

信有
財則人任道而正



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: 北京市西城区阜成门北大街2号楼

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.



关注

国投财富APP
理财专家 伴您左右

合作机构





主编寄语

七月流火，八月未央

文 | 李哲

进入七月，南方开启暴雨模式，北方受冷暖气流交错影响，也遭遇了几十年不见的大暴雨。暴雨过后，一片泽国。人们发现有些洪灾形成的水面正是当年填湖造陆的地方。在北京，故宫经历了大暴雨侵袭后，竟然没有积水。这引起了人们对现代城市建设的拷问，对行政管理能力的拷问，并引发深深的反思。

我们总是这样，一方面对未来无法做到精准的预判，一方面对眼前的事情又显得那么的慵懒和敷衍。

2016年已经过去一半，据信托业协会统计的数据显示，今年上半年，集合类信托产品成立数量由去年同期的7077只锐减至3206只，同比大降54.7%；在规模上，集合信托上半年成立了7766.9亿元，与去年同期的8710亿元相比，降低了约10.8%。这样的成绩单，并不出乎意料。

这不像英国脱欧一样是小概率事件，可能在一个较长时期内，数据都不会有太高的提振，反而可能会是一个趋缓的下降。我突然想起《甲方乙方》——1997年上映，冯小刚的一部老电影。里边有一段是说一个女明星厌倦了众星捧月般的生活，非要“作”着退隐江湖。于是，在精心策划下，她退出了娱乐圈。却不想，巅峰过后的冷清，让女明星悔不当初。上得去却下不来，这也是人之常情。就像我们无法理解刘翔退出比赛，宁泽涛不能夺冠一样。

信托业在经历了一个巅峰之后，现在进入了一个沉淀期，反映在报表上就是数据缩水。在这个时期，行业内开始思考高增长的原因以及转型之路。6月新增5家增资公司，累积增加95.42亿元；多家公司谋求曲线上市。从首单信托型ABN落地、首只另类REITs产品、首单教育产业信托、首单双SPV教育类ABS落地到首批铁路专项信托业务资格获批中不难看出各家信托公司使出浑身解数锐意创新。

业务扩张，行业评级，加强风险防范意识和能力，实现传统和创新双驱动是通往信托大同的必由之路。只不过现在面对的并不是泱泱大河，而是如过江之鲫，诸多竞争对手狭路相逢，在缝隙中寻找生机。2015年，信托业经历了资本市场大幅波动，资产端和资金端供求的快速切换，行业增长动力不足。在弱经济周期资产荒的背景下，信托的融资成本相对较高，信托相对于其他资管机构优势减少。

《诗经》说，七月流火，八月未央，九月授衣。说的就是夏炎盼凉风，秋凉盼厚衣。有一句话是怎么说来着，一切都会过去。



16

TOP STORY
封面故事

转型中的信托资产配置
结构与发展趋势

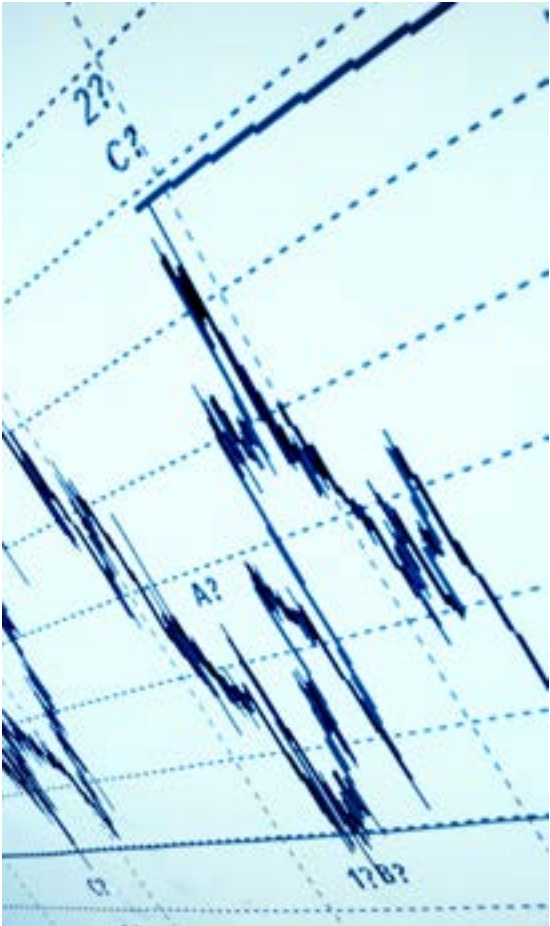
56

MANAGER'S COLUMN
经理专栏

慧眼识人

——简介行为事件访谈技术在
面试中的应用

- 1 / 企业广告
- 2 / 版权
- 3 / 主编寄语
- 4 / Contents/ 目录
- 5 / Contents/ 目录
- 6 / Information
- 10 / Vision/ 视觉
- 24 /Market/ 市场



- 50 / 市场

创业者拿到配资别高兴太早
- 25 / 2016年5月-6月中国信托市场报告
- 62 / 研究

并购市场新趋势与信托公司的参与模式
- 28 / 交易所信托资产证券化解析
- 34 / 互联网金融大热 个人征信行业站上风
- 40 / 关于股票择时模型的浅思考
- 66 / 以德修身 以本求新
- 73 / 探寻社会主义——古巴之旅



1 定制机构施压 年内20余只基金降低费率
市场低迷，收益下降，机构委外资金开始计较起基金费率那零点几个百分点，压力之下，今年以来已有20多只基金主动下调管理费、托管费等费率。相比每逢季末年末的机构帮忙资金，委外资金持有基金的期限更长，话语权也更强。业内人士表示，今年委外资金的大规模入市带动了基金壳资源的增长，但由于收益普降，机构感觉基金0.8%~1%的管理费过高，希望通过降低费率来缩减成本。根据不完全统计，今年以来已有26只基金公告召开持有人大会投票表决降低基金费率的议案，其中21只已公告议案通过。

2 多家信托公司被罚
今年以来，信托公司被处罚的案例逐渐增多，监管部门对信托业风险监管也日趋严格，尤其重视信托公司合规经营和业务规范运作。5月27日，东莞信托被监管部门通报处罚，东莞银监分局处罚信息公开表中透露，该局对东莞信托处以20万元罚款的决定，原因是“信托业务严重违反审慎经营规则”。华澳信托因报送报表时出现差错或迟报，被上海银监局行政处罚。银监会也不断出台对信托行业的指导文件，如99号文、58号文，都涉及对信托风险的防范控制的提示和指导，也反映出信托行业风险项目逐渐增多的隐忧，监管层对信托公司从严监管，督促化解行业风险。

3 英国脱欧 卡梅伦宣布将辞职
6月23日英国对是否留在欧盟进行公投，投票结果显示支持“脱欧”的票数以微弱优势战胜“留欧”票数，英国不再属于欧盟成员国。在脱欧公投结果公布一个多小时后，英国首相卡梅伦召开发布会，宣布辞去英国首相一职。从汇率市场到股市，再到黄金市场，从亚洲、欧洲再到美洲，资本市场剧烈的波动，将其变成了“黑色星期五”。英镑对美元汇率跌幅高达10%，触及1985年以来最低水平。美元指数暴涨3%，黄金暴涨

6%至1340美元/盎司左右。

4 中行发布6月份境内外债券投融资比较指数
6月底，CIFED总指数收报-127.04，较5月末回升24.8，3月、4月和5月对应回升幅度分别为101.7、61.9和12.7。6月份，在岸债市收益率整体下行，资金面表现好于预期、5月份数据显示经济下行压力仍存、英国“脱欧”带动全球避险情绪升温等是主要推动因素。从月内走势来看，主要券种收益率基本呈现单边下探趋势，期间主要有两波收益率下行行情，分别对应5月份经济数据公布和英国“脱欧”时点。离岸方面，在离岸人民币流动性保持较为宽松以及企业债供应继续缺乏的背景下，收益率延续下行。财政部在6月底于香港发行的总计140亿元人民币国债中，3年期收益率定在预期水平的低端，印证了投资者对离岸人民币债券兴趣继续回暖的趋势。



5 亚太资产证券化峰会在沪隆重召开
由上海士研咨询主办，上海交通大学上海高级金融学院、流动化•证券化协议会、北京财富管理行业协会支持的“亚太资产证券化峰会”于6月30日在上海万豪虹桥大酒店圆满落幕，此次会议以“中国资产证券化市场政策解读与发展新机遇”为主题，分享最新的美国经验的本土化，产品、模式创新，基础资产类别开拓，深度探讨供给侧改革中资产证券化的作用。会议以“人民币国际化趋势下的资产证券化”、“美国发展资产证券化对当前中国的经验借鉴”、“大数据对资产证券化的影响”、“汽车后市场供应链金融与资产证券化”为话题进行了研讨。

6 国债收益率继续下行 短期债市或偏强震荡
财政部7月6日上午招标发行的两期国债中标利率低于

市场预期，且低于二级市场估值水平，两期债认购倍数均超过3倍，显示一级市场刚性需求仍然较强。市场人士指出，全球避险情绪升温再次推升避险资产大涨，国内债市情绪也随之转暖，昨日收益率继续下行，短期债市或偏强震荡。

7 支付宝发布“Alipay+”计划
支付宝在新加坡已经启动“Alipay+”计划，宣布面向世界寻求合作伙伴，打造以海外机场、百货和餐饮为中心的移动服务生态。数据显示，2015年，中国出境游达1.2亿人次，出境人次和消费均列世界第一，预计到2020年，中国出境旅游人数将超过2亿。根据计划，支付宝将在全球招募合作伙伴，并向他们全面开放支付、大数据和云计算等技术和资源，通过聚合全球更多技术、服务以及提供本地运营的力量，构建一个以海外机场、百货和餐饮场景为中心的移动生态圈，服务更多的中国出境游客。首批包括韩国KICC、日本Orix、新加坡美食网等机构已率先加入。





1 国投泰康信托参加国投集团运动会

2016年5月27日上午，国家开发投资公司2016年运动会在月坛体育场举行，国投泰康信托作为国投集团在京成员企业参加了运动会。公司董事长叶柏寿，总经理傅强、总法律顾问张仲和、副总经理刘桂进、姚少杰，以及100余名在京员工出席了活动。公司在方队展示、团体操表演、竞技体育和趣味运动环节，以青春靓丽的形象、稳健整齐的步伐、高昂响亮的口号以及拼搏进取的精神，展示了公司蓬勃向上的风貌，赛出了品格与风格。



2 国投泰康信托党总支举办党务工作专题培训

为加强基层党务工作者队伍建设，进一步提升党建工作水平，国投泰康信托党总支于2016年6月3日下午举办了党务工作专题培训。国投集团直属党委组织部部长夏成楼同志应邀为大家作专题辅导。培训中，夏部长详细介绍了支部换届的基本要求和 workflows，并结合实例对选举办法、换届选举请示及报告内容、换届选举会议八大规定动作等细节问题进行了讲解，强调在换届选举过程中要充分发扬民主、保障党员民主权利。培训为国投泰康信托各支部贯彻落实中组部、国投党委关于在“两学一做”学习教育中对基层党组织按期换届情况进行专项检查的通知精神及相关工作要求，及时规范地开展换届工作提供了具体指导。



3 国投泰康信托专题党日活动

国投泰康信托党总支根据年度党建工作计划，结合“两学一做”学习教育活动安排。6月28日、6月29日，公司党总支组织四个支部分批参观了国家博物馆“复兴之路”展和“庆祝中国共产党成立95周年全国美术作品展”。通过参观学习，全体党员接受了一次深刻的爱党爱国爱社会主义教育，从中感受到了当代共产党的历史责任和时代的担当，对深入推进“两学一做”学习教育活动，坚定党员理想信念、强化党性修养、进一步加强党建工作具有积极意义。



4 锐意进取 迎难而上——公司开展全员拓展活动

公司于2016年6月30、7月1日组织开展了一次全员军事主题培训，国投泰康信托高管及员工共112人参加。本次培训采用军事主题实战对抗的形式，将全员随机分成两个军团的四个连队。通过军事漂流对抗，CS实战，两个军团展开了激烈战斗。在对抗中，员工对自我价值、团队意识有了新的认识。在追求胜利的过程中审时度势，守正出奇。培训极大地增强了凝聚力。



5 国投泰康信托召开2016年上半年经营形势分析会

国投泰康信托公司于2016年7月13日召开上半年经营形势分析会。公司高管及各部门负责人参加会议。会议对上半年预算完成情况、经营管理情况及业务开展情况进行了分析和梳理。面对严峻形势，公司深入分析市场变化，积极寻找效益新增长点，营业收入、利润总额等各项重点经营指标完成情况良好，为全年经营目标任务完成奠定了坚实基础。各项重点指标完成情况良好，保持了稳健的经营态势。会议还对当前公司经营存在的问题及应对办法进行了深度讨论。会议指出，公司要抓住市场机遇，加快对创新业务的学习研讨；对标优秀同业对手，大力克服发展转型中的困难。





01/
马雪梅摄影作品
雄伟的布达拉宫
布达拉宫是世界上海拔最高的古代宫堡建筑群。起初是松赞干布为迎娶文成公主而修建的宫殿，自五世达赖之后成为历代达赖喇嘛冬宫居所，前后历经几个世纪的修建，才成为集宫殿、城堡和寺院于一体的古代宫堡建筑群。



01/02/03/

马雪梅摄影作品

01/西藏第一座宫殿——雍布拉康

“雍布”在藏语里是母鹿的意思，而“拉康”是神殿的意思。它是西藏历史上第一座宫殿。宫殿内的壁画生动描绘了西藏第一位国王、第一座建筑和第一块耕地的历史故事。曾经是松赞干布和文成公主在山南的夏宫。

02/壮观的雅鲁藏布大峡谷

由于时间的关系和当地政府的管理，作为旅游者的我只能乘坐景区专门的游览大巴，按照既定的线路，走马观花地来游览这个号称世界第一的大峡谷。汹涌的河水在山谷间蜿蜒奔流，两岸是高耸的山峦，远眺两岸，依稀可以看到不知名的雪山。

03/美丽的羊卓雍错

羊卓雍错，又叫羊湖，藏语意为“碧玉湖”，是西藏三大圣湖之一。在翻越了岗巴拉山口的盘山路上拍摄的这张照片，俯瞰羊湖，宛若美丽的仙子，静静躺在褐色山峦的怀抱中。

01/ 02/
03/





01/
02/

01/02
马雪梅摄影作品
01/03/04/05热气球上的眺望
晨曦下，一层薄薄的轻雾笼罩在树林和河流的上方，仿佛仙境一般。随着太阳的升高，轻雾渐渐散去，低头偶尔能看到零星的袋鼠在草地上穿行。此时最强烈的感受就是自然和谐。

03/ 05/
04/ 06/

03/04/05/06
马雪梅摄影
02/ 凯恩斯海边码头停靠的游艇 远处山峦上一轮冉冉升起的太阳映照着海面，一艘艘游艇静静的停泊在码头，海面静止，偶尔传来海鸟的啼声。
06/ 黄昏下的凯恩斯海边 行走在落日余晖下的岸边，不知名的海鸟在空中盘旋，三三两两的游客在椰树下悠闲漫步。

转型中的信托资产配置结构与发展趋势

在各类金融机构中，券商和基金等对资产配置的探讨更为常见，而信托公司则较少讨论这一问题。但是随着信托行业转型发展的逐步深入，资产配置将成为信托业未来面临的重要课题。

文 | 和晋予

资产配置在传统意义上是一个投资领域的概念，主要指将投资资金在不同类别的资产上进行组合分配。在各类金融机构中，券商和基金等对资产配置的探讨更为常见，而信托公司则较少讨论这一问题。但是随着信托行业转型发展的逐步深入，资产配置将成为信托业未来面临的重要课题。

一、模式转型：信托资产的主动配置时代即将到来

信托业的转型是宏观的经济金融环境和自身业务模式共同作用的结果。宏观层面，经济增长步入新常态，改革方式偏向“供给侧”，金融市场的无风险利率处于下行通道，不良资产水平有所提升。信托行业高收益、低风险的时代已经过去，传统的融资类业务和通道类业务发展空间已十分有限。因此，信托公司必须转变战略思维，积极推动业务模式转型。

从目前信托行业发展的实际情况看，信托业务模式的转型主要沿着三个方向逐渐深入：一是传统业务的优化升级，通过投行化、证券化、基金化等方式，应对融资类业务不断降低的收益率，降低非标融资比重减轻信托兑付压力；二是专业资产管理能力的持续提升，特别是围绕资本市场，开展各类证券投资以及相关的股权投资业务；三是财富管理业务的转型，从以项目为中心销售产品，转向以客户需求为中心，提供现金管理、资产配置、家族信托等各类服务。

因此，信托公司在业务转型仍然是围绕资金和资产两个方面展开，但与之之前的模式的区别在于：一方面，改变了过去以资产为中心的业务模式，转向以资金为中心，围绕资金需求配置资产；另一方面，不断提高自身的专业能力，并将资产的重点转向标准化和投资类产品，丰富了资产的类型和来源。这就在供求两端为资产配置打下了基础。信托业大类资产的主动配置时代即将到来。

二、结构变化：信托资产配置结构正处于转型过程中

从2015年信托业各项指标的统计数据来看，可以清晰地看到，与之前几年相比，信托资产的配置方式和配置领域结构都有了非常明显的变化。投资类、事务管理类和融资类信托两升一降，金融领域和实体经济领域的资金信托配置一热一冷，信托资产配置结构正处于转型过程之中。

（一）信托资产配置方式的格局已被打破

信托资产配置方式主要分为融资类、投资类和事务管理类。2015年，信托资产运用方式以融资信托为主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%。观察近几年的数据，2014年之前，融资类业务比重一直高于投资和事务管理类，但差距逐渐缩小；到2014年底，三类业务比重相近，呈现“三分天下”的格局；但自2015年起，这样的格局就迅速有了变化，融资类业务迅速下滑，而事务管理和投资类信托增长显著。

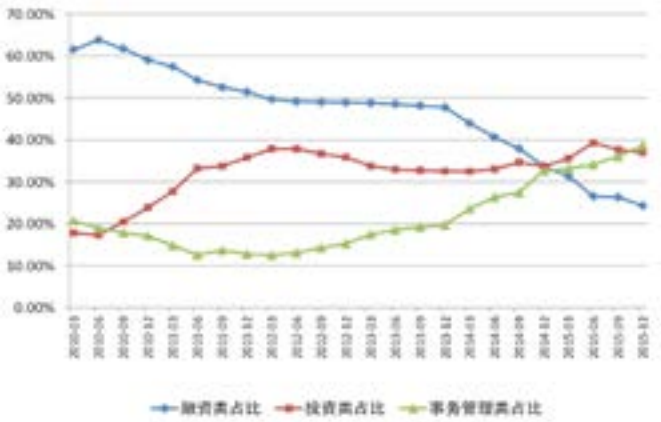


图1 信托资产配置方式的结构变化
数据来源：根据中国信托业协会数据整理

融资类信托不仅规模和比重持续下降，收益率也不断降低。根据相关网站的统计数据显示，从2015年开始，融资类集合信托产品的发行收益率与成立收益率持续下滑，2015年初发行收益率约为年化9.13%，年中持续下滑，到2015年末的发行收益率下降到了年化8.34%；融资类集合信托产品成立收益率更是从年初的9.10%持续下降到年末的8.18%。考虑到融资类集合资金信托计划的收益率往往高于相似投向的融资类单一资金信托计划，2015年整体融资类信托产品的收益率呈现出了下滑的趋势。



图2 融资类集合信托产品发行与成立的收益率变化
数据来源：根据用益信托网数据整理

投资类业务平稳增长，2015年末投资类信托资产为6.03万亿元，比2014年末的4.71万亿元增加了1.32万亿元，增长了28%；是2011年1.72万亿元规模的3.5倍，4年间的年均增速达



到了36.83%。从占比来看，投资类业务比重稳中有增，从2013年的32.54%持续增长到了2015年末的37%，年均增长2.23个百分点。



图3 信托资产中投资类资产规模与占比变化情况
数据来源：根据中国信托业协会数据整理



图4 实体领域与金融领域信托资金配置比重变化
数据来源：根据中国信托业协会数据整理

从更加具体的领域来看，工商企业领域在2015年资金信托配置的结构中仍然保持最高规模和比重。自2012年开始，工商企业领域的配置比重达到26.55%，在细分领域里开始跃居首位。2013年，工商企业领域配置规模达到2.9万亿元，占比达到28.14%；2014年和2015年规模继续增长，占比却出现下降，2015年占比为22.51%，比第二位的证券投资配置占比略高，勉强保住了龙头地位。



图5 信托资产配置工商企业领域的规模及占比变化情况
数据来源：中国信托业协会

2015年，证券投资领域配置比重迅速提高，超越金融机构和基础产业成为资金信托的第二大配置领域，规模为2.99万亿元，同比增长61.62%。2011年以来，资金信托在证券领域

的配置持续增长,4年间从4200亿元增长到了2.99万亿元,年均增长达到了63.3%的高速度;占比也从2011-2013年10%左右迅速上升到2015年末的20.35%。



图6 证券领域的配置规模及占比变化

数据来源: 根据中国信托业协会数据整理

特别值得注意的是,证券领域的内部配置结构也在变化。2015年,资金信托在证券领域的配置仍以债券为主,但股票和基金的配置比例相比于2014年都有较大提升。特别是基金领域,2015年末资金信托在基金的配置规模为3297亿元,比2014年增长了131%;占比从2014年的7.7%上升到11%,提升幅度之大引人瞩目。



图7 资金信托配置证券三大细分领域占比变化情况

数据来源: 根据中国信托业协会数据整理

与证券投资领域配置规模的迅速增长相比,基础产业和

房地产领域的配置规模和占比都出现了下降。2015年末,基础产业领域的资金信托配置金额为2.63万亿元,比2014年下降1.5%,结束了2012年以来的增长而转入下降通道;在信托资产配置领域中的比例也从2014年的21.2%下降到了17.9%。房地产领域2015年末的资金信托配置金额为1.29万亿元,比2014年下降1.5%,占比从2014年的10%下降到了8.8%。

金融机构领域的信托资金配置主要是信托同业业务发展的结果。同业业务是信托公司重要的业务之一,也是信托资产规模的重要组成部分。自2013年以来,金融机构领域一直是第三大信托资金配置领域,到2015年末,该领域规模为2.63万亿元,同比增长15.86%;占比为17.93%,比2014年的17.39%略高。



图8 资金信托配置金融机构规模与占比情况

数据来源: 根据中国信托业协会数据整理

三、核心因素：资产配置的供求匹配是关键

信托资产的配置结构在2015年之所以出现明显的调整,与资产配置的供求匹配密不可分。由于信托资金来源结构的变化,信托公司在配置资产时必须遵循新来源结构带来的新配置需求,并且要在大资管格局下优化配置结构。

(一) 信托资产来源结构的变化

信托资产来源结构总的变化趋势是:单一资金比重持续下降,集合资金比重保持上升,财产权信托增幅明显。2015年末单一资金信托占总资金信托的比例从2014年末的62.58%下降到了57.36%,自2013年以来持续两年下降;集合资金信托占比从2014年末的30.70%上升到了32.78%,与2013年24.9%相比

提升7.88个百分点;财产权信托占比从2014年末的6.72%上升到了9.87%,延续了2011年以来的增长势头。



图9 信托资产来源结构的变化情况

数据来源: 根据中国信托业协会数据整理

(二) 不同来源的资金配置需求

信托来源结构的调整带来了配置需求的变化。如果不考虑财产权信托,仅从单一与集合资金信托两大类出发,其各自的配置需求有明显的不同。可以从期限和收益率两个角度考察单一和集合资金信托配置需求的变化。

单一资金信托的委托人可以分为机构与个人,资金运用方式包括了投资、融资和事务管理。单一机构客户资金的需求在期限方面较为稳定,在收益率方面也不是特别高,因此多数集中于稳健的配置策略。单一机构资金的投资需求对信托公司的投资能力和资源情况提出了很高的要求,在通常情况下,由机构客户将资金直接委托给信托公司进行投资,这样的需求并非常见;未来随着市场流动性的增加,单一机构客户投资需求也将会有所增加。单一机构客户资金的融资类运用,在信托公司目前的业务中较为常见,但随着融资业务的整体下滑,未来这方面的需求会被动减少。

以单一个人资金为核心的财富管理是信托公司未来的重要业务,单一个人客户资金的需求在期限和收益率方面的要求相对多样化。对于可投资金较少的单一客户,期限需求往往较短,以满足流动性需要,收益率相应也比较低;对于超高净值的个人客户,期限要求往往较长,甚至有家族传承的需求,收益要求也相对较高。单一个人客户资金在投资方面主要倾向于策略稳健、期限灵活的产品,以基金等证券市场投资为

主;融资方面,规模较小的单一个人资金很难配置融资类产品,只能通过TOT的方式参与到相关的集合信托之中。

集合资金与单一资金在资产配置的模式上有所不同。集合资金信托如果运用于融资类项目,通常是先找到项目,之后根据项目的期限和收益率募集相应的资金,这也是信托近年来的传统业务模式。如果是投资类的项目,信托公司往往通过自身的专业团队设计相关的投资产品,进而募集资金,资金方包括机构个人客户,这些客户要对公司和团队的专业投资能力有高度的信任。因此,投资类集合信托业务在资产配置上更倾向于稳健收益策略,并非一味追求高风险、搏取高收益,重要的是树立产品的市场形象。这也是风险相对较低、收益相对稳健的债券类信托业务发展迅速的一个重要原因。

(三) 大资管格局下的产品供给

从供给方面考虑,以账户管理为核心的财富管理体系,为信托资产的优化配置提供了有利条件。信托资产配置要跳出信托自身的范畴,围绕机构和客户资金的期限和收益需求,放眼大资管市场,制定最优的资产配置策略。

一是证券投资产品。证券市场的金融产品类型丰富,数量很大,而且流动性较强,既能够满足信托资产期限灵活的要求,又能够提供相对稳定的收益率。但是,行业68家信托公司在证券投资市场上的专业投资能力参差不齐,只有少数信托公司在证券投资方面具有一定的专业水准,但与大型券商相比仍有差距。信托公司与券商合作,在股票市场、债券市场等领域进行资产配置的空间广阔。此外,基金领域的资产配置上升很快,是因为信托公司与基金管理公司合作开展FOF等资产配置类型的业务,分散了风险,稳定了投资收益。未来与基金公司合作的FOF类产品仍有很大的发展潜力。再者,与券商或基金公司合作设立现金管理产品,满足个人客户信托资金的配置需求,是许多信托公司开展的重要战略型业务。

二是融资类产品。尽管融资类业务规模在不断下降,尤其是基础设施和房地产领域的配置比重持续下滑,但是融资类业务基础体量较大,未来仍然可以衍生出各种业务机会。信托公司自身在非标融资业务领域有一定的优势,在未来转型过程中,许多非标业务可能会通过资产证券化等方式向标准化转型,这样的产品规模大、收益相对较低、期限也相对较长,满足一部分机构资金特别是金融机构资金的配置需求。

三是产业基金。目前一些信托公司加强与专业投资机构



合作，在新能源、医疗健康、养老等战略新兴产业提前布局，发起设立相关的产业投资基金。这类产品期限较长，一般都有分层的结构化设计，同时未来收益具有一定的不确定性。对于这类产品，个人客户资金配置难度较大，对于在某些领域有一定信心、愿意通过投资搏取较高收益的机构客户，是较为理想的资产配置方向。

四、未来趋势：顺周期下的前瞻性布局

未来一段时期，驱动信托业务结构持续转换的因素依然存在。从宏观层面看，信托资产配置要遵循“顺周期”规律，

加快前瞻性布局。从微观层面看，信托公司也要根据资产配置需求和领域转换规律，着重提高自身能力。

（一）顺周期下的宏观资产配置布局

自2012年开始，我国经济增长速度放缓，但信托资产规模一直维持增长，这被业内称之为信托的“逆周期”发展现象。但从中长期来看，信托在前几年的“逆周期”只是阶段性的发展特征，一是因为经济增速虽然放缓，但基础产业和房地产投资仍保持了阶段性的增长惯性，信托资产规模和收入得以继续增长；二是银行信贷资源受到较为严格的管控，这种银行的金融压抑造成了信托行业的快速发展；三是信托自身

价格的泡沫将会缓慢消退，新兴产业的企业股权和资本市场将有广阔空间。三是货币相对宽松的政策仍将持续，金融市场的无风险利率仍处在下行通道，资金成本和收益率会进一步降低。四是大量流动性使得人民币在中长期内有一定的贬值压力，境内外套利和资产配置的需求不断增加。

基于上述分析，未来信托资产配置要遵循这些“顺周期”的特征，应在以下领域进行前瞻性布局：一是丰富的资本市场领域，除了传统的股票市场之外，继续加大债券投资比重，控制投资风险；配置更多定向增发、并购等产品，提高收益水平；加大资产组合类产品的投资力度，分散投资风险。二是股权投资领域，与实力较强的机构开展深度合作，在新兴产业、与民生紧密相关的战略产业进行布局，发起设立产业基金，加大这一领域的资产配置力度。三是传统融资领域的优化升级，大力发展资产证券化类产品并加大配置，同时探索不良资产处置的业务机会。四是海外资产配置，取得海外业务资格，设立主动管理型的海外信托投资产品，根据需求提高海外资产配置比重。

（二）提高信托公司自身的资产配置能力

一是要调整信托公司未来发展战略，优化业务体系。从未来发展的需求出发，信托公司要在战略完善的过程中处理好三个关系：传统业务与新业务的关系、资产端与财富端的关系以及业务发展与中后台支持的关系，丰富公司产品类型和数量，在业务部门与财富管理部门之间建立起顺畅高效的协同机制，确保公司战略规划的落地与执行。

二是要建立并完善信托公司以账户管理为核心的财富管理体系。在产品体系上，要以现金管理产品为基础，建立公司内部与外部的产品配置体系；在账户系统上，搭建功能全面、运营高效的账户管理信息系统，并利用好各类互联网工具；在客户开发维护上，要满足各类机构客户和个人客户的需求，做好服务工作。

三是要提高资产管理的专业能力。真正的底层资产管理能力是未来信托公司竞争力的核心。公司要深入底层资产，不能停留在表面，对各大类资产的内在规律、风险状况要有深刻理解；要引入专业团队，必要时改革公司的组织架构，通过事业部或专业子公司的形式，增强对专业人才的吸引力；要加强与各类资管机构的业务合作，提升自身专业水平。

（作者和晋予，研究发展部总经理）



万元起步信托玩不玩？

文/张彬 李栋

以前，信托产品投资门槛至少100万元，被称为有钱人玩的游戏。如今，高门槛正在变相打破。

近日，重庆晚报记者了解到，部分信托公司获准开展铁路发展基金专项信托业务资格，投资者只要1万元就可以参与。

专项用于铁路发展

近日，银监会消息称，核准重庆信托、中航信托铁路发展基金专项信托业务资格。“铁路发展基金专项信托的委托人最低委托金额不低于人民币一万元，参与人数可不受限制。”

什么是铁路专项信托？所谓铁路专项信托，简单地说，就是指信托公司担任受托人，信托资金专项用于投资铁路发展基金的信托计划。铁路专项信托是为支持国家铁路建设，鼓励信托公司开展铁路专项信托业务创新。

与普通信托产品不同，铁路专项信托投资门槛1万元起，同一信托产品投资者人数不受限制。再看普通信托产品，投资门槛100万元起，单个信托计划的自然人人数不得超过50人，单笔委托金额300万元以上自然人投资者和合格机构投资者数量不受限制。

收益比一般理财产品高

铁路专项信托变相降低信托产品投资门槛。这种1万元起投的信托产品，投资价值怎么样？由于相关信托公司刚获

准开展铁路专项信托业务，所以产品面市尚需一定时日，具体预期年化收益率不得而知。

业内人士指出，铁路建设投资回报率可能不及高速路等其他基础设施建设项目高，铁路专项信托产品预期年化收益率可能比其他基础设施建设项目信托产品低1到2个百分点。

重庆晚报记者查询了解到，眼下市面基础设施建设类信托产品预期年化收益率多在7%—11%之间不等。即使铁路专项信托预期年化收益率低2个百分点，可能也在5%至9%之间。与部分银行理财产品、大额存单等投资品种相比，铁路专项信托预期年化收益率仍然高出许多。以部分银行理财产品为例，投资门槛多为5万元起，预期年化收益率多在3%至4%之间。

另据统计，今年5月发行各类信托产品存续期从3个月到8年不等，预期年化收益率4.99%到9%，平均收益率6.79%。虽然预期收益率一路走低，但仍比一般理财产品高。

违约延期兑付风险较小

铁路专项信托产品面市以后，如果预期年化收益率真能达到上述区间，就具有一定投资潜力。况且，铁路建设项目一般具有政府背景，信用度较高，违约或延期兑付风险相对较小。

（文章来源：重庆晚报）

2016年5月—6月中国信托市场报告

文 | 财富管理总部

截止2016年一季度末，信托全行业管理的信托资产规模为16.58亿元，较2015年同期的14.41万元增长15.06%；较2015年末的16.30万亿元，季度环比增长0.02%。

一、信托产品成立情况

本报告时间为2016年5月1日至2016年6月30日，期内信托公司共发行成立了979款信托产品，规模达2209.76亿元。

5月份集合信托产品规模较4月份的946.54亿元，小幅增长15.79%，规模达1096.02亿元。6月集合信托产品规模继续千亿模式，但增长微小，仅比5月增长1.62%。

与去年相比，2016年5月—6月集合信托产品数量均出现大幅下降，分别下降了156.22%和169.68%。从成立规模来看，2016年5月份较去年同期下降28.12%，6月份下降49.48%。

二、信托收益率

2016年5月—6月集合信托产品平均预期收益率，稳定在7%左右。5月收益率为7.06%，6月则为7.07%。数据显示，5月、6月份成立产品的平均预期收益率环比下降0.28%和0.14%。与去年同期相比，分别下降26.27%和26.63%。

5月至6月份集合信托主流产品集中在6%—8%的产品，数量为324个，占产品总量的33%。收益率在10%—12%

表1:2016年5月—6月集合信托产品成立情况

	6月	5月	4月	3月
成立数量(个)	504	475	281	518
成立规模(亿元)	1113.74	1096.02	495.59	1274.84
平均规模(亿元)	2.72	2.58	2.02	2.67

数据来源：用益信托工作室
时间：2016年6月30日

表2:2016年5月—6月集合产品收益率及期限情况

	6月	5月	4月	3月	2月	1月
平均期限(年)	1.84	1.90	1.71	1.84	1.81	1.80
平均年化收益(%)	7.07	7.06	6.91	7.28	7.75	7.81
6%—8%产品数量	167	157	109	163	50	96
8%—10%产品数量	35	35	11	53	53	147
10%—12%产品数量	0	0	0	1	1	2

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

的产品仍未突破零，收益率在8%–10%的产品数量为70个，仅占产品总量的7%。

5月份成立的集合信托产品平均期限为1.90年，6月份成立的集合信托产品平均期限为1.84年。

三、信托资金投资领域

2016年5月份，其他类投资与金融投资分列一、二位，房地产投资位居第三，工商企业投资垫底。6月份投资领域第一二名与5月份一致，基础产业取代房地产位列第三。纵观5、6月，房地产抬头，金融表现稳定。

房地产和基础产业一直是信托公司传统业务里的主打产品。就5、6月房地产投资领域微涨，一方面说明房地产继续年初以来的去库存压力，承压较大。尤其是国内三、四线城市房地产企业融资在信托这遇阻。但从另一方面也说明，在信托公司业务新方向或者新的转型产品尚未形成气候的情况下，维持温饱使得信托公司又不得不吃回头草，继续在自己熟知的房地产和基础产业里折腾。

金融投资领域表现稳定，反映出资本市场仍然是信托公司的重要掘金场所。比如证券投资信托，通常而言，此类信托无刚性兑付压力，投资者自负盈亏，有效地分解了信托公司的风险压力。但是今年以来，证券类信托产品频现亏损，投资者要求刚性兑付引发诸多纠纷，需引起信托公司重视。

四、信托产品成立的资金运用

5月份权益投资信托规模居第一位，第二位是其他投资信托。6月份信托产品成立的资金运用情况与5月份一致。

股权投资在6月份出现跳水。5月份股权投资为124.33亿元，6月份下降至46.96亿元，骤减62%。相较股权投资和证券投资的萎靡，权益投资继续稳定增长态势。5月份权益投资信托产品规模为389.68亿元，6月份为455.69亿元。综合5、6月份的表现，显示出信托公司仍然将收益稳定、安全性好的项目做为主流项目。尽管各家信托公司不断尝试新的领域，开发新的产品，但稳定压倒一切。

五、行业动态

对2016年下半年信托公司资产配置的预判，国投泰康信托观点是：总体仍会延续上半年的发展趋势，同时也会出现一些细微调整。

在股权投资领域，信托公司将更加重视战略驱动型的产业基金业

表3:2016年5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	226.62	20.68	140	2.06	1.61	6.74
房地产	159.08	14.51	60	2.70	1.79	7.46
基础产业	127.97	11.68	66	2.03	2.40	7.28
工商企业	115.44	10.53	66	1.78	1.58	7.31
其他	466.91	42.60	143	3.65	2.34	6.48
合计	1096.02	100	475	----	----	----

统计时间: 2016年5月1日—5月31日
数据来源: 用益信托工作室

表4:2016年6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	330.07	29.64	150	3.08	1.72	7.10
房地产	131.80	11.83	72	1.88	1.80	7.17
基础产业	134.80	12.10	75	1.98	2.13	6.85
工商企业	115.28	10.35	64	1.92	1.55	7.14
其他	401.79	36.08	142	3.86	2.18	6.85
合计	1113.74	100	503	----	----	----

统计时间: 2016年6月1日—6月30日
数据来源: 用益信托工作室

表5:2016年5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)	成立占比 (%)	平均期限 (年)	平均预期收益率 (%)	12.77	2.10	1.65
贷款	191.09	17.43	106	22.32	1.88	7.39
股权投资	124.33	11.34	24	5.05	1.59	7.80
权益投资	389.68	35.55	165	34.74	1.90	7.27
证券投资	89.13	8.13	45	9.47	0.89	4.61
组合运用	41.22	3.76	45	9.47	2.01	7.15
其他投资	260.57	23.77	90	18.95	2.41	6.96
合计	1096.02	100	475	——	——	——

表6:2016年6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	成立占比 (%)	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 (%)	17.44	1.59	7.68
贷款	213.74	19.19	120	23.81	1.80	7.18
股权投资	46.96	4.22	13	2.58	1.93	8.02
权益投资	455.69	40.92	166	32.94	1.80	7.24
证券投资	81.28	7.30	48	9.52	1.10	4.27
组合运用	50.14	4.50	50	9.92	1.88	7.18
其他投资	265.93	23.88	107	21.23	2.25	7.08
合计	1113.74	100	504	----	----	----

数据来源: 用益信托工作室

务。由于证监会严加监管上市公司并购重组业务，因此上半年跟随市场热点的“中概股回归”、“上市公司+PE”等投资并购业务将会放缓。而与大型产业集团和专业投资机构合作、深耕重点战略性领域的产业基金业务则会得到大力推进。目前一些领先的信托公司已探索出较为成功的业务模式，可以在不同领域实现快速复制。

在证券投资领域，信托公司将更加重视风险防范。在外围市场，英国脱欧、美联储加息举棋不定，下半年全球市场的不确定性空前；在国内，股票市场依旧不明朗，债券市场在通胀预期上行、违约案例增加的压力下也复杂多变。因此下半年信托公司证券投资业务的推进将趋于谨慎。

在房地产领域，信托公司或将调整业务扩张节奏。房地产市场复苏周期已持续一年多，但近期国家统计局数字显示，房地产销售增速出现回落迹象，房地产开发投资回升的基础仍不够稳固，因此下半年信托公司需要根据市场变化适当调整业务扩张节奏，同时在存量物业的证券化方面可能会加大拓展力度。

交易所信托资产证券化解析

文 | 肖信仔



华尔街有句名言,“如果你有一个稳定的现金流,就将它证券化。”在当前整体经济下行、银行信贷收紧的大背景下,资产证券化(ABS)迎来了空前发展机遇,信托、银行、券商、券商资管、基金、基金子公司、私募等金融机构及互联网企业都在争抢同一个ABS市场。

公开数据显示,截至2016年4月,完成备案的ABS项目数量就已达到了29只,而在2015年同期备案数仅有4只。从实施备案制至今,已完成备案的项目总数已经达到300家,基础资产的种类从小额贷款、融资租赁等扩充至信托受益权、门票收入、保理资产、购房尾款等。

“这些机构今年加大对ABS业务的发展,其中政策引导是最主要的因素。2014年取消审批制,改为事后备案,当年又相继颁布了上交所和深交所的具体业务指引,发布了负面清单。2015年又就具体的基础资产颁布了车贷、房贷、个人消费贷款等各类型的资产支持证券信息披露指引,包括后面放开的两融、保险业参与办法、住房公积金资产证券化、不良资产

证券化等政策的发布,这些政策鼓励机构多去开展此类业务,在目前各家机构很多业务类型暂停的情况下,多了个出路。”德晟资本产品部总经理车潇潇说。

借道双SPV 发行信托ABS

2016年4月29日,长安资产-外贸信托海发医药信托受益权ABS刚收到交易所挂牌转让无异议的函。这是第一个由私募机构在其间参与主导完成的信托ABS。私募机构德晟资本作为投资顾问出现,从产品的交易结构搭建到相关中介机构的交流对接到最后交易所的沟通交流,由其参与主导。

这个项目的基础资产是海发医药对一家三甲医院某个月的应收账款,总规模2亿元。一般来说,所有的资产证券化中间都会有一个破产隔离用的载体(SPV)。传统的资产证券化模式是单SPV,其做法是设一个SPV,然后去受让医药公司对医院的应收账款,把资产包进行结构化设计后去交易所挂牌。但由于交易所由证监会监管,信托公司无法直接以信托计划作为SPV在

交易所发行ABS产品。在这个项目中,借助双SPV(特殊目的载体)结构,使得外贸信托冲破这一限制,发行ABS。

具体而言,该产品最底层是海发医药对医院的应收账款。外贸信托以信托计划从原始权益人海发医药处受让应收账款,从而形成信托受益权。外贸信托再以信托受益权作为基础资产,将资产包转让给券商或基金子公司的资管计划,借道资管计划,实现交易所挂牌。此产品的债项评级为AA+,项目到期后,由医院支付的资金偿还本息。最终在交易所进行受让的银行,成为受益人。基金管理人长安资产。

车潇潇介绍,双SPV的模式与传统ABS的区别就在于双SPV的采用,即信托作为投资人参与底层应收账款的转让,形成信托受益权,接下来信托又作为发行人,将信托受益权作为基础资产发行资产证券化产品。“传统的资产证券化模式是单SPV,中间不需要信托公司参与。”

在现金流的归集和划转上,ABS项目常规有托管账户和监管账户。单SPV的ABS项目,银行认购资金进入托管账户,再由

托管账户进入监管账户,最终由监管账户支付原始权益人基础资产转让款。

信托ABS和信托产品是不同物种

车潇潇介绍,ABS和传统债权类信托产品是两种完全不同的法律模式。传统债权类信托产品做的是企业债权融资。打比方说:A需要融资,借款对象是B,还款来源是“公司业务稳定,有固定的上下游客户,所以企业有稳定的营业收入,到期有充沛的还款来源”,为了增加信用,会额外增加一定的增信措施,如房产抵押等,B如果认可,则B放款。其中,A是债务人,B是债权人。

而ABS是购买关系,购买的是有稳定现金流的资产包。打比方说:A需要融资,B挑选A持有的优良资产后,A把资产包转让给B,这些资产产生的收入直接由B来收取,其中,A是原始权益人,B则以SPV的形式沉淀收入。

简单来说,资产证券化更看重项目资产的现金流,而不是



融资方本身。理论上，只要有稳定现金流的，且不在交易所公布的资产证券化负面清单的资产都可以做ABS。基础资产类型主要分为债权类和收益权类，债权类包括住房抵押贷款、个人汽车消费贷款、企业应收账款、信用卡贷款等；收益权类包括三废处理收费权、轨道交通收入、电力销售合同、高速公路未来三十年收费权、燃气公司收费权、经营性景点门票收入、商业物业租赁收入等。

“资产包里面的情况不一样，每个产品交易结构设计就都不一样。ABS流程一般包括：了解交易对手情况、筛选资产包、发行人及相关机构入场尽调、各相关结构出具相关报告、提交材料至交易所、取得无异议函、挂牌转让。”车潇潇说。

车潇潇告诉记者，ABS产品存在的风险是现金流收不回来，且项目相关增信措施无法实现。以外贸信托发行的这个项目为例，极端的风险是底层的三甲医院付不出应收账款，同时其他作为担保主体的企业也没有办法完成差额支付。

ABS大势所趋

银监会在《关于信托公司风险监管的指导意见》中明确提出“鼓励开展信贷资产证券化等业务，提高资产证券化业务的附加值”，信托公司也纷纷将资产证券化作为转型的路径之一。自2014年以来，以信托受益权为基础资产，在交易所发行的ABS已超过10单。车潇潇表示，多家信托公司正在与德晟资本接触，洽谈战略合作，把他们手上的信托产品盘活，做成标准化的产品。

“信托公司的产品属于非标产品。把非标产品转换成标准化产品，信托公司不仅可以跟银行有更多的合作，中间也有利润空间。很多信托公司都有需求，未来信托ABS将是一个趋势。”车潇潇解释，单一信托一般由

银行资金或机构资金来投资。而银行对非标产品是有采购额度限制的。产品标准化之后，银行可以直接购买，不占非标额度。

更重要的是，信托公司提前解放资金，可以去投资新的项目，形成的信托受益权又可以证券化，如此循环操作，相当于可以在几乎不占用资金的情况下，把业务规模放大，资金利用效率提高，信托报酬也随之增加。“目前一单交易所ABS从启动到完成发行，如果原始权益人配合顺利，德晟资本一般在2个月左右就能完成。”车潇潇说。

“资产证券化对于原始权益人而言有很多好处，比如拓宽了融资渠道、降低了融资成本、盘活了存量资产、有些甚至可以出表。而对于机构和个人而言，多了一个安全性高的类固定收益类投资渠道。”车潇潇说。

“目前公募的资产证券化产品收益率为4%~7%。”车潇潇表示，去交易所挂牌的ABS产品，到目前为止，购买方基本上都是银行和保险公司，以银行为主。

ABS被认为是收益稳定、风险可控的产品。公开资料显示，截止目前ABS尚未出现信用事件。主要有两个原因：ABS具有稳定的现金流，复杂的结构化设计，内部及外部增信措施，以及目前仍然属于制度红利阶段，资产池质量总体较好。

车潇潇判断，未来的资产证券化的产品，结构化设计、出表、双SPV、循环购等创新模式会更多；基础资产也会越发丰富，院线、不良资产、REITs等都在尝试做ABS；参与主体也会越发多元化，保险资管、私募基金等机构都会参与进来。“最重要的是未来对于资产证券化的转让制度的不断尝试，提高资产证券化产品的流动性，流动性的突破未来会对资产证券化的规模增长有爆发性的影响。”

（文章来源《东方财经》）

公募系FOF破冰在即 但还要面临这些发展难题

文 | 詹晨

《基金中基金（FOF）指引（征求意见稿）》发布后，基金行业对于FOF的热情骤然升温。积极筹备的同时，公募基金行业发展FOF也将面临市场环境尚待健全和运作流程急需规范两大难题。

近期，证监会发布《公开募集证券投资基金运作指引第2号——基金中基金指引（征求意见稿）》（下称征求意见稿），意味着公募FOF产品“破冰”在即，期待已久的公募FOF（基金中基金）产品或将问世。

FOF是Fund of Funds的缩写，译成“基金中的基金”，其80%以上的基金资产投资于证监会依法核准或注册的基金份额的基金。对投资者来说，买FOF就相当于把钱交给一个投资顾问，由他帮助投资其他的基金，而不是直接买股票、债券等资产。

征求意见稿就公募FOF发行公开征求意见，对分散风险、控制风险、透明度以及防止利益输送，在基金持仓、投资标的、费用等方面都做出了规定，预示着国内公募基金离发行FOF又向前迈进了一步。

除交易型开放式证券投资基金联接基金外，FOF投资其他基金，被投资基金的运作期限应当不少于一年、最近定期报告披露的规模应当高于一亿元。这在业内看来是防止FOF为新基金抬轿，避免利益输送问题发生而设定的。

“成立不到一年的很多新基金尚在建仓期和设置安全垫的阶段，不能达到合同约定的投资比例要求。而规模过小的话，FOF的进入会造成对原标的基金过大的冲击成本，不利于标的基金持有人的利益。”中投在线研究中心吕晴表示。

值得关注的是，征求意见稿中还指出，FOF不能投资分级基金，不得持有具有复杂、衍生品性质的基金份额，证监会另行规定的除外。业内认为，对分级基金的禁止是为了防止间接扩大杠杆，并且现阶段的分级基金经过去年的暴跌成交量已经大幅缩水，FOF如果进场进行单边操作会造成市场冲击和流动性困难。

早在十多年前，国内FOF就已萌芽，券商是FOF当之无愧的排头兵，随后私募行业也向FOF领域延伸。目前，券商集合理财FOF和私募FOF占据国内FOF大半江山。格上理财数据显示，目前券商集合理财发行总规模约为700亿元，而私募则在500亿元左右。

尽管FOF在国内的发展已有多年的累积，但尚未形成气候，这对于公募FOF的起步也构成一定障碍。“国内FOF多为券商或保险资管基金部操作，保险资管以非公开FOF投资为主，外部净值型产品则是券商涉足居多，但大部分FOF沦为券商交易量的交易筹码，FOF过往市场化没有做好，对现在公募的起步是很大的障碍。”某公募基金公司高管告诉界面

新闻记者。

“对于净值化产品，渠道在做产品准入时对于过往业绩依赖很大，FOF在中国的发展要么在保险资管，没有公开业绩，要么在券商资管，业绩并不突出，因此FOF目前最大的难题在于净值化产品没有良好的过往业绩，很难在短期获得市场认可。”新沃基金总经理助理周虹告诉界面新闻记者。

除去过往业绩难以对市场形成吸引力以外，公募FOF的发展还面临人才的短板。“和传统基金公司将固定收益和权益投资划清边界不一样，公募FOF要从全市场2800多只基金中进行挑选，对于投研团队的宏观与策略，资产配置，甚至行业分析与交易能力都要求非常高。”周虹表示，“FOF专业投资人员还是相对匮乏，从股票到债券的全才非常少，目前来说，相对成熟的人才都在一些保险资管的基金部。”

FOF的流动性问题也在一定程度上降低了FOF产品的投资吸引力。据格上理财统计，大部分FOF为按月开放，超过25%的FOF按季开放。除预留流动性外，私募FOF只有通过赎回标的基金才能保障足够的头寸来支付投资者赎回款。这种被动仓位调整还需对接各子基金月度或季度的开放日，资金调配缺乏自由，导致投资者赎回大多需提前20天以上，赎回进程缓慢。

格上理财认为，为提高公募FOF的流动性，可设立第三

方转让平台，规范转让费收取标准及转让流程，待市场成熟时，适时引入赎回期权注入流动性。即在申购基金份额的同时，可选择性购买赎回期权，约定行权时间（赎回时间）及行权价格（赎回价格）。

随着市场上公募基金类型的覆盖面越来越广，公募FOF存在多种管理模式和产品类型，按照FOF基金管理人和投资范围划分就包括四类：内部FOF管理人+内部基金，内部FOF管理人+全市场基金，外聘第三方FOF投资顾问+内部基金，外聘第三方FOF投资顾问+全市场基金。

凯石基金认为，内部FOF管理人+内部基金模式适合产品线完整的大型基金公司，而内部FOF管理人+全市场基金模式最大的优势是可投标的和种类更加丰富，而且可以有效避免只投资内部基金的道德风险问题。

对于投资者最为关注的FOF二次收费问题，征求意见稿规定，基金公司利用FOF投资本公司基金，只能收取一次申赎、管理费用。而托管行托管FOF时，针对原本就托管本行的产品也只能收取一次托管费，这就降低了双重收费的范围。但对于采用内部管理人+全市场基金的模式，也就是子基金筛选对象不仅仅局限在公司的产品，就难以避免双重收费的难题。

（文章来源界面网：<http://www.jiemian.com/article/730220.html>）

互联网金融大热 个人征信行业站上风

文 | 曲洋

互联网金融是传统金融机构与互联网技术的有机结合，利用大数据和云计算等技术实现资金融通、支付、投资和信息中介服务的新型金融业务模式。金融的优势在于资产的寻找和风险定价，互联网的优势在低成本迅速覆盖C 端客户，两者的结合可以转变金融机构开发客户的模式，降低市场信息不对称程度，提高资源配置效率，减少交易成本，从而促进经济增长。近年来，尤其是在阿里巴巴推出“余额宝”之后，互联网金融市场持续发酵。

互联网在优化资源配置、改善现行支付体系、拓展财富管理功能、降低信息不对称等方面都发挥着不可替代的作用。当前互联网金融的发展模式尚处于“互联网+传统金融业务”的狭义层面，未来仍有很大潜力和发展空间。

风控是互联网金融良性发展的重中之重，征信是互联网金融风控中必不可少的一环。其中，个人征信是互联网金融、消费金融等金融模式的基础，只有拥有了合适的个人信用评级体系，这些新型的金融模式才有降低成本、实现盈利的可能。因此，发展个人征信业务势在必行。

全球征信模式一览

根据主导运营模式，征信模式可概括为三种：(1)美国的市场主导型，由民间资本投资和经营，完全市场化经营；(2)欧洲的政府主导型，以中央银行建立的“中央征信系统”为主体，兼有私营征信机构；(3)日本的会员制模式，采用以行业协会为主建立信用信息中心的会员制模式，为协会会员提供个人和企业的信用信息互换平台，通过内部信用信息共享机制来进行

信息共享。

当前世界主要征信体系与模式比较：

	市场化模式	政府主导型模式	会员制模式
代表国家	美国	德国	日本
产生背景	小政府；保护投资者利益为首要任务	历史悠久的金融行会；金融机构对行会信任度高	行业协会对经济发展具有巨大的影响力
核心机构	商业性质的信用机构——三大征信局及FICO 等	央行提供基础信息；金融行业牵头建立的Schufa 等民间征信机构提供数据分析和评分	行业协会组织的非盈利性五大机构；商业公司如帝国数据银行、东京商工调查公司
特征	自愿性、盈利性	强制性、非盈利性	自愿性、盈利性
数据来源	各类授信、公共服务机构	被监管金融机构	会员机构
优势	行业细分，对接应用最为全面，最具活力	打破大银行的信息垄断，信用风险预警	提高会员银行间的信息交流程度
劣势	市场淘汰过程慢，代价高；市场化运作，对监管及其基础环境要求高	缺乏FICO类丰富的对接应用	收集信息种类较少，不全面；行业、机构间信息互通少，较封闭

资料来源：《国外个人征信机构体系运作模式比较及对我过的启示》

我国征信行业发展历程

20 世纪80 年代，我国征信行业开始于企业债券发行管理、外贸中对企业征信信息的需求，陆续成立了一批机构征信公司，之后由政府主导开展个人征信服务，经过30 余年的发展，于2015 年放开个人征信牌照，意味着我国的个人征信行业打破完全由政府主导的局面，商业性个人征信机构“小荷初露”。我国征信行业的发展大致可分为三个阶段——探索阶段、起步阶段和发展阶段。

（一）探索阶段

20 世纪80 年代后期，为适应企业债券发行和管理，中国人民银行批准成立了第一家信用评级公司——上海进东资信评级有限公司。同时，为满足涉外商贸往来中的企业征信信息需求，对外经济贸易部计算中心和国际企业征信机构邓白氏公司合作，相互提供中国和外国企业的信用报告。1993 年，专门从事企业征信的新华信国际信息咨询有限公司开始正式对外提供服务。此后，一批专业信用调查中介机构相继出现，征信业的雏形初步显现。

（二）起步阶段

1996 年，人民银行在全国推行企业贷款证制度。1997 年，上海开展企业信贷资信评级。经中国人民银行批准上海市进行个人征信试点，1999 年上海资信有限公司成立，开始从事个人征信与企业征信服务。1999 年底，银行信贷登记咨询系

统上线运行。2002 年，银行信贷登记咨询系统建成地、省、总行三级数据库，实现全国联网查询。

（三）发展阶段

2003 年，国务院赋予中国人民银行“管理信贷征信业，推动建立社会信用体系”职责，批准设立征信管理局。同年，上海、北京、广东等地率先启动区域社会征信业发展试点，一批地方性征信机构设立并得到迅速发展，部分信用评级机构开始开拓银行间债券市场信用评级等新的信用服务领域，国际知名信用评级机构先后进入中国市场。2004 年，人民银行建成全国集中统一的个人信用信息基础数据库，2005 年银行信贷登记咨询系统升级为全国集中统一的企业信用信息基础数据库。2008年，国务院将中国人民银行征信管理职责调整为“管理征信业”并牵头社会信用体系建设部际联席会议，2011 年牵头单位中增加了国家发展改革委员会。2013 年3 月，《征信业管理条例》正式实施，明确中国人民银行为征信业监督管理部门，征信业步入了有法可依的轨道。

2015 年1月5日，央行印发了《关于做好个人征信业务准备工作的通知》，要求8 家机构做好个人征信业务的准备工作，准备时间为6个月。这8家机构分别为腾讯征信、芝麻信用、前海征信、考拉征信、鹏元征信、中诚信征信、中智诚征信、华道征信。下面我们来简单介绍一下这8家私营个人征信公司。

八家私营个人征信公司比较

公司	股东背景	数据来源		数据处理	数据产品	服务对象
腾讯征信	腾讯—互联网巨头	社交网络上海量信息，比如在线、财产、消费、社交等情况		利用大数据平台TDBANK，采集处理相关行为和基础画像等数据，并利用统计学、传统机器学习的方法。	人脸识别产品；反欺诈核查产品；信用评分及信用报告产品	金融/非金融机构；普通用户
芝麻信用	阿里蚂蚁金服—互联网巨头	阿里的电商交易数据、蚂蚁金服的互联网金融数据、公安网等公共机构、合作伙伴等数据，涵盖了信用卡还款、网购、转账、理财、水电煤缴费、租房信息、社交关系等。		芝麻分与美国的FICO信用评分类似，范围在350分到950分之间，分数越高代表信用程度越好	个人信用产品—芝麻分	公测期间涉及租车、租房、婚恋、签证等多个领域的合作伙伴
前海征信	平安集团——覆盖全金融产品线	集团内部的数据、合作部门单位的数据、50多家合作金融公司数据、客户主动自愿提供的数据、外部网络公开获取的数据。60%为金融数据，40%是互联网和现在比较热门的新型数据。		建立了自己的专业大数据团队，并积极与海内外顶尖学术机构展开深入合作。 “好信度”个人评分采用与美国FICO完全一致的评分标准，分值为300至850分。	数据产品—黑名单、信用报告、好信度；功能插件—身份认证、语音识别、人脸识别；云系统—催收、反欺诈、信审	银行；互联网金融公司，包括P2P公司；非金融机构；Uber等
考拉征信	拉卡拉—支付业龙头；蓝标—全球大数据营销；拓尔思—互联网行为数据挖掘；旋极信息—全国企业税务数据；梅泰诺—运营商通讯数据	依托大数据和互联网平台，数据来源既有拉卡拉十年积累起来的便民、电商、金融个人用户和百万线下商户日常经营的相关数据，同时股东也同步共享数据，此外还有公安、法院、航空、通讯、学历、学籍、工商等公共部门等数据。		建立考拉征信•中国科学院大学征信模型实验室。利用传统的德尔菲法、回归、分类、Web挖掘和神经网络技术，结合大数据技术进行数据处理和多角度组合建。 考拉分与美国的FICO信用评分类似，考拉分的范围在300分到850分之间。	个人—考拉信用分、职业信用分；企业—考拉商户分（中国第一个面向小微商户的信用评分）	为个人及企业提供电子支付、征信、小额信贷、理财、P2P交易、电商等各类金融服务
鹏元征信	深圳市政府、公司已安全从事征信业务超过12年	商业银行、政府和其他社会部门、公安部全国公民身份信息系统		建立数学模型对个人信用信息进行统计分析，预测未来一段时间内发生违约风险的可能性 个人信用评分产品“鹏元800”用一个分数综合反应个人信用状况，于2005年正式启用。目前，查询信用评分已累计超过25万人次。	个人及企业信用报告；企业及个人信用评价体系；互联网征信整体解决方案；个人身份保护服务；大数据分析 with 挖掘服务；数据清理服务等	政府、银行、小额贷款公司、公用事业单位、电商平台等机构。
中诚信征信	中国第一家央行批准设立的全国性的从事信用评级、金融证券咨询和信息服务等业务的股份制非银行金融机构	银行、保险公司、小贷公司		在自主研发的信用评分算法基础上，积极探索和研究大数据信用评分技术，将传统建模与大数据建模有机融合	个人征信—个人信用评分、个人信用报告、信用信息认证、征信综合解决方案等；企业征信—征信报告、电商认证、小微金融；信用体系建设	银行、电商、P2P平台、小贷公司等客户
中智诚征信	总裁具有十年金融行业实践管理经验；总经理任职央行征信系统和益百利公司，从事征信业务超过10年。	-		全球独有的中文模糊匹配技术；分级分团技术；基于商业银行反欺诈业务的疑似团伙欺诈专家规则集；大数据技术	反欺诈云平台	-
华道征信	银之杰——为银行提供软件产品和技术服务 新奥资本—国内规模最大的清洁能源分销商之一	信贷数据、公安司法数据、运营商数据、公共事业数据、网络痕迹数据。 信贷数据：旗下华道小贷—独立的第三方同业征信平台，未来银行是否接入不确定；公安数据：公安部；运营商数据：亿美软通的渠道整合数据；公共数据：燃气数据；网络痕迹数据：与百度、阿里、腾讯等互联网巨头合作。		清控三联依托清华五道口金融学院设立，主要专注于第三方支付平台、P2P、众筹融、大数据挖掘公司、民营银行等新兴金融领域的投资，以及互联网金融领域的管理咨询业务。未来，清华五道口金融学院与华道征信将共建“大数据征信实验室”。	个人租房信用分—华道猪猪分	租房房东



各公司产品的准确性、创新性、多样性、是否能更好的满足客户的需求将会决定市场份额,从而影响盈利水平。

对于目前的中国征信市场来说,互联网是眼下最强的风口力量。消费金融、P2P、共享经济、社交、电商,这些炙手可热的互联网行业都具有征信需求。然而,以央行征信中心为核心

的体系无论是从可操作性还是数据维度上看,都显然无法满足这些行业的需求。强烈的需求加极少的供给,这给市场化征信机构的快速发展创造了不可多得的机会,可以预见,我国央行发放个人征信牌照之后,市场将迎来一波大发展及重新估值的机会。

(作者曲洋,金融市场业务总部高级信托经理)

互联网消费金融ABS形成百亿市场 如何让机构投资者买账

文/祝雨清

6月7日,蚂蚁金服旗下消费借贷产品“花呗”发行20亿元ABS(资产证券化),根据《21世纪经济报道》的整理,加上此前京东白条公开发行业总计55亿元ABS,分期乐公开发行业2亿元,以及蚂蚁金服旗下另一款消费金融产品“借呗”的私募ABS,已经有上百亿元的市场供给。

互联网消费金融ABS形成百亿市场

互联网经济风头正盛,消费金融又是经济升级的大势所趋。“互联网+消费金融”双剑合璧没有理由不受到资本市场的追捧。但是,互联网消费金融的资产证券化却并非如此顺利。

按照资产证券化的一般流程,基础资产需转移给SPV(特殊目的工具)。拿消费金融ABS来说,需要转移的基础资产就是个人消费贷款形成的债权。这个转移的过程可能是“真实销售”,在这种情况下债权的权益实际上已经从阿里和京东分离出来;如果不是“真实销售”,则可视作质押融资。



互联网已经渗入消费金融的各个链条

如果“花呗”、京东白条走的的确是严格意义上的资产证券化模式,那么很显然,发行的资产证券化产品已经和阿里、京东本身的信用不再有关系,这两家公司没有任何义务为投资者购买其ABS产品而“兜底”。因此在ABS市场上论基础资产“出身”而采取行动的“拼爹”逻辑基本失效。另一方面,互联网个人消费信贷本身具有极高的小额巨量性,机构

投资者难以对这种分散性强的基础资产进行有效评估;互联网公司的授信方式以及风险控制模型也大大超出了机构投资者评估传统ABS的方法论,这让机构投资者也有种摸黑抓瞎的不安感。

京东白条、蚂蚁“花呗”以及分期乐是目前互联网消费金融ABS的主力。

这意味着,如果想让深谙资本市场游戏规则机构投资者买账,互联网公司必须按照金融市场的逻辑为其ABS产品增信。对互联网公司来说,最惠而不费的方式是利用互联网方式增信,比如利用互联网的信息反映能力对自身的基础资产情况(比如违约率、违约时间分布,还款情况、风控数据等)进行充分披露,通过打破信息不对称的方式增进资本市场对自己的好感。目前分期乐自建的SPV系统基本上就是从这个方向上进行突破的。

当然,互联网公司也可以选择金融方式增信。比如给ABS产品进行分层,一方面适应了不同风险偏好,另一方面也使得优先级的产品变得更有保障。还可以通过为基础资产的未来收益流进行保险等外部增信方式,强化资本市场对互联网消费金融ABS产品的认可度。



但要强调的是,ABS产品虽然不在互联网巨头们“兜底”的范围,但巨头们的平台交易量,利用大数据发展出来的风控模式却实实在在地为ABS产品的现金流做出了保证。这也是为何在当前基础资产看不太清、增信较为有效的情况下,互联网消费金融ABS产品还是能维持较低收益率的原因。

(文章来源前瞻网: <http://t.qianzhan.com/fengkou/detail/160618-37f20f6d.html>)

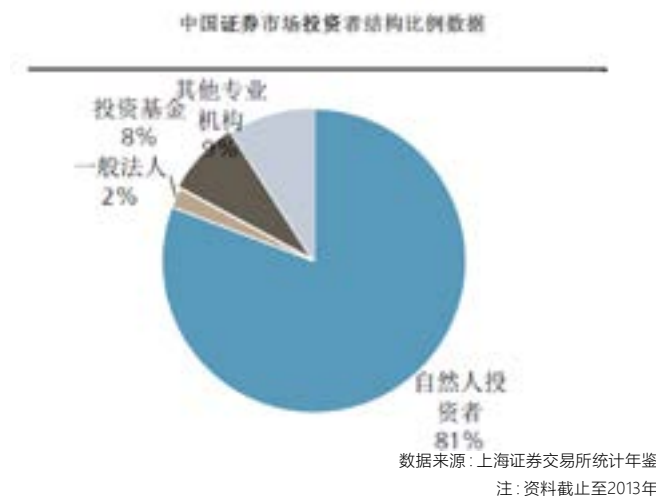


作为我国大类资产配置中不可或缺的一环，股票市场一直是我国投资者所关注的焦点。从2015年上半年的大牛市，到之后的千股跌停，熔断机制的两次触发，再到今年年初的股市大跌以及延续至今的区间震荡，我国股市在短短一年的时间里经历了大牛，大熊，以及震荡徘徊的行情，这对投资者对全局行情的把握，择时而动，择机而动的能力提出了较高的要求。尤其是在当前资产荒的局面下，股票择时所扮演的角色越来越重要。通过对于宏观局面的判断与把握，结合股票择时模型对于买卖时点的提示性信号，投资经理方能对当前市场行情进行较为理性的判断，从而在控制风险的前提下提升收益，创造利润。本文主要对一些较为简单的择时策略进行历史回测，旨在为之后的研究框架，研究方法提供一定的思路。

一、基于投资者博弈的市场风格判断

大部分股票交易策略均可以总结为“低买高卖”，具体来说，当公司股价低于公司价值时买入，以期待股价上涨以反映公司真实价值；而当公司股价高于公司价值时则卖出，以期待股价下跌回归至公司价值附近。鉴于我国对于卖空行为的限制，上述方式可修正为“低价买入，遇顶逃出”。但由于我国投资者结构中以个人投资者居多，一旦股市上涨，羊群效应使股

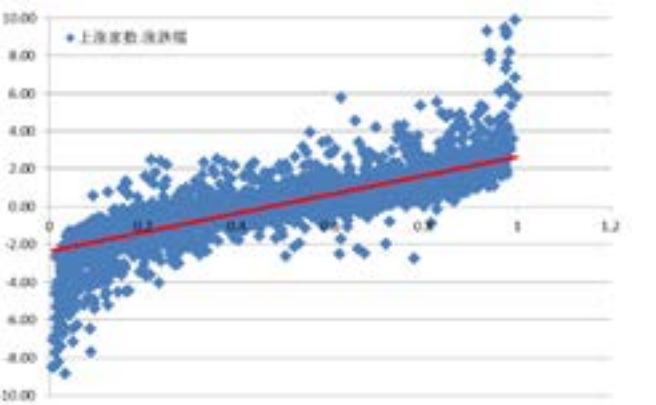
价不断攀升至高位，泡沫不断累积，最终形成的股价可能远高于公司真实价值；而一旦股市下跌，投资者则争相出逃，往往会造成踩踏，使最终股价远低于公司真实价值。这种急涨急跌的行情部分源于投资者对公司价值的判断，但很大程度上是受到炒作行为，或者说是投资者心理行为的影响。鉴于此，我们希望能够通过利用二级市场上的部分指标建立模型，对投资者情绪进行大致判断，从而在极端行情中对投资经理起到一定的警示作用。



在对A股市场的相关指标进行筛选后，我们发现市场上每日涨跌家数与指数的涨跌幅有一定的线性关系。以上证综指为例，我们截取2000年1月4日至2016年3月31日期间沪市上涨、下跌与平盘公司家数，计算上涨概率：

$$\text{上涨概率} = \frac{\text{上涨公司数}}{\text{上涨公司数} + \text{平盘公司数} + \text{下跌公司数}}$$

并以此作为X轴，同时选取相同时间段内上证综指涨跌幅作为Y轴，根据作图结果（下图）我们可以清晰的看出这两个指标之间有较强的线性关系。类似的关系也存在于深证成指与中小板指数中。



根据以上散点图的结果，我们利用最小二乘法拟合出两个指标之间的线性关系表达式。其中上涨概率为自变量，涨跌幅度为因变量，上证综指的线性结果如下：

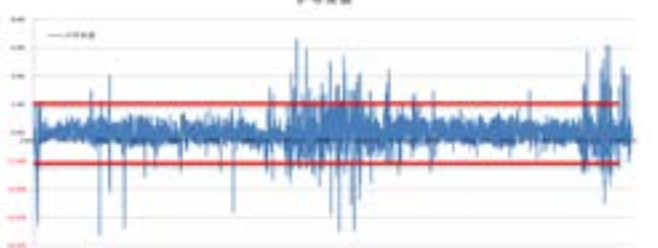
回归统计					
Multiple R	0.8086				
R Square	0.6539				
Adjusted R Square	0.6329				
标准误差	0.9271				
观察值	3929				
方差分析		df	ss	MS	F
回归	1	2094.512	2094.51239	2138.306	86.13
残差	3928	3730.288	0.95478774		
总计	3929	5824.8			
		Coefficients	标准误差	t Stat	P-value
Intercept	-2.2199	0.0321	-24.2196	0.0000	-2.8118
1 Variable X	5.0320	0.0568	86.1389	0.0000	4.8173

其中R²为0.65，经调整后的R²为0.65，说明线性拟合效果良好，自变量的t值为86.13，P值为0.0000，自变量可靠性较高。因此对于上证综指，我们得到上涨概率与涨跌幅度之间

的线性表达式如下：

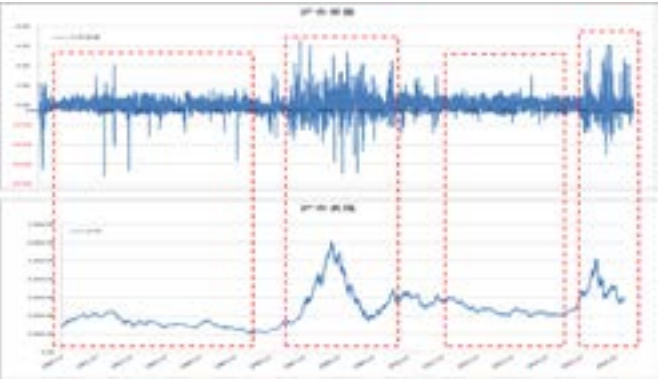
$$\text{理论涨跌幅} = -2.3798 + 5.0320 \times \text{上涨概率}$$

我们以此模型计算出的涨跌幅为理论涨跌幅，即市场在理性的情况下，上涨家数越多（上涨概率越大），指数的涨跌幅度越大，当上涨家数较少，但指数的涨跌幅度较大，说明市场处于非理性状态，原有的线性关系被打破，该模型的解释力度则较低。基于该判断，我们选取相同时间段内大盘每日的上涨概率带入模型中，计算相应的理论涨跌幅，最后取实际涨跌幅与理论涨跌幅之间的差值。



$$\text{差值} = \text{实际涨跌幅} - \text{理论涨跌幅}$$

基于上图我们可以发现，在市场处于较为极端的行情中（急涨急跌），该差值大于2或者小于-2.；当市场处于震荡的行情中，该差值往往处于-2与2之间。如果我们结合沪市行



情，我们可以更加清晰的看出这种关系。

在对深证成指与中小板指进行类似的回归分析后，我们也发现了类似的关系。

因此，我们可以根据该指标判断目前大致的行情走势，如果差值持续大于2或者小于-2，则需要保持警惕，因为市场可能处于极端行情中。近期该差值一直维持在-2与2之间，与大盘观测情况一致。

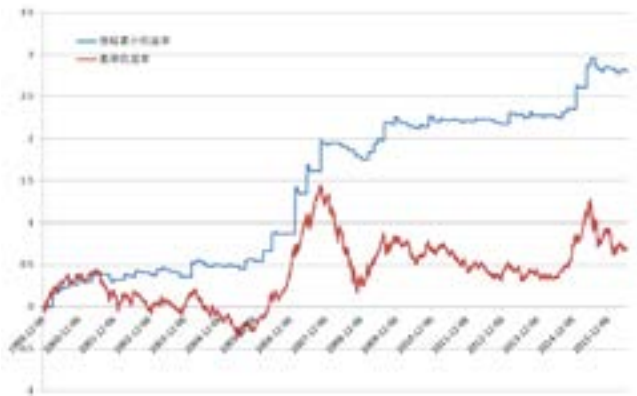


二、择时策略历史回测

目前市场上的股票择时模型大体是利用二级市场的各类基本面指标或者技术指标在过去3到10年的表现，推测出在行情触底反弹，或者触顶下调时此类指标的特征，从而对目前的市场情况作出判断。本文将对一些较为基本的择时策略进行回测并对结果进行分析，重点将集中在巴菲特八周择时模型上。文中所有回测结果皆不考虑交易成本与税收因素。

（一）20日均线策略

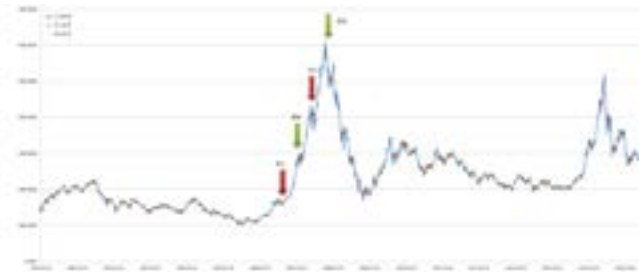
20日均线策略是一种较为基本的择时策略。该策略主要利用现行指数与过去20个交易日的移动平均值进行比较，当目前点位高于过去20个交易日的平均值则买入，当目前点位向下突破20个交易日的平均值则卖出。本文选取1999年12月3日至2016年6月24日上证综指作为测试标的，利用VBA编程得到策



略收益率如下图所示：

上图中蓝线为20日均线策略收益率，红线为基准收益率，这里选取上证综指大盘表现为衡量基准。由上图我们可以发现在大多数情况下20日均线策略可以跑赢大盘，仅有一个时间段：1999年12月初至2001年10月初均线策略表现逊于大盘走势，策略累计收益率为279%，最大回撤发生在2001年年初，大致为26%左右。单品种单策略的劣势在于回撤期较长，尤其是在大盘调整的过程中，对波段以及短期趋势的把握能力较差。

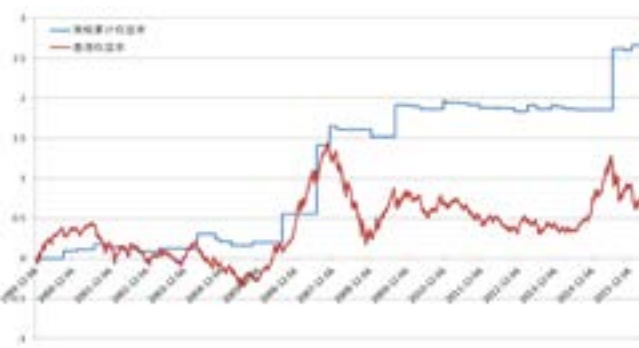
如果我们具体分析策略发出买入卖出信号的时间段，由下图我们可以较为清楚地发现20日均线策略在趋势性行情中表现优秀，可以较为准确的把握买卖时机，在大盘行情转头向下的时候提前离场。但是在震荡行情中该策略往往会踏错



时间点。由于该策略主要依托于20日移动均线，因此某一日的极端行情可能会对之后较长时间段的信号造成较为明显的影响。在过去16年间，20日均线策略共给出168次买入信号，168次卖出信号，2016年6月15日买入，2016年6月24日卖出后目前仍然保持空仓状态。

（二）双均线策略

双均线策略主要基于单均线策略，利用短期均线与长期均线的交叉点来产生买卖时点。短期均线主要用于反映短期内价格变化强度，长期均线主要用于判断长期的价格趋势。由于双均线策略涉及两条均线，因此可选组合较多，包括5日均线与60日均线，20日均线与120日均线等等。本文主要选用1999年12月3日至2016年6月24日5日与60日上证综指均线作为回测标的，策略规则为：5日均线向上突破60日均线则买入，5



日均线向下突破60日均线则卖出。

与单均线策略相比，双均线策略总体收益降低，累计收益大致为260%左右。由于由两条均线的交叉点来决定买卖信号，因而信号出现的频率降低，调仓次数得以控制，由此带来的缺点在于策略灵敏度降低，可能会错失某些投资机会。根据上图来看，策略收益图的平滑度有所提升，但是这很大程度上是累计收益与调仓频率下降所导致的，实际上策略的最大回撤有所上升，大致在35%左右。与单均线策略类似，双均线策略的回撤期依然较长，收益上下波动幅度较大，但是依然能在市场行情反转时及时离场。

由下图我们可以更加清晰的看出双均线策略所给出的买



卖信号次数降低，尤其是再出现大幅上涨（或下跌）行情时，双均线策略可以较为准确的判断离场与入场时间，在大盘震荡的行情中信号频率也有所降低，但是胜率与单均线策略相差不大。在回测时间区间中，双均线策略给出买入信号47个，卖出信号47个，与单均线策略相比大幅度的降低。根据投资者对于市场的判断与认知的不同，双均线策略可以构建为时间跨度较大（如5日均线与120日均线），或时间跨度较小（如5日均线与30日均线），同时也可以衍生为多均线策略，如短中长策略（5日+60日+120日）等等。但不同期限均线的选择会较大程度影响策略的灵敏度，例如策略中偏好长期均线，策略灵敏度会有所下降，但对趋势的把握可能会更加准确；如果偏好短期均线，策略则会更加重视短时间段内的价格波动，但在长期的大趋势中可能会较为频繁的调整仓位。更加复杂的均线策略会结合震荡屏蔽等手段来过滤部分无效信号，一方面降低交易频率，一方面提高策略胜率。

（三）八周策略

相比于均线策略，八周策略是一种更加简单直白的交易手段。八周策略的主要判断依据是前40个交易日股市的收盘价，如果当前股价高于前40个交易日的收盘价，则选择建仓买入；如果当前股价低于前40个交易日的收盘价，则选择卖出空仓。与均线策略考虑某一时间段内股价的移动平均值不同，八周策略更侧重于某一交易日的价格表现，即昨日的收盘价对今天的信号不会有影响。

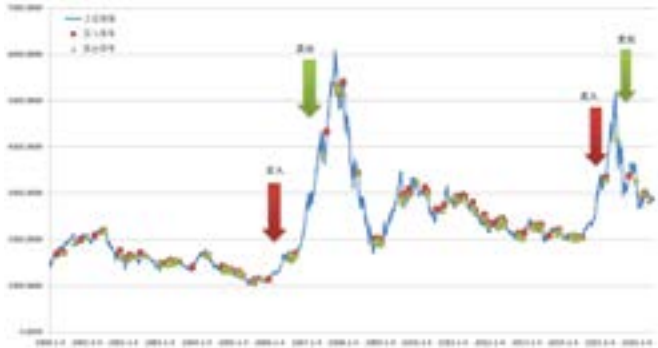
本文依然选取上证综指收盘价为测试标的，回测区间为2000年1月4日至2016年6月24日。

由下 图可知策略收益率依然优于大盘表现，但是累计收益率要低于单均线策略，为211%。在不设定止损比例的情况下，八周策略的最大回撤大致维持在20%左右，调仓频率高于



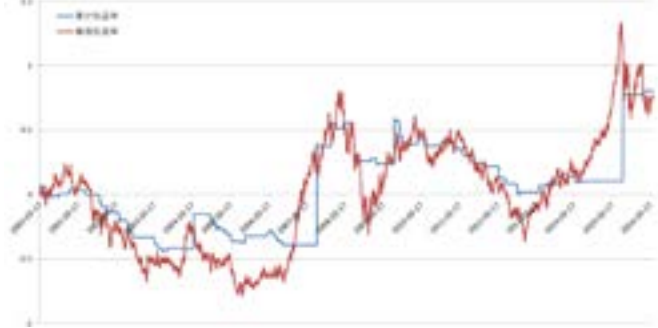
双均线策略，但是低于单均线策略。

八周策略对于市场时机的把握相对准确，在大的趋势性行情出现时，八周策略可以及时的发出建仓信号；当市场转头向下时，八周策略的调整时机也较为及时。从2000年年初至今，八周策略共发出99次买入信号，99次卖出信号。自2016年3



月23日买入，2016年5月11日卖出后，目前保持空仓状态。

针对28个申万行业指数我们也对八周策略进行了回测，结果发现八周策略对于成长性较强的行业，比如医药生物，通信，传媒等行业表现较差，对于周期性较强的行业，如有色金

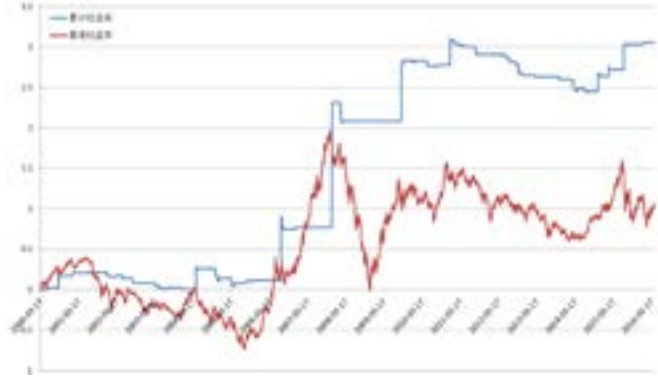


属，钢铁，汽车等行业表现较为优异。

由上图我们可以看出，对于传媒行业，八周策略表现与

行业指数勉强持平，在行业指数大幅下跌时八周策略可以维持较小的损失，但当行业指数大幅上涨时八周策略所获得的收益有限。

而对于有色金属行业，八周策略表现较为优异。如下图所示，该策略不仅可以在有色金属行业指数上行的过程中获取超额收益，同时在指数下滑的行情中及时止损退场，较好地



控制下行风险。

通过比较两个不同行业策略收益曲线与上证综指的策略收益曲线，不难发现上证综指的收益曲线与传媒行业的差异较大，而与有色金属行业几乎类似。我们认为这主要是受到上证综指的编制方式的影响。上证综指中成分股的市值在其权重中影响较大，而有色金属，钢铁等行业市值较高，因此对上证综指的影响较大；相反，医药生物，传媒等行业的市值较小，因而对指数所造成的影响也就有限。如果我们将测试标



的修改为创业板指数，则所得到的结果应当会大不相同。

上图即是对创业板指数利用八周策略所得到的累计收益

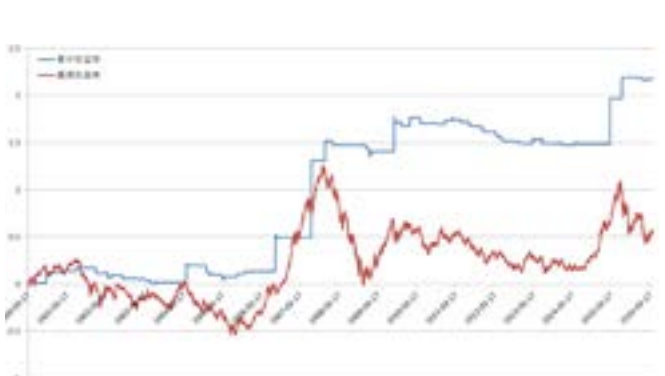
曲线。总体来看该策略是逊于指数表现的。不仅在指数上涨的行情中收益较低，在指数下跌的局势下也只是勉强与指数持平。而创业板指数中，传媒，医药生物等成长类行业占比较重，由此印证了上文的观点。

三、止损设置

在正常的投资过程中，风险的控制尤为重要。以上所有测试均在不设定止损平仓线的情况下进行；同时在建仓买入时全仓买入，在平仓卖出时全部卖出，但是这种全入全出的投资行为在真实的交易环境中几乎不可能出现，因此在这里我们引入二级止损的概念。

所谓二级止损，即为正常投资活动中所设定的预警线与平仓线。当投资净值跌至预警线，即会出示投资风险提示函，当投资净值跌破平仓线，则会进行强行平仓。在实际回测中，我们将采用类似的规则：当净值跌破一级止损线（预警线），投资经理需要部分平仓；当净值跌破二级止损线（平仓线），投资经理需要全部平仓。

我们仍然对上证综指采用八周策略，所选取回测区间业与上文一致。其中一级止损线为-5%，跌破一级止损线后投资经理保持80%的仓位；二级止损线为-8%，跌破二级止损线后



投资经理全部平仓。

由上图可看出，在加入二级止损规则后，八周策略在上证综指中所得到的累计收益曲线相对变得更加平滑，累计收益水平略微提高（212%），同时最大回撤得以改善（17%）。根据投资经理对于收益与风险的不同偏好及态度，我们也可以设置不同的止损线标准以达到相应的标准。

从另一个角度看，止损规则的引入可以更好地使投资经



理保持理性的投资习惯，同时避免行为金融学中的“损失避免”的行为，在控制风险的前提下，实现较为可观的收益。

四、总结

本文主要阐述了股票择时模型中一部分较为简单的择时策略，并对于策略收益进行了分析；同时通过引入止损机制，以实现有效的回撤控制，并努力使投资风险处于可控的状态

中。目前市场上还有海龟交易法则，宏观因子模型，自回归择时模型等多种不同的择时策略，此类策略从量化分析，计量模型，机器学习等不同角度试图把握市场的节奏，寻找进入与退出市场的时机。我司希望通过宏观的角度，结合较为量化的策略指导，寻求市场上有利的投资性机会，以增强自身的主动管理能力。

（作者张崇浚，资产管理总部研究员助理）

看世界富豪们如何合理规避遗产税

文 | 律贝果

即使你是世界首富，有两件事你也避免不了，那就是纳税和死亡。

催催特别喜欢看TVB的各种豪门恩怨，家族情仇的连续剧，什么《溏心风暴》、《名媛望族》看的不亦乐乎，这自己成不了富豪却总做着成为富豪后该怎么保护自己的财产的梦。

然而即使你是世界首富，有两件事你也避免不了，那就是纳税和死亡，死亡我们暂且不论，就让我们来现实中看看，这些世界级的豪们拥有着如此庞大的财产，他们是如何合理来规避遗产税的。

一、财产转移

财产转移，应该是大家最能理解的一种方式了，因为遗产税按照死后被继承人财产总值进行计算的，所以，在去世前把财产都转移掉，这应该是最常见的合理避税思维。

举个例子，台湾赫赫有名的首富蔡万霖，曾跻身世界富豪的前10名，其个人财富超过60亿美元。蔡先生于2004年9月14日去世的，按照台湾规定的遗产税率来算，蔡家后人本应缴纳的遗产税为700亿元左右的新台币，但实际仅仅缴纳了1亿多元新台币的遗产税。原因就再于，在蔡先生去世前，已通过各种途径将财产转移到子女名下，比如中规中矩地通过投资子公司的名义，逐步把财产转移给子孙。

另外，还有一种财产转移方式，就是把资产进行海外置业计划，转移到免征遗产税或增值税的国家。

二、遗产信托

说到遗产信托，就不能不提苹果教父史蒂夫•乔布斯，乔老爷子不仅给我们留下了一种创新的移动通讯设备叫苹果，其在用信托方式合理处理遗产税方面也大家上了一课！

根据《福布斯》2011年富豪榜的数据显示，乔布斯的个人净资产为70亿美元。36岁时，乔布斯娶了劳伦•鲍威尔为妻，婚后育有一子两女。外媒报道，乔布斯的遗产大部分采用了通过遗嘱信托的方式交由信托机构处置，乔布斯将总计达46亿美元的迪斯尼股票，委托给了乔布斯信托基金（Steven P. Jobs Trust）管理，劳伦为受托管理人。此外，乔布斯和他的夫人劳伦共同拥有三处房产，于2009年3月分别交给了两个不同的信托。

那么到底何为遗产信托呢？收益人如何收益呢？

遗产信托，指遗嘱人立下遗嘱，将自己的遗产设立成专项基金,并把它委托给受托人管理,基金收益则由受益人享有。

举个例子，美国催催哪天成了富豪，在去世前，可先将自己的财产成立信托，委由信托公司在百年后依照催催遗嘱内

容执行信托相关事宜，一方面可以保证按照催催的意愿分配财产，防止他人侵占，还可以让受托的专业机构对遗产进行管理运作，避免各种小催催、小小催们任意挥霍财产，以致未来生活无法保证。

- 美国常用的遗产信托设立方式为：
- 1、父母首先设立赠予人保留年金信托（简称GRAT），并列出受益子女名单；
 - 2、父母可按照自己的意愿向GRAT放入一大笔资金。在现有GRAT条款规定下，GRAT的本金加利息，在经过预先确定的时期后全部转回到父母名下；
 - 3、这笔资金获得的超过利息部分的收益，允许留在信托内，并可永远免予遗产税和赠予税而让下一代继承。
- 但是，有点遗憾的是，我国内地的信托业务还属于商事信托，遗嘱信托在我国还没有起步，对于国内的这些土豪，对于遗嘱信托的需求也愈来愈强烈，希望快快看到遗嘱信托在国内市场的发展！

三、保险（终身寿险）

土豪也买保险吗？当然，国外许多富豪会大量购买保险，并不是出于生活保障的目的，而是为了合理规避遗产税。

王永庆、李嘉诚都是超级富豪，甚至已经富裕到可以自己开保

险公司了，但他们都买了高额的人寿保险。

操作方法为：投保以父母为被保险人而子女为受益人的终身寿险，在父母意外身故后，子女可以得到保险公司的保险金，以这笔钱作为缴纳遗产税的资金来源，被继承人投保人寿险所取得的保险金是免税的。另外，投保也是资产转移的渠道，以减少应税财产。

在我国，也有不少保险产品专门设置了避税功能，许多终身寿险产品包含有身故受益功能，这一部分是不用交税的。因为我国《个人所得税法》规定，保险赔款免纳个人所得税。

遗产税两三年前就开始闹得沸沸扬扬，直到现在也没有实施，律贝果通过三篇文章“遗产税=死后所得税？”、“世界各地遗产税大PK”、“看世界豪们如何合理规避遗产税”分析了世界各地及我国关于征收遗产税的情况，在我国对于这个悬而未决的问题，你有什么看法呢？

（文章来源：界面新闻）

创业者拿到融资别高兴太早

文 | 齐天创服

最近创投圈的新闻读起来真是让人有些绝望啊，一家家创业公司接连宣告倒闭，其中不乏一些走在比较后面的“明星企业”，冷不丁冒出点消息，却是创始人发的公告，宣布公司资金链断裂，进入破产清算程序，或被低价并购、或面临解散。

前两年资本市场的热捧让创业者们习惯了“先学会花钱，再想着挣钱”的烧钱模式，加上想要找到一个收支可以快速打平的商业模式确实不是件简单的事，公司现金流一直处于非常紧张的状态是创业公司的常态。谁知道这整个资本市场环境的低迷，投资人一再的“观望考虑再看看”，硬生生的拖垮了大批的创业者。找不到撑起公司发展的接盘侠，也没什么价格便宜的资金来源，公司的收入还没做起来，却要面对着等着发工资的所有员工，“清算”这个词就这么直接的摆在了创始人眼前。

清算主要有下面几种情形：

- 1.因经营不善导致破产；
- 2.公司所有资产或重大资产的出售、或者公司重大或者全部知识产权转移给第三方；
- 3.导致公司50%以上投票权变化的公司兼并或者重组。

提到清算，就不得不提到投资协议中的优先清算权。如果公司大踏步的稳定发展，这个条款暂时用不上，这样当然皆大欢喜。但是创业并不是个童话故事，如果公司已经进入到有点艰难的境地，创业者就要好好研究研究前几轮投资协议中的优先清算权条款了，这是对创业者退出时经济影响最大的一个条款，决定了创业者辛辛苦苦忙活几年还能不能留下点什么家当。

很多创业公司已经走到了B轮、C轮，发现撑不下去了，不得已进入到清算或解散程序，运气好一点的找到上市公司低价收购，套现离场。想着之前拿过几千万上亿的融资，自己作为创始团队，付出了几年心血，怎么也不会落个太凄惨的境地，结果变卖所有资产还给上几轮投资机构以后，自己连买菜

的钱都没剩下。

所以在一开始签署TS（Term Sheet）的时候，创业者不要只盯着估值和融资额，也要重视“优先清算权”，给自己留条退路。

很多早期创业者在第一次看到 TS 的时候往往两眼一抹黑，如果没有请财务顾问或律师的话，根本不清楚这里的每一条条款都意味着什么，也不知道自己拿到的 TS 条款相对于市场上的 TS 来说，条件是否更苛刻。

本文主要来介绍一下什么是“优先清算权”，看下优先清算倍数在什么样的范围内可以保障自己的权益。

什么是“优先清算权”

“优先清算权”，也称“清算优先权”。要理解优先清算权，首先要理解优先股的概念。优先股享有一些优先的权利，具体体现为优先分红权、优先清算权、优先认购权和优先购买权等。

优先股是指当公司进行股利分配或者剩余财产分配，以及股利与剩余财产同时进行分配时，优先于持有公司普通股的股东获得股利或者剩余财产的股份。

优先清算权以优先股为基础，是持有优先股的股东享有的具体权利，其行使条件是目标公司发生破产或者解散时，投资人也有权触发优先清算条款，提前退出。A系列优先股的持有者有权优先获得公司的普通股，每股价格等于原始股购买价格的倍数，还要加上已经宣布但尚未兑现的利息。这里的“倍数”就是指优先清算倍数。

一般优先股、普通股、VC投资优先股优先股的比较：

	普通股	一般优先股	VC投资中的优先股
固定股息	×	√	√
投票权	√	×	×
优先清算权	×	√	√
优先清算倍数	×	×	√



从上表中可以看出，优先股相比普通股，享有优先清算权，而VC投资条款中的优先股和一般优先股的不同主要在于VC投资条款中设置了优先清算倍数的条款，通常情况下，为了保证投资机构的IRR，优先清算倍数一般情况下会大于1。

这种情况非常好理解。创业者看到TS中的优先清算权及清算倍数的条款以后，往往想象中的情况是他们辛辛苦苦打下来的江山在破产清算的时候变卖所有资产，被投资人以1到3倍投资额一股脑收回去，拿走被承诺过却尚未支付的股息，除此之外，投资人还要按照持股比例分配公司的剩余财产，由此投资人被冠一个“敲骨吸髓的利益商人”形象。

但实际上，考虑到VC投资时所面临的潜在的道德风险，为了防止创业者非法获利，VC只能通过优先股（优先清算及其倍数条款）的合约结构，保证VC投资者先收回投资成本。同时，风险投资之所以称之为风险投资，很大程度上是因为创业企业如果已经走到了需要破产清算的程度，意味着VC的投资额很难百分百收回，这也意味着其条款中所规定的超额收益更加难以保证。

优先清算权的类型及回报情况

优先清算权一般由两部分组成：优先权（股权）和参与分配权（债权）。

根据参与分配权的不同，可以将优先清算权分为：不参与分配优先清算权、完全参与分配优先清算权和附上限参与分配优先清算权。

以下是条款：

（一）不参与分配优先清算权的常用条款：

在公司清算或结束业务时，A系列（根据VC的投资顺序，用A、B、C系列等表示）优先股股东有权优先于普通股股东获得每股X倍于原始购买价格的回报以及宣布但尚未发放的股利。

1. 当公司的退出价值（清算价值）低于优先清算回报（风险投资协议约定的属于VC优先取得的金额），VC拿走全部的清算资金；
- 2.当公司的退出价值×VC转股之后持有的股份比例的结果高于优先清算回报，VC将优先股转换为普通股，跟普通股股东一起按比例分配；
- 3.当公司的退出价值介于上述两者之间时，VC拿走约定的优先清算回报。

（二）完全参与分配优先清算权的常用条款：

在支付给A系列优先股股东优先清算权回报之后，剩余资产由普通股股东与A系列优先股股东按相当于转换后股份比例进行分配。即：完全参与分配权的股份在获得优先清算权的回报之后，还要跟普通股按比例分配剩余清算资金。

1. 当公司的退出价值（清算价值）低于优先清算回报（风险投资协议约定的属于VC优先取得的金额），VC拿走全部的清算资金；
- 2.当公司的退出价值高于优先清算回报，VC先拿走优先

清算回报部分，VC再将其优先股转换为普通股，与普通股股东一起按比例分配剩余的清算价值。

（三）附上限参与分配优先清算权的常用条款：

在支付给A系列优先股股东优先清算权回报之后，剩余资产由普通股股东与A系列优先股股东按相当于转换后股份比例进行分配；但A系列优先股股东一旦其获得的回报达到X倍于原始购买价格以及宣布但尚未发放的股利，将停止参与分配。之后，剩余的资产将由普通股股东按比例分配。

- 1.当公司的退出价值（清算价值）低于优先清算回报（风险投资协议约定的属于VC优先取得的金额），VC拿走全部的清算资金；
- 2.当公司的退出价值×VC转股之后持有的股份比例的结果高于优先清算回报，VC将优先股转换为普通股，跟普通股股东一起按比例分配；
- 3.当公司的退出价值介于上述两者之间时，VC先拿走约定的优先清算回报，然后将其优先股转换为普通股，与普通股股东一起按比例分配剩余的清算价值，但是，如果其分配的清算价值+之前拿走的优先清算回报达到约定的上限时，VC不能再继续分配剩余的清算价值。

我们来做个简单的应用题，看看优先清算权。

假设A公司投资前估值1500万，投资人B投资额500万，要求参与分配的优先清算权倍数为2倍，清算回报上限是4倍。

那么投资人B股份（可转换优先股）比例为 500 / (1500+500)=25%，优先清算额为 500x2=1000万，清算回报上限为 500x4=2000万：

1. 如果公司清算时的价值低于B的优先清算额，即1000万，那么他拿走全部；
2. 如果公司清算时的价值高于8000万，那么投资人B会将优先股转换为普通股，与普通股股东按股份比例（25%）分配清算价值，B获得的回报将大于2000万 [8000x25%]，而不受优先股清算回报上限（2000万）的限制；
3. 如果公司清算时的价值介于1000万至6000万之间，理论上投资人B先获得优先清算额1000万，然后按股份比例跟普通股股东分配剩余的清算价值；
4. 但是如果清算价值介于5000至6000万之间时，投资人拿走优先清算额之后，剩余的清算价值为4000–5000万，按股份比例，B理论上可以分配的金额为1000–1250万，两项相加B获得的回报是1000–2250万（突破了清算回报上限2000万），因此，按照约定，B只能获得2000万，多出的部分由普通股股东分配。

国内投资协议中的优先清算权

上文解释了什么是优先清算权、优先清算倍数是怎么回事。创业者会问，所有的TS里面都会有优先清算权么？一般来说多少的优先清算倍数比较常见呢？这边引用何明科在



知乎《用数据化的方式解析投资条款之九：清算》里面的数据，让大家有个比较直观的概念。

优先清算权是私募股权投资机构保证其投资利益最核心的条款，相当于其投资底线，一般来说，投资机构不会放弃这一基本权利。通过数据整理发现，优先清算权条款总体出现的概率为93.0%。只有部分A轮之前的早期投资条款较为宽松，没有出现优先清算条款。



数据来源：何明科，数据冰山

在赔偿条款中，大部分基金都使用IRR来保证自己的回报，要求的IRR平均值为12%。而只有16.7%的项目使用x倍的投资款作为清算的赔偿条件，其平均值为1.38，中位值为1.50。



数据来源：何明科，数据冰山

而在相对较为科学的优先清算倍数的设计中，最优清算权倍数存在一个合理的上下界区间， $N+v \leq V$ 。其中 v 为创业者的机会成本， N 为投资人的投资额， V 为企业价值。（公式来源：《风险投资入股合约中为何引入优先清算权条款_龙玉》）

打个比方，假设早期创业者机会成本1000万，投资人投资额1000万。当后期企业价值增长到3000万的时候，优先清算倍数区间为 $[1.5, 2]$ 。当然，该公式只能算出理想情况下最能激励创业者和投资人共同将公司发展好的一个理论值。在实际情况中，1.5到2的清算倍数偏高一点，这个就需要创业者和投资人再好好商量了。

创业者该如何怎么做？

首先，在拿到一份TS的时候需要仔细研究优先清算权的触发条件（一般来说，导致公司无法正常经营下去的条件都应该需要考虑）。

其次，创业者在判断优先清算权条款时，需要判断优先清算权条款的类型、优先清算倍数（正常的在1倍到2倍之间）、投资者在启动该条款时是否有参与分配权、是否有分配权上限。

一般而言，低倍数的优先清算权对创业者有利，相对客观的条款为“1倍或几倍的优先清算权，附带有上限的参与分配权”。通常的优先清算权倍数是1-2倍，而回报上限倍数通常是2-3倍。如果能争取让投资人放弃参与分配权的条款最好不过。

而目前最普遍的条款是：在公司清算或结束业务时，A系列优先股股东有权优先于普通股股东获得每股1倍于原始购买价格的回报以及宣布但尚未发放的股利（优先清算权）。在支付给A系列优先股股东优先清算权回报之后，剩余资产由普通股股东与A系列优先股股东按相当于转换后股份比例进行分配。

（文章来源：虎嗅网 <http://www.huxiu.com/article/155676/1.html> ）



慧眼识人

——简介行为事件访谈（BEI）技术在面试中的应用技巧

文 | 马雪梅

杰克·韦尔奇在《赢》中这样写道：“找到合适的员工是非常困难的。当我是一名年轻的经理时，我选对人的概率大约是50%。30年后，也仅仅提高到了大约80%。”

面试中，我们有时会遇到有些候选人各方面条件看上去都不错，面试时回答问题能应对自如，可一旦上岗，却发现他们工作能力达不到预期水平，并不是我们想要招聘的理想人选。面试官如何练就一双慧眼，去伪存真，提高人才识别准确率？

中国古语有云“江山易改，本性难移。”现代心理学研究也发现，人以往表现出来的行为方式是人未来行为最可靠的预测指标。根据这一研究成果，通过在面试中应用行为事件访谈(BEI)技术，我们可以深入、全面了解应聘者在实际工作中的行为表现和心理活动状态，分析应聘者的能力状况、性格特点，从而判断其对目标职位的胜任程度，有效提高招聘准确率。

一、什么是行为事件访谈（BEI）技术？

行为事件访谈技术，又称BEI访谈技术(英文单词Behavioral Event Interview的缩写)，是指以获取有关被访者行为事件为主要目的的访谈技术。它是由美国哈佛大学心理学教授麦克利兰（David C. McClelland）结合关键事件法和主题统觉测验而提出的一种开放性的行为回顾式探索技术，通过对

访谈对象的深入访谈，获得相关的具体事件。

BEI访谈技术有两个假设前提：一是类似情境中个体的行为具有一致性，二是过去的行为可以预测将来的行为。BEI访谈技术通过受访者对其职业生涯中的某些关键事件的详尽描述，并与所收集的信息进行对比分析，可以挖掘受访者“冰山模型”中水面以下的隐藏部分，包括自我形象、特质和动机等对人的行为与表现起着关键性作用的因素。

二、BEI访谈技术的应用步骤

通常情况下，在面试中应用行为事件访谈技术有以下五个步骤：

（一）自我介绍和说明

这主要是起到缓和气氛的作用，建立面试官与应聘者双方的信赖与意愿，可以使应聘者在轻松和谐的氛围下与面试官进行交流。一般控制在5分钟之内。

（二）了解应聘者的工作学习经验

在这一步骤，可以让应聘者描述现在和之前从事的工作职位、任务和职责。面试官可以初步了解到应聘者工作岗位的核心职责、工作流程、上下级关系等基本信息。面试官需要留意应聘者的核心职责，在适当的时候导入“关键事件的追问”，很顺畅地转入下一步骤。比如，应聘者说：“我主要负责开拓项目资源……”面试官可以追问，“能否谈谈你认为最成功的一次项目开拓和最失败的一次项目开拓经历？”

（三）应用STAR法则深入挖掘应聘者的行为事件

所谓STAR法则，即Situation、Task、Action、Result的缩写形式，具体可以理解为以下四个要素：第一为Situation，即情境，行为事件发生的背景、环境；第二为Task，即任务，在特定情境下要完成什么样的任务，达到什么目标；第三为Action，即行动，为完成任务采取了什么具体行动；第四为Result，即结果，行动取得了什么结果，是否达成了目标，有什么经验教训。面试官应该围绕这四个要素，按事情发展的时间顺序来提问，要求应聘者讲述行为事件。如果发现应聘者的讲述有虚假嫌疑，可以不断追问细节，也可以按照正常顺序提问后再杀个回马枪，进行前后印证，发现破绽。

该步骤是面试的关键步骤，会占用大部分的面试时间，面试官可以要求应聘者详细描述几个重要事件，深入了解应聘者行为特征和能力。





（四）总结归纳求证

面试官请应聘者归纳胜任其应聘职位所需要的素质、知识、技能等特征。有时也可以要求应聘者进一步举例说明，对前一步骤谈话进行回顾和拾遗补漏。同时也要对应聘者发表的意见给予肯定，使应聘者感到他的专业意见受到尊重。

在该步骤，面试官可以尝试提问：“你认为做好这个工作所需要的特质是什么？”、 “如果你要招聘一个人来从事这项工作，你期待他具备什么条件？”。如果出现应聘者总结的特质语意不详、空泛或无关时，可以请其提供一个具体事例说明他实际运用上述特质的情况。

（五）致谢并记录

向应聘者真诚致谢，感谢其参加面试，并整理面试记录。面试刚刚结束后，面试官对应聘者的印象是最深刻的，应趁记忆犹新的时候，简单记录应聘者的特质，是否与职位要求匹配，优点和不足有哪些等。

三、BEI访谈技术在面试中应用的技巧

（一）准备有效的面试问题

要想充分发挥BEI访谈技术在面试中的威力，在面试之前准备好要提问的问题（即面试的提纲）是非常关键的。科学合理地设计面试问题可以提高提问的针对性，避免问那些与目标职位胜任特质无关的问题，对提高面试效率和质量有很大作用。

由于面试的目的是对应聘者进行考察评估，发现与需求职位相匹配的人选，因此，在准备问题时，要注意两点：一是围绕公司关心和职位需要的能力指标去设计问题；二是设计行为性问题，即所设计的问题都是关于应聘者的行为特征。

通常设计面试问题可以遵循以下步骤：

1. 对希望考察的能力进行界定；
2. 寻找与该能力相关的关键行为；
3. 设计基于该能力关键行为的面试问题；
4. 对问题进行修正和补充。

假设某次面试需要考察被测评对象的“销售能力”这一素质特征，那么针对此能力素质设计面试问题的过程如下：

第一步，明确何为“销售能力”。

将销售能力素质分解为：影响能力、成就动机、坚持不懈、客户导向、人际交往、自信心、分析式思维。

第二步，寻找“销售能力”相关的关键行为。

1. 影响能力：采取各种手段说服客户接受产品推荐并购买。
2. 成就动机：有事业心，设定高标准的自我挑战目标，与他人竞争，追求工作精益求精。
3. 坚持不懈：遇到困难时不放弃，能尝试多种方法克服困难。
4. 客户导向：关注客户需求，尽力解答客户问题，全心全意为客户服务。
5. 人际交往：与客户建立和维持关系的意识和亲密程度。
6. 自信心：相信自己的能力和判断，敢于挑战冲突，坚持己见。
7. 分析式思维：将问题整体分解为部分，进行因果关系分析，重要性排序，方案判断和选择。

第三步，设计基于销售能力的关键行为面试问题。

通过对关键行为群组的分析，设定面试问卷提纲如下：

1. 你觉得自己能影响别人吗？能否列举一个你以前工作上的例子来说明？
2. 你会在工作中为自己设定什么样的标准？请举一个具体例子说明。
3. 请告诉我你遇到过的最困难的一件事是什么？你是如何克服的？
4. 你是怎样为客户服务的？请举一个具体的例子说明。
5. 你怎样与客户建立并维持关系？和客户的关系达到怎样的程度？请举一个具体例子说明。
6. 如果以10分为标准，你对自己的自信心打几分？为什么？能否举例说明？
7. 请告诉我你处理复杂问题的常用方法是什么？能否举例说明？

第四步，对面试提纲进行修正和补充。

为了判断应聘者回答的真实性，可以从以下一些问题中

选取部分作为面试提纲的补充，即预定的追问问题。

1. 你是如何处理的？
2. 你成功了吗？为什么？
3. 后来发生了什么？
4. 你当时面临的困境是什么？你是如何处理的？
5. 你怎样成功的？请谈一谈。
6. 你怎样失败的？请谈一谈。
7. 你从中学学习到了什么？

在实际的面试过程中，面试官经常通过“预设——验证、新的预设——再次验证”的方式展开深入面谈，提升面试效率。因为想对所有的指标同时都详细的加以考察是有难度的，在面试的时间上也是不经济的。一个比较充分的BEI面谈需要收集大量的行为细节证据，我们更多是通过对面谈对象的一个基本预判，然后展开相关的行为细节收集，加以验证。

（二）注意事例的行为性

使用行为事件访谈技术的前提假设是，应聘者在类似的情境中行为表现具有一致性，过去的行为可以用来预测将来的行为。因此，面试官应将焦点放在应聘者对自己实际行为表现的描述上，对于应聘者的“看法”、“观点”、“态度”应尽量弱化。

1.观点性信息不是行为信息

当应聘者以“我觉得……”、“我想……”、“我认为……”来陈述时，所获得的就是典型的观点性信息。例如：“我觉得作为理财经理，就应该充分挖掘客户的理财需求。”“我认为我是有团队合作精神的。”

应聘者为了使自己看起来符合职位要求，经常做出迎合



面试官的期望的回答。这时，面试官应进一步追问，比如：“请举一个例子详细谈谈你是怎么充分挖掘客户理财需求的？请具体谈谈你为客户做了哪些工作？”通过应聘者对具体行为事件的描述，再来判断他挖掘客户理财需求的能力如何。

2.理论性信息不是行为信息

有的应聘者能够谈一些大道理。例如：“一个好的信托经理应该密切关注市场需求，不仅要分清楚哪些是市场热点，而且要有快速学习能力，创新业务模式，并操作落地。”

从应聘者的回答上，面试官只能判断应聘者知道信托业务的一些基本特点，但是他在实际工作中是否能真正落实，还要依靠进一步地追问，比如：“请举一个最近发生的你操作的创新业务的例子？”

3.意愿性信息不是行为信息

应聘者在面试中也有不少表明态度的陈述。例如：“我的工作主动性强，如果我发现有我能做且对公司有利的事，我会主动去做的。”，“如果我发现同事在工作中有失误，我肯定指出并帮助改正的。”这时，面试官应追问应聘者在实际工作中是否碰到过这种情况，并要求应聘者就具体的事件进行详细地描述。

（三）注意行为事例的完整性

有时候，虽然应聘者所陈述的事例是行为性事例，但是应聘者所讲述的这些行为事例可能是不完整的。所谓完整的行为事例要包含STAR 4个要素，即情境(Situation)、任务(Task)、行动(Action)、结果(Result)。

面试时要遵循STAR法则，即了解应聘者在什么样的背景下，接到什么样的任务，采取了怎样的行动，取得了怎样的

结果，按照以上的提问思路去询问应聘者过去关键事件的始末。再通过有效的追问，更全面真实地重现过去所发生的这一关键事件，通过对应聘者在这一关键事件中所作所为的讲述，来分析判断其事件的真伪及其所反映的工作态度、能力和素质、以及所具经验深浅等。

（四）识别谎言和虚假陈述

有的应聘者为了让面试官认为自己是合适的候选人，往往会根据职位任职要求编造虚假的工作事件，比如把自己参与的项目陈述为自己主导的项目，把同事做的工作陈述为自己的工作。通常情况下，自信、生动、详细的描述往往是更真实的，反之，则较虚。如果应聘者对有些信息进行模糊处理、含糊其辞、一带而过，比如在语言陈述上使用“我们……”、“可能……”，此时，就需要面试官敏锐的发现并应用STAR法则提出问题，让应聘者详细谈谈当时的情况，应聘者本人做了什么，多次追问后就有可能发现矛盾之处，成为识破谎言的突破口。

（五）需要避免两种错误的提问方式

面试官是整个面试过程的主导者，面试官的提问技巧对面试效果有很大影响。在面试过程中，面试官自己也可能会犯错误。面试官在面试中应避免两种错误的提问方式：

1.理论性提问。比如“你认为作为一个领导，应该如何合理向下属授权？”这个问题会引导应聘者按照书本理论知识进行回答。但是，在面试中应用行为事件访谈技术的目的，是通过应聘者叙述的行为事例来推测该应聘者是否具有胜任所应聘职位的能力，而不是应聘者是否能说出相应的理论知识。

2.诱导性提问。例如“作为一名财务会计，需要细致谨慎，你在工作中是如何做的？”听到这个问题，应聘者自然会强调其是如何谨小慎微。因为面试官已经做了前提假设：“财务会计需要细致谨慎”，实际上已经把自己想要的答案告诉应聘者了。

为了避免以上两种错误，面试官的提问应更多地以“能不能”、“有什么”开头，以此来对具体的行为事例进行提问。

随着公司业务不断发展，员工队伍不断壮大。如何从众多的应聘者中挑选出合适的员工，对面试官们是一件非常具有挑战性的工作。希望这篇文章能够给面试官们提供一种面试的工具，帮助您慧眼识人。

（作者马雪梅，人力资源部总经理）

那些年我们撮过的信托

文 | 陈蕾

撮合信托业务，在信托圈子里是极为流行的一种交易行为，用度娘的话讲撮合是指在多方交易中，存在中间一方将多方的信息集中起来，然后将信息进行匹配，以便达到多方对信息的需求。

譬如：多方交易中，由市场运营机构或经纪人按照市场规则对买卖交易进行的匹配。以上文字晦涩难懂，但是《金瓶梅词话》第二回：“撮合得此事成，我破几两银子谢他，也不值甚的。”一语道破撮合的实质，为了这“几两银子”便是撮合的精髓和目的所在。以下简称为“撮”，撮字在北京话里意思就是吃饭，多么喜闻乐见的字眼。但是在信托人心里“撮”永远是自己拉完皮条后客官一拍屁股走人的欢愉和剩下落寞小姐手数钢镚的悲凉。

记得在2010年某文下发以前，当信托刚刚初识银行的时候，心中不免升起一种“风陵渡口初相遇，一见杨过误终身”的冲动，从此信托这个正室就傍上了银行大官人，银行大官人那时年少，动了真情，也会日夜对信托说“你任何为人称道的美丽，不及我第一次遇见你”，银行偶尔也想着和信托联姻，口里唱着“信托我们结婚，在一行三会不再撕逼的早晨；信托我们结婚，在帝都没有雾霾布满星辰的黄昏；信托我们结婚，让没做过的业务都做完。”天雷惊动地火，那年我们撮过的银信业务，工作是简单而粗暴的，信托人是被动而无情的。

即便如此，即使是通道业务也能多收个一两斗，直到现在我们还看着当年的信托合同中百一、百二的信托报酬不仅潸然泪下，暗骂自己当年真不是人，收那么高好意思叫自己通道？那会的信托还不时地对银行撒娇说今日本宫劳累，恕不侍奉。恰恰是信托这样的桀骜个性和家风不良的记录让婆



婆看不顺眼，瞬间下发某文，从此信托和银行“浮云一别后，流水十年间。欢笑情已逝，萧疏鬓斑斑。”眼见着信托人老珠黄，而大官人身边早就出现了小三甚至小四、小五，自己也只能悲叹年华易逝，红颜薄命。

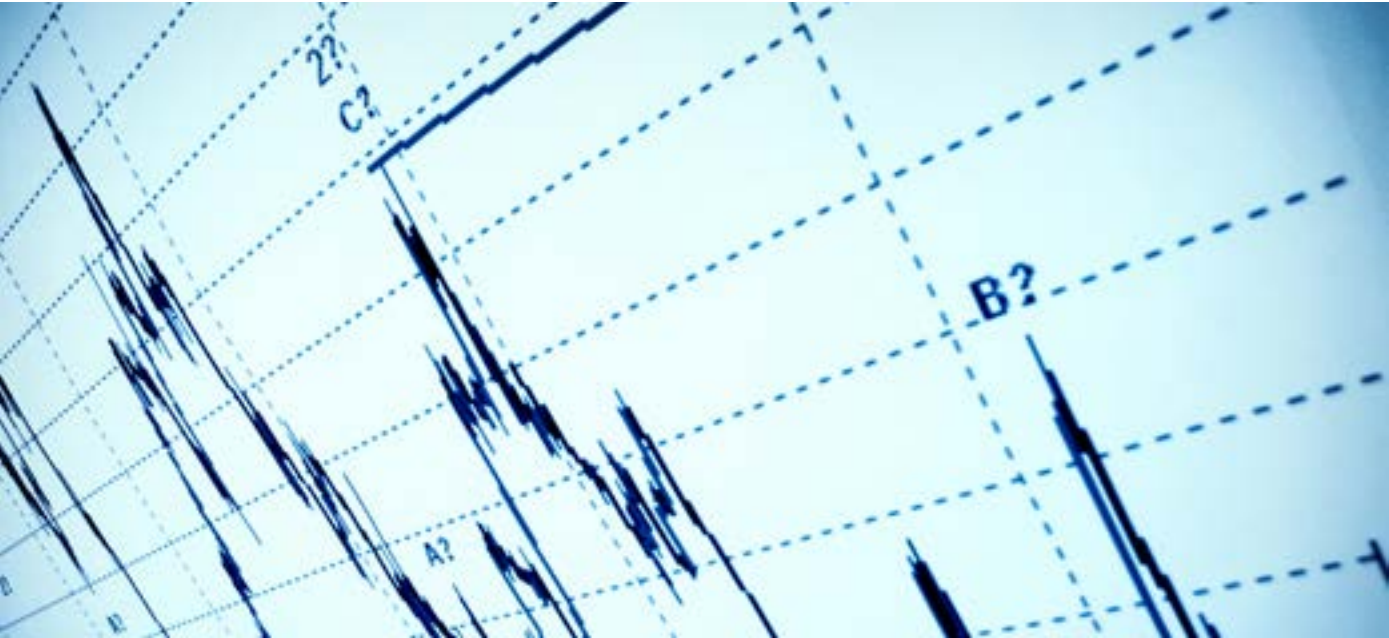
然而就在2011年前后，偏居南方一隅的某银行同业老大后来号称同业之王Z老板突然发现资产负债表中的奥妙，创造出信托受益权买入返售OOXX新姿势，一举成为银信合作的北京热模式，并把这种联姻发挥到极致，银行官人重新拉起信托的小手，又奔向了幸福新生活！那年我们撮过的信托受益权业务由于九曲十八弯的复杂和难懂，信托人投入了不少精力和体力，信托规模屡创新高，十万亿不叫事！信托和银行毕竟也是老夫老妻的，虽然感情淡了，但是受益权这个熊孩子还在，即使银行出去夜不归宿，但是每逢季末、年中和年末这几个时间节点银行大官人还是会准时回家给熊孩子交学费的。

幸福的时光总是短暂，转眼到了2014年6月，银行间、信托业出现了新名词“钱荒”、“影子银行”，额滴神啊，我就是做一个做信托的，这些尊的不是我干滴！给我来碗黯然销魂面吧，并且不开灯吃完它。

沈佳仪，中学时候坐在我后排的那个梳麻花辫子的姑娘，你还记得吗，我揪你的头发，抄你的作业，在你的课桌上乱画，在你的裙子上瞎涂，总把你气哭，其实都是故意的。有一次学校组织春游的前夜我兴奋滴睡不着觉，第二天归途中打瞌睡，你和我的头慢慢地从靠背上歪倒了一起，带着微笑睡着了。一觉醒来，已是2016年，而我却在干信托。回忆起那些年我们追过的女孩，撮过的信托，穷极一生，都做不完一场梦。

（作者陈蕾，深圳信托业务二部总经理）





并购市场新趋势与信托公司的参与模式

文 | 沈苗妙

并购业务是信托公司转型的重要方向。我国并购市场自2013年出现爆炸式发展以来，热度持续提升，2015年完成的并购交易规模同比增长69%。乐视网、全通教育等公司通过并购快速提升市值并奠定行业龙头地位的案例，更加激发了上市公司的并购需求，从而不断推升并购市场容量。在繁荣背后，我国并购市场开始出现新的变化，并影响着信托公司开展并购业务的策略和路径选择。

一、并购市场发展新趋势

（一）市场竞争白热化

面对持续火爆的并购市场，各类资产管理机构都将并购业务作为转型的重要方向。对于PE机构来说，A股IPO堰塞湖严重影响着投资顺利退出，并购则上升为重要的退出渠道；对于银行来说，并购业务比传统融资业务有着更低的资本消耗，是多家银行2016年资产配置的重点方向。随着

各类机构的人员、精力以及资金源源不断涌入并购市场，并购业务的市场竞争越发激烈。

（二）优质资产奇缺

相比并购需求的火爆，优质资产的供给却严重不足。供求矛盾下优质资产估值水平水涨船高，20-30倍PE估值的并购交易非常常见。由于缺乏合适的并购标的，目前公告成立并购基金的约500家上市公司中，仅有两成左右实际进行了投资和收购。面对国内资产荒的困境，不少公司纷纷出境寻找资产，带动海外并购交易大幅增长。

（三）并购基金大型化

随着资金不断涌入并购市场，单笔并购金额较小孵化型的并购基金已远远不能满足银行等大机构资金的配置需求，而以私有化为代表的大型并购交易更易获得资本青睐。如2015年招商银行完成10余单私有化退市及配套融资业务，提供并购融资400多亿元，为单个项目提供的融资规模高达30多亿元。而2016年一季度，中国化工、海航、万达、

海尔宣布的超大规模的海外并购也将刷新中国多项并购交易金额纪录。随着并购交易和并购基金的大型化，由多家金融机构合作组成银团并购将成为重要趋势。

（四）资金来源“散户”化

虽然并购市场资金不断涌入，但资金来源结构正在悄然发生变化。随着并购资产价格不断走高，曾经的资金来源主力——单笔投资金额在1000万甚至3000万以上的机构投资者或超高净值客户，这些“smart money”逐渐趋于保守。与此同时，资产管理机构通过发起契约型基金、资管计划、信托计划，将越来越多投资起点在100万元的普通高净值客户带进并购市场。

（五）并购交易审核趋严

证监会在持续推进市场化审核、强化信息披露和风险提示的基础上，对涉嫌炒作、套利交易的审核更趋严格。近期，证监会否决了多起上市公司收购互联网金融、游戏、影视标的的并购交易，更加强调并购业务要服务实体经济为目的；中概股回归也因跨市场估值套利的争议而处于暂缓状态。

二、信托公司开展并购业务的策略

每一轮并购浪潮催生伟大的投资机构，私募股权投资巨头KKR、黑石都是在美国上世纪八十年代的第四次并购浪潮中崛起的。在我国当下的并购浪潮中，虽然市场竞争异常激烈，但尚缺乏专业性很强的投资机构，有利于各类资产管理机构作为新的力量进入市场，信托公司当然也不能缺席这轮并购浪潮。

面对并购市场新的发展趋势，信托公司需要找准并购业务的切入点。推动并购交易的核心利益方，一是上市公司，二是拥有资产的机构。因此，信托公司开展并购业务，也应从上市公司端和资产端两个角度去布局，具体有两种模式。

（一）“PE+上市公司”并购模式

在这种模式下，信托公司首先通过定向增发、直接投资等方式成为上市公司重要股东，获得与上市公司共同开展资本运作的机会。随后信托公司与上市公司大股东联合成立并购基金收购资产，最终将资产装入上市公司实现退出，从而赚取标的资产升值、上市公司股票升值等多重收益。

“PE+上市公司”的并购模式在当前具有一定结构性机会，但不会成为并购业务的长远发展方向。一方面，在这种

模式中的资产管理机构主要定位于财务投资，目的是赚取资产从一级市场到二级市场的套利溢价，没有帮助上市公司真正去优化运营管理，没能提供有价值的增值服务；另一方面，由于优质资产奇缺，上市公司往往只能跟随热点开展并购，对于上市公司和资产管理双方来说，都难以实现产业运营经验的长期积累。因此，这种模式下，资产管理机构的可替代性很强，缺乏与上市公司长期合作的基础。

（二）产业整合式并购业务

信托公司与不同细分领域优秀的PE机构开展合作，共同发起和管理股权投资基金。借助合作对手的力量加强信托公司对优质资产的开拓能力，学习和提升专业的运营管理能力。信托公司则以强大的资金募集能力作为后盾，与合作伙伴优势互补，在smart money更趋保守的当下，更要充分挖掘银行、保险等金融同业以及高净值客户的并购投资需求。这种模式的典型代表是歌斐资产，近来也逐渐被银行、信托公司所复制。

产业整合式并购是未来的发展方向。在当前资产荒的时代，掌握了底层资产就占据了并购业务的制高点；积累了专业的运营管理能力，则拥有了立足市场的核心竞争力。而与PE机构合作开展产业整合式并购业务，也是信托公司最为省力的方法。信托公司作为GP之一发起基金，无需大量资金投入；借助合作伙伴的资产发现能力，可以投资大量优质项目，实现以少数资金控制大量优质资产，达到“四两拨千金”的作用。

（作者沈苗妙，研究发展部高级研究员）



加强主动学习 争做合格党员 一读《毛泽东：党委会的工作方法》有感

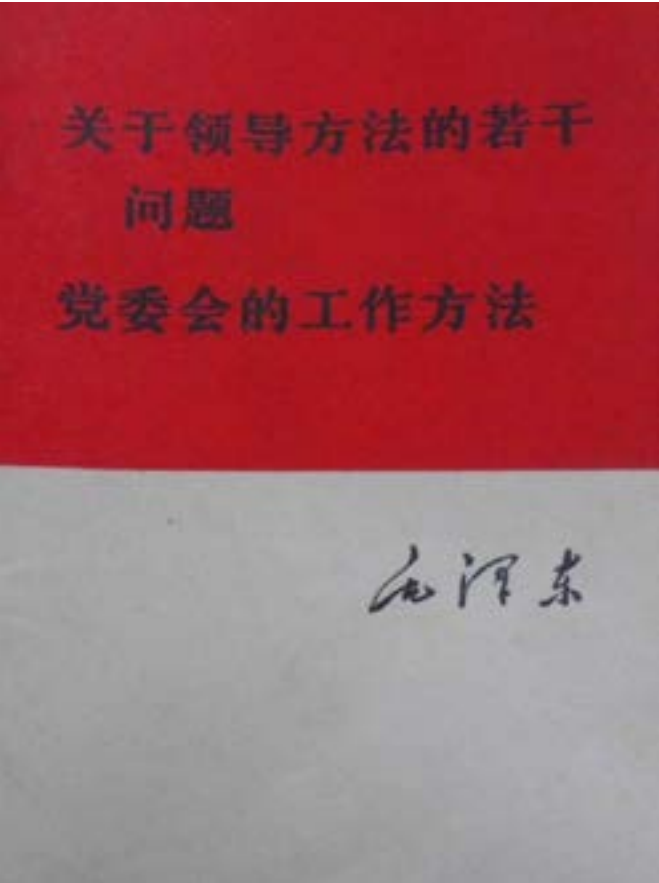
文 | 陈仁龙

一直以来，党中央高度重视党员队伍建设。这是由我党伟大的历史使命决定的。作为执政党中的一份子，每一位党员都应该不断用先进的思想武装自己。以习近平为总书记的党中央提出“三严三实”和“两学一做”专题教育，得到了广大党员同志的积极响应，在各级党组织的科学安排下，广大党员掀起了学习的热潮。其中，《毛泽东：党委会的工作方法》便是“学习习近平同志系列讲话”重要内容之一。

在这一学习过程中，收获颇丰。我认为，要加强理论学习，首先要端正学习态度。我们每一名党员都曾经庄严的宣读了入党誓词，从那一刻起，我们就肩负起了神圣的历史使命，我们必须时刻牢记身上的责任和重担。这就要求我们坚定“道路自信、理论自信、制度自信”，要牢记共产主义信仰，这是我们完成使命的动力源泉。

我们在建设有中国特色社会主义的过程中，没有现成的经验可循，摸着石头过河，我们走过一些弯路，也收获了很多经验。在我党的领导下，特别是改革开放以来，科技、经济等各个领域取得的举世瞩目的巨大成就不容忽视，我党卓越的历史贡献也不容抹杀。这些成绩充分证明了我们的社会主义道路、我们建设社会主义的理论和制度都具有很大的优越性。

在生活中，少部分人甚至是党员同志，出现一种怪现象。那就是“凡是西方的都是好的”，动不动就拿出“普世价值观”的帽子吓唬人，甚至要否认党的执政地位，总觉得多党制才是世上唯一的真理，完全的市场经济才是最好的经济政策。这本身就带有了主观偏见，看问题很难客观、全面。



近些年，发生在乌克兰、叙利亚等国家的事件不断的证明，适合本国国情的国家制度才是最好的，出现社会动荡受害的永远是普通老百姓。在经济发展的角度来看，历次经济危机和衰退都证明了，就算是发达的西方国家在经济建设中也面临着很多自身无法克服的深层次矛盾。邓小平同志关于姓“社”还是姓“资”给出了科学的论断，判断的标准，应该主要看是否有利于发展社会主义社会的生产力，是否有利于增强社会主义国家的综合国力，是否有利于提高人

民的生活水平。三个“有利于”更加说明了我们在建设社会主义的过程中坚持唯物历史观，尊重客观规律，是始终把人民利益摆在第一位的。

当然，我们也必须清醒的认识到，我们仍处于社会主义初级阶段，还有很多问题，存在很多不足，需要 we 继续攻坚克难，不断完善。只有我们树立了坚定的理想信念，坚持“三个自信”，我们才能发自内心的完成各项工作，包括加强自己的思想理论学习。这也是我们重温入党誓词的重要意义之一。

端正了学习态度，我们还要有好的学习方法，那就是要理论联系实际，要融会贯通。少部分党员同志，在理论学习任务面前有“应付”的心态，总觉得这些学习与日常工作生活联系不多，从而使得自己在学习过程中沉不下心，学不深、学不透，有些浮躁。其实不然。例如：《毛泽东：党委会的工作方法》全文很精炼，但是却蕴含着丰富的哲理和深刻的方法论，是毛泽东在革命和斗争中提炼出来的宝贵精神财富，生动直观，又对我们每一个人都有很强的现实指导意义。

文中提到，“要把问题摆到桌面上来”。我们在工作生活中，难免碰到一些意见不一致的情况，坦诚布公、直面问题才是最有效的沟通方式，私下揣测、背后议论，只能增加无谓的沟通消耗，甚至会导致事情往不利的方向发展，也不利于团结。学会“弹钢琴”讲的也很生动，就是要求我们开展工作既要围绕中心也要统筹兼顾，“凡是有问题的地方都要点一下”。我们每一位党员同志，平日里难免要兼顾工作、



生活、同事和家人、甚至是同一项事务中也要顾及多个角度的要求。在这种情况下，学会“弹钢琴”就显得非常重要，处理好了，会将杂乱的事情谱写成优美的乐章，而不讲求方式方法的“乱弹琴”则可能会顾此失彼，弄成一团糟。

另外，我们还要深刻领会“抓紧”的含义。“什么东西只有抓的很紧，毫不放松，才能抓住。抓而不紧，等于不抓。”我们在学习和工作中，经常会出现“喊口号”式的工作方式，短暂的热情往往是靠不住的，我们做事情要抓落地，要有策略，有专注，像“重大事项督办”等措施就是很好的既抓又紧的工作作风的体现。《毛泽东：党委会的工作方法》中其他的每一条要求都值得我们细细品味，认真研究，像“安民告示”、“精兵简政”、“力戒骄傲”等这些工作方法都是生动而又具体的方法论，有很强的实用性，掌握好了这些工作方式和技巧会使我们受益无穷。

总的来说，“两学一做”专题活动已经正式启动，学习内容很丰富，任务也很重，对此要有清醒的认识。认真贯彻“两学一做”，用先进的理论知识武装自己、提高自己，既是以习近平为总书记的党中央对每一位党员的要求，也是我们每一位党员自身发展、提高的内在需求。我们共产党人只有树立正确的世界观、人生观、价值观，不断增强党性修养，并且把所学运用到我们的实践当中，才能养成主动学习、主动运用的好习惯。这也是我们此次“两学一做”专题教育活动“基础在学、关键在做”的核心要求。

(陈仁龙 第一党支部)



以德修身 以本求新

文 | 孙聪

随着公司“学党章党规、学系列讲话，做合格党员”学习教育活动的深入开展，作为一名共产党员，我不仅再一次深入学习了党章的纲领精神，更是通过学习习近平总书记的系列重要讲话用党的理论创新成果武装了头脑，对党的性质、理想目标、指导思想和基本要求有了更深的理解，对党的各级组织制度及其它有关规定有了进一步的了解，同时，对党员的基本权利和义务也有了更深的体会。在认真学习党章、党规和习近平总书记关于主动适应、把握、引领经济发展新常态方面的重要讲话后，我感触颇深，作为一名金融从业者，从两个方面浅谈一下我的感悟。

首先，以德修身。

老子曰：大道至简。越是简单，越有利于执行；越是简单，越能管长管常。《中国共产党廉洁自律准则》三百余字，给人最深的感受就是“简劲”。古人云：为文务简劲。大道至简才能知行合一。新准则薄薄一页、短短八句，简洁明了，易知易行，是中国共产党执政以来第一部坚持正面倡导、面向全体党员的规范全党廉洁自律工作的重要基础性法规，是对党章规定的具体化，体现了全面从严治党的实践成果，为党员和党员领导干部树立了一个看得见、够得着的高标准，展现了共产党人的高尚道德追求。通过学习《中国共产党廉洁自律准则》，我的思想上有了更高的认识。如果说，法律的生命在于执行，

那么纪律的生命就在于遵守。中华民族传统文化，历来都讲德法相依、德治礼序。《中国共产党廉洁自律准则》虽是党内的法规，但坚持的是依规治党与以德治党相结合，虽只有八条，但紧扣的是廉洁自律主题，围绕的是理想信念宗旨，重在立德。作为党执政以来第一部面向全体党员规范、全党廉洁自律工作的重要基础性法规，廉洁自律准则既有德法相济的“温度”，更有标本兼治的“力度”。

《中国共产党纪律处分条例》经过修订以后，内容更加全面和具体，本着党的指导思想与时俱进的精神，结合了新的形势，坚决贯彻“党要管党、从严治党”的方针，把我们党以往纪律处分方面的一些规定进一步条例化、规范化、具体化。新的条例经过实践并修改以后，对违纪的界限更加清晰，违纪的定性更加准确。明确指出了作为一个党员，一个党员领导干部，应该知道什么是可做的，什么是不能做的，如果做了不该做的，将会受到什么样的处罚。作为一个无时无刻不与风险打交道的金融从业人员，对此就更能清醒地认识自我，更能规范地约束自我。

通过对《党章》以及《准则》、《条例》的学习，我深刻认识到，只有平时提高自身道德修养，不断提高学习的自觉性、主动性，打牢思想基础，筑严思想防线，常修为政之德、常思贪欲之害、常怀律己之心，才能提高拒腐防变的能力，严格遵守党的纪律，始终保持一名共产党员的先进性和纯洁性，这

样才能将他律转变为自律，把外在的强制转变为内在的自觉，从而提升个人素养，做好本职工作。

其次，以本求新。

我国经济发展进入新常态，是党的十八大以来党中央综合分析世界经济长周期和我国发展阶段性特征及其相互作用作出的重大战略判断，是我国经济发展阶段性特征的必然反映，是不以人的意志力为转移的必然趋势。用稳固根本，脚踏实地的方式去追求创新与变革，正是全党及全国人民心之所盼。

从时间上看，新常态是我国不同发展阶段更替变化的结果。当前，我国经济发展正处于增长速度换挡期、结构调整阵痛期和前期刺激政策消化期“三期叠加”阶段，面临着经济发展结构调整节点，低端产业产能过剩要集中消化，中高端产业要加快发展，低成本资源和要素投入形成的驱动力明显减弱，经济增长需要更多驱动力创新。从空间上看，我国出口优势和参与国家产业分工模式面临新挑战，今后也将逐步改变以往维持出口高增长、出口占国内生产总值的高比例的状况，这就要求必须把经济增长动力更多放在创新驱动和扩大内需特别是消费需求上。这些变化，是我国经济向形态更高级、分工更优化、结构更合理的阶段演进的必经过程，实现这样广泛而深刻的变化，是一个新的巨大挑战。同时，经济发展新常态下，尽管经济面临较大下行压力，但我国仍处于发展的

重要战略机遇期，经济发展长期向好的基本面没有变，作为一名党员，应该学会把握这些大势，坚持以经济建设为中心，变中求新、变中求进、进中突破，从而推动社会发展不断迈上新台阶。作为一个金融工作者，结合个人工作，我有两点感受：第一，金融服务的实体经济发展已进入新常态，要改变之前对实体经济的既成看法和观念，转换思维方式，转变工作方式，积极寻找新的业务方向与出口；第二，金融行业本身的发展也进入新常态，新的经济形势下，对金融工作提出了全新的要求，不能一味地固守成规，要深入认识新常态下经济发展的规律，加强个人学习努力提高专业技能，做好准备，适应新常态，把握新常态下的机会和机遇。

以上就是我在此次学习活动中的一点心得体会，工作生活，基础在学，关键在做。要将党的精神内化于心、外化于行，通过不断地自我学习自我鞭策进一步增强政治意识、大局意识、核心意识、看齐意识，进一步坚定理想信念、保持对党忠诚、树立清风正气，努力激发热情和干劲，从而做到勇于担当作为，勇于创造奇迹，勇于摘取解放思想的丰硕成果。在今后的工作、学习和生活中，我将牢记党章要求，严守党内法规，看齐先锋模范，力求更大进步，为公司的美好明天贡献出自己的一份力量。

（孙聪 第三支部）

从“两学一做”学习教育活动看如何做一名合格的共产党员

文 | 侯启昆

2016年2月,中共中央办公厅印发了《关于在全体党员中开展“学党章党规、学系列讲话,做合格党员”学习教育方案》,并发出通知,要求各地区各部门认真贯彻执行。开展“两学一做”学习教育,是面向全体党员深化党内教育的重要实践,是推动党内教育从“关键少数”向广大党员拓展、从集中性教育向经常性教育延伸的重要举措。

一、什么是“两学一做”？

“两学一做”学习教育活动的内容包括了学党章党规、学系列讲话、做合格党员。主要目的是学习贯彻习近平总书记系列重要讲话精神,推动全面从严治党向基层延伸,巩固拓展党的群众路线教育实践活动和“三严三实”专题教育成果,进一步解决党员队伍在思想、组织、作风、纪律等方面存在的问题,保持发展党的先进性和纯洁性。差异化、针对性的解决问题,真正把党的思想政治建设抓在日常、严在经常。

各级党组织为开展“两学一做”学习教育活动制定了计划,主要措施包括围绕专题学习讨论、创新方式讲党课、召开支部专题组织生活会、整改落实和立规执纪、开展民主评议等。从而有针对性地解决五个方面的问题,包括一些党员理想信念模糊动摇的问题,一些党员的意识淡化的问题,一些党员宗旨观念淡薄的问题,一些党员精神不振的问题,一些党员道德行为不端的问题。

二、怎样做合格共产党员？

企业基层组织中的普通党员贯彻落实“两学一做”学习教育活动,应正确认识“学”与“做”的关系。基础在学,关键在做。通过学习实践相结合,进一步坚定理想信念,提高党

性觉悟;进一步增强政治意识、大局意识、核心意识、看齐意识,坚定正确政治方向;进一步树立清风正气,严守政治纪律政治规矩;进一步强化宗旨观念,勇于担当作为,在生产、工作、学习和社会生活中起先锋模范作用。

在学习过程中,应逐条逐句诵读党章,学习党的历史、革命先辈和先进典型等;认真学习《准则》和《条例》等党内法规等,从违纪违法案件中汲取教训,守住为人、做事的基准和底线;学习习近平总书记关于改革发展稳定、内政外交国防、治党治国治军的重要思想和以习近平同志为总书记的党中央治国理政新理念新思想新战略,更要学习运用《读本》中所蕴含的全局战略思维、科学统筹的思想方法等马克思主义立场观点方法。

通过学习,明确了党员基本标准、树立了合格党员的行为规范。在日常工作生活过程中,争做政治过硬、信念坚定、纪律严明、品德高尚、乐于奉献的有为党员。

要做合格共产党员,就要坚定共产主义理想信念和中国特色社会主义理想信念,自觉严肃政治纪律和树立看齐意识,不断增强道路自信、理论自信、制度自信,保持政治定力,坚持把对党绝对忠诚作为根本政治要求和最重要的政治纪律,始终在思想上、政治上、行动上同以习近平同志为总书记的党中央保持高度一致,向党的理论和路线方针政策看齐。在实践中,深入贯彻落实党的群众路线教育实践活动精神和拓展“三严三实”专题教育活动成果,培养以人民为中心的发展思想,不断提升党性修养,树立道德标杆,脚踏实地做好本职工作,不浮躁、不跟风,敢担当、敢作为,做到“心有所畏、言有所戒、行有所止”,在广大人民群众中发挥党员的先锋模范作用。

(侯启昆 第二支部)

坚定理想信念 强化党员意识

文 | 徐克杰

精神上的‘钙’,没有理想信念,理想信念不坚定,精神上就会‘缺钙’,就会得‘软骨病’”。因此,共产党人要以信念铸魂,用信仰作骨,不忘初心,坚守一名共产党员的追求。

坚定党的理想信念,核心问题就是牢固树立党的意识、党员意识,强化党的宗旨意识。我们要把对共产主义的向往和追求,把对中国特色社会主义事业的坚信和忠诚,化作为党在现阶段的任务而奋斗的自觉行动,才能真正树立起坚定的理想信念。积极投身到中国特色社会主义伟大事业中,全民族的共同理想才能实现。没有远大理想,不是合格的共产党员,离开现实工作而空谈远大理想,也不是合格的共产党员。共产党员只有把远大理想与实现当前任务结合起来,对本职岗位尽职尽责,就是对理想信念的坚守。党员的党性表现在:在危难时刻要起决定作用,在艰苦岗位要起核心作用,在重要岗位要起关键作用,在平凡岗位要起表率作用。一个人的能力有大小,不一定所有人都在核心岗位、关键岗位,不管在什么样的岗位,关键是要做到干一行,爱一行,专一行,平凡见伟大。我们要把个人奋斗融入实现社会现代化的共同奋斗之中,在实现国家富强、民族振兴、人民幸福、社会和谐的过程中,实现自己的人生理想。要有实现理想的坚定信念和百折不挠的进取精神,关键时刻不动摇,始终经受住困难和挑战的考验,为实现中国特色社会主义共同理想不懈努力。

(徐克杰 第四支部)

中国茶入欧记

文 | 汪纯



中国世界上最早发现和人工培植茶的国家。先秦时期，巴蜀人就开始饮茶，随后饮茶的习惯流传到相邻的地区。到了三国两晋时期，饮茶已经在中国士大夫中流行，之后推广到全国各阶层。南北朝时，中国茶叶随丝绸、瓷器传到土耳其；唐代时，中国茶种传入了日本和新罗。中国茶传入欧洲则在新航路开辟以后。1545年前后，意大利人赖麦锡的《航海记集成》中提到了中国的茶，这是欧洲最早的有关茶的文献记载。明万历三十五年（1607年），荷兰海船从爪哇来澳门贩运茶叶，并于1610年转运至欧洲，成为西方人来东方运载茶叶的开始，从此，中国茶开始占领欧洲人的食谱。

妇女之友

新航路开辟之后，全球商品交流迅速发展，三大无酒精饮料类商品先后进入欧洲：1528年，西班牙人将可可输入到欧洲，荷兰人1610年于年将茶输入到欧洲，1615年，威尼斯商人将咖啡输入欧洲。

在所有饮品中，茶可谓是妇女之友。首先酒精会使人昏昏沉沉，举止粗鲁，没有什么比酗酒的丈夫更让女性烦恼的了。而作为酒的替代品，茶却能提神醒脑，又不失文雅。在下午四、五点钟沏茶配上点心，和朋友们喝茶聊天——即 茶话会/下午茶，本身就是贵妇的发明。而茶馆和茶园更为女性提供了家庭以外的社交场所。

无论酒馆还是咖啡馆，都是男人们消遣的地方，良家妇女不能去。但单身女子可以去茶馆会

晤朋友，不会损伤名誉。到18世纪时，单是伦敦就有2000个茶馆，还有很多的茶园，泰晤士河上的伏克斯霍尔茶园就是典型代表。

茶园集英式园林、球场、茶室、音乐厅于一体，男女都可以去散步、喝茶、聊天，也可以在茶园举办音乐会和舞会，是那个时代上流社会喜欢的会所。

从贵族到平民

一开始，茶叶是作为药物放在药店里出售的，主要用来治疗痛风、积食等富贵病。一开始欧洲的学者、医生、教士就饮茶是否有益这个问题争论不休（之前的欧洲学界也曾热烈争论过诸如一个针尖上有几个天使跳舞，发酵过的面包比较虔诚还是没发酵过的面包比较虔诚等严肃的学术问题），1625–1657年，整个荷兰还掀起了一场“饮茶大辩论”。最后因为法国大主教对茶叶的疗效背书，才结束了这场争论。不过参照欧洲长期以来的医疗水平，茶叶当然是比其它治疗方法（放血、切除不相干的器官什么的）要靠谱得多。

自从英国东印度公司垄断了茶叶贸易，就开始实行价格垄断，茶价奇高。其实中国买到欧洲的茶叶价格也算公道，但政府课以重税，商家再随意加价，把茶叶变成一种非常昂贵的饮品。同一个时期当时阿姆斯特丹每磅茶叶售价3先令4便士，而伦敦则高达2英镑18先令4便士。于是私运盛行，大量私茶由外轮运抵英国南岸。国内实际饮用量和官方统计的进口量差别非常。议会决定废除茶税。经过一个窗口期，英国的茶税从190%降到12.5%。此后英国茶叶正式进口量激增，饮茶人口和国家收入也大大增加。17世纪初的英国只是上流社会偶尔喝茶，到了18世纪中期，几乎所有英国家庭早餐都喝茶。

茶（财）之路

中国茶对外的传播，海路和陆路并行。陆路沿丝铜之路向中亚、西亚、北亚、东欧传播；海路向阿拉伯、西欧、北欧传播。

从唐代开始，陆上的古丝绸之路同时也是茶之路。茶叶先从产茶地向长安集中，然后以新疆地区为中转站，经天山南北路通往东欧。而明、清时还开辟了一条经蒙古高原到达俄罗斯的茶叶之路。

海路则始于明清之际，从江西、浙江、福建茶区出发经宁波港、泉州港、广州港直接运往欧洲或先输往南洋诸国，再经马来半岛、印度半岛、地中海走向欧洲各国。明代万历三十五年（1607年），荷兰海船从爪哇来澳门贩运茶叶，并于1610年转运至欧洲，从此，中国茶叶正式进军欧洲，新世界的大门打开了。

从中国茶开始销往欧洲直到鸦片战争前夕，中国对外贸易长期顺差，而茶叶出口最重要组成部分。直到18世纪末，英国工业大发展，向中国输出工业品，加上从印度转口的棉花以及鸦片，也才刚刚达到贸易平衡的状态。

那么问题来了，为什么和中国做生意的欧洲各国居然可以忍受贸易逆差？因为倒卖中国商品到其它国家的转口贸易所带来的利润超过了对中国的贸易逆差。

探寻社会主义——古巴之旅

文 | 刘彩虹

.....

提起古巴，往往会让人想到雪茄，切格瓦拉，社会主义等等。对我来说是无尽的神秘感等着去探寻。去年在美国有幸和朋友一起去了古巴，那时候美古还处于断交的状态，美国没有直飞到古巴的飞机，没有船只来往。借着学生美签免签墨西哥的便利，外加社会主义兄弟之间也是免签，所以，我们两个小姑娘一路向南，飞到墨西哥坎昆再飞到了古巴首都哈瓦那，开启了八天的社会主义探索之旅。



去之前，还在想没有网络没有信号旅游一周会不会很多人找不到我，回来之后发现没什么人找我，与世界断联的一周更像是净化心灵的好时机。为什么要来到这里我也说不清楚，可能为了回味一下纯粹的社会主义味道，找寻一下父母那辈人用粮票换食物的的感觉。一直以来，我逃避不了被陈旧事物的吸引同时也离不开现代社会的便利。这是天性使然，矛盾的双重性格，让我尽情地在旅途中肆意地享尽孤独。当去到一个找不到太多信息的陌生国家。纵使有千般吸引，也只能蜻蜓点水，不敢放手一搏。但也不喜欢赶路，不愿意被模糊的风景匆匆掠过的遗憾，影响了旅行的

1651–1652年度，荷兰阿姆斯特丹开始举行茶叶拍卖活动，每年输入该掉的茶叶达4000万磅以上，转口数量很大，约占输入的35–50%，1758年荷兰茶叶贸易的利润率竟达到196%。1711年至1810年间，英国政府光是从茶叶上面就收到了7700万英镑的税，有记载1784年英国的茶税是190%。这么高的税也抵不过英国人民喝茶的热情。1793年，英国政府一年的茶税收入是60万英镑，到了1833年这个数字翻了五倍半，变成了330万英镑。

外国人怎样喝茶

英国

中国茶传入英国之前，英国人成天喝酒，早上六七点钟起来都用啤酒来就着早饭吃。然后随时困了累了闲的没事干了，就喝酒玩。茶叶传入英国之后，茶水在很多情况下代替了酒精。

喝茶的方式和咖啡类似，端给客人的是清茶，喝的人可以根据自己的喜好添加奶、糖或者柠檬。

俄国

俄国人煮茶不像中国人这样用泡的，他们是把茶叶和糖一起放进茶炊里，倒入开水，每个客人倒大半杯然后再加白开水接着煮。一边煮一边喝，茶炊里的茶水一直保持沸腾的状态。

据说俄罗斯人喝茶有三种方式：一是把糖放入茶水中，用勺搅拌后再喝；二是将糖咬下一小块含在嘴里喝茶；三是看着或想着糖喝茶。俄罗斯人在烧茶时一定要加入糖、蜂蜜之类的甜料，也常常会在茶里加入牛奶、柠檬，甚至果酱和奶酪。甜茶还要伴着甜点吃。不过俄国地方冷，其实充当了正餐之余的加餐。

法国

按照中国人的标准，法国人是欧洲人里真正“会喝茶”的。法国人喜欢高品质的绿茶而不满足于袋泡茶，不少法国人也能分得清中国茶叶的不同种类。

他们也会像中国人一样不加奶和糖，只用开水泡清茶。法国人也有可能采用西非的喝法，在茶水中加入方糖和薄荷叶，放凉了做冷饮，类似于现在全球超市里售卖的加糖的瓶装茶。



意义。由于没有网络没有信号,这次旅行前夕做足了充分的准备,机票预订(不得不说古巴航空的网站太难用了,多次付款失败价钱还会自动提升,只能等待数小时后再试,实验证明不止交通银行的卡可以用,工商银行也可以),每天的路线安排,民宿的预订,大巴车票预订,还有重要的是学习西班牙语。从简单的你好谢谢再见,到数字1到100怎么说,行前半个月我们每天向共同好友板鸭语老师认真学习。

在研究生最后一学期的春假未开始的时候逃离了寒冷的纽约,当飞机降落到瓦哈那荷塞马蒂国际机场,仿佛时光一下倒流到70年代。可是下了飞机才发现,当地人的英语水平实在有限,沟通只能靠着比划加简单的单词。好在排队换钱的时候认识了一对墨西哥母子,还主动问我们能不能一起拼车到市区。她用流利的西班牙语和拉活儿的司机交流着,最后一共20CUC搞定把我们分别送到住所。

古巴采用两种货币,一种是专门给外国游客使用的CUC,1 CUC相等于1美金。当地人使用的货币叫Peso,1 CUC相等于24Peso。在机场只能换到CUC,本地人用的比索需要到当地的小银行去换。两种货币和中国八九十年代外汇券差不多,外国人要用贵很多的价钱买到本地便宜的物资。

初到首都哈瓦那,对于眼前废墟一样的城市感到惊叹,可是古巴民众似乎没有任何怨念,开心的奔走于市井之间,还有孩童在巷子里踢足球。上个世纪60年代,美国对古巴实施了全方面的制裁,曾经一度繁华的哈瓦那,也从那时候起停止发展,市区的华丽建筑随着时间的推移而变得破落不堪,苟延残喘的老爷车在大街小巷穿行数十年成了另类风景,那50年代的风华看似凝固在特定的时光里,实际上却是斑驳的回忆,灯红酒绿的奢靡光景已远去。

记得小时候自己有点挑食会浪费食物,爸妈总会和我说起他们当年面对食物时的激动,感慨我们现在有了这么的零食还不知道感恩,古巴或许隔绝了太久,这里的食物显得非常的单调。在这



里,古巴人吃的最多的就是很廉价的面包和街边10比索的披萨和三明治,糕饼店的饼干看起来也不是很可口。只有需要消费CUC的对外餐厅会显得高档一些,也许条件好的家庭时不时的可以下个馆子改善一下伙食吧。即使这样,普通的古巴人依旧觉得一切仿佛是上天恩赐一般,有时候我觉得我们是不是要审视自己对待食物的态度,或许真的就如父辈们说的那样,我们生活在蜜罐之中,所以才对待一些事物的时候都显得那么不经心。

我记得麦当劳曾经有个广告是说只要有人的地方就有麦当劳,我倒是觉得只要有人的地方就有中国人。然而在古巴待了八天,我却一个中国人都没有看到。哈瓦那华人街是没有华人的华人街,就在旧国会大厦后面,可是左顾右盼,无论在街上又或在店内,都没找到华人足迹。

来到哈瓦那一定要去探寻革命历史,观赏古旧建筑,感受人文气息,值得一提的还有海明威,他曾在古巴居住长达20年。多年以来,海明威是唯一获得古巴官方肯定和古巴人民的尊敬和爱戴的美国人,因为海明威热爱古巴,他给世人留下了震天响的名言:“一个人并不是生来要给打败的,你尽可以把他消灭掉,可就是打不败他!”据说由海明威发明的“莫吉托”(mojito)鸡尾酒也已成为古巴的一个文化符号。“莫吉托”鸡尾酒的基本配料是朗姆酒、糖浆(或甘蔗汁)、柠檬汁(或青柠汁)、苏打水和鲜薄荷叶。“五分钱酒馆”(La Bodeguita Del Medio)位于哈瓦那旧城中心,是海明威过去常去的地方。据说,他在创作《老人与海》的过程中经常来这里喝酒,所以来古巴一定要追随海明威的步伐,去五分钱酒馆喝一杯mojito。

除了首都哈瓦那值得停留之外,古巴还拥有最美的白色沙滩。其中一个古巴北部的Varadero,这里号称是全古巴最棒的度假海滩,只有持证的古巴人才可以在这里工作,古巴人民是禁止来这里的,所以在Varadero见到的人大多是加拿大人来度假的,还有少量的东德人,也许也是来感受社会主义氛围的同行者。这里风平浪静,一望无际的加勒比海域,蓝蓝的天和蓝蓝的海连起来广阔无际。说起来,这里本来是一个完全和大陆脱离的岛屿,以前要靠船只或者小飞机才能到达,而现在古巴政府花了一大笔钱填海修了一条从大陆连接到岛上的公路,印象里,光这条路我们就开了差不多30多分钟,距离之远可想而知,工程可是不小,不过这也意外的形成了一个非常美丽的景观,因为道路并没有比海平面高出多少,所以从坐在车里的视角看出去,真的好像行驶在海面上一样,要是再赶上个特别风平浪静的日子,镜面一般的水面反射光芒,成群的海鸟在远方盘旋,那景象,真的会美的让人窒息。

一趟古巴之旅,让我们成了一个重要日子的历史见证人——就在我们离开的不久,美国宣布了与古巴恢复建交,逐步解除对古巴超过半个世纪的经济制裁。我们有幸见证古巴来到历史转角的一刻,随着经济制裁的解除,未来很快的时间内,古巴必然会起很大的变化。改变是一个未知的希望,未来的古巴是什么样子我们无从知道,但是我们只能庆幸在她再次披上华服之前,看到了那旧时光的美丽,或凋零。

(作者刘彩虹,综合管理部媒体公关经理助理)

喵小姐美食-面包

文 | 成佳



用料

鸡蛋 2个, 黄油60克, 面粉 500克, 白砂糖 80克, 牛奶250毫升, 酵母 8克, 盐 3克。

步骤

- 1、将牛奶、砂糖、盐和鸡蛋放入面包机中（盐和砂糖分别放在面包机的两个角落），开启面包机的和面功能；
- 2、五分钟左右，面团逐渐成型，这时放入软化的黄油；
- 3、黄油和面充分混合后，加入酵母，用面包机的发酵功能发酵；
- 4、发酵完成后，室温醒10分钟；
- 5、随意揉搓成喜欢的形状，可以包馅儿，也可以只做白面包；
- 6、面包揉好后，放入烤盘，码好，用烤箱的发酵功能发酵20-40分钟，中间可以根据面团发起的程度自行结束发酵；
- 7、开始烘烤，180-200度，20-40分钟即可，根据面包量而定。一般一托盘面包的话，烤20分钟左右即可，中间观察面包的上色情况。

举一反三：

- 1、馅料可以用肉松、黄油、巧克力、坚果、蔓越莓干、cheese片、奶油奶酪……只要你喜欢就是极好哒~
- 2、造型可以是方面包、圆面包、千层面包、蝴蝶面包……你想揉搓成神马形状就是神马形状。

国投泰康信托有限公司（简称国投泰康信托）是经中国人民银行批准设立、中国银监会监管的非银行金融机构，注册资本金21.905亿元人民币。

三大股东：国投资本控股有限公司、泰康人寿保险股份有限公司、悦达资产股份有限公司

截止2015年底，国投泰康信托净资产逾48亿元，管理的信托资产1200多亿元。公司致力于成为稳健卓越的资产管理机构和值得信赖的财富管理人。

- 1.信托业务分部总经理（京沪深）
- 2.高级理财经理/理财经理（京沪深）
- 3.高级信托经理（京）
- 4.法律合规经理（京）
- 5.网络管理主管（京）
- 6.人力资源主管（京）

更多职位详情具体参见：

<http://www.sdickttrust.com.cn>

有意者请填写《应聘人员登记表》（从官网下载），并以附件形式投递至：xthr@sdic.com.cn；

请在邮件主题中标明应聘岗位、工作地点及应聘者姓名，如“信托经理-北京-张扬”；

特别声明：请务必使用规定的形式投递简历，若否，恕公司不接受所投简历。

联系方式

公司办公地址：北京市西城区阜成门北大街2号楼

公司网站：www.sdickttrust.com.cn

招聘邮箱：xthr@sdic.com.cn

招聘