

值得托付的理财顾问

稳健卓越的专业资产管理和财富管理机构
持续为高净值客户打造配置稳健收益的金融产品

2014年管理信托资产规模1500亿元
累计为客户实现收益140亿元



微信服务号



APP



微信订阅号

400—608—8800

总部地址：北京市西城区西直门南小街147号
WWW.SDIC.TAIKANG.TRUST.COM



关注

国投财富APP
理财专家 伴您左右

合作机构





主编寄语

等待戈多

文 | 李哲

在一个清晨,被一些另类信托项目刷屏朋友圈了。看名字,绝对震撼:陆家嘴信托—东方明珠加球集合资金信托计划;北京信托—天安门加门集合资金信托计划;苏州信托—阳澄湖大闸蟹批发集合资金信托计划;陕国投—兵马俑扩建集合资金信托计划;天津信托—天津狗不理包子加馅儿信托计划……

信托经理们脑洞大开,专家评论说这反映了中国目前进入了“资产配置荒”时代,即大量有投资需求的货币没有投资渠道。管清友称:“资产配置荒的背后也意味着经济改革进程偏慢。”

从今年6月份股市的表现,可以看出鲜明的中国特色,股市风险已有目共睹。再加上债市收益低,很多资金开始涌向互联网金融。

据国内权威第三方网贷资讯平台公布的数据,8月P2P网贷成交量达975亿元,环比上升了18%,为去年同期3.9倍。此外,海外资产配置也热起来,多家机构打出海外资产配置的宣传。

当人们开始追逐利益的时候,却往往忘记了风险的存在。9月份爆出的泛亚事件,涉及22万投资人的430亿元资金,让“你要的是利息,人家要的是本金”成为流行语。据不完全统计,2015年至今P2P跑路平台众多,居然有637家之多。

信托行业伞形信托业务、证券类信托业务也深受股市冲击的影响。9月30日前,与信托公司合作的券商机构已经发来函件,停止为伞形产品提供外部信息系统接入服务,伞形信托清理也接近尾声,大限已到。

如此说来,市场上能够提供的优质理财产品确实不多。但我认为从根本上来讲,反映了当前经济新增长点缺乏,改革脚步放慢的问题。

从此次陪同习近平主席访美的企业来看,除了民营企业在数量上以绝对优势压倒国企外,产业结构上偏重互联网、新能源、轻工业,这从另一个角度反映出中国社会经济结构的变化。全国都在寻找新的经济增长点,传统行业面临的转型压力逐年增大。哥伦布在发现新大陆后,西方人才得以在西印度群岛上建立殖民地并挖掘金矿,通过对殖民地的掠夺完成原始积累,并为欧洲人大规模占领和开发西半球打下基础。

发生资产配置荒,只能说明我们还没有发现新大陆。一味的在红海里折腾,在前海里搁浅,在沙滩上徘徊,就只能当个追随者,可是,顺风车总不是那么好搭的。



16 | COVER STORY 封面故事 用互联网思维 重构信托公司竞争力

互联网对信托公司的影响不只是停留在以互联网为工具的层面, 而应该从互联网和信托的深层次特点出发, 在风控、营销、创新和管理等四个方面, 重新构建信托公司的竞争力。

22 | INTERNATIONAL 国际 跟着习主席去美国的 科技大佬们, 昨夜都在 如何谈笑风生



1 / 企业文化

2 / 版权

3 / 卷首

4 / Contents/ 目录

5 / Contents/ 目录

6 / Information

8 / Dynamic/ 动态

10 / Vision/ 视觉

22 / internation/国际

27 / 市场

万达王健林、美的何享健、阿里蔡崇信, 为啥都选家族办公室管巨额资产

40 / 起底泛亚董事长单九良: 野心到了离谱的程度

败走上海后, 单九良来到了昆明, 过去的烂摊子对其似乎毫无影响。他开始了泛亚模式, 交易的标的从煤炭变成了稀有金属。

31 / 2015年7月-9月中国信托市场报告

34 / 索罗斯: 打垮了英格兰银行的人

42 / 黄小鹏: 四角度反思泛亚风险事件

60 / 个人信托受益权转让模式探索

66 / 《中国信托业2014年度社会责任报告》摘登

68 / 顶级葡萄酒造假案



1 A股一日蒸发3.96万亿 股民人均亏损4.25万

8月24日，沪指昨暴跌8.49%创8年最大单日跌幅，跌破年线 3395 点，熊冠全球。2000余股跌停，上涨股票仅15只，一日A股市值蒸发3.96万亿。有消息称，自今年7月中旬至8月底以来，巴菲特所掌管的伯克希尔哈撒韦公司在投资股市方面已经至少账面亏损了112亿美元。

2 影星邓超出任长虹经理一职

9月21日，长虹集团官方微博宣布，邓超正式加盟长虹，将出任长虹CHiQ产品经理一职，参与CHiQ产品的设计与研发。实际上，今年3月，在长虹的智能电视发布会现场，邓超首次受邀担任长虹电视形象代言人。不过不甘于单纯的形象代言，长虹决定做出了上述创举。



3 社科院：今年GDP增速或至6.9%

中国社会科学院经济学部21日发布《经济蓝皮书夏季号：中国经济增长报告（2014-2015）》，将2015年中国国内生产总值（GDP）同比增速预测从春季报告的7%下调至6.9%。报告还预测，“十三五”时期（2016年至2020年），我国GDP增长率将在6%左右，低于十八大提出“两个翻一番”目标所需要的6.5%。为了应对经济下行压力的逐步增大，社科院经济学部建议，加强制度完善，尽快重新优化配置政府资产，同时加大人力资本培育。

4 国投泰康信托开展消费者权益保护知识全员学习和测试活动

为进一步深化消费者权益保护工作，提升从业人员保护消费者权益的服务理念和服务水平，根据《国投泰康信托有限公司2015年度消费者权益保护工作计划》安排，公司2015年8月组织全员开展了一次消费者权益保护知识学习和测试活动。通过组织开展全员学习、测试活动，进一步增强了员工的消费者权益保护理念和服务能力，提升了公司消费者权益保护工作水平。

5 中铁信托访问国投泰康 双方开展业务交流

2015年9月22日，中铁信托董事长郭敬辉一行访问国投泰康信托。

中铁信托此次来访，主要就发展战略、法人治理、业务转型、人才队伍建设等问题进行调研交流。双方一致认为，同为央企控股的信托公司，有共同的环境、共同的需求和相似的发展道路，通过相互学习切磋，并加强业务合作，能够实现更快更好的发展。



中铁信托董事长郭敬辉一行访问国投泰康信托



6 年化收益达17% 国内首支艺术品投资型信托完美收官

国内首支艺术品投资型信托计划——国投飞龙艺术品基金·保利4号集合资金信托计划，于2015年9月8日顺利结束。在经历5年的封闭期后，年化投资收益率近17%，扣除各项费用和浮动业绩报酬后，投资人年化收益率达13.16%。

保利4号，2011年就获得“最佳艺术品投资信托计划”大奖，为艺术品投资型业务树立了行业标杆。国投泰康信托与行业内领先的保利艺术投资管理公司，双剑合璧，保证了信托项目规范运行。双方凭借先进的管理机制，精准的市场把控以及专业的风险管理，成就了一款集专业性、艺术性及投资性于一身的艺术品投资信托计划，堪称完美。



纪念抗战胜利70周年大阅兵回顾

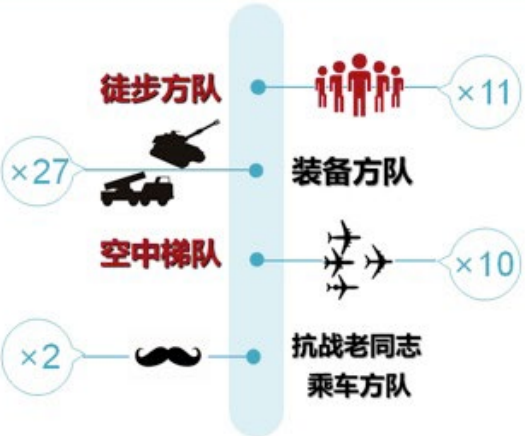
2015年9月3日上午10点，中国人民抗日战争暨世界反法西斯战争胜利70周年纪念大会在北京天安门广场举行。1945年9月2日，日本政府正式签署投降书，标志着中国人民抗日战争暨世界反法西斯战争的最后胜利。2014年2月27日，第十二届全国人大常委会第七次会议以国家立法的形式通过决议，确定每年9月3日为“中国人民抗日战争胜利纪念日”。

阅兵式四个首次

- 9月3日天安门广场阅兵有几个鲜明特点：
- 首次组织纪念抗日战争暨世界反法西斯战争胜利专题阅兵，
- 首次设计八路军、新四军、东北抗联、华南游击队等英模部队代表编组受阅；
- 首次安排将军领队参阅，
- 首次邀请外国军队代表参加，
- 是一次传承历史与未来、沟通中国与世界、传递和平与发展的阅兵庆典。

阅兵十大看点

- 1、阅兵总体安排
 - ①阅兵包括抗战老兵参阅、英模部队方队参阅、外军参阅、将军担任领队参阅、新型武器装备受阅；
 - ②按机动进入、列队、阅兵式、分列式、疏散回撤5步骤组织实施，阅兵式和分列式约70分钟；
 - ③奏唱《保卫黄河》《在太行山上》等抗战经典歌曲。
- 2、正式受阅约1.2万人
 - 共编50个方队，有徒步方队11个，抗战老同志乘车方队2个、装备方队27个、空中梯队10个，正式受阅约1.2万人，拟动用40多种型号装备500多件、20多种型号飞机近200架。



- 3、展示的武器装备均是国产主战装备，84%为首次亮相
 - 27个装备方队按照作战体系要求编组，包括地面突击、防空反导、海上攻击、战略打击、信息支援、后装保障等模块，展示的武器装备均为国产主战装备，84%是首次亮相。
- 4、徒步方队齐步行进1000米动作不变形
 - 目前，徒步方队能做到站立2小时不动，正步行进200米、齐步行进1000米动作不变形；空中梯队能做到米秒不差。
- 5、将军领队是一大亮点
 - 今年从全军遴选50多位将军领队参加受阅，包括中将、少将指挥。他们进入训练基地，忘记了自己的职务、年龄、伤病，与战士同吃同住同训练。在训练场上，他们是一面旗帜，极大鼓舞和带动了受阅官兵的士气。

- 6、抗战老兵平均年龄90岁
 - 两个抗战老同志乘车方队由从大陆遴选的、目前健在的国共两党抗战老兵、我党我军和国民党抗日英烈后代，以及抗战支前模范代表组成，抗战老兵平均年龄90岁，抗战支前模范平均年龄88岁，英烈子女年龄平均78岁。
- 7、俄罗斯等10多国派方队或代表队参加阅兵
 - 目前，俄罗斯、哈萨克斯坦等10多个国家派方队或代表队参加阅兵。这些外军方队和代表队来自亚洲、欧洲、非洲、大洋洲和美洲等世界五大洲。

- 8、10个空中梯队涵盖作战及保障机种
 - 10个空中梯队，包括空中护旗方队、领队机梯队、预警指挥机梯队、轰炸机梯队、歼击机梯队、海军舰载机梯队、海上巡逻机梯队、加受油机梯队、直升机梯队，涵盖了我军现有先进作战和保障机种。
- 9、北斗系统被引入阅兵训练
 - 为提高阅兵训练的科学性，引进北斗高精度定位测量技术，研发训练考核系统，配发北斗自动授时系统，制作阅兵电子沙盘和模拟仿真系统。

- 10、阅兵准备集中训练3个月时间
 - 今年阅兵训练时间相对短，阅兵准备集中训练3个月时间。如何保障高质量、高水平：①选拔受阅部队和装备时有严格标准，均达到较高水；②有一套严格科学的训练方法；③具体实施时，因人而异、因装备而异，采取具体措施，提高阅兵训练

图文综合转载自：人民网、学习小组（微信号：xuexixiaozu）
我报道（微信号：wobaodao）、中国新闻网（微信号：cns2012）
政商内参及网络。





01/
胡科摄影作品/兄弟
图为参加“国投高科杯”国投集团第五届男子
篮球赛（北京赛区）比赛的队员们。
从左到右依次是：殷健、李强、张铎、陈子龙、
王博巍和王宁。场外休息的间隙，队员们露出
灿烂、自信的笑容。



01/
02/

01/
胡科摄影作品/赛场绅士
在阻击对手时，队员殷健身手矫健优雅，像行走在赛场上的绅士。
02/
胡科摄影作品/夹击
队员郑皓哲和陈子龙，将对方红衣队员夹击在中间，紧张地注视着前方，像伺机而动的猎豹。



03/
04/
03/
胡科摄影作品/大家乐
在完胜中投保后，队员们绽放快乐的微笑。
04/
拦截
队员彭兵兵展开双臂拦截来势汹汹的对手，沉着、镇定。

01/

01/
胡科摄影作品/拼抢
陈子龙运球，遭遇中投保队员拦截，队长李达迅速扑救。



02/
03/
04/05

02/
胡科摄影作品/英雄本色
脱掉戎装的队员们，尽显英雄本色。
从左到右依次是：李强、王文泳、殷健、陈子龙、彭兵兵（前一）、王宁（前二）、徐韬（后一）、郑皓哲（后二）、侯启昆、张铎、李达、王博巍。

03/04/05/
胡科摄影作品/啦啦队
场内拼抢火热，场外助威更热烈。帅哥美女领衔主演，绝对是史上颜值最高的啦啦队组合，有力地干扰了对方的发挥。



用互联网思维重构 信托公司竞争力

互联网对信托公司的影响不是只停留在以互联网为工具的层面, 而应该从互联网和信托的深层次特点出发, 在风控、营销、创新和管理等四个方面, 重新构建信托公司的核心竞争力。

文 | 傅强



当前，互联网金融的话题成为全社会共同讨论的热点。作为第二大金融子行业的信托业，也在积极拥抱互联网，多家信托公司纷纷试水与互联网的结合，在销售渠道、客户服务、受益权转让等方面创新模式，引起了高度关注。但从更深层次来看，互联网对信托公司的影响不是只停留在以互联网为工具的层面，而应该从互联网和信托的深层次特点出发，在风控、营销、创新和管理等四个方面，重新构建信托公司的核心竞争力。

一、风控能力的“互联网+”

随着中国经济增速回落和结构调整的深化，信托业面临着越来越复杂的外部发展环境。以房地产和基础设施为主要领域的传统业务风险时有暴露，反映出一些公司风险控制能力的问题。金融机构经营的就是风险，风险控制是信托公司的核心能力之一。信托公

司可以利用互联网的优势，着力提升公司的风险控制能力。

一是“云思维”。无论是开展房地产还是地方基础设施项目融资，信托公司在前期尽调时，通常面临的问题是项目本身质量、增信方的还款能力以及抵质押物的价值等，这些构成了传统非标融资项目的主要风控手段。在互联网时代，要求信托公司不能孤立地、静止地看待一个项目的风控信息，不能只对其财务报表中的关键信息进行简单分析，就算是完成了尽调；而要对项目的真实进展情况、财务指标背后的数据逻辑、项目相关方的多种信息加以分析处理，抽丝剥茧之后，才能发现项目更真实的情况。因此，要具体地识别、分析项目风险和交易对手的真实情况，就要用互联网的云思维，通过互联网先进、便捷的信息渠道，尽可能多地获取相关信息，多个角度去论证项目的真实风险。

二是数据化。数据是互联网时代的信息基础。通过互联网思维，用数据来描述项目风险控制的关键环节，有利于提高风险识别的客观性、准确性，有利于充分利用相关数据资源、提升风险识别的全面性，有利于在项目存续期管理过程中强化风险跟踪的效果。

三是模型化。对于资本市场的投资业务而言，各种量化分析的模型已经成为必不可少的决策分析工具。但是对于目前仍以非标业务为主的信托公司而言，之前很少用量化、模型化的手段去度量风险。在互联网时代，云思维、数据化为建立风险控制模型打下了基础。在一定风险偏好的基础上，根据不同项目的风控逻辑，通过互联网的大数据基础，可以对更多类型的项目实行量化风险管理。

二、营销能力的“互联网+”

转型时期，信托公司纷纷加强营销能力建设，广泛搭建销售渠道，充分挖掘营销平台功能，对客户开展财富管理、家族信托等一系列服务。尤其通过互联网手段，改善了传统营销渠道成本较高、效率较低、覆盖面有限、手段单一等问题。信托公司的互联网营销思维逐步清晰。

一是营销平台的互联网化。近年来，多家信托公司以移动互联网终端为工具，通过现有的微信平台，或自主开发APP，实现了营销平台的互联网化。特别是一些公司凭借微信平台的客户优势，开发了订阅号和服务号；通过订阅号发布信息、吸引客户、宣传推广，通过服务号实现产品预约、认购、信息披露等功能。通过移动互联网的手段，真正扩大了客户营销半径、改善了客户体验。

二是营销模式的互联网化。传统的信托公司营销是以产品为核心，先有产品后进行资金募集，经常会出现资金和产品开发的节奏不匹配的问题。而在互联网思维下，利用数据采集和集中分析，挖掘客户的潜在需求和行为特点，及时进行市场的动态预测，不断调整产品开发以及营销战略，设计更多符合投资者需求的产品，满足客户需求，实现精准营销。

三是客户覆盖的互联网化。传统的信托产品通常要求以100万元作为认购起点，门槛较高，加上产品规模和数量有限，客户覆盖面也受到制约。互联网金融产品的客户覆盖面较广，尽管很难覆盖到超高净值客户，但是对中产阶级的资产配置还是有一定吸引力。此外，互联网金融产品的脚底门槛、开放式设计、连续认购等特点，也为各个层级的客户提供了较为丰富的选择。一些信托公司通过开发连续化、基金化的信托产品，降低了认购门槛，实现了网络预约认购等一系列功能，真正实现了便利化。

四是信托受益权转让的互联网化。部分信托产品的投资者在特定情况下会产生将受益权转让变现



的需求，信托公司之前往往采用线下撮合的办法，实现投资者之间的信托受益权转让。目前部分信托公司利用互联网思维，搭建收益权转让的信息平台，在线上发布收益权转让信息，线下完成转让，高效、便捷地满足投资者的需求。

三、创新探索的“互联网+”

在“99号文”的指引下，信托公司加大了转型创新的力度，通过一年多的时间，在股权投资、家族信托、养老信托、资产证券化等方面有了深入探索，但并未真正形成未来行业发展的支撑。在互联网思维的引导下，信托公司的创新探索呈现出以下几个特点。

（一）标准化

一是互联网信托基金产品。传统的信托产品多为非标融资类产品，很难满足互联网时代客户的需求。多家信托公司开展了基金化产品的探索，包括：现金管理类基金化产品，此类产品门槛较低，期限较短，

通过互联网平台进行销售，可以提高客户黏性，为信托公司提供稳定的资金规模。目前已有上海信托、华宝信托、中行信托等多家公司开展此类业务。此外还有私募基金类产品，通过互联网平台，凭借TOT、FOF等模式，将原有的非标资产，以基金的方式进行标准化，与客户需求实现对接。

二是具有统一风控标准的小额金融产品。在个人贷款方面，通过互联网大数据等工具，对个人信用记录、收入情况、行为特征进行综合分析，借助先进的技术手段，控制个人贷款的实际风险，开展个人金融服务。在小微企业贷款方面，可以对企业进行分类，建立标准化的大数据风险管理系统，有效识别不同类别的企业风险，实现精准风控，为开展小微企业金融服务打下基础。

（二）平台化

一是通过互联网平台的资产证券化业务。传统的资产证券化业务主要包括银行间市场的信贷资产证

券化和交易所市场的资产证券化。一直以来，信托公司在资产证券化业务中处于劣势，原因在于在资产证券化业务中没有明显优势，仅作为受托人出现，而应有的自主管理没有得到体现。而在互联网金融时代，信托公司可以通过互联网平台，参照传统资产证券化的业务模式，构建资产证券化产品交易市场，从而摆脱公开市场的诸多限制，提高此类业务的效率，打通此类业务的互联网平台渠道，提高信托公司在资产证券化业务中的地位 and 作用，从而开辟信托业务的新蓝海。

二是投资众筹平台。随着资本市场业务的逐渐火爆，传统的信托投资者转变观念，对投资类产品的需求不断增加。目前国内已经建立了主板、创业板、新三板以及股权众筹等四个层次的资本市场，在股权众筹这一最体现互联网精神的市场，由于股权众筹企业在管理决策权以及信息披露上往往存在不对等的现象，目前仍处于发展阶段。这一领域，目前大型的股权众筹平台已经渐渐积累人气，信托公司可以选择与股权众筹平台合作，或者为投资者投入资金提供担保等方式，依托已有的股权众筹平台，满足互联网用户的投资需求。

（三）服务化

通过互联网平台，可以挖掘信托的服务功能，真正体现信托的本源。尤其是消费信托与互联网的结 合，通过与生产商和服务商的合作，既满足了客户消费需求，又满足了产品或服务提供方的融资需求；通过互联网平台，降低了消费信托的门槛，使多数消费者能够享受到该类服务。

目前在国内经济总体需求不振的情况下，利用互联网消费信托可以有效地带动消费，特别是在与消费有关的行业，如日用消费品、教育、医疗、养老、旅游等，都将成为互联网消费信托的关注热点。多家信托公司已经开始了实践，如长安信托的“手机信托”、西藏信托的“宝马信托”等，均体现了消费信托的互联网特征。

四、管理体系的“互联网+”

随着信托公司转型向纵深推进，管理体系的变革成为各家公司关心的重要问题。在互联网快速发展的时代下，信托公司必须利用互联网强大的信息获取、传输、存储和处理能力，将其运用到公司管理体系的各个环节，从根本上提升信托公司管理水平。

一是组织机构的互联网特点。在互联网时代，由于信息获取的便捷性和决策传导的高效性，组织机构趋向扁平，管理链条逐步缩短，这样才能满足互联网金融产品以产品为导向、以客户需求为根本的出发点，更加满足个性化的需求。与传统组织机构和管理架构相比，互联网金融时代，信托公司要求建立更加科学的管理体系，充分发挥个人的力量，尤其是公司骨干的作用，组建小型的攻关团队，以解决固化的管理程序和不确定市场要求之间的矛盾，提升反应速度，提高管理效率。

二是建立适应互联网要求的信息系统。由于经历历次整顿，信托业的快速发展时间较短，业务品种相对复杂，与银行、券商等金融机构相比，信托公司在信息系统建设上处于较为落后的地位，对互联网的技术应用相对缺乏。银行、券商利用互联网手段拓展业务已成为普遍现象，但信托公司在互联网基础设施建设方面还十分落后。随着互联网、大数据时代的到来，信托公司的信息系统价值更多体现在信息存储、查询和统计等方面，充分发挥数据结果分析、决策支持优化等作用，为公司业务结构调整、经营思路转变和管理模式提升打下基础。

三是内部流程的互联网化。在组织架构的调整、信息系统搭建的基础上，要根据信托公司业务结构、风控决策、营销手段等方面与互联网结合的特点，对内部管理流程进行再造，使之更贴近互联网金融的发展要求，更贴近客户和市场需求的迅速变化，更能够满足公司内部管理效率提升的迫切要求，突破原有的规章制度、业务规则、操作流程等限制，全面适应并支持信托公司的创新转型。

（作者系国投泰康信托有限公司总经理）



跟着习主席去美国的科技大佬们，昨夜都在如何谈笑风生

文 | 如果到现在

有媒体统计说，跟随习近平访美的15位中国企业家，他们所领导的企业其市值相当于1.2万亿美元。据说这个数字相当于韩国的GDP。而参加论坛的美国公司中，全部为在美股上市企业，其总市值近2.5万亿美元，占美股总市值的近10%。

到美国之后跟当地富可敌国的美国商界大佬们会面时，会产生哪些化学反应呢？先来看些文字介绍。

西雅图·中美企业家座谈会：学习下习主席对中国经济的总体判断

美国西雅图当地时间23号上午，国家主席习近平出席中美企业家座谈会，并发表讲话。习近平表示，中美双方已经就负面清单谈判达成了重要的阶段性成果。

这次座谈会汇集了来自中美两国各15家企业巨头的领导人，包括中国的互联网巨头阿里巴巴、腾讯等，

美国的全球知名企业微软、苹果、波音等。习近平向在座的企业家表示，中国经济长期向好的趋势不会变。

他说，近一个时期，中国经济增速有所放缓，经济面临较大下行压力，股市出现一些动荡，这是实际情况。这里面既有世界经济影响的因素，有我们主动调控的因素，也有中国多年积累的一些结构性矛盾的影响。尽管面临这样那样的困难，但我相信，从长期观点看，中国经济的基本面是好的，仍将保持长期稳定的中高速增长，中国经济前景十分光明。

他表示，今年上半年，中国经济实现7%的增速。在10万亿美元经济规模的基数上增长7%，比过去10%的增量还要大，这个速度在世界主要经济体中位居前列。稳中向好，不仅体现在速度上，更重要的是体现在结构优化和发展方式转变上。现在，消费对中国经济增长贡献率达到60%：一些新的经济增长点在加快形成，高技术产业增速明显快于整个工业，信息、文化、健康等消费需求旺盛，经济发展方式正从出口和投资驱动向内需驱动加快转变。中国经济早已同世界经济深度交融，现在全球经济复苏总体偏弱，中国经济增长速度有所放缓或波动是难免的，但中国经济依然是世界经济的贡献者，今年上半年中国经济增长对世界经济增长的贡献率约30%。中国进出口总额增速放缓，但进口的大宗商品实物量并未减少，甚至有所增加。今后进口商品的数量会稳中有增。中国已成为资本净输出国，对外投资保持较快增长，正成为全球重要的投资来源地。

哪些企业家参会，及为何是他们

据报道，中方由包括腾讯的马化腾、阿里的马云、联想的杨元庆等15位企业家组成，美方则由通用汽车的玛丽·博拉、伯克希尔·哈撒韦的沃伦·巴菲特、苹果的蒂姆·库克等15位企业家组成。从企业性



质来看，此次随访的，有国企也有民企。而从企业所涉及的领域来说，互联网的有百度、阿里、腾讯、金融的工行、中行、汽车的万向、能源的新奥能源、粮食的双汇、伊利、建筑的中建、化工的玉皇化工、制造业的天津钢管等。

据京华时报分析，这些企业都是经过精心的选择，主要的选择理由除了实力必须雄厚，还包括：

1、在对方国家有丰富投资经验

公开资料显示，参加论坛的双方企业，在对方国家都有丰富的投资经验。如阿里2014年在美上市，投资有多家应用开发、电商公司。万向集团更是早在1993年就走进美国，迄今已收购数十家美国本地企业，全美范围已拥有28家工厂。2011年，万向美国实现营收2.27亿元，占公司全部营业收入的7.40%。

美方阵容中更是包括了苹果、亚马逊、星巴克等中国用户耳熟能详的企业。据不完全统计，这些企业在中国包括独资公司、合资公司、办事处、工厂生产基地、研发中心、门店等超过600个。如著名的通用集团，目前在中国建立了12家合资企业和2家全资子公司，在中国进口、生产和销售别克、凯迪拉克、雪佛

兰、欧宝、宝骏、五菱及解放等品牌的系列产品，所提供的产品系列之丰富位居所有在华跨国汽车企业之首。

2、在当地吸引了大量就业岗位

与投资成正比的是，这些公司在对方国家也提供了大量当地就业机会。据公开的资料披露，在参加论坛的中方企业中，万向集团在美国本地企业至少提供了5600个就业岗位。海尔集团在卡登姆的新工厂预计可增加400个工作岗位。而在习近平主席访美前夕，国务委员杨洁篪在《西雅图时报》发表署名文章称，据预测，到2020年，中国企业在美累计投资将达1000亿-2000亿美元，可为美国新增20万-40万个就业岗位，两国互利共赢的经贸合作前景非常广阔。

同时，美方企业中，如通用集团就在中国拥有超过58000名员工，霍尼韦尔在中国的20多个城市设有多家分公司和合资企业，员工人数超过12000名，波音公司在中国共有150名员工，与波音业务相关的企业员工超过6100人。

综上，你或许就能了解为什么这次这个中企代表团里不见华为与任正非的身影了——美国，现在还是老任心上的痛吧。

中美企业间要门当户对

据《京华时报》称，参加论坛的中美企业对应关系很有讲究，如在汽车行业，对应万向集团的有通用汽车；在互联网领域，对应BAT的，有亚马逊、苹果、思科、微软，对应联想的有IBM；在金融领域，对应中国银行、工商银行的有伯克希尔·哈撒韦；在食品领域，美国有星巴克、百事；在化工领域，美国有陶氏化学……这些行业和从事领域相对应的中美企业，它们碰在一起很有可能就对应领域展开磋商，甚至达成合作。

该报还说，对企业家来说，跟领导人出访也挺麻烦的，要经历一系列的申请和审核，同时要自负出访费用。但这些成本对于急着走上国际舞台的中国商人们来说，都是心甘情愿、毛毛雨啦。

(本文来源虎嗅网，请作者与本刊编辑部联系稿酬事宜)



万达王健林、美的何享健、阿里蔡崇信，为啥都选家族办公室管巨额资产

超高净值家族的财富管理不仅局限于财务问题，还有很多软性问题，比如是家族和睦、家族教育、慈善、礼仪、管家服务等财富管理功能。

文 | 吴飞

最近有两则新闻，看似无关，实则相连。一则新闻提到来自杭州、宁波、嘉兴的几个浙江“富二代”于2012年一起组建了一个股票共同账户，该账户由多个独立账户关联组成，几个人共同出资募集规模在3亿元左右。这些股东大多为80-90后，年龄相仿，背景类似，刚国外留学回来，便接手了父辈的公司，一方面做实体经济，另一方面用部分资金利润进行二级市场投资。上半年这个账号取得的最高收益在110%-120%左右，但是在股灾初期，他们选择了博一把，而这一博导致了前期的胜利果实消耗殆尽。

另一则新闻与股灾也相关。政府力度空前的股市“维稳”中，其中一项举措是对异常交易的账户采取限制措施。在沪深交易所近期披露被限制交易的34个账户名单，四个量化对冲基金账户与一个叫盈峰资本有关。公司注册于深圳前海，旗下证券投资基金、PE投资基金已达22支，管理资产近50亿元人民币。

更值得注意的是，控股股东叫盈峰控股，盈峰控股持有盈峰资本62%股权。而盈峰控股的实控人叫何剑锋。何剑锋持有盈峰控股91%股权，持有剩余9%股权的另外一家公司由何剑锋配偶控股。

何剑锋是何许人？何剑锋是美的集团美的董事以及创始人和实控人何享健之子。除了盈峰资本，盈峰控股还是易方达基金并列第一大股东，开源证券、顺德农商银行，国内风机行业第一家上市公司上风高科大股东。盈峰控股的关联方包括美的控股，后者的94.55%股份控制在何剑锋父亲何享健手中。美的控股持有美的集团35.49%，为控股股东。把何享健、何剑锋父子两人对金融投资计算入内，投资延伸到银行、

券商、基金、创投等五大领域，涉及2家公募基金、6家商业银行与1家券商。按持股比例计算，控制的金融资产已超过1800亿元。

一直以来，中国富豪家族的财富管理，如果不是因为偶然事件媒体曝光，他们的布局，通常不为外界知晓。以上两则新闻体现出都是投资中暴露出来的“风险”，一个是市场风险，另一个是操作风险；不同之处是一个“组成联合账户投资股票的尝试”，一个是“多方位综合成熟的金融控股集团”；一个是3亿的“炒股资金”，一个是1800亿的“金融帝国”。

抛开操作平台、操作方式以及规模的差异，两种投资模式其实和国外流行的一种家族财富管理模式“家族办公室”是非常相似的。

如果浙江富二代的模式代表的是目前众多江浙企业家，正在将实业积累的资金，集中进行系统性投资尝试，是一种家族办公室的雏形；那么，家族办公室的模式，在一些超高净值的家族，比如美的的何氏家族，已经被接受并实践，不知不觉当中形成规模。

什么是家族办公室？

家族办公室是一个由相关领域专家组成，专注于一个财富家族的投资及私人需求等事务的私人公司。超高净值家族的财富管理不仅局限于财务问题，还有很多软性问题，比如是家族和睦、家族教育、慈善、礼仪、管家服务等财富管理功能。除了投资，家族办公室还可以提供任何让富豪家族心动的服务。

只服务一个家族的家族办公室叫单一家族办公室，服务两个以上或多个家族的家族办公室叫联合家



族办公室,可以分别对号入座到上文提到的两个例子。

在中国，富豪们什么时候需要家族办公室呢？

中国很多家族财富仍然掌握在第一代财富创造者,关注财富增值,传承压力小,对于家族事务,如家族治理,兴趣不大。能实现财富保值和增值的投资型家族办公室在未来一段时间将会是中国富豪家族的选择。

最普遍的是两种情况。一种情况是家族面临突然发生的资金流动性。这些情况包括出售家族企业,资产证券化, IPO或其他重大财富转移事件会创造出来的流动性。这些突然变现大量财富,可能会需要专业的投资机构来管理。(虎嗅补充)例如,马云的好伙伴蔡崇信在阿里上市后,就成立了家族理财室,打理其阿里巴巴IPO(首次公开招股)所带来的数十亿美元的财富。

另外一种情况是家族将财富视为一个全新的商机,而并非仅仅是家族的资产。设立家族办公室纯粹是一种商业追求,遵循“财富增值”投资指令。刚才提到的浙江富二代和美的何氏家族的金融投资都符合这样的情况。因为投资的重点在于增值,这种家族办公室往往专注在证券二级市场或私募股权等风险投资行业。大连万达集团王健林的儿子王思聪也成立

一家专注股权投资的公司,叫普思投资。这也是其中一个例子。王本人也认可普思作为王氏家族的家族办公室。

为什么选择家族办公室模式？

第一,投资习惯和心理

首先,隐私。很多家族秉承的是中国“人怕出名猪怕壮”“财不外露”的思想,很多人采用不同的机构打理财富。国内的一份私人银行客户的调查报告揭示,可投资规模在1000万到1亿的客户将财富分散到平均2.5家私人银行,1亿以上客户平均使用2.85家私人银行。另外一种办法就是采用完全隐蔽的私人投资公司。

其次是信任问题。国外富豪家庭经历几代传承,财富管理观念根深蒂固,有专业人士管理,他们乐享其成;而中国的新富习惯掌控每一个细节,对职业经理人抱有有限的信任感。

浙江富二代的例子中,由于股东不是专业的投资人士,团队从江苏一家大型券商雇了一个操盘手。但是,决策流程采用的却是一种共同决策模式。新闻提到“当其中一个人提出买卖个股意见时,必须统一商讨,然后交由操盘手进行基本面分析,只有半数人以上同意,才可进行操作。”其实这里有很多矛盾的地方:因为自己不专业,所以交给专业人士,但又要亲力而

为,不愿放权。

另外,信任问题体现在采用自己的投资公司而不是财富管理机构,家族希望和代表自己利益,而不是代表某机构利益的投资顾问合作,因为机构的顾问的目的往往被理解为销售产品而非提供优质服务。

第二,从投资有效性角度来理解。

资产分散于多家金融机构,可能会导致各家机构都只能接触到其一个投资侧面,缺乏对其整体投资组合的理解。

甚至,分散的投资组合并没有达到实际性的分散投资,因为各家金融机构的组合可能并无本质区别,增加了家族识别其资产配置的难度。

一个灵活度高、量身打造定制的投资平台,更加有利于筛选与家族的价值观、投资信念保持一致的专业经理,发挥出协同作用。

整合资产、扩大规模后的集中投资使得投资机会也更加丰富,谈判当中的议价权也更强。不难想象,个人的500万和集中10个亲戚的500万在寻求投资机会时会有多大的不同。

另外,家族公司与传统投资机构对比,更偏向长期投资,不那么为短期目标所牵制。而且也没有公募基金不能做空等、披露持仓情况等诸多限制。

举个例子，戴尔家族办公室是如何成功的？

因为在中国现阶段,富豪家族更加偏好的投资型的家族办公室,戴尔就是这类型较为成功的案例。戴尔电脑是IT行业的一个传奇故事。公司上市后,迈克尔·戴尔通过高盛的私人财富管理部门管理他的财富。当资产规模逐渐增大时,他愈发觉得需要组建一个专业的团队来管理。

机缘巧合,在一次与高盛的两位高管的午餐,两位高管谈起出来创业,戴尔说你们干脆过来帮我忙。然后,两位合伙人和家族花了两年多时间取得一致的价值观;既以长期资产增值为首要目的,并在其基本理念指导下寻找有能力的资产管理团队作为合作伙伴。

从1998年的4亿美元起步,如今的戴尔家族办

室在纽约、洛杉矶、伦敦均设有办公室,聘请了100多名全职员工,管理的资产总值估计超过130亿美元。家族办公室下设5个投资方向团队:股票投资团队,特殊机遇投资团队(比如近年欧洲的主权债务危机就是一次特殊机遇,这个团队投资了欧元区边缘国家的国债),不动产投资团队,私募股权投资团队,合作投资团队(这个团队主要投资到第三方对冲基金)。

戴尔家族办公室的资本市场运作不仅使得戴尔家族财富增值,同时减少戴尔公司业绩波动带来的戴尔家族财富的影响。比如说,2002年戴尔公司年净利润增长率为-42.8%,戴尔个人财富净值年增长率14.3%,两者关联度很低,甚至负相关。2013年,戴尔家族办公室帮助迈克尔·戴尔寻找资金和交易伙伴,收购公司上市的股份,完成戴尔公司的私有化。

本土化要注意什么？

首先,家族投资须有统一的投资理念和投资目的。

投资理念是指导和推动投资决策过程的各种价值观、原则、信念。专业人士流动性高,不至于换了一个基金经理,所有投资原则都要换。专业人士的投资策略是在家族的理念和原则下制定和实施,而不是家族投资被基金经理的理念牵着鼻子走。

投资目的是指富豪家族为其财富设定的功能性目标。既包括例如为后代增长资产,可持续发展和回馈社会等宏观的目标。也包括例如在特定期间内获得特定的投资回报的具体目标,例如戴尔家还要留出钱来做公益。

其次,尽量使得家族办公室投资功能专业化。

专业化体现在两方面:第一,家族财富和家族企业相互独立。戴尔家族办公室与戴尔电脑公司是两个彼此独立的法人实体,除了迈克尔·戴尔本人以外几乎没有任何联系。

在资金层面,戴尔家族办公室只是帮助迈克尔·戴尔把家族资产配置于IT行业之外,实现分散投资;

在人员层面,家族办公室里所有的合伙人均是金融领域的资深经理人,没有一位戴尔家族成员或戴尔电脑公司高管。

同样,在美的的例子中,尽管身为创始人何享健的独子,何剑锋并未接管美的集团偌大的资产。何享健在企业管理上一直在去家族化,但在家族财富管理上却坚定地由自己家族人员掌控。实现家族财富管理和企业管理分离。

第二,投资经理的专业化。成功的家族办公室一直在执行这



个原则。戴尔家族办公室初始的两位合伙人都拥有炫目的职业生涯，堪称金融界的“蓝血贵族”，他们都曾经是高盛公司的高管。美的公司的例子中，盈峰资本的量化投资总监张志峰，拥有纽约大学数学博士学位、斯坦福大学数学系博士后学位，且具有多年华尔街投资经验，曾在世界两大著名投行摩根士丹利及巴克莱任职固定收益及衍生品全球研究总监。

具体模式怎么选？

精简式的家族办公室在中国是有很大的市场。第一种模式是，中国家族在实体企业以外设立由家族控股的投资公司、投资基金或者其他投资主体，聘请各领域的专业人士管理。

另外一种模式，在家族企业内部设立了投资发展部/战略投资部，从事主营业务之外的投资。人员配置可以是兼职，甚至由企业内深受家族信任的高管及员工兼职承担，例如财务工作由公司CFO及财务部承担。

这种模式，投资及咨询方面的职能主要通过外包的形式，由外部专业机构提供。

这样，外包服务对于金融机构来说将是一种巨大的潜在的商机，越来越多的中国金融机构也设立了家族财富管理部门，可以考虑提供类似服务。金融机构提供的三种核心外包服务：

首先，投资咨询师，为家族办公室提供投资政策制定、资产配置、投资组合结构、经理人遴选以及业绩报告和分析方面的咨询。

其次，资产经理或经理主管的职能，管理独立账户或者集合投资工具。

第三种服务可以是以上两种的结合。下面可以通过一个案例分享成功的经验。

家族办公室在中国属于新鲜事物。但是，伴随着中国富豪家族数量的不断增加和他们对财富管理的意见不断成熟，这类服务的需求也将不断增长。基于中国家族所秉承的文化传统和现实情况下，精简式投资型家族办公室将能满足大部分家族的需求。

（本文来自于福布斯中文网，转载自虎嗅网，作者为上海高级金融学院金融学副教授吴飞，请作者与本刊编辑部联系稿酬事宜。）

2015年7月–9月中国信托市场报告

受整体经济环境下行影响，社会融资需求呈现疲软状态，企业经营景气度大幅下降，从而导致信托业务开发，风险控制难度加大。

文 | 财富管理总部

一、信托产品成立情况

本报告时间为2015年7月1日至2015年9月30日，期内信托公司共发行成立了2362款信托产品，规模达3127.54亿元。

9月份与7、8月份相比，集合信托产品成立数量和融资规模大幅下降，9月份集合产品的成立数量仅为261款，比7月份下降62.5%，成立规模下降55%。

与去年同期相比，2015年9月集合信托产品数量下降110.82%，成立规模下降59.73%。8月集合信托产品成立数量同比下降了44.4%，成立规模上升了12.59%。

二、信托收益率

9月份集合信托产品平均预期收益率8.74%，延续自6月的下降趋势。统计显示，8月、7月份成立产品的平均预期收益率环比分别上涨0.78%和下降2.21%。与去年同期相比，分别下降2.43%和1.67%。

7至9月份集合信托主流产品仍然是收益率在8%–10%的产品，占产品总量的20.9%，收益率在10%–12%的产品数量共计为64个，排在第三位。7月份成立的集合信托产品平均期限为1.98年，8月份成立的集合信托产品平均期限为1.81年，9月份成立的集合信托产品平均期限为1.88年。

三、信托资金投资领域

7月份，其他类与基础产业投资领域分列一、二位，金融投资领域退居第三。8月份投资领域榜单与7月份一致，但金融投资领域规模下降数额最大，高达95.52亿元。9月份所有投资领域规模均出现下降，其中房地产领域、金融投资领域下降规模大，分别萎缩至52.74亿和88.96亿。

这充分体现出，在上半年作为主力的证券投资类业

表1:2015年7月–9月集合信托产品成立情况

	9月	8月	7月	6月
成立数量(个)	261	490	696	915
成立规模(亿元)	441.41	938.93	983.24	763.96
平均规模(亿元)	1.86	2.05	1.61	1.09

数据来源：用益信托工作室
时间：2015年9月30日

表2:2015年5月–2015年9月集合产品收益率及期限情况

	9月	8月	7月	6月	5月
平均期限(年)	1.88	1.81	1.98	1.73	1.58
平均年化收益(%)	8.74	8.86	9.06	9.42	9.44
6%–8%产品数量	24	28	41	10	11
8%–10%产品数量	106	160	227	122	149
10%–12%产品数量	5	18	41	28	44

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

务大幅萎缩的情况下，信托公司集合业务开展重心转移。有分析师认为，投资者对风险接受度回落，固定收益类理财产品重获青睐，包括基础产业、工商企业在内的其他领域发行将增多。

纵观7月至9月信托资金投资规模出现巨幅回落。7月份合计投资金额为983.24亿，9月份只有441.41亿，减少541.83亿元，降幅高

达55%。

最新发布的8月用益信托指数为47, 今年首次处于50%分界线之下。指数继续保持下滑, 市场遭遇寒流。受整体经济环境下行影响, 社会融资需求呈现疲软状态, 企业经营景气度大幅下降, 从而导致信托业务开发、风险控制难度加大。

受到A股市场的联动影响, 证券类信托业务和伞形信托遭到重创。这在9月份的信托资金投资领域里表现明显。除了基础产业维持了上百亿的规模, 金融、房地产、工商企业、其他均有不同程度的下降。再次反映出信托公司对业务领域的探索以及调整期的迷茫。

四、信托产品成立的资金运用

7月权益投资信托产品成立规模居第一位, 第二位是其他投资信托产品。8月份其他投资信托产品以高出权益信托产品12.99亿元的优势, 夺得头魁。9月份证券投资信托规模倒数第一, 仅为23.10亿元, 相比7月份的122.51亿元减少99.41亿元。除此之外, 9月份股权投资信托产品只有28.15亿元, 位居倒数第二, 仅有贷款信托产品保持了101.50亿元的百亿水平。

五、信托业近期动态

今年4月份银监会下发《信托公司条例(征求意见稿)》引起了广泛的讨论与关注, 经过一段时间的意见征集, 最近由银监会代国务院起草的《信托公司条例(代拟稿)》(下简称“《条例》”)已经敲定, 并进入新一轮征求意见中。

《条例》主要针对信托公司的准入、业务和监督管理进行了规范, 目前新的代拟稿主要有以下要点: 一是完善信托登记制度; 二是鼓励设立专业子公司, 集中拓展专业领域业务; 三是注册资本门槛提升; 四是允许部分信托公司发行金融债和次级债; 五是规范行业稳定机制。除此之外, 《条例》删除了之前征求意见稿的“分类经营”和“监管指标”两个部分, 淡化分类与监管限制。

9月19日, 在深圳市民政局的支持和推动下, 由第四届中国公益慈善项目交流展示会组委会主办的第四届中国公益慈善项目交流展示会·公益慈善信托专题研讨会在深圳会展中心开

表3:2015年7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	233.43	23.74	241	1.41	2.45	8.06
房地产	171.03	17.39	90	1.78	1.73	9.50
基础产业	241.69	24.58	147	1.71	1.98	9.41
工商企业	72.23	7.35	62	1.08	1.59	9.05
其他	264.86	26.94	154	1.91	1.81	9.00
合计	983.24	100	694	----	----	----

表4:2015年8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	137.91	14.69	115	1.50	1.84	7.80
房地产	128.47	13.68	58	1.98	1.51	9.12
基础产业	296.02	31.53	136	2.31	2.08	9.37
工商企业	116.90	12.45	62	1.92	1.72	8.92
其他	259.63	27.65	118	2.30	1.61	8.20
合计	938.93	100	489	----	----	----

表4:2015年9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	88.96	20.15	41	2.54	2.44	7.24
房地产	52.74	11.95	31	1.60	1.55	8.84
基础产业	141.72	32.11	99	1.57	2.07	9.19
工商企业	84.25	19.09	42	2.05	1.46	8.91
其他	73.74	16.71	48	1.94	1.62	7.74
合计	441.41	100	261	----	----	----

表4:2015年7月信托产品成立的资金运用情况 (单位: 亿元、%、个、亿元、年、%)

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	208.52	21.21	135	19.48	1.70	9.34
股权投资	81.67	8.31	42	6.06	1.73	9.73
权益投资	280.49	28.53	177	25.54	1.92	9.15
证券投资	122.51	12.46	163	23.52	3.00	6.36
组合运用	36.92	3.75	48	6.93	1.61	8.89
其他投资	253.13	25.74	128	18.47	1.81	9.06
合计	983.24	100	693	----	----	----

表5:2015年8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	205.32	21.87	110	22.45	1.78	9.23
股权投资	74.38	7.92	28	5.71	1.88	9.54
权益投资	272.30	29	133	27.14	1.91	9.06
证券投资	31.32	3.34	54	11.02	1.86	5.45
组合运用	70.31	7.49	43	8.78	1.89	8.78
其他投资	285.29	30.38	122	24.90	1.61	8.49
合计	938.93	100	490	——	——	——

数据来源: 用益信托工作室

表5:2015年9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	101.50	23	80	30.65	1.92	8.96
股权投资	28.15	6.38	10	3.83	1.43	8.63
权益投资	164.01	37.16	89	34.10	1.77	9.00
证券投资	23.10	5.23	16	6.13	4.00	5.15
组合运用	41.49	9.40	21	8.05	1.94	8.36
其他投资	83.16	18.84	45	17.24	1.65	8.07
合计	441.41	100	261	——	——	——

数据来源: 用益信托工作室

幕。此次研讨会主要探讨公益慈善信托在立法和实践中遇到的障碍。深圳市民政局负责人在会上表示, 深圳市正研究起草《关于促进我市慈善事业健康发展的实施意见》, 今年将开展慈善信托探索工作, 并争取获批开展全国慈善信托试点。

针对之前因为券商单方面提出清理限期、强制关闭数据接口的做法, 证监会在9月17号发布的《相关意见》中指出, 证券公司应当与客户协商采取多种依法合规的承接方式, 可以采取将违规账户的资产通过非交易过户、“红冲蓝补”等方式划转至同一投资者的账户, 或者取消信息系统外部接入权限并改用合法交易方式等方法处理。同时, 对于符合业务合规性要求的证券账户, 各证监局应当督促证券公司持续做好客户服务。

索罗斯：打垮了英格兰银行的人

文 | 高丽华

世界经济史是一部基于假象和谎言的连续剧。
要获得财富,做法就是认清其假象,投入其中,然后
在假象被公众认识之前退出游戏——索罗斯。

索罗斯评价自己时说,“我认为我不是一名商人,我投资别人经营的商业,因此我是一位名副其实的评论家,在某种程度上你们可称我为世界上薪水最高的评论家。” 保罗·都铎·琼斯则认为他更希望能够以伟大的经济学家、甚至是科学家的身份名留青史。[1]

索罗斯从1970年代开始成为一位活跃的慈善家,当时他在种族隔离政策下的南非资助了黑人学生进入开普敦大学就读,又向铁幕内的离心份子提供资金援助。索罗斯的慈善基金在中欧及东欧多以社会开发研究组织(OSI)及索罗斯国家基金的名义存在。1984年以来,他在20多个国家设立了35种基金,主要用于资助学生并提供出国留学的机会,以改变落后国家的陈旧观念。在比尔·盖兹和沃伦·巴菲特开始捐款前,索罗斯的捐款金额多年蝉联第一。仅在2000年,索罗斯旗下的援助波黑基金会就为波黑的教育、卫生、社会





发展等领域投入了近5亿美元的资金，还把2.5亿美元奖金捐献给波黑的重建事业。

对于某些人来说，索罗斯是慈善的金主；但对另外一些人来说，他就是一个“市场上的坏小子”。马来西亚前总理达图·马哈蒂尔在参加1997年9月的世界银行和国际货币基金组织的年会上，就公开宣称索罗斯是“马来西亚最大的危险”。也许约翰·梅杰（John Major）和他的财政部长拉蒙特（Norman Lamont）会有更深的感触。

一、欧洲货币体系

1973年布雷顿森林体系解体后，美元与黄金脱钩，世界经济进入浮动汇率时代。新兴的经济大国如德国、日本等都希望能够从新的国际货币体系中分一杯羹。考虑到美元的强大，后起之秀们很明智地选择了两大策略：国际上亚欧联手，试图推行国际货币篮子来取代美元；地域上提出一体化设想，通过区域货

币和经济一体化来增强自身实力。

在法国和德国的倡议下，欧洲货币体系（European Monetary System）于1979年3月13日正式成立。其实质是一个固定的可调整的汇率制度，它的运行机制有二个基本要素：一是货币篮子—欧洲货币单位（ECU）；二是格子体系—汇率制度。汇率机制（Exchange Rate Mechanism）以欧洲货币单位为中心，让各个成员国的货币与一篮子货币，即欧洲货币单位（European Currency）挂钩，然后再通过欧洲货币单位使成员国的货币确定双边固定汇率。最初的成员国包括法、德、意、荷、比利时、丹麦、爱尔兰和卢森堡。他们必须维持货币在双边中心汇率的上下2.25%的区间内浮动。这种汇率制度被称之为格子体系，或平价网。

欧共同体成员国的实力不是固定不变的，按规定每隔五年权数变动一次。但一旦经济实力对比变化到一定程度，欧洲货币体系就会主动对各成员国货币的权数进行调整。在1979年到1987年间，汇率机制进行了9

次调整。

1990年，英国决定加入欧洲汇率体系（ERM）；同年两德统一，德国实力有了极大增强，马克在国际货币中的地位不断提升。次年12月，第46届欧洲共同体首脑会议上签署了《欧洲联盟条约（Treaty of Maastricht）》（即《马斯特里赫特条约》），包括《政治联盟条约》和《欧洲经济与货币联盟条约》。后者为建立欧洲经济与货币联盟规定了明确的目标和时间表，这就是最终要在欧洲联盟内建立一个负责制定和执行共同货币政策的欧洲中央银行并发行统一的欧洲货币。

一切进行的相当顺利，直到1992年中，汇率机制看起来还是成功的。在德意志银行的领导下，整个欧洲的通胀降低了。

二、鸡蛋上的裂缝

早在1990年，索罗斯就认为英国选择加入欧洲汇率体系是一个决定性的错误。因为欧洲汇率体系将使西欧各国的货币不钉住对黄金或美元，而是相互钉住；每一种货币只允许在一定的汇率范围内浮动，一旦超出了规定的汇率浮动范围，各成员国的中央银行就有责任通过买卖本国货币进行市场干预，使该国货币汇率稳定到规定的范围之内；在规定的汇率浮动范围内，成员国的货币可以相对于其他成员国的货币进行浮动。而《马斯特里赫特条约》在签订伊始确定了各成员国之间的基准汇率，这一条约使一些欧洲货币如英镑、意大利里拉等显然被高估了。这些国家的中央银行将面临巨大的降息或贬值压力，它们能和经济实力雄厚的德国在有关经济政策方面保持协调一致吗？一旦这些国家市场发生动荡，它们无力抵御时，作为核心国的德国会牺牲自己的国家利益来帮助这些国家吗？

索罗斯认识到欧洲汇率体系将会由于各国的经济实力以及各自的国家利益而很难保持协调一致。一方面，将导致其他国家对德国的依赖，不能为解决自己的经济问题而大胆行事，如何时提高或降低利率、为保护本国经济利益而促使本国货币贬值等；另一方面，其他国家中央银行是否有足够的能力维持其高汇

率也值得怀疑。而一旦构成欧洲汇率体系的一些链条出现松动，像他这样的投机者便会乘虚而入，对这些松动的“链条”发起进攻，而其他的潮流追随者也会闻风而动，使汇率更加摇摆不定，最终，对追风机制的依靠比市场接纳它们的容量大得多，直到被摧毁。

正如索罗斯所预见的，仅仅两年后，欧洲货币体系便出现了裂痕。

1990年两德统一后，由于东德地区基础设施建设的影响，政府的开支剧增。在巨额赤字的推动下，德国经济连续三年实现高速增长，打破了欧共体内部力量的均衡，尽管德国马克在欧洲货币单位中用马克表示的份额不变，但由于马克对美元汇率升高，马克在欧洲货币单位中的相对份额也不断提高。因为欧洲货币单位是欧共同体成员国商品劳务交往和资本流动的记帐单位，马克价值的变化或者说德国货币政策不仅能左右德国的宏观经济，而且对欧共同体其它成员的宏观经济也会产生更大的影响。

德国政府担心经济过热引发通货膨胀，引起习惯于低通膨胀的德国人不满，爆发政治和社会问题。因此，通货膨胀率仅为3.5%的德国在1992年7月把贴现率升为8.75%。利率的提高给德国马克增加了上涨的压力。

尽管英国经济在撒切尔夫人的领导下经历了1982年—1989年的持续增长，但1990年后英国经济开始步入衰退期，1991年的海湾战争，更是加剧了英国经济的恶化。英国经济日益衰退，英国政府需要贬值英镑，刺激出口，但英国政府却受到欧洲汇率体系的限制，必须勉力维持英镑对马克的汇价在1: 2.95左右。英国政府的高利率政策受到许多金融专家的质疑，国内的商界领袖也强烈要求降低利率。在1992年夏季，英国的首相梅杰和财政大臣虽然在各种公开场合一再重申坚持现有政策不变，英国有能力将英镑留在欧洲汇率体系内，但索罗斯却深信英国不能保住它在欧洲汇率体系中的地位，英国政府只是虚张声势罢了。

面对德国中央银行的加息，为了维持挂钩汇率，英格兰银行只有两个选择：要么跟随德国的步伐，增加英镑利率，以维持英镑在资本市场的竞争力；要么



筹集足够的资金，在外汇市场上大量购买英镑，维持英镑汇率的稳定。两条路都要付出沉重的代价。如果加息，无疑将给英国低迷的经济加上一块无法承受的巨石；如果筹集资金稳定市场，英国政府和中央银行一时又拿不出这么多资金，只能向其他国家政府或国际组织借贷。一旦稳定市场的努力失败，英国政府必将巨额亏损，负上沉重的外债包袱。两个选择最终结果都打压英镑汇率。

1990年英国刚刚加入欧洲汇率机制时，索罗斯就在等待，现在机会终于来了，索罗斯开始大量做空欧洲货币。

三、货币战争

（一）攻击意大利里拉

首先对德国提高贴现率作出反应的是北欧的芬兰。芬兰马克与德国马克自动挂钩，德国提高利率后，芬兰人纷纷把芬兰马克换成德国马克，到九月芬兰马克对德国马克的汇率持续下跌。芬兰央行为维持比价不得不抛售德国马克购买芬兰马克，但芬兰马克持续下跌。芬兰央行的德国马克有限，在9月8日芬兰政府突然宣布芬兰马克德国马克脱钩，自由浮动。

芬兰马克与德国马克的脱钩成为这场货币危机的导火索。当时英法政府就深感问题的严重性而向德政府建议降低利率，但德国认为芬兰马克脱钩微不足道，拒绝了英法政府的建议。《华尔街日报》发表德国联邦银行总裁施莱辛格在9月11日的讲话，大意为：1.德国绝不会降低利率；2.只有通过货币贬值，才能消除欧洲汇率机制的不稳定。索罗斯由此判断德国可能采取放弃维护其他欧洲货币的立场。不久之后，在一个重要会议上施莱辛格指出：如果投资人认为欧洲货币单位是由一揽子固定货币组成，那就错了。并特别提到意大利里拉不是非常健全的货币。索罗斯问他，是否喜欢欧洲货币单位变成一种货币？施莱辛格表示喜欢这种概念，但不喜欢这种货币的名称。如果这种货币叫马克，他一定会喜欢。

索罗斯对此心领神会，立刻放空意大利里拉。9月12日，欧洲货币体系内一直是软货币的意大利里拉告

急，汇率一路下挫，跌到了欧洲货币体系汇率机制中里拉对马克汇率的最大下限。在这种情况下，虽然意大利政府曾在7日和9日先后2次提高银行贴现率，从12%提高到15%，同时还向外汇市场抛售马克和法郎，但未能使局面缓和。9月13日意政府不得不宣布里拉贬值，将其比价下调3.5%，而欧洲货币体系的另外10种货币将升值3.5%，这是自1987年1月12日以来欧洲货币体系比价的第一次调整。意大利里拉在13日贬值之后，仅隔了3天又一次在外汇市场上处于危机，马克对里拉的比价再次超过了重新调整后的汇率下浮的界限，意大利政府为了挽救里拉下跌花了价值为40万亿里拉的外汇储备终未奏效，只好宣布里拉退出欧洲货币体系，让其自由浮动。

里拉被迫退出欧洲汇率机制后，德国政府才出于维持欧洲货币体系的运行而作出细微的让步，于9月14日正式宣布贴现率降低半个百分点，由8.75%降到8.25%。这是德国五年来的第一次降息，但为时已晚，索罗斯从放空里拉得到的利润，使他有充足的本钱在英镑上冒险，一场更大的风暴在英国的外汇市场上刮起。

（二）攻击英镑

英镑受到的压力越来越大：先是丹麦公民投票否决了马斯特里赫特条约，接着在法国公民投票前，欧洲国家举行极为紧张的谈判。索罗斯相信欧洲汇率体制的分裂已迫在眉睫，一旦该体制发生危机，欧洲各国货币间的汇率将重新大幅度调整，欧洲利率会大幅下调，股市则将下跌。

索罗斯做出决定卖空英镑，问题不是要不要建仓，而是要建多大的仓位。1992年9月15日，索罗斯决定大量放空英镑。

索罗斯拿出了10亿美元作抵押，又借来了30亿美元，建立了100亿美元的放空英镑仓位。利用量子基金的资产，索罗斯借了50亿英镑，按1：2.79的汇率，将英镑全部换成马克。然后开始在汇市、股市和债市的买卖上同时行动。量子基金卖空英镑的金额高达70亿美元，买进马克价值约50亿美元，同时买入较少量的法郎。因为一国的货币贬值后股票价格总会上升；货币升值后股价会下跌，而利率下跌则对证券有利，所以量子基金又买了5亿美元的英国股票，同时放空德国、法国的股票，并买进德国、法国的债券。

英镑汇率一路下跌，英镑与马克的比价冲破了三道防线达到1英镑等于2.78马克。当天晚上，拉蒙特向德国联邦银行官员恳求德国降低利率，遭到拒绝。拉蒙特连忙召集英格兰银行官员部署，计划第二天大举干预市场，如果还不奏效便只能提高利率了。但就在拉蒙特会议的几个小时前，德国联邦银行总裁施莱辛格已接受了访问，表示希望里拉和英镑贬值，但准备保卫法国法郎。

1992年9月16日（这一天后来被称为黑色星期三），为了提高英镑的吸引力，英格兰银行宣布提高利率2%至12%。几个小时后，银行许诺再次提高利率到15%，希望通过高利率来吸引货币的回流。市场认为英国提高利率是恐慌之举，英镑仍未出现一些涨势。

英格兰银行从788 亿美元的外汇储备中抽出269 亿美元买进英镑，但是他的消毒干预（Sterilized Interventions）作用有限（通过公开市场干预，货币的基数仍然保持不变），英镑接近了固定区间的下限。索罗斯认为，英国的绝望行为表明其立场无法维持，因而受到鼓励，更大胆地继续放空英镑。

最后，直到当天晚上7点，英国财政大臣诺曼·拉蒙特宣布，英国退出汇率机制，利率恢复到原来的10%。次日，英国利率降回10%，意大利紧随英国退出欧洲汇率机制，英镑收盘价比上一天低了16%，西班牙货币贬值20%，意大利里拉贬值22%。

索罗斯是这场袭击英镑行动中最大的赢家，被《经济学家》杂志称为“打垮了英格兰银行的人”。索罗斯通过借入英镑、投资马克资产，建立了英镑的空头头寸和马克的多头头寸，他还充分利用了期权和期货，庞大的头寸总共高达100亿美元。在接下来的5个星期，英镑兑马克贬值了接近15%，对美元贬值了25%。量子基金在这次货币战争中获得了近20亿美元收益：从英镑空头交易中获利已接近10亿美元；在英国、法国和德国的利率期货上的多头和意大利里拉上的空头交易也使他获得了同样的利润。在这一年，索罗斯的基金增长了67.5%。

参考文献: [1] 《金融炼金术》，（美）乔治·索罗斯著，1999年。

起底泛亚董事长 单九良：野心到了离谱的程度

败走上海后，单九良来到了昆明，过去的烂摊子对其似乎毫无影响。他开始了泛亚模式，交易标的从煤炭变成了稀有金属。

在百度搜索“单九良”，出现的几乎都是“泛亚董事长单九良被投资者围攻”，新闻镜头中的单九良，被一群出离愤怒的投资者们围堵撕扯。

这些人是泛亚“资金受托业务”理财产品“日金宝”的投资人。因为泛亚出现的兑付危机，他们一方面愤怒泛亚设计了“骗局”，一方面担心自己血本无归而致失去了理性。

在北京、上海、江苏、新疆等全国的很多地方，单九良均有被愤怒人群围堵的危险。

泛亚出事之后，不少投资人在网上搜索到了考尔公司当年资金链断裂的信息。在全国企业信用信息公示系统网站上，《中国经济周刊》记者查到，2006年11月，上海考尔煤炭电子贸易有限公司（下称“考尔”）在上海成立，目前企业状态是存续，法定代表人为单九良。

考尔的大股东，是成立于2004年的上海盛富投资管理有限公司，目前全国企业信用信息公示系统网站已经查不到这家公司，而2008年有媒体报道，上海市工商局杨浦分局档案室出具的“档案机读材料”显示，盛富的法人代表也是单九良。公开信息显示，盛富亦同为泛亚有色金属交易所的大股东，出资额为3400万。据悉，上海盛富投资管理有限公司现已更名为盛富泛亚集团有限公司（下称“盛富泛亚”）。

现在考尔的网站已经被关闭，大量的信息被删除，然而《中国经济周刊》记者还是找到了一些关于考尔“现货补偿交易+中间仓”贸易模式的介绍。在

考尔模式中：交易商只需要缴纳交易金额的20%就可以双向交易，如果双向交易不对等，例如买入比卖空要多，那么考尔提供货物；反之，考尔提供资金买入货物。

考尔在2010年遇到资金兑付危机，网上至今还能看到当年的投资人询问如何才能退出资金的帖子。另据泛亚投资人陈严凯透露，当年考尔资金链断裂之后也曾宣称要重组，但是重组失败。公开信息显示，考尔的主要负责人刘立东后因非法吸收公众存款罪被判处4年有期徒刑。

败走上海之后，单九良来到了昆明，过去的烂摊子对其似乎毫无影响。他开始了泛亚模式，交易标的从煤炭变成了稀有金属。

据可查询到的公开资料称，单九良在内地实业投资、大宗商品交易及金融领域拥有近20年运营及管理经验。但他真正在大宗商品交易及金融领域大展拳脚是在昆明泛亚如日中天之后。在2013年至2015年之间，单九良在上海、天津、云南、福建、江西、深圳等地广泛布局，试图在全国复制泛亚模式。

公开资料显示，他所实际控制的盛富泛亚所投资的公司，除昆明泛亚有色金属交易所外，还有天津泛亚供应链管理服务有限公司、天津泛亚电子商务技术服务有限公司、天津盛富商业保理有限公司、上海泛亚金融信息服务有限公司、上海盛富泛亚电子商务有限公司等。

2014年，天津泛亚电子商务技术服务有限公司入



股江西省煤炭交易中心有限公司，以现金和煤炭交易系统软件评估作价方式出资合计人民币1500万元，占股50%。

2015年2月，厦门泛亚商品交易中心成立并开始交易，成为首批入驻厦门自贸区的企业。泛亚方面称，该交易中心将重点开展稀土行业相关业务，通过自贸区引进境外低成本资金，对境外资源进行有效控制，来实现中国在稀土和稀有金属行业方面的话语权。差不多的时间，单九良在深圳成立互联网金融公司泛融网，定位为国内首家专注于稀有金属行业的互联网金融平台。

值得一提的是，有香港“红筹之父”之称的梁伯韬亦为泛融网董事。而在去年7月，作为意马国际单一最大股东的梁伯韬以溢价43%的价格，将所持公司20.95%的股权转让给了单九良。意马国际是香港交易

所上市的公司，主营业务为电脑动画。梁伯韬通过此次转让股权套现5.43亿港元。

在过去两年间，单九良密集地进行大手笔的收购和布局，被投资者们及业内人士质疑其挪用了投资者的资金。

陈严凯直问：“收购意马国际动用了10亿元巨资，钱从哪里来？”

而据接近泛亚的业内人士接受《中国经济周刊》记者采访时称，很有可能因泛亚在其运作过程挪用资金，致其资金链加速断裂。“他们挣钱最后已经挣到了很离谱的程度，在管理的资产规模达到400亿以后，他们的野心也越来越大，加速布局，想要成为世界级的公司。”然而，质疑者并未能提供实质证据。

（文章来源：中国经济周刊，应采访对象要求，文中张宁海、陈严凯、周文静为化名。）



黄小鹏：四角度反思泛亚风险事件

一场牵涉到20万人、涉及金额400亿元的金融风险正在爆发中。昆明泛亚有色金属交易所“日金宝”理财产品的投资者原指望稳定地获得年化10-14%的回报，最终却发现不仅高收益是一场梦，而且现在本金也面临着难以收回的可能。泛亚事件，该事件卷入人数之多、涉及金额之巨让人吃惊，其兴亡转换之快让人感叹，无疑是近年来全国各地“交易所”野蛮生长所爆发出的风险事件中最严重的一起。

泛亚设计的产品收益较高，但不算离谱，最终却将投资者置于巨大风险之中。它别出心裁地设计出一套看上去颇为严密的交易体系，并通过其吸引了

巨大的资金流，在营造了一段时间的繁荣之后无以为继，发生挤兑。大风暴必是多个环节小风险的叠加和放大，要防范类似事件再度发生，就必须以泛亚为典型，从多个角度加以反思。

首先要反思的是地方政府角色和金融监管的责任问题。2009年起，全国兴起了一股兴办交易所的潮流，地方政府热衷于发展本地交易市场动机不言自明，因为这些交易所具有一定的聚集效应，能吸引巨大的资金流，对产业链上下游的生产、仓储、物流都能起到一定的带动作用，符合地方利益。

但是，这些交易所缺乏完善的监管体系。具体而

言监管职责先天存在几大问题：一是现有监管法规不完善，容易造成监管责任不明确，造成监管真空；二是监管者的专业能力不足，难以应对形势的发展。地方交易所大多以“创新”求存、求发展，往往打着创新的招牌，怪招频出，开发出各种新型交易方式和销售新型金融产品，甚至不排除刻意将交易方式和产品搞得异常复杂，缺乏评估其风险能力的监管者，很容易被迷惑。

其次要反思交易所的动机问题。以盈利为目的的交易所，其根本动机肯定是活跃交易，并从中获取利润。要想突出特色，吸引投资者参与，新设立那些地方交易所不可能复制那些成熟的、已证明是风险可控的交易方式，因此，大多数都是在边缘地带进行一些“创新”，这些“创新”必须提出一种全新的规则，而新的规则未经检验，可能隐藏着巨大的风险，包括市场风险、法律风险等，一些交易规则一开始就具有庞氏骗局的特征。

从泛亚的交易模式看，这套游戏要能持续玩下去，就必须以钢的价格持续上涨和新增资金不断流入为前提。那么，在设计这套交易模式之初，交易所是否已经了解到它的必然结果呢？或者说，它是否早已作好了系统崩塌之后出现法律风险的准备呢？作为局外人，我们无法轻易下判断，但不论其动机如何，只要其行为触犯了法律都应该受到严惩。但是，对于监管者来说，提前预判交易所是否存在恶意动机是进行监管评估的前提；对投资者来说，也是防范风险的重要一步。

第三，保护投资者和投资者自我保护问题。泛亚给出的回报率是年化10-14%，客观地讲，在2011年，也就是泛亚开展业务的时候，这个收益率是比较高的，但还不算离谱，并未达到一眼就可看出是骗局的程度，因此，仅凭这个收益率就断言投资者是因贪婪招祸，有失公允。

最近几年，流动性较宽松，加上房价物价大幅上

涨，老百姓希望通过理财获取稍高的收益，是可以理解的。但对于市场上各种复杂的金融产品，就算是专业人士也难以准确识别其风险，何况是一般的老百姓。再加上这些产品在销售过程中往往陷阱重重，合同也搞得极其复杂，老百姓似乎只能在“地雷阵”中前行，太容易踩雷了。几乎所有的金融欺诈事件中，都出现过产品复杂、销售误导等类似问题。在今天的金融环境下，投资者如何自我保护，监管当局又如何保护投资者，这是一个未解的老大难问题。

第四，要提防资本向权力渗透，影响政策制定。从媒体报道看，泛亚非常善于抓住地方政府发展经济的急切心理，也非常善于利用与国家行业管理部门的“合作”来达到自己的商业目的。由于有色金属行业有一定的特殊性，加上一些人笼统地将其上升到国家战略资源的高度，政府部门对这一行业进行管理和规划的动机特别强烈。在规划和管理过程中，相关主体利益当然应该尊重，但如果被其左右，政策决策失去中立性，是一件非常可怕的事情。而泛亚作为一家有色金属“交易所”，对影响政策决策的兴趣非常浓厚，对此，决策部门自己要有所防范，社会各界也要高度警惕。

同时，泛亚还喜欢将自己的商业行为上升到国家和民族利益、国家战略的高度，大谈什么虚头巴脑的定价权，凭着这些“高大上”的名词，诱导地方政府和行业主管部门为其背书。同时，与民族利益、国家战略挂钩的东西，容易产生眩晕美化的效应，让一部分人失去理性的经济判断，这大大有利于其产品的销售。而一旦出了问题，国家利益、民族利益等说辞又可以成为打压别人保护自己的有用工具。笔者认为，扯民族利益旗号、向权力渗透是泛亚能做得如此之大的重要原因之一，当然，这种策略早已是部分“精明”商人的杀手锏，不单指泛亚。对于这种行为的迷惑性和危害性，人们要有充分认识。

（文章来源：证券时报）



Wealthfront: 《四步资产配置法》

在资本市场剧烈波动的环境下,单一资产无法恒久战胜市场已经被越来越多的人所认可。通常只有足够的分散化投资才能锁定收益,在消除机会成本的前提下尽量降低损失。最近一年特别是近半年来,我国证券市场的走势可谓波澜壮阔,大起大落下的市场清洗了很多专业投资者,可谓大浪淘沙,也开启了中国资产配置的征程。资产配置、稳定收益、回撤小已经逐渐引起广泛关注,资产管理总部将定期为您推送资产配置类优秀文章,为您提供更多的投资参考维度。。

编译 | 资产管理总部

一、寻找资产类别

一系列的研究发现,在既定风险水平之下,使收益最大化的最好方法就是各类风险资产的组合配置,而不是投资于单个证券标的资产。[1]因此,做好资产配置的第一步就是定义一系列不同的风险类别,来作为我们建立资产组合的基础。对于每个资产类别,我们考虑它在长期历史时间下不同经济周期中的表现情

况,以资产定价理论(APT)定义的风险—回报关系,以及基于对长期趋势和宏观经济环境的判断来预期其未来的走势。同时,我们也根据资本增值和获得利润的潜力、波动性、与其他资产类别的相关性(分散性)、通胀保值能力、通过ETF交易的成本以及税收效率来对每类资产进行相应的评估。

资产类别大体上可分为三大类:股票,债券和通

表 1资产类别和作用

资产类别	优点
美国股票	资本增值,长期通胀保护,节税
国外发达国家股票	资本增值,长期通胀保护,节税
新兴市场股票	资本增值,长期通胀保护,节税
分红增长型股票	资本增值,生息资产,长期通胀保护,节税
美国国债	生息资产,低的历史波动率,分散性
公司债券	生息资产,低的历史波动率,分散性
新兴市场债券	生息资产,分散性
市政债券	生息资产,低的历史波动率,分散性,节税
美国财政部通胀保护债券(TIPS)	生息资产,低的历史波动率,分散性,通胀保护
房地产	生息资产,分散性,通胀保护
自然资源	分散性,通胀保护,节税

表2各资产类别配置限制

资产类别	最低限制	最高限制
美国股票	5%	35%
国外发达国家股票	5%	35%
新兴市场股票	5%	35%
分红增长型股票	5%	35%
美国国债	5%	35%
公司债券	5%	35%
新兴市场债券	5%	35%
市政债券	5%	35%
美国财政部通胀保护债券(TIPS)	0%	35%
房地产	5%	35%
自然资源	5%	35%

胀类资产。股票尽管有高波动性的特点,但却使投资者获得了经济增长的敞口,并为投资者提供了长期资本增值的机会。而且股票给投资者提供了有效的长期通胀保护,同时因为税收政策对长期资本收入和股票分红的优待,股票相对来说具有节税能力(一般的收入都要征税)。

债券和债券类证券对于收入追求(生息)型投资者来说,是最重要的创收类资产。尽管债券的预期回报较低,由于它们的波动性以及与股票的相关性较低,债券资产在经济动荡期间为股票权重高的投资组合提供了一层缓冲。大多数债券都是不能节税的,因为除了免税的市政债券,大多数债券的利息收入都要按照一般的收入税率进行征税。除此之外,在温和通胀和恶性通胀的环境下都能提供通胀保护的资产有:美国财政部通胀保值债券(TIPS)、房地产和自然资源。它们的价格和通胀率是高度相关的。

经过深入分析,我们的投资团队研究出了表1中列出的资产类别。

二、配置资产

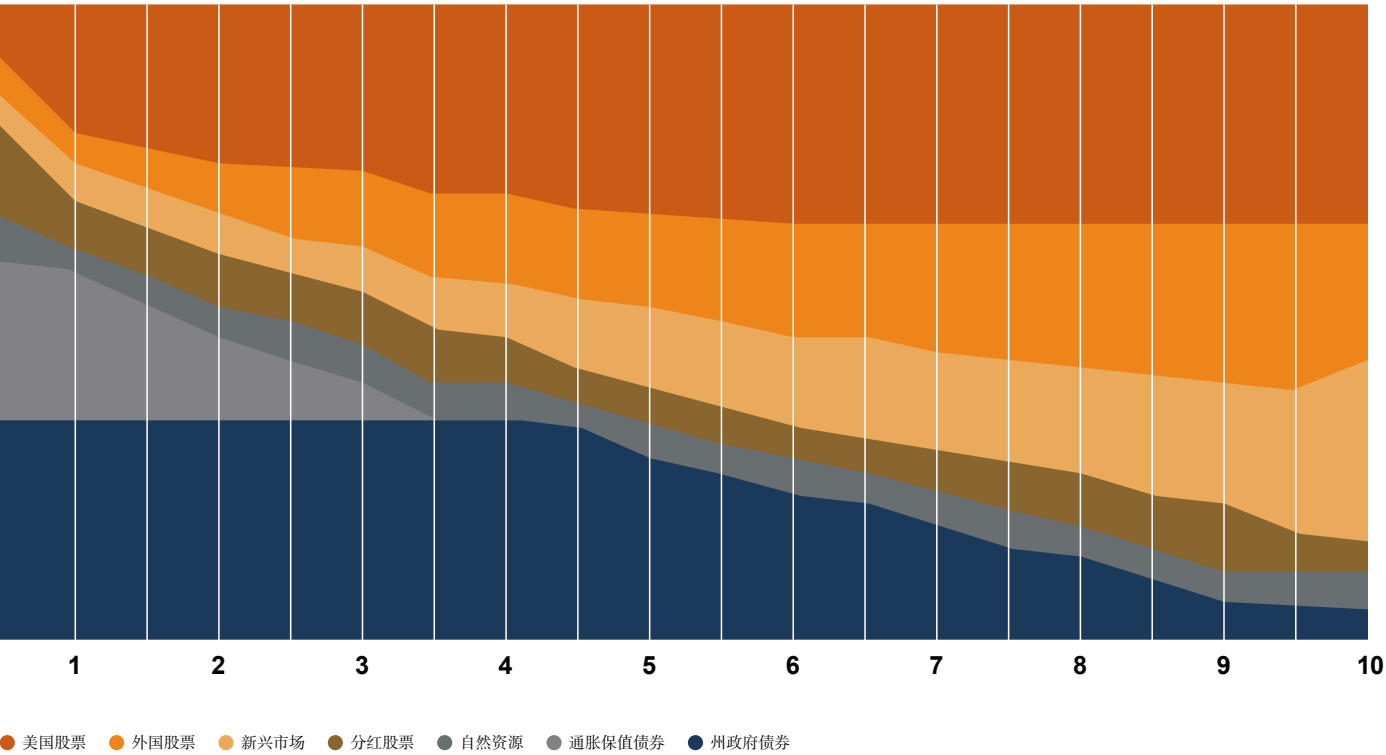
均值方差最优理论

著名的Wealthfront理财平台利用均值方差最优理论(MVO)这一现代投资组合理论为基础,替客户解决了“有效边界”问题,从而为投资者选择出最优化的资产类别篮子。

“有效边界”指的是这样的投资组合:它们在各个风险水平上都能获得最高的回报。每个这样的投资组合都是选取了特定的资产类别组合,在每个特定的以方差来衡量的风险水平上使收入最大化,或者是在特定收入水平下使风险最小化。当在资产组合中加入不同风险类别时,均值方差最优(MVO)理论可以计算出最佳的风险—回报均衡点。

除了构建投资组合,均值方差最优(MVO)还可以作为一种重要的量化工具,来计算在投资组合中应使用多大规模的资金分配。如果在组合中加入某种资产类别,导致有效边界的提高,那么它相应的提高了资

图1 在各风险承受水平下各类资产的应税配置权重



产组合的风险—回报均衡，这类资产的占比自然会相对较高。均值方差最优（MVO）提供了一种强有力的数学框架，来评估投资组合的风险—回报均衡点。正如本文的后续部分，我们在选择投资组合来管理时，也用了其他定量方法和定性估计。

构建投资组合

除了仔细计算均值方差最优（MVO）的参数，对于每一种资产类别，我们加入了最低和最高配置限制。这种方法被广泛的运用，以确保投资组合适当的分散化，减小参数估计误差以及更好的践行投资者偏好。表2显示了对于每种资产类别我们选择的最低/最高配置限制。我们选择了5%作为最低配置限制，因为如果配置权重低于这个水平，对于该类资产的

投资是无法对我们所预估的组合带来有效的分散化收益贡献。我们选择35%为最高限制，来确保在配置了该类资产的情况下，其他资产的投资权重也足以对投资组合起到有效的分散化作用。其它研究来源包括（Swensen, 2005）推荐的类似的资产类别最低和最高限制。注意对于美国财政部通胀保值债券（TIPS）我们并没有设定最低限制，因为对于风险承受能力高的投资人来说，对于它们的投资是无效的。

三、选择投资工具

Wealthfront研究团队采用交易型开放式指数基金（ETFs）来代表每个资产类别。与此相反，许多财务顾问在历史上推荐主动管理的共同基金。共同基

金的便利性在于，可以采用著名的Morningstar基金测评公司提供的评级系统来快速做出选择。但2010年，Morningstar承认他的评级系统并不能成功识别未来可以跑赢市场的共同基金。并不奇怪的是，大量的出版研究显示，大部分的（65%—75%）共同基金都跑输了市场[2]，而且那些在一段时期内跑赢市场的基金在接下来的时期内就不太可能继续跑赢市场了。在这个问题上，一篇被大量引用的文章显示，因为高昂的交易费用和不佳的股票选择，共同基金在20年的时间里比Vanguard S&P 500 指数基金表现更差，税前收入每年平均比Vanguard S&P 500低2.1%[3]。

因此，指数基金和更被动的ETFs在过去10年时间里呈爆发式发展。超过1500个ETF基金建立并发展，累积了超过一万亿美元的资产。与共同基金不同的是，ETFs没有一个标准的评级机构，这使得一般的投资者（或者顾问）很难理解ETFs的成本，也就很难决定如何“玩转”这种投资资产了。

Wealthfront研究团队定期查看ETFs的数量，来确定能够代表我们推荐的六个资产类别的最适合的基金。我们寻找这样的ETFs，它们可以使成本和追踪误差最小化，并提供最大的市场流动性，使其标的证券的借出量也最小化。

大多数投资者会惊讶地发现，ETFs并不会完全追踪它们建立之初所要模仿的指标。基金与选择标准之间的方差（即跟踪误差）越高，ETFs和它所代表的资产类别偏离越远。一个ETFs的发行人可以通过改善操作系统来减少追踪误差，但是这将增加成本，进而将这些成本以增加管理费的方式转嫁到投资者身上。换句话说，费用和追踪误差往往是负相关的。我们可以对这种此消彼长的特性密切关注。

我们选择那些预计有充足流动性的ETFs，以确保可以随时赎回。新发行的通常要过一段时间才可能会被推荐。

此外，大多数投资者并不知道，很多ETFs的发行人通过将标的证券出借给对冲基金来增加短期收入；这种出借越盛行，则ETFs购买者的风险越大。我们更推崇出借最少或者愿意与投资者共享出借收入（从而减少管理费）的交易所买卖基金ETFs。

我们试图选择在一个完整的投资组合的环境下都很理想的ETFs。我们更感兴趣的是每个ETFs对整个投资者组合的影响，在整体净费、税后、风险调整后的收入方面，而不是就单个ETFs来评价。比如说我们选择Vanguard’s Total Stock Market ETF来代表美国股票这个资产类别，因为它具有广泛的市场敞口，用更优的净费、税后、风险调整的方式综合了大、中、小盘股；而不是把美国股票这个资产类别根据市值分割成三个独立的ETFs。但是，如果一个ETFs在抗相关性方面占优，导致整体净费、税后、风险调整后的收入更高的话，即使它有更高的管理费也要选择它，而不选择它的替代品。

四、重新平衡和持续监控

基于以MPT理论为基础的技术建立起来的投资组合，并不会一直保持最优。任何投资组合的形成都要自然地调仓，因为资本市场在变化而且某些资产会优于其他资产。典型地导致两种不良结果：（1）随着投资组合中股票部分的权重超过原始配置，投资组合的风险随之增长。（2）配置成为次优组合。为了保持预定的风险水平和资产配置，一个投资组合必须定期地重新平衡，以回归最初的目标。

[1] Markowitz, 1952; Sharpe, 1964; Brinson, Hood & Beebower, 1986; Brinson, Singer & Beebower, 1991; Ibbotson & Kaplan, 2000;
[2] Bogle, 2009; Malkiel, 2012;
[3] Arnott, Berkin, & Ye, 2000.

（本文节选自Wealthfront）



近期人民币贬值的原因及对A股的影响

文 | 曹莹

背景: 来自中国外汇交易中心的最新数据显示, 继8月11日央行将人民币兑美元中间价下调 1.9%至 6.2298后, 8月12日人民币兑美元汇率中间价报6.3306, 较前一个交易日继续下跌1008个基点, 再探近年来的汇率新低。2个交易日内, 人民币中间价格下跌了 3.5%, 而受人民币中间价下调的影响, 8月13日离岸人民币兑美元跌幅扩大至近3%, 在岸人民币跌约1.9%。同时, 区域内主要货币相对美元也出现了不同程度的贬值, 其中新台币、韩元、马来西亚林吉特、新加坡元和澳元跌幅超过1%。

表1: 人民币中间价、即期汇率、NDF 出现了显著贬值:

指标名称	即期汇率:美元兑人民币	美元兑人民币:NDF12个月	中间价:美元兑人民币	NDF对中间价的折价幅度
2014-12-31	6.204	6.34	6.119	3.61%
2015-8-10	6.2097	6.2715	6.1162	2.54%
2015-8-11	6.3231	6.5015	6.2298	4.36%
2015-8-12			6.3306	
中间价相对年初人民币贬值幅度			3.46%	

数据源自WIND.

在此次暴跌之前, 人民币兑美元汇率今年以来整体保持稳定, 中间价基本维持在6.1左右。对于近2日来连续逾千点的暴跌, 昨日, 央行新闻发言人称, 主要原因是8月11日公布7月份金融统计数据, 在对新数据进行分析和人民币兑美元汇率中间价报价进一步完善的基础上, 做市商进行报价。在有管理的浮动汇率制度下, 人民币汇率中间价的波动是正常的。

此外, 央行方面还称, 从国际国内经济金融形势来看, 当前不存在人民币汇率持续贬值的基础。

一、我们判断央行选择在这个时候主动性贬值可能有几个方面原因:

(1) 在汇率条件上进行一定放松, 刺激经济
货币增速与实体经济去杠杆有关, 仅靠货币政策不太容易刺激经济持续增长。而人民币兑美元汇率保持平稳, 在美元升值的过程中导致人民币被动相对于一篮子货币升值是货币条件偏紧的另外一个重要因素。7月份出口增速意外滑落一方面与全球外需较弱相关, 另一方面也与人民币汇率偏强削弱出口竞争力相关。如果汇率条件不能改善, 那么最终刺激经济的重任必然落在压缩实际利率上。但今年地方债的超大量供给一直抑制中长期债券利率下行。因此, 汇率层面的适度贬值, 使得货币政策多了一个途径来刺激经济。

(2) 为资本账户的开放, 尤其是开放国内债券市场做进一步的铺垫

虽然理论上为了加入IMF的特别提款权(SDR)货币篮子和推动人民币国际化, 人民币汇率维稳有一定的必要性; 但由于汇率与自身经济基本面不匹配, 市场的贬值预期一直无法消除, 从远期汇率较强的贬值预期可以看到这一点。这种忧虑实际上导致境外机构一直不太愿意持有人民币资产, 害怕持有后未来的贬值导致损失。而远期汇率较大的贬值幅度实际上也使得汇率的对冲成本升高。即使人民币债券资产收益率有吸引力, 扣除汇率对冲成本后, 吸引力也大幅下降。如果汇率贬值预期无法有效消除, 那么离岸人民币无法有效增加, 表现为今年离岸人民币兑换价格 (CNH) 的利率一直高于国内, 境外人民币的流动性偏紧。

央行的主动性贬值其实有利于消除相当一部分贬值预

期。因为从市场的预期来看, 预计未来1年人民币可能进一步贬值, 一次性贬值使得大部分贬值预期已经实现, 降低了市场对未来进一步贬值的预期。加上贬值有利于刺激经济, 这样可能使得境外机构对人民币资产的信心可能会在未来一段时间逐步增强。在贬值后, 如果未来开放国内债券市场, 那么在汇率对冲成本下降后, 人民币资产的吸引力实际是增加的, 有利于增加境外机构对国内债券的投资力度。因此, 长远来看, 这次主动性贬值是有利于吸引海外资金的, 只要海外市场相信人民币不会一直持续贬值。

(3) 在美国加息前贬值掌控更大的主动权
考虑到市场对美国在9月份加息有较高的预期。假设美国真的9月份加息, 那么如果人民币汇率要选择主动贬值, 时间点放在美元加息后会比较被动, 可能会面临更大的资本外流压力。如果现在贬值, 并在未来一段时间重新稳定汇率 (也就是一次性而不是渐进性贬值), 那么可以掌握更大的主动权, 避免美国加息对人民币汇率和资金流动更大的影响。

二、人民币贬值对A股股价的影响

通过大范围的国际比较 (德国、日本、韩国、巴西、俄罗斯、印度、阿根廷, 这些国家在2014 年下半年以来本币汇率均相对美元贬值), 我们发现并没有非常一致的规律, 但从各国货币对美元的贬值程度及本国股市的表现, 我们可以得到一些启示。

1、印度案例: 汇率贬值的同时, 国内处于“量升价跌”的复苏周期, 且货币政策宽松, 带动股市上涨。

2014 年下半年以来, 印度卢比兑美元汇率下跌了6%, 但是印度股市却上涨了11%。

从印度的基本面环境来看, 确实是一个比较“完美”的组合——印度的GDP 增长中枢水平从5%上升至8%, 而CPI 中枢水平却从10%下降至6%, 这是一个比较典型的“复苏”组合。由于通胀压力的下降, 印度央行也下调了官方利率, 其十年期国债收益率从9%下降至8%。可以说, 印度股市的上涨是符合“投资时钟”理论的“教科书式”的范本。

2、俄罗斯和巴西案例: 汇率贬值的同时, 国内处于“量跌价升”的滞胀周期, 则对股市形成极大压制。

图1: 印度贬值时期股市上涨

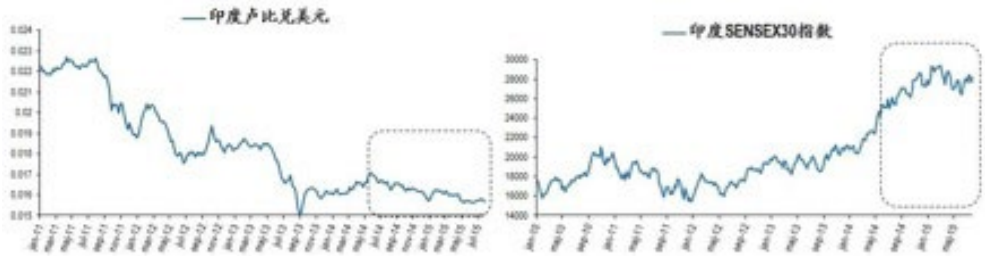


图2: 巴西和俄罗斯贬值时期股市下跌

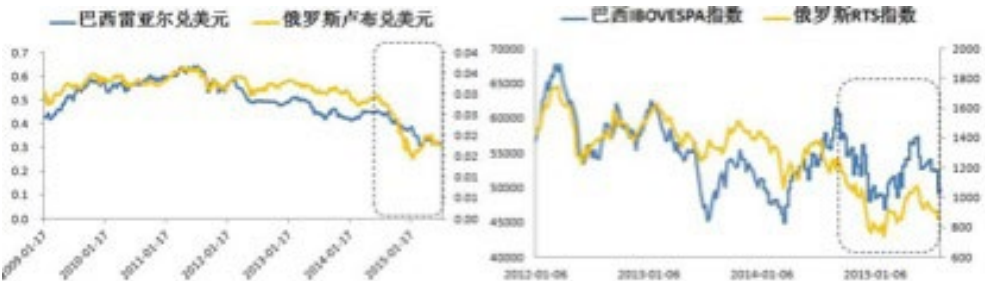


图3: 韩国贬值时期股市走平

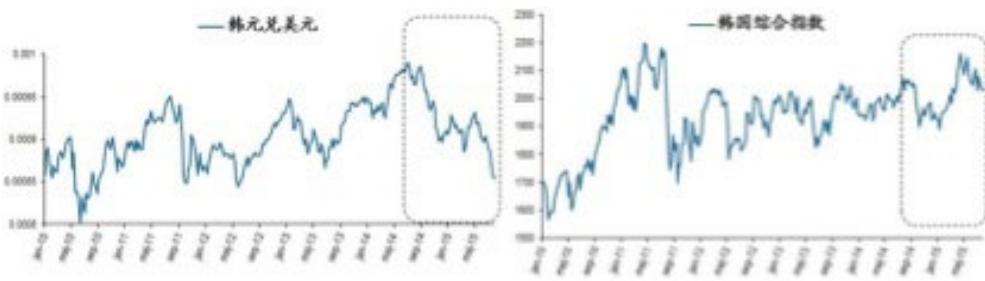


图4: 德国和日本汇率贬值同时国内“类衰退”，股市大涨

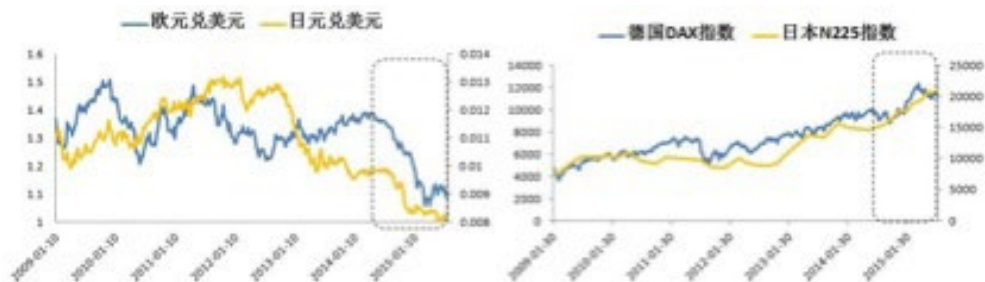
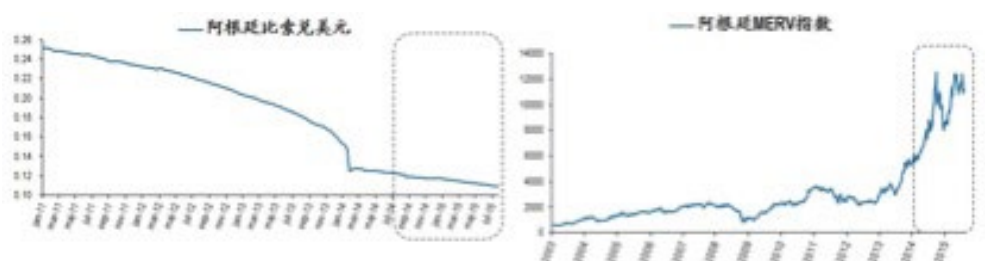


图5: 阿根廷股市大幅贬值期间国内股市大涨



数据来自WIND,广发证券发展研究中心

2014 年下半年以来，俄罗斯卢布相对美元贬值47%，巴西雷亚尔相对美元贬值37%，而俄罗斯和巴西的股市也表现较差——俄罗斯股市下跌了40%，巴西股市下跌了8%。

从基本面数据来看，俄罗斯和巴西的都处于一种“量跌价升”的“滞胀”周期之中——两国GDP 都先陷入负增长，但通胀水平却接近甚至超过10%。在这种环境下，货币政策的宽松受到了很大的制约，两国的利率均明显上升，流动性收紧，这是造成股市下跌的最主要原因。从“投资时钟”理论来看，在“滞胀”的环境下本来就不利于风险资产，因此俄罗斯和巴西股市的下跌也是在情理之中的。

3、韩国案例：本币贬值的同时，国内处于“量价齐跌”的衰退周期，股市震荡走平。

2014 年下半年以来，韩元相对美元贬值，而韩国的股市表现持续比较震荡，韩国综指现在和去年同期几乎在一样的位置上（相比去年6 月30 日收盘价下跌1%）。

韩国经济近两年呈现出“量价齐跌”的“衰退”周期特征，而为了应对衰退风险，韩国央行已经多次降息，使韩国国内的利率水平降低至近10 年的低位。但是持续的流动性宽松并没有带来经济的改善和风险资产的上涨，这可能是一种“流动性陷阱”。不过从“投资时钟”理论来看，在一个“衰退”环境中，本来就不利于股市而有利于债市，因此韩国股市的这种震荡也算是合情合理。

4、德国和日本案例：汇率贬值的同时，国内是“类衰退”环境，但股市没有下跌反而是上涨的。

2014 年下半年以来，欧元相对美元贬值20%，日元相比美元贬值14%，但德国股市上涨了15%，日本股市上涨了35%，甚至比印度股市涨幅还大得多。

从基本面数据来看，德国和日本的都处于一种“量价齐跌”的周期，只不过量价下行的幅度都不大，因此是一种“类衰退”周期。但由于同期欧洲和日本都实行了量化宽松政策，因此德国和日本的利率水平都出现了明显下行，国内流动性环境也非常宽松，这对股市上涨起到了推动作用。从“投资时钟”理论来看，“衰退”周期往往不利于股市而有利于债市，但德国和日本却出现了“股债双牛”，这种不靠基本面只靠流动性来推升股市的模式对实体经济

的推动作用往往比较有限。

5、阿根廷案例：我贬值、我资本外流、我滞胀、我加息，但对不起我股市翻倍了。

阿根廷在最近两年汇率不断贬值，并遭遇了严重的资本外逃，但股市却从2014 年以来从5000 点涨到了10000点。

2014 年以来，阿根廷GDP 经济迅速恶化，但由于货币贬值造成输入性通胀，该国CPI从10%上升到20%，同时阿根廷央行也在不断加息，目前该国同业拆解利率也在20%以上。可以说，阿根廷的这种经济和利率组合是教科书上最不利于股市上涨的环境，但该国股市却翻了一倍，原因何在呢？我们现在能想到的唯一解释是：国内居民为了应对恶性通胀，只能选择一种可能跑赢通胀的资产去投资，而大家恰好选择了股市。

三、结论

我们对A股的判断：从A股的历史走势及其他国家的参考，未来A股的走势可能更加接近“德国和日本案例”，即短期不必对市场太悲观，如果未来通胀和房价上行较快，届时则要开始警惕风险。

可以说，从2014 年下半年以来，在人民币没有明显贬值之前，A 股的走势和日本日经指数比较相似——即基本面不佳但流动性充裕，因此股市能够上涨。而接下来人民币如果进入贬值通道，由于近期国内基本面环境还在恶化、PPI 也创了新低，因此我们可以期待货币政策还有进一步的宽松空间，流动性环境仍然会非常友好，再加上前期A 股已经在“股灾”中释放中了很多风险，这使我们对A 股在短期内的上涨还是抱有一定的乐观态度。

再往后看长一点，在存量经济模式下，我们很难期待中国能在未来一两年出现像印度那样的复苏局面，因此未来最大的变量还是通胀和房价，因为这两者会影响到货币政策的方向，进而改变总量流动性的格局。如果通胀和房价上行过快，这就使我们容易出现类似于俄罗斯或者巴西那种比较惨烈的局面，当然，从目前的经济形势来看，无论是通胀抑或是房价上涨的趋势都没有确立，因此，仅从目前的经济数据来看，不必对A股太悲观。

（作者曹莹，金融市场业务总部总经理，文章仅代表个人观点，不代表本刊立场。入市有风险，投资需谨慎）

什么是大数据？

数据正在成为新的资源。眼下，数据的真实价值和大数据技术的应用只是冰山一角，其潜在的价值不可估量。

文 | 侯启昆

2009年，Google通过分析5000万条美国人最频繁检索的词汇，将之和美国疾病中心在2003年到2008年间季节性流感传播时期的数据进行比较，并通过特定的数学模型得出流感预测数据。最终Google成功预测了2009年北美冬季流感的传播，甚至可以具体到特定的地区。这就是一个典型的大数据应用案例。

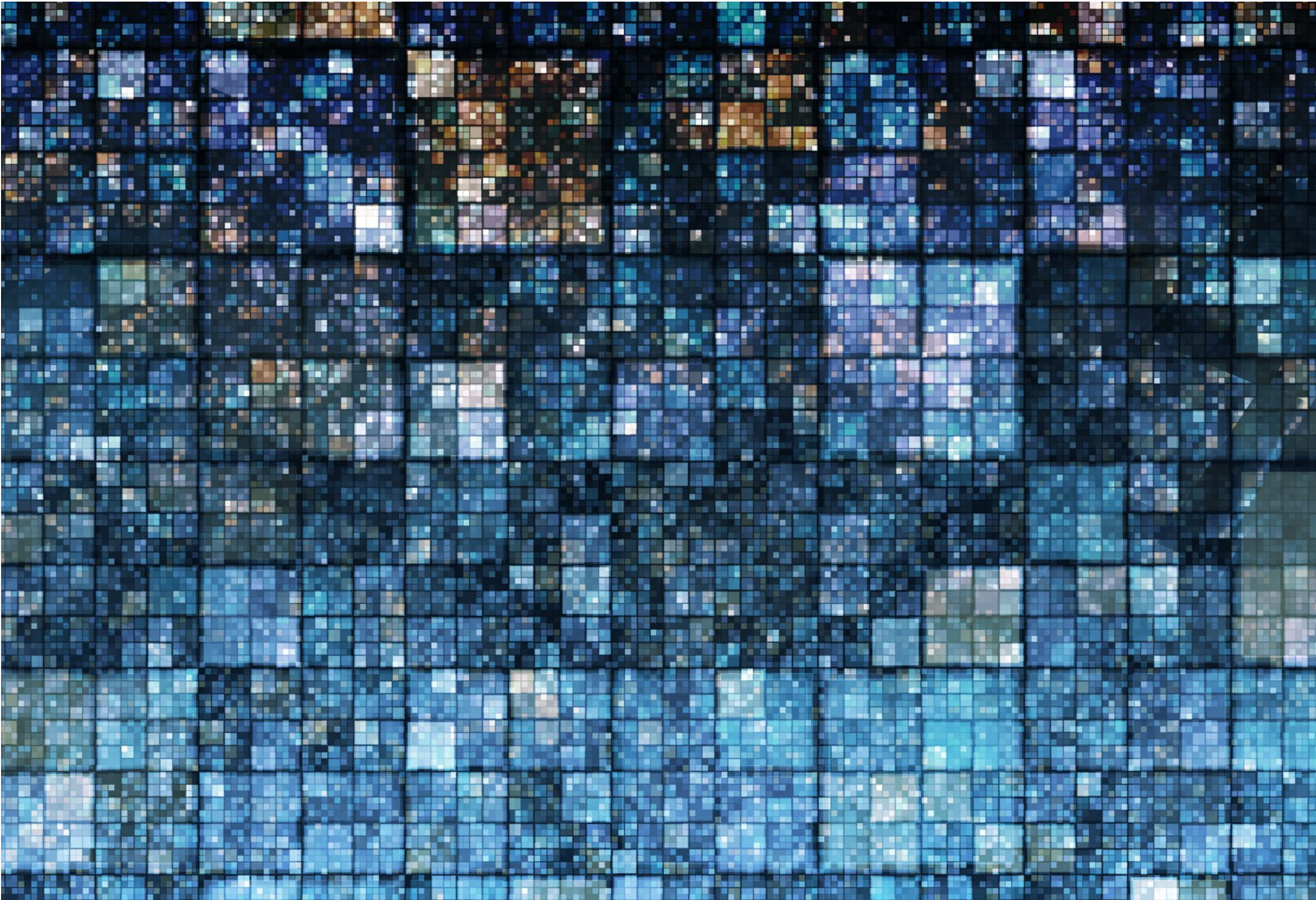
随着信息革命的深入，数据已经逐渐地成为了一种价值资产和经济增长点。2015年8月底，国务院印发《促进大数据发展行动纲要》，系统地、全面地部署了大数据技术的发展工作。不久的将来，这项技术的应用将不断推动经济转型发展，提升政府治理能力，并彻底地改变人们的生活。

那么，什么是大数据技术，它又能给我们带来什么？

一、大数据的定义

大数据是一组巨量而复杂的数据集，并且这样的数据集无法使用传统的工具对其进行采集和分析处理，需要新处理方法和模式才能挖掘出隐藏其中的价值。

预测性分析是大数据的核心价值。通过对巨量、复杂、多样的数据进行采集、存储和关联分析，实现准确的趋势判断和预测，从而发现新知识、创造新价值。其预测分析的逻辑基础是发现非因果关系的事物之间的关联规律。



二、大数据的特征

大数据的主要特征可以用“4V”来概括：

（一）Volume巨量性

数据量的大小决定了数据对象价值的大小，因此巨量性是大数据的第一特性。目前，大数据的规模并没有被明确定义，单一数据集的规模通常从几十TB到数PB（1PB=1024TB）不等。在实际应用中，很多企业用户把多个数据集放在一起，已经形成了PB级的量级。

（二）Variety多样性

数据分析必须要明确数据的类型和其他必要的因素。大数据来自多种数据源，其所涵盖的数据类型日渐丰富，除了传统结构化数据，更多的是半结构化和非结构化数据。文本、音频、视频、图片、网络日志、地理位置信息等等都可以是大数据的组成部分，源数据的多样性对数据处理能力提出了更高的要求。

（三）Velocity实时性

大数据的实时性指的是数据处理要满足数据产生和分析执行速度的要求。即使在数据量非常庞大的情况下，也能够做到数据的实时处理。处理速度快，时效性要求高，这是大数据区分于传统数据分析最显著的特征。

（四）Veracity 真实性

随着社交网络、传感器网络、互联网搜索等新数据源的兴起，传统数据源的局限被打破，数据质量随时可能发生巨大的变化。因此，精确的数据分析结果愈发依赖于源数据的真实性。

三、大数据的处理

在具备了巨量的、多样的、实时的、真实的数据来源后，人们需要使用特殊的技术来对它进行高效的处理。典型的大数据处理流程可以概括为四步，分别是采集、导入和预处理、统计分析以及挖掘。

（一）采集

大数据的采集是指利用多个数据库来接收、存储和处理来自客户端数据，并且用户可以通过这些数据库来进行简单的查询工作。例如，电商会使用多种类型

的数据库来存储所有的事务数据，用户可以通过移动设备的应用程序来搜索、购买、跟踪订单和评价。这个过程中，电商记录了用户的地址、电话、地理位置、银行账户、搜索记录、交易记录、消费习惯等数据。

在采集过程中，同时可能会有成千上万的用户来进行访问和操作，其数据访问的并发量非常高，为此，需要在采集端部署大量数据库才能支撑高并发量。同时，高并发也对如何在这些数据库之间进行负载均衡提出了极高的要求。

（二）导入/预处理

如同数据挖掘的过程一样，大数据来源于大量的、多种类型（关系型数据库、NoSQL等）的采集端数据库，在对这些海量数据进行分析前，为了保证访问的效率，需要将其导入到大型分布式数据库或者分布式存储集群，同时做一些简单的清洗和预处理工作，为下一步分析做好准备。

（三）统计分析

统计与分析主要利用分布式数据库或者分布式计算集群来对存储于其内的海量数据进行普通的分析和分类汇总等，以满足大多数常见的分析需求，这项工作对系统I/O有着极高的要求。在这方面，HADOOP是典型的开源式分布系统的基础架构，它非常善于处理超大量的数据，通过把大数据变成小模块然后分配给其他机器进行分析，实现了对超大数据的处理。HADOOP的计算结果并不那么精确，但是对于不要求极端精确的任务他就比其他系统运行快的很多。

（四）挖掘

大数据挖掘的核心技术是属于人工智能领域子类中的机器学习（Machine Learning）的应用。在大数据挖掘过程中，少不了采用模式识别、音视频识别、图像识别、统计学习和自然语言处理等前沿技术，而它们都离不开机器学习。这是一种利用数据训练出模型，再使用模型进行预测的一种方法。这一过程具体体现在对现有数据进行基于各种算法的计算，从而起到预测的效果，实现一些高级别数据分析的需求。比较典

型算法有用于聚类的K-Means算法、用于统计学习的SVM算法和用于分类的Naive Bayes算法等。

四、大数据变革

与传统统计学相比，大数据理念具有以下几个显著的特征。

（一）要全体不要抽样。在过去，由于缺乏获取全体样本的手段，人们发明了“随机调研数据”的方法。理论上，抽取样本越随机，就越能代表整体样本，从精确性角度考虑，采样随机性比样本数量更重要。大数据技术不用随机分析，而采用对所有数据分析的方法。如今我们能够方便地获取足够大的样本数据乃至全体数据。Google之所以能够准确预测全美流感传播趋势的原因就在于它几乎覆盖了七成以上的北美搜索市场，而在这些数据中，已经完全没有必要去进行抽样调查。

（二）要效率不要绝对精确。过去使用抽样的方法，需要在具体运算上非常精确。面对全样本时，有多少偏差就是多少偏差，这个偏差不会被放大，即大数据基础上的简单算法比小数据基础上的复杂算法更加有效。

数据分析的目的不仅仅是得到分析结果，而是有其它用途，故而时效性也非常重要。精确的计算是以时间消耗为代价的，在小数据时代，追求精确是为了避免放大的偏差而不得已为之。但在样本=总体的大数据时代，快速获得一个大概的轮廓和发展脉络，就要比严格的精确性要重要得多。

（三）要相关不要因果。相关性表明变量A和变量B有关，或者说A变量的变化和B变量的变化之间存在一定的关联关系。但相关性并不一定是因果关系（A未必是B的因）。亚马逊的推荐算法非常有名，它能够根据消费记录来告诉用户你可能会喜欢什么，这些消费记录有可能是别人的，也有可能是该用户历史上的，但它不能说出你为什么喜欢的原因。

大数据开启了一次重大的时代转型，它正在改变我们的生活以及我们理解世界的方式。我们从对事物

因果关系的关注逐渐转向了关联关系。也就是说我们只需要知道是什么，而不需要知道为什么，我们做决定和理解现实的最基本方式也将发生巨大的变化。

五、如何应对大数据时代的到来

伴随着互联网技术、存储技术和计算技术的发展，全世界的信息中大约有70%已经实现了数字化。同时，行业、技术和平台的壁垒不断地被打破，数字化这个进程正在加速。一些企业在这个过程中积累了大量的价值数据和分析模型，数据正在成为新的资源。眼下，数据的真实价值和大数据技术的应用只是冰山一角，其潜在的价值不可估量。

要挖掘这些数据的潜在价值，全面布局大数据技术应用有几个关键点要注意：一，广泛的数据来源和资源网络。以金融行业为例，价值数据主要涵盖经济数据、行业数据、经营数据、投资数据、消费数据、客户数据、社交媒体数据、征信数据等。这些数据包括来自企业应用系统、所处行业和竞争对手的数据以及其他外部环境中的各种数据；二，高效的技术资源平台。处于不同产业链位置，各行业要加强资源的集约化整合，合作发展共享经济，利用技术重构决策体系基础设施，实现直观分析、关联关系分析、认知计算和预测，进而获得精准营销、市场机会快速捕获和潜在商业机会的迅速挖掘，以提高业务效率、降低运营风险、创新业务模式。目前，百度已正式发布大数据引擎,并向外界提供大数据存储、分析及挖掘的技术能力；三，创新数据分析能力和思维能力。除数据和技术之外，达到成功还需要创新的大数据思维和分析能力，才能不断地挖掘数据新价值。

大数据是数据分析的前沿技术，虽然它的发展才刚刚开始，却已经对人们探索世界、认识世界和改变世界的方式带来了巨大的变革。同时我们也要意识到，任何技术都存在着局限性，人类应当客观地认识大数据带来的变革，合理地使用这样的工具去创造价值，加速人类文明的演进。

（本文作者侯启昆，信息技术部总经理）

浅谈融资性集合信托业务

文 | 傅鹏



一、我国利率市场化的先行者

融资性集合信托业务类似银行贷款业务，其资金来源源于私募合格投资者，资金成本随行就市，但远高于同期银行存款利率，相当于存款利率市场化了。募集资金成本加上信托报酬、银行托管等费用就构成了信托成本，即融资方的融资成本，贷款利率也市场化了。作为我国利率市场化的先行者，融资性集合信托业务一方面是银行贷款的补充，一方面满足了高端投资者的理财需求，信托公司的主动管理特性得到充分体现。

二、融资性集合信托业务风控的重点是控制还款现金流

融资性集合信托业务就是贷款，对于贷款业务来说，最重要的就是到期还本付息，融资方还贷的钱来源无非以下四种：一是经营性现金流（挣的钱），二

是资产变现（卖的钱），三是再融资（借的钱），四是担保人代偿。还款来源中至少要有一种强还款来源，业务才能操作。

经营性现金流指，融资方通过“现金——原材料——在产品——成品——应收账款——现金（含利润）”的过程，最后这个回笼的现金用来还贷，就是经营性现金流还贷，这是良性循环。要掌控经营性现金流，首先要确保融资方完成整个经营过程，形成回笼现金，其次要确保回笼现金进入监管账户，从而保证经营性现金流还贷。

抵押资产变现是在融资方无法用经营性现金流还贷的情况下，信托公司主动处置抵押资产，变现还贷，信托公司对资产的处置掌握主动权。抵押资产变现还贷一是看资产对贷款的覆盖程度，即真实的抵押率；二是看资产的变现速度，即是否是市场需要的资

产。信托公司需要有战略合作者，一方面方便处置抵押资产，另一方面反向指导选择易变现的抵押物。例如，与四大资产管理公司合作处置房地产，与大型PE机构合作处置非上市公司股权等。

如果融资方无法用经营性现金流还贷，也没有抵押资产，只能靠再融资还贷，融资方再融资能力取决于融资方资信实力，这种情况下要分析融资方的再融资渠道，要预测其未来获得再融资的可能性。

如果还贷资金依靠担保人代偿，要分析担保人的经营性现金流和再融资能力。

三、过去的辉煌

2008年末信托公司的资产总规模不到1.24万亿元，2014年末信托行业管理的信托资产规模为13.98万亿元，6年期间资产规模增长了10倍多，2009年以来我国信托业得到了快速发展，其快速发展的背景一是房地产宏观调控，银行放贷受限，信托行业顺势介入。二是银行对地方政府融资平台融资规模限制，信托行业顺势介入。

2010年虽然在政策上房地产行业被宏观调控，但其行业仍处于景气上升期，房子销售情况良好，房地产行业的经营性还款现金流良性，房地产信托业务整体风险可控。

2010年以来的政府平台业务，由于平台公司有地方政府或明或暗的背书，再融资能力得到市场的认可，融资平台业务整体风险不大。

近几年融资性集合信托业务能快速发展主要是受益于外部环境，目前国内经济形势下行，大部分行业产能过剩，房地产行业进入下行轨道，43号文剥离了政府信用，融资性集合信托业务今后的路没有以前好走了。

四、走好脚下的路

融资性集合信托业务今后的发展拼的是信托公司的风控能力，下面就各项业务分述如下：

- （一）房地产业务
1. 经营性现金流角度
- （1）在资金到位的前提下，项目能否按计划竣工、验收、交付？这跟开发商的资信实力有关，大型中型开发商应该都没有问题，出于谨慎原则，中型开发商的尚未开工的开发贷业务回避，

房地产开发阶段	开发商实力要求	信托成本能否接受
符合四三二，尚未开工	大型	嫌高，难接受
建设期，尚未领预售证	大型、中型	大型嫌高，中型能接受
已领预售证，尚未竣工验收	中型	能接受
已竣工验收，尚未办理房产证	中型	能接受
已办理房产证	中型	能接受



至少要处于建设期正负零阶段。

(2) 房子能否按预期销售出去？

取决于项目所在城市、坐落地段和当地市场需求，鉴于当前全国房地产行情下行，建议在一线城市和少数二线城市中寻找业务机会。

风控条件需落实销售账户监管，增加信托公司印鉴，完全掌控经营性还款现金流。

2. 抵押资产变现的角度

需落实土地及在建工程抵押，如整个项目都由信托公司融资，则追加项目公司100%股权质押，以方便整体转让变现，如果项目勉强的话，需要提前引入风险交易的预案，以对冲风险。

3. 融资方资信实力角度

大型开发商四三二齐全的一二线城市的房地产业务，很难接受信托的高成本，基本上都找银行借开发贷。

中型开发商四三二齐全的一二线城市的房地产业务，能接受信托的高成本，需防范民营开发商是否涉入民间借贷。

小结：房地产业务围绕一线城市和少数二线城市做中型开发商的已开工建设的项目，风控措施包括但不限于销售账户监管，土地及在建工程抵押，项目公司100%股权质押视项目参与程度而定。第一还款来源应该是经营性现金流，强还款来源是抵押资产变现。

(二) 融资平台业务

融资方资信实力角度

由于43号文从法律角度剥离了政府信用，目前的政府信用是基于道德角度，所以融资平台级别一定要高，在当地属于重要平台公司，最好涉及自来水、污水、燃气、交通等民生行业。要对融资平台的现有融资渠道和潜在融资渠道进行前瞻性分析，以便预测其未来再融资能力。

(三) 租金收益权投资业务

租金收益权投资业务类似于银行的经营性物业贷款业务，是长期融资业务，每年的租金收入能覆盖当年的利息，有资产抵押，是资产证券化的前期业务。

1. 经营性现金流角度

每年的租金收入是稳定的还款现金流，要考察承租人的资信实力，以确保其有意愿、有能力按期支付租金。

2. 抵押资产变现的角度

一是确保抵押资产评估值的客观性、市场性，二是客观预测抵押资产的变现速度，必要时提前引入风险交易预案。

3. 融资方资信实力角度

租金收益权投资业务重点是看租金和抵押资产的质量，类似于资产证券化业务，融资方资信实力可适当降低要求。

租金收益权投资业务第一还款来源是经营性现金流，强还款来源是抵押资产变现。

(四) 非上市公司股权收益权投资业务

这类业务主要是帮融资方盘活股权投资资金，重点关注股权的质量，需要风险对冲，是长期融资业务。

1. 经营性现金流角度

(1) 投资的股权是否有能力在信托期间现金分红，分红能覆盖多少信托本息？

(2) 融资方经营性现金流能覆盖多少信托本息？分红和经营性现金流至少能要覆盖信托当年利息。

2. 质押股权变现的角度

需要签订股权远期有条件受让协议，这里需要引入一个信托公司认可的强受让方，目的是风险对冲，这是这类业务的关键所在。

3. 融资方资信实力角度

基于质押股权变现的风险对冲，融资方资信实力可降低要求。

非上市公司股权收益权投资业务第一还款来源是经营性现金流，强还款来源是质押股权变现。

信托行业是个不断发展创新的行业，融资性集合信托业务无论朝哪一个方向发展，永远不变的是控制还款现金流，只要能坚持这一点，就能走好脚下的路。

(本文作者傅鹏，上海业务一部总经理)



个人信托受益权转让模式探索

文 | 林寅

李先生2013年12月花100万买了某信托公司的2年期产品，收益率12%，2015年12月到期。2014年10月，李先生感觉到A股可能有更多的机会，想看看有没有办法提前取回。客户经理告诉他，目前李先生作为受益人享有的受益权尚有1年零2个月的持续时间，本年的收益分配日也还没到，但只要有人愿意接受这个运行中的产品，信托公司可以协助完成转让。恰好李先生的好友张先生最近有一笔资金到期，想投资合适的1年期产品，觉得的李先生产品可以接受。于是李先生和朋友张一起到了信托公司办理受益权转让，张先生将100万打给信托公司，信托公司收款后把李先

生的本金退还，并且进行账户的变更及信托合同的更新，收益则是到期再分割分配；信托公司收取了少量的手续费。

到了2015年3月，A股的向上趋势已经很明显，张先生也想来炒股了，但是这时大家都想炒股，已经没有人想买期限只有9个月的固定收益产品了，信托公司给张先生提供了另外一个方案：将他的信托受益权质押给信托公司，信托公司按年化13%的资金成本给张先生一次性发放50万，按日计息，张先生随用随还，如果还款金额不足，信托公司将根据违约金额以及欠款时间，在信托产品到期后从张先生的投资收益以及

投资本金中扣除。张先生从3月份开始炒股，经历了6月份第一波大跌后清盘还回了贷款，发现自己除了继续持有年化12%的信托产品外，扣除贷款利息后还多挣了20万，而且由于市场利率持续下行，7月份新发行的信托产品平均收益率已经降到9%左右。张先生不禁感慨：信托受益权转让和质押贷款太有用了！

随着信托资产规模突破14万亿，个人信托受益权转让的需求也日渐增多。与机构信托受益权不同，个人信托受益权转让的需求更多的是在集合信托产品中体现，那么在现实操作中，个人信托受益权转让的基础和模式都有哪些？各有什么特点呢？

一、个人信托受益权转让的基础

（一）法律法规基础

在法律方面，我国《信托法》规定受益人自信托

生效之日起享有信托受益权，可以用于清偿债务，也可以依法转让和继承。我国《担保法》第七十五条第（四）项规定，可质押的权利包括“依法可以质押的其他权利”；我国《物权法》第二百二十四条规定，可用于质押的权利种类包括：汇票、支票、本票；债券、存款单；仓单、提单；可以转让的基金份额、股权；可以转让的注册商标专用权、专利权、著作权等知识产权中的财产权、应收账款；同时规定可用于出质的权利还包括“法律、行政法规规定可以出质的其他财产权利”。因此，除信托合同（文件）对信托受益权的转让作出限制或禁止性规定外，个人信托受益权符合可以出质的财产权利的特征和要件。

根据《物权法》规定，质权的确认需要依法公示，公示方法包括权利凭证的交付与依法办理质押登记两种。目前由于信托财产登记体系正在建设中，开展相应的业务可以变通采取在信托公司办理登记并进行公开披露，或者设计信托受益权受益凭证并进行交付；也有采取在信托合同中加入受益权转让条件、提前终止条款、限期开放赎回条款等方式。

在部门规章制度方面，《信托公司集合资金信托计划管理办法》规定，集合资金信托计划存续期间，受益人可以向合格投资者转让其持有的信托单位，如果对信托受益权进行拆分转让，受让人不得为自然人；同时机构所持有的信托受益权不得向自然人转让或拆分转让。另外，根据《信托公司条例（代拟稿）》，将统一全国信托公司信托财产、产品的登记托管，信托受益权可以在监管机关认可的交易场所交易，信托公司可以为信托受益人办理受益权质押登记。可见，个人信托受益权可以向个人整体转让，也可以向机构整体转让，还可以通过拆分转让向机构部分转让。

（二）逻辑基础

根据《信托公司集合资金信托计划管理办法》，设立信托计划期限不少于1年；大多数信托公司的信托产品均为2年。对于信托受益权出让者而言，正是因为具有资金需求，不管是想短期获得资金还是一次性取回投资，都希望自己所购买的信托产品能够开

启转让的功能,从而具有更多流动性,在需要的时候回收资金。而对于信托受益权的受让者而言,通过受让他人的信托受益权,能够根据自己的资金情况合理安排投资时点;并且可以享受净值折价转让或者收益率溢价转让。另外,由于经济环境与经济周期的不同,通过受让信托受益权的方式能够将资金投资于成立时间更早、相对风险更低的项目,或者获取更高的回报率,并且往往还能够降低风险暴露的时间。

（三）业务基础

《信托公司集合资金信托计划管理办法》规定,信托公司应为受益人办理受益权转让的有关手续。本来信托受益权转让是受益人之间的事情,跟受托人应该没有太大的关系,但实际来看,由于受托人运作着信托财产并且保管着信托合同等关键法律文件,通过为受益人之间提供信托受益权转让的便利,能够更好地服务与自己的客户,同时也相当于给自己发行的信托产品增加了流通的功能,并且能够通过受益权转让实现估值与定价。受托人要起到一定的投资者

服务与保护服务,尤其是在受益权转让中,有受托人参与,相当于增加了资产运营保管以及账户监察的服务,这方面信托公司可以做的事情很多。同时,信托公司在这个过程中也可以获取收益,根据转让模式的不同,信托公司可以收取手续费、服务费,或者贷款利息、回购溢价等。

二、个人信托受益权转让的模式

（一）个人点对点转让

在这种模式中,出让人借助信托公司的信息平台发布出让信息,同一个公司的合格投资者可以看到信息,有意愿可以自行联系出让人,洽谈完成后按双方约定意思进行受益权转让,信托公司主要作为信息中介,为投资者提供信息交流便利,协助办理转让手续,监管交易保证金,变更账户信息等,从中收取一定的手续费。由于集合信托计划有50人的限制,并且拆分转让受益权的受让人不能是自然人,个人点对点转让更多是信托公司的一种延伸服务。



（二）第三方中介转让

在这种模式中,信托公司与第三方机构合作,第三方机构提供信息交流场所与业务撮合平台,持有信托受益权的出让人集中在该场所发布出让信息,相当于定价挂牌,受让人可以浏览所有出让信息,通过联系该第三方中介机构进行询价与报价,如果出让人与受让人达成一致并在第三方机构监督下签署转让合同,第三方机构将通知信托公司办理转让手续并对受益人信息进行变更,信托公司收取手续费,第三方机构收取信息中介费。这种模式是第一种模式的延伸,借助第三方信息中介出让人可以联系到更多的受让人,而不是局限于所在信托公司的客户。

出让者	操作动力	业务流程	用户体验	实际效用
	资金周转需求;需要主动折价出售或牺牲一部分收益提供溢价。	通过APP或信托客户经理发布周转信息,其他客户可接收。	提出申请即可,操作简便	转让效率较低,转让时间可能较长,无法满足迫切资金需求

受让者	购买逻辑	担忧点
	市场同期产品较少、期限较长、标的较差、增信不足、收益率下滑等。	变成接盘侠。

信 托 公 司	业务本质	系统投入	人员占用	收益分析	风险分析	业务建议
	提供信息交流平台,协助办理转让手续,接受转让款,提供账户与资金监管。	转让平台APP需具备用户身份认证、账户查询、产品净值披露等基础系统功能,受让者可以方便获取出让信息。	最少需要1个人负责管理维护相关信息板块,避免恶意信息、广告、灌水等现象,同时负责响应用户的需求,接听电话,提供操作提示与建议等。	一般不收费,或者象征性地在出让者与受让者达成一致的情况下收一点手续费。	受让人与出让人均为公司合格投资者,信托公司提供信息中介,本身不承担交易风险。同时,由于受让人资金需要先经过信托公司转让账户,相当于多了一层资金监管,避免虚假交易的情况。	在不占用太多成本的情况下建议推行,给投资者附加了受益权转让服务,有助于体现品牌特色,吸引客户。

出让者	操作动力	业务流程	用户体验	实际效用
	通过第三方中介能够接触到更多的投资者,相对市场需求更高,定价还可以更加市场化。	通过第三方中介的客户端进行操作,或者委托客户经理协助挂到第三方中介机构的信息平台上。	简单方便,需要填写产品信息、报价信息等,还能够根据平台出让情况及时修改报价额度等。	通过第三方中介信息发布能够更大范围地接触到各类投资者,出让产品可能性更高。

受让者	购买逻辑	担忧点
	第三方中介获取转让信息更方便,报价更多样有助于扩大选择范围,能够满足更多样的投资需求。	第三方中介需要较强的背景与信用,最好只是信息中介。同时对于信托受益权需要提供真实性证明,经第三方交易后可以到信托公司进行确认。

信 托 公 司	业务本质	系统投入	人员占用	收益分析	风险分析	业务建议
	协助出让人将信托受益权出让信息发布到第三方平台,受让者则由第三方平台负责联系,信托公司协助办理转让手续。	通过APP将数据对接到第三方平台的相应端口,在原有的APP上或者网站上增加相应的转让模块。	较少,主要是与第三方机构合作,相关服务由第三方机构提供。	信托公司收取手续费,第三方机构收取信息中介费;信托公司提供服务少,议价能力相对较低。	合格投资者识别责任在于第三方机构,如果第三方机构擅自放宽范围或者拆分信托受益权,在出现转让纠纷以及监管穿透检查不合规时,信托公司不一定能免责。	可以考虑与第三方机构合作,为投资者提供附加服务,但要严密注意第三方业务流程的合规性。

（三）定期开放赎回设计

带开放赎回功能的信托产品是目前实现信托产品流动性的主流设计,只需要在信托合同中加入特定条款,操作起来相对比较简单。然而可能存在认购资金不足产生资金缺口的问题,对于证券投资类产品而言可以通过出售持有金融资产完成变现,但对于融资型长拆短产品,在遭遇集中大规模赎回时可能需要占用信托公司的自有资金进行临时垫付。对于认购资金过多造成的资金超募问题,证券投资类产品可以调整资产与净值;融资型产品则可以根据一定规则退还超募资金。



（四）信托受益权质押贷款

随借随申,随用随还,受益权质押贷款原理很简单,由于受托人管理委托人的财产,对于收益分配以及财产归还都具有操作上的决定权,此类业务能够解决投资者的短期资金需求。投资者将持有的信托受益权质押给信托公司,信托公司使用自有资金或者从其他渠道获取资金后,向投资者发放个人贷款,期限可以是活期或者定期,利率可以根据期限调整。在信托财产与信托受益权登记尚未完备的情况下,信托受益权质押贷款业务主要面对的是购买自家产品的投资者,一旦统一信托财产与受益权登记,那么持有其他公司的信托受益权的投资者也可以根据各家信托公司的质押率要求、融资额度限制以及还款方式、融资成本等进行自主选择;接受投资者信托受益权质押的公司需与别家公司进行沟通,同步受益权质押信息,经投资者所在信托公司确认后,在信托受益权登记机构进行披露与公示。

	操作动力	业务流程	用户体验	实际效用
出让者	由于可以定期赎回,相当于确保信托产品的流动性。	在产品进入约定的赎回期时联系客户经理或者通过APP操作。	与证券投资基金赎回流程相似,操作流程相对容易上手。	非常有用,只要在约定的赎回时点申请,就可以满足资金周转需求。

受让者	购买逻辑	担优点
	定期开放式产品,净值波动,如果看好后续发展,可以继续购买,和认购开放式基金份额一样。	原始投资者赎回是否基于内幕信息而提前撤资,认购后市场波动会不会导致净值减少。

	业务本质	系统投入	人员占用	收益分析	风险分析	业务建议
信托公司	适用于证券投资型产品,或者对融资型产品进行长拆短设计。	在合同中说明赎回流程,投资者可以通过联系客户经理或者在APP中申请,需要增加相应功能。	在赎回高峰期需要占用一部分人力,产品正常运作期间不需要额外投入。	通过长拆短以及受益权分层,适当下调提前赎回收益率,降低资金成本。	赎回量较大而认购量较小,可能存在资金缺口;赎回量较小而认购量较大,可能造成资金超募。	资金缺口提前安排自有资金进行流动性支持;超募资金按一定的规则将超出部分退还。

	操作动力	业务流程	用户体验	实际效用
出让者	资金随用随借,并且维持原来的信托产品受益人身份,可以及时把握市场行情。	投资者将信托受益权质押给信托公司,信托公司按照一定的额度发放信托贷款。	提出用款申请,信托公司审核产品情况与人员情况后放款,效率高。	很高,相当于赋予投资者根据市场情况调整资产投向的权利。

受让者	购买逻辑	担优点
	信托公司通过向个人发放质押贷款获取贷款利息,贷款利率一般大于信托收益率。采用部分质押设计,只要项目不出风险就不怕投资者违约。	如果信托公司投资管理的项目出了问题,而质押人又不选择还款,将会造成额外损失。

	业务本质	系统投入	人员占用	收益分析	风险分析	业务建议
信托公司	向合格投资者提供短期贷款。	通过联系客户经理申请,或者通过APP提出贷款申请,对投资者信息审核通过后自动打款到投资者账户,并锁定投资者的信托受益权。	需要组建质押贷款团队,负责投资者审核、贷款发放、后期清算等工作。	通过受益权质押贷款,能够获得额外的贷款利息收入。	按信托受益权的一定额度放贷给投资者,在原始信托产品正常运行的情况下,可以保证质押品价值覆盖贷款本息。但如果信托公司投资管理的项目出了问题,质押人不还款,将会造成额外损失。	此项业务对于向投资者提供短期流动性是个很好的方式,对于资金、系统、人员的投入并不大,也能提供一定收益,有助于更好满足客户需求。



《中国信托业2014年度社会责任报告》摘登

文 | 胡萍

2015年8月24日，由中国信托业协会编制的《中国信托业2014年度社会责任报告》正式对外发布。报告全方位展示了2014年度中国信托业以加强社会责任感管理为核心，切实履行法律责任、经济责任、公益责任和环境责任的实践成果，深刻诠释了信托业“中国信托、诚信托付”的理念和思想。报告主要从支持实体经济、加强民生保障、增加客户收益、防控金融风险、关注社会公益、建设美丽中国、助力员工发展、推进责任管理等八个方面详细阐述了信托业在履行社会责任实践中所做出的努力。本报信托版从本期开始将连续刊登该报告摘要，敬请关注。

行业概况

2014年，中国经济新常态初步形成，金融领域一

些新的趋势性特征逐步显现，信托业的发展也呈现出一系列新的特征。

2014年，信托业的制度基础进一步完善，信托公司创新经营管理机制，培养核心业务能力，提高金融服务与风险管理的技术水平，有效增强了服务经济社会健康发展的能力。

2014年，在监管部门指导下，行业协会组织信托公司全面开展行业治理工作，整个行业履行社会责任的意识和能力普遍提高。信托业在保障和改善民生、推进基本公共服务均等化方面进行了有益探索；积极参与生态文明体制建设，创新土地开发、资源节约利用、生态环境保护等的投融资机制；顺应国家经济结构调整的需要，在助力传统产业升级、支持战略性新兴产业发展和中小微企业融资方面发挥了巨大

作用。

支持实体经济

信托具有高效的行为协调和资产配置能力，是促进我国实体经济发展的力量。2014年，信托业在自身实力显著增强的情况下，加大了为实体经济服务的广度和深度，受托资产规模的七成直接投向实体经济领域，基本覆盖了实体经济的各个行业，在稳增长、调结构、促转型，解决企业融资难、融资贵等方面发挥了积极的作用。

1、促进经济结构调整

2014年，信托业积极响应国务院《关于金融支持经济结构调整和转型升级的指导意见》的号召，助力产业转型升级，支持战略性新兴产业成长，促进文化产业持续发展，切实推动经济结构调整和产业转型升级。

助力产业转型升级。2014年，信托业贯彻执行国家产业政策，积极支持“两高一剩”企业的技术改造和转型升级，通过信托贷款、股权投资、产业基金等多种形式，为企业提供优质金融服务。

支持战略性新兴产业。2013年12月，《战略性新兴产业标准化发展规划》的发布进一步明确了战略性新兴产业发展的基本原则、发展目标、重点任务及一系列政策措施。2014年，信托业继续加大对战略性新兴产业的支持力度，成为新材料、生物、高端装备制造、新能源、信息技术等产业的重要资金来源。

促进文化产业发展。《国务院关于推进文化创意和设计服务与相关产业融合发展的若干意见》提出要切实提高我国文化创意和设计服务整体质量水平和核心竞争力，大力推进与相关产业融合发展。

2014年，信托业加大了对文化产业的支持力度，通过文化产业基金、贷款、股权收益权等多种形式使

得信托和文化产业实现有效对接，促进了文化产业的健康发展。

2、服务地方经济发展

信托业充分发挥信托制度优势，始终坚持履行服务地方经济发展的社会责任，助推地方经济健康发展，造福一方民众。2014年，信托公司继续对接地方重大项目，活跃地方金融市场，在市政工程、能源交通、工业园区建设等基础设施建设领域提供重要资金支持。

3、助力中小企业腾飞

作为国民经济的重要组成部分，中小企业是推动我国经济发展的重要力量。中小企业的发展，对解决我国社会就业问题及推动经济社会深化改革具有重要意义。但当前我国中小企业融资难、融资贵的结构性问题依然突出，直接影响到中小企业发展壮大。

2014年，信托业继续发挥自身优势，不断创新业务模式，以全金融产业链为导向，为中小企业提供多样化、个性化的专业信托服务，通过股权投资、私募债、信托贷款等多种方式实现对中小企业的资金支持，助力中小企业蓬勃发展。

4、参与国有企业改革

党的十八届三中全会明确提出，积极发展混合所有制经济，允许更多国有经济和其他所有制经济发展成为混合所有制经济。发展混合所有制经济，尤其是在公有制企业中进行混合所有制改革，是国有企业或国有控股企业更好适应我国社会主义市场经济发展的需要，是对我国社会主义市场经济的进一步完善。

2014年，信托业顺应国家政策，积极参与国有企业改革，采用制定并购重组方案、受托进行代持股等多种方式，在混合所有制改革、国企债务重组、资产重组和不良资产处置等领域发挥更重要的作用。

（本文来源：金融时报）

顶级葡萄酒造假案

文 | 汪纯

.....



鲁迪·尼亚万大量地收购顶级勃艮第酒，将名贵葡萄酒市场的价格一再推高，然后，他开始出售自己的藏品——看上去似乎是这样。而事实是，他把自己打成一个著名的酒类收藏家，然后伪造数量惊人的名酒通过正规拍卖行销往世界各地。

一场拍卖会

2008年4月25日，酒类拍卖行Acker Merrall & Condit在纽约的一家名叫Cru的餐厅举行了一场拍卖会，和其它酒类拍卖会的沉闷相比，Acker的拍卖会更像是酒神的狂欢。这家拍卖行常常在餐馆里举行拍卖会，而且在拍卖的过程中还打开大量的好酒供来宾享用。约翰·卡彭（John Kapon）是这家拍卖行的总裁，他在业内以勤奋和豪饮闻名，常常一边主持拍卖一边和客人们一起喝酒。每次随着他面前的一排酒杯被逐渐喝空，他的发音就越来越像一个法国屠夫。

酒精似乎让金钱的流动变得更加顺畅：在Cru举行的这场拍卖会上，两瓶1959年的Dom Pérignon桃红香槟被以每瓶42,350美元的价钱售出，这在当时创下了一个高价的记录。

那场拍卖会上还出售了约翰·卡彭一个友人的一批藏品，此人名叫鲁迪·尼亚万（Rudy Kurniawan）印尼人，人称“康帝博士”，因为他特别青睐勃艮第的罗曼尼·康帝（Romanée-Conti）酒庄的葡萄酒。从2003年开始，尼亚万开始大量购进名贵的葡萄酒，曾有报道称他有时一个月为此花掉100万美元，他也会出售自己的藏品，在Acker拍卖行2006年举办的拍卖会上，他曾出售了价值3500万美元的酒。而在前面提到的这场拍卖会中，他也拿出了268瓶葡萄酒，分别产自三个勃艮第名庄：Domaine Armand Rousseau，Domaine Georges Roumier以及 Domaine Ponsot。

彭寿园的继承人劳伦·彭寿（Laurent Ponsot）也参加了这场拍卖会，他听说这次拍卖会上会出售97瓶彭寿园出产的葡萄酒，他认为其中大多数都是假货，为此专程从勃艮第赶到纽约。因为这批货中居然包括了一瓶1929年的Ponsot Clos de la Roche，而彭寿园从1934年才开始给出产的酒品冠以自己庄园的名字，拍品目录中还有38瓶产于1945年和1971年之间的Clos Saint-Denis，而彭寿园1980年代才开始生产Clos Saint-Denis。劳伦·彭寿专门给约翰·卡彭打了电话，说明这批酒一定有问题，不过他并没有告诉卡彭自己会到纽约去参加这场拍卖会。到了拍卖会的中段，卡彭宣布这批拍品被撤回了，但是没有说明原因。

名酒、“康帝博士”和拍卖行

从2000年开始，由于市场上对于名贵葡萄酒的需求日增，这些名酒的价格也一路飙升。2000年全球酒类拍卖总额达到9200万美元，而去年，这个数字翻了5倍，达到了4.78亿美元。

市场的狂热很大程度上由来自美国的年轻买家驱动，过去的拍卖场由霍斯顿·豪威尔（Thurston Howell）这样的老派绅士主导，现在新人大批入场，他们贪得无厌地收购，然后大肆炫耀他们的战利品。尼亚万就是这批人中的一个，而他对于名贵酒类市场造成的影响远远超过了其他人。他于2000年初次踏入这个圈子，2006年《洛杉矶时报》采访了他，报道说他是“一个富有的华裔印尼家族的后裔”。在采访中，尼亚万称自己的家族在中国和印尼都有产业，他的父亲为了掩盖真实身份，将自己的姓氏改成了“尼亚万”。

尼亚万称自己喝到的第一款高档葡萄酒是产自纳帕河谷的1995 Opus One，那是一款以解百纳为主酿造的红酒。以前他对于葡萄酒的兴趣仅限于加州酒，自从尝过这款酒，他开始喜欢上名贵的法国酒。从此他和南加州最富有的葡萄酒鉴赏家为伍，并成为洛杉矶三个高档品酒会的常客，这三个品酒团体分别是BurgWhores, Deaf, Dumb, and Blind以及Royal Order of the Purple Palate。这个圈子里不乏名人，比如威尔·法瑞尔和拉里·大卫的经纪人Matt Lichtenberg，好莱坞导演兼制片人Jefery Levy，还有环球电视台的CFO Andrew Hobson。这个圈子的人都很有钱，拥有属于自己的大酒窖。尼亚万穿着爱马仕西装，开着法拉利有时开着宾利，在这个圈子里如鱼得水，以慷慨而闻名。

2006年，尼亚万还参股投资了一家由酒类生产商Tienne de Montille成立的一家旨在为收购葡萄庄园提供融资服务的公司，当时他拖了几个月都没有按照约定注资，Tienne de Montille打算放弃合作的时候，他才把款汇到。

2007年，尼亚万在圣塔莫妮卡一家时髦的餐厅为他母亲举办了60岁生日派对。他包下了整层楼，派对里用的酒都是从他自己的酒窖中拿出来的。在宴会上，他请来的嘉宾成龙站在椅子上，手拿着一杯柏翠庄（Château Pétrus）大声说，“鲁迪，你是最棒的！”在场的其他人似乎也很赞同。

本来在酒类收藏界，像尼亚万这么年轻的人很少。但他很快就成为了世界最有名的酒类收藏家之



一，在拍卖场上一花就是几百万美元，也有传言说他也收购了一些私人酒窖。到2006年，名酒的价格已经被他推向新高，这时，尼亚万开始出售自己的藏品。2006年1月，Acker Merrall拍卖行为尼亚万举行了一场名为“酒窖”的专场拍卖会，仅仅一个周末的时间里，他的1700件拍品总共拍出了1060万美元，同年10月，Acker Merrall拍卖行又为尼亚万举行了一场名为“酒窖II”的专场拍卖会，总共拍得2470万美元。这两场拍卖会的拍品中包括一些罕见的名酒，成交额也非常惊人，Acker Merrall拍卖行也由此跻身世界一流酒类拍卖行之列。

Acker Merrall拍卖行的总裁约翰·卡彭和尼亚万2004年在洛杉矶的新酒节上结识，在这场持续四天的庆祝活动的末尾，这群人喝掉了一系列传奇般的酒款，1945 Mouton Rothschild、1961 Jaboulet Hermitage La Chapelle、1971 La Tâche、1964 Romanée-Conti、1978 Guigal Côte-Rôtie La Mouline，总价值超过25万美金。尼亚万用信用卡支付了全部费用，同时向餐厅提出了一个奇特的要求：他要求餐厅将所有空酒瓶寄给他。他还向其它常去的高档餐厅提出了同样的要求，从2004年到2006年，这些餐厅向他送去了大量的空酒瓶。有一些空酒瓶送还给尼亚万的时候破掉了，尼亚万因此暴怒，这让那些餐厅的员工觉得非常诡异。

除了因大手笔地买进和卖出而闻名，尼亚万味觉的灵敏度也受到业界的认可，他在酒类鉴赏方面天分极高，尼亚万的友人和前合伙人保罗·沃塞曼（Paul Wasserman）说他对香气拥有“图形化记忆”，而另一些人则发现他会格外注意一些细枝末节，比如，一家酒厂的酒标在不同的年代里如何变化。除此以外，尼亚万一直是一个不拘小节的人，他会睡到中午以后起床，极其没有条理，经常迟到，很少按时付账单。他和母亲住在一起，有时他在品酒会上会在座位上睡过去，然后醒来继续喝。

保罗·沃塞曼是著名的葡萄酒进口商和勃艮第葡萄酒专家贝克·沃塞曼(Becky Wasserman)的儿子，他在勃艮第长大，之后移居纽约，在当地葡萄酒行业里玩得很转。他2002年认识尼亚万，然后为他管理一家位于洛杉矶的酒类专卖店，这家店主要给一些初级藏家出售勃艮第酒，并提供一些指导和建议。尼亚万常常打电话给沃塞曼咨询意见，询问一些关于酒厂，酒庄和陈年名酿的信息。

“勃艮第的风土和荣誉”

Morey-Saint-Denis是一个位于黄金海岸北部的小村庄，这里聚集了众多的酒庄和酒厂，其中也包括彭寿园(Domaine Ponsot)。这个著名的酒庄建立于1872年，共出产12种grand cru级别的葡萄酒。

劳伦·彭寿(Laurent Ponsot)是彭寿园的继承人，他是一个极具天赋的酿酒师，同时还热衷于登山、赛车和特技飞行。这段时间，他自称是“F.B.I.法国假酒案调查组组长”。

2008年4月，劳伦·彭寿接到了一封来自纽约一个律师兼葡萄酒爱好者发来的电邮，询问彭寿园是从何时开始从圣丹尼庄园(Clos Saint-Denis)生产葡萄酒的。正确答案应该是1982年，那一年，一个巴黎有钱人在Clos Saint-Denis买了一块地，委托彭寿园在其上种植葡萄并生产葡萄酒（这在勃艮第是一种很常见的作法，被称为m é tayage——土地分成收益制）。通过邮件，劳伦·彭寿从这个人那儿得知，Acker Merrall拍卖行正准备在纽约拍卖超过30瓶这款酒，而出产年份居然在1945到1971之间。

事关家族和勃艮第葡萄酒的名誉，劳伦·彭寿决心追查真相。通过进一步调查，彭寿发现，尼亚万从一些老牌勃艮第葡萄酒批发商那里大量购进存货，大多是一些产于1950到1960年代的平价酒，但众所周知，尼亚万自己只喝高档名庄酒，也只卖名庄酒。那么，这大批的平价葡萄酒是买来做什么的，又到那里去了呢？

F.B.I.探员、艺术品犯罪专家詹姆斯·维恩（James Wynne）联系到劳伦·彭寿，请他协助调查假冒彭寿庄葡萄酒的案子。2010年2月，他们在曼哈顿的索菲特酒店2806号套房见面——就在这间房里，卡恩遇到了那个他命中注定的女服务员。

事后，劳伦·彭寿表示，自己家族的酒成为被仿造的对象也是一件值得骄傲的事，毕竟，没有人会去仿造斯沃琪（兄弟，只是没人仿造斯沃琪再拿到拍卖会上买而已……）要仿也会去仿百年灵和劳力士，但是他很清楚，这种仿造行为对于勃艮第酒的风土和荣誉都是极大的伤害。他花了4年时间，终于找到了这些假酒瓶的源头，将尼亚万绳之于法。

疑窦丛生

在文章开头提到的那场的拍卖会后，劳伦·彭寿见到了尼亚万，他们两人和约翰·卡彭以及保罗·沃塞曼一起吃了午饭，劳伦·彭寿直截了当地问尼亚万是从哪里得到这批假酒的，尼亚万回答说，他这几年买进卖出的酒太多了，记不清，回到洛杉矶之后倒是可以查查看。劳伦·彭寿觉得眼前这个人，要么就是不小心买到假酒想要脱手，要么他自己就是一个制假者。

2008年6月，尼亚万总算给劳伦·彭寿发了封电邮，称卖给他假酒的人在印度尼西亚，名叫Pak Hendra，一个月以后见面时，又给了他两个据说是这个人的电话号码，但是劳伦·彭寿多次试打这两个电话，没有一个能够接通。后来劳伦·彭寿发现，原来在印尼语里面，“Pak”就是“先生”的意思，而“Hendra”是一个最常见的名字。

在那场拍卖会后，尼亚万从美国消失了一段时间，但有个名叫Don Cornwell的勃艮第爱好者（此人是一个长居洛杉矶的律师）在一个名叫Wine Berserkers的网站上爆料，称尼亚万在伦敦委托一家名叫Spectrum的拍卖行出售一批可疑的酒款。后来这家拍卖行否认这批酒来自尼亚万，但是应酒厂要求，撤



回了一批号称是罗曼尼·康帝的酒。

2009年9月，比尔·科赫（Bill Koch）对尼亚万提起诉讼，控告尼亚万在2005年到2006年间，通过Acker Merrall拍卖行出售假酒给他。

早在2006年，那两场轰动性的“酒窖”拍卖会上，一个名叫Don Stott的藏家拍得了几瓶据说是产自勃艮第名庄卢米园（Domaine Georges Roumier）的陈酿，2007年他举办了一场品酒会，开了这几瓶酒，巴兹雷（Barzelay）参加了这场品酒会。当时这个庄园的拥有者克里斯托弗·卢米（Christophe Roumier）也在场，他一喝就觉得不对。他们试饮了11款从尼亚万那儿购得的所谓卢米园的酒，发现其中有6款都是假的。Acker Merrall拍卖行同意退款，返还了50万美元，了结了这件事。

几个月之后，巴兹雷和一群勃艮第爱好者一起举行了一场罗曼尼·康帝（Romanée-Conti）酒的品鉴会，参与者会各自携带自己收藏的酒款和大家一起品尝。尼亚万也参加了这次活动，这次他提供的酒款大概都是真货，罗曼尼·康帝的联合总裁Aubert de Villaine也有出席，他没有发现任何异常。这次品鉴会后，尼亚万一再要求巴兹雷把空酒瓶还给他。巴兹雷觉得这个要求很奇怪，但是还是给了，因为“这毕竟是他的酒瓶”。

“勃艮第雷区”

尽管勃艮第主要的葡萄品种只有两种：黑皮诺和霞多丽，勃艮第酒却复杂得令人生畏。葡萄园的分级制度，酒庄的归属，酒厂的命名都错综复杂，而且上世纪70年代到80年代出产的勃艮第葡萄酒质量也参差不齐，著名的葡萄酒评论家罗伯特·帕克将勃艮第称为“雷区”。

过去美国藏家主要收藏波尔多一定程度上也是出于这个原因。由于一些有名望的侍酒师、零售商、以及一些新晋葡萄酒鉴赏家（比如Allen Meadows）的大力推荐，从2000年起，勃艮第的名酿受到越来越多的关注。一部分富有的酒类鉴赏家为陈年的勃艮第酒神魂颠倒，比如产于1950年代、1960年代或者更早的酒。买家的兴趣直接导致了勃艮第酒价格急剧上涨：1996年，一瓶1962 La Tâche只要400美元就可以买到，2006年，其售价已经达到13000美元。很多勃艮第爱好者不满足于买勃艮第的酒，他们还兴致勃勃地跑到勃艮第去购买那里的酒厂和庄园。

尼亚万就是在勃艮第这个复杂的雷区踩到了地雷。饭局中间，劳伦·彭寿和卡彭离开了一会儿，尼亚万问巴兹雷还记不记得2005年在Acker举行的拍卖会上，巴兹雷记得他曾经拍下过一瓶1947年的Ponsot Clos Saint-Denis。当时尼亚万为那瓶酒付了14220美元。在那一瞬间巴兹雷明白了，尼亚万一定以为那是一瓶彭寿园（Domaine Ponsot）出产的Domaine Ponsot Clos Saint-Denis，所以才会误以为彭寿园1947年已经开始生产Clos Saint-Denis酒了，这才被劳伦·彭寿看出破绽。而事实上那时他买的是一瓶Christine Ponsot Clos Saint-Denis，而Christine Ponsot和彭寿园毫无关系，它属于一个酒商，他不过是用自己妻子的名字给这款酒取了这个名字。

东窗事发

今年3月，F.B.I.逮捕了尼亚万，并对他提出了电讯和邮件诈骗等多项指控，其中最引人注目的是“伪造并企图出售假冒的Ponsots葡萄酒”。如果被起诉的各项罪名成立，尼亚万将面临最高80年监禁。目前他仍在为自己做无罪辩护。

根据法庭的资料，警方在他家找到了一个制假工厂，以及成千上万的名酒酒标。到现在为止，尼亚万可能已经出售了价值几百万美元的假冒名酒，而买家则包括众多知名的葡萄酒收藏家。这可能是史上最大一宗名酒造假案，而这一事件已经令奢侈品酒类市场的信誉受到了不可挽回的损害。

官方对尼亚万进行进一步调查，发现了更多令人吃惊的东西：他在雅加达出生，2001年曾申请美国的政治庇护遭拒；2003年他被美国政府勒令离境，他的申诉也被驳回；此后他一直是非法滞留在美国——但这并没有妨碍到他两次获得酒类经营许可证。

尼亚万的经济状况也很成问题，他有多笔欠款未还，光是从一些没名气的葡萄酒藏家那里，就借了将近200万美金没有还。他把18件艺术品（其中包括安迪·沃霍和罗伯特·印第安纳等人的作品）重复抵押给不同的贷方以获取贷款。尼亚万的朋友和熟人得知这些事之后大为震惊，他们从未察觉到蛛丝马迹。

现在红酒圈里跟尼亚万打过交道的人都在拼命撇清。尼亚万令Acker Merrall拍卖行声名鹊起，东窗事发后，业内人士自然质疑Acker Merrall拍卖行以及约翰·卡彭在这桩造假案中扮演了怎样的角色。约翰·卡彭自然坚称自己也是受害者，他对尼亚万造假的事毫不知情。

2006年，尼亚万的酒在拍卖会上卖到了3500万美元，仅仅几个星期之后，他却四处发电邮找人借钱，这些钱到哪里去了？一个蠢到把制假工厂放在自己家的人，居然想到这样精细的骗局，他的背后还有人吗？

尼亚万被捕之后，劳伦·彭寿在网上发文称，他绝不相信尼亚万是独自策划了这桩大案，“他背后一定有一个对于勃艮第酒非常了解的人，我大概知道那是谁，但是目前案子正在调查过程中，我不便透露，相信尼亚万会把他的共犯供出来的。”

保罗·沃塞曼怀疑彭寿这是在暗示他是共犯，于是他第二天就在同一个网站上发文，称自己对尼亚万造假的事情毫不知情，他正在全力配合警方破案，他为自己分享的葡萄酒知识被尼亚万用来造假向同行们道歉。他还跟记者表示，2008年之后他跟尼亚万也只是偶有联系。

“有职业追求的造假者”

今年5月9日，纽约检方正式起诉了尼亚万，起诉书中详细描述了他的制假方法：他把较次的酒灌到好酒的瓶里出售。



F.B.I.在搜查尼亚万家的时候,发现他已经设计出了一套“精细的制假流程”:他家里有上万个假的名庄酒标,大量名庄酒的空酒瓶,几十个印有名酒庄经典年份的橡皮图章,还有一套加酒塞的设备。大量的加州酒已经被打扮成波尔多酒的样子,还有处于不同阶段的各种半成品假酒。

名酒造假的方法很多,比如,你可以把一瓶1962年的拉菲的标换成1959年,这样出售价格就能骤增,或者,可以把更年轻的拉菲灌到1959年的瓶子里,甚至掺入一些更便宜的酒。越是名贵的酒越少人喝过,而且统一包装标识的做法也比很多陈年名酿更年轻,所以给那些陈年好酒的瓶子里灌进别的酒,从包装上也更不容易看出破绽。

几十年前的勃艮第酒在包装标识上很随意,比如劳伦·彭寿的祖父希波吕忒·彭寿那一代,酒标都是他手写签名的。1950年代,卢米园出产的邦马尔(Bonnes-Mares)有两种不同的标。勃艮第酒的藏家也很清楚这点,没人会去计较。

勃艮第存货量最大的一家老牌酒商表示,尼亚万几乎把他们的库存买空了,他购买的多是一些陈年葡萄酒,其中也不乏劣质酒庄的陈酿,用这些原料,他可以勾兑出相当像样的假的名酿。他对自己的“产品”还不乏尊重,“从某种意义上说,他也算是一个有职业追求的造假者”。

尘埃未落定

名贵葡萄酒市场里假货泛滥,这已经是众所周知的事情。尼亚万制造的假酒已经销往各个大洲,尤其是亚洲,钱多人傻。香港现在已经超过伦敦和纽约,成为最大的名贵酒类拍卖市场,也是最好的倾销假货的地方。现在抓到了一个尼亚万,仍然逍遥法外的造假者还不知道有多少。据劳伦·彭寿说,现在拍卖会上出现的陈年勃艮第酒有80%都是假的。

在尼亚万被抓获之后,劳伦·彭寿在旧金山参加了一场彭寿园出产葡萄酒的品鉴会,他亲自开了一瓶1971 的Ponsot Clos de la Roche,然后他发现,在瓶底上赫然铭刻着鲁迪·尼亚万名字的首字母:“R·K”

制作手工牛奶皂

文 | 廖肇锋



工业香皂是利用烧碱(氢氧化钠)和油脂混合加热,使其发生皂化反应,然后抛弃皂化反应的副产品甘油(当然不会真抛弃了,生产商会将其分离出来另卖高价)取其皂分子压缩后制成的香皂。

至于手工香皂,由于基本是自用,所以不惜工本,原料的选择会比工业香皂考究;另外,手工香皂一般为冷制皂,不需要经过高温,不会损坏油脂中的营养成分;第三,手工香皂不分离甘油,所以香皂里含有20%左右的甘油,比较滋润皮肤;最后,手工香皂不会添加你看不懂的化工原料。所以一般认为手工香皂更有利于肌肤保养。因此现在很多人开始使用手工香皂。下面就介绍一款自己动手制作的手工香皂:



工具

大不锈钢盆（容量2000毫升以上）、打蛋器、耐高温塑料盒或小不锈钢盆、电子称、温度计、模具、胶皮、手套、围裙、烘焙用塑胶刮刀

原料

橄榄油500克、椰子油125克、棕榈油70克、氢氧化钠100克、牛奶冰块150克、精油5克

制作方式

- 1、穿围裙戴手套（如果不怕被氢氧化钠腐蚀衣服和皮肤的土豪可以随意）
- 2、将牛奶冰块倒入耐高温塑

料盆或小不锈钢盆中，将氢氧化钠分多次加入盆中，同时不停搅拌，直到氢氧化钠完全溶解，即完成碱液。溶解氢氧化钠过程会产生高温并有一定刺激性气体，应注意分多次缓慢加入，并保持通风，可以戴上口罩。

3、将称量好的橄榄油、椰子油、棕榈油倒入大不锈钢盆中，搅拌均匀，加热至45度-50度之间

4、测量碱液温度，如碱液温度也在45度-50度之间，即可将碱液缓慢倒入大不锈钢盆中，同时不停搅拌。搅拌时应注意保温，尽量保持在30度左右。

5、不停搅拌至地老天荒，如果非要加个期限，一般是1-2小

时，直至皂液变浓稠，可以用筷子在皂液上写个8字且持续2、3秒不消失即可。此时加入精油1-5克，土豪可以多加，但也别超过15克，可以根据自己的喜好选用薰衣草、玫瑰、尤加利或其他精油。加入精油后继续搅拌5分钟。

6、停止搅拌，立刻将皂液倒入模具中，保温在30度左右，静置2-3天，皂液硬化后可以脱模、切块。然后将切好的香皂置于干燥通风处4周以上，待皂化完全熟成后即可使用。

由于本款香皂中橄榄油含量达到72%，符合传统马赛皂的橄榄油含量应达到72%以上的规定，所以本款香皂也可以被称为马赛皂。

SDIC Fortune
国投财富

读者活动第三波



读者活动，就是“要”不停！

本期活动，规则有变化，请各位看官，认真读仔细。

提建议，赢大礼

为助《国投财富》茁壮成长，请您提出宝贵建议，可以是对栏目增设、内容改进、风情格调的看法等等。

请您将建议电邮至 lizhe@sdic.com.cn
建议一经采纳，获得精美礼品一份！

期待您的建议10月31日飞进邮箱哦！



给孩子一个有尊严的未来 自信、从容

仁爱壹号·员工爱心信托

已经建立的梦想中心（6个）：青海海东互助县五峰中学、贵州黔南州三都县丰乐镇中心小学、重庆市巫山县金坪小学、北京市通州区教师研修中心实验学校、北京市平谷区师大附中平谷第一分校、北京市昌平区北京师范大学昌平附属学校

信托资金用途：包括但不限于捐赠给上海真爱梦想公益基金会用于建设“梦想中心”、捐助贫困学生、奖励教师等。

合作机构：上海真爱梦想基金会

