



SDIC

公司概况

国投信托有限公司（简称国投信托）是经中国人民银行批准设立、中国银监会监管的非银行金融机构，国投集团旗下子公司，注册资本金12.048亿元人民币。公司致力于成为稳健卓越的专业资产管理和财富管理机构。

旗下成员

公司与全球著名的资产管理机构瑞银集团（UBS AG）合资组建了国投瑞银基金管理有限公司，国投信托持有国投瑞银51%的股权。



核心优势

★实力雄厚

公司隶属的国投集团是国务院批准设立的国家投资控股公司和中央直接管理的国有重要骨干企业之一，截至2013年末，资产总额3481亿元。

★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61%，超过63%的从业人员取得证券、（国际）注册会计师、期货从业、ACCA、AFP、PMP、注册黄金分析师、黄金投资分析师等在内的各类专业资质。

★业务广泛

主要开展固有财产投资、资产管理、财富管理等业务。信托产品类别有：股权投资信托、证券类信托、融资类信托、艺术品信托、房地产信托、公益信托、另类信托。

★持续领先

公司形成了稳健、规范、创新、进取的经营风格，多次荣获行业最具成长、最具发展潜力公司奖项。2013年底，公司总资产逾30亿元，管理的信托资产近2000亿元。

★回报丰厚

公司不断打造高信用级别的信托产品，为客户提供专业化、多元化、个性化的金融服务，在传统业务领域和另类投资等领域硕果颇丰。自2009年，为客户创造收益连续五年保持高速增长。2013年为客户创造收益逾100亿元。

刊头题字: 王会生

2015年1月 总第4期
双月 15日出版

主管 / 主办 Published by
国家开发投资公司
State Development & Investment Corporation
(SDIC)

出版单位 Created by
国投信托有限公司
SDIC Trust

出版人 Producer
钱蒙 Qian Meng

总编辑 Chief Editor
傅强 Fu Qiang

副总编辑 Deputy Chief Editor
李涛 Li Tao

编委会 Editorial committee
傅强 Fu Qiang
陆俊 Lu Jun
王彬 Wang Bing
张仲和 Zhang Zhong He
李涛 Li Tao

主编 Editor in Chief
李哲 Li Zhe

责任编辑 Editor in Charge
苏小宁 Su Xiao Ning
赵美筠 Zhao Mei Yu
冯文潇 Feng Wen Xiao

视觉总监 Creative Director
解谢 Xie Xie

总法律顾问 General Counsel
张仲和 Zhang Zhong He



北京市西城区西直门南小街147号 邮编100034
SDIC No.5 Building, No.147 Xizhimen Southern Small Street,
Xicheng District, Beijing
Postal code: 100034
电话TEL: (010) 66091902 传真FAX: (010) 88006622
E-mail: lizhe@sdic.com.cn

扬帆再起航

张仲和

“躲什么躲，那是去年的我”，2014年岁末，银监会主席助理杨家才引用胡适的一首诗，表达对信托业设立行业保障基金的兴奋。除了设立行业保障基金，2014年是信托业稳步发展的一年。这一年，信托业资产管理规模从11万亿元跨越至13万亿元；这一年，依然处在转型期的信托行业面临关键性转折；这一年，信托业的变局依旧，风险、管控、效益、变动频繁见诸报端。

“记得去年底，一些媒体唱衰信托，说什么中国金融即将崩溃，第一枪将从信托打响，说得昏天黑地，黑云压城，而今我们用事实回答了这一枪没有打响。”杨家才对信托全行业抵御风险能力给出了肯定。2015年已经到来，在新的一年里，信托行业能否“羊”眉吐气，顺势而为，激流勇进，还有很多工作要做。

以史为镜，可以知得失，可以知兴替。2014年的行业经历为2015的道路提供了经验。信托资产规模高企的背后是风险资产的累积叠加，银监会相关人士在2014年年中的一次内部会议中通报，行业总体上报的风险资产超过了700亿元，其中高风险资产超过500亿元。这一方面提示全行业要加强风险管控的能力，同时也对业务转型提出了急迫的要求。尤其是在风险爆点增多，外部经济大环境严峻的情形下，开辟信托蓝海，提升整个行业的利润增长能力是解决信托发展困境的关键。

2014年，信托行业在一些领域进行了有益的尝试，但是，往往新生事物总是伴随着风险。比如消费信托中的百发有戏、保险金信托、土地信托、家族信托等等，还有媒体一直关注的“信托100”等网站推出的低门槛信托，尽管其合法性已被否定，但金融行业的活力和创新力却毋庸置疑。我认为创新中的风险和折戟是必然会经历的，创新不是一剂万能药，但是没有创新是必死无疑。对创新风险的承担和宽容是必要的，否则没有办法去进步。

规模增速回落也是2014年行业一大特征，这是一个好事。如果一个人整天持续在“高烧”状态，身体机能必然会受到损伤；如果一段感情持续在“白热”阶段，迎接来的必然是下一个阶段的冰凉如铁。趁着增速回落的这个时期，正好可以好好反思行业发展方向和提升能力的手段。将信托行业与其他金融行业的优势与劣势梳理清楚，如何进行跨界合作；如何固守本源的情况下开拓；如何在大资管时代下，发挥信托保值增值财富的功能；如何打造一支穿着正规服装，由正规思想武装起来的正规军。

时不我待，往者不可追。祝愿2015年，信托业整装待发，扬帆再起航。

2015年，信托行业能否“羊”眉吐气，顺势而为，激流勇进，还有很多工作要做。





12 | COVER STORY 封面故事 提升资产管理能力 是信托公司立足之本

从未来的发展空间和信托公司的实际情况来看, 资产管理业务应该成为信托公司未来生存和发展的重点。

30 | INVEST 投资 政府与社会资本合作 (PPP)概念与案例

在欧美, PPP已经有一百多年的发展历史, 且制度环境也较为完善, 中国由于有着国企占主导的国情, PPP需要与国情相适应。

- 1 / 企业文化
- 2 / 版权
- 3 / 卷首
- 4 / Contents/ 目录
- 5 / New Express
- 6 / Contents/ 目录
- 7 / View/ 观点
- 8 / Vision/ 视觉
- 18 / 中央经济工作会议“通俗易懂版”解读



1 13万亿
中国信托业协会发布数据显示, 截至三季度末, 信托业管理的信托资产规模为12.95万亿元, 较去年末增长18.7%; 较今年二季度末环比增长3.77%。统计数据显示, 截至三季度末, 信托业累计实现经营收入608.60亿元, 与去年前三季度的539.39亿元相比, 同比增长12.83%。今年前三季度, 信托业累计实现利润总额434.43亿元, 比去年前三季度的389.84亿元同比增长11.44%。

2 1000元
国内新锐P2P平台雪山贷上线推出全新金融创新产品——信托团购, 由此成为国内P2P平台中首个推出信托产品的平台。据悉, 这款理财产品直接把投资者购买信托产品的门槛从100万元降到了1000元, 将使更广的投资者有机会享受到信托产品带来的高收益、低风险的超值投资体验。

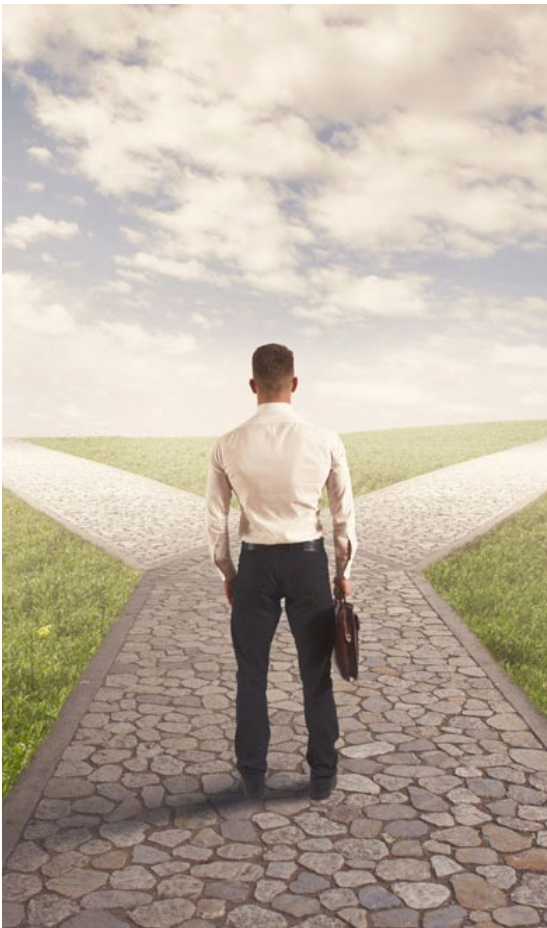
3 2.75%
2014年11月21日晚, 央行宣布自2014年11月22日起下调金融机构人民币贷款和存款基准利率。金融机构一年期贷款基准利率下调0.4个百分点至5.6%; 一年期存款基准利率下调0.25个百分点至2.75%, 同时将金融机构存款利率浮动区间的上限由存款基准利率的1.1倍调整为1.2倍。专家指出新一轮降息通道或已打开, 中国当前的经济已经进入降息时代。

4 12·12
中国银监会12日表示, 为建立信托行业市场化

风险处置机制, 保护信托当事人合法权益, 银监会与财政部共同制订《信托业保障基金管理办法》。目前保障基金现行认购标准为三种方式, 明确规定了只有当信托公司出现了资不抵债、进入破产程序、被责令关闭、资金周转困难和需要使用保障基金的其他情形这五种情况才可以进行救助。

5 No.one
12月17日, 国投信托北京首个梦想中心揭牌仪式在北京师范大学昌平附属学校简朴举行。国投信托•仁爱壹号•员工爱心信托捐助的梦想中心项目在京落地, 标志着在企业、学校、基金会三方合作下, 国投信托爱心公益项目再下一城, 掀开了新的一页。国投信托总经理傅强, 昌平区教委副主任苏俊山, 北京师范大学昌平附属学校执行校长范亚平, 北京师范大学国内合作办公室副主任罗丽共同为梦想中心揭牌。

6 第一名
12月18日, 由国家开发投资公司党群工作部选送的国投信托微电影《梦的色彩》, 在全国总工会宣传教育部与国务院国资委新闻中心联合举办的“中国梦•劳动美•幸福路”全国微电影大赛上, 经过层层选拔, 在690余部作品中脱颖而出, 荣获故事片最佳创意金奖第一名。全国总工会党组书记李玉赋为国家开发投资公司颁奖, 公司党群工作部负责人代表公司领奖。12月19日央视新闻频道《整点新闻》对本届大赛颁奖典礼及获奖单位进行了播报。优秀获奖作品将在央视等主流媒体上进行宣传及展播。



22 / 趋势

“八项责任”打造信托业“正规军”

去年,中国银监会提出“八项机制”建设,重塑了行业形象。今年提出“八项责任”,树立信托业“正规军”的思想。

24 / 广场协议: 索罗斯的催化剂

索罗斯将罗伯特·特里芬著名的“特里芬难题”发挥到极致,攻击英镑,并数次推动金融市场中的“历史性事件”的精彩之作。

20 / 2014信托业10大关键词

27 / 2014年11月–12月中国信托市场报告

36 / 新常态下的证券投资机会

40 / 四招挑选工商企业类信托

42 / 泛资管时代下信托的跨界突围

44 / 黄蓉怎么会爱上郭靖的?



FOF主动管理创新型投资产品

FOF产品,即基金中的基金,英文是Fund of Funds,指成立一支母基金专门投资于各类基金的产品模式。FOF产品运作的实质就是投资标的为证券类私募产品的资产配置过程。开展FOF产品业务,旨在通过数据挖掘和投资研究,为客户和证券市场参与者提供具有稳定收益和较低风险水平的创新型投资品种和更为全面完善的资产管理服务。

目前主要的操作模式为,成立信托计划,根据相关指标优越投资于证券市场的信托产品(即阳光私募基金),进行组合投资构建;并在组合管理过程中,实时跟踪与测评,并作动态调整。

——信托问答

俄罗斯卢布大跌

12月15日俄罗斯卢布当日暴跌20%。俄罗斯央行宣布紧急加息650个基点。俄罗斯超过一半的财政收入来自油气出口,而国际原油价格自2014年6月到达高点后已经暴跌近50%。今年以来,俄罗斯卢布兑美元汇率已大跌约50%。卢布暴跌引发银行挤兑,俄罗斯人纷纷去银行兑换外币和抢购商品。

除非西方的制裁解除、原油价格回升,否则俄罗斯明年的经济状况还会更加恶化。当然,市场最大的担忧还是卢布的暴跌是否会引发类似1998年那样的金融危机,即资本从新兴市场外逃。

——《第一财经周刊·2014 年十大商业新闻》

A股再次狂热

11月21日晚,中国人民银行宣布降息,这是央行时隔两年半以来首次调降基准利率。此后20个

交易日,上证指数累计上涨了25%。并在时隔三年半重新超过3000点。

这次大涨和实体经济没有太直接的关联。第三季度中国经济增速处在5年来的最低水平,而今年债务总量占GDP的比率已经达到200%的警戒线水平。政府明显推动了这次股市的上涨。除了降息,政府还推出了沪港通、“一带一路”和降低融资业务门槛等利好举措。但散户的过渡活跃增加了A股的投机风险。

——《第一财经周刊·2014 年十大商业新闻》

海外买楼

普华永道数据显示,今年前三季度中国企业海外并购市场继续活跃,交易总数为176宗,较去年同期上升31%,创历史新高。继中国富人海外置业后,中企大规模海外买楼。著名收购包括万达以2.65亿欧元购买了马德里市中心的地标性建筑西班牙大厦,以及安邦以20亿美元购买纽约华尔道夫酒店。中国进军海外一定程度上让人想起了日本在上世纪80年代的疯狂采购。不同之处在于,日本投资目的在于短期获利,而中国的买家倾向于多元化、全球化运营。

——《三联生活周刊》

订阅号文章无分享,难存活

根据微信官方披露的数据,腾讯科技企鹅智库总结出订阅号文章分享的几个特点:不能完全依赖用户从订阅号里找内容阅读,而要生产更多用户愿意分享和转发出去的优质内容;用户阅读量呈现两极分化趋势,这意味着文章分享的马太效应;吸引用户订阅一个账号的难度越来越大。



01/

01/
王艳摄影作品/拜罗伊特
沿着彩色房子的石板路走到尽头，就是拜罗伊特的圣诞集市。这座因瓦格纳而闻名的音乐小城在圣诞前夕安静而迷人，沿着圣诞灯光的指引，高低错落的小房子像音符一样在路面起伏跳跃，奏出一曲圣诞颂歌。



01/ 03/
02/ 04/

01/
王艳摄影作品/纽伦堡圣诞集市
纽伦堡圣诞集市的历史也不输德累斯顿，始办于1628年。纽伦堡市民每年都会票选出最甜美的女孩作为圣婴天使开启圣诞集市。照片中古老的圣母教堂前搭起的平台上，圣婴天使会带来的祝福及派发明信片，夜幕降临，唱诗班的小朋友们登台献唱，整个集市广场飘荡着不食人间烟火的天籁歌声，抬头望向塔顶，一对对恋人们在塔楼上相拥，而钟楼的机械钟每逢十二点钟都会有小人出来转圈。这样奇妙的圣诞夜一定要到纽伦堡感受一番才行。

02/
王艳摄影作品/法兰克福
姜饼小人、手工艺品、热红酒、烤香肠、旋转木马，这些圣诞集市的传统主题在法兰克福都可以找到，2014年更是将一棵高达30米的圣诞树带到了集市广场。夜色中旋转木马彩灯映衬着一张张旋转的笑脸，一曲结束，周围等候的孩子们就会蜂拥而上进入下一轮的旋转。这个圣诞夜就这样欢快旋转到飞起来。
03/ 04/
王艳摄影作品/慕尼黑圣诞集市
为了俯拍整个玛利亚广场的圣诞集市，爬了294级旋转台阶登上了圣彼得教堂塔楼，在狂风中拍下了壮丽的哥特式建筑——慕尼黑新市政厅。在新市政厅和巨大圣诞树的衬托下，集市上的人群都变成了微缩人偶，在一排排绿顶圣诞小屋间缓缓移动。



提升资产管理能力 是信托公司立足之本

从未来的发展空间和信托公司的实际情况来看，资产管理业务应该成为信托公司未来生存和发展的重点。

文 | 李涛



过去几年，信托行业快速发展，管理资产规模每年保持50%以上的增长，目前已经超过十万亿，成为金融行业中仅次于银行的第二大资产管理机构。但从内部结构来看，信托公司管理资产中大部分是单一的通道类业务，受监管政策影响很大。特别是去年以来，证券公司、基金子公司、保险公司等行业也相继获得更多业务资格，在资产管理方面，金融混业的局面已经基本形成。信托公司的制度红利不复存在，行业发展面临严峻挑战，从今年行业数据来看，信托资产的规模增速和收入增速大幅趋缓，下一步如何发展，成为行业内每家公司都在探索的问题。资产管理、投资银行、事务管理等业务成为业内很多公司的主要开拓方向，从未来的发展空间和信托公司的实际情况来看，资产管理业务应该成为信托公司未来生存和发展的重点。

一、资产管理业务有广阔的发展空间

资产管理业务是对资产进行管理处置，通过投资使资产保值增值的行为。在经济发展水平相对较低的时期，社会财富较低，单独的家庭、个人可以对自己的资产进行简单保管，但随着经济的发展和财富的积累，金融市场服务成为资源配置的主要手段，社会信息出现爆炸式增长。这种情况下，金融机构发挥其在信息收集和处理分析方面的专业能力，在资产管理方面利用专业手段进行债权性投资、股票投资、风险投资、实物投资等，在控制风险的情况下实现资产收益最大化。

从国外经济和社会的发展来看，在社会经济从发展中国家向发达国家过渡的过程中，居民的金融服务需求有一个大幅提升的阶段，而我们正处于这个阶段。得益于中国经济发展和社会财富

的积累，国内资产管理业务在过去几年得到快速发展，到2012年底，信托、银行、保险、基金等行业管理的资产规模达到27万亿以上。而从国外发达国家经济社会的发展来看，资产管理业务在未来还有非常广阔的发展空间，有专家预计，中国的资产管理市场规模至少应该在100万亿以上。

但从目前国内资产管理业务的实际情况来看，整体还处于比较基础的阶段，资产管理能力需要提升。从产品体系来看，目前的产品比较简单雷同，不能满足丰富的投资需求。特别是过去几年，由于国内金融业务实行分业经营，各个金融机构主要围绕自己的行业进行业务设计与开发，如银行侧重于货币市场，证券公司和基金公司侧重于证券市场等，造成产品品种的单一和产品结构简单。而信托公司正是发挥了综合经营的优势，在证券类、融资类等业务方面均有所开展，带来业务

规模的快速增长。但信托公司作为金融机构，仍受限于金融市场的整体发展水平，所提供的产品还是相对简单，如过去几年支撑信托公司发展的主要为预期收益固定的融资类项目，在资本市场低迷的情况下保障了投资人一定的收益水平，但各家公司产品设计和资金运用方式几乎一致，产品具有非常强的趋同性。

二、信托公司开展资产管理业务具有相对优势

资产管理不是一项单纯的业务种类，而是综合金融机构各种业务资源，为客户提供增值服务的手段，需要管理机构能够提供综合性、灵活性的专业服务。而信托公司具有这种特性，信托业务起源于财产管理和财产转移，具有灵活性和弹性；而信托的综合性主要体现在实现其管理信托财产的过程中，由于设立方式的多样性、信托财产

的多元化、信托目的的灵活性、信托收益权组合多样性等特征,无论是投资范围,还是资金运用方式上,均具有优势。

过去十年,信托公司借助于综合性和灵活性的特性,为国内资产管理行业做了成功的探索。在证券类信托、债权类信托等方面创新设计了不同的金融产品,也为投资人创造了较好的收益,国内资产管理行业得到蓬勃发展。信托公司在资产管理业务方面的成功开拓,也为监管机构的管理提供了新的思路,去年以来,证券、保险、基金、期货等监管政策相继调整,在资管领域从原来的分业经营逐步向混业经营过渡。这种政策调整为信托公司的发展带来激烈竞争,但从大的资产管理发展来看,有利于业务的创新和发展。

相对于其他金融机构,信托公司具有人员数量少、业务网点少等不利因素,业务渠道难以直接面对市场,但也具有自身优势。一是过去这些年的业务开展,积累了较好的业务资源,与各个金融机构、产业公司等形成了良好的关系;二是业务模式比较成熟,培养了一批高素质的专业人才,风险管控和措施手段良好;三是信托行业的发展积累了一批高净值客户,这是未来发展的基础。

因此,未来的资产管理业务虽然面临激烈竞争,信托公司凭借积累的丰厚资源,应发挥自身优势,提升管理水平。

三、提升资产管理能力是信托公司立足之本

随着大资管时代的到来,信托公司的牌照红利已经结束,在激烈的资产管理业务中要想获得更多的收益,最终取决于各公司资产管理能力的水平。资产管理的目的是实现资产的保值增值,因此,对市场的分析研判、项目的选择管理、产品的结构设计等都要体现出专业的能力水平。

在市场的分析研判方面,要把握资产配置的方向,就像投资大师巴菲特所说,投资就像滚雪球,一定要发现湿雪和长长的山坡。现在金融市场瞬息万变,要实现资产的保值增值一定要看好投



资的大方向。信托公司要加强市场研究,特别是服务于高净值客户,需要提供更广阔的视野和更专业的服务。如随着国际经济的不断融合以及中国经济的发展,就需要研究国际市场,在全球寻求分散投资的品种,这既是财富增值的需求,更是分散投资风险的需求。就像2014年,俄罗斯的汇率大幅下跌,居民财富急剧缩水,这种汇率风险对高资产人群有更大的影响。从国内不同的市场来看,在2014年,资本市场经历了几年的低迷,出现了快速的上涨。这些都需要信托公司发挥专业研究的优势,加强市场信息的收集分析,要提前研判,做到未雨绸缪。

在投资项目管理方面,信托公司已经积累了一些经验,如对实业投资方面,过去主要通过贷款等形式进行债权性投资,很多公司形成了比较系统的项目挖掘、项目管理、项目处置等流程,较好地控制了风险。但市场是在不断地发展变化,而且信托公司在各领域的跨度也很大,需要进一步提升这方面的经验。目前比较多的公司还是由各个小团队寻找项目资源进行开发,这就存在专业化不足的问题,每个团队只有几个人,但可以开展所有领域的业务,而有的公司已经开始组建专门的事业部,如房地产业务部,对某一行业进行专业化项目管理。

在对市场的深入研判和项目管理的丰富经验

基础上,金融产品的结构设计也是资产管理能力的重要部分。同样对一个房地产项目进行融资,可以设计成简单的贷款融资,也可以设计为股权的融资,但不同的形式给资产带来的收益和风险是不一样的。我们目前已经有数量较多的富裕家庭,具有较强的风险承受能力并希望得到相匹配的回报。信托公司需要根据投资者的风险偏好、期限要求、专业知识等多个维度,提供不同风险水平的产品,形成固定收益类、权益类、衍生品等完整的产品体系,满足不同投资人的风险偏好。

另外,资产管理业务直接对应的是风险管理,获得收益的同时需要承担相应的风险。信托公司作为金融机构,风控管理更是我们的专业能力,而良好的风险管理水平来自创新和其自身所具备的强大信息收集和处理能力。

近两年来,信托行业也已经开始采取措施进行布局,如平安信托以铸就财富管理品牌为目标,依托集团优势,培育卓越的投资能力和体系;中信信托以建立综合金融解决方案为目标,在实业、证券、财产权等不同领域持续创新;中融信托以成为高端客户的卓越资产管理公司为目标,在之前开展的融资类业务基础上,目前又大力拓展权益类市场以及海外投资市场。在前景广阔的资产管理市场中,信托公司只要充分发挥优势,一定可以实现未来的持续健康发展。

中央经济工作会议“通俗易懂版”解读

文 | 金泽

又到一年中央经济工作会议时，经济领域跨年度盛会。过去几年的经验告诉我们，中央经济工作会议定下的调子，至少在来年1季度政治局经济分析会召开之前，是不会有大变化的。无论从哪个角度看，都必须打起十二分精神来仔细看看。

中国人写文章讲究提纲挈领，八股文也不例外。中央经济工作会议最关键的内容就是一小段话，对来年经济工作的总要求。

2014年工作要求：坚持稳中求进工作总基调，把改革创新贯穿于经济社会发展各个领域各个环节（当年新提法），保持宏观经济政策连续性和稳定性，着力激发市场活力，加快转方式调结构，加强基本公共服务体系建设，着力改善民生，切实提高经济发展质量和效益。

2015年工作要求：坚持稳中求进工作总基调，坚持以提高经济发展质量和效益为中心，主动适应经济发展新常态（当年新提法），保持经济运行在合理区间，把转方式调结构放到更加重要位置（当年新提法），狠抓改革攻坚，突出创新驱动，强化风险防控，加强民生保障。

我相信，光看这两段话，绝大多数人是摸不着头脑的，充其量知道主动适应新常态很重要，知道转方式调结构很重要。哪怕与会那么多省部

级领导干部，能看明白的也寥寥无几。所以呢，我们需要做一件至关重要的事情：理解什么叫新常态。

本次会议，最牛的地方是系统性地介绍了经济新常态，而且使用教科书式的两端分析法。

第一端：需求分析，侧重三驾马车。结论：告别粗放式高速增长区间

1、消费粗放式扩张的过程已经结束，进入精细化消费升级期，潜台词：消费最快速增长的阶段过去了。但是必须继续保持一定的速度，不能失速。

2、传统行业投资饱和，机会在于互联互通基础设施以及新产业方向的投资。潜台词：投资最快速增长的阶段过去咧。但是必须继续保持一定的速度，不能失速。

3、出口成本上升，全球需求不振。潜台词：最快速增长的阶段过去咧。但是必须继续保持一定的速度，不能失速。

另一端：供给分析，侧重组织方式、生产要素、市场竞争、环境约束。结论与需求分析类似，告别粗放式高速增长阶段。

得出过去的结论总是很简单，反正都是大家耳熟能详的东西，你就是随便上街找个大妈，她都

能告诉你百分之十几的增速不可持续。真正有价值的不是这些，而是对未来的要求以及如何实现要求。

先说要求：经济增长从高速增长转向中高速增长。到底什么样的速度算中高速呢？习大大在APEC会议期间曾经对全世界人民表示“实现两个一百年中国梦，未来几年每年只要实现百分之七左右增长就可以”。关键就是百分之七左右！

这绝对不是一个可以轻易实现的目标，这也导出了本次中央经济工作会议最为核心的议题：如何实现7%左右增长？

官方新闻稿给出的答案是：经济结构正从增量扩能为主转向调整存量、做优增量并存的深度调整，经济发展动力正从传统增长点转向新的增长点。

如果大家看这段话看不明白的话，2015年工作的主要任务布置给出了清晰的答案，一共五段话，都很长，剔除掉无足轻重的东西后，只剩下四大干货：

干货一，老提法“新四化”：新型工业化、信息化、城镇化、农业现代化。说了好多年咧，反正该怎么干怎么干，继续呗；

干货二，老提法“新增长点”：逐步增强战略性新兴产业和服务业的支撑作用，什么战略新兴产业和服务业啊，都算上。战略新兴产业提很多年了，有媒体报道集成电路产业基金规模有望上千亿，但你指望明年新产业忽然大规模创造经济奇迹，也不现实。

干货三，新提法“传统产业向中高端迈进”。建议大家对这东东高度重视！这句话最早出现在11月份，克强总理原话叫“对传统产业“挖潜开荒”，推动高端化、低碳化改造，使“老树发新芽”。通过高端化、低碳化改造来实现“挖潜开

荒”，一不小心，传统产业的改造已经上升到明年保七的战略高度！这意味着什么？这意味着，明年政府在高端化（自动化和智能化）改造以及节能环保改造方面，将有规模巨大的投入！在我看来，“规模巨大”四个字是否足以形容投入的程度，恐怕依然值得商榷。一个很浅显的道理是，没有至少数千亿级别的技术改造，在明年地方政府投资必然下滑（详见43号文）的背景下，固定资产投资是无法达到15%左右增长的。而15%固定资产投资，恰恰是实现7%左右增速目标的基础要求。

干货四，老提法“优化经济发展空间格局”但是有新内容：重点实施“一带一路”、京津冀协同发展、长江经济带三大战略。

向前看一年，沿着刚才探讨的思路，你会发现，明年将有几类公司，特别具有投资价值：

第一类，技术改造受益类。自动化和节能环保板块会有大机会！具体来说应该包括自动化生产线改造企业（如机器人、汇川技术等），环保改造企业（如龙净环保、菲达环保等），节能改造企业（如开山股份、雪人股份等）。

第二类，走出去战略受益类。走出去战略要实现，一定两手抓两手都要硬。左手大棒，对应着军工（未来一年地缘政治动荡的时候，或者周边冲突的时候，军工将会有所表现）。右手胡萝卜，对应着“一路一带”。“一路一带”是大战略，实施也是分阶段的。第一步基础设施互联互通，修桥铺路、信息高速公路、电站电网三类显著受益（如中交建、中兴通讯等），第二步是产业转移，丧失比较优势或者产能严重过剩的产业将受益（如钢铁和纺织），第三步是金融企业大举入驻。

第三类，区域一体化。京津冀一体化和长江经济带，炒地图的天堂。

（本文作者为华泰证券首席策略分析师徐彪，授权华尔街见闻发表。）

2014信托业 10 大关键词

来源 | 证券时报 杨卓卿

临近岁末，证券时报与格上理财研究中心联合发布2014年信托十大关键词，为读者梳理信托业这一年发生了哪些大事。

TOP 1 13万亿

截至2014年三季末，信托业管理的信托资产规达12.95万亿元，接近13万亿元。2013年以来，在经济下行、泛资管竞争加剧，以及前5年高速增长积累的风险逐渐暴露的多重冲击下，信托业结束了高速增长阶段，步入转型发展期。

TOP 2 兑付危机

2014年初，规模高达30亿元的“中诚·诚至金开1号信托”出现险情。随着到期的信托资产规模不断增加，再加上矿产行业的持续下行以及房地产市场的调整，2014年兑付风险事件频出。

TOP 3 反腐风暴

甘肃信托多人被调查、四川信托前总裁陈军被调查……

多位业内人士被调查反映出，信托业近几年的高速发展，不仅积累了一定的产品风险，还积累了一些管理和运营问题。而大力反腐对信托业未来的健康发展有百利而无一害。

TOP 4 高管变动

2014年以来，共有16家信托公司高管换帅。而2012年、2013年，一共有19家信托公司高管发生变动。信托公司高管变动原因大致可归为四类：一是

换届及内部调动，占有变动高管的一半左右；二是退休、死亡、身体原因，此类占比很低；三是接受调查、撤职，这类仅为个例；四是跳槽，此类比例极低。

TOP 5 假信托

2014年上半年，数家网站将原本认购起点为100万元的信托产品进行分拆销售，凑份子理财。此外，市场上还出现了一些名为“xx信托”的虚假信托公司。其实，无论“伪信托产品”还是“伪信托公司”，均暴露出信托相关法规及监管方面存在亟待填补的漏洞。

TOP 6 监管升级

2014年初，国务院办公厅正式下发107号文（即《关于加强影子银行监管有关问题的通知》）。4月，银监会出台了号称最严监管的“99号文”（即《关于信托公司风险监管的指导意见》），提出建立流动性支持和资本补充机制、清理非标准化资金池产品等切实有效的管控手段。8月，监管层下发了《信托公司监管评级与分类监管指引》，评级结果将作为衡量信托公司风险程度、监管规划和合理配置监管资源、采取监管措施和行动的主要依据。

TOP 7 完善行业机制

2014年9月，监管层下发《中国信托业保障基金管理办法（征求意见稿）》，提出设立中国信托业保障基金。

同一月份，上海自贸区管委会正式下发《信托登记试行办法》，全国信托登记中心落户上海自贸区。信托登记中心的设立，为下一步实现信托产品受益权的转让以及质押融资奠定了坚实的基础，有助提高信托产品的流动性、盘活存量资产。

TOP 8 增资扩股

2014年以来，已有8家信托公司增资，新增资本额达182亿元，其中，中信信托增资幅度最大，注册资本由12亿元变更为100亿元。另有4家信托公司已公布增资意向。而2011年-2013年，已有超过30家信托公司增资，增资额在250亿元左右。

TOP 9 传统产品变局

2014年，房地产信托并没有爆发系统性风险，但单个产品风险的陆续暴露，也降低了投资者的热情。基础产业类信托是2014年受政策影响最大的信托产品类别，在所有信托类别中的占比，已由2013年末的25.25%下降至2014年三季度末的21.8%。受资本市场回暖影响，证券投资类信托成为2014年增速最大的产品类别。

TOP 10 创新衍生产品

过去有红极一时的艺术品、钻石和红酒信托，之后有颇具发展前景的土地流转、家族和保险金信托，近期更有全国首单互联网消费信托“百发有戏”。尽管这些创新型信托目前尚不成规模，但却在不断探索之中，抑或成为未来的趋势和主流产品。

“八项责任”打造信托业“正规军”

去年，中国银监会提出“八项机制”建设，重塑了行业形象。今年，提出“八项责任”，树立信托业“正规军”的思想。

文 | 中国银监会主席助理 杨家才

在今年“三期叠加”的严峻形势下，信托业抵御住了风险冲击，守住了不发生系统性、区域性风险的底线。截至2014年11月末，全行业共为受益人实现收益3893亿元。今年也是信托业增资扩股的一年，全年有24家机构增资和变更股权，其中有16家净增加资本290亿元，信托业发展更加成熟稳健。

当前，我国经济呈现出新常态，信托业要适应新常态，抓住新机遇，实现新发展，主要是积极研究信托业发展路径，实现信托转型。去年，中国银监会提出“八项机制”建设，重塑了行业形象。今年提出“八项责任”，树立信托业“正规军”的思想，明确责任界限，把信托的角色定位和内部管理弄明白，做到表里如一，以获取社会的认可和信任。

首先，明确受托责任，划分买者和卖者的责任界限。下一步，银监会将制定信托尽责指引，促进信托公司更好地履职尽责，进而实现担责问责。在尽职指引中，需要明确信托产品“从生到死”中信托公司有什么责任，抓住关键要点。比如，信托项目设立时，一定要审查设立的目的、动机、财产来源，弄清信托目的是否正当、财产是否正义、要求是否正确可行等；然后是尽调责任，需

要对信托项目做实地调查，现场考证。信托产品营销中，也要先展示产品、提示风险、找到合适购买的人群，然后再签订合同，有条件还要录音录像。

信托公司受托之后怎么管理资产财产，要有一套制度流程，明确看管责任和程序，像银行一样定期出管理报告，跟踪动态变化情况。同时，需要做好信息披露，向委托人定期披露其信托财产资金的运营信息。

其次，明确经纪责任。经纪责任是信托公司接受委托成立信托计划后，必须明确的内部责任，可以称之为“三人行”制度，实行分权制衡。每一个信托计划的经营团队必须由项目发起人、项目营运人、项目报告人这“三人”构成。发起人是最先发现或提出信托项目的人，明确其尽责调查、立项和产品设计责任；营运人负责组织产品销售、资金归集、划付使用及全流程管理；报告人跟踪项目营运过程，按信息披露的约定，真实报送信息情况。今年银监会将专门制定经纪责任指引，如果信托公司“三人行”制度没有制定，不得贸然做业务。

第三，明确维权责任。信托有两个独特优势：一是可以保护受托人财产独立性，二是可以实现

破产隔离。市场经济最大的约束是破产，能实现破产隔离的只有信托。目前，我国实行单一产权制度，信托法规定信托财产仅仅是由委托人委托给受托人，从而带来信托财产的模糊。这就需要引入信托财产登记制度，通过登记制度来解决信托财产转移不足的问题。

第四，明确核算责任。信托公司应分账核算、分账管理，并明确告知信托相关人，受托财产及其收益在信托公司有真实的原始会计记录。具体而言，一是按性质设科目；二是按产品设子目，让受托人明了资金去向；三是为每一个客户设立独立台账；四是按支付计流水。今年银监会还将制定分账核算指引，指导信托公司把基础打牢。

第五，明确机构责任。信托公司董事会和高管团队的责任，是维护公司稳健运行，不发生风险外溢，并管理好公司声誉风险。机构责任的量化体现是机构评级，通过对一系列指标的考核，把信托公司的等级评出来。为此，银监会将出台机构评级制度，每年评一次，评级结果与业务范围挂钩，与董事会高管团队去留挂钩。评级指标涵盖实力指标、合规指标、风险指标和社会责任指标等4个方面内容。

第六，明确股东责任。从信托来看，股东责任可以进一步细化为四个责任：维护公司独立性，看管好公司董事会、监事会，承担风险损失以及恢复与处置计划安排。为推动股东履职尽责，信托公司要研究推行“四实制度”，即股东实名制、资本实缴制、资产实价制以及损失实销制。为此，需要尽快完善信托公司资产减值办法，与银行一样，出现不良资产将按风险类别计提减值准备。

第七，明确行业责任。今年设立了信托业保障基金，该基金具有互助性、投资性、有偿性和惩戒性。信托保障制度是一种全新的制度安排，也是构建市场化维稳机制的有效尝试。

第八，明确监管责任，防范化解风险。一是从准入开始防范风险，比如高管资格、机构设定、业务范围应先审查后准入；二是发现风险，如果信托公司出了问题没有发现、没有报告，监管人员难辞其咎；三是评估风险，发现的风险究竟多大，需要能够量化，并预判其趋势和后果；四是处置风险，监管者对风险的处置主要是组织协调，拿出方案并推动实施，不要“讳疾忌医”，要敢于“刮骨疗毒”。



广场协议： 索罗斯的催化剂

索罗斯将罗伯特·特里芬著名的“特里芬难题”发挥到极致，攻击英镑，并数次推动金融市场中的“历史性事件”的精彩之作。

文 | 资产管理总部 高丽华

里根的改革促使美国经济高速增长。从1980年起，美国国内经济出现两种变化，首先是对外贸易赤字逐年扩大，到1984年高达1600亿美元，占当年GNP的3.6%；其次是政府预算赤字的出现。在双赤字的阴影下，美国政府便以提高国内基本利率引进国际资本来发展经济，外来资本的大量流入使得美元不断升值，4年内升值了约50%。强势美元也给美国经济带来了负面影响：美国出口竞争力下降，进口增加，出口受到限制，于是扩大到外贸赤字的危机。在这种经济危机的压力下，美国寄希望以美元贬值来加强美国产品对外竞争力，以降低贸易赤字。美国政府在1984年初曾一度干预市场，试图压低美元汇率，但没有成功。

美国许多制造业大企业、国会议员开始坐不住了，他们纷纷游说美国政府，强烈要求政府干预外汇市场，让美元贬值，以挽救日益萧条的美国制造业。更有许多经济学家也加入了游说政

府改变强势美元立场的队伍。1984年美国大选，里根赢得连任，其经济政策的指导思想发生了重大变化，开始削减预算赤字，并放松货币政策。到1984年末，美国经济开始放缓，利率也开始下滑。但美国生产企业并无起色，外贸产业依旧衰退。

索罗斯仔细研究了市场状况。美国贸易赤字在1982-1985年间持续增长，这意味着对美元的需求疲软，但此期间美元却在升值，其原因是投机性资本流入推动了美元上升，而这些投机资本的流动往往是自我强化：当热钱流入美国，美元升值，而美元的升值又吸引了更多的投机者，使汇率更加远离均衡点。如果投机者是决定汇率水平的真正力量，那就意味着货币永远会表现出先繁荣后萧条的过程。在这一过程的第一阶段，投机者会形成一种普遍的偏见，而且这种偏见会自我强化，推动汇率一步步远离贸易均衡所需的水平。汇率偏离得越远，就有越多的投机者觉得自己没错，而贸易就会更加不平衡。最终，巨大的贸易不平衡压力将压倒投机者的偏见，情况将发生逆转，投机者会来个180度的大转弯，然后相反方向的新趋势会显现。

他设想了两种情形，一种是“软着陆”，即美元贬值20-25%，以挽救对外贸易和经济；另一种是美元汇率仍居高不下，外贸产业持续低迷，并蔓延到其他产业；FED为了避免经济陷入衰退，只能继续注入大量货币，而大部分刺激效果继续以进口形式流失；当海外市场不愿意进一步吸纳更多美元时，危机便会降临：货币供应持续增加、美元汇率急剧下跌、通胀恶化，最终导致经济全面衰退。

索罗斯更倾向于软着陆的观点，认为美国政府必将促使美元贬值。1985年夏天，索罗斯的问题是如何判断美元反转的时间。

在当时非美货币中，索罗斯最看好德国马克，其次便是日元。索罗斯在1984年8月18日的交易日志中说，“市场预期德国央行将要减息，但马克毫不让步。8月14日，星期三，我决定建立半数的德国马克头寸。德国贴现率降低之后，马克依然坚挺，

于是我建立了剩余的一半。”同时，由于日本在80年代上半期便已成为世界第二大经济体，日元也成为世界第三大储备货币；1985年日本GDP占美国GDP的比重达到32%，各国外汇储备总额中日元所占比重达到8%。索罗斯认为日本经济规模的不断扩展、对外贸易的大量顺差、日元资产需求的不断上升，都在客观上对日元升值形成内在压力，于是也建立了巨额的日元多头头寸。到那个周末（8月16日），索罗斯的量子基金共持有4.67亿美元的德国马克和2.44亿美元的日元多头头寸。另外还有持有少量的英镑、法郎等多头。

1985年9月22日，新上任的美国财政部长詹姆斯·贝克（James Baker）终于决定让美元自动贬值，以保护国内工业。同一天，贝克和日本财长竹下登、前联邦德国财长杰哈特·斯托登伯格（Gerhard Stoltenberg）、法国财长皮埃尔·贝格伯（Pierre Berégovoy）、英国财长尼格尔·劳森（Nigel Lawson）等五个发达工业国家财政部长及五国中央银行行长在纽约广场饭店（Plaza Hotel）举行会议，会议决定五国政府联合干预外汇市场，“建议进一步加强彼此的合作，使非美元货币合理增值”，使美元对主要货币有秩序地下调，以解决美国巨额的贸易赤字。因协议在广场饭店签署，故该协议又被称为“广场协议”（Plaza Accord）。协议中规定日元与马克应大幅升值以挽回被过分高估的美元价格。

1985年9月初，日元汇率在1美元兑250日元上下波动。协议正式签订的第二天，即9月23日，星期一，美元兑日元的汇率就从239降到222.5，这意味着索罗斯一夜之间就赚了4000万美元。此后索罗斯不断调整仓位，到12月6日，他已经持有7.29亿美元的德国马克和8.26亿美元的日元多头头寸，同时还持有美元空头头寸约5.69亿。

广场协议签订后，五国联合干预外汇市场，各国开始抛售美元，继而形成市场投资者的抛售狂潮，导致美元持续大幅度贬值。在广场协议生效不到3个月的时间里，日元便快速升值到1美



元兑200日元附近，升幅20%。以美国财政部长贝克为代表的美国当局以及以弗日德·伯格斯滕（当时的美国国际经济研究所所长）为代表的金融专家们不断地对美元进行口头干预，表示当时的美元汇率水平仍然偏高，还有下跌空间。在美国政府强硬态度的暗示下，美元对日元继续大幅度下跌，最低曾跌到1美元兑120日元。在不到三年的时间里，美元对日元贬值了50%，也就是说，日元对美元升值了一倍。

这次交易索罗斯大获全胜，但过程却没那么顺利，就在索罗斯开始买入德国马克和日元之后的第三个星期，也就是9月9日，美元因为一系列乐观经济指标而升值，量子基金因此损失2000万美元。索罗斯进行了更进一步的分析，认为即使经济形势好于预期，利率也可能会维持在低水平，因为美联储肩负着银行监管的责任，不愿意提高利率，摇摆不定的放款人最不想看到的就是资本成本的提高。此外，里根政府决心严格控制财政赤

字，缓解通货膨胀压力。权衡利弊之后，索罗斯决定坚守，并最终取得了胜利：从8月开始后的4个月里，索罗斯的基金价值增长了35%，产生了2.3亿美元的利润。

索罗斯在1985年12月8日的日记中总结道，“被大循环（即里根改革）成功地回避了问题，将在它崩溃之后重新出现，并且更加突出。显然，大循环构成了信贷扩张期的人为延伸，而美国政府则扮演了‘最后的借款者’的角色。当大循环不再能够吸引更多的外国资本的时候，经济刺激的最后一个引擎遂告熄火，接下来的信贷紧缩将造成不可收拾的局面，如果货币供应没有一个巨大的增长，债务负担将会是难以承受的，而随着供应量的剧增，美元的跌势将如自由落体一般无法遏制。……金融市场的积极反应赋予我勇气，以承担如此巨额的市场敞口。……1985年，量子基金创下了纪录：年增值超过100%。”（《金融炼金术》，乔治·索罗斯，海南出版社，2008）

2014年11月–12月中国信托市场报告

截至2014年三季度末，信托业管理的信托资产规模达12.95万亿元，接近13万亿元。

文 | 财富管理总部

一、信托产品成立情况

本报告时间为2014年11月1日至2014年12月31日，期内信托公司共发行成立了1589款信托产品，规模达1505.42亿元。

12月份与11月份相比，集合资金信托产品成立数量和融资规模有所回升，12月份集合产品的成立数量上升8.53%，成立规模上升15.5%。

与去年同期相比，2014年12月、11月集合信托产品成立数量分别增加了17%、35.6%，成立规模分别下降40%和24%。

二、信托收益率

12月份的集合资金信托产品平均预期收益率以9.28%收官2014年，一扫自5月份以来持续下降的颓势。统计显示，12、11月份成立产品的平均预期收益率环比分别上升2.32%和下降0.87%。与去年同期相比，同比分别上升4.96%和1.09%。

12、11月份集合资金产品收益率在8%–10%的产品，仍然是主流，占产品总量的约2/3，收益率在10%–12%的产品数量共计为127个，排在第二位。11月份成立的集合产品平均期限为1.51年，12月份成立的集合产品平均期限为1.55年。

三、信托资金投资领域

11月份，金融类投资领域信托成立规模占榜首位置，其他类与基础产业领域分列二、三位。12

表1:2014年9月–12月集合信托产品成立情况

	12月	11月	10月	9月
成立数量 (个)	827	762	504	738
成立规模 (亿元)	806.81	698.61	498.48	885.74
平均规模 (亿元)	1.38	1.14	1.18	1.40

数据来源：用益信托工作室
时间：2014年12月31日

表2:2014年8月–12月集合产品收益率及期限情况

	12月	11月	10月	9月	8月
平均期限 (年)	1.55	1.51	1.56	1.54年	1.53
平均年化收益 (%)	9.28%	9.07%	9.15%	9.00%	9.11%
6%–8%产品数量	28	61	36个	50个	44个
8%–10%产品数量	182	177	111个	207个	151个
10%–12%产品数量	72	55	43个	48个	46个

统计说明：由于部分集合信托产品没有或没有披露其固定期限和预期收益率，故存在产品期限或收益统计数据与同期产品成立数据不相符的情况。

数据来源：用益信托工作室

月份，基础产业投资领域领跑榜单，其他类和金融类分列二、三位。

由于在9、10月份，各大信托公司逃离房地产泡沫，纷纷投奔股市，11月金融投资领域信托继续表现抢眼，以255.56亿元的规模独占鳌头。但随着对股市的热度衰减，12月金融类投资领域信托仅居第三位。中央经济工作会议的召开，安排“传统产业向中高端迈进”的年度任务，传统产业的改造已经上升到明年保七的战略高度。紧随其后，12月份基础产业投资类信托成立规模比11月份增长近一倍。房地产类信托成立规模也有所回升，12月比11月增长了90.3%。

四、信托产品成立的资金运用

11月、12月份其他投资产品和权益投资类产品成立规模遥遥领先。两个月相比较，权益投资类产品规模上涨最多，12月份比11月份成立规模增加98.49亿元，成立数量增加158款。值得注意的是，12月份除了组合运用和其他投资类产品外，贷款、股权投资、权益投资、证券投资成立规模均出现上涨，总体规模上涨了174.68亿元。

五、信托市场近期动态

截至2014年三季末，信托业管理的信托资产规模达12.95万亿元，接近13万亿元。2013年以来，在经济下行、泛资管竞争加剧，以及前5年高速增长积累风险逐渐暴露的多重冲击下，信托业结束了高速增长阶段，正步入转型发展期。

银监会相关人士在2014年年中的一次内部会议中通报，行业总体上报的风险资产超过了700亿元，其中高风险资产超过500亿元。前述会议还通报了中信信托、华融信托和新华信托这3家信托公

表3:2014年11月信托资金投资领域统计
(单位: 亿元、个、亿元、年、%)

投资领域	成立规模	规模占比	成立数量	平均规模	平均期限	平均预期收益率
金融	255.56	36.58	349	0.98	1.35	8.30
房地产	75.96	10.87	72	1.12	1.57	9.98
基础产业	130.13	18.63	114	1.20	1.85	9.58
工商企业	100.49	14.38	84	1.16	1.33	8.96
其他	136.47	19.54	143	1.50	1.55	8.76
合计	698.61	100	762	-----	-----	-----

表4:2014年12月信托资金投资领域统计
(单位: 亿元、个、亿元、年、%)

投资领域	成立规模	规模占比	成立数量	平均规模	平均期限	平均预期收益率
金融	179.38	22.23	423	0.85	1.26	9.11
房地产	144.53	17.91	74	1.83	1.73	10.05
基础产业	202.47	25.10	111	1.93	1.95	9.52
工商企业	94.48	11.71	80	1.09	1.34	9.00
其他	185.94	23.05	136	1.84	1.63	8.45
合计	806.81	100	824	-----	-----	-----

数据来源：用益信托工作室

表4:2014年11月信托产品成立的资金运用情况

统计项目	成立规模(亿元)	规模占比(%)	数量(个)	数量占比(%)	平均期限(年)	平均预期收益率(%)
贷款	150.66	21.56	145	19.03	1.45	9.35
股权投资	65.63	9.39	25	3.28	1.81	10.33
权益投资	113.48	16.24	133	17.45	1.80	9.37
证券投资	110.49	15.82	274	35.96	1.23	7.72
组合运用	67.95	9.73	52	6.82	1.25	9.06
其他投资	190.40	27.25	133	17.45	1.63	8.39
合计	698.61	100	762	-----	-----	-----

表5:2014年12月信托产品成立的资金运用情况

统计项目	成立规模(亿元)	规模占比(%)	数量(个)	成立占比(%)	平均期限(年)	平均预期收益率(%)
贷款	180.81	22.41	142	17.19	1.50	9.34
股权投资	98.03	12.15	32	3.87	2.01	10.31
权益投资	211.97	26.27	291	35.23	1.70	9.48
证券投资	124.13	15.39	221	26.76	1.11	8.31
组合运用	38.30	4.75	31	3.75	1.51	9.35
其他投资	153.57	19.03	109	13.20	1.52	8.02
合计	806.81	100	826	-----	-----	-----

数据来源：用益信托工作室

司风险严重；短期时点上，这3家公司均存在风险资产高于净资产的现象。

2014年，一些网站接连出现，他们将原来认购起点高达100万元的信托计划打散销售，最低每份金额只需100元，此举引发业内人士的广泛质疑。以“信托100”为例，先是被信托业协会发文抨击违规，随后是信托公司纷纷与之撇清关系，银监会相关人士也对“信托100”作出公开表态，但相关做法依然存在。

2014年可谓信托公司增资扩股年。据银监会主席助理杨家才披露，全年共有24家信托机构增资和变更股权，其中有16家净增加资本290亿元。其中增资幅度最大的是中信信托，增资88亿元，注册资本由12亿元变更为100亿元，高居业内之首。

受制于《信托公司净资本管理办法》，信托公司一直有增资扩股的压力。在行业转型的关键时期，通过增资提前布局，防御未来风险也成为信托公司热衷此举的要因。此外，增资还进一步体现了信托公司及股东实力，以及股东看好信托业发展的预期。

2014年信托的产品创新主要包括保险金信托、互联网消费信托等。首单保险金信托由中信信托和信诚人寿联手推出，是一种高附加值的“事务管理+资产管理”的单一信托产品。全国首单互联网消费信托，则由中信信托、百度金融、中影股份及德恒律所联合推出。

前有艺术品信托、红酒信托等，后有土地流转信托、家族信托等。业内创新产品的接连出现，一方面反映了信托业积极探索业务转型，另一方面也是特定经济环境下被动应对与主动转型的产物。尽管目前尚不成气候未成规模，但日后却有望成为发展趋势和主流产品。

政府与社会资本合作(PPP)概念与案例

在欧美, PPP已经有一百多年的发展历史, 且制度环境也较为完善, 中国由于有着国企占主导的国情, PPP需要与国情相适应。

一、概念

在欧洲和美国, 由于重商主义、市场经济发展较为充分, 契约精神比较普遍, 同时社会治理以法制为基础, 数字化生存, 因此PPP已经有一百多年的发展历史, 且制度环境也较为完善。PPP在西方的概念中是指Public–Private–Partnership, 即公私合作的公共基础设施项目融资模式。

中国由于有着国企占主导的国情, PPP来到中国之后需要与国情相适应, Public一般指政府部门, 但是Private指社会资本, 官方有两个版本的定义, 一是财政部2014年11月29日颁布的《关于印发政府和社会资本合作模式操作指南（试行）的通知》中第二条规定, “本指南所称社会资本是指已建立现代企业制度的境内外企业法人, 但不包括本级政府所属融资平台公司及其他控股国有企业”, 二是发改委2014年12月2日颁布的 《国家发展改革委关于开展政府和社会资本合作的指导意见》的附件2 《政府和社会资本合作项目通用合同指南》中指出, “社会资本主体, 应是符合条件的国有企业、民营企业、外商投资企业、混合所有制企业, 或其他投资、经营主体”。

同时, 发改委颁布的《政府和社会资本合作项目通用合同指南》中, 对PPP进行了定义, “政府和社会资本合作(PPP) 模式是指政府为增强公共产品和服务供给能力、提高供给效率, 通过特许经营、购买服务、股权合作等方式, 与社会资本建立的利益共享、风险分担及长期合作关系”。

二、案例

(一) 英国

英国作为PPP项目模式发展历史较长久的国家, 目前已操作的PPP项目超过700个, 集中在医疗(32%)、教育(24%)、宿舍(13%)、交通(7%)、环境(6%)等方面, 总规模超1000亿美元。图1-1所示便是伦敦地铁项目PPP模式。

1、项目概况

伦敦地铁自1863年开通, 其后100多年一直由政府建设和运营。至1998年, 政府决定采用公私合作(PPP) 方式来保证伦敦地铁网络在未来30年具备足够的投资。伦敦地铁公司通过招标选定了由三家基础设施公司组成的联合体, 签署了关于提供基础设施服务的协议, 负责线路在未来30年内的维护、更新和重建等长期投资计划的实施。

上述三家公司在15年内每年投入13亿英镑, 其中8.7亿英镑用于服务系统的升级, 3.7亿英镑用于维修系统的长期投资。根据PPP方案, 政府对地铁线路规划、票价和综合服务的措施将保留, 由伦敦地铁公司继续运营, 获取票务收入, 全面负责对乘客的服务和系统的安全, 伦敦地铁公司每四个星期向三家基础设施公司联合体支付一笔基础设施服务费, 作为投资回报。

2、项目模式特点

伦敦地铁PPP模式中最显著的特点是其结构中嵌套了一个定期审核的机制, 使签约各方在PPP

图1-1: 英国伦敦地铁项目

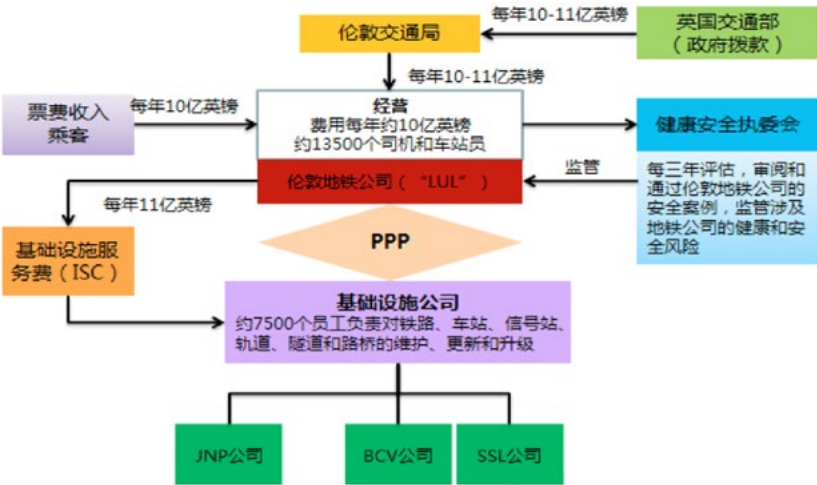
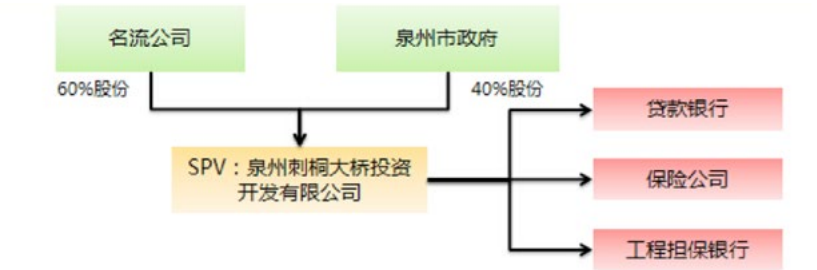


图1-2: 广西来宾B电厂项目结构



图1-3: 福建泉州刺桐大桥项目结构



框架内每隔一段年限重新约定合约条款。为了公正有效地审核, 专门设立了一个仲裁人, 由他决定在同样条件下运行经济且有效的公司成本水平(包括财务水平)。

如此设计的考虑在于, 特许期限长, 而地铁建设和运营标准、对PPP公司业绩考核的标准, 以及PPP合约中的其他因素会随着时间的推移发生变化, 而这些因素又无法在签约时完全预见。所以, 此举可以保证运作模式具有相当的弹性, 以及工作外包后伦敦地铁公司对整个项目的控制力。上述机制可以帮助在合作各方之间建立信任关系, 保证合约的有效执行。

(二) 中国

1、广西来宾B电厂案例

广西来宾B电厂项目是中国第一个BOT试点项目, 1995年在计委备案审批。项目的结构如图1-2所示。代表私人部门的法国电力国际和阿尔斯通共同出资成立项目公司并由项目公司向银团申请贷款, 代表公共部门的广西壮族自治区给予项目公司18年的特许经营权, 项目公司负责设计建造以及运营来宾B电厂, 特许期满后无偿移交给广西壮族自治区。这是一个结构较为清晰的政府与社会资本合作项目, 私人部门通过运营电厂取得经营利润覆盖自己的成本并获得合理回报, 自治区政府通过授予特许权形式获得建设完成的电厂设施, 双方达成长期稳定并且互利的合作共赢关系。

该案例中项目公司两股东投资1.54亿美元, 占总投6.16亿美元的25%, 银团贷款4.62亿美元, 占75%。政府提供的优惠政策包括: 1、汇率、燃料价格调整时允许调整电价; 2、广西供电局保证购电; 3、政府给予土地、水、电、道路及税收支持等。

1996年底通车的福建泉州刺桐大桥是内地首个PPP项目, 但是项目最终以失败告终。项目结构如图1-3所示, 代表社会资本的名流公司和泉州市政府共同设立项目公司泉州刺桐大桥投资开发有

限公司,其中名流公司持股60%,泉州市政府持股40%,项目公司取得30年的特许经营权。项目建成后,政府逐渐将40%的股份退出,但是此后政府又在大桥附近建了几座桥,并且免费通行,导致刺桐大桥的项目公司虽然有收费权,但是并不能实现预期收益。

项目失败的原因是名流公司最初并没有与泉州市政府签订PPP标准文件,只有一份红头文件,没有相应的项目生命周期安排,可见在PPP项目中,项目全生命周期的契约安排是非常重要的。

3、北京地铁四号线项目案例

(1) 项目概况

北京四号线是贯穿北京城区南北的轨道交通主干线之一,线路全长28.2公里,车站数目24个(其中23座地下站),开通日期2009年9月28日。

(2) 社会资本

北京首都创业集团有限公司、香港地铁有限公司

(3) 政府

北京市政府给予项目公司北京京港地铁有限公司特许经营权。

(4) 运作框架

项目总投资153亿元,建设内容划分为A、B两部分:A为土建工程部分,107亿元,由北京市基础设施投资有限公司设立的项目公司——北京四号线投资公司负责投资建设;B部分主要包括车辆、信号、自动售检票系统等机电设备,46亿元,由社会投资者组建的北京京港地铁有限公司(以下简称“特许公司”)负责投资建设。

项目竣工验收后,特许公司根据与四号线公司签订的《资产租赁协议》,取得A部分资产的使用权。特许公司负责地铁四号线的运营管理,全部设施(包括A和B两部分)的维护和除洞体外的资产更新,以及站内的商业经营,通过地铁票款收入及站内商业经营收入回收投资。特许经营期30年。

特许经营期结束后,特许公司将B部分项目

图1-4: 北京地铁四号线项目基本架构

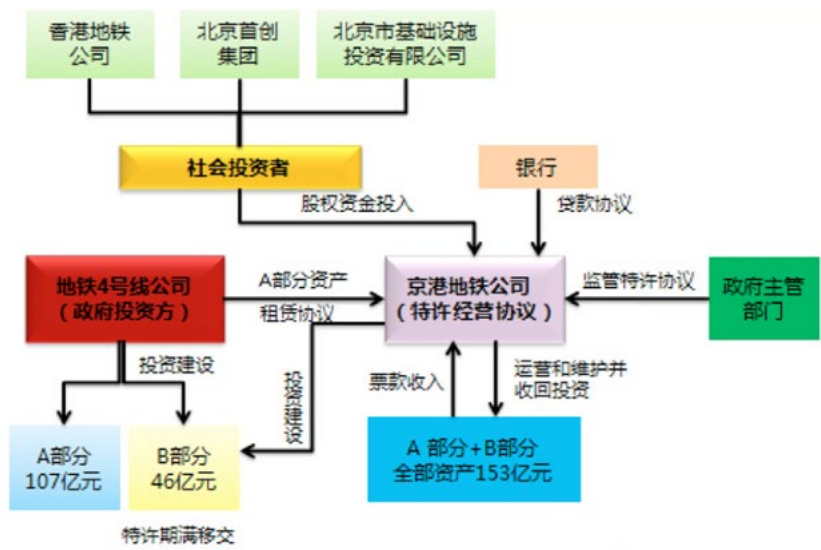


图1-5: 北京地铁四号线项目交易结构

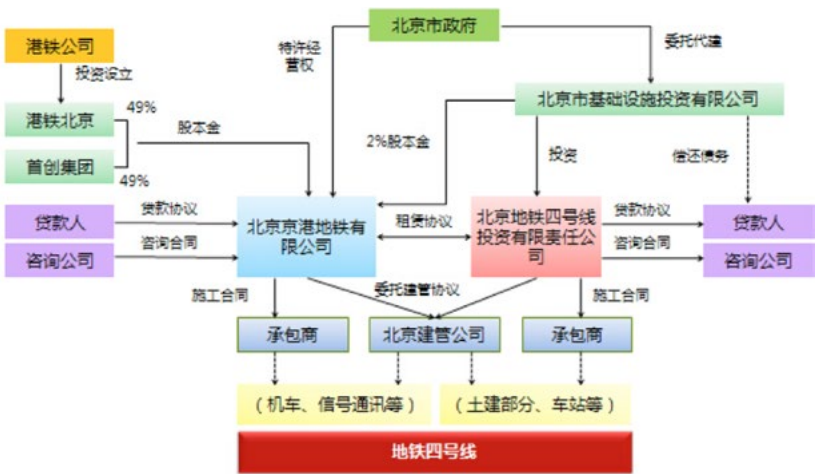


图1-6: 北京地铁四号线项目票价和流量机制

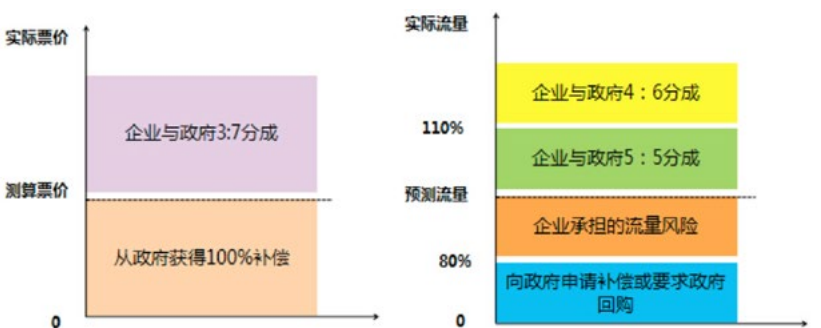


图1-7: 鸟巢项目交易结构

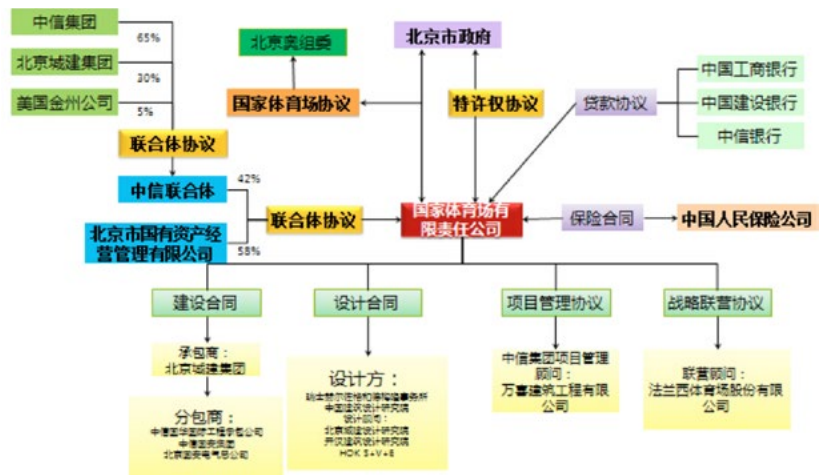
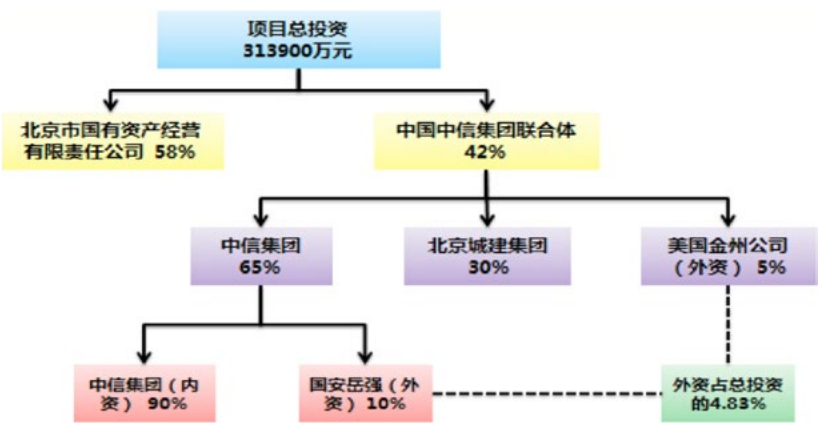


图1-7: 国家体育场项目投融资结构示意图



设施完好、无偿地移交给市政府指定部门,将A部分项目设施归还给四号线公司。

(5) 项目模式要点

北京地铁四号线项目的开发模式可以归纳为“建设—租赁—移交”(Build—Lease—Transfer, BLT)与“租赁—开发—运营—移交”(Lease—Develop—Operate—Transfer, LDOT)的组合模式。

票价机制——北京市政府制定四号线票价政策,保留票价调整机制;《特许协议》中约定了开通年的初始票价,同时约定了随着CPI、工资、电价等因素进行调整的测试票价;若实际票价低于测

算票价,政府就其差额向特许公司进行补偿;反之,若实际票价高于测算票价,企业与政府按照3:7分成。

流量机制——《特许协议》中约定了预测客流量,如实际客流量低于预测流量的80%,可向政府申请补偿(80%预测流量与实际流量的差额)或要求政府回购,如实际流量为预测流量的100%—110%,企业与政府按5:5分成超出部分收益;如实际流量大于预测流量的110%,企业与政府按4:6分成超出部分收益。

4、国家体育场项目案例

(1) 项目概况

项目位置: 北京奥林匹克公园中心区南部

建设用地: 占地面积21公顷,建筑面积25.8万平方米

座位数量: 场内观众坐席9.1万个,其中临时坐席1.1万个

开工时间: 2003年12月24日

竣工时间: 2008年6月8日

项目公司: 中信联合体与北京市国有资产经营有限责任公司共同出资设立国家体育场有限责任公司(以下简称“项目公司”),负责国家体育场的投融资和建设。项目公司注册为中外合营企业,享受相关税收优惠。

运营公司: 中信联合体各方注册设立北京中信联合体体育场运营有限公司(以下简称“运营公司”),负责30年特许经营期内国家体育场赛后运营维护工作。

2003年8月9日,国家体育场项目中标人中国中信集团联合体分别与北京市人民政府、北京奥组委、北京市国有资产有限责任公司签署了《特许权协议》《国家体育场协议》《合作经营合同》三个合同协议。

(2) 项目出资结构

本项目总投资为31.39亿元,北京市国有资产经营有限责任公司代表政府出资58%,中信联合体出资42%,其中,中信集团出资65%(内资90%,

外资10%)、北京城建集团出资30%、美国金州公司出资5%。

(3) 项目模式要点

特许权协议——北京市政府与项目公司签署《特许权协议》，授权项目公司30年特许经营权，自工程完工至2038年12月31日；项目公司获得排他性的划拨土地使用权，免土地出让金、免基础设施配套建设费，但承担一级开发费用（1040元/平方米）；政府提供配套基础设施和其他工程；特许期内，政府不再批准竞争性场馆；项目公司享有体育冠名权、广告、门票等收益权；项目公司提供设计、建设、维护履约保函。

融资协议——本项目的非资本金投入主要为银行贷款，贷款为16年期限（包括6年宽限期）的优先债务，年利率5.184%（按基准利率下浮10%计），按季付息。同时银团为项目公司提供了12亿元的授信额度。本项目采用有限追索项目融资结构，辅以必要股东担保，担保方式包括：项目公司在《特许权协议》项下取得的特许经营和收益权抵押；项目公司账户抵押；在建设期和运营期须提供额外股东担保。

兜底条款——北京市发展与改革委员会协调各部门帮助联合体取得利润。

保险合同——中国人保和天安保险公司承担了该项目的“一揽子”保险，包括：建筑工程一切险、安装工程一切险、雇主责任险以及货物运输险，保单总额达到23亿人民币。

(4) 项目争议问题

项目公司股东之间的争议——项目公司内部各方存在一些争议。首先，所有各方都想从建设承包合同中获利，所以项目的整个建设工程按照中信集团、北京城建和美国金州在项目公司中的股权比例分给各方，导致项目公司对项目建设失去良好控制。其次，由于项目结构的特殊性和深化设计的不及时，承包商只能和项目公司签订固定单价合同，北京城建作为总承包商，被其它股东抱怨过于考虑自身利润、进度和安全而不是整个项目公

司的利益，导致建设费用超支和项目建设中的最大争议—北京城建要求技术措施费以部分补偿因设计变更（取消可闭合顶盖）导致的工期延误。

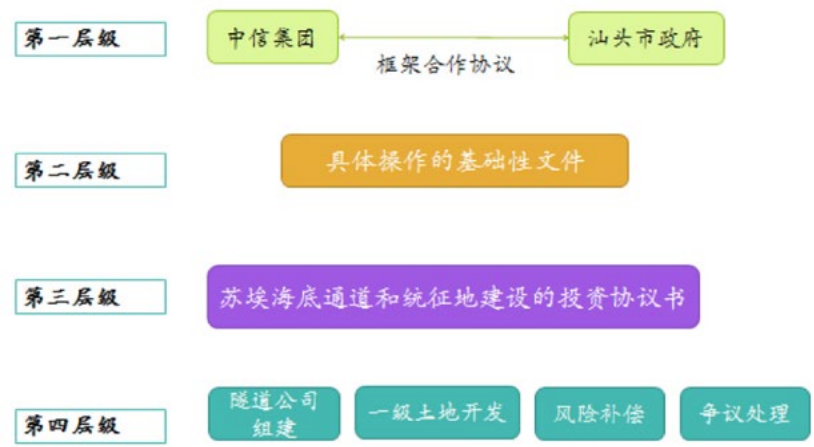
项目公司和北京市政府之间的争议——首先，国家体育场原始设计中的停车位是2000个，但北京市政府后来打算为整个奥运会公园建设一个大停车场，故要求项目公司减少1000个车位，造成停车位不足，许多人不得不把车停到北京市政府的停车场再步行至体育场，部分影响了体育场的商业运营。第二，北京市政府同时要求减少体育场中的商业设施，影响了项目的租金收入。第三，北京市政府后来决定取消可闭合顶盖，影响了体育场的商业运营，减少了项目收益。第四，北京市政府在修改设计的同时要求体育场必须在2006年12月31日前完工，如此紧张的进度要求影响了项目的经济效益；而且，考虑到工期的紧迫性，融资完成的时间定为2003年12月15日（但实际上延误了两个月），北京城建在特许权协议签订后不得不立即进入现场开始施工，没有足够时间做合理经济的施工组织计划。

项目公司和设计联合体之间的争议——在设计上，项目公司遇到重大问题，北京市政府没有获得国家体育场设计的知识产权，但要求项目公司必须使用该设计。这导致项目公司在与设计联合体谈判时的弱势地位，同时也导致了设计上对体育场赛后商业运营考虑的不足。通常情况下，项目公司是设施的业主，设计方应当满足项目公司的要求。但由于国家体育场用于2008年奥运会，北京市政府在确定设计蓝图时处于主导地位，限制了项目公司对体育场运营的商业化和高效化。

(5) 项目运营权转移

2009年，北京市政府与中信联合体签署《关于进一步加强国家体育馆运营维护管理协议》，调整运营维护管理模式，对国家体育场公司进行股份制改造，北京市政府持有58%股份将改为收益权的普通股权，主导经营场馆，承担亏损和盈利，并以约10亿元回购中信联合体前期投入，调

图1-8：滨海项目合同体系



整中信联合体独立运营30年的管理体制，成立国家体育场运营维护协调小组，由国家体育场公司负责运营并承担债务。在政府接手运营权后，负责鸟巢投融资和建设工作的国家体育场有限责任公司做出调整，董事长、总经理等公司高层由政府人员出任。这表示，由中信集团、北京城建和美国金州控股共同组成的中信联合体放弃了30 年特许经营权，转而获得永久股东身份。

5、中信地产试水PPP案例：一鱼多吃，全牌照优势

(1) 项目概况

2010年，中信地产大股东中国中信集团公司（下称“中信集团”）与汕头市政府签订《中信滨海新城项目战略合作框架协议》，作为中信探索和实践PPP模式的一个落地典范项目。

汕头滨海新城项目规划面积168平方公里，启动区12.4平方公里，预计开发周期25年，分片区滚动开发，项目总投资500亿元。项目开发建设内容包括土地一级开发整理，过海隧道、市政道路等基础设施建设，同时配套学校、医院、公园、酒店、商业等高端城市公共服务设施，建设会议中心、博物馆、展览馆、体育中心、影剧院、歌剧院、会展中心等大型

场馆，同时还协助政府打造未来城市中心。

(2) 政府

双方合作中，政府最核心的责任是提供相关的资源、政策和操作合法性的支持，包括但不限于办理土地收储及出让，配合企业做各项行政审批等规划的审批，土地使用功能的调整等。

(3) 社会资本

作为合作企业，中信地产是该项目的总协调人、唯一战略合作方，承担制定项目开发方案，负责资金筹措、投资、运营、建设，同时引入相关产业和项目的责任。中信地产还负责整个项目的资金筹措，通过中信集团旗下的金融资源以及面向社会资本来筹措资金，而非通过政府融资平台来筹措资金。

(4) 协议文件

因PPP相关立法不完善，中信地产与汕头濠江区政府花了近两年时间签订了11个大的合同，明确双方的权、责、利。项目包括四个层级文件：

第一个层级的文件是中信集团和汕头市政府框架合作协议，以及中信地产公司和濠江区政府关于项目的合作框架协议；第二个层级是具体操作的基础性文件，中信滨海新城项目城市运营协议书，以及投资成本及成本回报的协议性附件；第三个层级的协议是专门讲苏埃海底通道和统征地建设的投资协议书，以及非统征地的土地一级开发协议书；第四个层级的协议是关于隧道如何建设，隧道公司如何组建，将来增资扩股应按什么规则处理，一级土地开发如何委托给投资开发主体，如何赋权，将来投资土地开发成本如何顺利回收，发生风险时怎样获得补偿，发生争议如何处理等。

新常态下的证券投资机会

文 | 资产管理总部 高丽华

一、证券市场表现

回顾2014年A股市场的表现,有着非常明显的风格转换。上半年,宏观经济下行、资金价格高企、IPO重启、影子银行等风险因素对市场产生较大冲击,市场依旧延续着2013年的“跷跷板效应”——创业板走强、主板走弱,但两者之间的差距已在不断缩小。以上证综指为代表的大盘指数波动幅度持续收窄,振幅创近年来的新低,为之后的反转行情暗自蓄力。

下半年,尤其是7月末以来,主板市场在一系列利好因素的带动下,多次出现急速拉升,券商、保险、银行等金融类蓝筹板块持续领涨。“大象起舞”的赚钱效应吸引增量资金不断入场,市场成交量屡创历史新高,上证综指更是自低点以来最高上涨了50%,迈过3000点大关,A股估值中枢也不断得到修复,随之稳步上移。与此同时,受市场风格的转向,下半年中小板和创业板的表现相对较弱,但总体上还是呈现出了震荡上行、小幅收涨的走势。

二、2014年证券类信托产品规模与平均收益

今年以来,信用风险与兑付危机频发,同时,经济基本面较弱以及房地产增速明显下滑,此外,券商资管、基金子公司的通道业务也抢占一定市场,一定程度上分流信托增量资金。多因素共同作用下,信托资产增速持续放缓。

中国信托业协会受银监会委托于2014年11月7日发布了2014年3季度末信托公司主要业务数

据。总体来看,2014年3季度信托业管理的信托资产规模为12.95万亿元,较去年末增长18.70%;较今年2季度末环比增长3.77%。尽管绝对数量持续增加,但环比增速延续了自2013年1季度开始的持续回落态势。

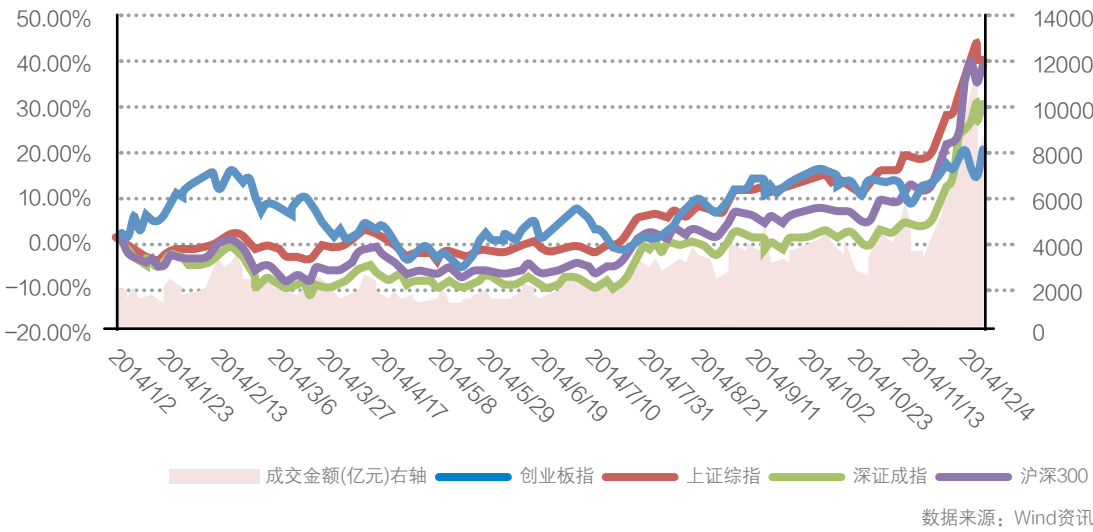
尽管信托资产规模增速放缓,但受2014年下半年以来证券市场的火热行情,证券类信托无论从数量还是资产规模都有了较大幅度增长。从资金投向来看,三季度投向金融机构、证券市场的资金增量较为明显,分别为2777亿与2587亿,较二季度的1938亿与1724亿进一步增加。而根据wind资讯数据,截至2014年11月底,证券类信托产品总量增长96.31%,比去年同期高56.36个百分点,规模增长13.78%,比去年同期高12.76个百分点。

但证券类信托产品由于种种原因并没有取得匹配大盘的收益率。根据财汇金融分析平台的数据,11月平均预期收益率居首的仍然是股权投资类信托,可统计的收益率为10.02%;其次是贷款类的9.11%的预期收益。而证券投资类平均收益不到8%,远逊于大盘的表现。

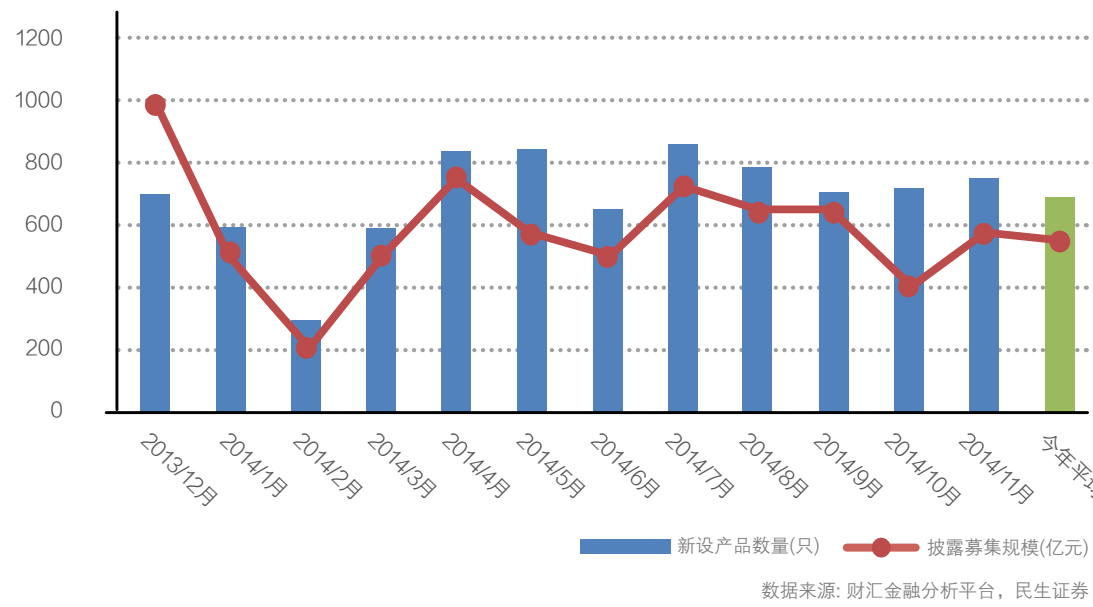
三、国投信托证券类信托产品管理状况

国投信托目前自主管理的证券类信托产品有4只,其中1只是FOF,主要投资于稳健的基金,规模约4亿元人民币;另外3只信托产品主要投资于股票。过去3年期间,这3只信托产品净值增长率均强于大盘:我们的产品在大盘震荡回调时保持相对稳健水平;当大盘企稳反弹时,则表现出更好的弹

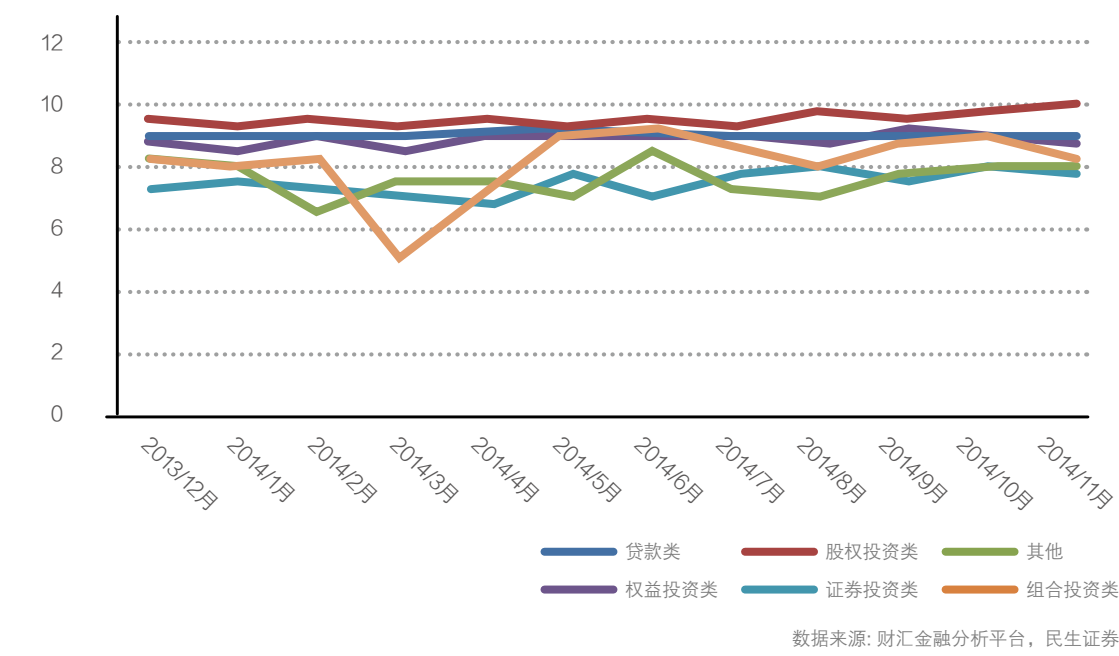
附图1: 2014年证券市场表现



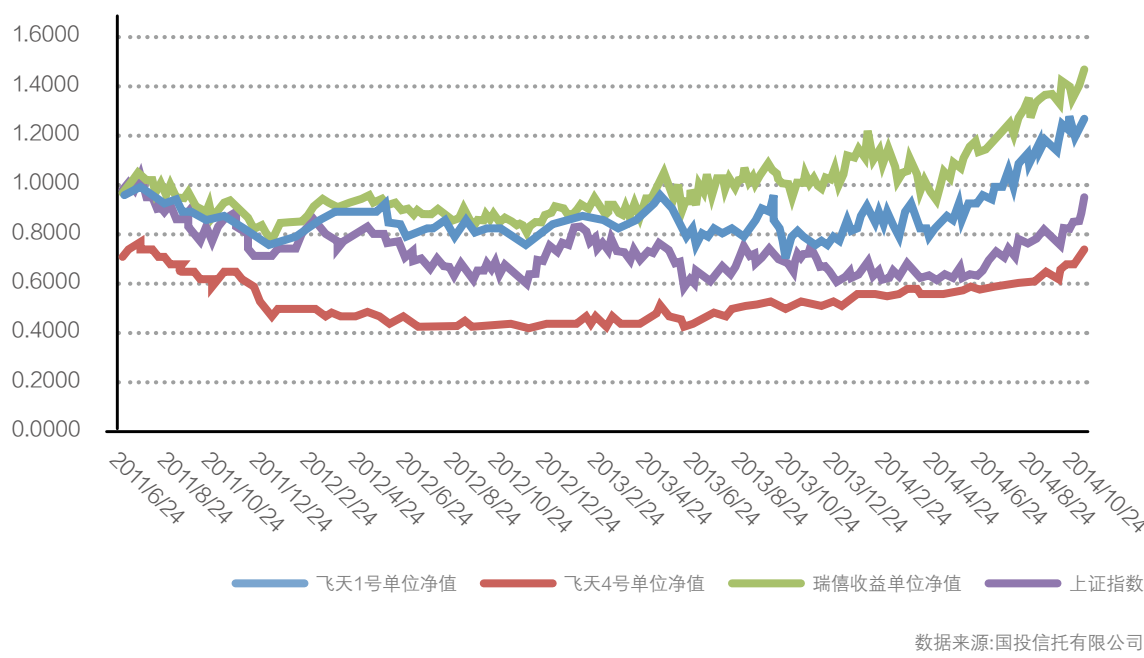
附图2: 信托产品月度新设数量及披露募集规模 (2013.12—2014.11)



附图3: : 最近一年各类型信托产品平均收益率变化 (按资金运用方式)



附图4: 过去3年国投信托主动管理证券类信托产品净值



性。尤其在2013–2014年, 我们的资产管理经验和水平有了极大提升, 风格也确定下来。管理能力的提升通过产品净值表现出来: 截至2014年11月底, 我司主动管理的飞天1号集合信托项目全年实现净值增长35.30%, 飞天4号增长24.16%, 瑞信收益增长33.42%, 远远超过证券类信托项目的平均水平。

2014年A股市场风格切换明显, 对投资管理是个极大的考验。我们通过不断的调研、分析、沟通, 准确地把握了这种转换, 及时转变操作思路, 既抓住了上半年创业板的机会, 也分享了下半年的蓝筹盛宴。

春节前后, 我们的大部分仓位都在成长性更强的中小板、创业板上, 而这个时间段尽管创业板延续了2013年的强势, 但个股分化严重, 像在2013年风光无限的传媒、手游板块开始进入盘整阶段。这个时候我们采取的策略是自下而上的选股策略, 更看重个股的成长空间, 而不是传统的PE、PB等估值方法。像达安基因、立思辰、中海达等中小盘股均为信托项目贡献了较好的收益率。

但春节之后直到5月份, 各主要股指均小幅回调后窄幅震荡, 我司信托项目净值也有小幅回落。而且从宏观数据来看, 经济增速持续放缓, 一季度GDP同比增长7.4%, 汇丰发布的PMI指数也一直在荣枯线附近波动。经济基本面仍然偏弱, 年初的自下而上的操作策略也遇到了挑战。问题既然出现了, 我们便开始试着寻找其他的解决方法。

也正是这个时候, 管理层开始密集发布政策, 一批带有顶层设计性质的综合改革实施方案相继出台, 一批具有标志性、关键性、引领性作用的重大改革举措陆续推出, 改革总体部署全面展开, 在重要领域和关键环节向纵深推进。主要措施包括: ①简政放权, 加快转变政府职能; ②降低企业融资成本, 提高企业活力; ③推进财税制度改革, 逐步扩大“营改增”覆盖范围; ④金融改革有望加快, 包括新股发行实行注册制、完善保险制度、推进资本市场双向开放等; ⑤产业发展规划、区域发展规划密集出台, 尤其 “推进丝绸之路经济带、

21世纪海上丝绸之路建设”的“一带一路”进展迅速, 不仅多国代表签署《筹建亚投行备忘录》, 共同决定成立亚投行, 并且在近期习近平的《联通引领发展伙伴聚焦合作》重要讲话中提出中国将出资400亿美元成立丝路基金。

仔细研究这些政策后, 我们认为这些政策对今年市场的驱动因素可以归结为两点: 一是央行推进利率市场化和治理非标背景下的市场无风险利率下移, 这将导致风险偏好上升; 二是政策层自十八大以来始终推进的简政放权、引进民资的混合所有制改革、定向宽松的滴灌而非全面漫灌的红利释放, 这两者共同引发场外多年积攒的与地产相关的理财产品类资金, 涌向权益市场进行配置, 并结合市场自身的产业转型、市值管理进行融资加杠杆。

具体到行业上, 我们认为一方面随着国企改革的深入, 股权激励、职工持股、混合所有制、合并分立以及上市公司市值管理将为一直处于估值洼地的大盘蓝筹股带来机会; 另一方面随着一带一路规划的推进将会对铁路、航运、建筑等板块带来机会。

在这个思路指导下, 我们下半年逐步减少了中小板、创业板配置, 大幅增持了蓝筹板块, 包括浦发银行、民生银行、中国建筑、中信证券等; 另外一只FOF产品飞天财富宝也同时大比例买进了50ETF、180ETF、300ETF这三只指数型基金, 加上2013年便持有的蓝筹主题基金, 它的权益类投资基本上也都投放在蓝筹板块上面。

11月对于证券市场是一个重要的月份: 酝酿了大半年的沪港通终于开通了。也许从短期看没有太大的效果, 但从长期来看, 这是我国资本市场对外开放的第一步, 它意味着一系列的金融市场改革必将加速, 包括利率市场化、汇率制度改革、证券市场工具和制度的完善等等。与这个相比, 只晚了几天的降息更像是锦上添花。在这两则消息的刺激下, 上证综指开始加速上扬, 也使我司主动管理产品净值远远抛开同类项目, 取得不俗的业绩。



四招挑选工商企业类信托

文 | 证券日报记者 夏青

工商企业信托与基础产业信托、房地产信托、金融类信托等并列，组成了当前我国主要的信托产品类型，为企业提供了一条解决短期资金需求的融资渠道。据《证券日报》记者统计，截止到12月11日，今年以来，投向工商企业的集合信托计划共成立869个，规模总计1115.36亿元，平均年收益率为8.59%。

格上理财研究员表示，与房地产信托相比，工商企业信托一般对成本的承受能力相对较低，因而工商企业收益率通常居中；与基础产业信托相比，基建信托通常背靠地方政府平台，所以工商企业信托在担保和增信方面与之无法抗衡。

但对于投资者来说，如何才能选出好的工商企业类信托？

格上理财研究员表示，可以从以下四点进行考察。

一是看融资主体实力。包括融资主体的财务实力、财务结构和盈利能力。财务实力主要体现在资本实力和资产质量方面，主要关注固定资产大小及占比、无形资产大小及内容、在建工程大小及变化情况。另外需要关注总资产周转率、存货变现能力和应收账款回收难度等；财务结构方面，应重点关注财务杠杆水平，包括资产负债率，资产负债率一般不得高于60%，流动比率，速动比率、总资本化比率等，另外需关注资本结构与资产结构的匹配程度，包括长期资产适合率、公司长期借款到期日分布情况；详细了解每笔对外担保的被担保人、担保事项及担保金额，且对外担保原则上不得超过净资产；盈利能力方面，因较好的盈利能力会在一定程度上赋予企业较好的融资禀赋及选择，使其在应对财务困局时，可以通过调整项目或产品的预期盈利水平来应对困局。考察盈利能力需重点关注营业利润、利润总额、净利润的持续性和稳定性，总资产报酬率、成本控制水平等。

二是看风控设计。工商企业类信托产品会设计土地使用权或房产抵押、融资方股权质押、存

货抵质押、第三方担保等措施。需要注意的是，如果有抵押物，其市场价值应是贷款本息的3倍以上，由于工商企业类信托多使用厂房、设备、存货等进行抵押，多为动态质押，需要关注存货的变现能力、价格波动、是否易储存等问题。如果有担保方，则需要关注担保方的资产实力且信用记录较好，若为担保公司，担保公司的评级需为A级及以上。

三是看还款能力。由于工商企业类信托通常把融资企业的经营收入作为还款来源，因此要关注融资企业的偿债能力，即其流动资产的数量和质量以及与流动负债的比例。在关注流动资产质量时，一般而言，需要存货质量好、变现能力强，应收账款可回收性好；如果企业流动比率小于同行业平均流动比率，或流动资产质量较差，则需要综合考虑其外部资金筹措和集团内部资金调用能力，如该能力也较差，则最好不要选择投资该产品。

四是看项目流动性。由于流动性直接关系着投资人最后预期收益实现的可能性，因而流动性风险是在投资工商企业类信托需要关注的一类风险。项目流动性主要涉及到短期流动性、长期流动性和抵押物流动性。根据经验判断，信托期间内每季度预计现金流入均能覆盖现金流出，且在销售受到影响，现金流入较正常减少20%以上时，仍能覆盖现金流出的企业，其短期现金流较充裕，经营风险较小，此时则短期流动性风险较小；若在现金流预测合理的前提下，信托本息的现金保障倍数（信托到期时企业账上的预计累计净现金流/信托本息）大于150%，则证明到期时现金流量较充裕；对于信托本息的现金保障倍数小于150%，则应重点关注融资主体是否有其他可靠资金来源；而关于抵押物的流动性，一般来说，要求抵押物需为易处置变现、流动性好的资产（如股票、房产等）、抵押率（贷款本息/抵押物合理评估价值）小于等于50%、抵押物所在地对抵押物的处置无限制性规定等。

泛资管时代下信托的跨界突围

在竞争中合作, 实现优势互补, 将是资产管理机构之间跨界合作的一种新常态。

文 | 国投信托资产管理总部 史琳

2012年5月证监会召开的创新大会开启了“泛资产管理”时代。此后, 中国证监会、保监会、银监会陆续出台一系列“新政”, 主题词就是“放松管制”, 允许证券公司、基金公司、保险公司、银行等其他金融同业机构, 开展与信托公司同质化的资产管理业务。随之资管行业规模快速增长, 目前已近45万亿。

在泛资管时代背景下, 原来信托独家经营的格局被打破, 尤其是事务管理类业务, 非银行金融机构都在做, 使信托公司面临着更大的竞争压力。而非标融资类业务, 与其他金融机构相比, 信托仍具有传统优势, 其主动管理能力在竞争中也得到提升。

信托公司在传统业务领域面临的挑战主要来自两个层面。首先是业务层面的挑战。信托业所拥有的制度红利被日益削弱, 受到主要冲击的银信合作通道业务, 现已借道证券公司和基金子公司广泛开展。由于信托公司对融资类银信合作业务有较高的净资本比例、信托报酬等方面的限制, 而证券公司和基金子公司没有上述限制, 因此银信合作通道业务被银证合作、银基合作挤出和取代效应明显。其次是监管层面的挑战。此轮监管新政旨在放松管制和鼓励创新, 在监管上赋予了

其他资产管理机构更加宽松的监管环境。相比之下, 信托公司的监管环境则要严格得多, 其他资产管理机构相比信托公司在业务准入、受益权流动化、净资本管理等方面具有明显的监管优势。

信托公司虽然面临着竞争压力, 但是仍具有自身的传统优势。首先, 信托公司具有一定程度的先发优势。在非标准化债权融资方面, 信托公司积累了多年的经验, 具有自己成熟的业务模式和规范的业务流程, 具有较强的风险管控能力, 以及较高的运作效率。整个信托行业的发展和监管也相对成熟。其次, 信托公司有其独有的制度优势。虽然其他资产管理机构借监管新政获得了开展类信托业务的资产管理业务资格, 但仍无法突破法律层面上金融业“分业经营、分业管理”的制度安排, 不管其实质上如何扩展, 但形式上还不属于真正法律意义上的信托业务, 其受托财产也难以具有信托财产的法律地位, 因此投资者也难以获得信托制度下的严密保护。另外, 信托公司具有信托本源业务的功能优势。目前其仍然是唯一法定的综合信托经营机构, 其他资产管理机构尚不能涉足信托本源业务。

资管市场的变局对信托公司提出了更高的要求, 信托公司应积极应对, 把握机会, 打造自身的

竞争优势, 并籍此继续推动信托业的发展。为此要做好以下几点:

一是用创新的方法开展传统业务, 赋予其新的内涵。包括管理创新、效率提升创新、客户服务(黏合度)创新等。信托公司的管理模式要多元化, 根据自身能力选择与其匹配的发展模式。有实力的大型信托公司可以通过健全自身产品线、打造营销体系、培育资产管理平台, 打造“大而全”的发展模式。而中小型信托公司则可在专业化方面进行突破, 在某些专业领域进行“小而精”的深耕细作。要打造专业化的信托业务团队, 提升其承做业务的核心能力和承揽业务的营销、沟通能力, 从而实现自身的竞争优势, 提升公司信誉在市场中的品牌效应。要提供个性化的受托服务, 通过为客户搭建一站式个人金融服务平台, 提升高净值客户的黏合度。

二是深耕信托本源业务, 发挥信托功能优势。要充分运用信托财产权分离的特征, 把握高净值客户对财富传承等方面的市场需求契机, 积极开展家族信托以及财产权信托等业务。同时要发挥信托横跨货币市场、资本市场和实业市场三大领域的功能优势, 利用集团的资源优势, 培育股权投资类信托业务。

三是打造核心投资管理能力, 向资产管理转型。由于信托产品以融资类信托为主, 真正的投资类信托较少, 因此, 长期以来信托公司的核心能力主要体现为信用风险管理能力, 而不是真正的投资管理能力。从长远发展看, 真正体现信托公司竞争力的是投资管理能力, 相比其他资产管理机构而言, 信托公司目前的投资管理能力是一个短板。因此, 提升核心投资管理能力, 进行多元化资产配置, 丰富信托产品线, 向资产管理转型是打造信托公司核心竞争力、实现内涵式增长的必由之路。

四是适时把握新的发展机遇, 积极尝试跨界合作。在泛资产管理新政的引导之下, 银行、券商、保险、基金、信托等金融机构之间的跨界合作越来越多, 逐步成为一种趋势。首先, 三家或三家

以上机构利用各自的优势合作开展业务已成为一种常用的业务模式。银行、保险在资金端有优势, 券商、基金在标准化资产配置方面有优势, 信托在非标准化债权融资方面有优势, 要取长补短、优势互补。目前国投信托已通过银行-证券-信托合作、信托-基金合作等多种模式开展业务。同时, 国投信托还与国投集团其他子公司——证券、期货、基金等开展合作, 发挥内部金融协同效应, 为客户提供综合金融服务, 并将在时机成熟时向外部推广。另外, 各类金融机构之间互相持股也渐成趋势。目前国投信托在信托持股基金、券商, 保险持股信托等股权合作方面都有所尝试。

跨界合作拉长了金融链条, 也就增加了风险点, 因此对风险控制提出了更高的要求。首先, 多方合作增加了操作难度, 联动各方的业务标准、风控要求, 以及操作细节等都不尽相同, 难以把控项目的完全对接, 容易形成对接盲点, 需要通过反复沟通协调, 落实责任主体, 加强相互配合来解决。其次, 某些在一定程度上规避监管政策的业务, 有可能存在风险转移等行为, 未来会有来自监管的政策风险。随着相关规定陆续提出更加严格的监管要求, 有些合规隐患将会暴露。因此开展跨界合作要立足于监管政策, 准确把握套利与越线的界限。最后, 各家机构均擅长管控各自领域的业务风险, 如果在跨界合作中专业定位发生错位, 将会因对风险管控的认识不到位而导致风险增生。譬如, 信托公司对非标准化债权融资业务, 始终把基础资产本身的安全性作为风险管控的立足点。而基金、券商对于非标业务的风险管控则相对经验不足。因此各家机构要立足各自的专业领域, 发挥各自的业务特长, 管控自己擅长管理的风险, 才能实现优势互补。

总的来看, 在泛资管时代背景下, 信托公司与其他资产管理机构之间, 不仅是一种竞争关系, 更是一种合作关系。在竞争中合作, 实现优势互补, 将是资产管理机构之间跨界合作的一种新常态。

黄蓉怎么会爱上郭靖的？

文 | 佚名

.....



关于郭靖、黄蓉初次相遇，原文里有四个信息，第一是成吉思汗给了郭靖10斤黄金，第二是郭靖第一次花钱，第三郭靖身上带了5锭金子，第四是他一顿饭吃了19两7钱4分。

宋代1斤合16两，1两合现在大概37.3克。

南宋宁宗嘉定年间，每两金子折合铜钱是40000文，约合40贯铜钱。南宋1两银子约合3贯铜钱，同期南宋一石米的价格大概是2-3贯，田价大概是6-7贯。

郭巨侠出来带了多少钱你们自己算，请黄蓉吃饭吃了19两7钱4分银子，眼睛都不眨一下的，末了还送给黄蓉2锭金子、貂皮大衣和汗血宝马。

宋代一两大概合37.3克，按照1两金子换12两银子计算，19.74两银子折合1.645两黄金，折合61.3585克，今天挂牌金价大概是250元/克。（独立鱼注：折合人民币15338元）

顺手又给了黄妹妹2锭金子，1锭2斤，1斤16两，1两37.3克，大概30万人民币做盘缠。

也就是说，射雕的故事实际上是在说：

和土财主爹爹赌气的白富美没带卡没带取款机没带印钞机就赌气离家了，就在快不行的时候，碰到了穿着手工定制套装（还是件皮草）、开着大黄蜂、出手大方为人又忠厚老实的大哥哥。

大哥哥请她吃了顿1万多的午饭，然后把定制套装、大黄蜂都送给了她，而且又送了她30多万零用。

我觉得任何一个女人，不，就算是男人也要哭了。

关于认为“黄蓉是大小姐，这点酒菜根本无所谓”而进行的郭黄身份对比：

郭靖是core的准女婿，共青团中央第一书记的拜把兄弟，中央军委委员的学生，还在全国政协

民族和宗教委员会主任那里补过课。

当时蒙古可是外国啊，郭靖还是海龟属性的和该国副总统称兄道弟，带着进口私人飞机回来的归国华侨。

那时候的蒙古就是美帝，郭巨侠相当于奥巴马的准女婿好吧。

都乱比，奥黑能和老铁比？你要说拉链顿还差不多，那会美帝才是如日中天，奥黑最多算忽必烈。

其实郭巨侠就是从小生活在外国的香蕉人，还是那个国家元首的准女婿，未来元首的把兄弟。为了一个妹子丢掉这一切，与根本不熟悉的母国抗击自己的前祖国，这是一种什么样的精神。

黄蓉的爹黄药师，虽然是当世五大高手之一，但真看身份也就是个看岛上奴隶不爽就可以随便杀人的地方官。不要的徒弟是太湖派系的老大还有江湖著名的恐怖分子黑风双煞。身份类似于地下大佬，只不过阵营偏中立邪恶，跟绝对邪恶的欧阳锋不同。此外还是个老文青，多才多艺。

郭黄两个人根本不是同一个级别的，郭靖要找黄蓉级别甚至更高级别的白富美易如反掌，而黄蓉要找郭靖级别的X二代，只能呵呵喽。

结论：

郭巨侠第一次见到黄蓉，请她吃饭，后者点出来的菜都是五星级高级酒店一个水准的，最后要付的钱够在大宋二线城市买间房子的，你们说的什么所谓屌丝郭靖眼都不带眨一下。塞外正版真皮大衣，脱下来送就送。全球限量版阿斯顿马丁级的小红马，说给你你就给你。

郭巨侠对土妞确实是真爱，放弃做爸爸国驹马的机会，回土鳖朝和土妞过一辈子。

射雕其实是一部女屌丝上位的励志小说。

《大浴女》和《永远有多远》

文 | 综合管理部

《大浴女》	作者: 铁凝
出版: 人民文学出版社	
出版时间: 2006年12月1日	
《永远有多远》	作者: 铁凝
出版: 花山文艺出版社	
出版时间: 2002年1月1日	



第一次知道铁凝是因为看《大浴女》。那个时候还在上大学，室友从学校的图书馆里借出这本书，并且一个劲儿地推荐其他人看。我就看了这本书，刚开始觉得这书名真怪，这作者的名字也挺怪，透着一股子个性。后来，看过铁凝的作品才知道，她就是这么有个性，就是这么让人出乎意料。

《大浴女》是以70年代初为背景，讲述了女主人公尹小跳，备尝艰辛的成长过程与情感经历。其中有母亲的红杏出墙，小妹尹小荃失足丧命，妹妹尹小帆的处处针锋相对，还有就是尹小跳曲折的感情经历。对于一个刚上大二的女学生来说，我并不能理解作者丰富人生经历下所传达出的精神内核，我只是被其中表象的东西所吸引，至今仍清晰地记得书中有这样一个情节，与尹小跳母亲偷情的唐医生，最后光着身子爬上大烟囱，然后纵身一跃，离开这个世界。他为何要选择如此惨烈的手段结束自己的生命，又干嘛要不穿

衣服离去呢？还有在书中，写到早年遭受她批判的一个“女特务”，其实她并不是真正的女特务，但不得不在严刑逼供下承认自己的罪行，还说了一段特别让人匪夷所思的问答：美人鱼的网从哪里来？美人鱼的网从海上来。曾有一段时间，这一度成为我们舍友之间调侃的暗号。

真是少年不知愁滋味的年龄，真是读不懂世间的艰辛。其实，铁凝的作品，像一个高倍显微镜，细切而又精微地透视着人性当中的丑陋，不应拿小说的眼光来看铁凝的作品，因为她的作品是那样的真实。如今有了这样的感悟，一来说明自己真的是“老”了，二来也更加喜欢铁凝的作品，因为书里的女性形象在生活中无处不在。

《永远有多远》也是一部以女性为主角的作品，女主角叫“白大省”，一个地道道的北京胡同妞。当然，白大省如果是真实的，她今年应该五十多岁了，应该还是白奶奶，她这个北京胡同妞跟今天的

妞可不一样。她为人善良，没有脾气，她相貌普通，却渴望真正的爱情，这真是大多数女性的写照。她接触了几个男人，却始终没得到他们的爱。有一次，面对再次离开她的男人，她急迫地抛出了杀手锏：“我的房子马上就拆迁了，可以换更大的北京四环的楼房！”这都没帮她把男人留住，看到这，我不禁可怜起白大省了。

与她这种女人相对应的是“西单小六”，一个充满女性魅力，招蜂引蝶的“狐狸精”。在故事的结尾，白大省在数年之后遇到西单小六，小六已经是三里屯某酒吧的老板，拥有一个比自己小十几岁的男朋友，而且还是那么风情万种。

白大省从小就希望像西单小六那样活着，对于男人，天然具有一种居高临下的优越感。小六从来都不是男人的附属品，相反的，男人是小六的战利品。应该说，大多数女人都渴望像西单小六一样活着，大多数女人却在“白大省”的躯体里渴望真实的幸福。



征稿栏目：

视觉：摄影、书法、绘画作品均可，一律为电子照片形式，照片精度（分辨率）在300dpi以上，1M以上。

投资/理财：以当下各领域（不只是金融）投资热点或理财方式为主题，表达沁人心脾的好思想。稿件字数不超过3500字。

生活：原创文学作品，品味生活百味，小说、散文、诗歌、新闻特稿皆可。小说，字数不超过3000；散文，字数不超过1500；特稿，字数不超过5000。

研究/市场：以金融领域研究为主，涉及制度建设、财富管理、公司发展、趋势动向等等，字数不超过5000。

稿酬标准：

文字类：200元/千字（诗歌，2元/行，不超过10行）。摄影50元/张，书法、绘画60元/幅。

投稿须知：

- 1、请保证该作品的完全著作权（版权），并保证该作品没有侵犯他人权益，谢绝第三方投稿。
- 2、切勿一稿多投。投稿时，请附上真实姓名、笔名，以便支付稿酬。
- 3、所有来稿，60天内无回复，可另行处理。
- 4、稿件一经采用，将按照各类稿件酬劳标准支付。
- 5、被选为通讯员者，稿件优先录用。
- 6、此启事长期有效。

投稿方式：

电子邮箱: lizhe@sdic.com.cn;
联系电话: 010-66091902。
欢迎读者来信来电对内刊建设提出建议。

内刊编辑部
二〇一五年一月十五日

國投財富
SDIC Fortune

国投信托有限公司出品，
双月15号发行。
流通于信托公司、商务广厦，
游转于巨贾富商、豪宅深院。
如果没有你的参与，它就无法成长，
更勿谈成熟。
在此，广招天下各路豪杰好“文章”！