

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





总编寄语

站在2016的起点上

文 | 傅强

2016年是信托业的“挑战年”，信托业的发展趋势将出现显著变化：资产规模高位盘整，下滑趋势明显；业务结构加速转换，投资和事务管理类规模快速增长；信托收益率将继续下行，行业整体风险加大；市场竞争更为激烈，信托公司之间将进一步分化。

面对严峻复杂的形势，信托公司应“取长”和“补短”并重，稳妥推进业务转型。尽管在1至2年内，传统的融资类业务仍将是信托公司的重要利润来源，但为了应对经济下行和利率下降带来的风险，信托公司将通过“专业化、投行化、基金化”的思维对传统业务进行优化升级，提高传统业务的专业化管理能力，并结合各类资本市场开展投行业务，采取基金化的方式降低资金成本。

2016年更是“机遇年”。顺应信托业务结构转换的趋势，信托公司亟需“苦练内功，补足短板”。在资产管理领域，形成覆盖证券投资、股权投资、特定领域投资等各大类资产的专业管理能力，切实提高投资业务水平。在财富管理领域，充分发挥信托的受托服务优势，结合互联网等手段，建立以账户管理为核心的财富管理模式，并在此基础上开展家族信托等多种业务。

未来，信托公司将在实业投行、资产管理、财富管理等三大板块之间形成整体协同能力。通过开展实业投行业务奠定公司基础利润来源，为开展资产管理和财富管理业务提供支撑和保障；通过开展资产管理业务，提高特定领域的专业管理能力，为财富管理提供多元化的产品；通过财富管理业务，为公司各类产品提供资金渠道和客户资源。通过进一步优化组织架构，提高公司治理、风险管理、研发创新、运营支持等自身能力，以匹配业务板块的转型发展，发挥协同效应，进而提供强有力的支撑和保障。

展望未来，我们非常乐观，信托公司将成为最有发展、最具活力的金融机构。

（本文发表于金融时报2月22日信托专版）



14 | TOP STORIES
封面故事

信托参与国企
资产处置大有可为

国有企业改革的重要方向之一是要引入各类资本进行混合所有制改革。

19 | TOP STORIES
封面故事

国企混改下半年要正式启动
猜猜哪家央企能进入试点
名单

- 1 / 企业广告
- 2 / 版权
- 3 / 总编寄语
- 4 / Contents/ 目录
- 5 / Contents/ 目录
- 6 / Information
- 8 / Vision/ 视觉
- 22 /Market/ 市场



- 22 / 市场
“年度投资圣经”巴菲特致股东信发布：看空美国将大错特错

- 56 / 研究
优化资产配置CTA基金
“不要把鸡蛋放在同一个篮子里”，用在投资中，就是投资要分散，将资产合理地配置在不同类别的资产中。

- 27 / 2016年1月-2月中国信托市场报告
- 24 / 鑫琦资产兑付危机调查：灰色的资产“拆分”
- 38 / 楼市去库存须抑制“虹吸效应”
- 62 / 信托公司的信息化战争
- 68 / 2012年记忆中那次说走就走的旅行——法国篇
- 74 / 京都大阪六天五晚自由行——京都篇



1 国投泰康信托荣获金貔貅评选双料大奖

1月15日,由金融理财杂志社主办的“2015年金融理财金貔貅奖”颁奖盛典在京举行。经过行业专业人士提名,市场调查和评委会投票等环节,国投泰康信托夺得“年度金牌风控力信托公司”、“年度金牌收益力金融产品”双料大奖。“金融理财金貔貅奖”评选已连续举办六届,是金融理财杂志为表彰本年度在公司治理和品牌建设、产品创新等方面的先进典型及行业中优秀的领导者而举行的评选。来自金融监管机构高层、行业协会领导、各金融机构高管、业界知名专家学者以及主流财经媒体等近百名嘉宾出席会议,共同见证了这一辉煌时刻。

2 世界经济论坛聚焦“第四次工业革命”

世界经济论坛1月23日在瑞士落下帷幕,40多位国家元首、政府首脑以及来自100多个国家的2500多名政府官员、企业高管和学者们齐聚一堂,探讨“第四次工业革命”将对人类社会带来全方位影响及挑战。此次会议还探讨了全球安全局势、经济增长、环境问题以及地区社会转型等热门话题。技术跨界融合将改变所有行业,论坛就“中国制造”在新一轮工业革命中所扮演的角色召开专题讨论,专家学者认为中国大力发展创新,人才优势明显,中国有望在未来的新工业革命中抢占先机。

3 国投泰康信托召开2016年度工作会议

1月26日,国投泰康信托召开2016年度工作会。国投资本董事长、公司董事长叶柏寿出席会议并发表重要讲话。叶柏寿在讲话中肯定了公司2015年所取得的成绩。面对严峻复杂的经济形势和激烈的竞争,公司领导班子带领全体成员较好地完成了各项经营指标和三年规划,结果圆满,非常不易。公司总经理傅强作了题为《攻坚克难,狠抓落实,全面提升竞争力,推动公

司可持续发展》的工作报告。总结了过去三年发展规划的完成情况,并提出了公司未来三年新的战略规划,不仅明确了公司的战略定位、经营目标、业务布局,更明晰了2016年的工作思路和经营目标以及转型布局和管理提升方面的要求。

4 新三板收紧

继暂停私募基金挂牌后,新三板又把暂停的对象扩大到包括小贷公司在内的所有类金融机构。一系列举措似乎暗示着行业全面整顿的到来。根据通知,所谓类金融机构是指“一行三会”主管以外的金融企业,虽边界依然模糊,小贷公司却肯定属于被叫停之列。目前,在新三板挂牌的121家金融

企业中,小贷公司数量最多,达到45家,占比超过三分之一,此外还有8家挂牌的即溶担保公司。此前,已有私募股权基金因在新三板融资金额大、市盈率高受到关注,一些私募机构在二级市场举牌上市公司也备受质疑。

5 苹果支付登陆中国

2月18日,Apple Pay 在中国正式上线。“在中国银联以及19



家中国主流银行的支持下,这次在中国推出Apple Pay,是有史以来最大规模的移动支付的推出”。Apple Pay副总裁Jennifer Bailey 在当天的正式发布会上表示。中国成为全球第五个、亚洲首个开通Apple Pay 支付业务的国家。此前,支持Apple Pay 支付业务的国家只有美国、英国、澳大利亚和加拿大。

6 信托业资产规模迈入16万亿时代

根据中国信托业协会于2月24日上午发布的数据显示,2015年末,全国68家信托公司管理的信托资产规模为16.30万亿元,较2014年末13.98万亿元,同比增长16.60%。值得关注的是,在稳中求进的宏观经济运行背景下,信托业深层次调整正逐步展开,投资功能不断强化,行业转型初露成效。对此,复旦大学信托研究中心主任殷醒民教授指出,在2015年经济增长下行压力不断显现和股市、汇市频繁波动的市场冲击下,信托业的业绩备受关注。





01/
冯文瀾摄影作品
京都鹿苑寺(金阁寺)
金阁殿本身用作舍利殿之用,是收藏佛陀
遗骨之处。寺体镶嵌着金箔,在阳光的照
射下显得格外耀眼。



冯文瀚摄影作品

01/
伏见稻不大社千本鸟居。数量到达万座以上的鸟居一直沿着山路绵延到稻禾山顶。鸟居在日本宗教被视为“结界”，是联通神域和世俗界的“门”。

02/
京都鹿苑寺（金阁寺）转角的灯台。

03/
京都金阁寺门

01/ 02/
03/





01/
02/

冯文瀾摄影作品/
01/
清水坂上穿和服的少女。在通往清水寺的清水坂上，许多游客穿上租来的和服，精心装扮，和景区日式风格的街景融为了一体。



02/ 03/
04/

冯文瀾摄影作品/
02/03/04
“法善寺横町”——被商业街包围的的法善寺是大阪供奉不动明王的的三大古刹之一，被着青苔包裹的“水挂不动尊”很有特色。寺院虽小却样样精细。法善寺横町出名不仅仅是因为闹中取静的法善寺，周边“夫妇善哉”红豆圆子和“浅草”的河豚等美食也是吸引了很多游客前来的原因之一。

信托参与国企 资产处置大有可为

国有企业改革的重要方向之一是要引入各类资本进行混合所有制改革。资产处置和重组是国有企业优化财务结构、成功引入外部投资者、推进股权多元化的重要手段。

文 | 傅强



中共中央、国务院印发的《关于深化国有企业改革的指导意见》提出，国有企业改革的重要方向之一是要引入各类资本进行混合所有制改革。资产处置和重组是国有企业优化财务结构、成功引入外部投资者、推进股权多元化的重要手段。信托在国企资产处置领域大有可为。

国企资产处置的主要需求

一是处置低效、无效资产，实现出表、回笼部分资金。国资委曾在2013年下发内部文件，以行政命令的方式要求央企在三年之内处置低效资产。根据各大央企制定具体的处置方案和时间表，一些迫于业绩压力的国有企业具有较强的主动

处置低效资产的需求。2016年将是国有企业资产处置的井喷期。

二是处置非主业投资，顺应监管要求。根据国资委要求，央企、国企要集中资源做大做强主业、严控非主业投资。因此，国有企业存在大量应监管要求而被动清理非主业投资的需求：如近期国有企业清理宾馆酒店业、房地产业是国资委要求央企做好主业、退出非主业领域的一大举措。

三是主动转型轻资产运营，改革发展模式，回笼现金流。资产轻量化是当前企业管理的新趋势，运营经验、管理能力、品牌、知识产权等软实力将逐步代替资产、股权等物质资源，成为企业的核心竞争力。轻资产运营也要求采用各种手段盘

活存量资产。

信托参与国企资产处置的三类模式

由于信托具有“破产隔离”的出表特点，加上信托公司作为金融机构的投融资功能，在国企资产处置过程中，信托往往可以发挥综合优势，灵活涉及多种模式。

（一）资产代持

资产代持是信托公司参与国企资产处置的主要模式。代持的资产本身具有一定价值，但在一定阶段因各种因素，可能出现亏损，成为低效资产，从而对集团的经营形成负担，需要在一定时间内进行出表；同时集团并非急于将这些资产进行真实出售。在此情况下，可以利用信托本身的代持功能，成立信

托计划，将待处置资产成立财产权信托，从而以信托计划的方式实现了资产的出表。未来在资产质量提升时，集团可以选择回购至表内；或在资产价格上升时，择机进行处置，获得较高的处置收益。通过信托的代持，既能实现低效资产出表、减轻集团财务压力，又能达到以时间换空间的目的，实现资产价值的最大化。

（二）资产证券化

这种模式主要适用于国有企业拥有的有持续稳定现金流的酒店、写字楼等物业，国有企业因向资产轻量化转型而将其出售。首先，要将待处置的基础资产从集团剥离，出于税收考虑，基础资产可以先装入SPV，之后由信托计划收购SPV的股权；其次，由可做的券商发起设立专项资产管理计划，以信托计划持有的基础资产未来收益权向投资者发行资产支持证券。这类模式既实现了资产的剥离，又为集团带来了大量低成本资金。

（三）资产并购

这种模式主要是由信托公司联合产业方（最好是上市公司）进行资产并购，可以采用常见的“PE+上市公司”模式。即信托公司与上市公司大股东联合发起产业投资基金，并购国有企业待处置且属于合作伙伴产业链相关的资产。其中产业方主要负责标的筛选及运营整合，信托公司主要负责资金募集和交易结构设计。

信托公司的主要策略

一是了解国企资产处置的具体需求。相对于金融不良资产处置市场，国有企业资产处置市场比较封闭，因此需要更多的主动关注。不仅要关注各地产权交易所挂牌的资产转让信息，而且也需要了解国企集团层面对不良资产处置的整体布局和各级子公司方面的具体处置目标。

二是重点关注物权资产处置机会。宾馆、酒店等物权类资产是当前国有资产处置的主要类型。由于这类资产对于出售方来说为副业，处置需求较为迫切，因此收购价格可能较低，通过运营提升可以实现可观回报。

三是关注后续国企混改投资机会。信托公司可以从国有企业资产处置入手，与国有企业建立合作伙伴关系，为未来参与国有企业整体上市、分拆上市、引入战略投资者等后续业务机会（打下基础）。



国企混改下半年要正式启动 猜猜哪家央企能进入试点名单？

现在令外界感兴趣的是，哪家央企能最终进入混合所有制改革的试点名单。对于那些巨无霸央企掌门人来说，获得试点资格可不仅仅意味着能引入社会资金，更重要的是可获得国资委的改革授权。

文 | 辛圆

国企改革日前再次成为了外界关注的焦点。继去年9月中央发布《关于深化国有企业改革的指导意见》和去年底三部委联合出台《关于国有企业功能界定与分类的指导意见》后，2月25日，国资委副主任张喜武公布了关于国企“十项改革试点”的落实计划。

作为国企改革的重要组成部分，混合所有制改革此前几年已经引发广泛讨论。

张喜武在昨天的发布会上称，即将开展的“十项改革试点”中，电力、石油、天然气、铁路、民航、电信、军工等垄断领域将开展混合所有制改革试点，通过引入非国有资本多元化投资，形成有利于参与市场竞争的治理结构和运行机制。

国资委透露，目前试点遴选工作仍在进行，今年上半年将确定首批试点企业，下半年则正式启动试点。国资委要求，试点中引资规模要达到一定比例，要引入负责任的积极股东，要依照公司法严格落实混合所有制企业董事会职权。

这也意味着，以市场化为导向的混合所有制改革正在全面提速。

一直以来，中国的石油、电力、军工等行业都被认为是国有资本集中的重点领域，也经常被扣上垄断企业的“帽子”。

“高层这次敢于对所谓的共和国‘长子’动刀的确令人振奋，也能凸显出其改革决心”。中国企业研究院执行院长李锦在接受界面新闻采访时指出。他把混合所有制改革称为本次国企改革的主线之一。

李锦指出，目前单一的国有产权对提升国有企业效率很有限，深入推进混合所有制改革有利于提高国有企业治理

水平,对于国企内部存在的过度行政化等问题也会起到制约作用。

国务院发展研究中心企业研究所副所长张文魁同样认为,要想从根本上实现国有企业市场化,需要所有权改革,也就是“混合所有制改革”。

现在令外界感兴趣的是,哪家央企能最终进入混合所有制改革的试点名单。对于那些巨无霸央企掌门人来说,获得试点资格可不仅仅意味着能引入社会资金,更重要的是可获得国资委的改革授权。

此前,国企阵营中已有多家央企和地方国企开始了步伐和模式不一的混合所有制改革探索,比如中石化、中石油、国家电网、交通银行等等。实际上,在混改方面,“三桶油”之一的中石化已经成为了改革“先行者”。

2014年2月,中石化对外宣布,率先推出油品销售业务引入社会和民营资本实现混合经营,授权董事长在社会和民营资本持有销售公司股权比例不超过30%的情况下,确定投资者、持股比例、参股条款和条件,组织实施该方案及办理相关程序。

中石化发言人吕大鹏2月26日对界面新闻表示,去年中石化的油品销售业务混改发展迅速,成为央企混改的领头羊,中石化改革推进的速度之快,更是大大超出了业内的预期。

据了解,中石化今年将继续在混改方面“发力”。吕大鹏在采访中指出,董事长王玉普日前在中石化的年度工作会议上再次强调了积极稳妥推进混合所有制改革的重要性。

“下一步不仅仅是吸纳资金,更重要的是在体制机制上进行创新,在多样化经营方面推进和深化”,吕大鹏称。由于仍在计划和讨论中,他未对界面新闻透露中石化在接下来混改中的具体细则。

其他几家上文提到的央企则在混改方面进度不统一,有的甚至刚刚起步。中石油此前已经拿出了多项管道资产引入社会资本投资,包括正在建设的西气东输管道三线也引入了全国社保基金、宝钢等其他资金力量。

国家电网则提出了抽水蓄能电站、储能装置、电动汽车充换电设施、分布式电源接网工程等四类电网项目中引入社会投资的方案建议。未来还将研究增量配电网开展混合所有制试点。

2015年6月16日,交通银行发布公告称,收到中国人民银行《交通银行深化改革工作小组关于做好交通银行深化改革



工作的通知》。通知告知,交通银行深化改革方案已经获国务院批准同意。由此,大型银行深化混合所有制改革迈出实质性步伐。

整体来看,目前的情况是,更多的垄断型国企仍然捂着“钱袋子”,它们对于混改的口径是“等待国资委的具体政策”,不敢贸然先行先试。而另一方面,社会资本也是普遍处于观望状态。

国内一家能源央企的高管曾对界面新闻表示,由于出现

控制权或话语权的争论,混合所有制改革最终还是要看民营资本的兴趣和意愿,当然从国资内部来说,鉴于以前和民营资本合作中的教训,也存在对民营资本的提防和担忧。

“国家以正式文件的形式确定了混改的基本方向,但是对民间资本来说,关键还是看否给予民间资本有效的产权保护和开放更大的股权”,张文魁对界面新闻分析。

此外,作为“十项改革试点”之一,在混改企业中推广员工持股方案也被广泛关注。

员工持股计划最早起源于美国,早在20世纪20年代就已经以“股票奖励计划”的形式存在。上市公司员工持股计划作为员工持股的一种重要方式。

在深化国企改革的背景下,特别是对涉及国家安全及非竞争领域的国有企业来说,员工持股计划一直被认为是“混改”的重要手段之一。这不仅可以增加员工工作积极性,也可以从某种程度上成为公司和企业间的“粘合剂”。

当然,推行员工持股方案也有可能成为利益输送的渠道,引发导致国资流失的担心。但在国企改革专家周放生看来,员工持股必然导致国资流失是一个完全错误的概念。

“资本承担了风险,员工创造了价值,员工不只是劳动者,更是价值的创造者,国企应奖励创造更高利润的管理层和员工,没有员工的创造何来国有资产的保值增值”他指出。

周放生在采访中强调,造成国企资产流失最主要的原因是监管缺失导致的腐败和投资失误。“不改革,才会造成国有资产的流失”他在采访中对界面新闻说。

从相关部门的表态来看,高层也在就如何防范国企改革背景下的国有资产流失加强关注,进而寻求保障混合所有制改革顺利推进。

“2015年,国资委划出了国企改革的底线,就是要加强国有资产监管,防止国有资产流失。可以说,在新一轮国企改革中,防范国有资产流失是我们面临的重大难题。”国资委政策法规局副局长张华曾公开表示。

国资委上个月还对外公布了《关于全面推进法治央企建设的意见》。《意见》称,在推进混合所有制、员工持股、股权激励等改革过程中,坚持依法规范操作,确保法律事务机构全程参与,严控法律风险,防止国有资产流失。

李锦指出,必须将防止国资流失作为国企改革中不可触碰的一条“红线”。

他对界面新闻分析,中央应该在政策上作出明确规定,尤其是在容易造成国有资产流失的灰色地带,把标准以及底线划定的更明确些。在强化国企内部的监督,出资人的监督和审计,包括经常被忽视的境外国资的审计方面也不能放松。

“随着国企改革、改制的法律法规越来越完善,在国企改革中只要严格执行规定,严格监管,应该可以避免出现流失现象,这种流失现象也可以理解为改革成本”周放生说。

(文章来源界面新闻)

“年度投资圣经” 巴菲特致股东信发布：看空美国将大错特错

文 | 澎湃新闻记者 徐庭芳



在经历保险业务亏损、伯克希尔-哈撒韦公司 (Berkshire Hathaway) 股价暴跌后，85岁的“股神”沃伦·巴菲特交出了2015年的“成绩单”。

美国当地时间2月27日，巴菲特旗下的伯克希尔-哈撒韦公司公布了2015年及第四季度财报。2015年伯克希尔公司全年利润240.83亿美元，同比上升21%；经营利润增长5%至173.6亿美元。

按照惯例，巴菲特每年还会在年报发布时出具一封由其亲自撰写的“致投资者信”，细数当年的得失和对宏观经济的看法，被全球投资者誉为“年度投资圣经”。

2015年年报中，巴菲特在他的第51封致股东信中表达了对美国经济的乐观看法，并指出看空美国是大错特错。

最大亮点是铁路运输公司

巴菲特在信中表示，2015年伯克希尔最重要的发展亮点不是金融，而是铁路运输公司BNSF的收益增长。巴菲特称，其对BNSF高达58亿美元投资非常有效地帮助了该公司提升客户服务，令BNSF税前收入增长至68亿美元。

而由于国际原油价格的一路下跌，巴菲特还于2015年下半年开始陆续增持菲利普斯66的股票。据悉，菲利普斯66公司由能源巨头康菲石油拆分而来，公司的目标设定是更专注于石油业中游资产，即输油管道、铁路转运油库，以及将石油和天然气从开采地运输到菲利普斯公司旗下各炼油厂的加工工厂。

而伴随近期油价大幅下跌，可以预料石油公司的炼油业

务利润率会相应提高。

在巴菲特信中写到，他去年在工厂、设备、地产方面的投资总额达到160亿美元。他表示，“当你们听闻有关美国基础设施建设行业的不利消息时，放心，他们说的肯定不是伯克希尔。”

更为重要的是，伯克希尔的主营业务保险在去年四季度表现良好。

数据显示，在General Re和BH再保险业务改善的提振下，伯克希尔四季度承保收益为3.06亿美元，较去年同期的1.91亿美元有明显提升。

得益于此，公司保险业务浮存金规模达到877亿美元，为其投资并购提供了充足弹药。

因此在保险业务表现改善和投资及衍生品交易收益的提振之下，伯克希尔四季度利润大增32%，持续经营每股收益为2843美元，好于预期的2412美元。

看好重工业投资

巴菲特曾于去年股东大会上明确表示，要将投资业务重心从股票投资转向企业并购，而重工业企业一直是其“心头所好”。

在彼此信中，巴菲特将旗下六家盈利良好的重工业呢称为“六大金刚”（Powerhouse Six，包括BNSF铁路运输、Berkshire Hathaway Energy、Marmon、Lubrizol、IMC五家，以及2016年年初完成并购的PCC（Precision Castparts Corp，精密机件公司）。

数据显示，前五家公司是伯克希尔旗下非保险部门盈利最多的企业，2015年合计实现盈利131亿美元，而2014年这一数字仅为6.5亿美元。

巴菲特称，PCC将有助于伯克希尔大幅提高其每股投资者净利润，伯克希尔转向重工业并购投资的趋势也越发明显。

巴菲特本次信中第一个提到的公司就是BNSF铁路，有市场评价称，伯克希尔原本通过保险浮存金进行股票投资、赚取差额，这一盈利模式面临改变，企业并购已然成为伯克希尔的新关注点，尤其是那些工业企业。

值得一提的是，对科技行业投资，巴菲特仍表现出谨慎乐观的态度，他肯定了科技为生活带来改变的同时，也谈到到可能带来的风险。

他表示，网络、生化以及核武器等攻击都有可能威胁到美国。这种浩劫对股票投资价值也会造成极大伤害。

虽然短期来看，发生这种大规模伤害的风险性较小，但从长远来看，这种可能性却在成指数级上升。

依旧看好美国经济

与往年一样，巴菲特依然看好未来的美国经济：美国经济的魔力依然健在，美国人的生活仍将继续改善，因此伯克希尔也将继续兴旺发展。

他在信中谈到，由于大选季节，总统候选人会聚焦美国的问题。“大量负面的消息让很多美国人认为他们的孩子未来会过得不如他们好。这种想法大错特错了。今天在美国出生的孩子是历史上最幸运的一群人。”

不过，巴菲特仍未在信中谈及接班人的具体安排。

近86岁的巴菲特在信中提出，他很期待旗下的汽车保险公司GEICO在业务量上超越现在的行业龙头State Farm：“等到2030年8月30日，我的100岁生日那天，我计划宣布GEICO登上了行业金字塔尖，请在你的日历上标注一下。”巴菲特似乎将退休年龄延期到了100岁。

不过，巴菲特和老搭档92岁的伯克希尔副董事长查理·芒格 (Charlie Munger) 都表示已有了具体的人选，市场预测公司的保险业务负责人Ajit Jain和能源领域高管CEO Greg Abel是潜在有力竞争者。

2015年对巴菲特来说可谓“危机重重”。受累于美股下滑，巴菲特手中多只重仓股下跌严重，截至2015年年底，伯克希尔A股最后一日收盘价格为19.78万美元/股，相较年初的22.36万美元/股下跌11.54%，而标普500指数2015年上涨了1.4%。

这也是伯克希尔股价自2008年金融危机以来表现最差的一年。彼时有美国媒体称，2015对于巴菲特是耻辱的一年。尽管2008年伯克希尔股价遭受近32%的重挫，却仍跑赢了标准普尔500，相比之下2015年的表现远远落后于标准普尔1.83%的跌幅。

财报发布后，伯克希尔公司4月30日将照例在奥马哈小镇召开股东大会。不过，今年将首次通过雅虎现场直播。

巴菲特在信中还有些自嘲说，现场直播股东大会，一是因为奥马哈接待能力有限，二是年纪越来越大，让股东们亲自验身不免心虚。

鑫琦资产兑付危机调查： 灰色的资产“拆分”

由此来看，鑫琦资产较大可能是以公司名义向房地产开发商购买房屋，再以其为基础资产量价拆分，并将价值作为固收产品销售给投资者。私募基金资产证券化理财产品。

文 | 辛圆

立春之后总有一场“倒春寒”。
上周，投资平台——陕西鑫琦资产管理咨询有限公司（下称鑫琦资产）的兑付危机在上海掀起一场波澜。拨开兑付问题的薄雾，鑫琦资产的产品运作模式也颇值得玩味。
鑫琦资产在官网上将产品称为“资产证券化”。但实际上，其模式相当于将房屋价值作为理财产品，以10万元为单位份额进行拆分销售。对小额投资者而言，相当于一套房屋资产对应多人共同所有。在投资人投资期满后，鑫琦资产将按照出资额等价回购资产份额以返还本金。
不过，并非私募基金管理人的鑫琦资产，在对资产进行“拆分”处理后，也面临目前对于该类资产管理公司没有明确的监管的尴尬。

折价的资产

鑫琦资产总公司位于西安，并在北京、上海、山西、四川、海南等地设有分支机构，除上海外，位于北京、西安等地的分支机构情况与上海类似，亦发生兑付危机。
一位鑫琦资产内部员工向《21世纪经济报道》记者透露：“鑫琦资产兑付问题涉及资金约17亿元，涉及客户2000余人，分布在北京、西安和上海，其中上海占到90%。”
据投资人反映，鑫琦资产希望通过“以资抵债”的方式与投资者协商解决，意即用鑫琦资产名下的房产作折算进行全额兑付，折算幅度为八五折。如85万元本金给价值100万元的房产。
根据上述人士的说法，鑫琦资产现有资产约27亿元，足以抵付掉投资者的全部金额。目前北京和西安的投资者已经通过“以资抵债”的方式完成兑付。



鑫琦资产2月19日在官网公告称，截至2月18日12时，公司与投资者共签署房产131套，涉及464人，价值3.3亿元。
鑫琦资产还表示，此次问题由于房地产下行周期所致。
《21世纪经济报道》记者获得的一份《资产明细》显示，鑫琦资产目前共有17个项目，总价合计21.23亿元，项目均分布于二线城市，以郑州、西安两地为主。
郑州、西安两地房价过去一两年呈现下跌态势。百城价格指数显示，西安市2014年以来房价整体呈下跌趋势，2016年1月样本均价6406元/平方米，同比下跌4.39%。郑州房价则在近两年变动较大，2013年均价年增长超过20%，达到9700元/平方米，2014年至2015年上半年间价格回落明显，最低跌至9000元以下，2015年下半年才略有回升。
从《资产明细》来看，鑫琦资产多数位于郑州、西安两地的房产单价超过万元，以上述资产中总价最高的建正东方中心为例，其项目单价为16000元/平方米。根据搜房网数据，该项目本月出售评估价仅约10000元/平方米。
关于实际资产，鑫琦资产方面称，经内审，公司资产完全可以覆盖掉投资者的资产总额。经侦已邀请第三方审计机构，对资产进行真实性、可偿性的审计，审计结果将会及时公布。
另有投资者认为，鑫琦资产在最初销售产品时就有价格虚高的情况，对此鑫琦资产回应：“公司资产都是高层区或项目的优质部分，所以会高于均价。”

资产“拆分”的灰色地带

比较有争议的，是鑫琦资产的业务模式。
公司官网显示，鑫琦资产前身成立于2005年7月，后于2012年5月更名，注册资本2亿元，是一家经国家工商局登记注册的专业资产管理咨询服务机构，作为“资产证券化”的先行者，公司主要从事资产管理、投资管理、财务咨询、房产中介及信息咨询等服务。鑫琦资产在官网上将其产品称为“资产证券化”。
实际上，鑫琦产品的模式相当于将房屋价值作为理财产品，以10万元为单位份额进行拆分销售。对小额投资者而言，相当于一套房屋资产对应多人共同所有。在投资人投资期满后，鑫琦资产将按照出资额等价回购资产份额以返还本金。
如鑫琦资产所述，其并非一家虚构资产融资的理财公司，手中拥有地产项目中的部分房产。官网介绍，公司的理财产品为固定收益，每月付息；产品期限分为6个月、9个月、一年，10万元起投，预期年化收



益率根据金额不同，从10.8%–15.6%不等。一位投资者向《21世纪经济报道》记者提供了一份购买产品时签订的合同，合同中包括《资产购买协议书》、担保函、《商品房买卖合同》、固定资产收益单、公证书等文件。

根据《资产购买协议》，该投资者投资金额为20万元，相应的作为增信措施，持有建正东方中心一套房产的23.5%比例的资产。

其中，合同中还有一份《商品房买卖合同》，合同的出卖人为河南建正房地产有限公司，买受人为鑫琦资产，委托代理机构为河南恒辉房地产顾问有限公司。鑫琦资产购买的房屋为预售商品房，2012年一次性付清购房款。

《21世纪经济报道》记者拨打了出卖人和买受人的电话，均无人接听。随后拨通到委托代理机构的电话，对方称自己是建正东方中心售楼部，他表示，不能回答涉及业主的问题，不过商品房买卖合同就是房屋买卖，不存在融资借款等行为。

由此来看，鑫琦资产较大可能是以公司名义向房地产开发商购买房屋，再以其为基础资产产量价拆分，并将价值作为固收产品销售给投资者。

一位资管行业律师分析：“签署房屋买卖合同可能是纯粹的买卖关系，也可能在私下鑫琦资产和开发商之间有房屋回

购协议，部分非一线城市的小开发商会用类似方式暂时去库存。”

鑫琦资产相关人士证实了这一观点，其表示：“鑫琦资产和开发商之间部分是合作关系，部分是买卖关系。”

在鑫琦资产最初对投资者的承诺中，投资期内，投资人相当于通过合法行为，以成本价格从鑫琦资产项目中受让某个地产项目的全部或一定份额不动产产权作为抵押增信，成本价即市场价格的一半，即用100万受让一套价值200万房子的一年所有权。

但根据上述《商品房买卖合同》中的价格计算，投资者相当于用鑫琦资产购买价格的75%受让资产。上述律师表示：“类似鑫琦资产的形式购买房屋时可能与开发商之间会商议到一个最优价格，低于市场价。”

早在2014年，鑫琦资产曾因为涉嫌非法集资被推到舆论的浪尖。当时就有媒体质疑过鑫琦资产在房展会上半价卖房捆绑理财，可能涉嫌非法集资。

然而，鑫琦资产并不在私募基金管理人备案名单中，也就是说鑫琦资产不是合法私募机构。然而，目前对于该类资产管理公司没有明确的金融监管机构。

（文章来源21世纪经济报道）

2016年1月–2月中国信托市场报告

2015年，全国68家信托公司管理的信托资产规模为16.30万亿元，较2014年末13.98万亿元，同比增长16.60%，较2014年28.14%的增速有所下降。

文 | 财富管理总部

一、信托产品成立情况

本报告时间为2016年1月1日至2016年2月29日，期内信托公司共发行成立了782款信托产品，规模达1465.61亿元。

1月份集合信托产品规模呈现爆发式增长，虽然成立数量为435个，但融资规模达到1056.47亿元，受春节影响2月份集合信托产品的成立数量为240款，规模仅为409.14亿元。

与去年相比，2016年1月—2月集合信托产品数量均出现不同程度的下降，分别下降了98.55%和60.89%。从成立规模来看，2016年1月份较去年同期增长12.52%，2月份下降39.94%。

二、信托收益率

2016年1月–2月集合信托产品平均预期收益率，继续下降趋势，双双破8,1月收益率为7.81%，2月则为7.75%。数据显示，1月、2月份成立产品的平均预期收益率环比下降4.99%和0.77%。与去年同期相比，分别下降12.65%和16.65%。

1月至2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25.6%，收益率在10%–12%的产品仅为3个，收益率在6%–8%的产品数量为146个，占产品总量18.7%。

1月份成立的集合信托产品平均期限为1.80年，2月份成立的集合信托产品平均期限为1.81年。

三、信托资金投资领域

2016年1月份，其他类投资与基础产业投资分列一、二位，金融投资位居第三，工商企业投资垫底，仅为94.82亿

表1:2015年11、12月–2016年1月、2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	382	435
成立规模(亿元)	409.14	1056.47	805.27	798.81
平均规模(亿元)	1.90	2.09	2.27	1.92

数据来源：用益信托工作室
时间：2016年2月29日

表2:2016年1月—2月(含2015年10月–12月)集合产品收益率及期限情况

	12月	11月	10月	9月	8月
平均期限(年)	1.81	1.80	1.87	1.82	1.75
平均年化收益(%)	7.75	7.81	8.16	8.27	8.45
6%–8%产品数量	50	96	52	63	38
8%–10%产品数量	53	147	113	131	126
10%–12%产品数量	1	2	4	13	8

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

元。2月份投资领域榜序列与1月份一致，但房地产取代工商企业垫底，仅为33.38亿元。

值得关注的是1月—2月房地产投资领域大幅缩水，除去春节的影响，对房地产投资的减少，可视为3月份“首付降至20%”，“契税减半、营业税减免”，房地产去库存的战役的前站。未来房地产信

托的走势, 要看两会等一系列出台的政策导向。

1月用益信托工作室发布最新的用益信托指数为62, 回升至50%分界线之上, 可简单理解为本月信托市场景气度有所回温。新年第一个月, 在复杂的外部环境下, 信托业发展没有出现增长的断崖式下跌, 而是保持常态增长水平。伴随着实体企业资金链紧张与资本市场剧烈波动, 越来越多的高净值人群由于缺乏合理的财富管理与保护手段, 资产大幅缩水现象比较明显。在此背景下, 通过信托工具帮助客户解决资产保全、财富传承等多元化财富管理需求, 或将迎来井喷式的发展。

截止发稿, 用益信托工作室尚未发布2月信托指数。作为全年承上启下的月份, 2月份市场即会延续1月的平稳态势, 也给3月份更多的期望。3月正是两会召开的月份, 围绕金融监管体制改革等一系列议题, 给了业界很大的想象空间。

四、信托产品成立的资金运用

1月份其他投资信托产品成立规模居第一位, 第二位是权益投资信托产品。2月份权益投资信托产品以321.55亿元夺得头魁。

股权投资与证券投资堪称难兄难弟。1月份股权投资仅为34.95亿元, 证券投资为64.41亿元; 2月份股权投资下跌到17.40亿元, 证券投资下跌到22.16亿元。2015中国股市的表现, 以及信托公司遭遇场外清理配资, 影响十分深远。2016年信托证券类投资业务如何开展, 业内外猜测不断, 具体还要看各信托公司对此块业务发展的规划。

五、2015年信托业发展特征

(一) 受托资产规模持续增长

2015年末, 全国68家信托公司管理的信托资产规模为16.30万亿元, 较2014年末13.98万亿元, 同比增长16.60%, 较2014年28.14%的增速有所下降。

(二) 信托业务结构显著调整

2015年, 信托行业以融资信托为主的业务结构, 迅速调整为以事务管理类及投资类信托为主。年末融资类信托资产规模为3.96万亿元, 占比从2014年33.65%下降到24.32%。投资类信托规模达到6.03万亿元, 占比从2014年的33.7%上升至37.00%。事务管理类信托资产为6.31万亿元, 占比上升到38.7%。

(三) 经营业绩总体良好

2015年, 信托行业实现营业收入1176.06亿元, 较2014年末的

表3:2016年1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	174.28	16.50	113	1.69	1.37	6.64
房地产	133.55	12.64	55	2.38	1.80	8.20
基础产业	288.14	27.27	146	2.07	2.10	8.36
工商企业	94.82	8.97	69	1.42	1.49	8.19
其他	365.68	34.61	159	2.61	1.98	7.96
合计	1056.47	100	542	----	----	----

表4:2016年2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	60.90	14.88	62	1.19	1.65	6.94
房地产	33.38	8.16	27	1.24	1.58	8.33
基础产业	95.63	23.37	55	1.91	2.09	8.15
工商企业	46.38	11.33	30	1.60	1.49	8.00
其他	172.85	42.25	66	2.98	2.17	7.94
合计	409.14	100	240	----	----	----

表5:2016年1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	227.61	21.54	108	19.93	1.79	8.33
股权投资	34.95	3.31	12	2.21	2.86	8.21
权益投资	316.01	29.91	173	31.92	1.84	8.24
证券投资	64.41	6.10	51	9.41	1.13	4.62
组合运用	81.23	7.69	56	10.33	1.67	7.75
其他投资	332.26	31.45	142	26.20	1.91	8.00
合计	1056.47	100	542	——	——	——

表6:2016年2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	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	----	----	----

数据来源: 用益信托工作室

954.95亿元同比增长23.15%; 实现利润总额为750.59亿元, 较2014年末的642.30亿元增长16.86%。全行业已清算项目平均年化综合信托报酬率, 4个季度的数据分别是0.40%、0.50%、0.62%与0.53%; 已清算项目为受益人实现的综合实际收益率4个季度的数据分别为8.11%、10.19%、7.30%和13.96%。

(四) 行业风险整体可控

随着信托公司对风险管控能力的提升, 行业整体不良资产状况有所缓和, 2015年末信托业的风险项目个数为464个, 资产规模为973亿元, 不良率为0.6%, 比3季度末的0.69%略有下降, 小于商业银行1.67%的不良率。2015年末, 全行业固有资产规模达到4623.28亿元, 所有者权益为3818.69亿元, 对不良资产的覆盖倍数达到了4.08倍。随着信托业资本实力的扩充和信托保障基金的实施, 信托行业整体风险可控, 不会发生系统性风险。

(五) 竞争格局分化明显

2015年, 行业的竞争格局呈现分化的现象, 领先公司与落后公司的差距拉大, 龙头企业内部也出现明显分化, 部分老牌信托公司增长呈现疲态; 根据57家公司未经审计财报, 净利润排名第一的华润信托为44亿元, 而排名最末的仅有3500万元, 差距高达126倍。同时, 收入结构也有所差异, 中航信托的信托业务收入占比达到94%, 而相对的华润信托的固有收入占比高达76%。

免费的午餐

——50ETF期权与IH的跨市场低风险组合策略

文 | 高丽华

一、利用金融衍生品构建低风险投资组合的理论基础

1. 看跌一看涨期权平价关系
期权定价理论的先驱者为费舍尔·布莱克 (Fisher Black)、梅隆·斯科尔斯 (Myron Scholes) 和罗伯特·默顿 (Robert Merton)。在20世纪70年代初, 他们证明了用期权理论可以对公司的资本结构进行分类, 今天这一模型已被金融机构用来描述公司的信用风险。

假设一家公司的资本结构包括零息债券和股票, 债券在第5年时到期, 到期的本金为K。公司不付任何股息, 假定在第5年时资产价格大于K, 公司股东选择偿还债务; 如果资产价格小于K, 股东将宣布破产, 这时债券持有人将掌握公司所有权。

公司股票在第5年时价值为max(A_T-K,0), 其中A_T为公司资产在第5年时的价值。这一关系式可以看作股东拥有一个对公司资产的看涨期权, 执行价格为K; 而债券持有者的收益为min(A_T,K), 可表示为K-max(K-A_T,0)。债券持有者向股东出售了5年期的、执行价格为K的公司资产的看跌期权。因此债券价格等于K的贴现值减去一个公司资产的欧式看跌期权, 期权的执行价格为K。

令c和p分别表示看涨及看跌期权的价值, 则股权价值=c, 债券价值=PV(K)-p。将公司的当前资产价值计为A₀, 资产价值

等于融资资产的全部价值。这意味着公司资产的现值等于股票价值加上债券的价值, 因此有

$$A_0=c+(PV(K)-P)$$

重新组织上式可得

$$A_0+P=c+PV(K)$$

它展示了公司资产的看涨及看跌期权所满足的关系式, 把标的资产稍加转换, 令S代表金融资产现货价格, r为无风险利率, T为期权期限, 上式可记为

$$c+Ke^{-rT}=p+s$$

这一关系式就是所谓的看跌一看涨平价关系式 (put-call parity), 或期权平价公式 (Option Parity Formula)。即假设标的证券在期权存续期间没有收益 (即个股或基金期间没有分红, 也没有抵押等业务的收益), 看涨期权价格与行权价的现值之和等于看跌期权的价格加上标的证券现价。如果两者不相同, 则存在套利的空间。

考虑两个投资组合:

组合1: 一个欧式看涨期权加上金额为Ke^{-rT}的现金, 即

c+Ke^{-rT};

组合2: 一个欧式看跌期权加上一份标的资产, 如股票, 即p+s;

两个组合价值如下 (S_T为标的资产在到期日的价格):

		S _T ≥K	S _T <K
组合1	看涨期权在T时刻的价值	S _T -K	0
	现金在T时刻的价值	K	K
	组合1在T时刻的总价值	S _T	K
组合2	看跌期权在T时刻的价值	0	K-S _T
	标的资产在T时刻的价值	S _T	S _T
	组合2在T时刻的总价值	S _T	K

在组合1中, 现金按照无风险利率进行投资, 则在期权到期日, 组合1的价值为max(S_T-K,0)+K; 组合2的价值为max(K-S_T,0)+S_T。即两个组合在期权到期日的价值相同, 都等于

max(S_T,K), 所以组合1和组合2在当前也必须有相等的价值。如果这个均衡打破, 比如c+Ke[^](-rT)>p+s, 投资者可以卖出组合1并购买组合2, 获得无风险套利收益c+Ke^{-rT}-p-s; 反之, 如果c+Ke[^](-rT)<p+s, 可通过卖出组合2并买入组合1获得无风险收益果p+s-c-Ke^{-rT}。

2. 改进: 利用股指期货代替现货

为了解决期权平价套利的高成本和操作不便问题, Tucker于1991年将期权平价理论中的现货改为期货, 上述关系式表述为:

$$Ke^{-r(T-t)}+p=c+Ke^{-r(T-t)}$$

F为t时刻股指期货价格。上式可变形为:

$$F=(c-p) e^{r(T-t)} +K$$

因子e^{r(T-t)}以年化无风险利率计算, 通常考虑一个月(1/12)内e^{r(T-t)}值接近1, 上述平价关系公式可以简化为F=c-p+K。

3. 合成看涨期权

根据上述公式c+Ke^{-r(T-t)}=p+s和Fe^{-r(T-t)}+p=c+Ke^{-r(T-t)}, 可以利用现货或期货合成标的资产的看涨期权, 其公式如下:



$$c=p+s-Ke^{-rT}=Fe^{-r(T-t)}+p-Ke^{-r(T-t)}$$

50指数与IH1603的基差



数据来源：根据券商行情数据整理

从上图可以看到，自去年6月中旬以来，期指长期处于负基差状态，去年9月2日IH的基差最高曾经达到-439，贴水19%。负基差的存在提高了传统利用股指期货对冲的成本，但对于合成看涨期权的组合投资而言，这么高的贴水率极大的降低了构建投资组合的成本。简单的说，在合成看涨期权时，期指的贴水相当于以折扣价买入现货。但从公式 $c=p+s-Ke^{-rT}=Fe^{-r(T-t)}+p-Ke^{-r(T-t)}$ 可以看到，并不是折扣越大越合适，投资者

还需要考虑期权的价格因素。

下表是22日收盘时期指的基差情况，远月合约仍有较大程度的贴水。投资者在综合考量了期权、期货两个市场的情况后选择6月到期的合约来合成看涨期权。

20160222当日上证50指数及IH收盘情况（基差=期货-现货）		
品种	2016年2月22日收盘 点位	基差
上证50指数	2053.86	-
IH1603	2017.00	-36.86
IH1604	1989.40	-64.46
IH1606	1945.20	-108.66
IH1609	1882.80	-171.06

数据来源：证券公司行情软件

与期指相比，期权合约数量要多出很多，不算加挂的情况，一般会有5个行权价的合约可以选择（1个平值合约、2个虚值合约、2个实值合约）。由于是买入看跌期权，我们选择行权价与期权费差额最大的合约。

20160222当日50ETF沽6月各合约收盘情况		
期权合约	行权价	期权费（收盘价）
50ETF沽6月2650	2.650	0.6787
50ETF沽6月2600	2.600	0.628
50ETF沽6月2550	2.550	0.5765
50ETF沽6月2500	2.500	0.5388

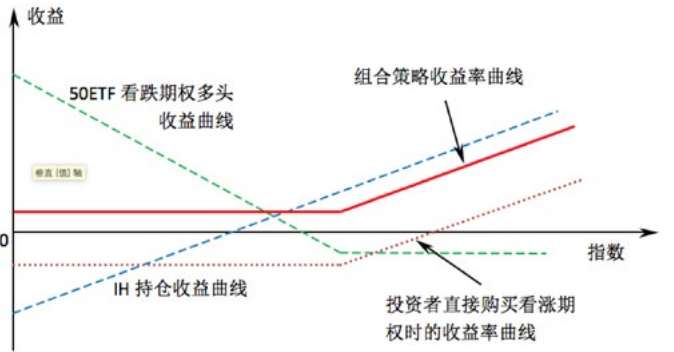
50ETF沽6月2450	2.450	0.4911
50ETF沽6月2400	2.400	0.445
50ETF沽6月2350	2.350	0.4011

数据来源：期货公司行情软件

经过统计分析，投资者决定买入6月的期权、期货合约构建投资组合。根据IH合约和50ETF期权合约的设置，为使得期限头寸市值相等，期权合约与期货合约的分额为30：1。

假设投资者以2016年2月22日收盘价买入1手IH1609合约，成本价1945.20*300=583560元；同时买入1手50ETF沽6月2550期权合约所需权利金为0.5765*10000=5765元。根据 $F=c-p+K$ 可知，组合的最大亏损为 $-F+(K-p)=-1945.20*300+(2.550-0.5765)*10000*30=8490$ 元。组合的最大亏损仍是一个正值，表明在最坏的情况下，该组合仍可获利8490元；而当上证50指数上涨时，该组合仍可以分享市场行情。

该投资者的收益曲线如下图红色实线所示。值得注意的是，尽管组合的收益率曲线与看涨期权一样，但由于期指的贴水，投资者有机会构建零成本甚至负成本的组合头寸，在锁定最大风险暴露的同时，可以获得上不封顶的收益。



这种组合面临的最大问题就是期权合约的流动性较低。尽管期权市场采用做市商制度，但由于参与者较少，且远月合约成交量清淡，可能会导致冲击成本较高。

离岸人民币汇率，猴年中国经济的风向标

文 | 曲洋

引言

春节前夕，有一场“猴王之争”，那是由“春晚”演出，带出民心与官意小小的角力。真正踏入猴年了，一场口水之战后，人们不能不踏踏实实地看经济了，很多人都更加关心起人民币来。

今天中国，虽有很多主义，但最终一切都与人民币有关，包括现在最大的悬念，中国经济是起是落，最后也得落实到人民币的汇率变化上。

而踏入猴年，宏观当局和民众，从没如今天这般关心人民币汇率，谁都不会忘，就在春节前，官方发动过一场对“做空人民币”的口诛笔伐。也在那段时间，北京、上海和香港曾出现一股“换汇潮”，即将手持的人民币想方设法换成美元。

再往回多走两步，人们会看到，去年中国有经济两大事件，一是中国A股市场的大震荡，另则是人民币汇率的大波动。而这一金融变局，至少人民币汇率的波动已延伸至2016年。

自2016年初开始，人民币对美元汇率于在岸市场和离岸市场双双出现极大幅度的起落，直到中国央行在香港打了一场“人民币保卫战”之后，1月中旬开始相对平静，2月初开始由跌而涨，再到春节期间突然走强。可以毫不犹豫的说，至少从短期来看，这场至关重要的“人民币保卫战”扭转了人民币贬值的预期。

那么问题来了，“人民币保卫战”的战场为什么会在香港，而不是中国内地的北京、上海呢？

下文我们将重点介绍人民币离岸汇率市场及对中国经济的影响。

一、什么是人民币离岸市场？

人民币离岸业务是指在中国境外经营人民币的存放款业务。在人民币没有完全可兑换之前，流出境外的人民币有一个交易的市场，这样才能够促进、保证人民币贸易结算的发展。

当前的跨境贸易人民币结算是在资本项下、人民币没有完全可兑换的情况下开展的，通过贸易流到境外的人民币不能够进入到国内的资本市场。

在这种情况下，发展人民币贸易结算，就需要解决流出境外的人民币的流通和交易问题，使拥有人民币的企业可以融出人民币，需要人民币的企业可以融入人民币，持有人民币的企业可以获得相应收益，这就需要发展离岸人民币市场，使流到境外的人民币可以在境外的人民币离岸市场上进行交易。使持有人民币的境外企业可以在这个市场上融通资金、进行交易、获得收益。

香港，由于其特殊的经济环境及独特的历史地位，成为了中国建立人民币离岸市场的首选之地。

目前人民币离岸市场总规模达1.5 万亿元，其中香港是全球最大人民币离岸市场，其规模占比超过60%，而台湾和新加坡规模占比快速提升，分别约达10%。

二、离岸人民币和在岸人民币有什么区别？

在这一波人民币走弱的周期内，一个明显的现象就是人民币的在岸及离岸汇差越拉越大。

汇改前，离岸、在岸人民币汇率日均价差只有几十点；汇改后，离岸、在岸人民币汇率日均价差迅速扩大至数百点，2016年年初境内外人民币价差一度拉大到创纪录的2000点，显示了市场对人民币较为悲观的情绪。

那么，在岸人民币和离岸人民币的区别是什么？

在岸人民币(CNY)市场发展时间长、规模大，但受到管制较多，央行是外汇市场的重要参与者，意味着在岸人民币汇率受央行的政策影响较大。

离岸人民币(CNH)市场发展时间短、规模较小，但却受限较少，受国际因素，特别是海外经济金融局势的影响较多，更充分地反映了市场对人民币的供给与需求。

两个市场的参与者、价格形成机制、以及交易量方面都有较大差别：

首先，离岸市场人民币汇率对超预期的经济数据反应更强烈。当经济数据超预期时，汇率会第一时间反映市场对经济预期的调整。

其次，离岸和在岸两地流动性差异会影响人民币汇率差价。当离岸人民币市场中人民币的流动性恶化时，离岸人民币升值压力上升，当CNH 比CNY 强时，价差上升，反之亦然。另一方面，当离岸人民币市场中美元的流动性恶化时，离岸人民币贬值压力上升，价差或下降。

再次，国际金融市场的冲击，尤其是海外投资者风险偏好的变化，对离岸市场的人民币汇率影响更大，因其与国际金融市场的联系更紧密，而在岸市场因为存在管制，对这些冲击就不那么敏感。因此，在国际金融市场较动荡的时候，在岸和离岸汇率通常也会出现较明显的价差。

但是，人民币汇率的定价权还是在国内，所以虽然境内外汇率有可能会有价差，但价差不会太大，太大的价差维持不了太长时间。原因是如果境内外存在价差，在目前人民币跨境结算比较便利的背景下，境内客户可以采用人民币跨境结算方式，选择更好的境外汇率进行结汇和售汇，这样的套利交易会导致境内外汇差空间被抹平。

因此，尽管2016年年初境内外人民币价差一度拉大到创纪录的2000点，但截至2016年2月17日，在岸、离岸市场上，人民币对美元汇率均报于6.52附近，人民币在岸、离岸汇率差价基本抹平。

下图为2015年11月以来人民币汇率走势（下图中上涨代表人民币贬值）：

美元人民币（在岸）(USDCNY)：



美元人民币（离岸）(USDCNH)：



从以上两张走势图能很明显的看出来，离岸人民币汇率由于规模小、限制少，波动更为剧烈，同时，我们也可以理解，由于离岸人民币的传导作用，为了中国经济宏观基本面的稳定，央行不得不在2016年初干预人民币离岸市场。

三、中国央行对离岸人民币市场的干预

2015年至今，市场对中国经济普遍较为悲观，这也使得人民币存在贬值的预期，在此压力下，离岸市场做空盘增多。离岸做空盘的本质是贬值预期下，在离岸市场借入人民币后购汇，再通过远期等方式在未来结汇，偿还最初的人民币拆借。

而针对1月的巨幅波动，中国央行直接出招离岸。央行本次离岸市场的措施，不仅包括干预CNH、降低汇差遏制套利盘，更是用抬升资金成本的方式来逼退空头。

首先，中国央行在外汇市场大举买入离岸人民币，降低CNH 和CNY 汇差，减少套利资金对在岸人民币的贬值压力。其次，央行通过中资行回收离岸人民币后，并未投放到拆借市场上，甚至要求部分境内银行做好资本项下的净流出管理，减少短期内人民币集中跨境流出，彻底收紧离岸流动性——这将使CNH 拆借市场供不应求加剧，是造成近期香港、台湾等离岸人民币市场拆借利率大幅飚升的根本原因。

811 汇改后，CNY HIBOR隔夜和7天利率也都一度因为供不应求上升至7%和10%，但当时由于央行多管齐下的措施，使得人民币汇率在10月后逐步企稳，因此央行并未采取



抬高离岸利率以逼退空头的措施，当时香港金管局还一度投放人民币流动性，缓解利率压力。而这一次，央行似乎锚定了CNH 这一形成贬值预期循环的根源，打算从源头直接抗击。

众所周知，中国外汇储备充裕，相比在岸市场，干预离岸具有优势。当前香港离岸人民币存款大约在8000 多亿元（约1300 亿美元），而我国外汇储备有3.33 万亿美元，短期有充足外汇在离岸市场大量买入人民币打击空头。事实证明，经过1 月11日和12日两天的干预，离岸汇率就已初步企稳，13日CNH HIBOR隔夜利率从66%回到8.31%。

自此，又回到了本文开始的内容，得益于中国央行的直接干预，人民币回归平稳。

结语

基于上文的介绍，我们会有一个基本的逻辑，随着人民币

去年成功加入SDR货币篮子以及国际化道路越走越远，尽管目前来看人民币离岸市场规模相对于在岸市场还比较小，但是，更加市场化使得人民币离岸汇率对人民币汇率的预期影响更大，进而影响中国金融市场以及宏观经济。

在过去的一年里，依靠中国央行对人民币离岸市场的干预，人民币汇率终于在岁末企稳，而央行的这种干预行为向市场传达的信号值得我们思考 and 关注。毫无疑问，中国经济需要一个稳定的人民币汇率，因为这将有助于改善我国对外贸易中的经常项目和资本项目，也会为宽松货币政策提供独立空间，更会对稳定去年巨幅波动的A股市场提供很好的环境。

进入猴年，人民币汇率会怎么走呢，有没有人为的贬值，会不会政策性拉高，成为中国经济最大的悬念之一，也许，密切关注离岸汇率的走势能为我们研究中国央行政策提供一些启发。

楼市去库存须抑制“虹吸效应”

来源 | 经济参考报

春节过后，全国多地楼市上演“发烧”抢房情景，一线城市以及部分二线城市房价快速攀升。2月29日，新华社旗下经济参考报在头版发表署名评论指出，热点城市房地产市场成交火热，放大大楼市资金“虹吸效应”，即全国房地产开发、购房资金加速向热点城市集中。楼市资金“虹吸效应”也延缓了非热点城市住宅去库存进程。如果任由楼市资金“虹吸效应”发酵，那么非热点城市住宅投资价值将会继续下降，即便再多政策措施密集出台，也难以有效带动住宅销售。而热点城市房价有可能会继续高位跳涨，快速脱离经济基本面支撑，推动投资投机性需求回潮，导致房地产金融风险过度聚集。

年初以来，国家出台了包括降低个人按揭贷款首付成数，提高住房公积金存款利率，降低住房交易契税和营业税等多项政策，积极推动全国房地产库存消化。考虑到当前我国楼市愈演愈烈的非热点城市资金向热点城市集中的资金“虹吸效应”，为实现政策预期，需防止资金过度追捧少数热点城市，导致相关住宅供应呈泛豪宅化态势，金融风险聚集，而非热点城市资金热度快速下降，住宅库存消化进展整体缓慢。

在当前全国楼市分化大环境下，热点城市房地产市场成交火热，放大大楼市资金“虹吸效应”，即全国房地产开发、购房资金加速向热点城市集中，普遍出现地价高出房价现象，地价上涨带动房价不断走高。2015年，深圳新建住宅价格同比上涨46.8%。据中国指数研究院数据，2016年1月全国百城新建住宅均价环比上涨0.42%，39个城市新建住宅价格环比下跌，而北京、上海等十大城市环比上涨0.54%，高出百城平均0.12个百分点，环比涨幅明显高于其他非热点城市。

另据媒体报道，近日上海352套千万级新房一天抢光，二手房房东疯狂跳价。目前北京、上海、深圳等一线城市住宅已经呈现泛豪宅化，即使与国际比较，北京、上海、深圳等城市

住宅交易价格也不便宜。据WIND数据，2015年11月，日本首都圈新建公寓楼均价为87.10万日元/平方米，折算成人民币大约为4.6万元/平方米，这与我国一线城市城区住宅均价基本持平。而为维持这些热点城市住宅交易价格高位上涨，又需要资金来源不断流入，进一步加剧了楼市资金“虹吸效应”，导致热点城市房价对基本面的偏离度进一步上升。

同时，楼市资金“虹吸效应”也延缓了非热点城市住宅去库存进程。目前看，非热点城市住宅整体缺乏资金关注，投资价值趋降，导致住宅库存高企。截至2015年12月末，全国商品房待售面积7.18亿平方米，主要集中在三线、四线等非热点城市。2016年新年以来，虽然中央与地方刺激楼市库存消化措施密集出台，但三线、四线等非热点城市住宅交易总体清淡，春节返乡人员置业未见明显提升。

虽然楼市资金“虹吸效应”是市场自发运行的结果，但非热点城市资金过度向热点城市集中，不仅减少非热点城市资金面支持，反过来又会继续增加住宅去库存压力。如果任由楼市资金“虹吸效应”发酵，那么非热点城市住宅投资价值将会继续下降，即便再多政策措施密集出台，也难以有效带动住宅销售。而热点城市房价有可能会继续高位跳涨，快速脱离经济基本面支撑，推动投资投机性需求回潮，导致房地产金融风险过度聚集。

针对当前全国楼市运行区域分化加剧现象，此前国家出台的住房信贷政策、财政税收政策都予以了差别对待，一线热点城市不适用新一轮楼市优惠政策，将会一定程度抑制热点城市的房价炒作现象。但要减少非热点城市资金过度流出，还需采取措施抑制热点城市房价高位跳涨，提高非热点城市住宅投资价值，进一步降低外来务工人员和本地农民的城市购房成本，推动非热点城市住宅库存消化。

央行：P2P没有资质做首付贷 未来将开展互联网金融专项整治活动

来源 | 界面新闻

在3月12日央行新闻发布会中，中国人民银行行长周小川强调，P2P平台对于首付进行贷款，首先是他们是否有资质做这项贷款，有很多问题，按理说他要从事某项业务应该查询是否按照规矩申请有关资格、符合资质，像资本要求等规章制度。再就是他的资金来源是什么，如果动用了其他一部分人委托的资金，是否和人家真正说清楚了，是否会给出资方带来巨大的风险，这是应该清楚的。

此外，央行副行长潘功胜也强调，目前房地产中介和自办的中介业务公司，没有相应的资质开展房地产配资的金融业务资质。此外，很多P2P公司通过自我担保和资金池，未来也存在很大的风险。

他指出，房地产和房地产中介，通过和其他机构合作开展的金融业务，加大了房地产贷款的杠杆，增加了金融风险和房地产的风险，也增加了房地产调控的难度。未来，央行将开展互联网金融的专项整治活动，打击首付贷。

P2P平台搞首付贷需要获取相关资质

新华社记者记者在记者会上提及央行对P2P平台搞首付贷的态度时，周小川表示，P2P平台搞首付贷应该按照规矩申请有关资格、符合资质，像资本要求等规章制度。另外需要明确从事该项业务的资金来源是什么，如果动用了其他一部分人委托的资金，是否和人家真正说清楚了，是否会给出资方带来巨大的风险，这是应该清楚的。

潘功胜在会上对周小川的回答作了补充。他表示，包括P2P平台在内的房地产市场的场外配资，房地产中介结构和房

地产开发企业利用互联网金融平台所从事场外配资，以及房地产开发企业、房地产中介机构和P2P为主体的互联网金融企业相结合，从事场外配资业务。人民银行在这个问题上的态度是非常明确的：

一是房地产开发企业、房地产中介机构自办的金融业务没有取得相应的资质，是违法从事金融业务。他指出，这里面还存在着自我融资、自我担保、搞资金池的现象。

二是房地产中介机构、房地产开发企业自办的金融业或者与P2P平台合作开展的金融业务，所提供的首付贷的产品不仅加大了居民购房的杠杆，削弱了宏观调控政策的有效性，增加了金融风险，同时也增加了房地产市场的风险。

跑路的主要是P2P网贷 需要监管、自律、整顿和引导

会上，香港大公报记者就互联网金融监管和整顿提出了问题，周小川表示，互联网金融这个词不是太准确，因为他包含的业务比较多，并不是所有业务都出现很多问题，而有些表现很好，而且贡献很大。失败率较高跑路的主要是P2P网贷业务。

周小川表示，互联网金融包含的业务比较多，尤其是互联网在支付、P2P、众筹、保险产品销售方面，还有一些其他的互联网涉及到金融方面的活动，表现是不一样的。有些方面表现挺好的，而且贡献也很大，效率提高也挺快。比较集中、失败率比较高的，由于失败导致跑路的主要是P2P网贷这个环节，因此大家也都关注这个问题。这些还都是新生事物，出了事大家都希望加强监管，但究竟行业应该是什么样的规矩，怎么样监管还正在探索之中。



浅谈对债务人的财务考量

文 | 曹伟

会计是一门语言,它用一种市场通用的标准对经营个体的绝大部分经营信息进行编排和整合,转化成由多种数据组成的财务结果,供市场各方解读。标准化的财务语言提高了信息的流转速度,从而极大的增强了市场资源配置的效率。

任何一家公司的财务信息都很丰富，不仅包含了它的历史经营业绩，也可以由此推断它未来的经营策略和发展方向。从债权人的角度来说，如何正确理解和分析债务人的财务信息，对于评判债务人或者一笔债务的风险状况至关重要。

一、优质债务人的几个特征

企业主要的投入方是股东和债权人，股东通过企业发展获取超额收益，债权人则是通过债权获取固定的回报。根据收益和风险相配比的原则，债权人会在承担更低风险的同时追求更加稳定的现金流。因此，相比股东，债权人应更加关注债务人在债务期限内的还款能力，也可以称之为债务人从企业内部获取现金的能力。优质的债务人一般具有以下特征：

(一) 稳定的经营状况

稳定经营的企业一般表现为稳步向好的产品销售和现金流入、适当的负债和谨慎的经营决策,快速的扩张和大量的高负债投资往往会降低公司经营的稳定性。企业经营的稳定性取决于外部的经营形势和自身的经营能力,外部的经营形势主要包括行业受宏观政策支持力度、上游原材料供给是否持续充分、产品销售的难度等;自身的经营能力包括足够的生产能力、科学的管理能力和保持合理的负债水平等。

（二）有力的外部资金支持

企业的资金来源于股东、债权人和内生增长, 这里的外部支持是指股东和债权人对企业的资金支持, 又称为企业的对外融资能力。融资能力对企业的持续经营非常重要, 不但可以满足企业的发展需要, 更重要的是可以保持企业适度的负债水平、融资成本和解决企业的短期流动性需求。所以, 企业的



股东实力、与金融机构的合作情况、可以用于抵质押融资的资产等也是考察其还款能力的重要指标。

（三）良好的市场形象

一家企业的市场形象可以从特定的角度反映它的诚信意识、企业文化和历史经营情况，良好的市场口碑是企业良性发展的体现和保障。没有人愿意与口碑不好的企业做交易，在如今信息快速传播的时代，一次负面信息的冲击，就有可能对企业的生存造成重大影响。所以债权人需要了解债务人的市场形象，并持续予以关注。

二、财务分析的几个原则

对债务人的财务分析其实就是对其财务信息进行解读的过程，现在市场通用的财务分析工具和指标经过了无数次的检验，其实用性和有效性早已得到了证明，所以本文不再赘述这些方法，仅简单阐述几个容易被忽视的分析原则。

（一）立足现在，放眼未来

财务分析的基础是企业的历史经营数据，目的是对企业未来的经营状况进行预测。对债务人的财务分析，目的并不是评判它的过往业绩，而是评价它在未来的还款能力。因此，我们需要利用财务分析工具，挖掘对企业发展有重大影响的因素，对其未来的趋势进行评价，并将结果作为预测债务人在债务期限内的发展趋势和还款能力的必要条件。

（二）重视对债务人其他信息的了解

财务分析人员容易把目光集中在对债务人财务数据的解读上，而实际上，对债务人所处的行业状况、经营和盈利模式、记账规则等的了解，是进行财务分析的前提条件。虽然所有企业都应按照会计准则进行记账，但由于每个行业的财务特征相差极大，会计准则也给予了企业一定的会计自由度，仅根据会计准则对企业进行财务分析，其结果可能会出现很大偏差。因此，财务分析前的准备工作必不可少，至少应了解企业所处

行业的财务特征、企业的经营模式、管理模式、会计制度等。就像汉语中的方言一样，只有先细致了解它的发音规则，才不会听错它包含的意义。

（三）在比较中发现真实

企业任何一期的财务数据包含的信息都是有限的，很难从中发现企业的历史发展趋势，更无法据此得出正确的财务分析结果。因此，对债务人需要进行横向和纵向的比较分析。

横向比较是指将债务人与同行业的其他企业进行比较。因为每个行业的财务特征都非常明显，所以相同财务指标在不同行业的企业间的比较没有意义，比如存货周转率在房地产企业和商贸企业间的差异等等。横向比较可以更好的体现出在同等市场条件下，企业在行业中的地位，自身的优势和劣势，以及它面临的竞争压力。

纵向比较是指对债务人多年的经营成果进行比较。每个企业都有自己独特的发展轨迹，财务分析的一项重要内容就是通过解析财务数据对这些轨迹进行研究，目的是发现和印证企业发展的原动力和核心竞争力，而这些信息就隐藏在企业连续多期的财务数据当中。

在实际的财务分析工作中，我们一般使用的是将债务人多年的历史财务数据进行归纳整理后，与同行业企业进行对比的立体比较方式。

（四）财务数据的拆分与调整

在对债务人进行财务分析时，我们经常需要对财务数据进行拆分。由于不同业务之间财务特征不同，对于多元化经营的企业，我们只有按业务、产品类别将财务数据进行拆分，才能进行立体比较分析，然后再将各业务板块的结论汇总得出对债务人的正确评价。一般来说，拆分的越细致，分析得到的结果越可靠。

另外，我们还需要对债务人的财务数据进行适当的调整。财务分析所用到的方法和指标，通常都必须具有明确的前提条件和数据口径，否则得出的结论就会出现偏差。所以，我们需要提前了解债务人的记账规则，对特定的科目进行调整后再进行财务指标分析。比如在分析应收账款周转率的时候，就需要剔除债务人应收账款科目中由于非经营性资金往来形成的数额。

三、几个实用的财务指标

（一）息税前资产净利率/有息债务加权年化融资成本

此指标主要反映了债务人利用有息债务为股东创造收益的情况。指标大于1时，说明债务人利用有息负债所形成的资产取得的收益，能够覆盖债务成本，并为股东带来超额回报；指标等于或小于1时，说明债务人的有息负债成本已经达到或超过有息负债所形成的资产产生的收益，此时债务人对外借入有息负债只会侵蚀股东的收益，不符合正常的商业逻辑。

一般来说，债务人上述指标等于或小于1的原因有两个：一是企业的资产收益率突然出现下滑，股东需要用自己的收益去补偿债务人；二是企业的经营已经非常困难，不得不借入高息债务满足短期偿付需要。无论是上述哪种原因，债务人的自身“造血”功能都在不断衰退，如果不能尽快扭转此种情况，债务人的经营将持续恶化，终将难以为继。

有时候，我们也可以“用息税折旧摊销前资产净利率”代替“息税前资产净利率”，但因为折旧和摊销是企业长期发展的重要资源，所以代替后的指标只适用于未来短期的分析和预测。

（二）销售商品、提供劳务获得的现金/主营业务收入

此指标主要用于反映债务人收入中取得现金的比例，从而推断其的产品销售能力。若指标较高，一方面说明企业提供的产品或劳务受市场认可程度较高，客户愿意通过支付或预付现金，而非拖欠货款的形式购买产品，企业的发展势头良好；另一方面，企业经营状况良好，更容易取得外部融资，现金流相对较为充裕，偿付债务能力更强。

需要注意的是，因为单期财务数据中的现金流和收入很难完全匹配，所以在财务分析中，应该对此指标进行多期数据的汇总考察。

（三）存货周转天数+应收账款周转天数

此指标主要反映债务人日常经营中，营运资金从投入到回笼所需要的平均时间。存货周转天数和应收账款周转天数，分别从一个侧面体现了债务人的经营状况，但对债权人来说，更关注的是债务人整体的经营管理效率和资金周转速度。资金周转速度越快，债务人短期资金压力越小。

（作者为资产运营总部总经理）



公益信托有关问题探讨

文 | 李强

一、开展公益信托的法律依据

目前,开展公益信托的主要法律依据有两个,即2001年10月1日开始实施的《中华人民共和国信托法》(以下简称:《信托法》)和2008年6月2日发布的《关于鼓励信托公司开展公益信托业务支持灾后重建工作的通知》(银监办发〔2008〕93号,以下简称:93号文)。

《信托法》第六章专讲公益信托,规定了公益信托的范围、设立的要求、信托监察人制度以及公益信托管理的基本要求。《信托法》作为根本大法,是公益信托开展的主要法律依据,但因诸多问题,立法后公益信托并没有得到快速发展。

2008年四川汶川地震后,为帮助和支持灾区重建工作,中国银监会发了93号文,鼓励信托公司开展以救济贫困、救助灾民、扶助残疾人,发展医疗卫生、环境保护,以及教育、科技、文化、艺术、体育事业等为目的的公益信托业务。93号文在《信托法》基础上,往前推进了一步,明确了受托人和监察人的收费标准,明确了公益信托可以公开推介宣传,明确了公益信托项下财产的投资运营范围,明确了信息披露要求。但93号文作为部门规章,在公益信托应当享受的税收优惠以及公益信托的设立审批两个核心环节未能取得突破,公益信托也并没有因为93号文的出台得到快速发展。

二、公益信托的比较优势

信托公司作为金融机构利用公益信托来开展公益事业,具有比较明显的优势,既来源于信托法律制度本身的优势,也有作为忠实履约的公信力优势。与基金会相较,信托的优势主要有:

(一)公益财产破产隔离。使得公益信托跟一般信托一样具有破产隔离的制度优势,保证公益信托的独立性与安全性。

(二)公益财产多样化。相比基金会只能接受现金和实物捐赠,公益信托可以接受包括股权、股权收益权、房产等在内的各类有价财产和财产权,有利于扩大基金会可接受的捐赠财产范围、一定程度上有利于更多社会公众灵活参与公益活动。

(三)公益资金归集渠道多样化。相比(公募)基金会募款渠道有限,公益信托产品可对接银行、券商等金融机构渠道,不失为社会公众参与公益活动的新平台。

(四)有利于信托和基金会各司其职。相比目前基金会不仅要进行项目管理,还要耗费相当大的人力、物力进行筹款,公益信托大大减轻了基金会的筹资压力,专注于公益项目的运营,有利于基金会专注于项目管理,更好地实现公益项目的落地。

(五)公益财产保值增值。许多基金会因缺乏相关信息及专业人员,在投资收益方面,因经济形势而波动,丰歉不均,这对于基金会(尤其是非公募基金会)的运作和可持续发展带来很大挑战。信托公司作为专业的资产管理机构,不但深谙投资之道,而且自身就有丰富的投资理财产品线,通过合理科学的资产配置,有利于最大限度地实现公益财产的保值增值。

(六)规范管理、透明运作。公益信托中涉及多方,如受托人(信托公司)、受益人(基金会)、信托专户托管方(银行)、信托产品代销方(银行、券商、基金等)、监察人、公益信托审计方(会计师事务所)以及延伸开来的监管机构(包括对信托公司进行监管的银监局/银监会、对相关基金会的业务主管单位)。以上各方相互监督、相互制约,有利于保证公益信托规范管理、透明运作,相比基金会,更有公信力,有利于号召社会公众参与公益活动方面。

(七)有助于基金会可持续发展。根据《基金会管理条例》规定,“第二十九条:公募基金会每年用于从事章程规定的公益事业支出,不得低于上一年总收入的70%;非公募基金会每年用于从事章程规定的公益事业支出,不得低于上一年基

金余额的8%。”上述相关规定加大了基金会的筹款压力,同时不能保证公益项目年度的增长保持可持续性。通过公益信托能很好地扩大基金会的管理规模,同时以信托资金拨付的灵活性合理分配每个年度的公益事业支出,保持公益项目实施和公益支出的稳定性,从而实现基金会的可持续性发展。

(八)引入竞争机制激活公益事业。公益信托在法律制度方面的天然优势以及监管机构的严格要求,能够真正做到公开透明。公益信托的介入对传统的基金会是一种竞争,为了筹款需要获得公众信任,这些基金会相应的就会不断完善自己的制度,提高透明度,同时也会淘汰那些不规范的基金会,这样就能够提升公益事业从事主体的素质,从而促进公益事业的发展。

三、公益信托开展现状及面临的问题

93号文出台以后,通过公开资料可以查到的完全按照《信托法》和93号文要求设立的公益信托一共10只,分别由6家信托公司先后设立,合计总规模2000余万元,与同期信托行业数万亿的余额相比,占比非常小。公益信托未能得到很好的发展,原因主要来自法律和信托两个方面。

就法律方面来说,设立公益信托的信托公司不具备公益性捐赠税前扣除资格,这一障碍将不可避免地影响企业或个人通过公益信托来参与公益事业;再者由于《信托法》没有对公益事业管理机构的主体作出明确的规定,《公益事业捐赠法》、《基金会管理条例》等相关法律法规中只字未提公益信托审批事宜,导致在民政局审批环节障碍重重,挫伤了信托公司设立公益信托的积极性,影响了公益信托的设立效率,即使公益信托设立成功,上述问题也可能影响公益信托后期管理的效果与效率。

另外,民政部门对信托公司与基金会注册地不一致之一情形,存在顾虑,认为即使基金会在自身管辖权范围内,但信托公司为非本地金融机构,存在越权审批之嫌。

从目前信托法的法条来看,强调监管和管理比较多,但具体实施的细节涉及非常少,关键问题又语焉不详,导致信托公司开展公益信托业务实质上无法可依。日本公益信托70年都没有很好的发展就是一个力证。因此,在立法的导向上应该尊重客观事物发展规律,具有一定的前瞻性。

就信托方面来说,公益信托与其他业务相比,操作周期长、规模小,带来的收益更多体现在声誉上,加之信托公司缺



乏业绩考核和激励机制上导致信托公司普遍积极性不高。同时,开展公益信托往往需要投入大量的人力,并且对人员专业性要求较高,这导致信托公司的公益信托项目往往还需要捆绑一家专门的公益事业执行机构,例如基金会。

四、政策建议

公益信托面临的问题是比较明显的,面对公众参与的热度,下一步建议从立法层面对公益信托的制度基础进行完善,目前国家正在就《中华人民共和国慈善事业法》征求意见,公司也参与了两次立法论证会,建议从以下几个方面予以完善:

(一)税收优惠。必须明确公益信托应当享受税收优惠,提高公众的积极性。其次,税收优惠的细则宜单独制定,并责成相关部门在1年内出台公益信托的税收优惠政策,以免最后沦为一纸空文。

(二)明确备案或审批部门。建议将公益信托的备案或审批部门明确为公益信托受托人所在地的民政部门。弥补现有《信托法》第六十二条未明确审批机构的缺陷。

(三)实行分层监管。对享受税收优惠并能公开募集的公益信托应当在受托人资质、审批或备案要求、监察人制度等方面要相对严格一些;对于部分单一委托人且没有税收优惠的公益信托,相对要求可以放低,比如可以不审批,例如宣言信托和目的信托。也建议在新立法中明确公益信托的管理细则由民政部门会同银监会在1年内制定并实施。包括可以考虑引入公

益认定委员会,通过第三方独立委员会解决管理部门人员不足和专业性不强的问题。

(四)解决公益优先和剩余信托的问题。从目前的立法来看,公益优先信托和剩余信托不能纳入立法范围,但在实践中,尤其是家族信托领域可能会有涉及。虽然立法方面不能取得突破,但是个人觉得通过母信托加子信托的双层架构能够解决这一问题,即家族信托只约定家族信托的事宜,然后再另设一个公益信托,作为家族信托的子信托,未来的公益有关的安排通过这个子信托去完成。

(五)需要处理好的其他问题。需要明确《中华人民共和国慈善事业法》与《信托法》的关系问题,即是平行还是后法优于先法。

需形成完善的法律救济路径。在公益信托实施过程中产生的纠纷,首先作为民事关系,按照契约可以通过法院诉讼解决争议;如果公益信托相关主体违反了监管规定,通过主管机构采取行政措施就行相关救济;如果违反了法律规定造成影响的,可以追究刑事责任。即形成契约——行政——刑事(责任)完整的司法救济路径。

受托人范围扩大后,需明确信义义务的问题。正在讨论的《中华人民共和国慈善事业法》把受托人的范围扩到到金融机构、基金会和自然人,需通过司法解释或细则来明确包括诚实、忠实、谨慎等方面内容以使受托人很好地履行信义义务。

(作者为创新业务总部总经理)

公益信托项目汇总表							
时间	受托人	信托名称	信托目的	规模(元)	期限	审批	监察人
2008年6月	西安信托	5.12抗震救灾公益信托计划	全部财产用于陕西地震灾区受损中小学校舍重建或援建新的希望小学等公益项目	10000000	三年	陕西省民政厅	希格玛会计师事务所
2008年11月	百瑞信托	郑州慈善公益信托计划	信托财产和收益全部用于资助地震灾区及贫困地区教育项目	2290000	十年	郑州民政局	郑州慈善总会
2009年9月	重庆信托	重庆人民警察英烈救助基金公益信托	信托财产及收益将专项用于帮组特困、伤残、牺牲的公安干警及其家属	76915800	十年	重庆公安局	会计师事务所
2013年11月 2014年2月	长安信托(原西安信托)	长安信托奖学金公益信托	全部用于奖励西安交通大学经济与金融学院优秀全日制在校研究生(含硕士、博士生)。当每年捐赠资金超过10万元时,超出的资金也可奖励和资助经济与金融学院的在校本科学学生。	1: 163500 2: 134400	十年	陕西省民间组织管理局	陕西简能律师事务所
2011年 2012年11月 2013年11月 2014年11月	紫金信托	厚德1号公益信托计划 厚德2号公益信托计划 厚德3号公益信托计划 厚德4号公益信托计划	1号: 将信托资金运用于捐助、救助失学儿童及其他需要帮助的人群。 2、3、4号: 将信托资金运用于捐助、救助困难家庭中罹患大病的儿童(主要集中在南京市)	1: 未知 2: 974575 3: 819000 4: 700000	皆为12个月	南京市民政局	立信会计师事务所江苏分所
2014年9月	万向信托	中国自然保护公益信托	将信托财产用于无偿捐助受托人根据信托文件的规定筛选确定的、执行中国境内自然环境和生态保护公益项目的个人、组织或法人机构。	成立规模 ≥100000	长期	杭州市民政局	德勤华永会计师事务所
2014年11月	国民信托	国民信托-爱心久久-贵州黔西南州贞丰‘四在小学’公益信托计划	信托资金全部用于无偿捐赠支持贵州省黔西南州贞丰县“四在小学”活动开展。	201500	两年	贵州省贞丰县民政局、贵州省贞丰县教育局	北京振兴联合会计师事务所



PPP操作的重点问题及国际经验

文 | 展飞

一、PPP的概念

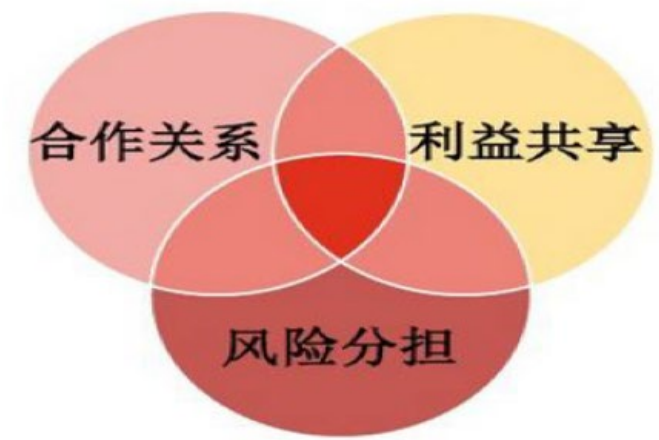
十八届三中全会明确提出“允许社会资本通过特许经营等方式参与城市基础设施投资与运营, 让市场在资源配置中发挥决定性作用。”

随后国务院正式颁发规范地方政府性债务管理的43号文——国务院《关于加强地方政府性债务管理的意见》(国发〔2014〕43号) 推广使用政府与社会资本合作模式(即PPP): “鼓励社会资本通过特许经营等方式, 参与城市基础设施等有一定收益的公益性事业投资和运营。政府通过特许经营权、合理定价、财政补贴等事先公开的收益约定规则, 使投资者有长期稳定收益。投资者按照市场化原则出资, 按约定规则独自或与政府共同成立特别目的公司建设和运营合作项目。投资者

或特别目的公司可以通过银行贷款、企业债、项目收益债券、资产证券化等市场化方式举债并承担偿债责任。政府对投资者或特别目的公司按约定规则依法承担特许经营权、合理定价、财政补贴等相关责任, 不承担投资者或特别目的公司的偿债责任。”

对于PPP国际上并没有统一的定义与界定, 一般是指政府与社会资本为提供公共产品与服务而建立的全过程合作关系, 以授予特许经营权为基础, 以利益共享与风险分担为特征。通过引入市场竞争及激励与约束机制, 发挥双方优势, 提高公共产品或服务的质量和供给效率。PPP的核心在于政府和社会资本进行合作, 在基础设施及公共服务领域降低政府成本, 发挥社会资本的优势, 实现公共利益最大化。

PPP的合作原则



资料来源: 中信证券研究部

新预算法正式实施后, 一方面是年均10万亿级别的基建投资需求, 另一方面是原有政府投融资模式走向尽头, 由于地方政府在2015年的债务扩张受限制, 支出空间有限, 且发改委、财政部联合各部委在2014年年末以来积极推出PPP有关文件, 这给政府与社会资本合作(PPP) 机制极大的发展空间。而地方政府财政刺激存在资金压力, 在不走“老路”的情况下, 对PPP模式带动的基建与公用事业投资具有迫切需求。因此, 中央及地方纷纷将PPP作为未来投资工作的重点之一。

PPP项目分类之经营性项目、准经营性项目以及非经营性项目对比

项目类型	相关子行业	操作模式	收入方式	财政资金占用	对社会资本吸引力	2015年迅速拓展的速度	长期投资空间
经营性项目	环保、市政处理、城市管廊	特许经营权	使用者付费	小, 可以优质项目出资	高	快	低
准经营性项目	城市轨道交通、装饰园林、医疗服务、养老产业、体育	特许经营权+补贴及直接投资	使用者付费+政府补贴	中, 需要提供一定补贴、股本投入或其他融资支持	中	中	中
非经营性项目	水利、铁路运输、绿化	政府采购, 委托运营	完全政府补贴(资源补偿, RCP)	大, 需要提供较大额度补贴和融资支持	低	慢	高

资料来源: 中信证券研究部整理、分析

二、PPP的类型与合作模式

如果按照经营回报的特点, 可以将PPP项目分为三种类型: 经营性项目、准经营性项目以及非经营性项目。

经营性项目指的是项目本身就能够带来盈利, 例如污水处理厂、自来水净化厂等项目, 这是近期政策所推动的重点。《国家发展和改革委员会关于开展政府和社会资本合作的指导意见》(发改投资[2014]2724号) 第三条第(二) 款规定: “对于具有明确的收费基础, 并且经营收费能够完全覆盖投资成本的项目, 可通过政府授予特许经营权, 采用建设-运营-移交(BOT)、建设-拥有-运营-移交(BOOT) 等模式推进。要依法放开相关项目的建设、运营市场, 积极推动自然垄断行业逐步实行特许经营”。

准经营性项目指的是盈利能力一般或需要政府补贴才能实现盈利的项目, 例如轨道交通、城市地下管廊建设等。《国家发展和改革委员会关于开展政府和社会资本合作的指导意见》(发改投资[2014]2724号) 第三条第(二) 款规定: “对于经营收费不足以覆盖投资成本、需政府补贴部分资金或资源的项目, 可通过政府授予特许经营权附加部分补贴或直接投资参股等措施, 采用建设-运营-移交(BOT)、建设-拥有-运营(BOO) 等模式推进。要建立投资、补贴与价格的协同机制, 为投资者获得合理回报积极创造条件”。

非经营性项目是本身的收入回报非常有限、需要政府以补贴或其他形式资源补偿的项目, 如铁路运输、绿化。《国家发展和改革委员会关于开展政府和社会资本合作的指导意见》(发改投资[2014]2724号) 第三条第(二) 款规定: “对于缺乏“使用者付费”基础、主要依靠“政府付费”回收投资成本的

项目, 可通过政府购买服务, 采用建设-拥有-运营(BOO)、委托运营等市场化模式推进。要合理确定购买内容, 把有限的资金用在刀刃上, 切实提高资金使用效益”。

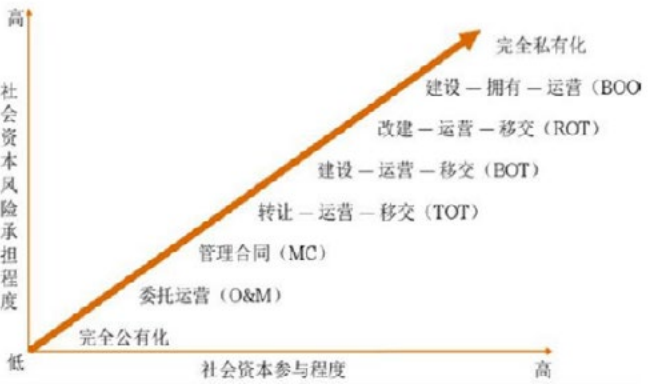
如果从投资的空间来看, PPP规模要做大, 从经营性项目(环保、水务等) 逐步向准经营性项

目(城轨建设等)和非经营性项目过渡可能是一个大的趋势。

以示范性项目来看, 财政部发布的首批30个示范项目中, 环保方面占了15个, 轨道交通占了6个。环保和轨道交通项目占比如此高, 原因在于这类项目大多属于经营性项目, 收益能力较好, 项目本身的收益就可以覆盖建设成本, 在PPP扩大运营范围的初期, 这类项目相对更为稳健, 对社会资本吸引力也更大。

根据社会参与程度的高低, PPP的合作模式有十多种, 如委托运营(O&M)、建设-运营-移交(BOT)、改建、运营、移交(ROT)、私有化(PRI)等。简而言之, 这十多种可以归为三类, 即社会资本参与最少的“外包类”, 社会资本中度参与的“特许经营类”和基本完全参与的“私有化类”。

PPP的合作类型



资料来源: 中信证券研究部

三、PPP的发展现状与展望

政府和市场博弈下的PPP投资的扩张不会像“四万亿”期间那样一帆风顺, 这前几年PPP发展低于预期的主要原因在于:

首先, 政府信用和契约精神的缺失可能导致合作低于预期。PPP项目往往有初始投资大、回收周期长的特点, 而政府受契约约束力较小, 且换届效应明显, 因此实际合作效果往往低于预期。

其次, 项目选择上有逆向选择风险, 政府关注规模, 企业关注收益。PPP合作双方的诉求点并不相同, 政府方是规模优先, 更关注项目实施后对经济、财政和就业的影响, 市场方则

更关注项目的投资收益。因此, 项目清单中的基建、公用事业类项目往往存在规模大、周期长的特点, 甚至是微利或不盈利的鸡肋项目。在这种背景下, 能够满足投融资需求的企业本来就有限, 收益不足又进一步阻碍了企业与银行的投资参与积极性。这也是过去几年, PPP合作项目进展缓慢的最主要的原因。

再次, 政府部门存在多头领导, 发改委与财政部在操作细节上有分歧。关于PPP的管理与实施, 2014年以来, 发改委和财政部相继颁布了《指导意见》和《操作指南》, 从指导思想和目的上看, 两部门基本保持一致。但在具体操作细节上仍有分歧: 一是发改委主要关注融资创新、转变政府职能, 而化解平台债务风险则是财政部的重要关注点。这可能导致实际项目选择存在偏差。监管机制存在多头管理现象。发改委要求各省市发改委建立数据库, 逐月评估上报, 而财政部制定其下属PPP中心监督PPP项目实施。双头监管可能使社会资本无所适从, 降低其参与意愿。

尽管如此, 当前低迷的经济环境和包括价格改革在内的一系列市场化改革政策的陆续落地、财政的跨年度平衡和政府职能的转变将倒逼PPP项目的快速开展。为了避免经济的“一路下行”对财政收入、就业乃至改革进程产生负面冲击, 预计政策将保持积极态势。一方面通过宽货币降低社会融资成本, 另一方面, 财政定向发力, 稳投资稳增长。换言之, 2016基建对冲地产的故事仍将延续。

基建对冲地产 (单位: %)



资料来源: 中信证券研究部

四、PPP操作的重点问题

PPP项目由于牵涉主体众多, 涉及环节复杂, 且具有无法将个案复制的特点, 定制化、个性化是操作PPP项目的必然要求, 但从共性上看, PPP操作过程的重点问题可以归纳以下



几点:

一是PPP模式的法律文本体系是否完备是PPP项目取得成功的保障。PPP模式的法律文本体系主要包括以下几大类: 一是基础交易合同体系, 侧重于解决商业层面事宜, 主要分为项目建设相关合同、项目运营管理相关合同、供应合同及产品销售合同三大类。二是融资合同体系, 侧重于安排资金、资本层面事宜; 三是协调机制, 侧重于相关重要事项中的权益配置及程序性事宜, 从法律性质上区分主要包括特许经营权、渠道许可以及经济性优惠政策三类。

二是综合评价PPP项目的交易成本是运作PPP项目的前提。PPP项目往往交易结构复杂、实施周期较长, 在项目前期准备及实施过程中都会耗费大量的人力、财力等资源, 交易成本不容忽视。目前, 国际上流行的评价方法是物有所值论证(VFM, value for money), 具体评价过程包括定性评价、定量评价以及补充评价, 评价结果主要包括以PPP模式实施的成本较政府以传统的方式实施是否更经济, 在各个备选PPP实施

方案中哪个是成本最低的。目前, 我国在PPP项目的筛选与评价上, 更多的还是依赖于定性的分析判断, 缺少类似的定量或系统性分析评价。

三是基于收益保障与风险的最优分配原则来设计PPP项目是其运作成功与否的关键所在。对于社会投资人而言, 首先要保证项目的财务可持续性, 为此, 需要对项目现金流进行预测和测算分析, 以判断项目自身的收入能否覆盖所有的支出并实现基本的回报要求。否则就需要政府补贴或捆绑其他权益的方式使得项目现金流达到预期水平。其次, 需要按照“最优风险分配原则”对项目风险在各相关主体之间进行分配, 最理想的结果就是项目公司能获得相对可预期的稳定现金流。所谓最优风险分配原则, 是指由最有能力控制该风险的一方承担该风险, 同时确保该方享有与所担风险相对等的收益。合理的风险分担, 对于专业的社会投资人而言, 其实就是一套行之有效的激励机制, 通过发挥其专业优势对风险进行有效管控, 从而获得与风险水平相匹配的收益。



五、PPP的国际经验

关于PPP的潜力估算，市场上已经有较为一致的预期。目前的核心在于，在中国目前特殊的经济背景下，究竟哪一类PPP项目更容易实施成功。我们可以参考国际成功实施PPP项目的经验。根据USAID的统计报告，其分类梳理了2001年至2014年美国参与实施的1400余个PPP项目样本，占当期美国全部PPP

2001-2014美国新建PPP数量（对比美国GDP增速）



资料来源：中信证券研究部

项目的90%。

从国际经验上，成功实施的PPP项目具有以下特点：

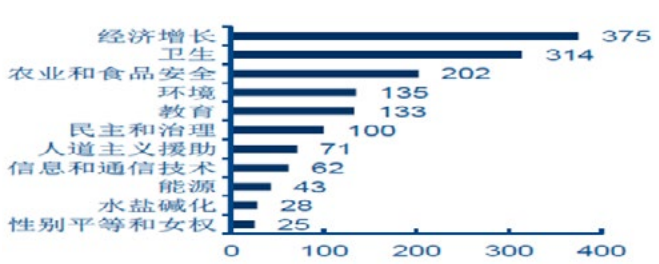
一是项目的顺周期特征较为明显，多数由企业主导，中国的PPP更多是政府主导，逆周期的特性相对较强。这主要是因为美国的PPP项目市场化程度较高，主要由企业主导推动，本质上就是企业的一项投资活动，经济环境较好的年份，项目推

2001-2014美国新建PPP数量（以期限分类）



资料来源：中信证券研究部

PPP项目投资领域（个）



资料来源：中信证券研究部

动相应较多。

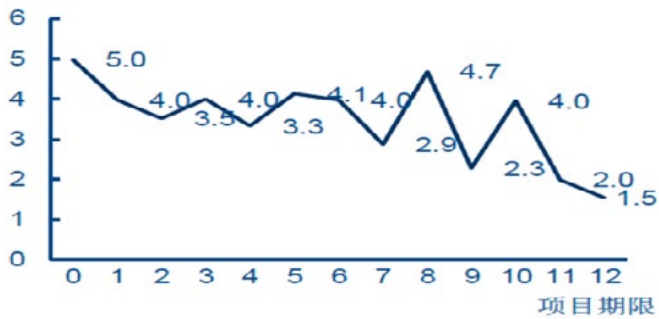
二是7年以下的中短期合同更受青睐，占比超过80%。从PPP项目的实施年限上看，80%以上的项目都集中在7年以下，2-4年项目最多，占比超过60%。从市场化的角度看，实施周期过长的项目，风险也相对较大，不仅有市场需求本身的风险，也有政府和其他不可抗力的风险。

三是项目主要投资经济增长、卫生、农业、环保等相关领域。分领域看，70%以上的项目都投向了经济增长、卫生、农业食品和环境相关领域，其中占比最大的经济增长领域以路桥、交通和城市基础设施建设为主。这说明从全球范围看，PPP项目的首选都是初始投资大、回收周期相对确定的基建项目。

四是项目杠杆率一般为4倍左右。一般而言，项目实施年限较短，风险越低，项目杠杆率可以相应有所提高。由于60%以上的投资项目都是2-4年，以此计算，项目的平均杠杆率约为4倍左右，即资本金比重在25%左右。横向比较来看，PPP杠杆率要略高于普通基建项目，除地产外的一般投资项目资本金比例都在30%以上，即杠杆率低于3.3倍。这主要是由于民间资本与政府共同成立的项目公司（spv）资质相对较好，可以采用



PPP项目投资期限（年）与项目杠杆率（倍）



资料来源：中信证券研究部

更高的杠杆进行投资。分行业来看，经济增长（基建）类项目杠杆率最高，一般可以达到4.9倍，卫生、环保等行业杠杆率也在3倍以上。整体上看，政府和社会资本合作（PPP）方式能够起到为企业增信、提高杠杆的效果。

六、信托公司参与PPP模式

对于信托公司而言，信政合作业务是信托公司三大主业之一，PPP作为未来信政合作业务的发展方向之一，具有巨大的发展空间。信托公司参与PPP模式从操作手段而言，大致可分为以下几种：

1、直接股权投资PPP项目公司。信托公司与社会资本方共同股权投资项目公司，成为项目公司的股东，共同参与PPP项目的竞标方案设计及政府谈判。这种模式的退出方式主要采取项目公司分红、减资取得投资回报、社会资本方到期回购退出等。这种模式的特点有：期限长、收益低，可能需要撮合银行、保险等低成本长期资金；具有股权投资风险，对信托公司的风险识别及与政府谈判能力要求高；一般需要与第三方（建设单位）合作。

2、为PPP项目公司提供项目融资。信托公司向PPP项目提

供项目融资，成为项目公司的债权人。这种模式的特点：政府不再提供担保，考察项目现金流、项目期限和还款安排与现金流的匹配性。这种模式的退出方式：PPP项目公司以项目运营收入、政府补贴收入、结构化融资（包括项目资产证券化、项目收益票据、项目收益债券等）所得收入作为主要还款来源还本付息。

3、为社会资本方提供融资。信托公司向社会资本方提供融资，社会资本方以融资资金注入项目公司用于PPP项目建设和运营，项目公司以其持有的资产为社会资本方的债务提供担保。这种模式的退出方式：社会资本方以其从项目公司获得的收入作为主要还款来源还本付息。这种模式的特点有：一是需重点关注项目运营风险——考察项目运营收入；二是需重点关注社会资本方信用风险——考察社会资本方的履约能力。

4、参与产业基金或政府引导基金。信托公司认购产业基金份额或者政府引导基金份额，产业基金/政府引导基金参与PPP项目。这种模式的退出方式是：基金分配收益、社会资本方回购信托公司持有的基金份额等方式。这种模式的特点为：收益来源于基金收益分配或基金份额回购；基金合同是该类项目的核心。需重点关注基金合同中关于项目筛选标准、投资决策、投资方式、风险控制、退出方式、收益分配等约定内容。

5、担任PPP项目资产证券化受托人。享有政府授予的特许经营权的项目公司将其持有的原始资产（包括但不限于收费权等）信托给信托公司，由信托公司作为受托人发行代表对原始资产享有权利的信托受益凭证，实现原始资产的证券化。这种模式的退出方式是：基金分配收益、社会资本方回购信托公司持有的基金份额等方式。这种模式的特点：资产证券化项目要求基础资产有稳定的现金流，适合PPP项目进入成熟运营期后操作。信托公司为事务管理类信托受托人，收取约定的受托管理费。

（作者为投资管理总部总经理）



优化资产配置CTA基金

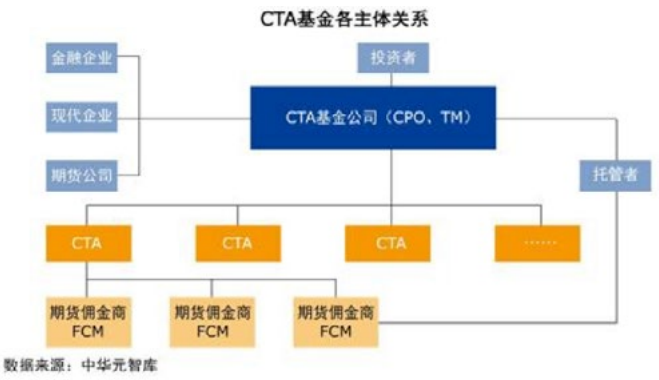
文 | 史琳

西方有句谚语：“不要把鸡蛋放在同一个篮子里”，用在投资中，就是投资要分散，将资产合理地配置在不同类别的资产中。对于资产类别而言，除了股票、债券、现金等这些投资者十分熟悉的传统资产之外，CTA基金作为一种投资于商品期货、期权等领域的投资品种，在海外成熟市场备受青睐。从海外CTA发展的经验来看，CTA的发展不仅为个人投资者减少期货投资风险提供了途径，而且也成为银行、对冲基金、共同基金及养老保险等机构投资者分散风险、提高收益、扩展投资组合有效边界的工具。

一、CTA和CTA基金的基本介绍

CTA全称是Commodity Trading Advisor，即“商品交易顾问”，是通过给客户提供期货、期权方面的交易建议或者直接通过受管理的期货账户参与实际交易来获得收益的机构或个人。

CTA基金（商品交易顾问基金），即期货投资基金，或者叫管理期货（Managed Futures）基金，它是指由专业的资金管理人运用客户委托的资金自主决定投资于全球期货期权市场以获取收益并收取相应的管理费和分红的一种基金组织



期货行业基金的组织结构	
类别	具体描述
商品基金经理CPO	CPO是基金的主要管理机构，是基金的设计者和运作的决策者，负责资金的筹集，选择交易经理及合适的CTA进行交易，决定基金投资方向等。
商品交易顾问CTA	CTA受聘与CPO，对期货投资基金进行具体的交易操作，决定投资的策略等。
交易经理TM	TM受雇于CPO，主要负责帮助CPO选择合适的CTA，监视CTA的交易活动，控制风险及在不同CTA之间的资金调配。
托管人	CPO通常委托一个有资格的机构，负责保管基金资产和监督基金运作，托管人一般是商业银行、大型投资公司设立的金融机构，主要负责记录、报告并监督基金期货期权市场上的所有交易，保管基金资产、办理有关交易的交割事项等。

形式。

CTA一般受聘于某个期货投资基金的商品基金经理（CPO）或某个企业和个人投资者在内的客户。CTA对期货投资基金进行具体交易操作，决定具体期货投资的策略。CTA的基本职能是对其他人就买卖期货期权合约的可行性或盈利性进行指导。

上世纪80年代起，CTA基金开始逐渐在美国及欧洲兴起并迅速发展，尤其近十多年来全球CTA基金规模急剧膨胀，从2001年的413亿美元增加到2013年的3312亿美元，约增加了7倍。

二、CTA基金的优势

1、多空并举，把握全球多样化的投资机会

目前全球范围内有众多规范化的金融与商品期货市场，CTA基金可以把握全球市场中任何一个或多个市场间所存在的投资机会。在实践中，CTA基金可以参与全球150多个市场，CTA基金的投资领域已经扩展到包括利率期货、债券期货、股指期货、外汇期货、基本金属期货、贵金属期货、能源期货、电力期货以及农产品期货等几乎所有期货品种。并且期货市场还在继续发展以满足市场对更多新期货品种的需求。另外由于期货与期权本身可以做多和做空的特性，CTA基金无论在牛市还是熊市中都可能获得收益。

2、与传统资产的相关性较低，可以降低投资组合的整体风险

由于CTA基金与股票、债券等资产的相关性很低，而且CTA基金在股票与债券市场表现不佳的时间段通常都有较好的表现，所以这对于包含股票、债券等传统资产的投资组合来说意味着能够提供下跌保护。

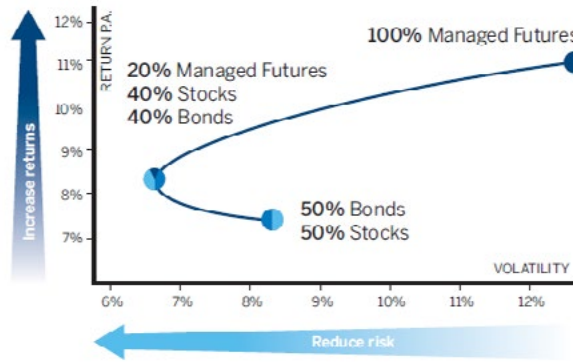
CTA 与其他资产类别的相关系数	
平均年度收益率	10.22%
夏普比率	0.39
最大回撤	15.66%
与标普 500 指数的相关性	0.01
与美国国债的相关性	0.13
与全球债券的相关性	0

数据来源：巴克莱对冲、时间统计为 1980-2015 年

3、CTA基金可以提高投资组合的收益

CTA基金在为投资者降低组合风险的同时，也提供了增强整体收益的机会。广泛的学术研究成果也支持了这一结论。1983年，多伦多金融分析家联盟年会上，哈佛大学博士John Lintner在他的一项具有里程碑意义的论文《管理期货——金融期货账户(基金)在股票与债券的组合中的潜在作用》中写道：“如果在一项组合投资中加入期货基金，可以减少组合的波动并提高收益，这样的组合在任何可能的收益水平上都比股票或股票加债券的组合投资的风险要小得多。”

OPTIMUM PORTFOLIO MIX (01/1987 – 02/2008)*



*1) Managed futures: CASAM CISM CTA Equal Weighted;
2) Stocks: MSCI World;
3) Bonds: JP Morgan Government Bond Global;
Source: Bloomberg



芝加哥商品交易所的研究报告《Managed Futures: Portfolio Diversification Opportunities》中也做了一项模拟,在原始组合(50%股票+50%债券)中加入管理期货,形成的新组合(40%股票+40%债券+20%管理期货),新组合的收益率高于原始组合,并且波动性大幅低于原始组合,也就是说加入管理期货后,组合收益风险特性更优了。

4、充分使用杠杆,博取更高回报

在CTA策略中,杠杆的使用极为普遍,以策略中最常使用的期货为例,由于期货交易广泛采用保证金交易制度,投资者只需要缴纳占投资本金一定比例的保证金,就可以利用较小的资金量来完成大额资金交易,也就是充分利用杠杆来实现以小搏大,提高回报率。当然,杠杆的使用是一把双刃剑,以

小搏大也意味着风险的放大,使用不当,投资损失也会随之加大。在操作中,CTA基金可以根据投资者的风险承受能力设定杠杆比例的高低,并随市场的变化进行动态调整,以达到因人而异、随市而动的效果。

三、CTA基金的分类

根据投资方向、交易模式等方面的不同,可以将CTA基金分为以下不同的类型。

1、根据投资方向不同,分为专业化投资基金和多元化投资基金

专业化CTA基金专注于投资某类市场,如农产品、贵金属、能源、股指、外汇等市场,或某些相关品种。而多元化CTA基金可同时投资于多个市场的期货品种。近十多年来多元化



CTA基金规模持续增长,2014年多元化投资基金在所有CTA基金中占比达到68.7%。

2、根据交易模式不同,分为程序化交易模式和自由式交易模式

程序化交易模式的CTA基金主要通过在计算机系统构建交易模型进行交易,纯粹的系统化交易依赖于计算机复杂、快速、有效地运算而完成的,这种交易决策在一定程度上避免了决策的随意性。自由式交易模式的CTA基金一般采用基本面、技术面数据分析和经验作为投资决策的依据。2000年以来程序化交易模式占比一直在50%以上,十多年来程序化交易模式发展迅猛,至2014年程序化交易模式占CTA基金的比例已达92%。

四、CTA基金的业绩

从海外CTA指数的长期表现来看,其业绩显著优于标普500指数。1980-2015年巴克莱CTA指数的累计净值是19.1,高于标普500指数的净值水平。并且在2000-2002年全球股票熊市以及2007-2008年全球次贷危机时期,CTA指数不仅没有出现下跌,还实现了正收益,抗风险能力显著。

下面我们通过对不同类型CTA基金业绩的比较,来更深入的了解这类基金的表现。

长期来看,多元化CTA基金的表现相对于专业化的CTA基金更加稳健,专业化CTA基金的业绩更容易出现阶段性状况,比如农产品CTA基金在2007-2010年期间出现了大幅业绩提升。虽然多元化CTA基金在2011-2013年出现回撤,但2014-2015年净值开始逐渐回升,业绩相对比较稳定。

程序化交易CTA基金长期表现优于自由式交易CTA基金,1993-2015年,程序化交易CTA基金的累计净值显著高于自由式交易CTA基金。不过在某些特殊年份,两类基金的表现可能相反,也有自由式交易模式基金表现较优的年份。

五、我国CTA基金的发展

1、CTA基金的快速发展和盈利能力
近几年来,随着期货资管一对多业务的放开及私募基金的加速发行,CTA基金也迎来了爆发期。据资管网不完全统计,自2014年1月至2015年12月共登记成立499个基金产品,其



中2014年成立的产品数量为194只，2015年为305只，包括基金专户115只，期货资管130只，自主发行58只，有限合伙2只。2015年平均每月成立25只新CTA基金产品，较2014年数据增长57.22%。

在统计的481只CTA策略基金（基金专户、自主发行、期货资管、有限合伙等）中，2015年整体平均收益率为20.67%（2014年为17.17%）。排名前十的产品平均收益率高达252.06%，平均回撤仅为25.73%，实现正收益的产品共有340只，占比70.69%。

管理总规模在10亿元以上的大型投顾有23家，运行中的CTA策略产品共有126只，2015年的平均收益率为29.41%，高于CTA资管行业平均水平。其中实现正收益的产品103只，占81.74%，表现出稳定的盈利能力。

2、CTA基金的评价标准与选择参照

对于投资者而言，投顾的研发能力+业绩+管理规模是评价CTA基金的关键，这三点也是相辅相成的。

首先，投顾团队持续的研发能力是根本。CTA策略成功的关键是，策略团队需要根据不断变化的市场现状，通过严谨的研究不断对策略进行改进，及时转战新领域，不断扩展新市场，以达到更多元化的资产配置和更加稳健的长期收益，在变化的市场环境中建立可持续的核心竞争力。

其次，持续稳健的绝对收益和低回撤是CTA基金的核心价值。CTA基金至少要有2年以上多年连续业绩。根据资管网统计数据，截至2015年底，运行满2年以上的CTA基金共有28只，产品数量偏少，说明行业仍然处于起步阶段，投顾的市

准备好了吗？请进入年后“深度工作”预热模式

你的工作效率取决于你是否能做到：玩就玩得如痴如醉，忙就忙得天昏地暗。

文 | 林子人

2009年，27岁的行为科学家亚当·格兰特（Adam Grant）被宾夕法尼亚大学沃顿商学院聘任为副教授；两年之内，他成为宾夕法尼亚大学史上最年轻的获得终身教职的教授；5年时间，就在他32岁时，他的头衔再次升级——成为宾夕法尼亚大学史上最年轻的正教授。

在学术界，这种几乎不可能的晋升速度得益于他超高的工作产出，到2014年，他已经出版了60多篇刊登在需要同行评审的学术期刊上的论文了。2012年，他还出版了《礼尚往来》（Give and Take），向公众介绍了他关于商务关系的部分研究成果。这本书日后登上了《纽约时报》杂志封面，成为畅销书。

这是乔治城大学（Georgetown University）教授卡尔·纽波特（Cal Newport）在新书《深度工作：在充满干扰的世界里专注成功的守则》（Deep Work: Rules for Focused Success in a Distracted World）中举的一个例子。

纽波特发现，格兰特将工作效率视作一个科学问题，其中最核心的要素就是“深度工作”。

深度工作的意思是，在一段时间内，在无干扰环境中全神贯注心无旁骛地进行高强度工作。纽波特为此提出了一个公式：高质量的工作产出=所花时间*专注程度。

格兰特正是这么做的。为了在同一时间内专注于一样工作，他把秋季学期作为教学学期，全情投入到教学中——这让他连续4年成为学生评分最高的教授之一，并获得了多项教学奖。

春季学期和夏季学期是他的研究学期。在此期间，他设定了若干闭关期，将邮件设定为自动回复，谢绝所有访客，一个人在办公室里专注于分析数据、撰写草稿、修改论文。

“将工作强度最大化之后，他也将单位工作时间的产出最大化了。”纽波特在书中写道。

另外一个例子是比尔·盖茨。1975年2月，当盖茨还是一位哈佛大学二年级生的时候，他写了一行又一行的代码，并在2个月发布了名叫微软的软件。

盖茨和他的商业伙伴保罗·艾伦（Paul Allen）以及一位名叫蒙特·戴维多夫（Monte Davidoff）的数学系学生在哈佛Aiken实验室待了两周。盖茨尤为投入，为了开发这款软件他甚至放弃了考试复习。

“专注是一种技巧，它能让你完成有价值的事情。”纽波特写道，“深度工作非常重要，换言之，并不是说干扰一定就是不好的，而是因为它让比尔·盖茨得以在一个学期不到的时间里开启了一项价值上亿美元的事业。”

所以，关于多任务和单任务哪种方法工作效率更高，纽波特一锤定音地给出了结论——单任务的工作效率更高！这实际上也是有研究理论支持的：2009年，明尼苏达大学教授Sophie Leroy发表的论文指出，每当大脑将注意力从一项任务向另一项任务转移时，部分大脑仍然在处理第一项任务。Leroy将这种现象称为“注意力遗留”。

因此，如果一个人让自己同一时间只专注于一项任务，大脑就能更有效率地工作，这也是那些成功人士能在短时间内完成更多更好工作的秘诀。

当然，全情投入工作的同时，你也应该学会放松自己。

“在工作日结束的时候，完全放空自己，把工作上的问题留待明天早上再想——别在晚餐后检查邮件、别在脑袋里回想工作场合的对话、别想自己该如何应对一个即将来临的挑战。完全停止工作思考。”纽波特说。

纽波特建议，在每个工作日结束之时，我们最好花至少10到15分钟的时间整理归纳已经完成任务和留待完成的任务，弄明白如何完成它们。他甚至建议你想一个心理暗示性质的词组，告诉自己从现在开始可以停止工作了。纽波特自己用的词组是：完全宕机。

“劳逸结合”这个老祖宗的智慧仍然有效，关键在于，在干扰越来越多的当下，你有多大的决心拔掉网线、关掉手机，做完自己手上的事？

（文章来源界面新闻）



信托公司的信息化战争

这是一场没有硝烟的战争，在信托行业深度转型期到来之际，68家公司积极谋变，可谓是“摩拳擦掌”，尽显“十八般武艺”。如果说躺着挣钱的政策红利已经渐行渐远，那么这场战争已经悄悄从“传统的客户渠道资源依赖”转变为“以新兴技术为支撑的企业管理、营销方式的全面转变”，信托公司的信息化战争由此拉开序幕。

文 | 张伟

一、引言

信托业已正式迈入“16万亿时代”，连续几年稳居金融子行业排序第二的位置。在经历了前些年的飞速发展后，随着泛资管时代的到来，信托牌照的优势在逐渐缩小，加之监管政策趋紧、降息周期到来等因素的影响，2015年第三季度，信托资产规模环比二季度下降了1.58%，这是信托资产规模

自2010年一季度以来首次出现环比负增长，信托业持续高速发展的态势出现了“拐点”。在政策面频频“利空”、优良资产寥寥无几、有限高端客户资源被多方金融机构悉数瓜分的大背景

下，哪里才是信托业的突破口？转型已不再是一道选择题，而是迫在眉睫的出路。

相比信托业在传统业务模式开拓中的举步维艰，互联网金融近几年如火如荼的发展似乎让“信托困局”找到了一些破“局”之路。就在银行、保险、基金、证券等泛金融业纷纷发力互联网之时，由中信信托联合百度、中影股份和北京德恒律师事务所推出的“百发有戏”消费金融产品上线仅仅两分钟就筹集了1800.2万元，这个“找钱”速度让同业惊叹，信托业与互联网的首

次牵手让我们看到了互联网的力量。

上海信托的“现金丰利”产品，从2010年发行初期就在理财市场受到了热捧，如今，这种类基金产品又快速转型“触网”，实现了客户通过手机客户端线上完成认/申购、合同签约、支付、赎回等业务操作，其过程如同在淘宝上购买了一件商品。这种简单的互联网业务模式使其不仅满足了客户短期理财的需求，同时为老客户到期产品的资金过渡提供了灵活的转换空间，目前该系列产品已有近500亿的存量规模。同类产品还有平安信托的“日聚金”、华宝信托的“现金增利”，均有较强的市场影响力和客户活跃度。

就在各信托公司积极探索互联网业务的同时，在不久前刚刚闭幕的中共中央十八届五中全会上国家提出了创新的发展理念和实施“互联网+”行动计划、国家大数据战略等新一轮政策指导方向。那么，互联网这个新兴渠道如何转化为信托公司的生产力？信托公司如何在业务模式、产品销售模式、客户服务模式等方面进行全方位转变？这其中必然离不开信息化的支撑作用。只有信息化建设水平跟上业务创新的脚步，跟上互联网技术发展的节奏，互联网才会成为信托行业的“动力”，而不是“瓶颈”。

二、信托行业的信息化建设发展历程

截至目前，共有68家企业拥有信托牌照。因各公司成立年代不同、背景情况差异很大，企业文化、股权结构特点及发展风格等因素的影响导致每家公司的信息化水平都各不相同。如果

以2007年信托行业“新两规”的颁布实施、重新核发金融牌照作为信托业再次起航的“元年”，在信托业务突飞猛进的同时，整个行业的信息化建设发展大致经历了三个阶段：

第一阶段，2007年以前，是以“实现企业自身管理需要”为基础的信息化建设初始阶段。在此阶段，大多数信托公司都处在各类信息系统“从无到有”的过程，这些基础信息系统大致包括：企业财务管理系统、OA管理系统、邮件系统、人力资源管理系统等，也包括为开展信托业务而必须建设的：信托业务管理系统、各种投资交易系统。这些系统的建立，满足了一家信托公司实现对内管理和对外开展业务的基本需求。

第二阶段，2007年至2013年，是以“满足监管政策要求”为目标的信息化建设发展阶段。随着信托行业进入“黄金发展期”，包括人民银行（含征信中心）、银监会、信托业协会在内的监管机构需要通过掌握信托公司更多的业务数据以指导整个行业更规范、有序的开展业务。这期间，人行理财资金报送系统、反洗钱管理系统、征信系统、1104报送系统、EAST报送系统、信托业协会登记系统、全要素报表系统等在各家信托公司陆续上线。此外，随着银监会《商业银行信息科技风险管理指引》的颁布，各信托公司开展了包括信息科技治理、风险管理、信息安全、信息系统开发测试和维护、信息科技运行、业务连续性、外包管理等方面制度的制定和落实，这些都成为该时期各家信托公司最主要的信息化建设工作。

第三阶段，2014年至今，是以“创

新求变为出发点”的信息化建设发展阶段。在经历了几年的“黄金发展期”之后，随着被称为信托业最严监管文件的99号文正式下发，信托公司告别了“躺着赚钱”的时代。与此同时，在各家信托公司传统业务不断收窄的背景下，2014年7月3日，余额宝用户数量突破一亿，规模逼近6000亿元。余额宝的“储蓄搬家”能力让各大银行的短期存款余额备受考验，一时间以银行、基金公司发起的各种“宝宝类”产品蜂拥而至。

同在金融业的信托公司，面对“宝宝类”的强大“吸血”功能和互联网影响力，也纷纷开始向互联网布局。多家公司改版了官网、开通了微信公众号和服务号、开发了自有APP客户端，利用互联网全方位扩大公司影响力和客户认知度。自此，整个信托业也快速的“被互联网金融”了。

三、信托行业的信息化发展模式

信托行业在三个信息化发展阶段中，信托公司逐步形成了两种信息化发展模式：一是以自主研发为主的“平安模式”；二是以供应商产品采购为主的“外包模式”。

“平安模式”，顾名思义，平安信托是该模式最主要的代表公司。平安信托作为平安集团的子公司，在整个平安集团IT大集中的框架和发展思路下，平安信托的信息化自主研发之路由平安科技主要承接完成。平安科技目前有将近5000人的团队，负责平安集团整体IT产品研发和运营工作，IT的一体化大集中也为平安集团所有金融板块之间协同发展提供了有力的平台支持。

不过信息系统的自主研发在整个信托业还是较为“小众”的发展方式,除了平安信托,华宝信托的一部分信息科技开发工作也由其集团内部的宝信科技承担,成为其自主研发的重要支持力量。随着互联网金融的快速发展,上国投、兴业、中粮、北国投、长安等公司也都开始尝试增加IT队伍中具有开发经验的人员组成,以增强自主开发能力。

另一种是多数信托公司选择的“外包模式”,该模式是以供应商提供的成熟产品作为信息系统建设的解决方案,同时供应商人员会部分参与到信托公司的日常信息系统维护工作中。对于IT人员有限的信托公司而言,这种模式的优势在于可以高效的支持公司各类业务的开展落地。而弊端就在于供应商提供的产品往往是标准化的,对不同公司的“客户化”、“个性化”的需求实现困难,也不利信息化工作的全面统筹和长期规划。

四、“互联网+”和大数据背景下，信托业信息化发展面临的冲击和挑战

今天的金融行业,银行、证券、保险、基金四大子行业均已深度介入互联网,其产品和服务绝大部分实现了“互联网化”,尤其保险业更是把互联网渠道作为业务发展的主渠道。那么,信托业在其互联网化进程中将要面临哪些方面的挑战?

(一)信托产品的非标特色

信托因其灵活的产融结合和投资策略,成就了其在金融子行业中独特的生命力。“非标”是信托的优势,也是其信息化进程中的“掣肘”。因为每一个

信托项目从融资到投资都可能有自己的“特色”,不能用一套标准的IT流程去“限定”信托项目的运作,所以“非标”就是信息化工作的第一重挑战。

(二)信托产品的支付瓶颈

互联网金融的快速发展得益于支付的高效和便捷性,借助于移动互联网的快速普及,各种手机银行、第三方支付、电商平台在移动端得到广泛应用。银行转账、银证转帐、电商购物支付、基金认申购等等支付都可以在线上完成。对于信托而言,支付问题又成为其第二重挑战。原因在于:1、支付限额。参考央行最新下发的支付业务管理办法,单笔100万的支付门槛已经远超各类在线支付的限额要求;2、安全性及风险。即使通过U盾或密钥方式解决支付限额问题,由于单笔支付金额很大,不同客户的安全意识和所处线上环境安全性差别较大,存在一定支付风险;3、支付渠道的佣金及手续费。如果通过三方渠道解决线上支付问题,由于支付机构要收取手续费,这笔费用的开支增加了公司的销售成本。

(三)信托行业信息化生态系统从封闭到开放

相对于传统金融行业的封闭,互联网金融的开放使得信托行业“措手不及”。一方面,现有的应用架构体系不能满足互联网条件下快速的开发部署和迭代的要求,IT系统的建设弹性不足。封闭环境下的信息化建设只需满足后期硬件、操作系统和软件平台的更新换代即可,开放环境下的信息化建设需要信托公司重新考量应用系统的架构设计。再者,封闭环境下的系统用户主要是对内,往往“能用就好”。

开放环境下的用户主要是对外,它是公司对外的“窗口”和“门面”,讲求用户体验。其三,封闭环境下的数据相对“有限”,大数据问题不够凸显,“人工+Excel”的力量还可以对付。开放环境下的海量数据,如果没有数据分析能力,数据价值无法获知,大量数据也只是服务器存储上的垃圾。最后,数据安全性问题。开放除了获得了外部的“机遇”,同时也面临各种安全威胁。只能通过不断优化安全解决方案,以降低可能发生的安全问题造成的影响。

(四)信托业相关的监管政策对流程互联网化的影响

无论对于金融机构还是客户而言,合同采用“面签”都是最可靠稳妥的方式。互联网金融的线上特点,使得越来越多的金融行业告别了“纸质合同”和“面签”过程,电子合同在很多金融子行业快速发展。实现信托业务从产品选择、认购支付到合同签约的线上一体化流程,目前从技术的角度方案已较为成熟,不存在瓶颈。但电子合同和电子签名的合法性问题使得其在信托行业的推广和普及一直停滞。尽管《电子签名法》对其法律效力有明确描述,仍需待监管机构的进一步明确及信托行业广泛认同才能实现。

五、信托业牵手互联网金融的发力点

互联网金融,从另一个角度理解就是如何让互联网更好的服务于金融。作为被服务的“对象”,想更好的借助互联网工具,首先要找准发力点,也就是如何让信托公司自身在某些领域先具备互联网行业的基本特征。在



互联网这个瞬息万变的行业里,总结起来主要有“4个度”,即:信息的传播速度、运营的支撑力度、服务的响应速度和客户的满意度。信托公司如何把握好这“4个度”的有机结合,从而逐步转变信托的客户对信托行业互联网转型的认知,以下就以“4统一”应对“4个度”进一步展开分析。

(一)统一信息发布流程,加快信息的传播速度

目前对于任何一家信托公司而言,都有多种营销服务渠道。除了线下

以客户经理为主的“管家式贴身营销”方式外,线上渠道也都具备营销推广能力。如果说线下渠道取决于客户经理自身的客户资源,那么线上渠道则取决于信息的发布和传播速度。对于以速度决定价值的互联网信息时代,如何实现信息快速发布以第一时间获取客户的关注? 据不完全了解,多数信托公司内部由于不同渠道的定位及管理的可能分属不同的部门离散管理,这导致多个渠道之间对于信息的处理和整合不能形成有效协同,信息

对于客户的获知不能形成营销宣传的合力,这种情况导致信息对于营销的助力作用显著降低。建立统一的信息发布推送平台,整合互联网多渠道的信息发布功能,实现营销信息统一加工处理、统一发布、统一推送,让不同渠道客户对信息的获取保持,充分发挥渠道间信息价值的合力。

(二)统一运营管理过程,提升运营的支撑力度

从互联网营销的角度,平台/渠道和产品有了就具备向用户开放的条件。



但是，一个成熟的互联网平台/渠道都会有一支专业且强大的运营团队进行统计分析，提出优化整改意见。据不完全的了解，目前大多数信托公司也都仅仅是开放了线上渠道，具备客户线上预约及信息查询浏览功能，至于对渠道运营管理还远远谈不上。渠道运营是基于数据的统计分析工作，通过将多个线上渠道接入统一的运营平台，以客户为中心、建立多个维度的统计量化指标，比如：各渠道用户访问数据、各渠道用户转化率、用户回访比率、用户人均访问次数、跳出率等等，从数据分析结果可以清晰的看出各渠道的发展趋势和公司各类营销政策的推广效果，

便于公司对渠道资源的精准投入。

(三)统一客户服务标准，提升服务的响应速度

据对信托公司客服工作情况的不完全了解，目前多数公司还是以800、400等传统电话服务方式为主，近年来越来越多的公司开展了呼叫中心的建设工作。由于信托公司集合客户的数量有限，以这种“电话点对点”的服务方式也能基本满足日常工作需要。在线上各渠道启用以后，线下客服往往不能及时快速的响应线上的客户要求。尤其在移动互联网普及的今天，“随时随地”解决问题成为客户的基本诉求。所以，加紧布局WEB IM、微信、APP等新

渠道的客服支持手段，在客服团队人员有限的情况下，对于常规类客服问题可以考虑线上智能机器人的引用，这些都将极大提升客户对服务响应速度的要求。

(四)统一客户使用体验，确保客户的满意度

每个线上渠道，都是一个公司向用户开放的窗口，其设计不仅仅立足于美观和功能实现，更重要的是用户体验的好坏。信托公司的线上渠道在多数情况是“各自为政”，每个渠道风格各异、业务流程实现不一致，这使得用户使用起来感受和体验差异较大。“简洁易用”往往比“复杂多变”更吸

引用户参与使用。当下的互联网产品设计思路更多是从客户的角度出发，以风格统一、亲切友好、简单易用、灵活便捷、交互性强为主要特点，从而有效提升了客户体验，让用户快速上手形成使用习惯。

六、以信息化创新引领信托公司的转型思考

2015年7月，中国人民银行等十部委联合发布了《关于促进互联网金融健康发展的指导意见》，明确提出要积极鼓励互联网金融平台、产品和服务创新，激发市场活力。支持有条件的金融机构建设创新型互联网平台开展网

络银行、网络证券、网络保险、网络基金销售和消费金融等业务。鼓励银行、证券、保险、基金、信托和消费金融等金融机构依托互联网技术，实现传统金融业务与服务转型升级，积极开发基于互联网技术的新产品和服务。

如今，无论是国家推动互联网金融发展的明确思路还是信托行业自身转型的客观需要，以信息技术的创新引领信托公司转型都是必然的出路。一直以来，信托行业的“小众”与互联网的“大众”是天然的矛盾点，高端理财和“丝金融”之间的衔接点仍处于探索阶段，所以信托公司对于互联网的介入也仅仅是跟进，形成“你有我有大家有”的格局，现在仍处在解决“从无到有”的阶段。创新意味着差异，有差异，竞争的格局才会拉开。那么，信托行业的互联网创新可以从哪些方面推进呢？

第一、引“流”。信托公司有的只是信托客户，没有更多的互联网用户。即使以业内高净值客户数量最多的平安信托为例，最新数据显示其高净值客户数约为6万。这个数量在信托行业内已经遥遥领先其它公司，但如果放在互联网用户中，这个量级还是非常有限。所以，依靠信托公司自身客户的互联网用户“流量”太小，不足以形成任何的宣传效应，推广作用甚微。相比之下，知名互联网公司大都拥有千万上亿计用户，信托公司可以通过业务合作将用户流量引入，提升关注度，

第二、转化。信托公司现有的传统产品可能不适于直接搬上互联网，或者说在线上很难形成闭环的业务流程。可以通过与互联网公司、互联网金

融机构合作的方式设计适合线上推广的产品，尽可能在监管政策允许的条件下形成线上业务闭环。用户通过自助方式完成的线上一体化操作比线上线下载配合完成业务更具互联网吸引力。

第三、盘活。由于信托封闭期较长、流动性差、高净值客户总量有限等原因，信托行业的客户参与度并不高，现有的支持转让的信托产品都是通过线下客户经理的办理才得以完成。今年初，中国银监会表示，将设立中国信托登记有限责任公司，建立信托产品统一登记制度。这一制度的推出有利于增强信托产品的流动性，客户线上完成信托受益权的转让登记具备可行条件，信托公司先期可通过自建信托受益权流通转让平台以增加产品流动性，提升信托产品交易活力。

比尔盖茨在十多年前就曾预言：“21世纪,要么电子商务,要么无商可务”，2015年双11，天猫用912.17亿元的交易额告诉我们，互联网已经不可逆转的成为每个人生活的要素。站在金融行业、信托行业的角度，与其认为互联网金融的到来是对传统金融领域的业务瓜分，不如理解为这正是这个行业的转型契机。借助于传统金融机构自身资金实力雄厚、风控体系完善、口碑信誉度高等优势特点，积极运用互联网思维，以移动互联网、云计算、大数据等新技术手段，从流程、数据、平台和产品等方面全面推进信息化创新，构建更具活力和竞争力的信托公司业务发展模式，信息化创新必将引领信托行业进入一个全新的发展阶段。

（作者张伟，信息技术部高级项目管理经理）

2012年记忆中那次说走就走的旅行—法国篇

文 | 王之鑫



2012年,当时正好是我30岁,也算是人生中一个比较重要的节点。可能是受了《2012》这部电影的影响,当时觉得如果世界末日真的来了,世界上还有不少地方都没去过,岂不是人生的一大遗憾。于是在2012年的6月最后一天辞去了在外贸信托的工作,开始了为期半年的游学生活。还是很感谢北大光华管理学院提供的机会,在当年8月去美国参加MBA交换学习之前,在7月还有幸参加了去法国ESSEC商学院短期学术交流活动。与其说是学术交流,不如说是主要在巴黎参观和文化体验。

从7月11日由北京出发,到7月27日离开巴黎,差不多半个多月的时间在巴黎和南法地区游历。法国的游记大家也看得比较多,我就不记述我的流水账了,挑一些我印象较深的主题,说说我自己的感受。

一、关于巴黎城市的布局

我从小在北京长大,也算经历了一个大城市风貌巨大变迁的过程。在这些年中国经济发展的过程中,北京城市的变化也是其中的一个缩影。从解放以后,关于北京城发展的规划在如梁思



成等学者与政府官员之间就存在着巨大的分歧,北京老城现在已经基本面目全非,在三环以外,高楼大厦的街景在世界任何一个经济较发达的城市中都能看到,毫无特色可言。巴黎的街区编号还挺有意思,从最中心的地方按照顺时针方向,从内而外,一共编制了20个区。有资料表明,当时北京在刚解放的时候,北京有20个市辖区,其中市区12个,从第一区到第十二区,郊区8个,从第十三区到第二十区,再后来才改名叫东城西城崇文宣武什么的。不知道北京和巴黎这城市区划之间的相似性,是否是一种巧合。

而到了巴黎之后,漫步在巴黎街头,我深深地被它的市容所吸引。据说100年前巴黎的大体就是这个样子了。有天晚上我和同学排了几个小时的队登上了埃菲尔铁塔,从铁塔往下看,整个巴黎的夜景一览无余,其精致的布局更是令人惊艳。

【拉德芳斯】我在Essec商学院上课的校区位于巴黎市区偏西北的拉德芳斯新区,这边明显建筑都非常现代化,商业气氛也比较重,很多知名企业都在这附近办公。在巴黎老城以外建新区,主要作商务定位,其实从西方国家许多城市的发展来看,还是比较科学的,既能保留老城的风貌,也不影响商业的发展和现代化的推进。只可惜北京在解放以后,白白走了几十年的弯路,现在终于要规划在通州建个新城。

二、巴黎的治安

在去巴黎之前,很多朋友提醒我一定要注意安全问题。尽管叮嘱牢记在心,出行时刻小心翼翼,但是还是险些发生了被窃事件,还好我及时发现,没让小偷得逞。

在一次乘坐地铁9号线的时候,几个金发小姑娘堵在了门口把我困住了,我心说怎么不让我进去啊。我立刻察觉到有问题,马上摸裤兜,嗯钱包没了。我马上注视这几个小姑娘,她们发现任



务败露，把我钱包放到地上，灰溜溜地在下一站下车跑掉了。虽然没有什么损失，但还是惊出了我一身冷汗。友好的巴黎乘客一个劲儿地教育我，让我在巴黎一定要小心，特别是这些东欧的小孩，技术娴熟，容易让人放松警惕。

三、在巴黎逛街

【圣日耳曼队的专卖店】作为一个足球迷，逛逛各地的俱乐部的专卖店是我的乐趣之一。巴黎圣日耳曼队旗舰专卖店就位于香榭丽舍大街上，店内面积不小，各种俱乐部的衣服、饰品、纪念品应有尽有，相比之下咱北京国安队的球迷商店还是有一定差距的。那几年巴黎圣日曼队还不像现在这样土豪，虽然成绩很好，但对外总体上还是比较低调的。这几年随着伊布这样的超级大



牌球员加盟巴黎圣日耳曼队，球队的运作也更加高调，让中国球迷对法甲球队也投去了更多的关注。2014年法国超级杯就在工体进行的，我还有幸去现场看了大巴黎的比赛。

【罗兰·加洛斯球场】2011年咱娜姐第一次获得大满贯的冠军就是问鼎了法网的女单冠军。所以我专门去了趟罗兰·加洛斯球场去瞻仰一下这个让国人骄傲的地方。球场附近街道挺安静的，结合周边地产中介的房产广告，感觉这一带像是富人区。球场当时没有比赛，暂不对外开放，

于是我只能参观了球场商店和纪念馆。在纪念馆里，工作人员知道我来自中国，很自然地就跟我聊起了李娜。也许在西方人眼里，在这样一个常年被白种人垄断冠军的赛事里，有个黄种人拿到冠军确实是一件了不起的事情。纪念馆有个冠军墙，在最前面就是娜姐的照片，看到真是令人亲切。原来罗兰·加洛斯是一位一战时期法国的著名飞行员，是驾飞机飞跃地中海的第一人，在一战中英勇牺牲。在1920年的时候，法国以他的名字命名了一座球场，也就是现在法网比赛的球场，这感觉跟咱北京的赵登禹路、张自忠路、佟麟阁路的命名差不多是一个意思吧。

【Prada限量版钱包扫货】去巴黎怎能不逛奢侈品，连我这样一个对奢侈品基本不怎么感兴趣的人，都忍不住在老佛爷Prada的店买了个钱包。有个同去的同学受国内一个发烧友朋友的托付，要在巴黎买一个限量版的Prada钱包。当我同学把型号告诉了老佛爷的店员，他们无奈地摇摇头说没有。后来我们又去了巴黎春天，依然被告知没有，不过店员很耐心地帮我们查了这款钱包在巴黎的货源，在蒙田大道的Prada店还有6个库存。于是我们第二天又专程前往了蒙田大道的Prada店，果然有货。我同学看到以后，也爱上了这个钱包，于是一口气买了2个，然后在这位同学的影响下，我另外一个同学也果断把前一天买的钱包加了10欧元换成了这款钱包。这家Prada店的服务真心好，居然接受在其它店买的货来进行更换，不知道国内有没有，反正我是没见过。

【Crazy Horse】这次去法国做游学交流，Essec商学院安排了一次他们学校EMBA同学和我们的冷餐会。我们问他们在巴黎有没有比较小众、比较好的娱乐场所推荐，有个德国同学就给我们推荐了Crazy Horse俱乐部的表演秀，于是我就和我一个哥们儿很败家地花了125欧元买了坐在第一排的票，还外送半瓶香槟。因为没有去过红磨坊，没法比较。但是通过一些介绍，了解到这家Crazy Horse俱乐部的表演主要特色是利用灯光与演员的组合，通过光影来展现人体的美感，而非像红磨坊主要通过华丽的服饰来展现。

四、巴黎的艺术

来到巴黎这座艺术之都，参观剧院和博物馆肯定是必需的行程。

【歌剧院】Essec商学院校方组织我们参观了伽尼叶歌剧院，去之前没听说过。参观过之后，我才知道原来这座剧院就是著名的音乐剧《剧院魅影》里剧院的原型。剧院走廊里，有不少雕塑，整体装潢也颇具艺术感，体现出一种低调的奢华。当时参观的时候是上午，剧场里没有演出，我们只能到剧场里自我想象，感受一下剧场演出时的氛围，屋顶的大吊灯简直和《剧院魅影》里的一模一样。相比之下，咱北京人艺的首都剧场算是很朴素，充分体现出人民艺术剧院的特性，而国家大剧院感觉又过于商业化，虽然很宏伟壮观，但总感觉像个旅游景点，而非纯艺术的殿堂。

【奥赛博物馆】在参观卢浮宫之前，校方先组织大家参观了一下奥赛纪念馆，当作热身活动。以前我孤陋寡闻，都没怎么听说过，但它和卢浮宫、蓬皮杜中心一道被称为巴黎三大艺术博物馆，可见其在当地的地位。馆内主要陈列1848年至1914年间创作的西方艺术作品，聚集了法国近代文化艺术的精华。我在绘画鉴赏方面纯属文盲，看着馆内很多梵高、塞尚、高更等印象派大师的





作品,都觉得还行,但是也无法欣赏出更多内容了。

【卢浮宫】卢浮宫实在是太有名,以致于我都不想太费过多笔墨去描述了。且说博物馆之大、艺术品之多,真是让我叹为观止。怎么形容呢,参观了小一天,腿都快走断了,还有好多馆没有参观完,只能放弃了,绝对是比逛街还累。当我看到《蒙娜丽莎》时,稍稍还是有些失落的,主要原因是可能觉得画太小了。不过我还是很赞叹达芬奇的人生经历,怎么能这么全才呢,在绘画、建筑、天文、数学、物理、生理等多个不怎么直接相关的领域都很有建树。也许可能是那会没有什么社交网络,不用刷朋友圈、抢红包,不会过多分散人的精力,让有钻研精神的人,可以全力以赴地去探索其所感兴趣的领域吧。

【凡尔赛宫】不得不说参观凡尔赛宫,也是暴走的一天。凡尔赛宫坐落在巴黎西南郊区,从巴黎市中心乘坐郊区线地铁可以直接到达凡尔赛宫。凡尔赛宫始建于1661年,是路易十四的行宫,宫殿内金碧辉煌、气势磅礴。在宫殿后方,有一座巨大的花园,在花园的深处还坐落着大特里亚农宫、小特里亚农宫等。我就漫步在花园的小道上,走了一大圈,充分地感受了一下法兰西式园林的氛围。

五、阿维尼翁 (Avignon)



其实我原计划是不包含南法的旅行的,在其他同学的影响下,我也豁出去了,多花了几千块钱改签了机票,加入到南法自驾游的队伍中。我们从巴黎乘坐了约3个小时的高铁(传说中的TGV, 还是我N多年前在法语原版教材上第一次听说)到达了我们的南法的第一站阿维尼翁。

阿维尼翁是一座古城,在古语里是“河边之城”或“大风之城”的意思,它位于普罗旺斯大河罗讷河岸边高坡上,是14世纪罗马教皇的居所。对比咱们国内类似的平遥古城,因为教皇宫的存在显得更加大气,此外因为戏剧节的活动,让整个古城内气氛非常活跃,并没有因为古老的建筑而显得过于死气沉沉。阿维尼翁在天主教历史上具有重要的地位,13世纪末,由于罗马政教各派别之间的激烈斗争,直接威胁到教皇的安全。因此,在法王腓力四世的支持和安排下,1309年,教皇克雷芒五世决定从罗马迁居到阿维尼翁。由于教皇的迁居,教徒们就把阿维尼翁做为朝拜的圣地。教皇宫很大,在各个房间参观,可以真切地感受到当年教皇起居、进行宗教活动的生活情景。1995年阿维尼翁已被列入世界文化遗产。



六、其它

“世界这么大,我想去看看”是2015年的网络流行语之一,其实来说走就走的旅行真的不是那么容易的,特别是随着年龄的增加,工作与家庭的责任不断增加。除此以外,所谓的Gap Year在经济上与心理上也有不小的考验。

不过我想说,有些事情真的想去做了,真的别顾虑那么多,有时船到桥头自然直。其实开启一次所谓的gap year,更多还是心理上的障碍,毕竟工作学习了这么多年,突然要告别比较稳定的生活,开启一段未知的人生旅程,其实不容易。即使之前的生活状态可能早已厌倦,但是依然觉得食之无味弃之可惜。尽管生活状态的变化,可能有许多琐碎的事情要处理,不过我想以我自己的经历和感受告诉大家,我自己那半年的游学生活非常难忘,无论结识的新朋友,学到的新知识,还是对世界、对生活认识的变化,可能都是一辈子都难忘的。

京都大阪六天五晚自由行-京都篇

文 | 冯文潇



当CA927降落在关西国际机场，我们的日本之旅正式开始。在京都的街头徜徉，感受着历史悠久的古寺和古朴宁静的街道在落日掩映下散发出的气息，祥和而又温暖，总是难免使人误以为穿越回了古老的东方。无论背着多重的行囊，在京都，这个历史与自然的交汇点，人们似乎总是乐于在走走停停之间沉淀下来，去寻找属于自己内心的平静。

Day1 北京-大阪关西国际机场-京都

机场（行）—京都酒店（住）—护王神社（游）—京都御所（游）—「めん马鹿一代」拉面店（吃）

从关西国际机场坐JR到京都大约1个小时的车程，为了节约时间，出发前在西日本旅客铁道株式会社官网上预约了关西地区ICOCA&HARAKU乘车卡，在机场取卡缴费后可以在关西地区乘坐JR、地铁、私营铁路和巴士等交通工具，除了没有折

扣以外，充值和使用起来和北京的公交卡基本上是一样的，对于自由行的人来说，这张卡还是很实用的。

初到京都刚刚下过雨，空气清新而湿润。在酒店放下行李，步行几分钟就来到了护王神社。有趣的是神社的守护神居然是一只憨态可掬的野猪，相传他曾治愈了对于京都城的建造具有重要意义的和气清麻吕的腿疾，被视为足腰的守护神。这间神社和清麻吕一度成为日本战前10元纸币的图案，其历史意义和地位由此可见一斑了。

与护王神社仅有一条马路之隔的便是京都御苑（所），整个京都御苑其实是一个大的开放式公园，其中种植的花树一年四季各有花季，无论哪个季节来游览总能观赏到前皇居的繁华景象。如果想要深入游览皇家园林中的四个宫廷，需要提前在宫厅办公室预约并在指定的时间参观游览（上京区只有京都御所、仙洞御所）。御苑里的路大都由石子堆砌而成，虽然有很多附近的居民在其中或健身或穿梭，到了傍晚，走在路

上还是可以清晰地听到石子因摩擦发出咯吱咯吱的声响。

距离京都御所大约两站公交车程的南伊势屋町，有一家不起眼的和式风格的拉面店「めん马鹿一代」，火烧葱面是店里的特色，作为到京都的第一顿正餐，一碗兼具观赏性和好口感的拉面，配上一份炸鸡，至今想想也是很值得回味的。

Day2 京都

金阁寺（游）—二条城（游）—清水寺（游）—三年二年坂（游/购）—伏见稻荷大社（游）—锦市场（吃）

大约九点前赶到金阁寺，可以避开拥挤的人群和旅行团。



400日元换取入门的朱印，上面印有祝福语可以留作纪念。金阁寺本名鹿苑寺，用作舍利殿的金阁殿体包裹着金箔尽显北山繁盛时期的盛世之景。园区内零星散落着池塘（镜湖池、安眠泽），小溪，山石景观和庭

院，大约半小时便可系数游览，登上不高的观景台，便可鸟瞰整个金阁寺园。园中还建有茶室及不动明王庙，游览之余小憩一下，喝杯抹茶求个签也不失为一种乐事。

从金阁寺出发坐巴士大约半小时便可到达二条城，这里无论何时游客都是很多的。在自助售票机上买好门票便可入城参观了。作为幕府将军的府邸，城内建筑的主屋和走廊进行了特殊设计，人走在“夜莺”地板上面会发出咯吱咯吱的响声，据说为了防止刺客。除此之外，沿着回廊游览欣赏壁画、工艺品和人偶场景，阅读每间居室前的介绍，细细观赏下来大约也是要花费1-2个小时的。

音羽山清水寺坐落在音羽山的半山腰，一路拾级而上，大大小小的特产店、神社交错，闹中取静，静中有动，不但能在游览之余填饱肚子，还能穿着租来的和服体验一把cosplay的感觉。不知不觉便来到寺门前，最有特色的本堂露台悬空于山体

之上，仅有139根原木支撑，没有用一根铁钉。沿着栈道前行可以看到本堂的全貌，无论远观还是身临其境都会对其建造技艺和气势叹为观止。在音羽山的山坳中，三层漆红的子安塔格外醒目，与蓝天绿树相应，赚足了游客的眼球。走出寺门，可以看到热闹的街市中有几个苦行僧人站在路旁化缘修行，游客们大都忙于赶路，无暇顾及他们的存在。沿指示牌来到三年二年坂，这里保留了江户时代的风貌，是京都独具风情的坡道。

伏见稻荷大社并不在京都市区，需要乘坐JR或京阪电车到伏见稻荷站，一路沿着表参道前行，就能看见红漆金角的正门了。由于大社的营业时间只到16:30，游览时间选在下午3-4点间可以避开大量的游客，还能遇到许多当地人来参拜或锻炼。这里最著名的要数千本鸟居和白狐守护神了。狐狸神守护着商业兴旺，绿色的山林间绵延不绝的千本鸟居，就是由个人或公司捐造的，以此来祈求风调雨顺生意兴隆。如果选择爬山的话，大约需要2-3的小时，爬到半山的路口可以俯瞰景区附近的美景，如果幸运的赶上晴天日落鸟瞰的景色更是美不胜收了。

太阳落山后离开伏见稻荷，乘地铁来到位于市区的锦市场。饥肠辘辘的我们急于寻找一家餐馆，才发现原来以生鲜批发而文明的锦之店

早已进化成一间间即食的小店，狭长步行街两侧的生鲜小铺里已经为客人码放了小餐桌，无论是生鱼片、鲜鱼还是各种甜品果子，买后即食，走过几家店后便有了一种鲜食果腹的满足感。走进巷子里面还会发现有几家名气很大的料理店，游客们很早便在门口排起了长长的队伍。许多京都本地人也会到锦市场来采购食材。可以说，这里是名副其实的“京都的厨房”。



金枪鱼火腿披萨

文 | 成佳



材料：

主料：番茄、洋葱、金枪鱼、火腿、蘑菇
辅料：黄油、黑胡椒粉、大蒜、罗勒、马苏里拉芝士

步骤：

首先制作披萨酱：

- 1、番茄洗干净后，切成小细丁，洋葱切成小丁，蒜切成末；
- 2、锅烧热后，放入黄油溶化；等黄油溶化后，放入洋葱末和蒜末翻炒；
- 3、随后放入番茄丁，大火翻炒至番茄变软出汁。番茄出汁后，一次放入糖、黑胡椒、罗勒，继续翻炒，盖上锅盖，转小火煮20分钟，最后加入盐，翻炒均匀后即可出锅，披萨酱完成。

其次制作面饼：

- 1、高筋粉100g，低筋粉50g，干酵母2g，温水80g。
- 2、高低粉混合、放入干酵母，用筷子边往面粉里倒入温水边搅拌，到面粉出现雪花状；把面粉揉和成光滑的面团，放在温暖处发酵到两倍大。

最后烤制披萨：

- 1、在烤盘上刷橄榄油，把发酵好的面团擀成烤盘大小，放入烤盘，用手指把当中的面饼往四壁按一按，让面饼四周

- 厚，当中稍薄。用叉子在面饼上戳一些小孔；
- 8、在饼底涂上披萨酱，撒上金枪鱼、蘑菇、火腿丁，最后撒上马苏里拉芝士；
- 9、入烤箱中层200度烤15分钟，看到表面的马苏里拉芝士融化并上色即可。

温馨提示：

- 1、披萨酱的煮制过程中，要时不时打开锅盖翻炒一下，以免糊锅；披萨酱要炒的干一些，煮好后，如果水分还比较多，就转大火收汁成酱；
- 2、披萨酱在保存时，用无水无油的玻璃瓶或者密封盒封装披萨酱，放入冰箱保存，最好在5天内食用完；或者炒好后，晾凉，分装成小份，直接放冰箱冷冻，等用的时候拿出来，解冻后在锅里炒一下多余的水分，就可以抹在披萨饼上了；
- 3、面饼也可以在超市买现成的。

举一反三：

- 1、辅料可以增加：玉米粒、豌豆丁、彩椒等；
- 2、食材可以换成任何自己喜欢的。

SDIC 国投泰康信托

相约花艺
绽放美丽

三月八日