重重困难, 打败了国内外反动势力, 取得了中国革命的伟大胜利。我们应该珍惜如今来之不易的和平与进步, 铭记历史, 不忘初心。

新的历史条件下, 全党全国各族人民要大力弘扬伟大抗战精神, 不断增强团结一心的精神纽带、自强不息的精神动力, 继续朝着中华民族伟大复兴的中国梦奋勇前进, 伟大抗战精神, 是中国人民弥足珍贵的精神财富, 将永远激励中国人民克服一切艰难险阻、为实现中华民族伟大复兴而奋斗。

公司第四党支部开展“铭记历史 开创未来”主题党日活动

“九一八事变”爆发99周年之际，为铭记历史，不忘国耻，珍爱和平，奋发自强，国投泰康信托第四党支部于2020年9月19日举行“铭记历史，开创未来”主题党日活动，前往北京爱国主义教育基地——冀热察挺进军司令部旧址陈列馆及抗日模范村——爨底下村进行参观学习。第四党支部书记江芳及部分党员、入党积极分子一行30余人参加了此次主题党日活动。

在冀热察挺进军司令部旧址，同志们参观了陈列馆的各种革命文物。陈列馆用

大量的实物、视频和历史图片资料表现了我党领导下的冀热察挺进军，在老一代共和国将领萧克将军的带领下，充分发动群众，开展抗日武装斗争，建立平西抗日根据地，打击日本侵略者的生动历史画卷。一幅幅照片、一件件文物，在追忆先烈英雄事迹的同时，让同志们身临其境地感受着革命战争年代老一辈革命家为中国解放事业抛头颅、洒热血的崇高革命情怀，更加敬佩革命先辈不怕牺牲英勇抗敌的不屈精神，更加珍惜现在幸福生活的来之不易。



在冀热察挺进军司令部旧址，党支部书记江芳同志为大家带来了一场《百年信托变迁史》的专题党课。江芳同志从1913年日本人在大连设立大连取引所信托株式会社讲起，详细介绍了中国信托的百年沧桑历程。江芳同志指出，信托在中国的实践史始终是与民族的命运、民族的兴衰以及国民经济的发展紧密相连。没有改革开放，中国信托业就不可能焕发应有的活力，没有党的坚强领导，中国信托业就不可能发展成为中国第二大金融子行业。回顾历史是为了更好的指导现实，大家纷纷表示这一代信托人是幸运的，正处在信托业发展最好的时代，作为党员干部更应当珍惜当前的从业环境，把握机会增强信心，为公司业务转型做出自己的贡献。

参观完冀热察挺进军司令部旧址后，一行人又前往抗日模范村——爨底下村进行参观。爨底下村不仅是中国历史文化名村，更是著名的抗日模范村，在长达八年的民族解放战争中，爨底下村民在党的领导下，团结抗日，浴血奋战，有70多名优秀儿女分赴全国各地抗日战场。其中有22名烈士牺牲在抗日战争的最前沿，有10多名在抗日战场上负伤致

残或积劳成残，也有12名成为地师级领导干部。爨底下村民为中华民族的解放事业立下了不朽的功勋。爨底下村这种不屈不挠的革命意志和勇于抗争的大无畏精神，深深感染了我们每一个人。

国投泰康信托走进山区，结合支部党建活动开展“建党+业务”为模式的“金融知识进万家，争做理性投资者，争做金融好网民”为主题的金融知识宣传活动，在门头沟爨底下村进行了宣传，通过发放宣传材料，面对面讲解等方式向周边山区居民介绍金融知识，提醒广大居民警惕高利诱惑，远离非法集资，防范电信网络诈骗等，居民热烈参与，取得了良好的宣传普及效果。

通过本次主题党日活动，大家重温了中国共产党不畏艰险、自强不息的光辉历史和光荣传统，学习了革命前辈保家卫国、誓死如归的革命精神，表达了对革命先烈的深情缅怀，进一步增强了党支部的凝聚力。大家纷纷表示，要以革命先烈为楷模，不忘初心，牢记使命，扎扎实实地做好本职工作，为信托行业的发展做出更大的贡献。

公司第五党支部联合悦达集团机关第二党支部开展结对共建交流活动

缅怀革命先烈，弘扬革命精神，牢记使命担当。2020年9月24日，国投泰康信托第五党支部前往江苏盐城，联合悦达集团机关第二党支部开展结对共建交流活动。公司第五支部书记、副总经理包恋群，五支部全体党员、积极分子；悦达资本党委副书记、副董事长温松茂，悦达集团机关第二党支部书记、悦达集团总裁办公室主任肖斌及第二党支部相关党员参加了活动。

双方围绕党建工作、业务经营与发展进行了深入交流，并在会后举行了赠书仪式和参观新四军革命遗址活动。

交流会伊始，悦达资本温松茂对公司第五党支部的到来表示热烈欢迎，肖斌介绍了悦达集团机关第二党支部的基本情况 & 特色党建活动。公司第五支部书记包恋群对悦达集团机关第二党支部对联建提议的积极响应表示感谢，并介绍了第五支部的基本情况和日常党建工作，副书记牛旭亮介绍了公司党总支和第五支部2020年以来的特色党建活动，重点介绍了“结对帮扶”捐赠活动、“七一”党史专家专题党课活动、第五支部“助力抗疫第一线”等活动。

通过交流发现，双方都非常重视党建工作，既注重加强支部的基础建设，又重视创新开展特色党建活动，特别是在抗击新冠肺炎疫情过程中，充分发挥了党员先

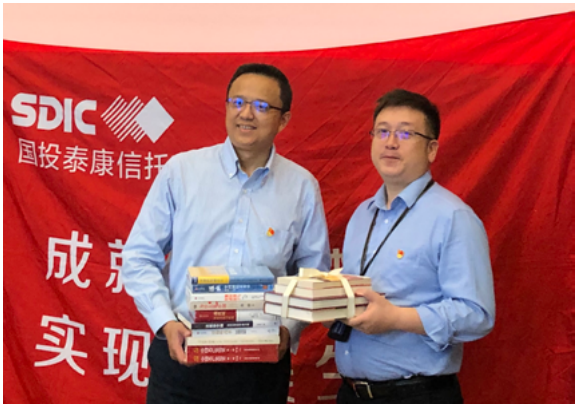


锋模范作用和党组织战斗堡垒作用。与此同时，双方对党建与公司经营管理工作越来越紧密的趋势形成共识，并就如何破解支部党建工作的局限性，促进党建工作与业务经营深度融合进行了充分交流，双方对这种“走出去”联学联建的方式给予了高度认可。

会上，双方还就公司经营发展与业务合作进行了研讨。温松茂同志介绍了悦达集团的整体情况，重点介绍了悦达集团发展史，公司“同喜悦、共发达”的企业文化、“为盐城培产业，为悦达谋未来”的新使命，以及逐步形成汽车及智能制造、能源、健康的“一体两翼，金融科技助力”的产业新格局。包恋群同志表示，在复杂多变的经济形势下，国投泰康信托正在积极谋求业务转型，当前公司围绕着金融服务实体经济的定位和思考正在研究制定“十四五”规划。未来，公司将在标品债券业务、家族信托、资产证券化、证券服务、股权投资等方面，进行积极布局 and 探索。随后，双方就业务合作的可能性进行了热烈的探讨。

业务交流结束后，双方举行了赠书仪式。悦达集团机关第二党支部向公司第五党支部赠送了《指点江山——胡友林风云录》、《发展是硬道理——胡友林经济工作文集》、《盐城图志》、《盐城简史》等书籍。公司第五党支部向悦达方面赠送了《中国共产党历史》、《习近平用典》、《为什么是中国》、《溢出——中国制造未来史》、《结构性改革》、《金融供给侧改革》等书籍。

联建活动的最后，两个支部一起参观了新四军纪念馆和新四军重建军部旧址。光荣的革命圣地，承载着深厚的历史烟云，传递着浓烈的爱国情怀。通过参观学习，大家不仅重温了新四军诞生和发展的历程，了解了先驱们为中国革命无私奋斗的光辉事迹，更深刻理解了新四军的“铁军精神”，提升了党性修养。



本次与悦达集团的共建交流活动取得了圆满成功。双方通过座谈交流、参观爱国主义教育示范基地，既学习了产融结合的先进经验，又缅怀了革命先烈，感受了先辈们的不畏牺牲，无私奉献的革命精神。大家纷纷表示，会将本次活动汲取的精神力量运用到今后的工作和生活中，继承和弘扬先辈的优良传统，坚持和发扬艰苦奋斗的工作作风，充分发挥共产党员先锋模范作用，为打赢复工复产攻坚战贡献力量！



公司举办2020年度全员拓展培训

2020年9月5日，国投泰康信托在京举行2020年度全员拓展培训。本次培训以“勇者出击，唱响未来”为主题，公司高中级管理人员及员工180余人参加了此次培训。

此次培训共分为两个部分：勇士挑战赛和共创华彩乐章。勇士挑战赛重在竞争、突破和小组合作，共创华彩乐章注重欢乐、创意和团队协同。

勇士挑战赛

在勇士挑战赛阶段，参训员工们被随机分成12个小组参加暗黑大地、亡者宫殿、横跨黑木崖、魔多之网、怒跃铁丘陵、寒炽弗罗德、禁忌之谷和勇者领地共计8个场地障碍项目。每个障碍挑战项目，既有个人体能的比拼，也有小组协作的较量。每个小组根据项目完成时间进行小组积分，最后按小组总积分高低进行排名。在比赛中，各组组员不断克服困难，迎难而上，实



勇士挑战赛精彩剪影



勇士挑战赛冠军组



勇士挑战赛亚军组



勇士挑战赛季军组

现自我与团队突破，成功完成了一个个挑战项目，充分展现了勇于挑战和团结拼搏的精神。通过这场勇士挑战赛，跨部门搭建新老员工交流互动的平台，拉近了彼此的距离，增进了相互间的感情，传承了企业文化，提升了团队凝聚力。

共创华彩乐章

在共创华彩乐章环节中，以《歌唱祖国》为曲目，参训的170余人被分为四个声部，经过排兵布阵、沙场点兵、动感节拍和战鼓雄风等环节，最后共同高质量地合奏出一首震撼而动人的鼓乐。在该活动中，全员携手共进，步调一致，充分展现了团队齐心合力、共创辉煌的景象。

全员共同完成《歌唱祖国》鼓乐

本次培训融合竞技、拼搏、欢乐和合作等元素，促进了员工之间的了解，加强了彼此间的信任，增强了团队凝聚力。正如此次培训主题“勇者出击，唱响未来”所蕴意的，在2020年这个特殊年份，希望我们全体国投泰康信托人坚定信念，不畏艰难，勇往直前，为公司成为卓越的资产管理机构和值得托付的财富管理人而共同奋斗！





“只争朝夕，不负韶华。”
国投劳动模范 陈仁龙

爱“较真”的国投金融人 记“国投劳动模范”、国投泰康信托资产运营总部总经理陈仁龙

文/综合管理部 沈舒榕

未见其人，先闻其声。作为国投泰康信托资产运营总部的总经理，和一个在国投系工作了十一年的老员工，陈仁龙身上却没有一点领导架子，见到谁都是乐呵呵的。私下里大家都亲切地喊他一声——“龙哥”。

“龙哥”非常平易近人，说话的时候眼睛里总流露着笑意，让人不自觉地就放下了拘谨，跟着轻松了起来。但别看“龙哥”与人相处这么随和，工作起来可透着一股“较真”的劲儿。

“较真”是对微小细节的不放过

2009年，陈仁龙入职国投泰康信托计划财务部，会计出身的他，身上有着长期和数字打交道的细致和严谨。

这种细致体现在发现问题上。刚工作不久，陈仁龙就敏锐地察觉到，无论是从核算维度还是自动化水平来看，公司正在使用的财务系统已经显现出落后的迹象，越来越不能满足公司的财务管理需求。发现问题后，他没有急于向领导汇报，而是重新严谨地评估了系统状况，才向公司领导提出更换财务系统的建议。他充分有力的论证得到了领导的认可和支持，并最终采纳了他的建议。

这种细致体现在解决问题上。要更换财务系统就不可避免地面临着数据切换的工作。为了保证新系统上线后能够顺利启用，陈仁龙一头扎进了公司的会计档案室。面对堆积如山的会计档案，他拿出了愚公移山的精神，一本本地翻阅凭证，一页页地查看附件。小小的空间，密闭的场所，有时候陈仁龙在会计档案室一呆就是一整天，终于赶在系统上线前将公司历年的财务科目明细数据进行了全面整理和复核，为系统切换提供了准确的数据底稿。

这种细致还体现在日常看似不起眼的小事上。在归档财

务凭证时，他发现记账凭证的大小和附件A4纸的规格不一样，极大地影响了归档材料的美观度和查阅的方便性。经过一番琢磨和反复试验，他找到了附件A4纸的最佳折叠方法，让折叠后的财务凭证不仅看起来美观，查阅时也更加方便。一次外部审计时，审计人员在查阅公司的财务档案时注意到了这个小细节，对陈仁龙和公司的财务管理给予了高度评价和认可，“从凭证折叠这样的小细节就能反映出贵公司在财务基础管理工作中做得非常扎实”。



陈仁龙（左一）耐心地为业务部门同事解决问题

“较真”是对原则性问题的不妥协

2016年8月，陈仁龙已经是一个有着7年司龄的信托老员工了。因为一贯踏实严谨的工作作风，他作为国投泰康信托股东方的管理人员，被委派到新成立的子公司国投万和担任财务总监和董事会秘书。国投万和是一家市场化程度较高的企业，其工作理念和企业文化氛围与国投泰康信托大相径庭，这种文化上的差异给刚到国投万和工作的陈仁龙带来了不小的挑战。

费用报销在财务工作中是再平常不过的一件事。一天，公司的一位业务部门同事气冲冲地拿着报销凭据来到陈仁龙的工位，不分青红皂白地就冲他嚷嚷起来：“咱们公司还是不是市场化的公司了？就发票报销这么一件小事，为什么就不能通融一下！”虽然这突如其来的质问让陈仁龙一头雾水，但他还是马上反应过来发生了什么情况，并迅速地向负责报销的财务同事了解情况。原来是这位业务部门同事开具的发票不规范，负责报销工作的财务同事按照规定没有给予

报销。

在了解了事情的前因后果后，陈仁龙没有因对方的“无理”而生气，也没有因对方的“蛮横”就妥协。相反，他耐心地同来访者解释：“越是市场化的公司，越要规范地开展财务工作，财务规范是一个金融公司必须遵守的底线和原则。”最终，陈仁龙极具说服力的言辞和悉心诚恳的态度赢得了对方的理解和尊重。

合抱之木，生于毫末，九层之台，起于累土。在陈仁龙的长期坚持和不懈努力下，国投万和最终建立起了全面系统、科学严谨的财务管理体系，员工也逐渐形成了自觉的合规意识。正是靠着这份对原则性问题不妥协的“较真”劲，陈仁龙出色地完成了外派任务。

“较真”是对困难和挑战的不低头

从快速扩张的“狩猎时代”转入精耕自作的“农耕时代”，2020年对信托行业来说，是重要的风险防范年，也是关键的业务转型年。在这个关键的窗口期，国投泰康信托能否快速搭建起符合标准化业务要求的运营体系，快速实现集约化运营，决定了在未来的行业竞争中能否占据有利位置。于是，外派回来没多久的陈仁龙，又承担起了国投泰康信托“大运营体系建设”的重任。

“作为公司的中台运营人员，这项任务是我们的职责所在。面对挑战，我们必须把责任和担当挺在前面，既要有危机感，更要有使命感！”作为资产运营总部的负责人，他在大运营体系建设工作的动员会上对部门员工说到。这是他对部门团队的期望，更是对自己的要求。

从部门职责的优化拓展，到运营环节的管理提升，行业内没有完全的成功经验可复制，一切都要“摸着石头过河”。大运营体系建设充满了困难和挑战。

世上无难事，只怕有心人，陈仁龙又开始“较真”了。一方面，他尽量从多方面多渠道了解行业内其他信托公司的做法，力争知彼；另一方面，积极听取公司内部各个条线同事的意见建议，力争知己。他说，只有知己知彼，才能尽可能周全地考虑问题，才能确保最后

的实施方案是科学有效的，是能推进落地的。

敲定实施方案只是一个开始，在实施落地过程中遇到的困难和挑战还远不止如此。陈仁龙知道，想要实现大运营体系建设的预期目标，还有很长的一段路要走。从人员配备到流程调整，再到系统建设，每一项工作都面临着更加具体和实际的困难。



陈仁龙（左一）与同事们共同探讨业务数据规范

针对业务数据质量管理的“老大难”问题，他提出了调整流程，安排专人专岗对数据口径进行归口规范和实质审核；面对证券业务创新过程中的估值系统困难，他连续加班加点和同事们一起讨论模块优化方案……各式各样的困难和挑战当前，他没有退缩，而是积极地寻找解决问题的办法。

功夫不负有心人，在陈仁龙的带领下，资产运营总部在2020年上半年实现了部门职责优化，由原来以信托财务为主的相对单一职责向证券托管、数据管理、项目运行、证券交易、信托财务等五大职责的大运营体系转变，极大地提升了信托业务的运行质量和效率。

较“真理”之真，较“真相”之真，较“真诚”之真。作为一个会计出身的国投金融人，多年来，陈仁龙始终有着自己的坚持和原则。他说：“事业，就需要用青春和理想去追求；追求，就必然付出艰辛与汗水。”十年，他用一颗“较真”的心，一股“较真”的劲儿，从一个血气方刚、壮志满怀的青年成长为了如今成熟稳重、独当一面的部门经理，不仅实现了个人成长，也推动着国投金融事业的发展和壮大。

公司开展金融知识走校园进山区活动



为持续做好金融消费者教育和金融知识普及工作，切实履行信托公司社会责任，国投泰康信托积极响应“金融知识普及月金融知识进万家 争做理性投资者 争做金融好网民”活动，积极深入农村、校园开展金融知识普及，此次走进北京市石景山区华奥学校及抗日模范村爨底下村，开展“金融知识走校园进山区”宣讲活动。

9月23日下午，聚焦“金融知识走校园”活动的“金融课堂”在北京市石景山区华奥学校（打工子弟学校）三年级2班开讲。国投泰康信托宣讲员从“少儿财商教育视角”，为在场的40名师生讲解了货币发展史、货币流通方式、如何辨别假币、防范诈骗手段以及养成良好理财习惯等知识，并播放自主制作并录制的视频动画《货币小知识》、《识别和防范金融诈骗》，青少年财商教育课《金融知识教你做理财小行家》，为小同学们现场传授财富与梦想主题教育课。课堂气氛热烈、互动频繁，学生们争先恐后举手回答问题，起到了良好的金融启蒙教育作用，加深了师生





们对金融知识及理性金融消费的理解。宣讲员们还向大家发放了适用于青少年阅读的系列金融知识手册《小狐狸豆豆》、《兵兵避险记》、防骗系列手册等教材，供大家阅读学习。

“金融知识进山区”方面，为落实党建责任带动扶贫工作做到实处，9月19日公司结合支部党建活动开展“建党+业务”为模式的金融知识宣传活动，在门头沟爨底下村进行了宣传，通过发放宣传材料、面对面讲解等方式向周边山区居民介绍金融知识，提醒广大居民警惕高利诱惑，远离非法集资，防范电信网络诈骗等，居民热烈参与，取得了良好的宣传普及效果。

九月的宣教活动积极深入校园、山区等地区开展金融知识普及，重点针对农村人口、贫困人口等人群开展适宜普惠的金融知识教育宣传，受到了全校师生和当地居民的一致好评，充分展现了国投泰康信托央企责任，以行动聚焦、以教育发力，为促进经济、社会与环境的可持续发展不断前进。



公司参加集团“安信证券杯”首届乒乓球赛北京赛区预赛

8月27日，“安信证券杯”首届乒乓球赛北京赛区预赛在金融大厦7层正式开幕。集团党组成员、副总裁李程·旦增尼玛出席比赛开幕式，并致辞。

公司工会同国投资本工会开展合作，共同组建“爱乒才会赢”团队参加此次比赛活动。比赛共举办2天，分为单打比赛与团体比赛，在比赛中，各位选手敢闯、敢拼，依靠精湛的技术、稳定的发挥，展现出

积极向上的精神风貌。最终，迟浩原获男子单打第5名，王岩止步大赛16强。

在此次比赛中，大家奋勇拼搏、相互配合，赛出了风格、赛出了水平。未来，公司工会将进一步做好服务职工工作，进一步满足职工需求，为构建良好的工作氛围做出更大贡献！



公司举办9月员工生日会

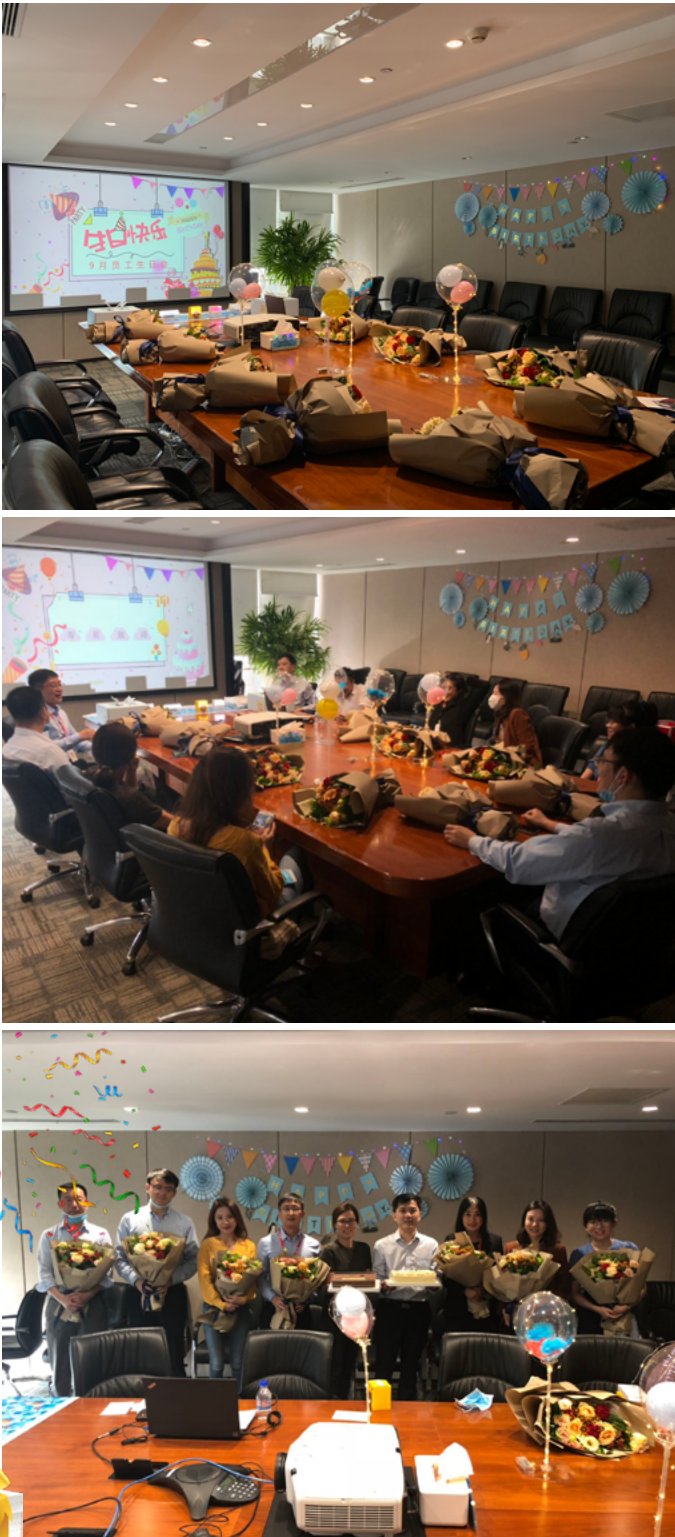
九月，带着秋的内敛、蕴着秋的端庄，九月，携着秋成熟、含着秋向往，抒写着国投泰康信托的情怀。在这个旺盛而绚丽的时节里，国投泰康信托的九月份生日会开始了。

2020年9月29日下午3点30分左右，会议室里布满了温馨的装扮和美丽的鲜花，为此次生日会添加了浓重的生日气氛，伴随着生日祝福音乐的声音，寿星们走进了生日会场，公司领导李总作为九月生日会的特别嘉宾来到了本场生日会。

生日会开始后，李总首先发表致辞，并向各位寿星送上了美好的生日祝福。接着，在场的各位寿星开始做自我介绍并说出了自己的生日感言，大家畅所欲言，沉浸在温暖和快乐的环境中。然后，寿星们亲手接到李总写的生日祝福语贺卡。李总用充满诗意的句子表达了对寿星的深深的生日祝福，在场的寿星们对此感到非常的荣幸，脸上也洋溢出灿烂的笑容。最后，到了令大家非常激动的抽奖环节，抽奖的礼物由组织生日会的小伙伴们颁发给抽到奖品的寿星，大家既期待又激动，在这欢乐的生日会的氛围中，寿星们露出了灿烂的笑容。

最后，在李总的带领下，各位寿星许下生日愿望，分享了精心准备的生日蛋糕并用照片留住了这美好的一刻。

短暂的生日会，却承载了公司对每一位员工的诚挚关怀与美好祝愿，给予员工如家的温暖与关怀；简简单单的生日礼物，蕴含了公司对员工深刻的祝福；开心的笑脸，真诚的祝愿，感恩的话语，给在场的国投泰康信托人不同的感动，祝愿九月的寿星们生日快乐，幸福美满，工作顺利，家和万事兴！



达尔马提亚海岸线：时光梦旅

文/金融市场业务总部 刘晓旸



克罗地亚，一个遥远而陌生的国家。九十年代初曾频繁占领新闻版面的内战硝烟早已散去，这个国家最闪亮的名片或许是身披棋盘格战袍的足球队：2018年夏天一路闯入俄罗斯世界杯决赛。

克罗地亚位于巴尔干半岛西岸，与意大利隔海相望，因国土狭长而拥有绵长的海岸线。亚得里亚海沿岸区域，称为达尔马提亚，曾是罗马帝国和威尼斯共和国的疆域。达尔马提亚蜿蜒的海岸线，宛如陆地写给海洋的一封情书，美如梦境。沿着达尔马提亚海岸线的行程，不仅一路沐浴着充沛的日光，伴随着蔚蓝优美的海景，更串连起星罗棋布的海岛和珍珠般散落的大小古城，城内遍布历史遗迹，大量古罗马、中世纪的建筑保存至今，风貌犹存。此外更有美食与美酒、香醇的咖啡、相对低廉的物价、热情友好的当地居民，短短数天的行程，如同做了一个穿越时空的梦，妙不可言。

杜布罗夫尼克：时空幻境

杜布罗夫尼克，这座名字拗口的古城美得不真实。如果可以的话，不妨登上城外的制高点俯瞰全城，整座城市被城墙环抱，矗立于危崖之上，远远望去精致得像一件艺术品，又像从碧蓝大海中浮出水面的一座仙山。

登城墙也是不错的选择，可以绕行整整一周俯瞰古城，远眺大海，近距离接触漂亮的红屋顶和走在街道上看不到的城市天际线，黄昏时落日会给全城的建筑都镀上一层暖黄的光，景色绝美，令人过目难忘。



我们大约下午5点登上的城墙，全部看完需要1个多小时的时间。门票100库纳/人，其实本来的价格应该是更高的，但我们在这一天早上参加了『权力的游戏』徒步团，其中包含了Lovrjenac Fort的门票，把当时的票根拿给售票大叔看，票价就去掉了这个城堡的部分。

如果不是早晨或傍晚来，会比较热，城墙上没什么遮挡，要小心防晒。城墙上一圈倒是也有几家卖饮料的，不必太担心口渴的问题。

热播剧集《权力的游戏》在此取景拍摄，吸引了大量络绎不绝慕名而来的游客，我也未能免俗，对这座城市的第一印象来自剧中的“君临城”。

剧集的热播带来了太多游客，也催生了颇为独特的打卡式旅行体验：在每个取景的地点都有导游手持剧照指导游客摆出同款姿势拍照，人多的时候甚至要排队，这令整个古城看起来像是一座巨大的摄影棚，古老的建筑如同搭建的布景，缺少了一些真实感。

或许只有当你早起或者晚归，于清晨或是深夜，游客蜂拥而至之前或是汹涌人潮散去之后，漫步于杜布罗夫尼克的老巷街头，才能享有片刻宁静，甚至有一瞬间生出错觉，以为自己是一个穿越者。广场、喷泉、宫殿、教堂、城门、石阶，岁月无情，却仿佛对杜布罗夫尼克格外留情，未在这座城市留下太多痕迹，今天看起来与几百年前似乎别无二致。

斯普利特-特罗吉尔-希贝尼克：一路向北

斯普利特，克罗地亚的第二大城市，达尔马提亚海岸线上的另一颗明珠。前往斯普利特旧城区的路荒凉得有些破败，路边的墙壁遍布涂鸦，看起来像是一个没落的工业城市，但只需转过一个街角，海边古城优美的天际线便出现在眼前。

戴克里先宫是斯普利特最重要的古建筑，建于公元三世纪，根据罗马皇帝戴克里先命名。



但早在公元七世纪，这位皇帝的陵墓就被改建成了天主教堂，十二世纪增建的教堂钟楼是斯普利特老城的制高点和城市标志。中庭西侧的朱庇特神庙门口甚至还保留着一座狮身人面像，这是戴克里先远征埃及带回的战利品。

戴克里先宫南面还保存了一部分遗址，如今只剩下断壁残垣，可见其原本的规模应该比现在宏大许多，但大部分在历史长河中坍塌倾颓，废弃的宫殿逐渐被改造成民居和商铺。新的建筑倚着古老宫殿的外墙修建，延展成灯红酒绿的城市街区。距离古城一步之遥的海港中，停泊着巨型游轮和私家游艇。这就是斯普利特，传统与现代在此碰撞又融合。

从斯普利特出发，沿着海岸线继续向北，很快就可以到达相距不远的另外两座历史古城特罗吉尔和希贝尼克，分布之密集犹如猎户座腰带上的三颗亮星。

特罗吉尔是个袖珍的小岛，东西和南北跨度都只有几百米，如果只是走马观花，不消半小时便可以游遍全城。特罗吉尔的中世纪古城奇迹般地保存完整，并且同时拥有威尼斯共和国的城堡、罗马式和哥特式的教堂，以及文艺复兴时期的建筑，堪称一件精致的艺术品。位于小岛东北的圣劳伦斯教堂钟楼是老城的制高点，登上塔顶，整座小岛尽收眼底：蜂蜜色的大理石建筑搭配红色屋顶，远处高大翠绿的棕榈树和碧蓝的大海构成了最佳背景。教堂的正门饰有繁复精美的浮雕，左右两侧的立柱上分别有一尊脚踩圣马可狮的亚当夏娃立像，具有鲜明的威尼斯特色。

希贝尼克的看点主要在于著名的圣詹姆斯大教堂，其兴建历时一百多年，因此融合了哥特式和文艺复兴式建筑的特征，十分独特。教堂外观呈现雅致的乳白色，造型比较简洁优美，但内部的石雕繁复到令人惊叹的程度，尤其是洗礼堂的穹顶，镂空的雕花仿佛有蕾丝一般轻盈的质感，天使看起来随时会摆动翅膀飞出窗外。



扎达尔: 向海而歌

扎达尔是达尔马提亚地区的首府。与斯普利特不同, 扎达尔的古与今是分明的。

扎达尔的老城坐落在狭长的半岛上, 周遭环绕着古城墙, 现代都市从两岸围观着自己的历史。罗马式的主城门“陆地之门”位于半岛与大陆的连结处, 城门上方, 长着翅膀的圣马可飞狮威严地俯视着进出的人流, 它是威尼斯共和国的标志, 已经看守了城门许多年, 无言地诉说着城市的历史。

正对城门的主街是扎达尔老城的主线, 而古罗马广场遗址则是主线上的重点, 这是亚得里亚海东岸最大的古罗马广场, 建于罗马帝国开国时期。广场上圆形拱顶的圣多纳图斯教堂建于公元9世纪, 造型古拙质朴, 并不十分美丽, 但因历史悠久的成为达尔马提亚地区最重要的教堂之一, 也是克罗地亚最大的前罗马式建筑。

在半岛的另一端, 朝向亚得里亚海的方向, 两件大型现代艺术装置“海风琴”和“向太阳致敬”则是这座古城的另一张名片。这个角落是扎达尔观赏日落的最佳位置, 每天夕阳西下时都有不少游人聚集于此。“海风琴”是一段伸入海中的大理石台阶, 台阶下面埋设空心管道, 利用管风琴的原理, 让大海的潮汐奏出音乐般优美低沉的声响。“向太阳致敬”则是一面直径达22米的圆形玻璃板, 使用太阳能发电, 每天日落后开始灯光和音乐表演。如果来扎达尔, 一定要在傍晚来半岛西端, 先坐在“海风琴”的石阶上, 一边听海浪的旋律, 一边看远方的落日缓缓沉入亚得里亚海, 日落后再伴随着灯光和音乐, 跟着人群一起跳舞, 度过一个海与歌交相辉映的夜晚。

离开扎达尔, 我们就此与克罗地亚美丽的海岸线告别。如果继续沿着海岸向西北去, 还有好几座各具特色的海滨小城, 波雷奇、罗维尼、普拉、里耶卡, 既有拜占庭风格的教堂壁画, 也有罗马时代的露天剧场, 当然更少不了美丽的小渔村。舍弃行程虽然心痛, 留几分念想却也不失美好, 江湖路虽远, 但来日方长, 有缘还会再见面。