

信有
財則道
人任而正



稳健·卓越·专业

资产管理和财富管理机构

北京 | 上海 | 深圳

总部地址：北京市西城区西直门南小街147号

网址：<http://www.sdickttrust.com.cn>

电话：400-608-8800



微信服务号



国投财富APP



微信订阅号



国投泰康信托有限公司
SDIC TAIKANG TRUST Co., LTD.



合作机构



新年献词

不畏寒冷, 眺望春天

文 | 傅强

除了纽约港、越南胡志明市以及马来西亚的巴生港吞吐量出现两位数百分比增长, 全球30个最繁忙、最大的港口2015年三季度吞吐量下降了0.9%, 出现自经济衰退以来的最慢增长速度。

制造商向全球零售商的“爽约”, 直接反映出全球经济的艰难。由年初的瑞郎风暴、德债巨震到新兴市场全军覆没, 美联储加息收尾, 金融市场的诡变多端与剧烈震动, 让身处“全球”一体化的人们“同此凉热”。

处在改革“深水区”的中国经济一面经受着全球经济寒潮, 一面经历着三期叠加所带来的持续性影响。每一个行业、每一个企业都在围绕“去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板”寻找新的增长点, 抵御负增长。

回首往昔, 信托业有困惑, 有思考, 也有突围。

我们曾经历六次行业整顿却砥砺前行, 如今管理资产规模超15万亿, 站在了金融业第二的位置上; 我们曾蹒跚学步如垂髫小儿, 如今以稳健的经营风格, 赢得了投资人的赞誉和市场的肯定; 不到两万的从业人员创造了642亿元的利润, 行业内集中了最优秀的人才。

新常态下各类金融企业都面临着严峻的考验。作为唯一可以同时涉足资本市场、货币市场和实业市场的金融机构, 信托凭借着流淌在体内的“自由”基因, 以及敏锐的市场判断力和超强的适应能力, 不断开拓创新。

消费信托、家族信托、养老信托、公益信托等具有财富管理功能的信托产品为投资人不断带来惊喜; 信托公司频频发力资产证券化业务, 谋求从通道角色向主动管理角色的华丽转变; 多路径入局PPP业务惊艳整个金融行业; 以私募基金、互联网金融为代表的“去信托化”产品为传统信托业务打开新局面。

在“供给侧改革”政策下, 2016年信托公司寻找结构性机会, 将迎来资产证券化的全面爆发。站在股权投资的风口, 加速追赶互联网金融的脚步, 实现国际业务的出海出境。充分发挥股东协同的资源优势, 加速专业子公司的建立, 构建信托财富管理全新体系。

每到新年, 我们都会有新的梦想。幸运的是我们身处在一个可以兑现梦想的时代, 因为我们比以往更强大, 这给了我们实现梦想的基础; 我们比以往更谨慎, 这让我们的梦想更加现实; 我们比以往更坚定, 这让我们离梦想更近。



16 | TOP STORIES
封面故事

2015互联网金融
消费白皮书: 上亿人有了
财产性收入, 理财不再是
少数富人的专利

24 | TOP STORIES
封面故事

十三五规划导航信托业转型

十三五是信托业转型的关键时期。在十三五规划的指引下, 转型路上的信托公司将面临七大发展机遇。

- 1 / 企业广告
- 2 / 版权
- 3 / 新年献词
- 4 / Contents/ 目录
- 5 / Contents/ 目录
- 6 / Information
- 8 / Dynamic/ 动态
- 10 / Vision/ 视觉
- 28 /Market/ 市场

- 28 / 市场
走进量化对冲新时代
量化对冲基金表现不俗, 回撤幅度极小, 还有大幅盈利产品, 由此成为市场关注的焦点。
- 42 / 市场
人民币成功“入篮”SDR, 这意味着什么?
人民币加入SDR使中国在国际地位上得到进一步的认可, 对人民币汇率、中国债券市场都有较大的深远影响。

- 33 / 2015年10月-12月中国信托市场报告
- 36 / 期权与简单交易策略
- 50 / 以信托之名, 打造契约式中国职业经理人
- 62 / 消费信托模式设计: 消费、理财、投资
- 68 / 北大教授周其仁:
中国正面临一场“品质革命”
- 71 / 喝自己酿的啤酒



1 贬值未振出口

10月出口同比增长-6.9%，比9月的-3.7%扩大。自“8·11”人民币贬值以来，出口降幅连续两个月扩大，可见贬值对出口提振作用有限。和我国出口结构较为相似的韩国、越南等国的10月出口数据，均出现了同比9月回落的态势，显示外部需求的大环境仍是出口的主导因素。以出口品观察，煤及褐煤、矿物废料及化肥和成品油出口同比出现大幅下滑：从主要出口国看，对中国香港和韩国的出口仍在改善，但对其他主要贸易国均现较大回落。全球经济陷入低速增长，外围需求增长乏力。

2 “双11”七年之痒

天猫“双11”交易额达912.17亿元，其中无线成交占68%，再次刷新单一电商平台单天交易的世界纪



录。可投资者不领情，阿里盘中一度跌4%。原因不难猜：2009年开办至今，爆发性的互联网人口红利已消耗殆尽，试图通过营销轰炸方式极度提升网购市场已不太可能。平台搭台唱戏，最后买单的却是商家，而超过90%的“双11”参与商家却只是赔本赚吆喝，除了赚到销售额和用户量，利润实在乏善可陈。也就是说，光棍节的互联网启蒙意义已然消失，“双11”变得不可持续。

3 “供给侧改革”

中央财经领导小组第11次会议首次提出“供给侧改革”，虽只五个字，但背后含义丰富，或意味着经济治理思路的重大改变。供给侧管理强调通过提高生产能力来促进经济增长，而需求侧管理强调可以通过提高社会需求来促进经济增长。政府关注点从管理总需求转向管理总供给，或意味着“三驾马车”概念慢慢淡化。供给侧管理本质是提高全要素生产率，政策手段上，包括简政放权、放松管制、金融改革、国企改革、土地改革、提高创新能力等。

4 17天230亿元

A股喷发，外资却加速流出。截至11月11日，沪股通资金已连续17个交易日净流出，230.16亿元资金出逃。沪港通开通一年来，绝无仅有。沪股通资金规模不大，但在此次暴跌中，精准抄底，8月末市场大跌至底部期间，沪股通反而大幅净流入280亿元。11月11日，沪港AH溢价指数报143.51，逼近今年7月9日创下的152.03历史高点，89只AH股中，A股折价的只有4只，溢价率超过100%的高达41只，近半数之多。有港股这



个估值洼地，总能买到折扣股票的海外投资者游刃有余，资金撤离也颇精准。

5 马尼拉APEC会议

亚太经济合作组织(APEC)第二十三次领导人非正式会议，11月19日在菲律宾首都马尼拉落下帷幕。出席APEC会议期间，中国始终将精力集中在世界及亚太区域的经济治理问题上，这也是会议举办的初衷。美国却始终未能踏上会议讨论经济问题的主旋律，而是与东道主菲律宾一起，在会议之余穿插讨论所谓“南海问题”。这让本已发展乏力的世界及亚太地区经济，更多地暴露在地区政治因素的影响之下，蒙上一层阴影。

6 世界机器人大会VS第二届世界互联网大会

2015世界机器人大会于11月23日在京开幕。国家主席习近平致信，向大会的召开表示热烈祝贺。习近平表示，我们愿加强同各国科技界、产业界的合作，推动机器人科技研发和产业化进程，使机器人科技及其产品更好为推动发展、造福人民服务。大会分为“2015世界机器人论坛”、“2015世界机器人博览会”以及“2015国际青少年机器人邀请赛”三个部分。

第二届世界互联网大会于2015年12月16日至18日在乌镇举行。会议以“互联互通·共享共治——构建网络空间命运共同体”为主题，围绕全球互联网治理、网络安全、互联网与可持续发展、互联网知识产权保护、技术创新以及互联网哲学等诸多议题进行探讨交流。



国投泰康信托喜获“年度值得托付财富管理机构”称号

由经济观察报社主办的“2014-2015 值得托付财富管理机构评选”颁奖典礼于9月25日在北京隆重举行。本次评选从公司业务运营、公司成长、客户服务三个维度考量,经过专家评审、数据核算等公正的评选环节,国投泰康信托脱颖而出,获得“2014-2015值得托付财富管理机构”称号。本届获此殊荣的信托公司仅有五家。

国投泰康信托获私募投资基金管理人资格

经中国证券投资基金业协会审批,国投泰康信托有限公司正式获得私募投资基金管理人资格,公司获准开展私募证

券投资、股权投资、创业投资等私募基金业务。

国投泰康信托荣获国投集团首届“互联网+”创新大赛铜奖

11月12日,国投集团首届“互联网+”创新大赛在京激烈开赛。国投泰康信托代表队历经初选、方案审核、预赛的层层选拔,从88个原创项目中脱颖而出,闯入创新大赛十强,并最终凭借在“团队主题展示”、“现场方案演示”、“专家评委问答”三个环节的优秀表现,赢得总决赛铜奖。

国投泰康信托代表队带来的“国投财富互联网+信托项目,将信托制度与互联网完美结合,通过现金管理、固定收

益、服务延展、财富安排等四个递进式设计,解决委托人所有关切的财富问题,充分展现了信托人永无止境的创新精神。

集团党组书记、董事长王会生出席总决赛并讲话。他说,这批极具前瞻性的项目使他感到格外振奋。国投的转型升级、创新发展是一个系统工程,这次参赛的一大批优质项目,必将有力推进公司向转型升级、创新发展的方向迈进。

国投泰康信托总经理傅强在项目邀约环节中表示,单纯从信托来看,它具有跨越金融和产业的天然优势;运用互联网技术和思维,助推实现信托服务更全面、更便利、更普惠、更智能。互联网与信托制度的结合必将带来一场财富管理的革命。



国投泰康信托与南京市浦口区签署文化产业发展战略合作协议

2015年12月3日,在南京市“十三五”发展商机(北京)推介会上,国投泰康信托总经理傅强与南京市浦口经济开发区管委会主任葛华友就“求雨山文化创意产业园项目”签署了合作协议,社会资本的介入,将加速“求雨山文化创意产业园”多元文化产业综合体进程。

签约仪式结束后,国投泰康信托总经理傅强一行与南京市浦口区书记瞿为民一行进行了亲切会谈,双方就各自关切的问题进行了交流。

国投泰康信托荣获“信托行业年度评选风险管理奖”

2015金融界领航中国年度论坛暨第四届年度评选颁奖盛典于12月17日在北京盛大绽放。本届开启的金融行业评选依托专业、权威、独创的评价体系,历时半年,以公平、公正、专业、审慎的初期网络评选、中期专家评审、后期媒体评审三个投票阶段,为银行、基金、保险、信托等金融行业选出行业代表,领航楷模。

国投泰康信托荣获“信托行业年度评选风险管理奖”,再次彰显了在风险把控及管理方面的卓越能力。评选活动邀请到各界嘉宾近千人,共同见证了这一荣耀时刻。





01/
胡科摄影作品
国家大剧院。穹顶之上，似星似辰；华盖之下，
如梦如幻。在暮色中，展现她静谧神秘的美。



01/
胡科摄影作品
颐和园。白雪覆盖的颐和园，素雅下的绚丽，欢乐上的寂静。
02/
故宫角楼。矗立于紫禁城垣之上的角楼守卫着千年古城的沧海桑田。
03/
十七孔桥·余晖。微风徐来，水波不兴，夕阳斜照石桥



01/ 02/
03/





01/
02/

01/
王艳摄影作品/
佩格尼茨河

佩格尼茨河从纽伦堡的老城中静静地流淌而过，给纽伦堡厚重的中世纪风貌增添了一份柔情。



03/
04/

02 /
王艳摄影作品/
慕尼黑

圣彼得教堂的钟楼可以俯瞰整个慕尼黑，在这个寒冷的冬夜，一排排积木小房子橱窗散发出的光温暖了每一条街道。

03/
科布伦茨圣诞集市

圣诞期间，科布伦茨的一小块广场空地也搭起摊子变成了圣诞集市。当地人三五成群围着大酒桶桌，喝着用香料和水果煮的圣诞热红酒。

04/
HB啤酒屋

HB啤酒屋是巴伐利亚最知名也最受欢迎的啤酒馆，曾经是王室御用的啤酒酿造地，HB的招牌吸引了无数游客来此品尝，标配是一只硕大的猪肘和一升一杯的各种口味的啤酒。



2015 互联网金融 消费白皮书: 上亿人有了 财产性收入, 理财不再是 少数富人的专利

通过“互联网+”的技术创新和金融服务融合互动式突破,互联网金融已成为日趋成熟的消费行业。

文|零壹研究





如果说被称为“互联网金融元年”的2013年是伴随着各种“宝宝类”网销货币基金的横空出世,在随后的2014年,互联网支付、网络借贷、众筹、互联网理财、保险等各类互联网金融消费产品进入大众视线,则代表了“互联网金融创新发展年”。通过“互联网+”的技术创新和金融服务融合互动式突破,互联网金融已成为日趋成熟的消费行业。

同时,针对大众消费人群的互联网金融节庆营销也应运而生,其中2015年8月平安集团携旗下多家子公司及合作机构打造的818财神节历时14天总成交达到1805.74亿元,平均单日销售128.98亿元,同比2014年财神节劲增17.1%。而在2015年的“双11”当天,P2P借贷行业的成交额超过85亿元,参与人数超过40万,对于这些参与者来说,11月11日不仅仅是网购的“剁手节”,

更是互联网金融消费的“嘉年华”。

从本世纪初互联网支付的出现,到互联网借贷(网络小贷及P2P)、互联网股权投融资(众筹)的落地;从近年来互联网保险的高歌猛进,到近期一站式互联网理财的兴起;从单品类的互联网理财到综合性的互联网金融消费,高端化、精英化的传统金融服务行业逐渐延伸出门槛更低、频次更高、服务更加综合快捷的互联网金融,其消费市场的崛起势在必行。

截止2015年底,即使以最为严格的口径(余额理财)统计,曾参与过互联网金融消费的人群也已经达到2-3亿,市场规模接近2万亿元,用户基础基本确立。但值得注意的是,互联网金融消费并非传统金融消费的简单线上化,更不只是销售渠道的变迁,它包含着更加丰富的内涵,需要全新的消费体验、产品特

质、营销方式和服务内容,这一切源于——它面对的是截然不同的互联网用户属性。

一、互联网金融消费概况

金融消费是人们出于个人、家庭成员或家务目的而从金融机构得到金融产品和服务的过程。广义上讲,无论投资理财还是个人借贷都可归入金融消费的范畴。金融消费的历史源远流长,从简单的货币兑换、个人储蓄,到复杂的财务优化、财富管理,日益丰富多样。但长期以来,由于金融体系主要围绕企业运作,个人作为金融消费者所能获得的产品和服务极其有限,金融消费的蓬勃兴起在全球都不过是近几十年的事情。

随着我国经济的快速发展,金融服务行业同步发展,消费

者对金融产品和服务的需求日益增大金融消费逐渐成为很多人日常生活中不可或缺的一部分。尤其是2013年以来,伴随大量互联网理财产品的诞生和普及,金融消费引起大众的强烈关注,形成一股网络理财、融资的热潮,宣示着互联网金融消费时代的来临。

截止2015年3季度,即使以最为狭窄的个人投资理财口径来衡量互联网金融消费,其中的网销货币基金规模超过万亿元,其它网销基金、网上炒股规模保守估算远超5万亿,P2P投资余额超过3000亿元,网销保险累计接近3000亿元,众筹(包括产品众筹和股权众筹)累计支持规模在50-80亿元之间。行业涉及的消费者估算在3亿人左右。

互联网金融消费普遍具有以下特点:

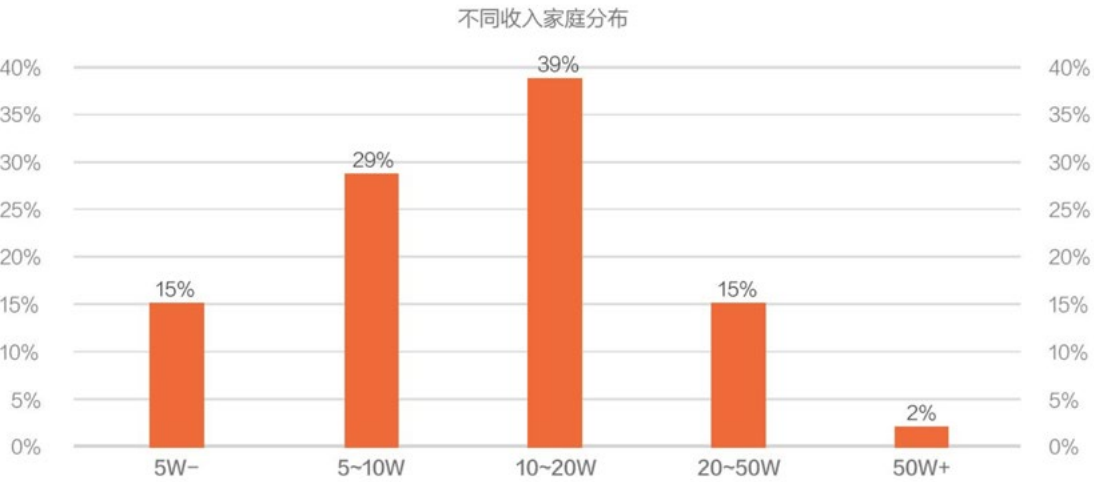
核心的消费行为(尤其是购买和支付)在互联网上发生,这是互联网金融消费区别于传统金融消费的最重要特征,尤其是近年来随着移动互联网的快速发展,移动设备日益成为互联网金融消费的首选设备。互联网操作具有极大的便利性,大大降低了金融消费的各项隐性成本。

互联网金融产品的信息透明度有所提高。借助于搜索引擎、社交网络、产品对比、用户评价等手段,消费者可以更便利的获得互联网金融产品相关的各种信息,与金融产品生产者之间的信息不对称程度有所降低,可以更快、更好的做出消费决策。

门槛低是当前互联网金融消费的显著特色。这其中尤以理财产品为典型,传统银行理财产品的门槛较高,实际把大量中低收入人群摒弃在金融消费之外,互联网理财产品的购买门槛经常低至1元乃至1分,带来了全新的增量消费者,不但扩大了市场范围,也有利于向全社会进行理财教育、普及理财知识。

用户体验在互联网金融消费中占有重要地位。即使对于“有钱人”来说,传统的金融消费也是个低频次行为,对产品质量的考核远优于体验感受。互联网则要求以优质体验吸引最广泛的人群,对用户体验的重视也被带入互联网金融产品与服务,甚至成为后者向传统金融消费挑战的首要砝码。

受访者家庭总体收入情况（以下金额均为人民币）



场景化、连接化消费出现。传统金融消费的场景基本上是孤立的，买理财就是买理财、炒股就是炒股。而由于人们的消费活动日益向网络迁徙，互联网所具有的连接效应把各种消费场景联系在一起，金融消费作为其中一种消费场景可以自然的与其它消费场景实现交叉、嵌入（例如各种购物分期产品、投资收益支付日常费用的产品等），让消费者能够享受到更加自然、完整、便捷的服务。

在上述创新的驱动下，互联网金融消费迅猛发展，消费群体日益年轻化，展现出与传统金融消费的显著差异。那么，当前的互联网金融消费群体到底具有什么样的特征？影响他们进行金融消费的主要因素是什么？他们喜欢什么样的互联网金融产品？他们对于互联网金融消费又有什么样的期待？……这些问题为互联网金融消费者和金融机构共同所关心，本报告将结合互联网理财用户调查数据，予以描述。

二、互联网金融消费特征

1、不同年收入家庭理财特征的分析

本次互联网金融消费调查共收回3385份有效问卷。经统计发现，家庭年收入是影响受访者互联网金融消费的最主要因素。本报告首先以受访对象的家庭收入为主线，介绍其互联网金融消费特征。

在所有的 3385 位受访者中，家庭年收入5万以下的有513人（占比15%，以下简称5W-家庭），5-10万的有996人（占比29%，以下简称5-10W家庭），10-20万的1305人（占比39%，以下简称10-20W家庭），20-50万的504人（占比15%，以下简称20-50W家庭），50万以上的67人（占比2%，以下简称50W+家庭）。家庭收入区间集中在5-20万元，合计占比68%。

调查发现，金融商业法律是最赚钱的行业；消费者理财的比例较高，但大部分没有较严格的理财规划；消费者理财的资金来源日益多元化；消费者的理财史普遍较短；消费者的理财规模集中在 5-30 万元，占比为41%，500万以上理财规模占比仅为0.5%；中产阶层更青睐互联网理财；操作简单是消费者选择互联网理财的首要原因；P2P理财脱颖而出，成为第二受欢迎的互联网理财产品；本金不亏和收益不低于银行是消费者对互

不同性别受访者所占的人数比例



联网理财的普遍收益要求；最近一年互联网理财的主流收益区间为0-10%；消费者更喜欢6个月以下的短期互联网理财产品；大部分消费者会选择2-5家互联网理财平台进行投资；

产品复杂繁多是消费者对互联网理财的主要诟病；安全是消费者对互联网理财的共同期待；各类家庭不理财的主要原因都是没钱；在理财的前提条件下，高净值用户呼唤理财师，工薪阶层看重家庭和事业的稳定；消费者的线下理财集中于存款、股票和基金；消费者对线下理财依然有期待。

2、不同性别人群金融消费特征

在所有的 3385 位受访者中，男性1624人（占比48%），女性1761人（占比52%）。我们发现：男性的风险承受能力略高于女性；男性互联网投资者今年的收益整体高于女性；女性更偏好流动性高的互联网理财产品；女性比男性更担心互联网理财的信息安全性。

3、不同学历人群金融消费特征

本次调查问卷将受访者的学历分成了高中、大专、本科、其

它等四类，在3385位受访者中，高中学历324人，占比10%；大专学历836人，占比25%；本科学历1968人，占比58%，其他为257人，占比8%（包括了初中及以下学历和硕士及以上学历的用户）。

调查发现，学历越高，对理财的兴趣越大；学历越高，实际理财的比例越高；学历越高，越关注互联网理财的风险；追求稳定收益是各学历人群的共同追求；短期互联网理财是各学历人群的最爱，本科学历可接受的周期稍长。

4、不同职位人群金融消费特征

本次调查问卷将3385位受访者的职位分成了企业主或高级管理层、中层管理人员、一般职员、其他等四类。其中企业主或高级管理层有141人，占比4%；中层管理人员有1048人，占比31%；一般职员有1648人，占比50%；其他人员（包括退休人士、家庭主妇以及基层工人、农民等）有512人，占比15%。

研究发现下面这些有趣的现象，高管竟然也没钱理财，其中企业主或高管选择“没钱”的竟然也达到42%，实在出人意料；将近 1/6 的高管没听说过或不了解互联网理财；互联网理财收益与职位高低成正比。

5、不同单位人群金融消费特征

本次调查问卷将受访者的单位分成了五大类，其中个体户 / 自由职业者有497人（占比15%）、国家机关 / 事业单位 / 国企员工有890人（占比26%）、私企 / 合资 / 外资企业员工有1621人（占比48%）、学生有272人（占比8%）和其他105人（占比3%）。

调查发现，国企员工的理财习惯最好，学生理财意识最差；各单位员工都把银行存款利率作为理财收益的重要衡量标准，国企员工更明显；今年私企 / 外企员工的互联网理财收益相对较高，学生收益最低；学生对于理财产品流动性的要求最高，上班族和个体

互联网金融消费者典型特征

家庭收入规模	基层收入人群 (10万 / 年以下)	中等收入人群 (10~50万 / 年)	高收入人群 (50万 / 年以上)
年龄分布	90后占比最大	60、70、80后 均集中在此区域	70后占比较大
行业	除学生外，农业人员 占比最高	除农业外，各行业 收入占比基本相似	金融 / 商业 / 法律行业 占比最高
花销占比	基本花销占比最大	子女教育占比较高	投资理财占比最大
对互联网理财产品的 购买比例	最低	最高	中等 需要适合高收入人群产品
理财周期	偏爱3个月以下超短期	偏爱3~6个月短期	各种周期配置均衡
理财经验	没理过财的人占比最高	理财经验在1~2年的 占比最高	超过半数理财经验 在5年以上
理财规模	5万以下占比最大	5~30万	100万以上
风险承受能力	低	中	高
收益率	低	中	高
选择平台数量	少	中	多
互联网理财产品 (除货币基金外)	偏爱其他基金	偏爱炒股	偏爱其他基金
突出问题 (除共性问题: 产品多、骗子多)	担心信息泄露	/	客服差、缺乏理财 咨询服务

户理财周期较相似, 选择3-6个月的占比最高, 其次是3个月以下, 再次是6-12个月。而学生选择3个月以下理财周期占比最高, 明显高于上班族, 说明学生群体对于理财产品的流动性要求最高。

三、互联网金融消费特征总结与产品建议

1、互联网金融消费特征总结

通过上述数据分析可以发现家庭收入与互联网金融消费特征具有最直接的关系, 以收入作为主要衡量指标, 辅以行业、年龄、性别等指标, 可以得到互联网金融消费者典型特征。

2、针对不同收入阶层的产品建议

(1) 基层收入人群

基层收入人群共同特点是理财规模小、风险承受能力低、理财经验少、理财周期短, 对理财产品的流动性要求很高。这部分人群对本金非常看重, 承受损失能力小, 属于绝对的稳健型理财者。针对这类人群在产品设计上应该突出低门槛、高安全性和高流动性。

同时, 基层收入人群很大一部分无理财经历, 操作简单的理财产品特点显得尤为重要, 随存随取的余额理财产品、收益稳健的分红险/万能险均可作为这类人群的启蒙互联网理财产品, 为他们普及互联网理财知识, 开启互联网理财之路。

(2) 中等收入人群

中等收入的人群年龄分布较广泛, 行业分布也比较平均, 在职场中多属于中层管理者。他们有一定的风险承受能力, 理财需求逐步向多元化发展。在互联网理财产品购买上, 相较于其他收入阶层更偏好网络炒股; 同时, 这部分人群大多已经建立家庭, 生活和工作压力都比较大, 虽然有一定理财经验, 但由于平时工作比较忙碌, 并没有太多闲暇时间系统地配置自己的资产, 私人理财师对他们来说门槛又过高。

因此金融机构可以针对这类投资者主推一站式互联网理财, 发挥智能化配置的技术优势, 在收益稳定的基础上, 以6-12个月的中短期理财产品为主体, 把资金分配于不同的门槛、周期

和收益的理财产品中, 满足这部分家庭的便捷化、多元化、个性化理财需求。例如, 对于网络炒股爱好者, 可以适当地配置一些P2P理财和股票型基金产品; 针对无理财规划的投资者, 可以在一站式理财服务中加入理财规划和记账功能, 让用户真实地感受到严格计划理财给自己带来的益处, 引导其理性理财习惯的养成。

总之, 服务这类消费者的最重要方式是利用技术创新帮助他们高效、便捷地制定理财计划、实现资金分配, 不求最赚、但求稳定和省心的互联网金融体验。

(3) 高收入人群

高收入人群的理财经验相对丰富, 半数以上理财历史在5年以上, 理财规模平均在100万以上, 可以承受高风险投资。这部分用户多在职场担任较高职位, 行业特征也比较明显, 金融、商业、法律行业是聚集高净值人群的重要领域。

同时, 高净值人群的投资理财资金占比较高, 但参与互联网理财的比例并不高, 说明市面上缺乏面向高收入家庭的成熟的互联网理财产品, 欠缺互联网理财教育普及。另外, 没时间理财和认为理财不重要是高收入人群不理财的重要原因, 高于其他人群。

针对这类投资者有以下产品和推广建议:

a. 提升向高收入人群进行互联网理财普及和教育力度, 采用线上线下相结合的方式, 引导存量线下客户向线上迁徙, 利用存量客户的示范效应、社交途径和生活场景带动线上增量用户。

b. 结合产品创新向高收入人群提供最前沿、最新鲜的互联网理财产品, 引导他们参与产品设计、提供专属产品, 满足其高层次的定制化需求和自我实现需求。

c. 提高客服质量, 逐步提升理财咨询和理财师服务, 简化其理财决策, 并把他们的资金周转需求、财富积累和财富传承的需求与理财产品设计紧密结合。

(零壹研究是零壹公司所属专业互联网金融研究团队, 文章作为作者独立观点, 不代表国投泰康信托立场。文章有删减, 原文链接<http://www.huxiu.com/article/135224/1.html>)



十三五规划导航信托业转型

文 | 和晋予 沈苗妙

10月29日,党的第十八届五中全会通过了《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十三个五年规划的建议》。十三五是信托业转型的关键时期。在十三五规划的指引下,转型路上的信托公司将面临七大发展机遇。

业务转型升级可期

规划要求,以“一带一路”建设、京津冀协同发展、长江经济带建设为引领,发挥城市群的辐射带动作用,拓展区域发展空间;支持传统产业优化升级,拓展产业发展空间;发挥消费对经济增长的基础性作用,以扩大服务为重点推动消费结构升级;实施重大公共设施和基础设施工程,加快开放自然垄断领域的竞争性业务。

上述要求对信托公司业务转型升级具有重要意义。业务布局方面,未来信托公司要更注重经济增长的新区域,围绕国家区域发展战略开展业务;业务领域上,加大对传统产业转型升级、消费领域的业务开发力度,真正支持实体经济增长;基础设施业务方面,要在原有业务优势基础上,全面升级业务模式,通过公私合作模式(PPP)、区域发展基金等模式,降低融资成本,减轻政府负债压力。

大力开展投行业务

规划明确提出,要“开发符合创新需求的金融服务,推进高收益债券及股债相结合的融资方式”。

信托公司要积极面对金融市场发展和创新的新形势,借助自身在优质资产获取能力、风险控制能力和产品设计能力等方面的优势,大力开展投行业务,积极帮助交易对手发行债券、资产支持证券、股债结合的新型产品,努力实现非标业务向标准化的模式转型。

综合服务新兴产业

十三五规划多次强调拓展新兴产业发展空间,支持节能环保、生物技术、信息技术、智能制造、高端装备、新能源、新材料等新兴产业发展。新兴产业的企业多数处于发展起步期或成长期,现金流较少或不够稳定,用传统融资业务模式很难参与。

信托公司可将新兴产业的股权投资作为重点,在资产管理领域努力实现突破。一方面要提高自己的投资专业能力以及主动管理能力,另一方面要深入了解新兴产业、相关企业的实际需求和发展规律,联合专业机构发起相关领域的产业投资基金,借助信托平台撬动更多社会资源,为新兴产业提供综合的投融资服务。

拓宽资本市场业务

十三五规划指出,要积极培育公开透明、健康发展的资本市场,推进股票和债券发行交易制度改革;发展天使、创业、产业投资,深化创业板、新三板改革;推进利率市场化等。

这给信托公司开展资本市场业务带来新的机遇。一方面,市场化的发行交易制度改革和多层次资本市场体系建设,将大幅提高交易效率,降低投资退出成本,有利于信托公司开展一级市场私募股权投资业务。另一方面,培育公开透明的资本市场则为二级市场提供良好的交易环境。信托公司应当抓住二级市场投资机遇,开展证券投资、定向增发等主动管理类业务。

落实信托普惠作用

十三五规划提出实施“互联网+”行动计划,促



进互联网和经济社会融合发展,并超前布局下一代互联网。

互联网与信托制度相结合,可让信托制度的普惠作用落到实处。一方面,以互联网技术为手段,可以有效拓展目标客户范围。另一方面,互联网技术使开展个人综合信托业务成为可能。利用互联网技术,结合信托横跨货币市场、资本市场、实体经济的制度优势,以及信托制度在财富传承、财产保全等方面的独有功能,信托公司可以开发出集合多层次功能的个人信托综合账户,真正实现与客户需求的全方位互动。

双向发展跨境业务

十三五规划要求有序实现人民币资本项目可兑换,放宽境外投资汇兑限制,放宽企业和个人外汇管理要求。随着我国经济开放程度的进一步提高,资本项目放松管制将进一步降低资金跨境流动成本。

因此,信托公司应当积极搭建国际业务平台,申请境外投资业务资格,组建专业团队提高境外资产管理能力。此外,伴随着人民币的国际化进程,离岸人民币资金规模快速扩张,管理需求巨大。信托公司应当抓住境外资产管理的业务机遇,打通境内外资金和资产配置渠道,使跨境业务双向协调发展。

同业合作优势互补

十三五规划重点提出,要加强金融监管统筹协调,改革并完善适应现代金融市场发展的金融监管框架,实现金融风险监管全覆盖。

这意味着,信托公司要充分发挥资产获取能力强、交易结构设计灵活、业务决策迅速等优势,提高信托公司专业能力和主动管理能力,拓展在现金管理、资产证券化、受托服务等业务领域的深度合作,与同业机构实现优势互补、互利共赢。

(和晋予,研究发展部总经理;沈苗妙,研究发展部高级研究员。本文11月11日刊发于证券时报)

走进量化对冲新时代

文 | 史琳

量化对冲基金以熊市抗跌、收益曲线平滑而闻名于欧美等发达国家的资本市场。在国内，量化对冲基金虽然也经历了几个年头的探索，但是仍未得到投资者的普遍关注和认可。然而A股市场终于在2015年夏，以一种极端的方式唤醒了众多投资者的风险意识，量化对冲策略才真正开始崛起。在这次股市行情的几轮暴跌中，A股市场的中小投资者，以及部分机构投资者损失惨重，而量化对冲基金却表现不俗，不仅回撤幅度极小，甚至还有部分大幅盈利的产品，由此成为市场关注的焦点。这对于经历股灾之殇的广大投资者来说，无疑是一种分散投资风险，均衡资产配置的最佳选择，因此开启了量化对冲策略产品的新时代。

一、“量化”和“对冲”

量化对冲是“量化”和“对冲”两个概念的结合。在实际应用中，由于对冲基金往往采用量化模型进行投资决策，两者经常交替使用，但量化基金不完全等同于对冲基金。

量化投资是区别于传统定性投资而言的。量化投资通过借助统计学、数学方法，运用计算机从海量历史数据中寻找能够带来超额收益的多种“大概率”策略，并纪律严明地按照这些策略所构建的数量化模型来指导投资，力求取得稳定的、可持续的、高于平均的超额回报，其本质是定性投资的数量化实践。

对冲的概念最早由对冲基金创始人Alfred W. Jones于1949年创立第一只对冲基金时提出，他认为对冲就是通过管理并降低组合系统风险以应对金融市场变化。广义上而言，一般被定义为利用期货、期权等



金融衍生产品以及相关联的不同股票进行多空操作，从而预防或降低风险，锁定盈利。

风险对冲是对冲基金最重要的特征。与传统高风险高收益的投资理念不同，对冲基金是以最低的风险去获取最高的收益。对冲基金可以利用对冲工具对冲一定的市场风险，而通过承担比较确定的风险，获取稳定收益。作为投资工具。对冲基金比其他投资工具的限制少很多，可采用包括卖空、杠杆以及期权、期货等多种衍生工具。

二、量化对冲基金的特征

- 1、从灵活的投资策略中追求绝对收益
对冲基金投资范围广，可投资个股、股指期货、商品期货等标的，而且投资策略灵活，可以通过股指期货对冲、做多、做空等方法来降低投资组合的系统风险。所以，无论市场上涨还是下跌，均能获取一定风险下的绝对收益。
- 2、获取长期稳定的风险调整收益
从长期来看，对冲基金的累计收益均超出了主要市场指数，均实现了正的年化收益率。在市场下跌时，对冲基金也表现出一定的抗跌性。整体来看，对冲基金在获取稳定收益的同时提供了更好的防御性。
- 3、降低投资组合整体的收益波动
考察过去十几年对冲基金指数与全球主要市场指数的相关性可以看出，对冲基金与主要市场指数间的相关性都较低，其中日经225和法国CAC指数与对冲基金指数均呈负相关，因此将对冲基金加入投资组



合后可以降低组合整体的收益波动并提高组合的风险调整后收益。



数据来源：Eurekahedge，Choice 数据，天天基金研究中心 数据区间：1999/12/30-2014/7/31

三、量化对冲基金的主要策略

量化对冲基金的主要策略包括：股票对冲(Equity Hedge)、事件驱动(Event Driven)、全球宏观(Macro)、相对价值套利(Relative Value)四种，任意一只对冲基金既可采取其中某一种策略也可同时采取多种投资策略。

1、股票对冲策略

股票对冲策略通过做多/做空两种方式来投资股

票及其衍生品。投资范围可以是全市场，也可以专注于某些特定行业、主题。不同的基金在净风险敞口、融资杠杆、持有期、持股集中和持有股票价格范围方面有很大的差异。国内比较常见的是股票中性策略(市场中性策略)，即通过运用多空仓位、金融衍生品或者统计模型等手段，来对冲投资组合因大盘波动带来的系统性风险，以追求独立于大盘走势的绝对收益为目标。

该策略的成功取决于量化选股模型的有效性、对冲的覆盖程度，选股模型越有效、系统风险对冲得越好，策略效果越好。

2、事件驱动策略

事件驱动策略是指在前期深入挖掘和分析可能造成特定公司证券价格异常波动的特殊事件的基础上，通过充分把握交易时机获取超额投资回报的交易策略。常见的事件驱动类投资策略包括兼并、重组、破产、重大资本结构变动等等。例如在兼并套利策略中，会买进被并公司股票、同时卖空主并公司的股票。当一家公司宣布收购另一家公司时，被并方的股价通常将大涨，而主并方的股价将略微下跌。但是，由于收购中仍存在许多不确定因素，被收购方的股价将低于收购价格。在这种情况下，兼并套利基金可以通过自己的判断和历史数据，预测兼并成功的概率，并据此进行交易。目前我国业界事件驱动策略中包括的常用重大事件有：业绩预增、高送转、定向增发、股权激励、重组并购、ST摘帽等。

该策略的成功取决于特殊事件发生的频度，事件朝预期的发展进程以及对交易时机的把握，特殊事件发生频度越大，事件的发展越有利于

策略，对交易时机把握越准确，策略的效果越好。

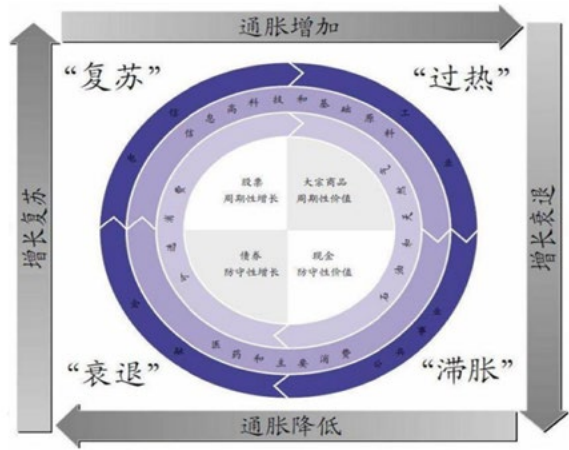
3、全球宏观策略

全球宏观策略是一种基于宏观经济周期理论对各国经济增长趋势、资金流动、财政、货币政策变化等因素进行自上而下的分析，并预期其对股票、债券、货币、商品、衍生品等各类投资品价格的影响，运用量化、定性分析方法作出投资决策，并在不同国家、不同大类资产之间进行轮动配置，以期获得稳定收益。

全球宏观策略对冲基金的管理人认为，宏观经济周期的波动具有很强的持续性，完成一个完整的经济周期往往需要数年的时间。宏观经济周期的持续性会带来市场价格波动的持续性，在较长的时间段，股票、债券、外汇等市场一般会跟随经济形势发生长时间、大幅度的趋势性运动，这形成了全球宏观策略对冲基金获取盈利的理论基础。美林证券的“投资时钟理论”，较好地对全球宏观策略对冲基金的基础投资思想进行了概括。

“投资时钟理论”由美林证券于2004年提出。其从经济原理和实证的角度论证了，在宏观经济处于“复苏”、“过热”、“滞胀”、“衰退”阶段时，股票、大宗商品、现金、债券分别会有好于其他资产的表

现。在不同阶段，不同行业的表现也会有差异，时钟由内至外，资产或行业对宏观经济变化的反应越发不敏感。



美林证券“投资时钟理论”示意图

4、相对价值(套利)策略

相对价值策略的原理是通过一系列的基本面和量化分析方法可以确定多个证券之间价值偏离的合理范围，一旦价值偏离超过这个合理范围便产生了套利空间，通过买入低估证券、卖出高估证券获取两者价差回归均衡带来的收益。该策略可投资的资产包括股票、债券、期货、基金以及其他金融衍生品。

该策略的成功取决于对相关证券之间合理价差范围的确定，同时价差是否回归均衡范围也相当重要，若由于某些基本面因素发生变化导致合理价差范围改变，价差无法回归均衡甚至产生更大偏离，则会给策略带来损失。

四、量化对冲基金的选择

目前，市场上的量化对冲基金种类繁多，投资者应该如何选择呢?下面从五个维度来分析一下，以便投资者从中权衡其利弊，从而掌握量化对冲基金的选择逻辑。

1、公募vs私募

由于公募基金主要面对中小投资者，监管机构对其产品稳定性、安全性的要求较高，故公募基金的投资范围限制较多。此外，公募基金的策略较为单一，以市场中性策略为主。而对于私募基金，虽然市场中性策略也是量化对冲私募的第一大策略，但私募基金其他策略也发展得如火如荼，私募基金在投资策略



多元化方面具有领先优势。但私募量化对冲基金业绩分化十分大，从收益与风险指标看，私募量化对冲基金的收益率与波动率分布较散，最大回撤极值、夏普比率最大值均高于公募基金。因此须优选运作经验丰富、实力雄厚的大型私募公司管理的产品。

2、产品业绩

对于投资者而言，选择量化对冲产品最直观的就是看产品业绩。投资者在观察量化对冲产品业绩时，尽量看长期业绩，尤其是在一个区间内能够涵盖多种市场风格阶段，从而能综合反映其投研策略的稳定性以及产品的长期盈利能力。目前，A股市场尚不成熟，市场风格变化较大，量化对冲产品运行的时间越长，越能表明其量化模型的可靠性和稳定性，体现产品的长期盈利能力。因此，运行时间较短的新产品的业绩，参考性并不强，有2年以上运作业绩的产品更值得关注。

3、夏普比率

夏普比率是用来衡量产品风险收益比的，即单位风险内能获得的收益有多大，其计算公式： $E(R_p) - R_f / \sigma_p$ ；其中， $E(R_p)$ 为投资组合的预期报酬率， R_f 为无风险利率， σ_p 为投资组合的标准差。通常情况下，夏普比率越高越好。美国市场经验表明，过去10年夏普比率为2的就是超级明星基金，处于1.5到2之间也是不错产品，平均为1的尚可。

4、最大回撤率

最大回撤率也是反映量化对冲产品运作稳定性的关键指标，是指在选定周期内任一历史时点往后推，产品净值自最高点回落至最低点的幅度，即亏损的最大幅度。最大回撤率越高说明产品的风险越大。

5、开放频率

私募类的量化对冲产品有的每月开放一次，有的每季度开放一次；而公募量化对冲基金中除了有采用3个月定期开放模式的基金外，还有每个交易日开放的基金，方便投资者随时申购与赎回。

随着2010年股指期货的推出，中国股市开始进入“对冲时代”。中国的量化对冲基金伴随着人才缺乏、市场陌生、监管限制、工具单一等限制因素缓慢前行，经历了从不被认识到被市场逐渐接受的曲折过程。在2015年A股市场的暴跌行情中，量化对冲基金以其低风险与稳健收益成为市场关注的焦点。可以预期，随着投资者的风险意识逐步觉醒，金融衍生工具的不断完善，量化对冲策略的真正崛起，中国资本市场的量化对冲基金将迈入持续快速发展期，未来的市场发展空间十分广阔。

2015年10月–12月中国信托市场报告

2015年3季度末，信托全行业管理的资产规模为15.62万亿元，季度环比下降1.58%。信托资产自2010年1季度首次出现环比负增长。

文 | 财富管理总部

一、信托产品成立情况

本报告时间为2015年10月1日至2015年12月31日，期内信托公司共发行成立了1162款信托产品，规模达2311.45亿元。

10至12月份，集合信托产品成立数量和融资规模不温不火，回弹乏力，12月份集合产品的成立数量仅为382款，去年同期为1323款。

与去年相比，2015年12月集合信托产品数量下降最多，达到216.32%，成立规模下降104.63%。11月集合信托产品成立数量同比下降112.17%，体现了整个信托行业四季度的严峻形势。

二、信托收益率

第四季度集合信托产品平均预期收益率，延续下降趋势，12月集合信托平均年化收益为8.16%。统计显示，10月、11月份成立产品的平均预期收益率环比下降2.20%和2.13%。与去年同期相比，分别下降6.83%和8.17%。

10至12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31.84%，收益率在10%–12%的产品数量共计为25个，收益率在6%–8%的产品数量呈现上升趋势。

12月份成立的集合信托产品平均期限为1.87年，11月份成立的集合信托产品平均期限为1.82年，10月份成立的集合信托产品平均期限为1.75年。

三、信托资金投资领域

10月份，基础产业与其他类投资领域分列一、二位，金融投资领域位居第三，房地产领域巨幅缩水，仅有62.03亿元。11月份投资领域榜单位列一二的与10月份一致，但

表1:2015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)	382	435	345	261
成立规模(亿元)	805.27	798.81	707.37	441.41
平均规模(亿元)	2.27	1.92	2.20	1.86

数据来源：用益信托工作室
时间：2015年12月31日

表2:2015年8月–2015年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)	1.87	1.82	1.75	1.88	1.81
平均年化收益(%)	8.16	8.27	8.45	8.74	8.86
6%–8%产品数量	52	63	38	24	28
8%–10%产品数量	113	131	126	106	160
10%–12%产品数量	4	13	8	5	18

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

房地产投资领域规模上升，挤掉金融位列第三，达122亿元。12月份所有投资领域规模均衡发展，总量定格在805.27亿元。

投资者对风险接受度回落趋势延续，导致固定收益类理财产品仍大受欢迎，因此包括基础产业在内的其他领域发行增多。但工商企业回暖不明显，10月至12月规模分别为94.89亿元、70.15亿元

和95.80亿元。

纵观10月至12月信托资金投资规模，表现出总量平衡的态势。10月份合计投资金额为707.37亿，11月份为798.81亿，12月份为805.27亿元。

10月用益信托工作室发布的用益信托指数为46，依旧处于50%分界线之下，可简单理解为本月仅有46%的信托公司能正常募集资金，较上月同期相比，指数虽然有所上升，但信托市场景气度依旧不高。受宏观经济结构调整影响，社会融资需求呈现疲软状态，借助信托融资需求不高，企业经营景气度继续下降，从而导致信托业务开发、风险控制难度加大。

11月，用益信托指数为50，较上月同期相比，指数继续呈现小幅上升，信托市场景气度有所改善，这主要是临近年底，信托公司的营销有所发力。然而，在宏观经济下行背景下，资产端扩展日趋艰难；行业风险有所释放，但是风险防控和刚性兑付压力依旧较大；货币供求关系逆转，信托融资渠道的高成本劣势显现。

四、信托产品成立的资金运用

10月份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。11月份其他投资信托产品以250.25亿元夺得头魁。

股权投资与证券投资经历了冰火两重天。10月份股权投资仅为17.40亿元，证券投资为22.16亿元；11月份分别回升到91.26亿元和42.99亿元，12月份跌幅再现，分别跌至54.09亿元和36.24亿元。与之相比较的，整个第四季度权益投资独领风骚，分别为321.55亿元、235.95亿元和299.89亿元。

五、信托业近期动态

11月6日证监会宣布，将在完善新股发行制度后,于年内重启新股发行；先恢复前期暂缓发行的28家已缴款的企业的发行,预计两周左右的时间内先发行10家企业。同时，在新股申购方面更新规则，取消现行的新股申购预先缴款,改为定配售数量后再缴款;2000万股以下的新股发行无老股转让的情况下取消询价环节,直接上网定价。

12月1日凌晨，国际货币基金组织（IMF）通过了人民币加入SDR的决议，自此人民币与美元、欧元、英镑、日元一并成为了IMF的储备货币组合的一部分，标志着人民币国际化进程又向

表3:2015年10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	165.49	23.99	80	2.30	1.84	7.04
房地产	62.03	8.77	37	1.51	1.50	8.80
基础产业	194.81	27.54	94	2.24	1.90	8.80
工商企业	94.89	13.41	51	1.98	1.48	8.47
其他	190.15	26.88	82	2.57	1.85	8.50
合计	707.37	100	344	----	----	----

表4:2015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	90.65	11.35	81	1.19	1.70	7.07
房地产	122.00	15.27	51	2.26	1.55	8.83
基础产业	236.33	29.59	116	2.07	1.97	8.50
工商企业	70.15	8.78	51	1.40	1.46	8.23
其他	279.69	35.01	136	2.31	2.15	8.14
合计	798.81	100	435	----	----	----

表4:2015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	129.68	16.10	75	2.03	1.84	7.27
房地产	128.59	15.97	48	2.86	1.71	8.31
基础产业	172.86	21.47	83	2.13	2.05	8.27
工商企业	95.80	11.90	52	1.71	1.61	8.53
其他	278.33	34.56	124	2.55	2.06	8.11
合计	805.27	100	382	----	----	----

表4:2015年10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	数量占比 (%)	平均期限 (年)	平均预期收益率(%)
(个)	数量占比 (%)	平均期限 (年)	平均预期收益率 (%)	19.48	1.70	9.34
贷款	108.62	15.35	67	19.48	1.70	8.83
股权投资	17.40	2.46	9	2.62	1.83	8.94
权益投资	321.55	45.46	138	40.12	1.79	8.53
证券投资	22.16	3.13	25	7.27	1.52	5.28
组合运用	53.86	7.61	31	9.01	1.64	8.59
其他投资	183.78	25.98	74	21.51	1.84	8.27
合计	707.37	100	344	----	----	----

表5:2015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)	成立占比 (%)	平均期限 (年)	平均预期收益率(%)
贷款	144.83	18.13	90	20.69	1.75	8.75
股权投资	91.26	11.42	19	4.37	1.71	8.28
权益投资	235.95	29.54	122	28.05	1.85	8.42
证券投资	42.99	5.38	30	6.90	2.03	5.60
组合运用	33.53	4.20	44	10.11	1.35	8.38
其他投资	250.25	31.33	130	29.89	2.16	7.96
合计	798.81	100	435	——	——	——

数据来源：用益信托工作室

表5:2015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	161.87	20.10	80	20.94	1.75	8.42
股权投资	54.09	6.72	19	4.97	2.03	8.55
权益投资	299.89	37.24	120	31.41	1.98	8.14
证券投资	36.24	4.50	35	9.16	1.46	5.68
组合运用	12.76	1.58	20	5.24	1.75	8.12
其他投资	240.41	29.85	108	28.27	1.83	7.96
合计	805.27	100	382	——	——	——

数据来源：用益信托工作室

前迈进了一步。

12月15日，中国信托业协会正式上线发布《信托公司行业评级指引（试行）》及配套文件，该系列文件由协会秘书处在监管部门指导和各信托公司的支持和配合下组织制定，并已经协会第三届会员大会第八次会议表决通过。这是协会首次推出对信托公司经营管理情况进行全面综合评价的具体办法，也是协会进一步加强行业自律管理的重大举措。行业评级以坚持定量、客观、公正、透明为原则，与监管评级相比，行业评级更侧重于评价信托公司为投资人和社会提供的服务，目的是增强信托公司社会公信力。

本季度，最值得关注的信息是商业银行不良贷款率较上季末上升。银监会发布三季度监管数据，商业银行不良贷款余额11863亿元，较上季末增加944亿元；不良贷款率1.59%，较上季末上升0.09个百分点。

期权与简单交易策略

文 | 高丽华

老牛家儿子3岁了,孩子的教育规划成了一家人的重中之重。在媳妇儿的催促下,老牛挑中了一套当前标价200万元的学区房。但老牛心里却很纠结:现在买,担心房价会下跌;想再等等看,担心房价又涨上去。想找个人咨询一下,这边任总裁说房价还要涨,并且放出狠话,“2015年的房价还将继续上涨!若今年不买房,那就再等30年吧!”而那边谢先生说房价已经到顶,房价会每年掉7%,掉20年,一直跌掉80%,目前应该赶快出手卖掉,不应再做发财的梦,现在把房子卖了,一辈子开心。

就在老牛纠结之时,房产商推出了这样的一份合同:如果老牛现在支付4万元定金,那么在1年后老牛有权按200万元购买这套房子,4万元不予退还;而如果房价跌破200万,老牛可以不买,同样4万元不予退还。

老牛买房支出表

购房总成本						正常情况
约定的1年后 购买价格	1年后房子的 时机价格	是否 执行	房价支出	合约费支出	购房总成本	购房总 成本
200万	240万	是	200万	4万	204万	240万
200万	160万	否	160万	4万	164万	160万





一、什么是期权？

期权(option)又称为选择权,是在期货的基础上产生的一种衍生性金融工具。它赋予持有者某种权利去做某一项事情,当然持有者可以选择不去行使这一权力(远期和期货合约中的双方必须要买入或卖出标的资产)。从老牛的案例来看,执行价格为200万元,一年后房价上涨到240万,但老牛有权利以约定的200万元买入房子,这样总成本204万元(当然如果老牛买的信托一年能赚8%,这一年他投资196万信托到期是211.68万,实际还赚了7.68万);而如果一年后房价下跌到160万元,老牛当然不会傻到执行期权,而是按市价买入,这样老牛定金损失4万元,信托投资收益11.68万元,买房节省40万元。从这个例子来看,期权持有者有能力避免坏的结果,同时又可以从事好的结果中获益,而为了拥有这个权利,老牛支付了4万块钱,这便是期权费(option premium)。

从其本质上讲,期权实质上是在金融领域中将权利和义务分开进行定价,使得权利的受让人在规定时间内对于是否进行交易,行使其权利,而义务方必须履行。在期权的交易时,购买期权的一方称作买方,而出售期权的一方则叫做卖方;买方即是权利的受让人,而卖方则是必须履行买方行使权利的义务人。

期权并非新生事物,人们使用各种各样的期权已有几百年历史。在17世纪30年代的“郁金香事件”中,为了规避价格波动的风险,郁金香种植者与交易商商定以约定的价格出售郁金香球茎,继而在阿姆斯特丹交易中心产生了郁金香期权交易市场。

1973年4月,芝加哥期权交易所(Chicago Board Options Exchange, CBOE)推出了标准化期权合约,使期权交易产生革命性的变化。

期权可以分成两个基本类型,看涨期权(call option)的持有者有权在将来某一特定时间以某一确定价格买入某种资产;看跌期权(put option)的持有者有权在将来某一特定时间以某一确定价格卖出某种资产。美式期权(American option)在到期前的任何时刻,期权持有人均可以行使期权;欧式期权(European option)的持有人只能在到期这一特定时刻行使期权;百慕大期权(Bermuda option)则可以在到期日前所规定的一系列时间行权。

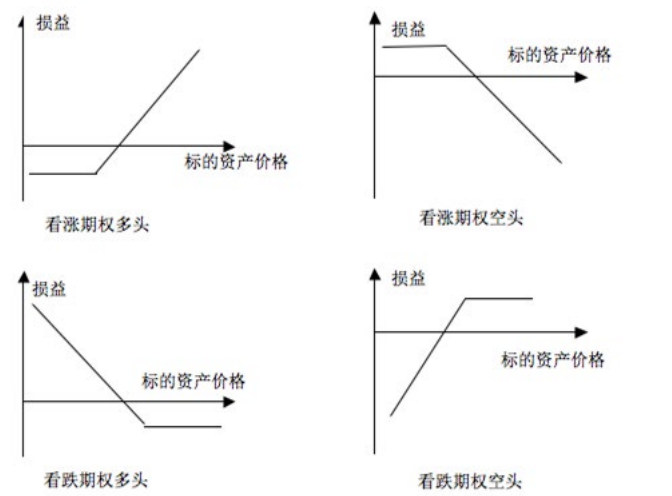
有多种因素都会影响期权价格,比如标的资产价格和波动率、执行价格、期权期限、无风险利率等。西方学者发展了多种期权定价模型,常用的有二叉树模型、BSM模型。Myron Scholes和Robert C. Merton凭借BSM模型获得了1997年的诺贝尔经济学奖。但对于大多数交易者而言,期权定价理论的种种数理模型过于高大上了,远不如期权交易策略来的实在。

二、期权投资策略

(一) 期权特殊的损益曲线

期权市场参与者有四种基本头寸,即看涨期权多头、看涨期权空头、看跌期权多头、看跌期权空头。老牛实际是看涨期权的买方,他的损益特点是损失有限、且最大损失确定(期权

费),房产商是看涨期权的卖方,他的损益特点刚好与老牛相反。期权合约不同于其他金融工具的一个特点是它的权利义务不对等特性,这种特性导致了期权头寸的特殊的损益状态。

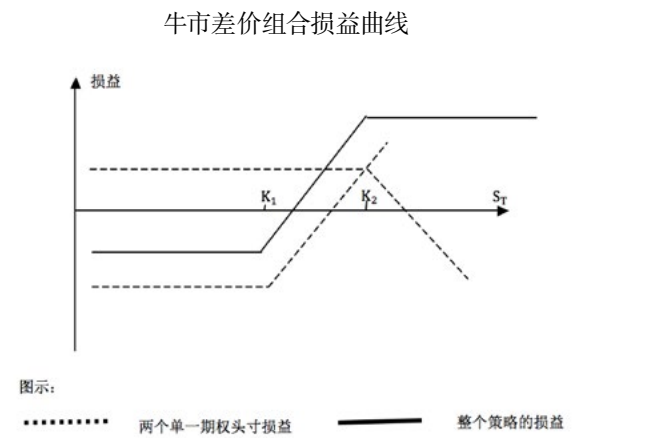


(二) 期权投资策略

期权独特的收益曲线是控制风险的理想选择,美国期货业协会(Futures Industry Association, FIA)的统计数据表明,自2001年起全球期权的交易量便超过了期货合约。期权投资策略也多种多样,就像积木,两种期权、四种基本头寸可以组合出几百种期权投资策略。常见的有牛市差价、熊市差价、蝶式差价、跨式组合等。

1、牛市差价 (bull spread)

牛市差价可以通过买入一个看涨期权和卖出一个同一标的资产、同一到期日,但更高执行价格的看涨期权组合而成。这一策略的收益曲线如下图所示。

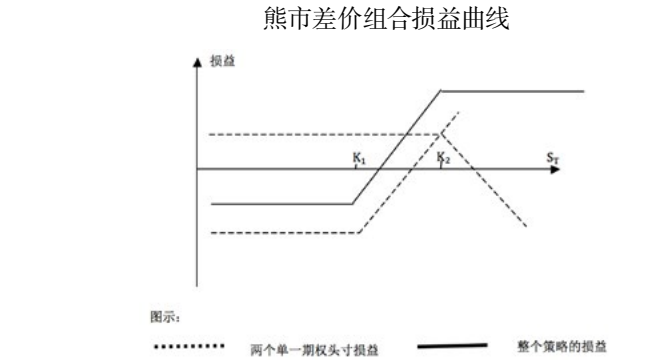


假定K_1为买入的看涨期权的执行价格, K_2为卖出的看涨期权的执行价格, S_T为期权到期日时标的资产价格。下表显示了该策略的整体收益。牛市差价限制了投资者的收益,但同时也控制损失的风险。

标的资产价格	看涨期权多头收益	看涨期权空头收益	整体收益
$S_T < K_1$	0	0	0
$K_1 < S_T < K_2$	$S_T - K_1$	0	$S_T - K_1$
$S_T > K_2$	$S_T - K_1$	$K_2 - S_T$	$K_2 - K_1$

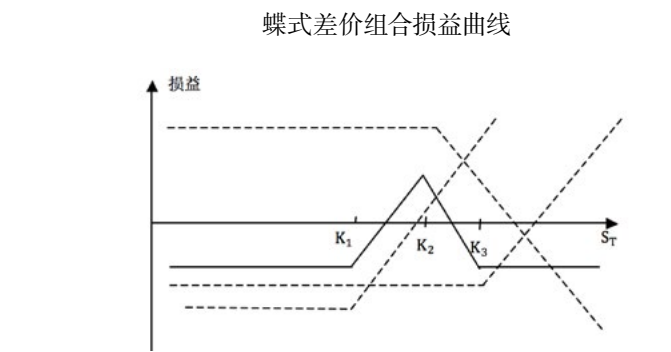
2、熊市差价 (bear spread)

该策略通过买入看跌期权和卖出不同执行价格的看跌期权构造。期权多头的执行价格大于期权空头的执行价格。这一策略损益曲线由下图实线表示。



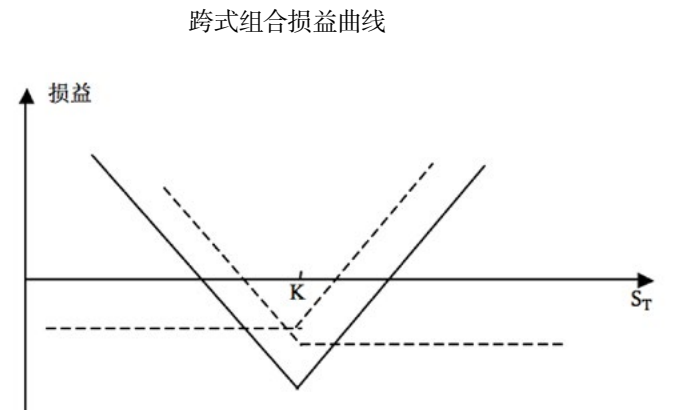
3、蝶式差价 (butterfly spread)

蝶式差价由3种具有不同执行价格的期权组成。其构造方式为: 买入一个具有较低执行价格K_1的看涨期权, 买入一个具有较高执行价格K_3的看涨期权, 卖出两个执行价格为K_2的看涨期权(K_1<K_2<K_3)。这一交易策略损益如下图所示。



4、跨式组合 (straddle)

这是比较流行的策略,该策略包括买入具有同样执行价格与期限的一个看涨期权和看跌期权。该策略损益如下图所示。



在这个市场,只要你掌握期权的原理,就可以像魔术师一样,从帽子里变出各种各样的东西。

三、50ETF期权投资实例

(一)套期保值

期权的诞生就是为了规避标的资产价格波动的风险。1637年2月,荷兰郁金香市场突然崩溃,价格在六个星期内下跌了90%。这是人类史上第一次有记载的金融泡沫经济,此事间接导致了作为当时欧洲金融中心——荷兰的衰落。但这股投机狂潮却开启了期权交易的大门。郁金香交易商向种植者收取一笔费用,授予种植者按约定最低价格向该交易商出售郁金香球茎的权利。同时,郁金香交易商通过支付给种植者一定数额的费用,以获取以约定的最高价格购买球茎的权利。这种交易对于降低郁金香交易商和种植者的风险十分有用。这样一来,早期的期权形成了。

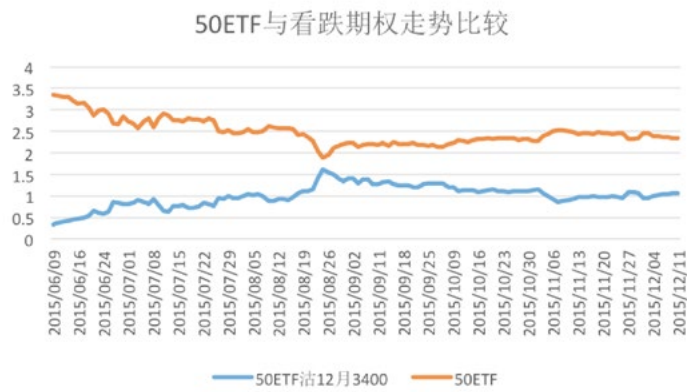
一般而言,标的资产的多头都希望资产价格上涨,担心价格下跌。投资者既希望在价格下跌时不亏或者少亏钱,又要在价格上涨时能够抓住趋势获得收益,仅靠择时可能很难做到,但如果加入期权,则可以很容易做到这一点。

以上证50ETF为例,假设某投资者运气不好,在50ETF价格最高那天买入(2015年6月9日,收盘价3.361,当日最高价

3.465),幸运的是,他在同一天买入了50ETF沽12月3400合约(该合约当日收盘价0.3342)来对冲风险。之所以选择期权合约而不是IH期货,是为了不仅要在市场下跌时避免亏损,也要在市场上上涨是抓住盈利机会。

结果投资者买入50ETF后市场便开始持续下跌,到8月25日最低时价格到了1.869,当日收盘价1.886。假设投资者以收盘价成交,在50ETF中已经亏损了1.475元/份,亏损幅度43.8%($(1.886-3.361)/3.361$)。但他同时交易的期权却较大程度弥补了基金上的巨额亏损:50ETF沽12月3400合约在25日的收盘价是1.6086,盈利是1.2744元/份。

下图是50ETF正股和看跌期权走势图,两者负相关性接近100%,能够很好的起到套期保值作用。但用期权做套保有两点比较困难:(1)目前期权市场参与者较少,冲击成本比较大;(2)期权对冲比率比较难确定。一般而言,认购期权的Delta值为正数(范围在0和+1之间),因为股价上升时,认购期权的价格也会上升。认沽期权的Delta值为负数(范围在-1和0之间),因为股价上升时,认沽期权的价格即会下降;等价认购期权之Delta值会接近0.5,而等价认沽期权的则接近-0.5。但期权的Delta值会随股价大幅变动而有所改变。



(二)差价组合交易

在前面讨论了部分期权投资组合策略,现在用实例来看一下跨式组合(straddle)。

12月11日50ETF收盘价为2.344。投资者认为50ETF已经在2.35附近整理了2个多月,未来1个月内市场可能会有比较大幅度的波动,可能会上涨也可能会下跌,投资者希望能够抓住市场

方向改变的机会。根据1月份到期的期权合约11日收盘情况(详见下表),投资者决定选择与当前价格最接近的一组合约建立跨式组合仓位,同时买入50ETF购1月2350合约和同等数量的50ETF沽1月2350合约,组合总成本0.2064元。

	行权价	看涨期权	看跌期权	跨式组合成本
1月2200	2.200	0.1790	0.0443	0.2233
1月2250	2.250	0.1433	0.0632	0.2065
1月2300	2.300	0.1167	0.0856	0.2023
1月2350	2.350	0.0931	0.1133	0.2064
1月2400	2.400	0.0745	0.1442	0.2187
1月2450	2.450	0.0595	0.1791	0.2386
1月2500	2.500	0.0469	0.2157	0.2626
1月2550	2.550	0.0351	0.2549	0.2900

假设50ETF在到期日的价格是P,那么投资者的收益如下表所示:

50ETF价格范围	期权组合建仓成本	整体收益
P<2.350	0.2064	2.350-P-0.2064
P>=2.350	0.2064	P-2.350-0.2064

如果50ETF价格刚好是2.350,则投资者亏损最大,为0.2064元/份;而如果市场有较大幅度上涨,则投资者盈利为 $P-2.350-0.2064$,能够充分享受到牛市的收益;如果市场继续下跌,投资者的整体收益是 $2.350-P-0.2064$ 。也就是说,如果一个月后的市价在区间(2.1436, 2.5564)内,投资者会有亏损,但最大亏损额为0.2064;而如果价格在这个区间外,不管是上涨还是下跌,投资者都会有收益,而且偏离这个中枢越大,投资者收益也越大。

(三)无风险套利

套利是通过构建资产组合,捕捉标的资产不合理定价所带来利润的行为。在实际操作中,套利的最大特点是在组合构建之时便已锁定了理论盈利水平,无论标的资产价格如何变化,套利组合均可获得大于0的现金流,也即真正意义上的无风险。此外,更严格意义上的套利组合收益不随标的资产价格的变化而变化。

常见期权套利策略是转换套利,即同时买进一份标的资产、一份看跌期权,并卖出一份看涨期权,该组合的收益=(卖

出看涨权利金-买进看跌权利金)-(期货合约价格-期权执行价格)。但市场效率已经非常高,无风险套利的机会并不多,空间也非常小。

经过统计,投资者决定买入1份50ETF,同时买入1份12沽3600合约、卖出1份12购3600合约。从下表数据可以看到,不管到期日50ETF价格如何波动,投资者已经锁定了每份0.0073元的收益。如果考虑到市场冲击成本和摩擦成本,投资者可能还会有亏损。

当日交易	12月11日价格	到期日50ETF不同价格对应的现金流		
		2.000	3.000	4.000
买入50ETF	2.344	-0.344	0.656	1.656
买入12沽3600	1.2489	0.3511	-0.6489	-1.2489
卖出12购3600	0.0002	0.0002	0.0002	-0.3998
无风险收益		0.0073	0.0073	0.0073

(四)投机

单边开投机仓可能是最容易理解的期权交易策略。

使用期权来投机有两个优势:

1、在市场下跌时也能获得收益。我们用套期保值里边那个例子来简单说明。假设某投资者6月9日没有买入50ETF,而仅仅买入了50ETF沽12月3400合约,那么到8月25日,该投资者的账面盈利是1.2744元/份,收益率381%;

2、占用资金小。如果投资者看好未来市场,决定买入50ETF,那么按照12月11日收盘,他需要支付2.344的资金;而如果他选择买入50ETF购3月1800合约,则只需要支付0.5466的成本。

当然需要注意的是,期权都有期限,一旦逾期就没有价值了。如果有持仓,要记得到期日前平仓。另外,因为期权双方权利和义务的不对等特性,期权多头风险可控,最大亏损即期权费,比如投资者买入50ETF购3月1800合约,如果在市场下跌时选择装死抱着仓位不动,最大亏损就是0.5466的成本(与之相比,标的资产50ETF也有可能从2.344下跌到1.5000);但如果选择做期权的裸空头,当市场走向相反时如果不能及时离场或开对冲仓保护仓位,可能会面临非常悲惨的结局,因为理论上讲,期权空头的亏损可能是无限大。

人民币成功“入篮”SDR，这意味着什么？

文 | 曲洋

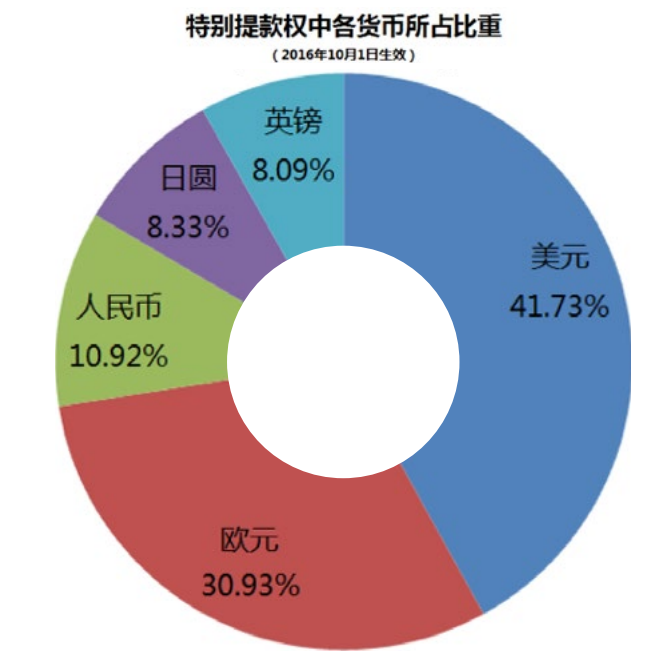
跌宕起伏的2015年，期间金融市场上的大戏让人目不暇接。

上半年A股久违的大牛市让全体股民欢呼雀跃，随后6月A股见顶之后的“股灾”，让很多炒了十几年股票的老股民都割肉割成了“羊蝎子”；8月，A股在暴风骤雨后见底，可保持了多年对外币升值的人民币却开始兑美元大幅贬值；11月，人民币加入特别提款权(SDR)货币篮子，人民币获得10.92%的权重，并成为世界第三大货币；12月初，当中国央行一整年都在降息降准的时候，美联储宣布将联邦基金利率从当地时间12月17日开始提高0.25个百分点，新的联邦基金目标利率将维持在0.25%至0.50%的区间；就当这一年要画上句号的时候，12月18日，美国国会通过了国际货币基金组织(IMF)2010年份额和治理改革方案，根据该方案，我国份额占比将增加2.398个百分点至6.394%，排名从并列第六跃居第三，仅次于美日。

转眼2016年到了，冀望预测未来一年中国经济的表现如何，人民币汇率及国际化进程无疑是一个重要因素，下文我将对人民币加入SDR对中国经济的影响进行分析。

事件回顾

美国东部时间2015年11月30日，国际货币基金组织(IMF)执董会决定人民币自2016年10月1日起被认定为可自由使用货币，并将作为第五种货币，与美元、欧元、日元和英镑，一道构成SDR货币篮子。人民币在SDR篮子中权重为10.92%，美元、欧元、日元和英镑的权重分别为41.73%、30.93%、8.33%和8.09%。人民币国际化由此迎来新的里程碑。新的SDR货币篮子如下：



时隔五年，人民币最终成为SDR的五种基础货币之一，是人民币国际化的重要里程碑。2010年时，人民币被否决的主要原因在于人民币的自由流通程度有限，但在五年内，随着中国成为第一贸易大国，人民币被广泛使用。尤其在2015年，金融改革的步伐加快，人民币汇率中间价的完善、“沪港通”的推行、为期三个月的国债的发行、允许境外央行参与境内外汇市场、人民币跨境支付系统上线等均为人民币在全球自由流通打开通道，而成功闯入SDR篮子，就是对人民币的国际地位最好的肯定与认同。



SDR是各国央行的储备，人民币在2016年10月将正式进入SDR的配置中，意味着各国对于人民币的配置需求将有一定提升，有助于人民币的交易量及支付量提升。

什么是SDR

特别提款权(Special Drawing Right,SDR)是国际货币基金组织创设的一种储备资产和记账单位，亦称“纸黄金(Paper Gold)”。它是基金组织分配给会员国的一种使用资金的权利。会员国在发生国际收支逆差时，可用它向基金组织指定的其他会员国换取外汇，以偿付国际收支逆差或偿还基金组织的贷款，还可与黄金、自由兑换货币一样充当国际储备。但由于其只是一种记账单位，不是真正货币，使用时必须先换成其他货币，不能直接用于贸易或非贸易的支付。因为它是国际货币基金组织原有的普通提款权以外的一种补充，所以称为特别提款权。

人民币成功“入篮”SDR，意味着什么？

一、人民币加入SDR的政治影响

加入SDR意味着以IMF为代表的国际金融体系对人民币国际地位的一定认可，客观上对全球央行增加人民币资产储备及交易有鼓励作用。人民币得到认同的速度快于历史上的日元等其它货币，显示了国际社会对中国经济地位的认同，同时也是对中国经济改革和结构转型的认同与支持，此举也增强了国际投资者对中国经济转型“新常态”的信心。毫无疑问，人民币加入SDR，提升了中国的经济地位，使中国在国际地位上得到进一步的认可。

当然，对人民币来讲，进入SDR只是国际化的一个起点，要在国际上拥有更高的地位，人民币要在接受度、流通度等方面更进一步，这也对国内的金融改革提出更高的要求，尤其在人民币汇率机制、资本项目流通、人民币跨境支付方面。由于人



民币进入SDR，未来人民币的流通程度将提高，倒逼金融改革提高速度、促进资本项目进一步开放。

二、人民币加入SDR 的经济影响

首先，加入 SDR 可以加速人民币国际化的进程。IMF 对人民币的认可将使得各国投资者对人民币资产的信心进一步加强，会提升全球投资者对人民币资产的配置需求。此外，国际社会的认可有利于提高人民币在商品结算、国际贸易中的使用程度，进而加速人民币国际化的步伐。

其次，加入 SDR，接纳并执行国际游戏规则可以反过来促进国内经济的改革和转型，尤其是促进金融市场的开放。伴随着金融市场开放程度的不断提升，中国资产的价格逐步向国际社会靠拢，部分存在泡沫的资产将会趋近合理化。同时，金融市场的开放将会加快国内金融改革的步伐，提高资本市场的市场化程度，促进资金向更加具有效率的产业聚集，带动经济结构转型。在此背景下，人民币的股、债和其他资产都将迎来更为广阔的国际市场。另外加入SDR 后人民币国际化速度有望加快，倒逼国内金融机构进一步对外开放， 有望提高国内资本账户及金融市场的开放度。

去年6月，MSCI拒绝将中国A 股纳入其全球基准指数，但由于人民币进入SDR，明年A 股纳入MSCI 的可能性大增。这对于国内的股市来讲，直接影响更大于SDR，表明境外资本对国内资本市场的参与度将提高。一方面，人民币国际地位的提 升意味着中国未来对国际的影响将增加，另一方面，资本的开放也使得国际的资本对国内的影响相应增加。因此，在金融改革中，还会再度加强有关监管与风险管理的制度升级。预计明年的金融改革还将继续加速，包括自贸区、“沪港通”与“深港通”、人民币跨境投资等改革措施在明年的推行将加速。

三、加入 SDR 对人民币汇率的影响

短期来看，人民币加入SDR是一重大利好，有利于增强国际社会对人民币的信心，但是人民币加入 SDR 后，短期维稳预期减弱，人民币将面临较大贬值压力，我们观察到，2015年12月，人民币不仅仅兑美元出现了小幅贬值，包括兑欧元、日元、澳元等世界主要货币均出现了一定程度的贬值。同时，从另一方面来看，短期由于“稳增长”仍是核心矛盾，“调结构”仍重任在肩，叠加金融市场泡沫化问题尚未妥善解决，短期仍有稳定

汇市预期的必要。从中长期来看,人民币加入SDR 还要求汇率进一步的市场化，因为从技术层面来讲,这就要求人民币有一个合理的离岸价和在岸价。如果汇率更加市场化，从更长一段时期来看，人民币加入 SDR 后的汇率走势还要取决于中国经济的基本面，即如果我国各项改革能够按计划深化，经济基本 面能得到长期提振，那么人民币均衡汇率走强，进而带动人民币长期稳健走强仍然可期。

基于以上分析，我们认为，人民币加入 SDR 后，短期维稳预期减弱，人民币将面临较大贬值压力，从中长期看，人民币加入 SDR 后的汇率走势还要取决于中国经济的基本面。

四、人民币加入SDR对中国债券市场的影响

人民币加入 SDR 将从长期为中国债券市场带来增量资金，促进中国债券市场的发展。

一是配置资金在中长期将会增加。加入 SDR 意味着人民币得到了IMF的认可和背书，将有更多资金参与中国资本市场，国内债券市场也将被更多纳入债券类国际指数，如MSCI固定收益指数，带来配置性需求的增加，同时，我们也观察到，截止

2015 年一季度，中国一般政府债券和债市的总规模分别为1.67 和4.79 万亿美元、债市总规模占GDP 的比例为46%，较其它四个SDR 篮子成员国的水平明显偏低。这意味着境外机构对人民币债券资产的配置需求在短期内仍将受到供给不足的制约。

二是随着资本账户的开放，债券市场将更为开放，较高收益率吸引外资进入，同时减少汇率对冲成本，均有利于国内债券收益率下行。加入 SDR 只是人民币国际化的一步，未来推动人民币国际化，债券市场的加速开放更是重点。

我们认为，加入SDR,会使债券的中长期的配置资金增加，一方面来自国内的自有资金，另一方面随着对外开放程度增加，会吸引更多的外资进入债券市场，尽管短期来看境外机构对人民币债券资产的配置需求受到供给不足的制约，但中长期来看，随着供给的增加，这无疑将转化为对中国债券市场的重磅利好。

综上，我们认为，首先，人民币加入SDR，提升了中国的经济地位，使中国在国际地位上得到进一步的认可；其次，人民币加入SDR 有助于扩大金融业开放、企业走出去和推动转型升级，最后，人民币加入SDR 对人民币汇率，对中国债券市场都有较大的深远影响。



证监会2016年五项工作重点： 暂停私募机构挂牌新三板，推出战略新兴板深港通

来源 | 京华时报

在12月25日国务院政策吹风会上，中国证监会副主席方星海透露，2016年证监会将重点做好发展证券交易所股票市场等5个方面工作：加快完善新三板，大幅增加挂牌公司数量；规范发展区域性股权市场，明确区域性股权市场监督管理职责分工；开展股权众筹融资试点；发展壮大债券市场。

值得注意的是，备受市场关注的上交所战略新兴板和深港通均名列其中。而对于本周市场传出的私募股权机构挂牌新三板暂停的消息，证监会也给予了证实。

证监会2016年五项工作重点

对于2016年的工作重点，方星海表示要从几个方面加入落实：

首先，积极发展证券交易所股票市场，建立上海证券交易所战略新兴板，从时间点上来说，明年“战兴板”一定要推出。

其次，加快完善新三板，大幅增加挂牌公司数量，支持中小微企业金融机构以及高科技企业在新三板挂牌。鼓励符合条件的机构开展全国股转系统推荐业务，实施市场内部分层，研究向创业板转板试点。

第三，要规范发展区域性股权市场，明确区域性股权市场监督管理职责分工。区域性股权市场是大家俗称的新四板，也就是各个省市批准的区域性股权市场。全国各地的股权交易市场要符合统一的监管标准，这个标准由证监会来制定，但是标准的执行、风险的防范以及区域性股权交易市场的日常管理都是在地方政府。

第四个方面就是积极开展股权众筹融资试点。方星海强调，这项工作也是要循序渐进，明年试点一定要启动，但是不会形成一哄而上的局面。

最后，发展壮大债券市场也是工作重点。按照简政放权、放管结合、优化服务的总体要求，支持创新发展，加强债券市场监管协调，也就是说银行间债券市场和交易所债券市场之间的监管要有更好的协调。加大两个市场之间的互联互通，最终目的是要形成一个统一的债券市场。

战略新兴板：定位于服务境内创新企业

蓄势了近两年的上交所战略新兴板渐行渐近。

今年以来，战略新兴板即将推出的呼声也甚嚣尘上。证监会主席肖钢在今年6月举行的陆家嘴论坛上发表“充分发挥资本市场服务科技创新的重要作用”讲话当中明确提出，“推进交易所市场内部分层，在上交所设立战略新兴板，与创业板市场错位发展、适当竞争。”

而就在不久前的12月9日，上海证券交易所首席经济学家胡汝银也曾公开表示，战兴板将与注册制一起推出。

随后在12月23日国务院出台的《实施意见》里，又再次提到要建立上交所战略新兴板。

对此，证监会市场部主任霍达昨天也表示，关于战略新兴板的定位，实际不仅是针对一些境外的企业或者是VIE结构的企业到境内上市，更主要的是服务境内的各类创新创业、新兴产业的企业来获得资本市场的支持，更好实施创新驱动发展的战略，服务大众创业、万众创新，支持战略性新兴产业发展，推动传统产业转型升级。

对于目前已经存在的创业板和即将推出的战略新兴板是否冲突的疑问，霍达表示，在研究过程当中，我们认为目前这类企业非常多，仅有一个创业板，市场服务还是不够充分的，需要再增加一个新的上交所战略新兴板。

加紧完善战略新兴板的具体建设方案

对于证监会首次明确的战略新兴板推出的时间表，上交所昨天也给予了回应。上交所新闻发言人昨天表示，12月23日，国务院常务会议审议通过《关于进一步提高直接融资比重优化金融结构的实施意见》，确定进一步显著提高直接融资比重措施，提出建立上交所战略新兴板，支持创新创业企业融资。

目前，上交所正在加紧完善具体建设方案，草拟各项业务规则，同时进行相关技术系统的开发工作。下一步，上交所将结合对前期股市异常波动的反思情况，继续完善具体标准和制度安排。随着注册制改革的深入推进实施，上交所也将进一步加快推进战略新兴板各项准备工作。待相关事项明确后，将及时向市场公布。

叫停私募股权机构挂牌新三板

今年以来，新三板发展势头势不可挡，其中，九鼎集团、中



科招商等私募基金管理机构,即PE的管理公司频繁融资成为新三板的亮点。在一片热闹声中,私募PE的融资金额和投向引起了社会广泛关注和质疑,本周,市场传出,证监会已经暂停私募基金管理机构在全国股转系统挂牌和融资。

对此,证监会副主席方星海昨天回应表示,确实需要加强对此类私募基金管理机构的监管。暂停私募基金管理机构在全国股转系统挂牌和融资,并对前期融资的使用情况开展调研,这是管理层下一步的任务。

证监会市场部主任霍达补充表示,暂停私募基金管理机构在新三板的挂牌和融资,就是考虑到新三板的定位是服务实体经济,服务中小微企业。虽然在讨论过程当中,有的观点认为,一些私募基金管理机构融资之后,也可以投到中小微企业和创新创业企业,这也是间接支持创新创业和中小微企业的发展。

因此,证监会目前还要把这些问题进行梳理,包括对私募基金管理机构挂牌、融资的金额、投向,究竟是不是投到实体经济,再做深入的调查研究和论证,进一步明确这类机构在新三板挂牌的监管安排。

新三板不是企业上市跳板

目前一些新三板的企业,通过IPO的程序,最终成功到沪深交易所上市,这已经有操作的先例。关于新三板向创业板转板的具体时间表等疑问,霍达表示,在现在的法律体系下,到沪深交易所上市需要通过公开发行审核程序。

另外,可能有的市场人士还希望这个渠道能够更畅通、更方便,这样的安排需要在现行证券法的体制框架下研究解决,目前证监会正在研究过程中。

霍达透露,目前人大正在审议授权国务院调整适用证券法的若干规定来实施股票发行注册制的议案。接下来证监会还会配合股票发行注册制的改革实施来进一步研究在法律框架下,还有没有其他的渠道和方式来实现新三板企业到沪深交易所市场上市交易。

霍达强调,因为新三板本身也是一个公开转让的市场,实际上企业在新三板也是大有可为的。这样一种转板的机制,在法律框架下进行积极的探索。因此,企业不应该把新三板当做到沪深交易所上市的一个前期阶段。在新三板挂牌实际上也有很大的发展空间。

深港通确定明年推出

对于2016年资本市场在对外开放方面有什么举措,以及会不会推出深港通的提问,方星海昨天表示,2016年,证券市场的对外开放肯定会有一些新举措。包括深港通将于2016年推出。至于QDII2是否能在2016年推出的问题,按照人民币加入SDR的要求和我们的承诺,以及国际投资者对更多的人民币产品、人民币资金的需求这样一个现实,QDII2推出是符合这一要求的。

QDII2是指合格境内个人投资者。与QDII(合格境内机构投资者)类似,它也是在人民币没有实现完全自由兑换、资本项目尚未完全开放的情况下,有限度地允许境外投资的一项重要制度。与QDII中的境内机构投资不同,QDII2是指在人民币资本项下不可兑换条件下,有控制地允许境内个人投资境外资本市场的股票、债券等证券业务的一项制度安排。

(本文来自京华时报,原文标题《战略新兴板深港通明年推出》,作者敖晓波,原文略有删减。)



以信托之名，打造契约式中国职业经理人

文 | 李清杰

2015年招商银行中国私人财富报告指出，中国高净值人群（可投资资产一千万以上）高达126万人，可投资资产37万亿。而全国个人可投资资产高达129万亿。财富管理市场巨大。

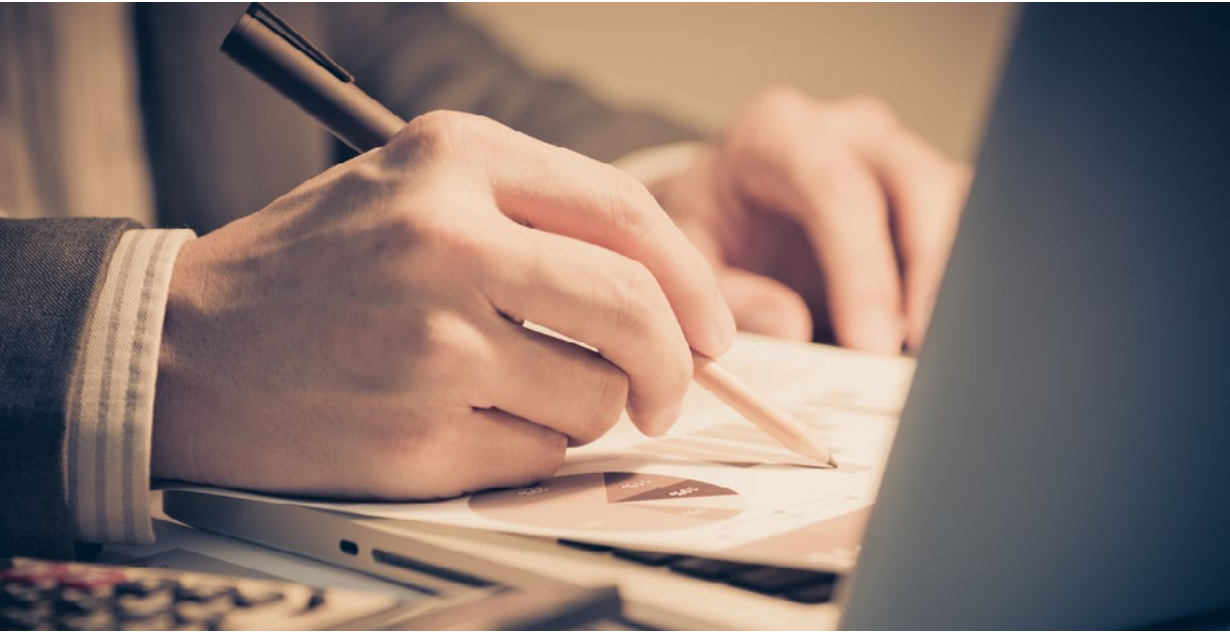
同时报告指出，虽然目前资本市场回暖，新兴投资产品不断涌现，但高净值人群仍然希望将“财富保障”作为首要目标，在实现财富稳健增长的基础上，顺势而为。与此同时“财富传承”的重要性排序则从两年前的第五位跃居到了第二位。在实现财

富稳健增值的前提下，越来越多的高净值人群开始系统地思考和规划如何将物质财富和精神财富有效、有益地传递给下一代。报告指出，“财富传承”如今已成为高净值人群普遍考虑的重要命题，其内涵也在不断丰富发展；有规划、有原则地将物质财富传承给子女，同时期待他们培养起独立自主的品格和能力，能够正确地认识和运用家族财富，让财富成为子女生活和事业的助推力。

财富保障和财富传承是现在财富管理的核心命题。这里所说的财富内涵不断丰富发展，不仅仅包括单纯的资金还包括资产所有人所从事的事业，以及精神方面的拼搏、奋取、勤奋等。怎样让这些综合性的财富，能有效的保值增值，并传承下去是目前资产所有人最关注的命题。西方现代以来以罗斯柴尔德、洛克菲勒、福特等家族以信托为财富保障传承工具尤为成功，为世人所瞩目。信托从本质上讲就是一种契约精神、契约文化，以契约精神为核心的价值体现。而职业经理人从广泛的定义来看，就是在法人财产权和经营权分离开来实现企业价值的受托人。打造成中国契约式职业经理人是信托公司的发展趋势。信托公司以信托精神为核心打造中国契约式职业经理人是市场之需，也是职责所在。

中国信托公司在《信托法》立法之后得以快速发展，经过十年的发展，信托公司聚集了一批专业素养较高的管理团队。这些人发挥了信托作为受托人和中国金融机构专业牌照应有的优势。风险管控、管理经验、投资能力、专业素养得到较大的提升。根据信托法规定，信托财产具有独立性，不受委托人离婚、死亡、债务纠纷、破产的影响，信托受益人都持续享有权益。信托特有的财产隔离制度，是信托发展、社会发展的优良结晶。虽然国内信托的发展还存在这样那样的问题，信托登记制度的缺失，信托税法的缺失都在一定程度上让国内信托的发展和国际相比缺乏一些良好的发展环境。但是信托法保障了信托公司已经从中国金融界的坏孩子逐渐成长为一个有为青年。

财富形态的多样化决定了信托公司要打造成职业经理人。



目前国内可投资资产分布在货币资金、股权、不动产、金融产品、艺术品、其他海外资产以及资产持有人所具有的精神传承。除了货币资金是基础形态，其他形态的管理都需要专业化管理，需要具有专业素养，专业管理能力。股权信托传承不仅仅是一个财富传承问题，更是一个企业治理过程，未来信托财产涉及到投票权，关乎公司发展的上市、融资、并购，或者退出市场以现金转入信托，都是信托合同中需要列明的，这是受托人所要严格遵循的契约内容。这类形态决定了财富管理必然要求信托公司具有职业经理人的能力。

信托公司要打造成合格的职业经理人需要在三个方面提升自己。

一是公信力。信托最早开始的形态，受托人是教会，这是当时最有公信力的一群人。因此公信力是信托公司生存和发展的核心竞争力。中国信托公司经历了公信力的丧失，也经历了整顿，从2001年信托法立法生效以后，信托公司经过了十余年的稳健发展，逐步恢复了原有的公信力。特别是监管当局，严格的监管政策和准入政策，给信托公司的发展做出了良好的规范。信托公司自身需要在外部风险控制和内部管理控制方面还需加大治理，继续以稳健的发展形成良好的公信力。同时信托公司可以谋求为公众公司，通过上市运营来接受社会的监管，在提高公信力方面具有

较好的支撑作用。

二是专业能力。职业经理人的核心本质就是运用自己的专业能力实现资产的保值增值。信托公司要打造成中国契约式职业经理人必然要在专业领域提升自己。提高专业能力应在财富管理内涵方面加深研究，认清财富的各种形态。提高专业能力应在专业领域保持开放的心态，广泛吸收各专业领域专业人才的思想，同时在专业领域引进专业人才，提高专业能力应在实业投行领域加大实践。

三是经营管理能力。作为受托人的最重要的义务就是勤勉尽职。信托公司作为一家企业，有大量的从业团队和员工，怎样让每个团队，每个员工在具体对待每一个委托人，每一个客户都能做到兢兢业业，勤勉尽职呢，这就需要信托公司本身要提高经营管理能力。在管理上，形成核心的企业价值共识。在经营上，有较好的沟通渠道，公平的业绩考核和激励导向。

信托公司如果成为中国财富管理的职业经理人，财富保障和财富传承得以有效实施，将会让中国经济发展迈上新的台阶，同时社会创新氛围更为活跃，创造力更为强大。信托公司如果成为职业经理人，将会给国内近300万家族式私营企业的未来发展带来新的动力，同时也为国企改革深水区的改革带来新的方向启发。愿这一天早一点到来。

（李清杰，国投泰康信托深圳业务二部总经理）

点染山水 写意为魂

文 | 张立志



回想起我接触最“高深”的文学的时候，应该是从背诵唐诗开始的。“床前明月光，疑是地上霜。举头望明月，低头思故乡。”人生成长会背诗排名肯定进TOP5,可是长大了明白了一些事物才知道自己真的很没文化，李白原著是“床前看月光”，不知道谁这么牛把李白的诗美化了还留着李白的名字，就像当下有许多有才的小编们，运用娴熟的孔孟之道写下的文章，还是署名孔子和孟子，都是才子啊。

时间过得太快，以至于几年前的事情感觉像是昨天发生的，我想跟大家分享一篇写意的文章，第一眼所见的模棱两可随着时空转换却是层层叠叠的感悟。文章作者是朱蕾，我把写意的精华之处给大家分享。

写意是中国人的智慧

正如先秦诸子的著述，朴素的语言蕴含着深邃的思想，不同的情境下能生出恰如其分的解释，从而保持着鲜活的生命力流传至今。由此可见，在“言不尽意”“得意忘言”的观念主导下，文人们使着“春秋笔法”一生追求“立言”，而所立之言在后人的不断解读中得以流传。

中国园林精神的文人园作为文人“立言”的一种形式，发展出内涵极其丰富的山水艺术体系，不但是古人“言”与“意”的解读，更以其“情”与“境”激发来者的思考。

注解园林在“文人”

山水与中国人的世代生活密不可分，不但是生理所需更是心理的诉求。不论民间的万物有灵，还是文人士大夫的山水比德，中国传统思维中都充满自然审美情节。正如“枯藤老树昏鸦，小桥流水人家，古道西风瘦马”九个名词的排列，在中国人的心中就能够铺陈出特定的意境。

文人园中，山有山意，水有水情，一花一木，一草一石，如同其立言文章之词语，各有意蕴，连缀成文。这一传统可追溯到孔子总结的“知者乐山，仁者乐水。知者动，仁者静。知者乐，仁者寿。”山水被赋予了人生意义，开启了人的德行与山水之间关系的理论归纳源流，后世文人园林营造和园林活动都能归因到对此命题的解释。《中庸》所论述的人与天地之间的关系则进一步反映出儒家的人生理想。“惟天下至诚，为能尽其性；能尽其性，则能尽人之性；能尽人之性，则能尽物之性；能尽物之性，则可以赞天地之化育；可以赞天地之化育，则可以与天地参矣。”这与儒家“修齐治平”的人生轨迹是一致的。

《论语·先进》偏重曾皙所描述的“莫春者，春服既成，冠者五六人，童子六七人，浴乎沂，风乎舞雩，咏而归”的场景被称为“曾点气象”，体现出文人应与天地自然宇宙节律，怡然自得的景象，正因如此，唯有曾皙的志向在子路、冉有、公西华等弟子中得到孔子

认同。这如同一份园林的说明书，为后世的文人与造园，文人与园林活动的关系提供了可靠的注解。

从另一个角度而言，山水还要经过有修为的文人题点方显其情。中国园林中楹联提额是不可或缺的，是用来点染山水的重要手段。如《红楼梦》中用了很大的篇章写大观园竣工前，贾政给各景点题名，之后元春再率众姐妹和宝玉踢咏这个情节。这个过程是真实造园活动的生动再现，不仅发生在小说里的王府花园，也发生在皇家园林、私家园林等所有浸淫在中国的传统山水文化中的场所，甚至自然山川经由人的题点即成名胜，亦可称园林。无论“虽由人作，宛自天开”，还是“虽自天开，宛由人作”都可能有缘为文人所参化，与之共情。

然而，自身修为不足的人，对山水只能产生“靠山吃山，靠水吃水”的简单生理索取的态度，是无法升华出任何意境的，甚至视美不见，进而残暴破坏。在传统文化发生断层的一段时间里，很多的自然美景及古迹名胜就是因为这样无知无畏的心态而消失了，实在让人扼腕叹息。所幸，传统的文人精神仍然以其不断被解释的鲜活生命力而流传至今，如宗白华先生在《中国艺术意境之诞生》中写道：“只有大自然的全幅生动的山川草木，云烟明晦，才足以表象我们胸襟里蓬勃无尽的灵感气韵。”

解“寄”于人生、山水、园林

造园不但是文人“立言”的一种形式，而且还有更丰富的意蕴。钱钟书先生在《管锥篇》中曾梳理过命题“人生如寄”，从先秦老莱子、尸子，到魏文帝，晋陶渊明，宋苏轼，均有涉及该命题的文字。其典出《尸子》转引“《老莱子》：人生于天地之间，寄也”，此后在“人生如寄”的命题下，文人不断思考人生“如何寄”的问题，最直接的物化形式就是造园。虽然我们已经无法探访陶渊明“静寄东轩，春醪独抚”的发生地，也没有更多的资料解读，但从保留至今的文化遗产中仍能体味到这种寄情山水的情怀的延续。

直接以寄为名的皇家园林中有静寂山房、静寂山



庄，私家园林中有寄畅园。在解释“如何寄”的命题时，不同角度而殊途同归。

静寂山房在避暑山庄山区东麓的月色江声岛中心，虽然是建在平地却以“山房”命名。

静寂山庄位于燕山余脉盘山东麓，四周环山。

寄畅园在江苏无锡惠山东麓，三处名园不约而同选址于山东麓。

《园冶·相地》总结的最佳园址就是山林地。如前述，山有仁者乐山的比德含义，在饱读儒家经典的园主人的意识里，“寄于山”是最理想的人生注脚。

因此山林地成为文人以园林书写人生的寄情首选。

无论园主人是皇族还是平民，都在中国传统儒家思想陶冶下形成相对一致的人生观与世界观，通过寄情山水的种种形式，对自己立言，成为中国传统文人园造园艺术的相通之处。

中国园林的文人园重“意”，在山水皆有情的默认语境下，解说人生如寄的命题。山寄于天地，人寄于山，园林作为人的外化，选址于山林地的园林本身就在传达“人生而静，人生如寄”的人生观。园林的经营意在笔先，在悦于目前前提下更注重畅于心，物化的园林空间容纳形骸，心斋的意境激发思维，肉体在有限的此刻此地内，精神得以纵情千年千里，这就是中国人诗意的栖居。

（作者系信托业务三部总经理）



信托公司开展公积金贷款资产证券化业务浅析

文 | 卢宁

随着宏观经济下行和大资管竞争加剧，在经历了几年的高速增长后，支撑信托业发展的两大业务模式——被动管理通道业务以及私募投行融资业务，均呈现需求递减、风险递增、竞争加剧的趋势。信托公司业务转型不可避免，各家公司都在积极探索新的盈利增长点，资产证券化业务由于市场体量庞大，以及信托公司作为SPV（特殊目的载体）的制度优势，成为信托公司的一个重要新兴业务领域。

银监会框架下的信贷资产证券化试点重启以来取得了快速发展，为信托公司提供了新的业务机会，但由于信贷资产由银行所掌握，银行通常主导基础资产的选择和产品设计，信托公司扮演通道的角色，导致盈利空间有限。自2014年以来，公积金贷款资产证券化的市场需求升温，相比信贷资产证券化，由于公积金贷款资产的持有人为各地住房公积金管理中心，客观上各家金融机构参与公积金贷款资产证券化的机会处在同一起跑线上，而住房公积金贷款的资产质量又可同银行的优质信贷资产

媲美，且待开发市场体量巨大，有充足资产作保障，这就为信托公司提供了可持续发展的业务机会。

一、公积金资产证券化的市场需求

近年来，全国多数地区房地产市场呈快速发展趋势，居民刚需和改善性住房需求不断提高，住房公积金贷款需求量急剧上升，导致多地公积金管理中心资金短缺，闹起了“钱荒”，部分地区公积金贷款发放缓慢甚至出现停止贷款的现象，影响了住房公积金对解决居民住房的支持力度。根据《全国住房公积金2014年年度报告》数据显示，截至2014年末，全国各地住房公积金管理中心累计发放个人住房贷款2,185.85万笔，金额42,245.30亿元，分别比上年末增长11.32%、18.49%。年末个人住房贷款余额25,521.94亿元，个人住房贷款率（以下简称“个贷率”）为68.89%，整体处于较高水平，个别地区如重庆和江苏的个贷率超过90%，公积金贷款额度严重不足。

表1: 截至2014年末各地公积金贷款发放情况

地区	全年发放笔数（万笔）	全年发放金额（亿元）	累计发放笔数（万笔）	累计发放金额（亿元）	贷款余额（亿元）	个贷率（%）
重庆	3.88	129.21	33	706.32	536.33	93.44
江苏	20.63	621.78	202.18	4233.57	2443.67	91.33
福建	5.89	208.55	69.16	1375.07	855.96	88.16
浙江	10.15	428.08	122.08	3082.63	1779.79	84.75
天津	5.72	220.59	69.27	1664.37	787.37	82.5
上海	12.15	472.2	195.55	4095.36	2012	82.05
贵州	5.31	124.36	37.64	614.75	430.5	80.07
安徽	9.47	241.85	79.78	1383.48	916.54	79.22
北京	4.93	307.97	75.41	3069.27	1871.81	74.19
湖南	7.41	181.95	80.18	1171.46	740.58	69.74
辽宁	11.86	317.75	116.08	2082.38	1263.93	68.46
湖北	9.38	273.8	77.27	1459.34	940.36	67.99
海南	1.72	47.25	9.37	190.69	154.06	67.06
山东	14.16	370.13	125.61	2318.36	1467.51	66.75
广西	4.84	114.99	41.88	677.95	460.85	65.87
云南	6.29	163.27	83.51	1108.34	593.18	65.24
四川	10.82	272.64	86.78	1542.86	1061.59	64.63
广东	15.7	607.94	107.52	2987.74	2049.83	64.48
新疆	6.54	136.53	60.22	768.59	452.5	63.94
吉林	4.69	115.46	44.07	728.72	475.41	63.42
江西	4.63	134.73	44.47	700.93	423.59	61.76
宁夏	1.9	50.04	18.63	264.16	121.31	59.94
河北	7.45	178.33	64.28	1169.72	791.48	59.76
河南	10.03	231.37	68.42	1176.3	805.64	57.64
内蒙古	5.79	147.2	71.55	911.91	490.9	54.45
黑龙江	4.94	121.21	58.6	941.77	513.22	53.08
甘肃	5.02	109.21	47.05	490.48	281.52	44.16
陕西	4.67	111.33	40.53	602.87	409.28	43.66
青海	1.65	33.22	18.03	210.43	84.53	37.7
西藏	0.56	20.94	4.14	85.54	41.8	34.29
建设兵团	0.34	6.78	3.37	38.68	19.88	28.43
山西	3.99	92.36	30.22	391.26	245.02	23.9
全国	222.51	6593.02	2185.85	42245.3	25521.94	68.89

公积金贷款资产证券化, 全称“住房公积金个人住房贷款资产证券化”, 是将公积金管理中心发放的住房抵押贷款出售给SPV, 再由SPV在资产市场上发行资产支持证券, 最终为公积金管理中心进行融资的过程。公积金贷款证券化产品的基础资产是公积金管理中心发放的个人住房抵押贷款, 具有长期限、高分散、低利率和高信用品质的特点。开展住房公积金贷款资产证券化, 有利于拓宽住房公积金管理中心的融资渠道, 化解流动性不足的风险; 此外, 通过住房公积金贷款资产证券化, 将低流动性的个人住房公积金贷款转化为高流动性的证券, 可以将集中在住房公积金管理中心的风险转移、分散给不同风险偏好的投资者。

二、公积金资产证券化的政策支持

为了解决公积金管理中心的流动性问题, 稳定居民的住房消费, 自2014年以来, 公积金信贷资产的证券化已经被监管层提上议事日程。2014年9月, 作为住房公积金主管部门的住建部, 会同财政部和央行下发了《关于切实提高住房公积金使用效率的通知》, 要求有条件的城市要积极推行公积金贷款资产证券化业务, 盘活住房公积金贷款资产。2015年10月9日, 住建部、财政部和央行又联合下发了《关于发展住房公积金个人住房贷款业务的通知》, 要求有条件的城市要积极探索发展公积金贷款资产证券化业务。2015年11月20日住建部起草了《住房公积金管理条例(修订送审稿)》, 规定住房公积金管理中心经住房公积金管理委员会批准, 可以按国家有关规定申请发行住房公积金个人住房贷款支持证券。从主管部门发文政策可以看出, 在过去一年多时间里, 主管部门对公积金贷款资产证券化的态度逐渐明朗, 鼓励有条件的地区积极开展证券化业务。

三、公积金贷款资产证券化业务开展情况

2015年6月30日, 武汉公积金中心作为原始权益人发行了国内首单公积金贷款证券化产品 - “汇富武汉

住房公积金贷款1号资产支持专项计划”, 为了解决公积金贷款期限偏长, 利率偏低和地区集中度高的问题, 该专项计划引入“优先/次级”、“超额抵押”等安排, 获得了AAA评级。此后, 盐城、湖州、杭州、常州、上海和三明的公积金中心陆续发行了公积金证券化产品。其中, 2015年12月4日发行的“沪公积金2015年第一期个人住房贷款资产支持证券1号&2号”是首次由公积金管理中心作为发起机构、且首次在银行间市场发行的资产证券化产品。1号和2号两只产品分别涉及4,745笔和21,609笔贷款, 单笔贷款平均本金余额分别为43.91万元和23.61万元, 优先档评级AAA, 产品受到银行间市场机构投资人的热捧, 超额认购1.94倍。

表2: 截至2015年末公积金贷款资产证券化产品发行情况

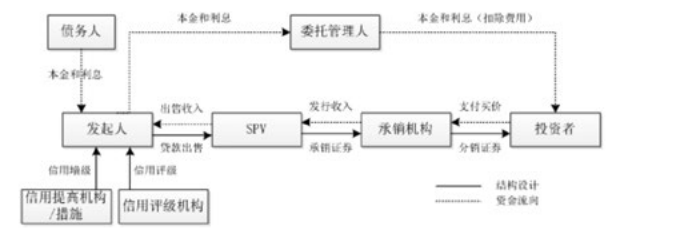
城市	产品名称	发行规模 (亿元)	上市情况	收益率
武汉	汇富武汉住房公积金贷款1号资产支持专项计划	5.0	上交所	5.01%
盐城	兴业信托广厦1号财产权信托	4.27	私募	-
湖州	兴乾1号湖州住房公积金贷款资产支持专项计划	2.0	上交所	4.07%
杭州	杭州住房公积金贷款权益资产支持专项计划	5.0	上交所	4.0%-4.2%
常州	平安汇通公积金1号专项资产管理计划	6.19	私募	-
上海	沪公积金2015年第一期个人住房贷款资产支持证券1号&2号	69.6	银行间市场	3.2%-4.4%
三明	兴乾2号三明住房公积金贷款资产支持专项计划	5.0	上交所	-





四、公积金贷款资产证券化业务流程

图1: 公积金贷款证券化的典型交易结构



公积金贷款证券化的典型交易结构见图1，主要操作流程如下：

- 1、组建资产池。发起人根据自身的证券化融资要求，对资产进行梳理、测算和筛选，在满足利率和规模的条件下，确定入池资产，组建相应的资产池。
- 2、资产真实出售。设置SPV，由SPV从发起人处购买基础资产，并签订基础资产购买协议从而使资产与发起人的信用风险相隔离。作为连接投资者与发起人的关键环节和结构性融资载体，SPV可以说是证券化设计中的“精妙之笔”，它以金融中介的形式巧妙实现了信贷市场和资本市场的流动、聚合。因SPV从事的业务受到严格的限制，经营风险较小，同时由于SPV对资产的“真实购买”在发起人和投资者之间起到了“防火墙”的作

用，有效实现了风险隔离。

- 3、债券增信：为使公积金贷款证券化产品达到潜在投资者的风险要求，可采用内部信用增级措施，包括采用优先/次级及分档设计，和超额抵押等交易结构，也可引入资信等级更高的外部机构进行增信。

- 4、信用评级：确定入池资产、交易结构和增信措施后，要聘请信用评级机构对资产支持证券进行预评级，评级后再进行适当调整，对将要发行的证券进行正式评级，并公布交易结构。

- 5、证券销售：承销商负责对资产证券化产品进行销售，公积金资产证券化的潜在投资主体通常包括银行、券商、基金、信托、财务公司等金融机构。

- 6、支付价款：SPV获得证券销售对价，向发起人支付价款，并负担其他相关费用。

五、公积金资产证券化面临的问题

- 1、交易结构设计问题。交易结构设计主要体现在结构分层/分档上，比如，优先级和次级按照什么比例分配？优先A档多分几层还是简单分层？由于公积金回款的不集中、不可测也使得细致分层意义不大，过于复杂的分层结构可能也会带来投资人认识的问题，通常发起人会选择优先A档、优先B和次级档这种比较简单的分层方式。

- 2、早偿率问题。早偿率的不确定性将直接影响现金流的稳定性，也将影响结构和价格的设定。很多投资人都关注早偿情况，要综合考虑宏观住房政策、市场利率走向以及客户群体特征等因素采用建模的方式测算合理的早偿率，保障产品定价区间的确定和发行路演的顺利开展。

- 3、产品定价问题。由于国内开展住房贷款证券化数量较少，不像美国等发达国家有产品估值曲线作为参照系，很难用量化方式对产品定价。实际操作过程中，通常是通过大规模的路演，根据投资人的投资意向、入池资产收益率状况以及评级保障等因素来确定产品的定价区间。

- 4、抵押登记变更问题。由于公积金贷款的标的房产初始抵押给公积金管理中心委托的银行，发起人将公积金贷款打包证券化后公积金管理中心不再拥有抵押房产的所有权，理论上打包后的公积金贷款对应的抵押房产应批量转移到信托SPV名下。但实践的结果却出人意料，由于各地住建部门对2005年下发的批量变更抵押登记还存在认识的偏差，中国邮政储蓄银行在2014年7月22日发行“邮元2014年第一期个人住房贷款支持证券”前，对13个城市的个人住房贷款抵押权批量变更进行过专门调研，只有2个城市可以批量办理抵押权变更登记，其余城市的房管部门对办理个人住房贷款抵押权批量变更登记均表示有难度。因此，批量办理变更登记面临着登记系统限制或当地房管部门不愿意配合的现实情况，另外，每笔近百元的登记费用，

也增加了发行的成本。因此，SPV可以采用变通方式，即在发生权利完善事件后延后办理，并且配合在交易文件和信息披露上采取一些必要的风险补偿措施进行处理，在一定程度上简化操作流程。

- 5、产品销售问题。目前公积金贷款资产证券化产品的机构投资者中银行占比超过八成，银行也主要采用自营资金认购，理财资金虽然规模庞大，但公积金贷款证券在收益、期限等方面难以满足其要求。而规模庞大的保险资金、养老金、社保基金和企业年金等，虽然更适合投资住房抵押贷款证券化这种期限较长、风险较低的产品，但受制于评级、收益和投资范围审批等问题，目前难以参与。

六、小结

虽然公积金贷款资产证券化业务刚刚起步，在交易结构设计、产品定价、批量抵押变更和产品销售等方面存在诸多亟待解决的问题，但从中央近期对公积金贷款资产证券化的支持态度以及公积金贷款高分散、低利率、高信用的资产特征，使其很适合开展证券化业务，而信托公司经过多年发展，培养了一批交易结构设计的专业人才，加上信托SPV风险隔离的天然优势，使信托公司成为最适合开展公积金贷款资产证券化的金融机构之一。

（卢宁，国投泰康信托信托业务六部总经理）



消费信托模式设计：消费、理财、投资

文 | 和晋予 林寅

随着互联网的发展以及网络购物平台模式的逐步成熟，大部分居民的消费行为也发生了巨大的改变，传统的“逛商场现金消费”逐渐被“网购”、“刷卡消费”、“手机支付”等创新消费方式所取代，“团购”、“分期购”、“信用购”等结合了金融服务与消费服务的业务层出不穷，而消费信托就是在这一互联网与金融相结合的大时代背景下诞生的。

消费信托是一种创新型的金融产品，通过业务模式的设计能够实现多种功能。目前对于消费信托尚无准确定义，总体而言，消费信托从客户的消费需求出发，通过甄选消费产品，向产业方进行集中采购，

使得客户获得高性价比的消费权益；同时能够通过对沉淀资金的集中投资获得超额收益，既弥补产品运用成本，又分担客户的消费成本。

开展消费信托能够增加信托公司事务管理收入，带来其他收益的机会，有助于创新产品设计方案，布局个人金融服务市场，更好地服务实体经济与民生。基于此，消费信托已经成为信托公司调整业务结构的新关注点。

消费信托的三种模式

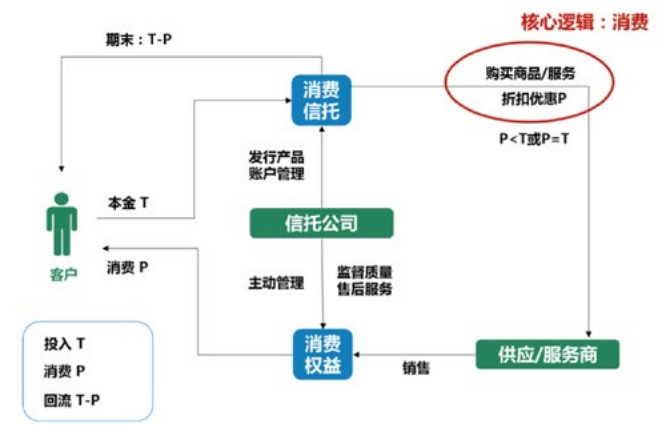
消费信托根据资金运用的目的和方式，可以分为

三种主流业务模式——消费型、理财型和投资型。

（一）消费型消费信托

1.业务结构

消费型消费信托，核心业务逻辑为消费，客户向消费信托投入资金，然后获得相应的消费权益。主要业务结构如下图：



2.业务流程

客户以本金T购买消费信托产品，信托公司将消费信托产品的资金以折扣价格P ($P \leq T$) 向供应商购买消费权益，并协助客户管理消费权益。客户在产品运作期内享受相应消费权益，在产品到期后由信托公司将剩余消费权益原状返还，或转化为资金返还。

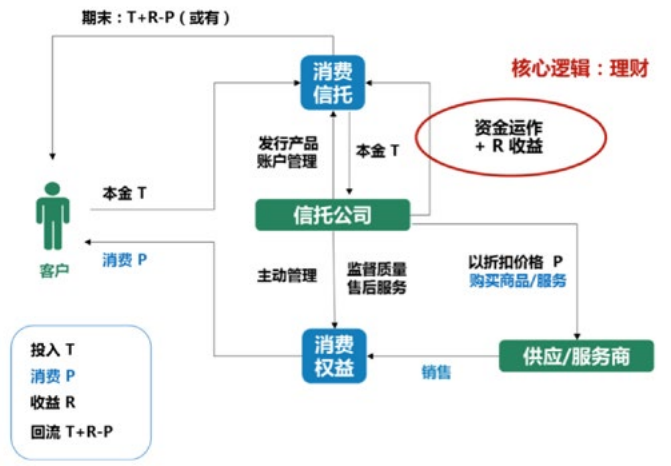
3.设计要点

消费型消费信托主要有以下的设计要点：提供具有吸引力的商品服务折扣，提前锁定获取难度较大的商品或服务，提供定制化服务、确保服务质量。

（二）理财型消费信托

1.业务结构

理财型消费信托，核心业务逻辑为理财，客户向消费信托投入资金，信托公司通过运作获取理财收益，产品运作期间客户既可以选择以现金形式按约定收益率兑换本金与利息，也可以选择以消费权益的形式来兑换本金与利息。主要业务结构如下图：



2.业务流程

客户投入本金T购买理财型消费信托产品，信托公司约定在产品到期时以收益率R兑付本金的利息，并归还本金。在消费信托产品运作期间，客户可以自行是否选择将账户净值兑换为折扣价格为P的特定消费权益，产品到期后客户可以选择回收本金T、支付R并扣减P，或选择将剩余的消费权益原状返还。

3.设计要点

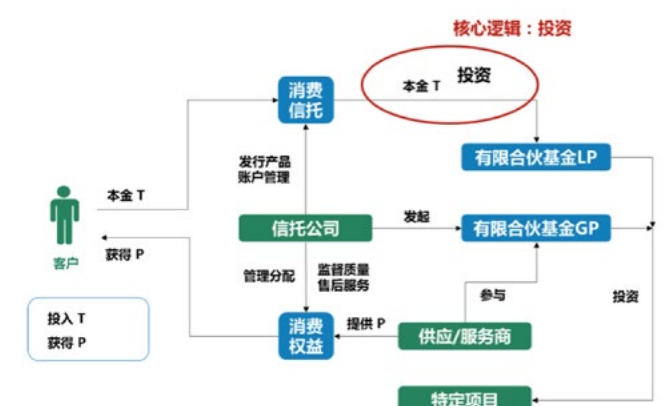
理财型消费信托所对应消费权益的设计，可以参考消费型信托的设计思路；本身在模式设计上还可以细分为以下三种：收益消费权的实现，本金消费权的实现，本金+收益消费权的实现。

（三）投资型消费信托

1.业务结构

投资型消费信托，核心业务逻辑为投资，客户向消费信托投入资金，信托公司与供应商共同成立有限合伙基金并作为GP，消费信托项下的资金作为有限合伙基金LP参与项目投资，在有限合伙基金运作期间供应商承诺为项目参与方提供一定的消费权益，包括商品或者服务；信托公司负责对供应商提供的消费权益进行管理分配。对于退出的问题，客户可以一直持有有限合伙基金份额，从而持续获得消费权益，或者在约定好的时间点选择出让有限合伙基金份额，由信托公司协助客户安排所持有有限合伙基金份额的转让事宜，转让方可以为新一期的消费信托，或者其他有意愿收购有限合伙基金份额的机构

或个人。至于项目分红或者到期亏损的分配，则按照《合伙协议》上约定的GP和LP之间权责利划分进行操作。主要业务结构如下图：



2.业务流程

客户以本金T参与投资型消费信托计划，信托公司（具有私募基金管理人资格）与供应商共同发起设立有限合伙基金并担任GP，消费信托计划作为有限合伙基金LP出资，资金由GP负责运营管理投资到特定的项目。同时，供应商按照合同约定，向LP方也即消费信托计划提供价值P的消费权益，信托公司根据客户的参与金额大小对消费权益进行分配。退出方面，客户可以一直持有有限合伙基金LP享受消费权益直到基金完成退出并将剩余财产原状返还，或者在基金运作期间的约定时间点向信托公司提出赎回或者转让申请，由信托公司协助处理有限合伙基金份额的退出事宜。

3.设计要点

理财型消费信托所对应消费权益的设计，可以参考消费型信托的设计思路；根据资金的投向与消费权益的来源，有以下两种设计方案：（1）直接支持型项目投资，（2）间接支持型企业投资。

三、最新案例——星美国际影商城众筹产品分析

2015年10月28日，中信信托与百度合作，在百发金融平台上发行了一款消费信托产品“星美国际影商城众筹”，该产品以众筹的方式发行，但实质上是一款消费信托。截至2015年12月

25日，在第一款星美众筹完成后，最近又连续推出了星美众筹2期与3期，这几个消费众筹的项目基本要素一致，目标筹款金额均为1000万元。基本信息如下：

投资起点	投资起点：1元
投资上限	投资上限：10000元。
筹集金额	1000万。
筹集期	从项目发起日计，1个月内筹集到预定金额视为项目成功，否则失败。
期间计息	项目筹集期间，资金不产生利息。
筹集失败	退还所投本金。
合同签订	线上签订，与百度移讯签订民事信托合同。
资金支付	开通百度钱包，百付宝支付。
运作期间	本项目运作期间365天，投钱成功后至项目到期日前，无法中途退出。
资金用途	用于星美影城的项目建设。

消费权益	可以以折扣价购买星美影城电影票，提供3档商品： 1.以8元购买市场价18元的爆米花套餐兑换糯米券； 2.以35元购买市场价80元的星美影城全国2d电影通兑券； 3.以40元购买市场价120元的星美影城全国3d电影通兑券。
权益数量	可多次重复消费，直接扣减用户已锁定资金的余额。
执行时间	在项目存续期内，用户可随时使用已投钱获得的众筹消费券兑换项目方提供的商品。
资金收益	产品到期时，未消费部分按照年化7.08%收益率计息并返还。
资金退出	产品到期时，资金未消费部分原状返还，已购券但未消费则返还糯米通兑券。

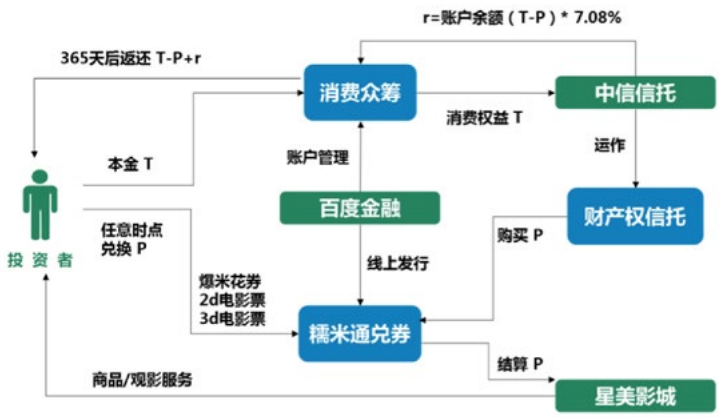


（二）业务结构

投资者先与百度移讯签署“民事信托协议”，该民事信托中约定，信托财产的运营、信托财产运用方式为由百度移讯将消费权益向第三方金融机构再次设立消费权益信托，并由第三方金融机构统一管理消费权益。

同时，合同中约定，在消费权益实现之前，由第三方金融机构维持该等消费权益原状进行持有。这里的第三方金融机构，就是在本产品中担任消费权益。统一运作管理职能的中信信托。

从民事信托中可以看出，由于并没有特别指定中信信托将消费权益全部用于星美影城的新影城建





设,因此,本消费信托可能并不是完全投资于星美影城,用于星美影城项目投资型消费信托;更有可能是授予中信信托资金管理运作职能,由中信信托主动管理的理财型消费信托。如果投资者在1年中并不进行糯米券的团购,那就意味着等同于投资了一个1年期年化收益率7.08%的定期理财产品。

（三）参与方分析

该信托项目涉及投资者、星美国际影商城、百度金融和中信信托,这里我们重点分析百度金融和中信信托。

1.百度金融

（1）项目吸引力

一是用户通过百度支付的百付宝进行账户开立、绑定、信息补全等操作,相对于增加了支付服务的客户量。

二是很多不熟悉百付宝的客户通过百付宝的宣传,可能会

在投资本消费信托后,进而参与投资百付宝的其他的在线金融服务,相当于发掘了潜在的业务。

三是通过增加消费权益的服务,将百度糯米这一消费服务机构也纳入服务体系中,客户消费的资金相当于给相应的供应商提供了利润来源和现金回流。

四是协助管理用户的消费权益,通过大数据可以分析平均消费程度和消费额度,有助于建立客户行为数据库,为以后提供更多增值服务打下基础。

五是有助于平台现金管理,作为国内最成熟的团购平台之一,百度糯米对于下游供应/服务商有着较强的控制力,即使用户兑换了消费券并进行消费,在实际与下游商家进行最终结算之前,并没有实质的现金流出,这意味着百度平台上有沉淀资金可供开发利用。

（2）风险关注点

百度在此项业务中主要是防患法律风险。

一是如何树立品牌隔离带,百度作为一个大品牌,如果因为消费质量的问题遭到投资者投诉,一定会成为反面教材,进而影响旗下的其他业务。因此百度一定会强调树立品牌隔离带的问题,甚至会考虑利用网络平台仅参与信息中介的说法规避产品违约责任。

二是如何防范金融风险,如果到期并没有收到中信信托的回款,百度如何保障客户的本金与收益?因为客户一开始是通过百度的众筹平台获得的信息,采用的是百度旗下第三方支付系统进行的操作,消费权益根据用户消费程度进行原状返还,认可的是百度的品牌与服务,项目到期如果出现本金或者利息违约,可能会造成较大的品牌影响,所以可能还需要自有资金先做好垫付准备。

2.中信信托

（1）项目吸引力

一是通过与互联网金融的合作,开发消费信托产品,打造普惠金融品牌。

二是降低投资者门槛,实现普惠金融。以往中信信托推出过消费信托产品,但都是面向合格投资者推荐的,并不适合一般投资者;此次一方面降低投资门槛至1元,另一方面以人民群众生活中必去的电影院为开发对象,以折扣电影票为消费权益,迎合了大众的需求,更加吸引了很多人的关注。

三是中信信托将通过消费权益的管理与运用,为客户创造收益,同时获得管理收入。

四是通过建立高效率的信息系统对客户的消费行为及时响应,在账户管理、清收核算等环节得到提升,为今后开发普惠金融产品打下良好基础。

五是即使兑换了消费券,在实际真正消费行为发生之前,并没有实质的现金流,仅仅是从“现金”到“通兑券”的记账转换,对于信息系统的要求可能并没有想象中的难度那么大。

六是通过与百度合作,有助于以后进一步开发人民群众喜闻乐见的消费信托产品,并且逐步从中获益。

（2）风险关注点

一是客户所支付的资金如果全部投入用于星美影城的建设,在项目回款前,每当客户兑换糯米券时,中信信托必须先安排流动资金用于百度糯米消费,可能需要额外的资金。假定所有客户都在很早的时候就将其个人消费权益全部使用完毕,那么中信信托需要一开始就安排一笔资金来接这个一年期7.08%的项目。

二是客户的消费权益由中信信托自主管理,如果投向其他非标领域出现项目违约,中信信托可能需要利用自有资金或者其他低成本资金对贷款本金和收益进行垫付。

（编辑部对本文有删减,点击<http://www.sdctrust.com.cn>了解全文。）

北大教授周其仁：中国正面临一场“品质革命”

文 | 贾林男

.....



当下国内消费者对产品品质的要求越来越高，过去靠廉价制胜的法宝逐渐失灵。人们对品质、效率的要求空前高涨，因为质量问题被曝光的企业年年有。而纵观国内的科技领域，靠廉价和粗制滥造来抢占市场份额现象时有发生。这是一种怎样的尴尬呢？我们又该怎么办呢？

这次来以色列，周其仁没带那把著名的德国双立人牌指甲刀。

一年来，周其仁在很多场合谈到它的“神奇”，在以色列也不例外：“人的指甲有两个弧度，而普通指甲刀口只有一个弧度，这把双立人指甲刀就有水平的和上下的两个弧度，剪起来特别妥帖，我是用了它之后，才平生第一次知道自己指甲长什么样。”

周其仁想用一把小小指甲刀，刺激一下对中国制造的自满和自得。

“不要光喊创新，炒新概念，我们现在生产的很多产品，要是品质改善一点，提升一点，就有巨大的市场。”周其仁说：“多年出口导向带来一个后



遗症，当年国家缺外汇嘛，好东西先出口创汇，导致一个滞后的观念，似乎国内的需求可以只讲廉价、不求品质。”

“问题是现在的市场对品质出价了，现有产品的品质满足不了内需，你知道现在多大鸿沟？看看国外代购、海淘流行、进口消费品猛增就可以明白，那些东西我们都不会造吗？大部分都会造，就是品质上差那么一点点，这一点点在现在的市场看来就差大了。中国人到日本，不光买马桶盖，连‘白色恋人饼干’都每人限购5盒，真够难为情的；我去北京新光天地的地下超市，国内中高收入家庭的食品消费动向，好家伙，90%以上是进口货，阿根廷的水果、德国的猪肉，应有尽有，再不动一场提升品质的革命，中国的过剩产能将越来越多。”

周其仁说，中国消费市场正面临一场“品质革命”，谁带这个头，谁就能上去。“中国光中产阶级就上几亿人了，而据我观察，我们都低估了中国消费者对品质的要求，有一行算一行。”

“小米手机的成功有历史意义，它给整个中国制造发出信号，真材实料造好东西，市场会认账。其实小米首先不是什么互联网思维，雷军第一个目标学谁？ he说是同仁堂，就是真材实料不欺客，舍得用好东西做好产品。中国制造业杀价杀了多少年，甚至不惜降质来降价，这条路走到头了，接下来看，反着走可能杀出一条路来。”

“我最近也研究演出市场，前几天朋友拉我去看波兰名导演的话剧《伐木》，那个名导演的特点是‘没有时间观念’，最长一个剧据说要连看三个晚上。《伐木》那个剧五小时，我说我就一个下乡知青，能欣赏五个小时吗？



最后，真看五个小时，还是翻译作品，似乎语言不通也没大关系，剧终时满满一场人都没走。魔力在什么地方？匠心独具，认真打磨。”

“当然”，周其仁说：“下决心做好产品品质对我们产业界是很大的挑战，还不仅是成本问题，你的队伍、员工、产品标准、生产流程、企业文化，做惯了廉价品就走上一条道，要扳过来非常困难，所以死后重生也是一个办法，否则可能改不动它。”

中国消费者除了开始对品质敏感，还对时间开始敏感。

“再看服务的便利性，长时间以来中国人对便利不便利似乎不敏感，其实是因为穷，大家的时间成本低。收入急速提高，中国人的时间成本也快速上升，尤其是服务业，不光是有没有，还要问便利不便利？能不能更便利一点？从这点衡量，差远啦。”

对时间成本最在意的企业家是乔布斯。周其仁读乔布斯传，看到这位苹果老总走进一位研发工程师的办公室，抱怨苹果机的开机时间太长了。工程师不明白那又怎么样。乔布斯换了种说法：“如果能救人一命，你愿意想办法让启动时间缩短10秒钟吗？”接着，乔布斯走到一块白板前演示，如果有500万人使用Mac，每天开机多用10秒，加起来每年要浪费大约3亿分钟，3亿分钟相当于至少100个人的终身寿命。工程师懂了，几周过后，Mac的开启时间缩短了28秒。

世上万物，时间最贵。可有多少企业老总象乔布斯那样挖空心思替顾客节约时间？

“尤其是中国的中产阶级，时间成本提高非常快，我们的服务跟得上吗？”周其仁说：“所以中国不光产品品质滞后于国内需求，服务的便利性更是严重滞后于国内时间成本上升的速度。为什么微信受欢迎？便利啊！90岁老太太也很快会用。淘宝、支付宝为什么受欢迎？手机上点几下就完成购物、转帐，再也不用去人挤人排长队。所以我以为便利革命，方兴未艾。

“别说什么过剩产能，实际情况是有的是仗可以打，关键是认准了没认准，铁了心吃了秤砣没有。

（本文节选自即将出版的《做踏踏实实的企业家——周其仁以色列谈话录》一书，转自正和岛，作者：正和岛执行总编 贾林男，原文标题为《周其仁：中国现在正在面临一场严峻的革命！》。）

喝自己酿的啤酒

文 | 廖肇锋



估计大家都喝腻了燕京绿棒子，寡淡无味，只能拿来漱漱口；对进口的红啤、白啤尤其是黑啤，却推崇备至。不过，还有更美味的啤酒，那就是自酿啤酒！

自己酿啤酒，没有疯吧？

没有！相信很多妈妈都会酿米酒，也有人会做白酒。自酿啤酒并不比自酿米酒或自制白酒复杂，设备也不会多很多。在中世纪，自酿啤酒，就是大妈们在厨房里完成的。在美国和欧洲，也活跃着大批的自酿啤酒爱好者，他们也只是在车库、厨房里酿造的。

今天，就在家里的厨房，开始美妙的酿造之旅吧。

这次的旅行，我们将以酿造20升左右的习大大和小卡在酒吧喝的IPA类型啤酒为目标。主要分为场地、设备、原料、酿造四个步骤，当然，重点是酿造这部分。

场地：厨房
设备：

- 1、容量为30升以上的不锈钢桶及不锈钢保温桶各一个。
- 2、容量为25升以上的发酵桶一个。以上即为与“三高”齐名的“三桶”。
- 3、研磨麦芽的设备，价格从高到低的排序是对辊、研磨机、擀面杖；效率从高到的低排序是对辊、研磨机、擀面杖；从锻炼身体角度来说，排序是擀面杖、研磨机、对辊。
- 4、冷却麦芽汁的设备，价格排序是板式换热器、盘管、淋浴喷头，效率排序是板式换热器、盘管、淋浴喷头。
- 5、压盖器、食品级硅胶管若干。

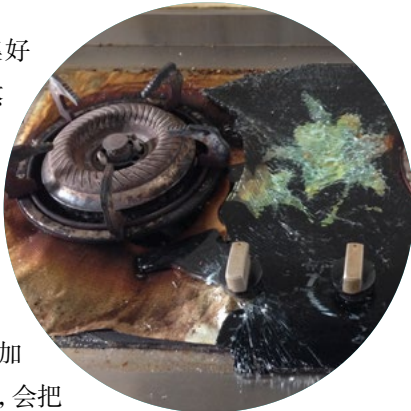


原料：大麦芽3Kg、小麦芽2 Kg、卡斯卡特啤酒花250克、酵母一包、水35升。

没了! 没了? 真没了! 绿棒子、奥古特神马的，标签上还有大米、淀粉等，你为什么不放? 那是黑心厂商为了节约成本、攫取利润而使用的原料，我们自酿的怎么会省这点小钱? 哦，对了，我肯定不会告诉你黑心厂商使用的是几年前甚至十几年前的陈化粮。



熬煮：麦芽汁收集好了，就要开始熬煮了。首先要检查的是家里的灶台是否足够结实，否则将近30升的麦芽汁加上桶，60来斤的重量，会把灶台压成这个样子。



酿造步骤：

研磨、糖化、熬煮、放啤酒花、冷却、放酵母、装瓶。

OK，讲完了，本文结束。意犹未尽? 好的，我们就不走马观花了，而是细细的体验一下这奇妙的酿造过程。

研磨：是将麦芽碾碎的过程，需要将麦芽外皮磨开但不能磨得粉碎，要把麦芽芯磨碎但不能成面粉，简单的讲，就是“皮开肉绽”而不是“大卸八块、粉身碎骨”。

糖化：用不锈钢桶将15升水烧至80度，倒入套有一个大布袋的保温桶中，将磨好的麦芽慢慢放入热水中，边放边搅拌防止麦芽结块。全部麦芽放入后，充分搅拌，测量一下水温，水温应在66度到68度之间，低了加热水，高了加冷水。水温调整后，盖好保温桶盖，保温一小时。

在这一小时里，麦芽外皮里的淀粉酶会释放出来，在其最适合的温度里，通过一系列的生化反应，将麦芽中的淀粉全部转化为麦芽糖。一小时后，用硅胶管套在保温桶的水龙头上将麦芽汁导入到不锈钢桶中，不要激起水花。然后每次用10升75度左右的热水清洗两次布袋中的麦芽，这样可将绝大部分麦芽糖清洗出来。清洗麦芽的水当然不能倒掉，同样要导入到不锈钢桶中。



只要不是玻璃面板的天然气灶，是可以承受这个重量的。熬煮时，不锈钢桶的盖子一定不能盖上，否则麦芽汁一定会溢出，这很危险。麦芽汁沸腾之前不计时，沸腾后开始计时，总共沸腾90分钟。前半小时不用做任何动作，就让麦芽汁尽情翻滚吧。

放啤酒花：啤酒花不是一次性放入，而是分多次放入。距离沸腾结束还有60分钟时，放入20克啤酒花，此时要小心，麦芽汁会剧烈沸腾几秒。距离沸腾结束还有30分钟时，放入30克啤酒花。距离沸腾结束还有10分钟时，放入30克啤酒花。距离沸腾结束还有5分钟时，放入30克啤酒花。5分钟后，放入40克啤酒花，立即关火。

冷却：麦芽汁煮好了，要迅速冷却以免与空气发生化学



反应。来两个人，把这桶麦芽汁抬到外面去，用雪埋上一半。再来两个人，把这桶麦芽汁抬到浴室里去，盖好盖，用淋浴冷水浇。还来两个人，你们用板式换热器或盘管，把麦芽汁冷却了。

放酵母：麦芽汁冷却到20度-30度之间后，我们将麦芽汁用硅胶管导入严格消毒好的发酵桶中，投入一包10克左右的啤酒酵母，盖上盖，并把盖上的水封安装好，就可以将发



酵桶放置于15度以上30度以下的室内，等她慢慢发酵吧。发酵的前期，你可以看到水封不停的冒气泡，这是酵母在将麦芽糖转化为酒精和二氧化碳。放着发酵桶的屋子会弥漫着浓烈的啤酒花和麦芽的香味。

干投啤酒花：2周后我们要开始干IPA区别于其他啤酒的最关键一步，干投啤酒花。工作其实很简单，就是打开发酵桶盖，撒入剩余的所有啤酒花，再小心的盖回盖子，安装好水封。

装瓶：再过一周，麦芽汁里的糖分基本全被酵母转化为酒精了，我们就可以将啤酒装入啤酒瓶中了。首先，按一升啤酒加8克白糖的比例，称出160克白糖，用少量水融化，然后煮开消毒。冷却后，倒入打

开盖子的发酵桶中，轻轻搅拌均匀，静置1、2小时。这些白糖是让酵母在几周时间内在啤酒瓶中继续发酵，产生二氧化碳的，自酿啤酒里的气体，全靠这些白糖了。比例不能错，白糖太少，气体不够多，泡沫就不丰富，口感也不那么好；太多的话，啤酒瓶中的气体会太多，容易爆炸。如果你经常把瓶子搞爆炸，恭喜你，ISIS欢迎你去做他们的炸弹专家。

静置1、2小时后，我们就可以用硅胶管将啤酒导入严格消毒后的啤酒瓶中了，瓶颈的位置一定要全部留出来，否则容易爆炸。发酵桶底部会有几厘米厚的酵母泥，弃置。灌好啤酒后，盖上消毒后的啤酒瓶盖，用压盖器压好。下面我们就需要将啤酒瓶放入纸箱中，避光保存，让酵母继续发酵至少2周。

两周后，让我们做上一桌好菜，请上一堆朋友，一起干杯吧!

(题目来自中国自酿啤酒界领军人物高岩的《喝自己酿的啤酒》一书，以示对高岩老师的敬意。)



金枪鱼寿司卷

文 | 成佳



主料

米饭、罐装金枪鱼肉、鸡蛋

辅料

寿司海苔、寿司醋、日式调味料



制作方式

- 1、米饭煮好后倒入寿司醋，搅拌均匀；
- 2、罐装金枪鱼肉控干水及油份，加入适量蛋黄酱或沙拉酱搅拌均匀；
- 3、鸡蛋加入适量水搅拌，摊成蛋饼，切成丝状；
- 4、准备寿司席、寿司海苔，平铺上米饭，抹上拌好的金枪鱼沙拉，摆上蛋丝，卷紧后快刀切成段即可。



温馨提示

- 1、日式调味料买现成的或者自制都可以。自制的话就是：芝麻+海苔碎+盐粒；
- 2、米饭不宜过软，拌米饭时可以单独加入盐和芝麻。

举一反三

材料除金枪鱼外，还可以用自己喜欢的其他食材，比如：火腿条、黄瓜条、蟹肉棒等替代。

冻芝士蛋糕





材料：

奶油奶酪200g, 酸奶180g,牛奶40ml, 消化饼干100g, 蛋黄1个, 吉利丁片10克, 黄油30~50g, 细砂糖35~75g, 淡奶油120ml, 柠檬汁15ml, 朗姆酒一勺。

步骤：

- 1、将消化饼干放入加厚保鲜袋中, 用手将饼干掰碎, 再用擀面杖将其擀碎呈粉状;
- 2、将黄油放入玻璃容器, 用热水或者微波炉融化; 也可以把黄油放入碎消化饼中, 置于暖气上慢慢加热融化。
- 3、把融化的黄油和压碎的饼干搅拌混合成饼底材料, 倒入模具, 用平底物体压实后, 放入冰箱冷藏备用;
- 4、奶油奶酪用热水或者微波炉融化, 加入细砂糖放在容器里, 打发至光滑无颗粒状, 加入蛋黄, 朗姆酒, 柠檬汁搅拌均匀;
- 5、加入酸奶, 搅拌成芝士糊; 把吉利丁片泡入冷水软化;
- 6、将牛奶和淡奶油加温, 不要加热的太烫, 将软化的吉利丁片沥干水, 放入加热好的牛奶和淡奶油的

混合物中, 充分搅拌融化。

- 7、将搅拌好的牛奶和淡奶油的混合物分三次倒入芝士糊中, 一边倒一边搅拌, 每次搅拌均匀后再倒入下一次; 最后将搅拌均匀的混合物倒入装有碎饼干底的模具中, 轻轻震几下, 可以让芝士糊的气泡消失; 放入冰箱中冷藏4个小时以上, 凝结即可。

温馨提示：

- 1、食材的比例不必严格按照对照表匹配, 可以根据自己的喜好进行调整, 比如: 喜欢清淡一点的话, 用于搅拌饼干碎的黄油可以适当减量, 以能将饼干碎搅拌在一起为底线; 柠檬汁的量可以自己控制, 想酸一点就多加点;
- 2、如果觉得消化饼干太硬的话, 可以用绵软的蛋糕替代;
- 3、家里没有朗姆酒可以用白葡萄酒替代;
- 4、牛奶和淡奶油加热的时候一定不要加至过热, 切记不可热开;
- 5、没有淡奶油可以全部用牛奶;
- 6、冷藏之前, 可以往蛋糕中加入蓝莓、蔓越莓、果仁儿等自己喜欢的小食进行点缀。



JANUARY

S	M	T	W	T	F	S
					1	2
3	4	5	6	7	8	9
10	11	12	13	14	15	16
17	18	19	20	21	22	23
24	25	26	27	28	29	30
31						

FEBRUARY

S	M	T	W	T	F	S
	1	2	3	4	5	6
7	8	9	10	11	12	13
14	15	16	17	18	19	20
21	22	23	24	25	26	27
28	29					

MARCH

S	M	T	W	T	F	S
		1	2	3	4	5
6	7	8	9	10	11	12
13	14	15	16	17	18	19
20	21	22	23	24	25	26
27	28	29	30	31		

APRIL

S	M	T	W	T	F	S
					1	2
3	4	5	6	7	8	9
10	11	12	13	14	15	16
17	18	19	20	21	22	23
24	25	26	27	28	29	30

MAY

S	M	T	W	T	F	S
1	2	3	4	5	6	7
8	9	10	11	12	13	14
15	16	17	18	19	20	21
22	23	24	25	26	27	28
29	30	31				

JUNE

S	M	T	W	T	F	S
			1	2	3	4
5	6	7	8	9	10	11
12	13	14	15	16	17	18
19	20	21	22	23	24	25
26	27	28	29	30		

JULY

S	M	T	W	T	F	S
					1	2
3	4	5	6	7	8	9
10	11	12	13	14	15	16
17	18	19	20	21	22	23
24	25	26	27	28	29	30
31						

AUGUST

S	M	T	W	T	F	S
	1	2	3	4	5	6
7	8	9	10	11	12	13
14	15	16	17	18	19	20
21	22	23	24	25	26	27
28	29	30	31			

SEPTEMBER

S	M	T	W	T	F	S
				1	2	3
4	5	6	7	8	9	10
11	12	13	14	15	16	17
18	19	20	21	22	23	24
25	26	27	28	29	30	

OCTOBER

S	M	T	W	T	F	S
						1
2	3	4	5	6	7	8
9	10	11	12	13	14	15
16	17	18	19	20	21	22
23	24	25	26	27	28	29
30	31					

NOVEMBER

S	M	T	W	T	F	S
		1	2	3	4	5
6	7	8	9	10	11	12
13	14	15	16	17	18	19
20	21	22	23	24	25	26
27	28	29	30			

DECEMBER

S	M	T	W	T	F	S
				1	2	3
4	5	6	7	8	9	10
11	12	13	14	15	16	17
18	19	20	21	22	23	24
25	26	27	28	29	30	31