

CHINA MINSHENG TRUST

www.msxt.com 至诚民生 至信守托

[民生·点经]

## 上善若水，利物不争——泛海教育扶贫纪实 民营企业金融化发展

[专题]

## 转型发展——为公司三年成长期蓄力

[民生·传音]

## 中国民生信托获评“年度卓越投资机构”

[民生·品味]

## 尤伦斯的中国遗产



CMT

# 中国民生信托有限公司 荣获年度卓越投资机构



中国民生信托  
CHINA MINSHENG TRUST

夏季刊

## NO. 02



2016年第2期 总第004期

### 编委会

编委会主任：卢志强

编委会委员：李明海 冯宗苏 张博  
赵东 田吉申 李永平  
解玉平 李杰 徐棣  
马勇

### 编辑部

总 编：冯宗苏  
主 编：李永平  
副 主 编：马 勇  
策 划 统 筹：齐 奕  
编 辑：席 曦 贾惠捷 沈 硕  
邮 箱：gsnk@msxt.com  
电 话：010-65294951

内部资料 免费交流

中国民生信托保留对本刊所载全部文章的权利 如需转载请注明出处。

至诚民生 至信守托

中国民生信托 | 主办：中国民生信托有限公司



微信二维码

财富专线：400-890-8878

官方网址：<http://www.msxt.com/>

### 北京总部

北京市东城区建国门内大街28号  
民生金融中心C座18-19层  
邮编：100005

### 上海分部

上海黄浦区中山东二路88号外滩  
SOHO C座25层  
邮编：200002

### 成都分部

成都市东御街18号百扬大厦2303室  
邮编：610016

### 南京分部

南京市鼓楼区汉中路2号金陵饭店  
亚太商务楼34层  
邮编：210005

### 深圳分部

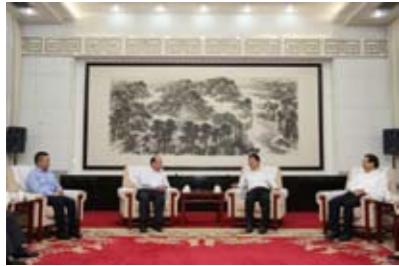
广东省深圳市福田区深南大道7888号  
东海国际中心34层  
邮编：518040

### 武汉分部

湖北省武汉市江汉区云彩路  
泛海城市广场18层  
邮编：430023



## 民生·点经 VIEW



P06



P19



P21

06

### 上善若水，利物不争——泛海教育扶贫纪实

文 | 《中国泛海》评论员

“得益于社会，奉献于社会”，一直是泛海三十多年来追求的企业价值观。积极履行社会责任，践行着社会、企业、个人和目标、责任、利益“三个统一”的经营理念，高度重视企业社会责任的建设。

10

### 民营企业金融化发展

文 | 张博

一年一度中国颇具影响力的商业领袖高峰论坛——2016中国绿公司年会于4月22日在济南开幕。会议首日，召开了“中国绿公司联盟趋势圆桌会——民营企业金融化发展，建业集团首席人才官曹仰锋先生、新希望集团副董事长王航先生、中国民生信托有限公司副董事长、总裁张博先生和金融企业实践的专家朱云来先生就此问题进行了探讨。

12

### “L”的现状与未来

文 | 管清友

近日，管清友博士接受AMRO首席经济学家团队拜访（东盟与中日韩区域内经济监督机构——东盟与中日韩宏观经济研究办公室），双方就中国经济、政策、市场进行了讨论，本文为管博士发言要点整理。

19

### 转型，不能一股脑就上

文 | 西言

几乎行业里人人都在说转型，都在寻找新的业务增长点，我倒觉得大多数人谈的仍是“转向”而非“转型”。从近十年的发展路径看，信托行业的热点业务每隔两三年就会转——2008、09年是房地产，2012年的股票质押，2015年的配资、定增、新三板，2016年的并购、产业基金、资产证券化……这十多年的黄金发展期压根儿就没有定过型。

## 转型发展专题 FEATURE

22

### 转型发展——为公司三年成长期蓄力

2016年5月26日上午，中国民生信托有限公司转型发展宣讲动员大会在北京、上海、南京、武汉、成都、深圳六个地区的八个会场同步召开。会议由公司副董事长兼总裁张博主持，公司高管和全体员工参加了此次会议。

27

### 资本管理总部部门定位及发展方向

文 | 资本管理总部

资本管理就是最大限度的发挥资本的效能，取得超额经济效益。我们将按照“资本保值增值”的要求，加强与前台各业务总部的沟通、协调，做好支持与服务，确保固有投融资业务不发生大的风险，在安全的前提下，追求固有投资的长期稳健回报。

28

### 信托二次创业与股权投资新蓝海

文 | 投资银行总部

多层次资本市场建设日趋完善，投资类业务的退出通道也日益呈现多元化。信托行业在既有发展压力，又有增长新动力的当下，转型已是从业人员、股东与监管者的共识，开展“真股权投资”投资业务已成为信托公司转型的重要方向。信托公司由债转股转型并不是行业新命题，行业内领先的公司有着这样那样的经验与教训。

30

### 强化自主管理能力 提升核心竞争力

——信托公司开展资本市场业务探索

文 | 资本市场总部

信托公司要想有所作为并分享未来中国并购业务这个大蛋糕，就必须充分运用信托公司制度灵活性和投融资融合的优势，配合专业的投资研究力量，深入研究挖掘其中业务机会，创造性的设计出各种满足客户需求的差异化的产品。

32

### 大资管时代潮流背景

文 | 资产管理总部

资产管理总部重点在于开拓金融资产与非金融资产两大类资产管理市场，利用专业化、差异化的安排均衡资产管理中的安全性、流动性和收益性，通过收购持有资产标的，实施准证券化、证券化或管理优化，以实现资产增值、退出并获得超额收益。

34

### 不动产投资管理总部业务思路分析

文 | 不动产投资总部

总体而言，不动产投资管理总部的业务方向包括物流地产投资、住宅及商写类资产收购及运营、“房地产+服务”细分行业股权投资、旧城改造、海外资产配置、基于区块链的智能资产社区等。

36

### 房地产基础设施总部业务思路

文 | 房地产基础设施总部

回顾我部既往以来在民生信托走过的路，在集团与公司领导的带领下，我部积极在市场上搜寻、承揽具备潜力的优质交易资产并与优质的交易对手保持合作，携手并肩一同应对艰巨的市场环境。同时，大的危机困难面前，唯有转变自身发展的思路才是唯一于逆境中成功的方式。

38

### 工商企业总部介绍

文 | 工商企业总部

目前主要优势领域涵盖新能源、大健康、环保和文化旅游行业等。总部下设三个子部门：新能源产业部、大健康产业部、环保产业部。

39

### 财富管理的转型之路

文 | 金融市场总部

[导语] 伴随着我国GDP的快速发展，受益于近三十年经济增长和居民财富以及社会财富的迅速积累，与此对应的财富管理市场也经历了十几年的迅猛增长。根据公开数据显示，截至2015年末，我国个人可投资财产已经超过100万亿人民币。其中主要是由银行理财、保险、信托、公募及私募基金、券商资管及第三方财富管理机构组成。中国财富管理市场有超过百万亿元的规模，资管理财业务群雄逐鹿，预计2016至2020年中国财富积累仍将保持快速增长。

42

### 财富市场总部工作规划与定位

文 | 财富市场总部

财富管理是五大市场定位中唯一一个解决资金供给问题的关键业务，是公司目前业务转型发展的重要依托力量。财富市场总部肩负着这样的使命，积极布局高端财富直销蓝图，构建顾问式理财服务网络，以高端客户资产配置为契机，直接推动公司传统产品与创新产品的营销工作。

44

### 机遇与突破：借壳上市政策趋严与信托的业务机会

文 | 创新研发总部

当前，资本市场业务已经成为信托公司业务拓展的重点领域，而与借壳相关的投融资业务更是众多资本市场细分业务的重中之重。信托公司应密切关注政策变化，把握市场动向，积极探索参与此类业务，分享该类业务带来的高额收益。



P30



P42



P44



P53



P56



P58

46

**风险管理 术业专攻**

文 | 风险管理总部

当前,我国宏观经济环境正处于增长速度换挡期、结构调整阵痛期、前期刺激政策消化期的“三期叠加”阶段,在利率市场化改革深入、市场及行业竞争加剧、风险防控压力加大等多重因素下,包括信托在内的各行业均存在着转型与创新的压力,而这对于公司风险管理工作也提出了新的挑战。

47

**民生信托公司转型中的法律合规工作**

文 | 法律合规总部

法律合规管理总部在公司转型中的作用非常重要。曾子曰:“士不可以不弘毅,任重道远。”法律合规总部以公司转型发展为核心,以合法合规经营为底线,可谓不亦重乎?而守住底线,道不远人,就在当下。

48

**浅谈PE机构的投后管理**

文 | 运营管理总部

投后管理是项目投资周期中重要组成部分,也是PE投资“募、投、管、退”四要点之一。在完成项目尽调并实施投资后直到项目退出之前都属于投后管理的期间。由于企业面临的经营环境在不断变化,公司的经营发展会受到各种因素影响,从而增加了项目投资的不确定性和风险,投后管理正是为管理和降低项目投资风险而进行的一系列活动。

民生·传音 VOICE

53

**中国民生信托获评“年度卓越投资机构”**

53

**银监会信托监管部领导到访中国民生信托**

54

**北京银监局非银一处柳芳处长一行到公司进行党务工作调研**

54

**张博总裁率队会见点融网CEO苏海德一行**

民生·品味 TASTE

56

**尤伦斯的中国遗产**

文 | 阿改

毫无疑问,他首先是上述中国当代艺术家在当时最主要的收藏家之一。那意味着,他也是最大的赞助人之一。有评论认为尤伦斯是西方资本进入中国炒作当代艺术的始作俑者之一,这恐怕并不公允。

58

**有故事的古典音乐**

文 | 田艺苗

初听古典音乐的喜欢问,“可是听不懂,怎么办?”于是音乐鉴赏书籍喜欢给他们讲故事。

民生·漫步 COMIC

60

**乱世买信托**

绘画制作 | Mandragora

# VIEW

06 上善若水,利物不争——泛海教育扶贫纪实

10 民营企业金融化发展

文 | 张博

12 “L”的现状与未来

文 | 管清友

19 转型,不能一股脑就上

文 | 西言



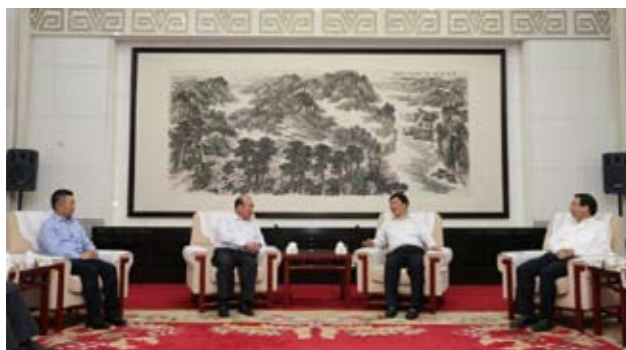
# 上善若水，利物不争

## ——泛海教育扶贫纪实

文 | 《中国泛海》评论员

### 精准扶贫，助学帮扶

为响应党中央、国务院号召，落实中央扶贫工作会议精神，积极助推脱贫攻坚，泛海集团正式发起“泛海助学行动”：从2016年至2020年，在山东、湖北、广西、重庆、贵州、陕西6省（区市），每省每年捐赠5000万元，5年共计捐赠15亿元。每省每年无偿资助1万名建档立卡贫困家庭应届高考大学新生，每人5000元，5年共计资助30万名大学生。



陕西省委书记姜勤俭、省长胡和平会见卢志强董事长一行



中国泛海控股集团与贵州省委统战部签署“泛海助学框架协议”

2016年，全面建成小康社会进入决胜阶段。“十三五”规划提出“精准扶贫，精准脱贫。”习近平总书记在中央扶贫开发工作会议上指出：“确保到2020年所有贫困地区和贫困人口一道迈入全面小康社会。”在扶贫具体措施上提出了实施“五个一批”工程，发出发展教育脱贫一批，“治贫先治愚，扶贫先扶智”的号召。

全国工商联、国务院扶贫办、中国光彩会正式发起“万企帮万村”行动，加快贫困村脱贫进程。

2016年5月8日，“泛海助学行动”启动座谈会在中央统战部召开。中央统战部副部长、全国工商联党组书记、常务副主席全哲洵对“泛海助学行动”给予了充分肯定，致富思源，义利兼顾，为打赢脱贫攻坚战贡献力量。

5月卢志强董事长第一时间亲自带领中国泛海扶贫办公室工作人员先后赶赴广西、重庆、湖北、贵州、山东、陕西6省（区市），深入当地，了解情况，并分别与当地政府签署“泛海助学行动”框架协议。

卢志强董事长在捐助现场交流时说道：“教育可以改变命运，教育扶贫大有可为。中国泛海一直秉承心怀感恩、回馈社会的理念，希望以教育扶贫为重点，参与公益扶贫、产业扶贫等各项活动，积极履行企业社会责任，为贫困家庭雪中送炭，为贫困学子加油出力，为扶贫开发和教育事业做出更大贡献。”

按照“泛海助学行动”框架协议及泛海公益基金会会同6省（区、市）统战部门、教育部门以及渤海银行签订合作组织实施协议，各司其职，各负其责。确保助学资金开学前发放到每一位受助贫困大学新生手中。



中国泛海控股集团与山东省委统战部“泛海助学 山东行动”签约仪式

“十年树木，百年树人。”泛海深知教育扶贫非一朝一夕之事业。泛海将持续跟踪受助学生成长历程，向品学兼优的贫困大学生提供出国进修深造机会，为有志于自主创业的大学生提供资助和平台。

同时，一系列支持大学生成长和创业的渠道建立起来，前期，用公益的力量扶助起步，种子基金、创业投资、战略投资；后期为通过资本增持、证券上市予以支持。从成长走向成功，最终实现共同发展。

组织建设为公益事业健康发展保驾护航，“中国泛海扶贫领导小组”及“扶贫办公室”的成立，卢志强董事长亲自挂帅，担任扶贫领导小组组长，为落实脱贫攻坚任务提供了组织保障。

为了更好的精准扶贫帮学助教开展助学行动，泛海将扶贫与公司发展战略紧密结合，将参与国家脱贫攻坚战纳入集团“三年打基础，十年创大业”目标中，将“公益性扶贫”和“产业投资扶贫”作为泛海未来五年（2016-2020）战略目标的有机组成部分。

2015年9月，泛海捐资500万元，对重庆市城口等四县，革命圣地河北平山西柏坡1000余名贫困大学生予以资助。2016年春节刚过，卢志强董事长即率团前往云南昆明寻甸县入村入户考察调研。经与昆明市委及寻甸县领导研究协商，无偿捐赠9318万元，专项用于资助寻甸县1万名家庭贫困大学生、中央红军“4.29”渡江令发布遗址保护和光伏扶贫示范工程三个扶贫项目，以实际行动支持寻甸县扶贫工

作，助力贫困人口脱贫致富。

卢志强董事长通过现场捐助，实地考察深入调研制定出涉及六省（区、市）长达五年捐资15亿元惠及30万名家庭贫困大学生的“泛海助学行动”扶贫战略规划。

### 同心·光彩助学行动

“得益于社会，奉献于社会”，一直是泛海三十多年来追求的企业价值观。积极履行社会责任，践行着社会、企业、个人和目标、责任、利益“三个统一”的经营理念，高度重视企业社会责任的建设。

2012年6月，由山东省委统战部联合泛海公益基金会、山东省光彩事业促进会共同举办“同心·光彩助学行动”，对山东省10所本科高校中的500名家庭困难、品学兼优的大学生进行连续四年资助，总募集资金为1,000万元。其中泛海公益基金会捐赠600万元（自2012年至2015年，分四次每年捐赠150万元），山东省光彩事业促进会捐赠400万元。

2012年，集团已连续五年在山东省实施“同心·光彩助学行动”，累计为4200名家庭困难、品学兼优的在校大学生发放助学金2100万元。

在面对现场受助大学生，卢志强董事长寄予希望，通过公益慈善行动，让爱心、善心在全社会得以传递；让中华传统美德与时俱进、发扬光大。受到帮助的青年学子，要珍惜美好年华，将“同心光彩助学行动”传递的爱心、善心转化为勤奋上进、顽强拼搏的动力，转化为回馈社会、建设家乡、报效国



卢志强董事长出席2015年度“同心光彩助学”捐助仪式

家的动力，胸怀理想、脚踏实地、学以致用、开拓奋进，把自己的人生梦想与国家民族复兴的梦想结合起来，努力成为一名对社会、国家有贡献的人，创造每一个人的精彩成绩。

### 支持大学教育事业

2012年10月，泛海公益基金会向上海复旦大学教育发展基金会捐赠1000万元，设立“复旦大学经济学院发展基金”，主要用于更新教学、科研、图书及信息设施等硬件建设，支持举办“汇丰论坛”、“蒋学模论坛”等高端论坛，培育师资队伍、培养和引进学术带头人，资助学生意外事故、国际交流、科学创造、就业创业等公益项目。

2015年12月，泛海公益基金会与上海复旦大学教育发展基金会以2015年5月27日签订的“捐赠框架协议”为基础，协商泛海公益基金会向上海复旦大学教育发展基金会捐赠人民币7亿元，用于支持复旦大学经济学院、复旦泛海国际金融学院（筹）、复旦大学创新创业学院及社科交叉研究中心的建设，助力复旦大学的人才培养和创新创业。此笔捐赠创下了复旦大学校友单笔及累计捐赠金额的纪录。

2015年3月，资助武汉大学战略管理研究院民营经济研究基地建设、人才培养、学科发展等项目200万元。

2015年9月，资助开展“走进西柏坡——泛海公益基金会助学活动”项目100万元。

2015年10月，捐赠支持中国人民大学“人大老博士论坛”100万。



中国泛海向复旦大学捐赠签约仪式

2016年6月，捐赠清华大学苏世民书院项目1000万美元。

### 泛海扬帆，支持创业

为了鼓励这些年轻创业者挑战自我，扬帆启航，让他们敢于有梦、勇于追梦、勤于圆梦，“泛海扬帆行动”公益项目应运而生。

2010年，中国泛海和泛海公益基金会设立“泛海彩虹基金”，在重庆、云南昆明、甘肃兰州开展“泛海扬帆——大学生创业行动”，重点支持西部地区的人才培养，同时关注大学生创业和就业。

多个扶贫、助学等项目的实施，都产生了良好的社会影响，为推动和谐社会建设贡献了力量。

正如航海有自身的周期一样，无论是惊涛骇浪，还是万里乘风，始终需要远方的灯塔指引方向。“泛海扬帆”就是这盏灯塔，让更多的大学生享有出彩、梦想成真的机会。

在昆明石林从事孔雀养殖和销售的毕绍辉，成功申请了10万元的小额担保贷款和5万元的“贷免扶补”创业贷款，再加上由“泛海扬帆”无偿资助的5万元，这20万元资金对他的养殖基地建设起到了至关重要的作用。

与政策相比，公益之风，则是“泛海扬帆”的一大特色。2-5万元无偿资助金，解创业企业一时之需、燃眉之急；7-10天深度创业培训，为创业者指点迷津、打通瓶颈。

重庆猫掌柜文化传播有限公司的邹普，获得“泛海扬帆”提供的3万元无偿资助金后，与另外两个合伙人一道，投入20万元在著名景区磁器口古镇盘下店铺，创办了重庆第一家猫咪主题文化生活馆。3万元的资助金给了他走出小作坊、踏出创业第一步的勇气。

与资助金相比，深度创业培训更是“泛海扬帆”的公益亮点。为提升优秀创业者的创业能力，主办方每年会安排重庆、昆明两地创业者40名左右，在每年天气最炎热的时节，赴上海参加为期7-10天的深度创业培训。

“群雄扬帆上海滩，九日泛海经数战。八位英雄组一团，暴走街头战沙盘。烈日卖米走街口，披星戴月写计

谋。临别巷口那回首，万般思忆载心头。”重庆绿之歌科技生态循环农业负责人李睿在参与深度培训后写下这样一首诗。

在主办方和培训承办机构上海展望发展学院的共同组织和精心策划下，创业者们先后学习红黑商战、财务管理、商业模式、市场营销等实用课程，并进行为期两天的精细运营沙盘模拟竞赛，同时安排任务艰巨的徒步体验活动，以及白领午餐商业计划分组PK等丰富内容。

在昆明龚孙文化传播有限公司的田雪看来，“上海培训虽然只有短短的10天，似乎微不足道，但对我们各自未来10年发展所产生的影响力却是不可估量的。”

2011年7月，泛海扬帆——重庆大学生创业行动，在重庆启动。泛海公益基金会资助1200万元，成立以来共支持281个大学生创业项目、3000多名大学生就业。

在创业成果展现现场，卢志强董事长与大学生交流时说道，“创业是人生走向成功的开始，创业大学生在迈进这个大门以后，就预示着将来可能走向成功。但是，成功并不是每个人都能取得的，要看大家的努力。这次感受到由政府创造的环境和平台，对创业大学生的起步很有作用。”

2012年9月，泛海扬帆——昆明大学生创业行动在昆明启动。

卢志强董事长在现场与大学生亲切交流，并表示“由衷地希望通过泛海力所能及的公益行动，让爱心、善心在全社会得以传递，同时也希望受到帮助的大学生，将爱心、善心转化为奋发向上、开拓创新的动力，转化为回馈社会、建设家乡、报效国家的行动，把个人梦与国家梦有机结合，为国家富强、民族振兴作出更大的贡献！”

从2010年开始，“泛海扬帆”连续10年总共资助1亿元支持大学生创业，实施五年多来，收到显著成效，得到中央领导、实施地政府和社会的高度评价和充分肯定。

长风破浪会有时，直挂云帆济沧海。“泛海扬帆”的东风，将政策与公益相结合，让刚出海不久的小帆船们在市场经济的大海中航行的更加顺利、自如，为他们早日达到航行目的地保驾护航。



卢志强董事长在捐赠仪式上讲话



泛海扬帆重庆大学生创业行动第五期捐赠仪式合影

扶贫必扶智，让贫困地区的孩子们接受良好教育，是泛海扶贫开发的重要任务，也是阻断贫困代际传递的重要途径。泛海通过不断的探索，形成了自己参与公益事业的特色，兴建希望小学，为落后地区办实事；资助清贫青年上大学，强化弱势群体的造血功能。

集团在企业责任建设中，特别是开展慈善公益事业方面有了诸多实践。30多年来，泛海累计向国家上缴100多亿元的税收，累计向社会公益慈善事业捐赠超过30亿元人民币。

泛海始终以履行社会责任为己任，以做一个对社会有担当的优秀企业为光荣。

管理学者吉姆·柯林斯在他的名著《从优秀到卓越》中如此写道：“只把注意力集中在创造卓越的商业企业上是远远不够的。有了卓越的企业，我们固然可以拥有一个繁荣的社会，但不见得是一个美好的社会。我们需要同时在商业领域和社会公益领域追求卓越。”泛海的行动，无疑是这些充满人性光辉思想的最好注脚。■

# 民营企业金融化发展

文 | 张博 民生信托总裁

一年一度中国颇具影响力的商业领袖高峰论坛——2016中国绿公司年会于4月22日在济南开幕。会议首日，召开了“中国绿公司联盟趋势圆桌会——民营企业金融化发展”，建业集团首席人才官曹仰锋先生、新希望集团副董事长王航先生、中国民生信托有限公司副董事长、总裁张博先生和金融企业实践的专家朱云来先生就此问题进行了探讨。

大家好，非常高兴参加论坛。今天的主题是民营企业金融化发展。两个关键词，一个是民营，一个金融。我本身在民营企业的金融版块从事服务工作，关系还是很密切，我谈一下自己这方面的体会。

民营企业发展金融有三个方面的特点：

第一，民营企业发展金融是一个必然的趋势。因为企业的金融阶段是一个资金人才高度集中的阶段，不在资本实力、人才激励条件具备的前提下，民营企业不能进入到金融阶段。刚才朱先生提到了，这些年国家有一个重要的宏观背景，就是货币的超发量很大，钱很多，这是从宏观的层面上讲。从中观、微观层面上来说，这也是一个趋势，民营企业经过30年的发展，积累出了很多的资本，也沉淀出了一些优秀的民营企业集团，所以我觉得民营企业集团进入到金融投资领域，是大势所趋。

第二，民营企业进入金融业发展，是自身发展转型的需要。很多民营企业在实业经过长时间的积累后，民营企业都会考虑一个问题，是长期持久的在传统主业生根下去，还是做一些跨界的资产组合，让集团更加稳健和可持续的发展。在这时大家发现金融是一个好的选择，金融有规模大、基础实、收益高、使整个集团发展长期稳健的特点，而且从

长期来看，金融业是相对不弱周期的行业。很多的行业是长周期的，比如说地产、船舶、航运、制造业、电厂、水泥、煤炭、钢铁等行业，相比这些实业来讲，金融的稳定性还是比较强的。中国的金融业这两年，在利率市场化以后，虽然传统的商业模式盈利模式受到很大的挑战，有规模的增长，营业的增长，需要面临的转型发展的的问题，金融还是一个比较稳健和抗周期的行业。够大够稳能赚钱，是把金融作为公司配置选择的一个重要原因。

第三，是很多民营企业集团化协同化发展的需要。一个民营企业，在传统的主业做的再好，都会考虑怎么让整个企业的发展互为支撑、互为犄角。对每个人生活影响最大的，一个是互联网，一个是金融，这是很多企业，不论传统的还是现代的都不能回避的。在这两个方面，大家都去做一些布局的话，我想也是一个大的时代趋势使然。

综上所述，我认为民营企业发展金融是我国民营企业进入到更高更成熟阶段的必然趋势和结果。

接下来，我从个人的角度谈一谈民营企业发展金融面临的主要挑战。其实金融对很多民营企业来说，不是一件容易的事情，刚才王总讲到很多传统的民营企业家在自己的传统主业上都获得了很大的成功，但拿传统的主业发展

思维发展金融，往往面临的结果都不是很好，因为金融和其他的传统实业有很大的区别。我个人认为主要有六个方面：牌照、资本、战略、团队、机制、文化。这六个方面是两个层次的问题，第一个是战略基础，第二个是执行力。首先要有战略基础，再就是靠执行力完成整个金融业态的运作。

从战略基础来讲，首先是牌照。世界绝大部分的国家，金融是严格准入的，都有严格的监管。特别在08年经济危机之后，包括最发达的西方国家，金融的创新和监管必须达到一个相对平衡，才有可能让整个经济和金融社会稳健发展，所有金融准入门槛都很高。这两年民营企业投资金融热，会发现准入的门槛也越来越高，通过价格的体现，就是金融的牌照越来越贵。前三、五年讨论金融牌照收入都是以5亿、10亿为量级，现在往往突破10亿，达到更大的量级。金融监管的准入上越来越稀缺，越来越严格，所以金融牌照的价值越来越大。在准入过程中，牌照获取两种方式，一个是控股，一个是参股，这又是两个层次的问题。

第二个方面，是资本。资本对金融业来说是一个根本性的基石，有一个亿资本金的金融公司和有一百亿甚至上千亿的公司是两个完全不同的概念，有多少钱干多大事，这是金融的基本理论，不可能无限放大杠杆，所以基本的资本要求也是对民营企业金融业的一个非常突出的要求。

第三就是战略。在我看来，所有的金融企业都在做两件事情，左手资产管理，右手资金财富管理。金融企业无一例外就是做这两件事，只不过大家所布局的资产方向和获得资本资金的来源方向不同而已，在这个过程中，就是一个天然的同质化过程。如果在天然的同质化下情况下，产生出真正的核心竞争力就是战略和市场定位所决定的。在战略的选择上，对民营企业也是非常巨大的挑战。

从执行力层面上来说，团队是重要组成部分。执行力，第一靠人。人是最关键的，包括朱总讲的也是靠强大的团队，靠朱总强有力的领导。金融对人才的依靠和依赖是最强的。传统的民营企业靠老板一个人战略胆略就可以成功很多的事情，但是金融如果说仅仅靠一个人的战略和胆魄，可能会成功一个阶段，但是最终可能会带来很大的问题。所



以说金融是一个对团队高度依赖的行业。

第五是机制，机制主要是两个层面，一个是风险管理机制，第二个是绩效分配机制。就是怎么让人去发挥他的作用，让他更好的处理业务，并且给他一个非常市场化的，适合的回报，这是相辅相成互相影响的。机制有些时候也可以决定一个金融企业的成败，所以说机制也是一个非常关键的问题。

最后一个方面，就是文化。文化就是企业的软实力，一个人做个好人，还是坏人，是一个活泼开朗的人，还是低调内敛的人，这里面选择多个方面。很多企业在市场上都会贴上文化的标签，比如说狼、野蛮人等等，我想这都是一些文化的标签。但是这个文化的标签孰好孰坏，孰优孰劣，自然由长跑决定，不是短跑。文化的能力，是决定金融企业寿命的核心，就是谁能跑到最后，而不是仅了在一个阶段自己跑的很开心。

民营企业进入金融有很多的挑战，我个人也是参与者，我对这个趋势是非常的接受，我也希望民营企业在未来的金融发展上，能够成为我们国家金融的主要力量，发展的越来越好。■

（本文源自2016年4月22日，作者在2016绿公司年会“民营企业金融化发展专题”会议内部讲话，有删改）



管清友

中国社科院研究生院经济学博士、清华大学博士后。现任民生证券总裁助理、研究院执行院长、首席宏观研究员，兼任中国经济体制改革研究会高级研究员、中国新供给经济学50人论坛成员、澳门城市大学兼职教授、清华大学硕士生合作导师等职。曾任清华大学国情研究中心项目主任、中国海洋石油总公司宏观处、调研处处长，荣获新京报2013年“十大青年经济学家”、“中国青年金融学者奖”等荣誉称号。管清友博士长期从事经济与金融理论研究，是国内最早系统论述石油-美元计价结算体系及其影响、减排与碳货币问题的学者之一，是“李克强经济学”和“习近平常态”概念的提出和阐述者。在英国《金融时报》中文网、华尔街日报、纽约时报、新浪财经等多家媒体任专栏作家，出版代表作有《石油的逻辑—国际油价波动机制与中国能源安全》、《后天有多远？—通货危机、石油泡沫和气候变化》、《刀锋上起舞—直面危机的中国经济》等。

# “L”的现状 & 未来

文 | 管清友 民生证券研究院执行院长

近日，管清友博士接受AMRO首席经济学家团队拜访（东盟与中日韩区域内经济监督机构——东盟与中日韩宏观经济研究办公室），双方就中国经济、政策、市场进行了讨论，本文为管博士发言要点整理。

【实录】

## 管清友博士与AMRO首席经济学家会谈

**Q1 管博士您好，请问如何看待2016年第二到第四季度以及2017年的经济增长态势？主要的增长引擎有哪些？有哪些主要的上行风险及下行风险？如果下行风险增加，应采取什么措施来稳定经济增长？**

预计二季度GDP增速为6.7%，三、四季度GDP增速为6.6%。从高频数据看，一季度末经济出现了短期回暖，这种短期回暖的核心动力来自于前期房地产市场多环节松绑带动销售和投资反弹、信贷社融和新开工放量使得基建投资触底企稳，有明显的政策刺激因素。

5月9日权威人士的讲话明确否定了大搞需求端刺激稳增长的方式。从二季度财政金融数据和新开工项目同比看，稳增长力度在边际减弱，GDP增速逐步回归至基本面因素决定。4月和5月经济数据已较3月份回落，但因前期稳增长政策的发酵，预计二季度GDP依然能维持6.7%的增速。稳增长力度放缓的影响将在三、四季度进一步凸显，预计三、四季度GDP增速在6.6%。

2017年的经济增长态势将取决于宏观政策走向。如果供给侧改革发力，GDP增速在6.6%，如果政策向稳增长倾斜，GDP增速有望维持在6.7%。从外部因素看，美国经济数据喜忧参半、增长动力依然不强，欧盟除自身的结构性问题外还将受英国脱欧的进一步冲击，外需难有明显改观。增长动力主要还是来自于内需，由于消费的平稳性，更进一步而言，增长动力主要来自于固定资产投资。基建、房地产、制造业这三大固定资产投资的增速受宏观政策倾向于稳增长还是供给侧改革的影响明显。



**今年经济的主要增长动力：**一是基建投资继续发力，不缺项目、不缺资金使得基建投资能维持较高增速。二是房地产固定资产投资增速预计将高于去年1%的增速，虽然1-5月房地产固定资产投资增速为7.0%，低于前值7.2%，但是因年初新开工放量，项目具有持续性。三是消费的总体平稳。

**上行风险：**一是43号文的松绑，导致平台融资松动。6月23日，财政部预算司副司长王克冰表示，中国地方政府待确定债务约为7万亿元，中国仍有加杠杆空间，地方政府通过地方融资平台举债有助于经济，并不违法。二是经济下行压力下，政策转向于需求端刺激，赤字率超过年初既定目标（2015年目标为2.3%，实际为3.48%）。

**下行风险：**一是供给侧改革的逐步落实影响生产。目前已有部分省市出台了广东、重庆等十余省市出台了供给侧改革方案，根据权威人士的讲话，中央层面的改革方案也在制定中，预计改革措施将逐步落地。如果供给侧改革发力，将会影响企业的生产，工业品产成品库存同比处于历史低位，企业补库存意愿不强。

二是民间投资的下滑。民间固定资产投资占全国固定资产投资的比例大概为2/3，通常情况下民间固定资产投资增速要高于全国固定资产投资增速，但是从今年起民间固

定资产投资增速持续下滑，1-5月仅有3.9%。公共部门的投资增速相对稳定，1-5月累计为20.4%，较前值小幅下滑，固定资产投资增速下降主要由民间投资下滑带动。若民间投资增速进一步回落，固定资产投资很难企稳。

三是货币财政政策风险。5月份CPI同比已回落至2.0%，但广义物价指数如房地产价格上涨、美联储加息预期导致资本外流等压力会使得货币政策边际紧缩。财政收入增速放缓、地方政府债务限额也将制约财政的托底力度。

四是信用风险爆破，影响企业再融资。年初以来已有34例信用债违约，导致信用利差扩大，一级市场发行成本上升和发行规模萎缩。与2月相比，5月企业发债平均成本上升了将近1%，5月非金融企业信用债净融资-165.44亿元，这是继2010年7月和2013年12月后非金融企业信用债融资额再次低于当月偿还额。我国已成为全球第二大信用债市场，15年发行规模为7.1万亿元，债券融资已成为企业融资的重要来源，再融资受阻会限制企业的生产投资决策，加大经济下行压力。

若经济下行力度超预期，应加大托底力度，毕竟改革需要稳定的经济环境。一是放松行业管制、改善融资环境、降低物流成本、适度调整税费等方式，加快培育新的产业，缓



冲供给侧改革中传统过剩产业受到的不利冲击。

二是稳定民间固定资产投资。近年来民间固定资产投资占固定资产投资的比例在60%左右，民间固定资产投资的快速下滑需要遏制住。首先是改善民间企业融资环境、增加融资渠道，如加快核准使得更多民间企业有机会获得低成本的股权融资、引导商业银行加大对符合条件的民营企业信贷投放、财政设立专项引导基金等。其次是加强预期管理，减少政策层面上对企业预期的误导，使企业能形成稳定预期，从而做出投资决策。再次是放松管制，降低民间企业进入服务业的门槛。最后是在制度上做出改革，包括产权保护、降低国企垄断、财税制度改革降低宏观税负率、加快形成统一市场减少物流成本等。

三是货币政策稳健偏宽松、财政政策加大托底力度。受英国脱欧事件影响，市场预期的美联储二次加息时点延迟，为中国货币政策宽松提供了一些空间。而国内稳增长力度减弱内，需求端总体不强，下半年通胀压力也小于上半年。

政府部门杠杆率大约为56%，跟国际比较起来，并不算高。之前地方政府债务无序扩张的势头也得到了有效遏制，加之政府也掌握有很大的国有资产，使得政府有加杠杆的空间。如果经济下行压力超预期，可扩大赤字规模，逆周期操作稳定经济。

**02 最近中央权威人士提出中国经济增长走势是“L型”。这是否意味着中期内经济将处于中低速的稳定增长？这是否会影响“到2020年GDP比2010年翻一番”的目标？管博士，您如何看待中国未来五年的潜在增长率？**

短期来看，去库存和去产能还没有实质性进展，经济起码在2016年不会见底。长期来看，受制于老龄化，尤其是2017年之后，劳动力人口下降的压力将明显加大，增长中枢也将下移。

从国际经验来看，长期的增长中枢将下移到6%或5%。

外需遭遇瓶颈的条件下，最终结局取决于人口老龄化和改革创新的赛跑，如果前者更快，中国的增长中枢可能会像日本那样跌到5%，而如果后者更快，中国的增长中枢或许能像韩国那样维持在6%以上，目前看，介于两者之间的可能性更大。

具体来看2016-2020年前后中国经济增长趋势，GDP增速将前高后低。根据增速又可分为三个阶段：2016-2017年、2018-2020年、2020年以后，三个阶段中GDP增速逐级下滑。

**1. 2016-2017年：去库存压力释放，GDP同比6.6-6.7%**

第一阶段最主要的特征是需求端消化库存、供给端进展缓慢。

从需求端来看，2016-2017年将在需求端加快库存消化。一是消费企稳。收入分配向劳动力倾斜提高居民购买力，精准扶贫提高低收入人群收入从而增加全社会平均消费倾向，反腐对高端消费的边际影响减弱，都对消费企稳提供支撑，实际上消费已经触底。二是基建投资发力，房地产投资增速逐步下行，制造业投资难以企稳。基建新开工项目放量、PPP项目逐步落地、融资平台松动，基建投资有望保持较高增速。在前期多环节捆绑下，房地产销售回升，带动地产投资大幅反弹。在高库存、人口结构过拐点的情况下，地产投资难以持续高速增长，实际上在5月已开始下滑。考虑到地产项目新开工的放量，由于项目的持续性，地产投资在2016年预计能维持5%左右的增速。而受制于产能过剩和高杠杆率，制造业投资难以企稳。

从供给端看，高成本将倒逼企业主动减产保价，但十九大之前难有大规模的去产能。一是因产能过剩行业主要集中在上游产业，企业规模大占用信贷资源、雇佣工人多，激进去产能将导致大范围信用风险爆发和大规模失业。二是新经济尚未崛起，激进去产能可能导致经济硬着陆。产能过剩行业将主要变相通过让工人减少工时、降低工作等方式“去产能”。

从生产法来看，2016-2017年GDP增速应该在6.6-6.7%。先看趋势，2016-2017年第一产业不会有明显波动，第二产业大概率贡献下降，第三产业的贡献还会上升。再估算幅度，

假设2016-2017年第一产业拉动GDP0.3%，2016-2017年的周期下滑压力应该介于2015和2014年之间，按2014和2015的均值计算，假设第二产业少拉动0.6%达到1.9%，第三产业多拉动0.3%为4.4%，这样算下来2016-2017年的增速应该在6.6-6.7%。

**2. 2018-2020年，去产能压力释放，GDP同比6.4-6.5%**

第二阶段的主要特征是供给端去库存，产能加快消化。

需求虽在2016-2017年企稳，但过剩产能依然存在，而人力成本、环境成本、财务成本等进一步挤压过剩行业企业利润，企业惨淡经营。过剩行业占据大量资源，也是造成新经济发展缓慢的重要原因之一。但去产能只会迟到但不会缺席，2018年十九大将组建新政府，2019年两会后可能真正加大在供给端去库存。

在经历了2016-2017年的消化库存后，去库存将在这一阶段进入尾声。但是考虑到中央的底线思维，类似于上世纪90年代末的大破大立去产能概率不大，产能仍处于过剩阶段，叠加人口老龄化不可逆转的长周期趋势，经济下行压力继续。此外，尤其需要注意的是，十九大前后的人事卡位将对官员形成负向激励，可能会加剧2018-2019年的经济下行。

运用生产法可估算出2018-2020年经济增速维持在6.3-6.5%。因第一产业本身增量规模占比小，其对GDP的拉动仍为0.3%左右。再看第二产业和第三产业的趋势和规模，第二阶段中经济转型已有明显成效，服务业占GDP比重进一步提升，因此第二产业和第三产业对GDP的拉动将分别继续下降和上升。而随着库存和产能的去化，第二产业的下滑将继续，但幅度可能逐步缩小，假设第二产业少拉动GDP0.3-5%；随着服务业的高基数，第三产业对GDP贡献的涨幅也将放缓，假设多拉动GDP0.2%，综合来看2018-2020年GDP增速为6.3-6.5%(0.3%+1.4%+4.6%)。

尽管后两年增速可能跌破6.5%，但由于前几年的较快增长，实现2020年两个翻一番目标的问题也不大。

**3. 2020年以后：人口老龄化与改革创新的赛跑，6%左右的概率为七成，5%左右的概率为三成。**

第三阶段的主要特征是去产能已接近尾声，但人口老

龄化的压力凸显，成为制约经济的最主要矛盾。

对冲人口红利消退最主要的方法是改革创新，而邻国韩国和日本为我们提供了两组模式作为借鉴参考：

**(1) 悲观情景：**日本模式，降至5%左右。90年代后日本经济陷入通缩，经济增长中枢由80年代的4.5%大幅降至1.5%，主要原因是老龄化、产能过剩使经济增长动能减弱，日元升值使得日本这一出口导向型经济国际竞争力减弱。但与上世纪70年代不同的是，90年代后日本改革力度弱，出清过于迟缓，改革创新不足。

**(2) 乐观情景：**韩国模式，降至6%左右。亚洲金融危机使韩国经济崩溃，金大钟总统称一定要取消政府对大财阀的信用担保，切断政经关系，无生存能力的公司和金融机构必须倒闭，用短期阵痛换取长期增长动力。金融危机后韩国修改了《公司重组法案》和《并购法》等与破产重组相关的法律，1999年30大财阀集团中有16家被迫走上了破产、清算和合并重组道路。

**(3) 中性场景：**最可能的中国之路，5-6%。如果采取日本模式，经济可能会深陷通缩沼泽，GDP增速切换到5%以下。如果采取韩国模式，先破大力度去产能，比如让中钢倒闭，再立改革创新，GDP增速维持在6%左右。但中国采取这两种极端方式的概率不大，主要措施介于两者之间，适度需求管理加供给侧改革，出清比现在快但也不是大破大力：一方面，加强需求侧管理，货币政策和财政政策仍会托底对冲，同时还将加快企业走出去拓展海外市场；另一方面，加强供给侧改革，加快去产能力度。这意味着中国长期的增长中枢也应该介于日本和韩国之间在5-6%之间。

未来几年的潜在增长率取决于供给侧改革情况。短期来看，经济增速应该低于潜在增长率。在广义货币增速基本保持稳定而物价低迷的情况下，整体经济的供需缺口应为正值，即实际增速低于潜在增速，否则会出现明显的通货膨胀。但现在经济增速低迷，主要是供需不匹配，需求不足和供给不足并存。长期来看，如果供给侧改革发力，提高土地、资本、劳动等生产要素的使用效率，潜在的经济增速提高或停止下跌，从而使得GDP增速能平稳下行。

公投本身并没有法律效力的，法律并不要求议会必须遵从公投结果，但会有很大的政治及民众压力迫使议会这么做，尤其是在公投结果很明确的情况下，不过欧洲也有过最后没有遵循公投结果的案例，比如2015年希腊债务救助计划及相关改革协议的公投，公投结果是不接受债权人的救助计划，但是希腊政府迫于经济压力最终还是接受了。

虽然脱欧公投已经尘埃落定，但是脱欧还存在变数，真正的退欧起点应该以首相卡梅伦援引里斯本条约第50条款正式向欧盟提出退欧申请为准，这代表着正式退出的通知，目前英国政府还尚未表态。

**03 管博士，我们看到尽管信贷总体上继续较快增长，但仍有大量资金沉淀在金融体系而非进入实体经济，请问形成这种现象的主要原因有哪些？如何有效化解？**

**原因：**（1）实体回报率不足。2014年以后，房地产、基建和出口等传统增长动能进入了一个持久的下降周期，实体经济出现产能过剩和融资需求萎缩的现状，回报率快速下降的同时风险溢价也在快速上升。当实体资产高回报率成为往事，实体资产风险溢价开始上升，但信用创造仍在加速，金融机构仍在扩表，实体承载不了过剩的流动性开始涌入金融资产。

（2）民间资本投资渠道缺乏。过去30年中国经济高速增长，民间资本积累了大量财富。正如水流泛滥，自然要找蓄水池；但问题是蓄水池缺乏，水流只能流向金融流域或民间融资领域。也就是说，大量的民间资金缺乏投资渠道，才是资金大量难以脱虚向实的重要原因。具有高回报的投资领域垄断门槛高企，另外一些实体经济长期低迷，叠加监管机构没有及时进行有效的引导和疏通，加剧了资金的淤积。

**有效化解：**（1）提高实体经济回报率。经济内生动力不强，人民币资产回报率下降和风险溢价上升并存的情况很难改变，外生加杠杆创造出的信用只会产生更大的金融

资产泡沫。产生这一问题的症结在于过去的增长模式只重“数量”不重“质量”，不盈利且资产规模庞大的企业部门要维系下去过于依赖信用派生和资产价格泡沫。如果经济增长如果能转型为质量型，提高企业盈利能力，通过制度改良和技术进步提升全要素生产率，释放持久的赚钱效应，才能真正促进资金进入实体经济。

（2）降低实体融资成本、提高其偿债能力是非常必要的。一方面，对于以中小企业为主的新兴产业，应采取全面降低税率的措施；对于过剩产能集中的传统产业来说，应采取结构性减税措施，推动行业以淘汰落后产能和产能升级并重。另一方面，发展多层次资本市场建设，有助于推动实体企业从以银行为主体的间接融资向以股票市场、债券市场为主体的直接融资转变，降低企业融资成本，促进资金脱“虚”向“实”。

（3）广开渠道，为民间资金寻找“泄洪口”，鼓励民间投资主体进入各领域公平竞争。目前民间投资垄断基础行业的藩篱仍需被打破，亟待有更清晰明确的政策出台。同时还要继续推进金融改革和创新，规范民间金融进入金融市场，倒逼传统金融机构深化改革，降低成本，提升竞争力，更好地服务实体经济和小微企业。

（4）鼓励民营银行和互联网金融规范发展，这将为小微企业投融资带来实质性帮助，同时，也为寻找投资渠道的民间资金提供了高效便捷的投资方向。

**04 对于当前灵活与适度的“稳健”货币政策，有观点认为是略微宽松的，也有观点认为是中性的。请问您如何看待？**

个人认为当前的货币政策应该是略微偏宽松的。虽然自今年228降准后，受制于通货膨胀率上升、汇率贬值压力、一二线城市房价快速上涨带来金融风险等因素制约，全面宽松已连续四个月缺席，但央行通过公开市场操作、净投放MLF、PSL等方式向市场投放流动性，使得资金面基本保

持稳定，银行间市场短端利率除受季末考核因素影响外，并未出现明显波动。

**05 请介绍在加强利率传导机制（如从短期利率向中长方面存在的主要问题以及有效的解决方式。**

目前，由于信贷市场与货币市场、债券市场的分割，我国利率体系存在两个层次。

◇ 在实体经济层面，人民币贷款仍占社会融资总量的主体地位，央行通过存贷款基准利率调控存贷款利率水平，从而对信贷市场流动性进行调控。信贷市场利率与实体经济的融资成本关系紧密。当实体经济下行、通缩风险加剧时，调整存贷款利率有利于降低社会融资成本，促进产出。

◇ 在货币与债券市场层面，央行通过公开市场操作等政策利率引导货币与债券市场利率，包括基础流动性的投放（各类政策利率）以及同业拆借利率、再回购利率、各类债券收益率等。

在利率市场化的理想条件下，央行、银行、企业和居民在追求利润最大化的过程中，能够促进政策利率、存贷款利率、货币市场利率、债券收益率等各个市场的利率有效联动。根据期限溢价理论，短端利率的变化及带来的预期会导致中长期利率有直接的同方向变动。

但2014年末，央行多次降息降准的情况来看，短端利率和金融市场利率下降迅速，但长端利率和企业融资利率仍然高企，各金融市场之间、金融市场向信贷市场的利率传导存在障碍。目前，随着MLF、SLF操作增加，央行对中长期利率的影响进一步深化。但由于公开市场规模、频率、透明度等问题仍然存在，央行无法完全控制短端利率向长端利率的有效传导。

从资金供给方的角度来看，金融体系面临政策性约束较多，金融产品的发展尚处于起步阶段，例如债券市场面临许多人为的管制，品种较少且流动性不足，定价机制的缺失导致收益率曲线不完整；信贷市场与银行间市场割裂，信用

利差难以有效传导至信贷市场。从广大储户来看，随着多元化金融投资渠道的拓展，其对利率的敏感性逐渐上升，过去将商业银行作为资金“保险柜”的现象有所缓解。

从资金需求方的角度来看，信贷规模等数量型（甚至行政性）调控手段往往使得企业等微观主体的实际资金需求难以真实反映。各方博弈对价格型工具的实施空间造成了影响，尤其是国企、地方融资平台、纳税大户存在财务软约束和刚性兑付问题，导致其对利率敏感性不足。这类利率敏感度低的大型国有企业占用大部分信贷资源，而民营企业、新兴产业等中小企业信贷资源匮乏，信贷市场存在结构性问题。由于融资主体能够提供高利率，商业银行在资产端配置信托、信贷类资产，在负债端通过同业市场、资金市场进行拆借，资金错配使其短端成本高企，短端利率难以传导至长端。随着43号文的颁布，地方融资平台逐渐脱离政府信用，利率敏感性有望提高。

从金融通环境来看，由于实体经济下行，投资回报率偏低，实体经济增加消费和投资的意愿降低，货币政策的传导渠道断裂。如果经济增长如果能转型为质量型，提高企业盈利能力，通过制度改良和技术进步提升全要素生产率，释放持久的赚钱效应，提高实体的投资回报率，则会促进宽货币向宽信用传递。

**06 汇率目前的形成机制是什么？在调整利率及RRR过程中，如何考虑对汇率的影响？**

**一、目前汇率形成机制**

中间价  $t = \text{收盘价}_{t-1} + \beta \text{风险过滤系数} * (t \text{日维持CFETS不变的隐含中间价} - \text{真实中间价}_{t-1})$ 。按照央行货币政策执行报告专栏表述来看，目前汇率已经形成一篮子汇率（主要就是CFETS）与中间价两条腿走路的机制，中间价是先迈的腿。由于报价并不会全部公开，虽然方法透明，但最后一厘米仍然是黑箱子，央行目前仍有绝对的主导力，但这与过去的完全调控时代是不同的，央行的确走在以公

式为基础的市场化形成机制的路上，与各总行报价默契在提升，近期中间价动辄200、300BP的调整，也正是体现汇率跟随市场的波动性加强，回归其职能定位。

## 二、货币政策与汇率政策的非对称影响：

首先是周期中的非对称，升值周期中，利率政策跟随基本面，存准率政策被动跟随汇率；贬值周期中，汇率成为掣肘货币政策的主要因素。

其次是工具的非对称，12年之前，外汇占款激增推升新增基础货币投放，存款准备金率被动跟随汇率，12年之后，外汇占款下滑拖累新增基础货币投放，存款准备金率回归其职能定位，相对独立。

1) 长期看，从利率、存准率与汇率存在非对称影响，有一定中国的特殊性。存准率来看，由于加入WTO后，商品市场的开放带来一波强大的出口红利，贸易顺差大量累积，外汇占款从2003年2万亿元增长至2011年25万亿，存准率的调整在2003-2011年期间是汇率升值的结果，存准率8年从7.5%上调至高点20%，主要是对冲外汇占款快速提升下的基础货币被动投放；利率来看，在不同的长期汇率背景，其核心考量因素并不相同，在汇率升值背景中，如03-11年，利率更多的基于经济基本面、通胀信贷因素来调整，在汇率贬值背景中，12年年中、15年至今，利率调整会将汇率因素放在较核心位置，比如年初外占下滑冲击流动性，需降准对冲，但贬值预期高企，央行迟迟不动作，最终在2月底，贬值预期稳定后才落地降准。

2) 短期来看，特别是眼下贬值预期仍存，贬值压力随时卷土重来的时期，相比于影响有限的RRR调整，利率变动预期及实际调整对于汇率预期影响更为显著。全球黑天鹅频发，主要货币汇率波动加大，人民币汇率自3月形成CFETS+中间价两条腿走路逻辑后，更加跟随市场，人民币中间价波动加大，目前汇率承压性更好，如果人民币面临贬值压力过大，可以通过CFETS升值来分担中间价贬值压力，弱化中间价，强调一篮子，相比过去单纯锚定中间价有更大的调整弹性，也给予了货币政策一定的松绑。

**07** 自2013年起，由于经济放缓和去杠杆，债务违约风险上升。今年以来，有企业在债务付款上实质性违约上升。请问您如何预计2016年下半年债务违约状况？债务违约是否会对金融稳定造成负面影响？

(1) 2016年以来，违约事件大幅攀升，各种主体信仰被打破，下半年违约常态化趋势较为明确。首先，2008年金融危机以来，我国企业加杠杆态势明显，企业资产负债率迅速攀升。但与此同时，企业利润普遍进入下行通道，偿债能力进一步减弱；其次，大量强周期信用债到期，兑付压力持续升温，煤炭、钢铁、水泥和有色金属等产能过剩行业将迎来集中兑付期，今年5-12月兑付总量达6401万亿，其中8、10、11月到期量最大。由于此前的信用风险事件多发生在产能过剩行业，行业内企业的再融资压力进一步增加；最后，随着供给侧改革各项措施落地，权威人士讲话中“三去一降”态度坚决，而我国地方政府杠杆率高企，对过剩行业、僵尸企业等的“兜底”能力减弱，刚性兑付有望有序打破，违约风险将加速释放。

(2) 债务违约对金融系统的影响：短期冲击，长期利好高库存、产能过剩及需求不振的重工业资产面临刚性的债务负担，但又缺乏基本的现金流来源。在实体存在大量需要借新还旧的主体的背景下，债务违约带来的信用风险加速释放会对现有存量债造成严重破坏，当信用风险事件引发净值下跌和赎回，进而引发流动性压力，债市去杠杆引发的资金面震荡将加剧信用链条的脆弱性，摧毁银行放贷意愿。而产能过剩主体承载了大量经济增长、就业、税收等维护社会稳定的任务，信贷与现金流稳定是企业维持生存的重要前提，因此债务违约的常态化将对宏观经济调控底线思维构成挑战。

但是，刚性兑付的有序打破是未来经济的发展趋势，建立完善的企业违约处理和对冲机制会降低其对金融稳定带来的负面影响。■

# 转型，不能一股脑就上

文 | 西言



几乎行业里人人都在说转型，都在寻找新的业务增长点，我倒觉得大多数人谈的仍是“转向”而非“转型”。从近十年的发展路径看，信托行业的热点业务每隔两三年就会转——2008、09年是房地产，2012的股票质押，2015的配资、定增、新三板，2016的并购、产业基金、资产证券化……这十多年的黄金发展期压根儿就没有定过型。

原因只有一个，市场在变。因势而谋、顺势而为，这一点是信托这些年来唯一不变的“型”，需要发扬而非转变。

现在谈转型，应该谈什么呢？相比之前随波逐流，这次需要转变的更多是心态、眼界、结构和能力，提升主动管理的能力。

之前很多生意，比如通道业务、比如房地产、配资等都是自己找上门的，产品是靠三方卖的，不用担心明年的热点在哪里，反正东边不亮西边亮。可是，现在变



西言

主流财经媒体资深记者，在上市公司、PE/VC、信托等领域做过大量报道，在多家担任媒体顾问。

现在谈转型，应该谈什么呢？相比之前随波逐流，这次需要转变的更多是心态、眼界、结构和能力，提升主动管理的能力。

了。不仅有供给侧改革、传统行业转型升级的大背景，68家信托公司还面临着与几十家券商、成千上万家基金抢食。

所以现在谈转型，一方面是因为传统业务盈利能力接近枯萎，一方面源自主观的积极进发——希望结束那种靠天吃饭的不安全感，在大时代发生转变时，重塑一条专业的生存之道。

而在这场大战中，说信托具有先发优势，多少有些牵强。对于很多信托公司而言，开始主动管理的转型，相当于一切从头干起。

如果没有认识到这一层，谈转型仍然不会触及根本。

目前的形势，仍是机大于危。一是传统业务仍有空间，例如房地产业务、资产证券化等一些领域反而出于蓬勃发展期。这也是转型开始的最佳时期，因为，你并不急着需要他们产生利润。

说转型就像创业一样，并不是要与原来“一刀切”，按信托公司的资管规模也不适合搞“置之死地而后生”。最好的选择是，鼓励一部分人、一部分业务先动起来，积累经验教训，再用激励机制和真实业绩带动其他人员转型。这样可以留给大多数人转变提升的时间，也就可以在战术上留出试错的空间。

对于主动管理的业务，即便觉得再好，也不适合一开始就大规模地开展。因为这些主动管理的业务，比起之前的被动管理，虽然利润空间更大，但也要承担几何增长的管理责任。同时，很多新业务在管理模式、法律关系、后期运营标准并不清晰，需要试点去探索。

也许有人会说，外面市场抢得如何火热，很多业务一旦犹豫就会错失良机。但从去年的配资、资本市场业务，甚至

说转型就像创业一样，并不是要与原来“一刀切”，按信托公司的资管规模也不适合搞“置之死地而后生”。最好的选择是，鼓励一部分人、一部分业务先动起来，积累经验教训，再用激励机制和真实业绩带动其他人员转型。这样可以留给大多数人转变提升的时间，也就可以在战术上留出试错的空间。

到部分文化产业投资来看，是“良机”还是“天坑”一开始真的说不准。

虽然很多转型、创新业务都是浮动收益类产品，但是信托的本质是“受人之托、代人理财”。这也是信托转型的关键所在——相比其他金融机构，信托公司可能会在很长一段时间里，在道义上负担更多。不过，这是包袱也是财富。

毕竟为了保证委托人的回报率，信托资金在融资市场上并没有太大的成本优势。客户、合作伙伴的“信任”才是最大的优势。

这就与几年前的PE、VC一样，竞争大了，大家都需要拼资本以外的东西。甚至有VC开始做公关公司，为创业企业造品牌……信托转型，可能不用你去朋友圈鼓吹项目方的好，但对客户的维护需要到位，你可能需要跟客户交朋友。

这一点可能需要向老牌私人银行多学习。他们甚至知道客户是支持曼联还是皇马。对于一直依靠外界销售产品的信托行业而言，自建销售渠道、客户信息库才是当务之急。

然后，你还需要开始建设你的品牌，让之前一切的努力和回报都沉淀成为无形财富。这就需要信托公司从幕后走上台前。这些都是必要的花架子。

不过前提仍是自主管理的能力，你可能需要亲自走进工厂，去监督开工情况，去预警甚至处理每个小危机，这样每季度末，你才拿得出详尽的管理报告，而不是之前寥寥百字的模板。

也许做到以上几点，信托才能真正成为信托。信任是建立在对能力、服务认可的基础上的，而非对利润的片面、短暂的追求之上。

# 转型发展 专题



# 转型发展

## ——为公司三年成长期蓄力

(节选)

2016年5月26日上午,中国民生信托有限公司转型发展宣讲动员大会在北京、上海、南京、武汉、成都、深圳六个地区的八个会场同步召开。会议由公司副董事长兼总裁张博主持,公司高管和全体员工参加了此次会议。

### 改革的背景

这个主题,我印象当中应该是在我加盟民生信托第一次全体员工大会的时候就说过,信托行业应该按照一个新的路径去发展。我今天再次给大家分析一下,大致是两个方面的原因:

第一个方面:客观环境急剧变化,迫使我们改革。第二个方面:主观诉求日渐明朗,要求我们改革。也就是从外部原因,我们必须改革,从内部原因,也要求我们必须改革。

第一个方面,从外部原因来讲,主要体现在三个特征:

1、传统道路下的发展空间迅速收窄。我们原来说信托公司三个主营业务:通道、地产信托融资和平台融资。我们今天这个主会场内都是市场团队,都是我们天天在外面做业务营销的人,我想这三类业务区间的收窄不用展开说,大家可以感受到传统的业务现在越来越难做,而且盈利的空间越来越窄。也就是市场的空间和盈利空间越来越小,再做下去只能陷入无穷无止的低等级的价格战。这对我们后起的金融机构来讲在这条道路上是没有前途的。这就是传统的业务空间快速收窄。

2、传统道路下风险压力快速增加。传统业务说白了讲

就是简单融资业务,或者说以典当性质为背景的简单融资业务。在经济下行、行业景气指数持续下滑的情况下,融资人、抵押物、担保方式都面临非常快和非常大的变化。在这种情况下,对风险缓释覆盖的能量快速下降,最终导致的是风险的快速暴露和实质风险甚至是损失的出现。所以说传统业务的风险也成为我们不能承受之重。

3、市场需求向更高层次演变。我们原来只会做贷款。贷款这个事情只要有基本金融和经济常识的人,干上三天五天或者三月五月,都可以干好,干的不错。只要有冲劲,基本的灵性,按照公司要求做的话应该都可以做的不错。但是客户的变化、需求的变化是在更高的层次上来进行演变。我们如果只做简单贷款业务,最终只能沦为一个末流或者别人的工具。市场的需求其实在资产和资金的两端都有很明显的体现。在资产端:现在几乎所有的金融机构都能做简单融资业务,我们并不具备营销和成本优势,所以在这条道路上我们没有足够的发展空间,也不可能形成足够的竞争优势。客户所需要的是满足其更加完整的在资本资金跨境等多维度项下多层次的业务需求。在资金端:原来刚兑体系下,固定收益、高收益,这种需求仍然存在,但是更多元



化的需求、中长期的配置、权益类投资的需求也会越来越多,而且也会在很多维度得到体现。比如说现在欣欣向荣的私募行业:非持牌机构都可以为那么多的客户提供中长期的权益类投资服务,但是恰恰是持牌机构在这方面走的比非持牌机构还要慢。所以说新的市场需求也要求我们必须朝着更高阶层的金融阶段来演进。

第二个方面,从内部原因来讲,主观诉求日渐明朗,也要求我们这样做。也是几个方面的特征:

1、董事会的定位。我来民生信托的时候,公司有个愿景:要做大型、跨境、优质的金融服务商。这些基础的愿景目标在我们传统的道路上,都是不可能实现的。也就是说我们做过的事情虽然换来了收入和利润,也换来了我们这些人可以持续发展的平台,但是这并不是股东和董事会所希望的发展品质和发展层次,他们希望的发展层次用这样的道路是不可能完成的。所以说,股东和董事会的诉求也要求我们必须转型发展。

2、民营的体制机制具备了高度市场化的优势,让我们转型发展有了一个好的核心基础。我们在座的不知道有多少人具有国有企业的工作经历,我原来第一份工作是在中国银

行工作,有非常深刻的体会。在国有体制下,首先想到的是按照公司或者这个平台的要求按部就班的工作,首先是要求稳,而不是求变,首先是求主流而不是求创新。但是三十年改革发展过程中,那么多优秀民营企业的出现,我想都是基于一个共同的基因,就是在夹缝中求生存,在困难中寻找创新发展的机会。所以说泛海这样优秀的民营企业,也奠定了我们在转型突破发展上有非常好的基因基础。

3、资本实力快速增加,奠定了投资投行业务的发展基础。我们三年前开业10个亿资本金,第二年增加到20亿,后来转增了一次增加到30亿,今年我们一次性增加资本金绝对额是56.8亿,整个净资产水平增加到90亿元以上。在传统道路上现在的发展规模10个亿资本金就可以完全够用了。为什么股东要拿出这么多真金白银的资本金来投入到信托公司,绝对不是让我们拿90亿资本金去做传统的贷款业务。这么大规模的资本金,也是为了在大型的投资投行资管类业务上做重大布局,充分体现了大股东和董事会对转型发展的要求。这是第三个特征。

4、这是我们经营团队共同努力得来的结果。我们经过三年的发展,现在有1300亿的规模,去年有超过10个亿的

收入, 3个多亿的净利。这些数字的增长都说明了我们通过自己的努力在传统的道路上已经解决了生存和温饱甚至是小康的问题。

我们现在1000多亿的规模, 有了吃饭的家底, 但是底子又不是那么厚, 如果我们有5000多亿甚至10000多亿的话, 我们转型的困难就很大, 因为依赖性、惯性会很大, 同时团队的惰性会很大, 所以现在的时点恰恰是最佳的改革点, 就是我们既有了吃饭的家底, 又能够比较轻装上阵, 我们的船还不够大, 所以还有足够的灵活度让我们在新的道路上去考虑转型发展的问题。这一点是我们在座所有人包括八个会场全体员工共同努力的结果。董事会认为到现在这个时点我们改革的时机已经完全成熟, 包括我们团队在前中后台包括在中后台的核心管理部门上已经建立了相对来说比较成熟的力量和体系, 也具备了转型发展的管理基础。

刚才说到的这两个大的层次, 外部的压力要求我们转型, 内部的诉求也要求我们转型。所以说分析原因之后, 我想给大家说的一句话, 就是转型发展已箭在弦上, 不得不发。所有人都要充分认识到转型的必要性和紧迫性, 只能去积极去应对和迎合转型。这是我想讲的第一点, 就是改革的原因, 为什么要改革。

### 改革的目标

什么才是一个好的道路, 什么才是一个民生信托应该追逐的比较高级正确科学的目标? 这是我今天想给大家重点讲的一个方向和内容。有四个方面:

1、坚定实施五大市场定位。投资、融资、投行、资管、财富, 这五个市场定位是结合信托公司的特点、结合我们公司的资源禀赋和我们未来的发展诉求, 三者充分结合的一个定位结果, 也是经过经营层和董事会充分考虑充分沟通反复研究的结果。今天我们组织架构的调整也是根据这五大市场定位来完成的。

这五大市场定位, 都是围绕想把我们公司转移到一个真正的投资银行管理型的金融机构这个轨道上来这样一个核心主线来服务的。我们现在要做的事情是要在传统的田

园的基础上去到大森林里找更多更有价值的资源。我们阶段性还不放弃小的树木, 但是我们要更加着眼于广袤的森林, 投行、投资、资管才是我们的森林在资产业务端, 同时并举的财富工作、资金工作也是我们的一片森林。这五大定位我已经在不同的场合包括公司的撰文上说过, 因为今天时间关系, 今天不就这五大定位展开说。但是只想不断提醒大家, 这是一个更有价值更大的市场空间。这是第一个改革的目标。

2、做强规模拼结构。规模是金融机构一定要的东西。2014年来的时候说我曾经跟大家说我的目标是要把民生信托做成大而强而不是小而美, 因为我从来不相信金融机构有小而美的形态。小就是弱, 小就拿不到大型业务。美是小富即安的心态。如果说有小富即安的心态, 每年做个三五百亿的生意, 存量有个三五百亿就很好的话, 应该到苏州或者杭州一些山清水秀的地方, 边工作边怡情是很好的。但是在北京、上海这样的大城市包括背靠中国泛海这样一个胸怀天下的大格局下, 我们不可能做小而美的结果, 我们只能做的是大而强。但是大而强我们不希望把大放在绝对的位置上, 而是把大和强放在一样的位置上, 所以我们未来的目标是做强规模拼结构。

3、做强收入拼盈利。金融机构或者说是任何一个企业形态都是为了赚钱。我们这次改革最终落定的核心目标就是为了提升在风险覆盖能力下的盈利水平。现在市场上有很多的造富神话, 但是作为一个金融机构, 我想看到的不是一个造富神话, 而是一个可以持续较高水平盈利的机器, 最终体现在ROA和ROE的水平都要高于同业平均水平至少2-3个点以上。所以说我们希望未来在收入结构上, 投资性的、带有投资投行性质的收入也能占到我们收入的50%以上。这也是我们的核心目标, 是我们这次改革转型发展的终极目标。

4、做强能力拼专业。我们规模上要做大而强, 盈利上要超越所有的同业, 这两个目标的达成只有一个因素, 就是人, 就是我们在座的所有团队。但是人的因素不是靠人多, 而是靠精兵强将。人均创利、专业创利才是一个金融机构的核心价值。无论是前台获得市场机会的能力, 分析判

断市场机会的能力, 还是中台对市场机会进行评价评审决策的能力, 包括中后台管理能力, 这些方方面面要体现一个核心精华就是专业。专业要成为我们公司未来的核心的价值符号。勤奋有时候解决不了所有问题, 但是勤奋加专业一定可以解决所有问题。所有人都要考虑在自己的本职上怎么样提升专业的水平和能力。

永远把诚信放在第一位, 和客户进行利益的共享, 我想这就是信托公司包括所有金融机构的真正内涵。首先客户利益共享, 客户利益和金融机构利益共享, 第二把诚信永远放在第一位。第三要有专业化的服务来为客户进行服务。共享、诚信、专业要成为我们公司的标签。这三个标签更多的是站在客户的角度来看我们: 就是共享的心态、诚信为本、非常专业。我们要为客户提供的价值基础的出发点都应该在共享诚信和专业上。

这是我想讲的第二个内容, 就是改革的目标, 希望公司改成什么样。

### 企业文化

说到要迎合公司改革, 最后站在个人角度跟大家谈谈企业文化的问题。

**第一点**, 去年我曾经提出过“十个字”的企业文化: “守纪、正气、创新、和谐、高效”, 但是在这里面我想要加一个“学习”。因为现在我们要进行大规模转型, 光有一些基本的正能量是不够的。包括我在内, 在座的所有人都要根据公司新的发展方向和目标进行不断学习、提升、充电来改造一个全新的自我。

学习是两个维度: 思想上的自我革命、外部的知识的采集。我个人觉得第一点思想上的自我革命更加重要, 一定要用创新、突破的思维去考虑问题, 才会对新事物有所渴求, 才会主动去获得外部知识的补充。我们进入到新的发展阶段, 必须要号召全员都学习起来, 动起来, 才能满足这次改革的需要。


三年之后, 我希望还是在座的这些人, 回顾三年改革的历程, 都能够为自己过去的成就发出会心一笑。

最后个人对所有的员工针对这次改革有三个建议: 1、正确认识, 因为这是大势所趋。2、积极接受, 快速寻找自己的定位。3、充满信心, 迎接我们公司美好的未来。■



永远把诚信放在第一位, 和客户进行利益的共享, 我想这就是信托公司包括所有金融机构的真正内涵。



中国民生信托致力于为客户提供多元化、综合性的金融解决方案。深耕传统信托业务，抓紧新兴市场机遇，积极开展业务创新，在“投资、融资、投行、资管、财富”五大领域发力布局，全力打造“自主投资能力、资产管理能力、财富管理能力”三台强大的“发动机”，将中国民生信托打造成为专业化、条线化、阳光化的“投资银行管理型”大型金融机构。

此次转型发展组织架构调整比较大的是十个前台部门和三个中台部门，我们特别为他们安排了一次整体亮相，让他们能充分展示各自的优势和核心竞争力。十三个部门各显神通，有的展望市场趋势、有的详述部门定位、有的展现专业化发展思路……



## 资本管理总部 部门定位及发展方向

文 | 资本管理总部

根据《信托公司管理办法》，信托公司固有业务项下可以开展存放同业、拆放同业、贷款、租赁、投资等业务。其中，投资业务限定为金融类公司股权投资、金融产品投资和自用固定资产投资，信托公司不得以固有财产进行实业投资。2007年3月银监会修订《信托公司管理办法》，对信托公司的固有业务进行了清晰界定，信托公司固有业务项下可以开展存放同业、拆放同业、贷款、租赁、投资等业务，其中投资业务限定为金融类公司股权投资、金融产品投资和自用固定资产投资。信托公司不得以固有财产进行实业投资，但银监会另有规定的除外。2009年银监会发布的《关于支持信托公司创新发展有关问题的通知》突破了信托公司固有业务实业投资限制，其规定：信托公司开展未上市企业股权投资业务应提出申请，在取得资格后可以自行开展业务；投资总额不得超过上年末净资产的20%。

重新开业三年来，公司的资本实力和净资产不断增强，目前公司注册资本为70亿元，公司固有资产规模不断攀升，一方面，亟需对固有资产进行科学合理的布局，通过多种投资手段将固有资金运作出去，打开盈利空间，提升固有资金运作效益；另一方面，公司为主营信托业务的金融机构，不可能把过多的资源投入到固有业务上，而同时，固有业务又要贡献相当份额的利润，不能损失效率，这就需要形成较为稳定可持续的收入来源。此外，固有业务在展业过程中也要朝着有助于信托业务的方向努力，才能与信托业务形成合力，提升整个公司的效益。

在经济下行和竞争加剧的双重挑战下，公司已走上了

转型发展的道路，固有业务也迫切需要加快转型创新步伐，借鉴业内其他公司对于固有业务的定位及规划，同时结合公司自身的实际情况，公司固有业务应坚持投融并举，积极调整固有业务配置结构抓转型，采取多种措施强化运作。一是适当控制融资业务规模；二是适度加大资本市场的投资比重，运作方式向多元化方向发展，可布局优质金融股权投资，关注一级和一级半市场的股权投资机会，如定向增发、上市公司的产业链并购整合，探索海外股权投资领地等；三是在保证流动性的前提下，积极开展公司信托业务的发行支持、同业拆借、质押式回购、购买券商理财产品等短期运作，提高资金效益；四是发挥协同效应，多方面助推信托主业发展。

资本是衡量金融机构实力的重要指标，资本金是金融机构核心竞争力的主要体现。资本管理就是最大限度的发挥资本的效能，取得超额经济效益。我们将按照“资本保值增值”的要求，加强与前台各业务总部的沟通、协调，做好支持与服务，确保固有投融资业务不发生大的风险，在安全的前提下，追求固有投资的长期稳健回报。

根据改革后的资本管理总部的职能定位，我们要牢记股东的嘱托，肩负资本金保值增值的重任，严格按照《自有资金使用管理细则》，在公司的正确领导下，利用这次公司改革、转型的契机，强化投资比重，优化对投融资业务的流动性支持，同时做大做强公司资本实力，达到固信双赢，为实现董事长提出的早日把民生信托建成国际化一流信托公司做出应有的贡献。■

# 信托二次创业与股权投资新蓝海

文 | 投资银行总部

多层次资本市场建设日趋完善，投资类业务的退出通道也日益呈现多元化。信托行业在既有发展压力，又有增长新动力的当下，转型已是从业人员、股东与监管者的共识，开展“真股权”投资业务已成为信托公司转型的重要方向。信托公司由债向股转型并不是行业新命题，行业内领先的公司有着这样那样的经验与教训。

过去十年，地产行业的狂飙猛进、地方政府融资平台对规模化资金的饥渴性需求，以及银行体系巨大的信贷出表压力，使得信托行业培育出地产信托、平台信托与通道类信托业务的三驾马车。信托公司依靠为企业生命周期中最成熟的一个阶段提供简单融资服务，将行业管理资产规模的峰值推高到了不可思议的16万亿。

当前，经济进入新常态，中长期经济增速正在下台阶。信托业务的三驾马车都面临需求萎缩、增速放缓和竞争

加剧的不利局面，信托行业的传统增长模式已经是难以为继。同时，经济转型升级大背景下，去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板的结构性改革不断深化，智能制造、互联网+、大消费、健康医疗等新产业蓬勃发展，国企混合所有制改革、工业4.0、双创、一带一路等新机遇又不断涌现。多层次资本市场建设日趋完善，投资类业务的退出通道也日益呈现多元化。信托行业在既有发展压力，又有增长新动力的当下，转型已是从业人员、股东与监管者的共识，开展“真股权”投资业务已成为信托公司转型的重要方向。信托公司由债向股转型并不是行业新命题，行业内领先的公司有着这样那样的经验与教训。只是，在信托发展的历史上，向股权业务的转型从来没有如此迫切过，而且已经发展成为新的风口。

投资银行总部践行由债向股全面转型的建议与业务规划：



## 一、理念先行，在全公司牢固树立投资类业务理念。

公司整体能否实现业务理念由债向股的转变是转型成败的关键。很多同业也不乏若干投资类业务的亮点项目，但往往是自上而下的推动和安排，是点缀性的，不是常态化业

务。只有我们的机构设置、评审规则、资金供给与考核办法，都全面以投资类业务为准绳进行重设，构筑一整套投资业务的内部生态，我们的机构才是一个标准意义上的投资类资产管理机构。

信托公司纯粹做债从成本上来说越来越吃力，只有股债结合或者以股为主才有出路。一方面，债仍然可以做，但应该服务于做股，即使用债的形式投某些项目也应该是为了获取其股权，或者为被投企业提供贷款支持，开展股债联动，才能获得最大的风险收益比；另一方面，好的股权投资也可以当债来做，如果在消费、金融等刚性需求比较大的行业中选一些确定性比较强的公司来投，风险并不会比做债要大，回报则是相对确定的。

## 二、信托公司商业模式的股权化更新。

当前信托行业的繁荣是基于“高收益私募债”业务模式的巨大成功，有强烈的影子银行的嫌疑。信托公司由债向股的全面转型，就是要将业务模式从以债权融资类业务为主转变为以股权投资类业务为主，将盈利模式从主要依靠利差收入转变为主要依靠管理费收入。目前公司流程中的大量项目多采用了国际通行的管理费加分成模式(2%/20%)，正式上述商业模式转换的体现。

## 三、逐步健全股权投资业务产品线。

投资银行总部作为公司股权投资业务的主办部门，以资本运营为核心竞争力，着力于“成长”与“转型”两条主线，构建“以大投行业务为龙头，私募股权投资(PE)和产业并购(MA)为两翼，金融资本与实业资本深度融合”的综合金融平台，全力打造业内领先且兼具国际视野的股权投资能力。

投资银行总部初期(2016年下半年)将在私募股权投资(PE)业务和产业并购(MA)业务上聚焦，中长期(2-3年内)应发展成为全周期股权金融服务商和全天候股权投资平台，可提供完整的股权投资产品线，包括杠杆并购、风险投资(VC)、夹层融资、成长资本

(PE)、重整资本以及母基金。

## 四、构建混搭型的业务与评审团队。

除法律、财务、金融背景的人士外，团队成员要由更多具有丰富阅历和企业管理经验的产业界人士构成。例如，如果要对大健康产业做股权投资，团队中就要有来自医药医疗行业的人才，才能真正深刻理解并把握“募、投、管、退”整个流程的风险。

## 五、围绕大中型上市公司展开并购基金合作。

上市公司群体在国内企业竞争中的优势地位毋庸置疑。投资银行总部将优选合作对手，围绕大中型上市公司、行业领先的产业公司的上下游，利用其对产业和企业及团队的熟悉，与其合作设立并购基金，合作方还可以为基金提供并购退出通道。

对于行业处于风口、成长性好、估值高的明星类上市公司，支持其进行纵横双向整合，借助股债多种融资方式，持续并购，做大市值；对于行业传统、基本面稳定、现金流较好且盈利能力不错的价值型上市公司，从产业链整合的角度，寻找行业未来风口，占据行业制高点，通过金融资本与实业资本的深度合作，促使企业重新焕发生机，从而提升企业估值；对于主业停顿、大股东持股比例较高、转型欲望非常强烈的壳资源型上市公司，推动借壳上市操作，协助进行重大资产重组或跨界并购，实现主营业务变更。

## 六、充分发挥信托公司在资金募集的优势。

全面股权化转型后的信托公司可依托的重要竞争优势就是规模化的资金，而这个资金优势是基于其强大的牌照优势之上的。信托在财富管理领域的资金募集能力早已被实践所反复证明，信托公司要做的就是将募集能力从固收类产品引向股权类产品，从短期限引向中长期。“中国民生信托”这个闪闪发光的商号在财富管理领域内的变现，将是公司信托业务由债向股转型成功的托底与重要保证。■





# 强化自主管理能力 提升核心竞争力

## ——信托公司开展资本市场业务探索

文 | 资本市场总部

面对经济下行和资产荒的突然出现，信托公司原有的经营模式和发展路径遇到了巨大障碍和挑战，无法继续简单的维持和前进。因此，各家信托公司纷纷推出改革方案，寻求新的业务发展方向和商业模式，业务转型成为时下信托公司最迫切的任务。经过深思熟虑的研究和分析，我们认为在进一步做好原有传统信托业务的同时，应该大力拓展资本市场业务，并将其作为未来业务发展的一个重要方向。在拓展资本市场业务时要审时度势，充分发挥信托业灵活、可利用金融工具多、集投资与融资为一身的巨大优势。同时还要清晰的认识到信托公司在资本市场业务方面专业能力

不强、投资文化意识淡薄等弱点。恰到好处的弘扬自己的优势、快速弥补自己的短板，积极寻找资本市场业务的细分领域，设定公司在资本市场领域的长期发展目标与定位，并给予坚定持续的全方位投入和支持，而绝非仅仅为了转型而发展资本市场业务。就资本市场业务而言我们主要发展如下三个方面，一是证券投资业务，通过发行主动管理的信托计划或私募基金投资证券二级市场及衍生品；二是围绕满足上市公司并购需求开展的投资、夹层及融资业务；三是以满足上市公司及其控股公司资本运作需求相适应的综合金融服务及结构金融支持。

信托公司发展资本市场业务能否取得成功并具有可持续性，关键在于其自身是否具有较强的投资管理能力和是否能够创设出满足资本市场业务需求的产品和是否建立起了与资本市场业务相适应的风险管理文化和投资文化。

其实多数信托公司在开展资本市场业务时多数仅扮演“通道”角色，也有个别优秀的信托公司基于长期大量客户资源的积累，提出“综合金融服务平台”的概念，已经脱离了初级的通道角色，但毕竟具备这样资源的信托公司只是凤毛麟角。我们认为信托公司开展资本市场业务必须要以建立一支专业化的投资、研究及交易团队为基础，只有拥有了较强的研究能力、投资管理能力和能在市场中捕获优良的资产，为其业务的发展打下坚实的基础。目前，我们通过人才引进和培养吸引了一批来自于国内主流证券公司、基金公司及保险公司的专业

的投资及研究团队。建立起了完整的权益投资团队、量化投资团队、并购业务团队及涵盖策略研究及行业研究在内的研究团队。团队成员都具有丰富的投资研究经验、良好的过往业绩，且投资收益比较平稳。经过近两年的探索和努力，我们在资本市场业务方面已经取得了较大的突破和发展，主动管理类资本市场业务在公司中的占比已从零提高到了20%多，在市场经历了“股灾”与“熔断”等事件后，我们仍然取得了20%左右的绝对收益，最大回撤控制在6%以内。应该说通过建立一支优秀的、专业的投资研究团队，增强了公司自主投资管理能力，为客户创造了良好的投资收益，假以时日在资本市场业务方面一定可以建立起自



信托公司要想有所作为并分享未来中国并购业务这个大蛋糕，就必须充分运用信托公司制度灵活性和投融资融合的优势，配合专业的投资研究力量，深入研究挖掘其中业务机会，创造性的设计出各种满足客户需求的差异化的产品。

研究挖掘其中业务机会，创造性的设计出各种满足客户需求的差异化的产品。

除了提高自主管理能力和产品创新能力之外，要想实现资本市场业务的可持续发展，信托公司内部需要实现“融资逻辑”向“投资逻辑”的转变；“关系型”业务导向向“专业型”业务导向转变；“单一评审型”风险管理文化向“多层次全流程型”风险管理文化转变。同时建立起与资本市场业务相匹配的组织架构、管理体系和考核激励体系等。

总之，信托公司利用自身灵活性、工具多样化的优势，通过强化投资研究能力，在激烈竞争的资本市场业务方向一定可以有所作为，并树立起自身的品牌优势。■

己的投资管理品牌。通过自己的专业化团队及投资管理业绩和品牌去吸引更多的机构资金和高净值客户资金，真正树立一个“受人之托，代人理财”的具备自主管理能力的专业机构形象。

随着中国资本市场的不断完善与发展，围绕资本市场的创新业务层出不穷，除了传统的股票、债券、基金，还有股指期货、商品期货、权证、远期、掉期、期权等衍生品。近年来逐步发展起来的量化对冲、定增对冲、FOF、FOHF、CTA、FICC等产品与业务，包括QDII境外投资等，都是在原有业务基础上的创新并逐步发展起来的。另外，围绕上市公司开展各种并购业务而产生的投融资需求，不论是并购投资，还是夹层融资，还是并购贷款等，信托公司要想有所作为并分享未来中国并购业务这个大蛋糕，就必须充分运用信托公司制度灵活性和投融资融合的优势，配合专业的投资研究力量，深入研



户业务；证券公司资产管理业务主要包括集合计划、定向资管计划、专项资管计划及直投子公司的直投基金；私募基金资产管理业务主要包括私募证券投资基金、股权投资基金及创业投资基金。截至2015年末，各类金融机构资产管理业务规模达到90.4万亿元，其中，证券期货经营机构资产管理计划规模为38.2万亿元，银行理财产品资金余额23.5万亿元，信托机构管理的信托资产规模为16.3万亿元，保险机构资产管理规模12.4万亿元。如果不考虑上述各类资产管理业务规模间存在的重复计算部分，资产管理业务总规模从2009年的12万亿元增加到2015年的90万亿元，年均复合增长率达到40%，显著超过了我国家庭居民存款增速和GDP增速。

随着信用风险逐步暴露、理财资金在非标发行高峰期（2013-2014）配置的大量非标资产逐步到期，银行理财产

品如何维持相对较高收益以及大量的理财资金如何找到合适的出路，成为了各行理财业务部门着重思考的问题。目前，五大行、股份制银行、城商行和农商行都趋向于将资金委托给券商资产管理计划、基金公司资产管理计划及信托计划等，充分利用其他金融机构在资产管理方面的灵活度和专业性。可以预见，为了承接上述资金委托，获取持续稳定的资管收益，券商、信托、基金、保险在资管业务上的竞争将会日趋激烈。资产管理的核心竞争力在于投资研究能力和投资管理能力，包括建立专业的投研团队、丰富资管产品、提升资管专业化水准等。不同于传统银行对于信贷风险管理方式，资管业务中更多是通过择时、建仓、准确的风险定价和投资组合、分散风险等方式来实现风险把控。因此，资产管理总部在投资与研究团队建设上着力布局，核心成员平均具有十年左右的从业经验，具有资深的投研背景。■

## 大资管时代潮流背景

文 | 资产管理总部

资产管理总部重点在于开拓金融资产与非金融资产两大类资产管理市场，利用专业化、差异化的安排均衡资产管理中的安全性、流动性和收益性，通过收购持有资产标的，实施准证券化、证券化或管理优化，以实现资产增值、退出并获得超额收益。资产管理总部下设四个核心部门，分别是投资交易部、资管研究部、产品与市场开发部以及船舶基金部，其中，投资交易部以产品为载体，负责资产(含债权和股权)的投资与交易，在最大限度保护本金安全的前提下，获取超额收益；资管研究部负责建立完善的研究体系，为投资决策提供全面准确的依据，并对投后管理提供持续的跟踪研究支持，并为相关业务提供技术

支持；产品与市场开发部则根据市场需求设计相应的产品方案，并负责产品的市场营销以及推广；船舶基金部，运用国际航运市场成熟的投融资模式，以多元化金融业务为依托，致力于在船舶资产、航运及其产业链上、下游相关领域投融资服务，是公司实现转型布局，多渠道提高资产管理比重和加快专业化领域发展的重要渠道。

目前从事资产管理业务的金融机构主要包括银行、基金公司及其子公司、证券公司及其资管公司、私募基金管理机构、信托机构和保险公司等。其中，银行资产管理业务主要为银行理财产品；基金公司资产管理业务主要包括公募基金及专户业务；基金子公司资产管理业务主要为专





# 不动产投资管理总部 业务思路分析

文 | 不动产投资总部

总体而言，不动产投资管理总部的业务方向包括物流地产投资、住宅及商写类资产收购及运营、“房地产+服务”细分行业股权投资、旧城改造、海外资产配置、基于区块链的智能资产社区等。

在信托行业转型的背景下，作为信托公司传统支柱的房地产信托业务和政信类信托业务也将摆脱传统的发展模式，呈现新的业务特征。公司根据发展战略安排，于2016年5月设立了不动产投资管理总部作为不动产投资的专业化部门。

按照监管部门的统计口径，不动产投资包括两大类：基础设施类不动产和非基础设施类不动产项目。我司不动产投资管理专业总部的设立将主要围绕基础设施类和非基础设施类不动产的市场开发、投资运营和价值管理开展业务，基于互联网思维，通过“海纳百川”计划，实现各项业务和客户的互通互联，通过整合客户资源，在各不动产业务线之间打造价值链和生态圈。

总体而言，不动产投资管理总部的业务方向包括物流地产投资、住宅及商写类资产收购及运营、“房地产+服务”细分行业股权投资、旧城改造、海外资产配置、基于区块链的智能资产社区等。产品类型包括房地产投资基金、不动产资产证券化、PPP基金、并购基金等。

有了清晰的业务范围和业务发展定位，不动产投资管理总部在上半年积极转型实践的基础上总结出未来发展的“三大重点方向”：

## 一、优中选优，联合开发优质单体项目。

选择具有较强经济可行性的优质单体项目（如土地成本低廉或位置稀缺），联合一流地产基金或其他行业内专业机构，采用高度控制及同股同权的开发模式，深度参与项目的投资开发。突出项目优势，淡化开发商背景。通过工程管理和售价控制，实现项目盈利，并根据投资协议的约定在获取固定收益的同时享受股权投资带来的分红收益，真正做到房地产投资项目风险与收益的匹配。

## 二、发展并购基金业务。

参考黑石房地产板块模式，与优质交易对手同股同权成立基金，共同收购优质写字楼、商业、仓储物流等资产，在持有期间通过收取管理费形式获取稳定且固定的现金收益；未来通过将成熟物业资产证券化、公募REITs、向不特定第三方转让等方式实现基金退出，并于退出时点获取超额收益。

由于现阶段成熟物业资产证券化业务各家金融机构竞争趋于白热化，信托公司需要在优质物业尚未成熟之前（即未完全建成交付之前）先锁定再培育，主要方式包括投贷结合，前期以股权加债权锁定物业，后期再进行资产证券化。

## 三、探索资产证券化业务。

我司资产证券化业务尚处于探索阶段，当期业务思路是能够尽量作为ABS业务环节中的SPV，参与券商作为管理人的ABS项目，熟悉整个企业资产证券化业务环节、流程和细节。同时将部门现有存量业务中适合进行资产证券化的业务进行包装，尝试主动管理的私募（或交易所）资产证券化。针对有良好合作历史的房地产商，营销资产证券化项目，量身定制差异化方案，尝试不动产资产证券化的设计和落地。

上述三个业务方向不仅可以在各自的专业领域快速展业，形成风险与收益对等的投资收益；也可形成组合打发，协同作战，为大型交易对手及合作伙伴提供业务条线全覆盖的立体式服务，有助于我司加深与交易对手及合作伙伴的合作深度，真正实现不动产投资业务专业化。■

突出项目优势，淡化开发商背景。通过工程管理和售价控制，实现项目盈利，并根据投资协议的约定在获取固定收益的同时享受股权投资带来的分红收益，真正做到房地产投资项目风险与收益的匹配。





# 房地产基础设施总部业务思路

文 | 房地产基础设施总部

回顾我部既往以来在民生信托走过的路，在集团与公司领导的带领下，我部积极在市场上搜寻、承揽具备潜力的优质交易资产并与优质的交易对手保持合作，携手并肩一同应对艰巨的市场环境。同时，大的危机困难面前，唯有转变自身发展的思路才是唯一于逆境中成功的方式。

近年来，金融市场发生了较大的变化，以银行为主导的传统金融机构在传统的贷款业务无以为继的情况下，加大力度向投行业务转型，严重挤压了传统信托的业务空间。在过去的2015年里，信托面临了全国经济总趋势继续下行，房地产行业风险频现，平台公司业务争夺激烈等诸多不利因素。这些因素都极大打击了信托行业作为金融媒介的职能。回顾我部既往以来在民生信托走过的路，在集团与公司领导的带领下，我部积极在市场上搜寻、承揽具备潜力的优质交易资产并与优质的交易对手保持合作，携手并肩一同应对艰巨的市场环境。同时，大的危机困难面前，唯有转变自身发展的思路才是唯一于逆境中成功的方式。创

新的重点在于改变原有的简单融资功能，转而向投资投行功能转变。

## 一、房地产业务

当前及未来一段时间内，房地产市场存在以下几方面特征：部分一二线城市房地产资产价格“泡沫式”的价格高企，三四线城市仍然库存压力加大；部分规模房企获取大量低息成本，而部分中小房企却因为融资举步维艰，资金链断裂；部分房企虽然杠杆越加越重，但整体实力及市场地位反而逆势上扬；部分房企虽然休养生息不断去杠杆，市场地位反而不进则退。即便对市场形势或者房企的

信用预判分析被证明是正确的，但市场最终传导形成的行业发展态势、竞争格局、区域行情以及与房地产开发企业合作中的融资谈判条件及融资价格反而是错误的（或者说不匹配的），即信托公司在房地产领域的展业风险收益配比将会被弱化。基于房地产市场整体市场环境，我部拟从以下几方面推进业务开展：

### 1. 谨慎开展传统融资及股权类房地产项目

针对房地产住宅开发企业而言，风险主要集中在经营风险和财务风险两方面。经营风险主要通过行业状况、竞争地位、公司治理来进行评价，财务风险通过公司资本结构、资产质量、盈利能力、现金流等方面进行评价，也会考察主体外部条件，特别是股东方和政府的支持。同时重点关注公司的资产流动性、现金流、市场的融资能力和备用支持等方面。还应包括是否上市主体（用来权衡公司治理结构是否健全、再融资能力、财务报表的真实性等）、是否多元化运作（用来考虑房地产主业的持续做大做强动机、资金占用等）、股东背景等。

### 2. 加快创新型房地产类项目研发

我部将在谨慎推进传统融资和股权投资业务的基础上，借鉴同业的成功经验，加快推进创新型房地产类项目研发，例如，借鉴平安信托与华夏幸福公司开展的按揭贷款ABS项目、平安信托在重庆天地项目中直接持有商业地产物业模式、鹏华基金公募房地产投资信托基金（REITs）。

## 二、基础设施业务

### 1. PPP业务及政府引导基金

政信业务的发展方向主要有PPP项目

和产业引导基金。PPP模式和现有的社会资本需求不甚匹配。PPP模式更适合能产生现金流的经营性项目，比如污水处理、垃圾焚烧、收费公路等，这样的项目对于社会资本能产生吸引力。而准经营性项目如地铁、公交、旧区改造，以及非经营性项目如市政道路、绿化工程等，对社会资本吸引力不足。而中国目前的政府基建项目，90%以上都是准经营或者非经营性项目，资金需求又长期化，与信托资金较难匹配。

基于上述原因，我部拟通过合伙制基金架构推进该类业务；在符合公司准入标准的前提下，政府以政府采购服务的形式承诺固定收益的，政府作为常驻LP，银行为优先级LP，信托是劣后级LP出资，并担任GP作为管理人搭建结构。在一个大的认缴资金额度下，做一个项目募集一次资金，项目到期由政府回购，通过杠杆的方式在目前收益较低的情况下满足信托资金的收益要求。

### 2. 平台类ABS

虽然目前优质政府平台公司普遍收益率较低，但通过ABS的形式可以有效解决资金来源的问题。去年我司出台的信政业务指引给了前台业务团队强有力的支持，在此基础上积累了较多的信政业务经验，在足够多的信政类业务标的的基础上，拟推进基础设施项目ABS业务。

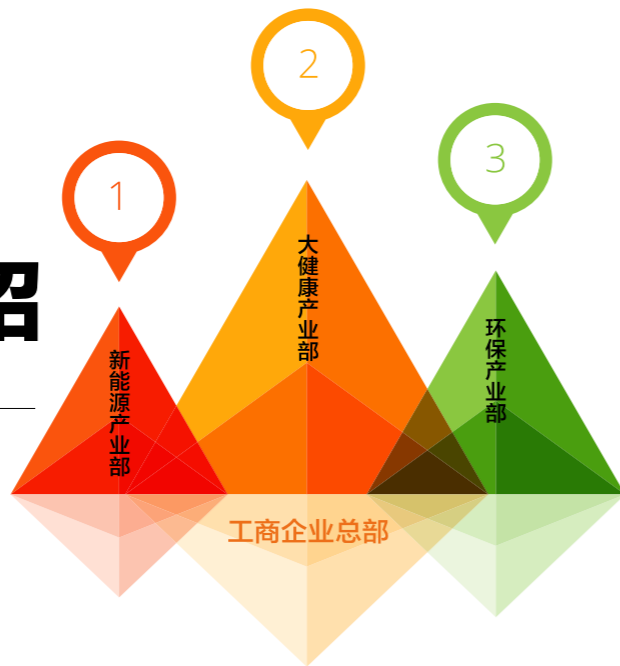
## 三、与房地产及基础设施相关的资本市场业务

该类业务目前主要集中在类固定收益定增项目（包括中间级、大股东回购等）、股票质押类项目中间级及劣后级、地产类上市公司并购基金等几个方面。



# 工商企业总部介绍

文 | 工商企业总部



中国民生信托有限公司工商企业总部成立3年以来专注于服务各类工商企业的资本运作需求，致力于为客户提供全方位的投融资解决方案。至今已实施了超过六十个信托及基金项目，累计主动管理类产品规模近200亿，管理的资产规模累计超过300亿元。目前主要优势领域涵盖新能源、大健康、环保和文化旅游行业等。总部下设三个子部门：新能源产业部、大健康产业部、环保产业部。

## 工商企业总部团队简介：

总部团队人员，全部具备国内211、985及国际名校研究生以上教育背景。博士及博士在读2名，硕士研究生以上学历14名。

分管副总：具备15年金融从业经验，曾从事期货、证券、信托等金融细分领域工作，担任过国内一流信托公司高管。中央财经大学博士、中国农业科学院硕士、清华大学MBA，在《管理世界》、《Journal of Chinese Economics and Business Studies》等知名期刊发表多篇论文。

**1、新能源产业部：**团队负责人先后供职于建设银行、中投信托等国内外知名机构，具备10年以上金融机构管理经验。团队内配置5年以上经验注册会计师、国内著名律所合伙人、阳光私募及定增投资专家（曾参与操盘超60亿阳光私募及定增基金）等。

**2、大健康产业部：**由国内领先券商保荐人挂帅。管理团队均具备8年以上信托及券商投行部管理经验。团队高级信托经理均拥有5年以上信托从业经验，并具备：中信信托、平安信托、外贸信托等国内一流信托公司职业经历。并

有国内一流券商投行部及新三板骨干最新加盟。

**3、环保产业部：**负责人先后供职于中投信托、农银国际等知名机构，具备8年以上金融机构从业经验。团队源自国有四大行、国际知名咨询机构等，并具备3年以上金融从业经历。

近年来，工商企业总部立足于为优秀工商企业提供全方位的金融服务。与20余家上市公司开展全方位战略合作，为客户提供超过200亿元金融支持。与政府开展广泛合作，为成渝地区、两湖地区、江浙地区等五大城市群提供近百亿金融支持。与银行机构合作，为金融机构提供各种交易方案，实施合作项目超100亿。

伴随着公司的转型，部门在信托创新领域进行了积极的布局。着眼于新能源、大健康产业、环保等高成长性行业，以产业为中心，重点关注资本市场。目前已经形成了上市公司定增、海外并购基金、健康行业产业基金、环保行业并购基金、分布式新能源投资基金、各类资产证券化等十余个系列资本市场核心业务。

并在逐步开发双币海外并购基金、产业夹层融资证券化、可转债、产业平滑基金、分布式资产证券化、供应链贷款证券化等创新品类。■

# 财富管理的转型之路

文 | 金融市场总部

[导语] 伴随着我国GDP的快速发展，受益于近三十年经济增长和居民财富以及社会财富的迅速积累，与此对应的财富管理市场也经历了十几年的迅猛增长。根据公开数据显示，截至2015年末，我国个人可投资财产已经超过100万亿人民币。其中主要是由银行理财、保险、信托、公募及私募基金、券商资管及第三方财富管理机构组成。中国财富管理市场有超过百万亿元的规模，资管理财业务群雄逐鹿，预计2016至2020年中国财富积累仍将保持快速增长。

## 一、财富管理发展概述

财富管理是指以客户为中心，设计出一套全面的财务规划，通过向客户提供现金、信用、保险、投资组合等一系列的金融服务，将客户的资产、负债、流动性进行管理，以满足客户不同阶段的财务需求，帮助客户达到降低风险、实现财富增值的目的。财富管理范围包括现金储蓄及管理、

债务管理、个人风险管理、保险计划、投资组合管理、退休计划及遗产安排。

按照财富管理的定义来看，财富管理的涵盖很广，会涉及到银行理财、保险、信托、公募及私募基金、券商资管及第三方财富管理机构等等。其产品形式会涵盖银行理财、信托、股权投资基金、债券投资基金、股票投资基金、券商资管计划、保险资管产品，投资型保险，期货资管等。

转型之路

财富管理的客户对象具有细分特征，大众阶层、高净值人群、超高净值人群对收益率、流动性等有差异化的投资要求。多元需求下，不同类型理财机构将呈现出百舸争流的场面，财富管理这一新兴词语正取代银行存款成为人们最为关注的焦点。

## 二、财富管理现状及趋势

根据市场公开数据显示，我国金融财富持续积累，我国金融资产总量接近200万亿元，其中，居民存款、单位存款合计105万亿元。中国财富市场按财富总值排名世界第三。而且随着中国财富积累保持较快的速度，2016年仍将保持快速增长。

目前存款和房产投资仍然是中国居民的主要投资理财方式，其中存款占比为40%，不动产投资占比为35%，其他如股票投资、债券投资总额相加不足20%。这样的资产配置一方面体现出我国过去十余年以房地产主导的经济发展

形态；另一方面也体现出国民务实保守的投资理念。

根据党的十八大目标，要多渠道增加居民财产性收入，实现居民收入增长和经济发展同步，到2020年实现城乡居民人均收入比2010年翻一番。这些均将带来巨大的财富管理市场需求，中国居民的资产配置应往多元化、合理化方向发展，可以从固定收益类投资项目逐步向高风险、高收益、权益类产品进行尝试。而与此同时，我们还需要建设一个安全有保障的财富管理市场。

## 三、我司财富管理转型之路

为顺应市场趋势及实现公司发展目标，2016年公司组织架构有了新的调整，公司为实现战略转型，对前台业务进行专业化分工，积极拓展股权投资类信托业务；与此同时，公司资本金也增至行业前沿水平。财富条线为满足公司转型发展的需要，也做出了相应的调整，着力为公司解决资金端问题，使资金和社会资源得到优化配置。



### 1、加快扩建营销中心，丰富现金管理类工具

目前，信托公司已进入零售时代，信托直销的重要性已经是行业共识。我司因起步较晚，营销中心的建设尚待完善，目前，我们已在南京、深圳两地成立了完整的直销中心，同时也在积极筹备上海的直销中心，未来我们陆续会在北京、武汉等全国重要城市铺建营销网络，利用后发优势，积极寻找优秀的私人银行家搭建优秀团队。

针对现金管理类工具，我司正积极推进现金管理类业务的开展，该类工具可最大程度满足我司发行产品的资金需求，增加客户粘性，对于项目排期以及资产获取具有重要意义。同时，该类业务也可大幅降低我司资金成本，如同业拆借市场的低成本资金引入可极大程度地优化资金配置和提高资金使用效率，实现资金端的多渠道战略布局。

### 2、实现传统模式转变，推进创新模式发展

以往信托公司的最重要渠道是银行，但随着传统银信合作、代销、同业增信、同业资源互补等模式落地困难越来越大，与银行渠道合作的空间在减小。随着互联网金融浪潮的掀起，金融资产交易所，保险公司等非银金融机构合作机会增加并渐渐凸显。一些创新性的模式也开始出现。我们在加快研发自己的客户应用端的同时，也积极探索不同的创新合作模式，内外一起努力，发挥协同效应。

我司加速建立多元化、多渠道的财富管理体系，形成财富直销、民生财富、金融同业、互联网平台以及内部现金管理类工具的组合拳，一方面加快布局直销中心，另一方面进一步提升直销队伍的专业化水平，向客户提供资产配置、财富传承、海外投资咨询、专属定制等个性化服务；与民生财富的合作关系定位于“独立经营、互相支持、共同发展”；加强与股份制银行、地方城商行、保险公司、央企财务公司等金融同业机构的沟通，了解市场产品趋势及价格走向，进一步探索与金融机构的创新合作模式；同时依托互联网信托，充分利用各种获客平台与综合金融服务平台，建立全谱系的资金渠道网络，全面覆盖我司传统以及创新型信托业务的资金需求。

### 3、积极探索家族信托业务，努力完善综合金融服务

中国高净值人群已进入“财富传承”阶段。“财富保

障”已成为中国高净值人士管理财富的首要目标，“财富传承”需求进一步明显。目前约有三分之一的高净值人士在进行财富传承安排，寻求借助家族信托、税务筹划、保险规划等工具完成财富规划。家族信托可以以法律的形式，让资产实现风险隔离和财富永续传承。

首先，家族信托和传统信托业务的最大区别是，传统信托业务更多是一种投融资工具，客户的首要诉求是投资收益，而家族信托是家族财富传承和分配的一种结构安排，客户的首要诉求是财富传承，其次才是财富增值。家族信托业务对于提高信托公司可持续发展意义重大。其次，家族信托业务可平滑资金端成本，由于家族信托业务无需提前约定预期收益率，同时期限大多在30-50年甚至更长，信托公司可以借此获取长期稳定资金，这也极大程度上为公司带来品牌优势，顺应了公司转型发展的需要；同时在资金运用的过程中，不断提升资产配置、组合投资能力，促进产品创新和投资管理理念的改变。

信托制度在多方面表现出了优越性和灵活性。随着高净值人群的日益增加，家族信托将成为未来高净值人群实现财富规划和传承最为重要的综合金融服务之一，虽在国内刚刚起步，但未来发展潜力不可小觑。

## 总结

财富管理的核心是针对不同客户的风险偏好，提供差异化的资产配置方案，以实现资产保值增值的目的。而财富管理的机会来自高净值客户群体的大幅增加，而多层次资本市场和多种金融工具的利用可以为高净值客户的资产配置提供多样化和差异化的解决方案。

当前我国财富管理行业已初具规模，财富管理机构类型多样，基础产品数量众多，分业监管体系也已基本建立，民众的理财意识逐步增强。未来可以继续发展壮大基础产品市场，在不放松投资者保护的前提下，拓展各类投资产品的投资范围，适当减小投资限制，为财富管理提供风险收益丰富的配置选择。我也相信，在公司领导正确的战略部署以及公司各部门的积极配合努力下，财富管理的转型之路一定会走的通达顺畅。■

# 财富市场总部工作规划与定位

文 | 财富市场总部

“忽如一夜春风来，千树万树梨花开”，用唐朝诗人岑参在《白雪歌送武判官归京》中的诗句来形容近年来的财富管理行业，毫不为过。中国人民正在经历着高速的财富积累过程，富人人群高速增长，国人的可投资资产快速增加。根据招商银行与贝恩公司合作撰写的《2015中国私人财富报告》2014年中国个人持有的可投资资产总体规模达到112万亿人民币，2014年可投资资产1千万人民币以上的中国高净值人士数量超过100万人，人均持有可投资资产约3千万人民币，共持有可投资资产32万亿人民币。

信托制度因其特有的财产独立和隔离功能，决定了信托公司在财富管理和传承领域具有天然的优势。“受人之托，代人理财”是信托公司的本源业务，在财富管理市场上，信托公司是专业化程度最高、理财定位最明确的持牌金融机构，也是在这次财富增长浪潮中受益最多、规模增长最快的金融机构，截止2015年底，信托行业的受托资金已达到16.3万亿，这一数据已远高于公募基金、券商资管、阳光私募等行业同期管理规模。

中国民生信托自2013年重组开业以来，历经三年的

探索和磨炼，目前已出色完成“三年打基础”的初创期，2015年底公司管理资产规模已过千亿。而现在公司正处于探寻企业风格和确定市场定位的关键成长期。一方面，传统信托业务机会急剧缩小，另一方面，财富管理的东方愈吹愈烈，大势潮流势不可挡。为此，公司总裁张博先生提出了投资、融资、投行、资管、财富五大市场定位，这正是公司做强做大、力争行业上游的着力点和翘板。

财富管理是五大市场定位中唯一一个解决资金供给问题的关键业务，是公司目前业务转型发展的重要依托力量。财富市场总部肩负着这样的使命，积极布局高端财富直销蓝图，构建顾问式理财服务网络，以高端客户资产配置为契机，直接推动公司传统产品与创新产品的营销工作。具体来说，财富管理工作将围绕以下规划进行开展：

产品策略上，我们将紧密结合公司整体业务发展战略和规划，依托公司的专业化资产管理能力以及强大的风险控制能力，以开放式产品平台为基础，以定制化资产配置、家族信托、海外资产配置为抓手，提供高端理财、财富传承、投资咨询、综合增值等服务，全面覆盖超高净值

客户的金融与非金融的全生命周期需求。

客户策略上，我们将紧紧围绕高端客户这一目标客户群体，在客户细分的基础上，按照“营销、稳定、提升”的客户延揽路径，通过差异化产品、个性化分层服务等手段，培育和壮大财富目标客户群体。超高净值人群的圈层营销会进一步给公司引入新的客户流量，财富中心将积极拓展圈层营销手段、积极开拓目标客户，提升目标客户对公司品牌的认知，同时配合以适当的营销方式扩大公司知名度、美誉度、提升公司品牌价值。

区域策略上，我们将按财富人群的区域分布特点，争取今年年内完成北京、上海、深圳、南京、武汉五地财富中心的布局，通过3-5年的时间，在全国其他一线城市及核心二线城市铺设财富中心数量达到15家，建设以一流私人银行家为主力且稳定发展注重提升的理财师队伍，通过个性化定制化的“多对一”VIP式团队服务，打造民生信托高端财富管理的品牌形象，并且成为公司新的利润增长点，并且为公司的资产端向实业投行、私募股权和海外投资方向延伸提供源源不断的动力。

服务策略上，我们将持续不断的提升与完善基础服务，积极开拓以下创新增值服务：

(一)超高净值客户的通常具有对公业务的特性，结合公司业务条线，提供融资、实业投资、收购并购等服务。

(二)提供个性化私人理财服务：包括资产配置、家族财富传承、海外投资、艺术品等另类投资服务等。

(三)针对超高净值客户在金融服务的过程中，伴随产生的非传统金融服务的需求逐步增加，还可以向客户提供法律税务咨询、移民和子女教育、高端医疗、慈善公益、高端社交、专属定制等服务。

在明确的方向和规划的指引下，财富市场总部目前下辖五个财富中心和两个职能部门，五个财富中心分别是北京、上海、深圳、南京、武汉（在建），两个职能部门分别是财富管理部和服务部。财富中心部门主要职责是负责投资者的开发和维护，直接承担产品销售指标，负责产品推介、发行和客户签约工作；为超高净值客户提供资产配置、财务规划及法律咨询等各种金融咨询服务；将客户的个性化服务需求及时反馈公司，并与公司其他团队一起提供完整解决方案；配合公司展开品牌宣传、市场推广等活动；财富管理部主要职责是销售排期、定价、分配额度、销售业绩统计等，组织产品路演、培训等客户活动，开发家族信托、标准化产品等；客户服务部主要职责是受理各类客户业务，完善各个信息系统向客户提供基础客户服务，信息披露，审核、录入、管理投资者合同及客户信息，同时公司消费者权益保护和反洗钱具体执行工作。财富市场总部的各个部门各司其职、有效结合、团结一致、迎难而上，我们用满腔的热情、昂扬的斗志投入到财富管理事业上，为公司的发展壮大添砖加瓦、贡献力量。■



客户策略上，我们将紧紧围绕高端客户这一目标客户群体，在客户细分的基础上，按照“营销、稳定、提升”的客户延揽路径，通过差异化产品、个性化分层服务等手段，培育和壮大财富目标客户群体。

# 机遇与突破

## 借壳上市政策趋严与信托的业务机会

文 | 创新研发总部

2016年6月17日，证监会就修改《上市公司重大资产重组管理办法》向社会公开征求意见，此次修改涉及借壳上市的认定标准、配套监管、中介机构责任等方面，将直接影响资本市场的风险偏好及相关业务实施方案。

当前，资本市场业务已经成为信托公司业务拓展的重点领域，而与借壳相关的投融资业务更是众多资本市场细分业务的重中之重。信托公司应密切关注政策变化，把握市场动向，积极探索参与此类业务，分享该类业务带来的高额收益。

### 一、引导“脱虚入实”——未来借壳上市将更加严格

随着上市公司并购重组的快速发展，借壳重组作为一项交易结构复杂、涉及利益相关方较多的重组交易模式也快速发展。根据Wind公开数据，2013、2014、2015年经证监会审核通过的借壳重组交易单数分别为15家、20家和38家，涉及的置入上市公司资产的交易金额分别为525.77亿元、823.96亿元和2445.19亿元，增速非常可观。

围绕借壳的各个阶段，相关利益方都能实现巨大的利益，各种非理性的炒壳行为，对实体经济发展及金融资源的有效配置都形成了极大阻碍。因此，新《重组办法》完善了借壳规则，主要包括：增加借壳上市认定的衡量指标；控制权变更5年后资产注入不属于借壳上市；强化控制权转移的实质认定；取消借壳模式下的配套融资；进一步延长锁定期；提高对上市公司及

其控股股东、实际控制人要求等内容。

新规多管齐下，通过控制收购资产规模规避借壳上市已基本无望，而保持上市公司控制权不变的套路也面临严格限制；取消配套融资并延长锁定期将提高对借壳方及上市公司的实力要求，进一步遏制借壳上市的套利空间，“壳”资源热现象更趋理性；原“类借壳”项目将或被终止，或被迫更改方案。以上都将有效促进借壳市场的健康有序发展。

### 二、制度套利空间收窄——凸显借壳价值及“类借壳”空间

新规下正常的借壳上市将更加规范，所以对于成长性好的资产，借壳上市将有助于其打通融资渠道，助力公司更快发展，持续增加公司价值；对于传统行业中基本面稳定、盈利能力良好的资产，借壳上市后有助于其不断整合产业链，不断提升上市公司估值；同时，对于壳资源企业而言，利用借壳的机遇解决原有产业的发展问题及老股东的生存问题同样具有重要意义。

新规使得“类借壳”操作难度更高，但仍然有操作空间，可行的“类借壳”方案有以下几种：（1）实际控制人不变：通过“不完全收购”、“提高现金支付比例”、“标的资产控制人自降比例”等方法达到实际控制人不变的目的。（2）引入第三方：引入第三方先成为标的较大股东，不与标的资产实际控制人成为一致行动人。（3）分步操作：先通过定向增发等方式改变实际控制人，之后再收购资产。（4）长期布局：新规规定上市公司控制权变更5年后购买资产不再属于借壳上市，为借壳方长期布局提供了有利政策条件。

但由于兜底性条款（即新《重组办法》规定“中国证监会



认定的其他情形”）的存在，证监会拥有最终的认定权，所以监管会变得相当严格，通过创新交易方案设计上规避借壳的将非常困难，最终还是要回到交易本质是否可以提高上市公司质量上来。

### 三、调整及创新——关注新形势下信托公司新业务机会

在借壳标准趋严的背景下，信托公司参与借壳上市业务应坚持价值投资理念，重点把握标“资产的价值再评估”、“风险与收益再匹配”、“新市场环境下产品设计与业务机会再发掘”，从而切入此类业务。新规限制了借壳上市配套融资的投资机会，但也会催生其他业务机会。

第一，基于价值的、真实的产业并购将越来越多，信托公司可选择处于热门行业、基本面好、成长性高的优质交易对手，通过发放并购贷款、股权投资、股债结合等方式进行深入合作；同时，新规下如一些发行人原有的“类借壳”方案被认定为无效，信托公司也可为其提供并购贷款作为过桥资金完成企业的资金周转。

第二，新规下借壳上市被禁止配套融资后，上市公司仍可通过发行可转换债券形式进行融资，信托公司可通过投资可转债

的形式与上市公司深度合作，具体可针对市场情况和上市公司自身情况，量身设计可转债产品，满足产业资本的融资需求。

第三，根据新规，上市公司实际控制人变更60个月后实施资产重组审批标准有所放松，信托公司可抓住此类业务机会，选取优质的合作对象，通过PE、贷款、特定资产收益权等形式介入并购重组，协助上市公司实现资产重组或跨界并购。

第四，信托公司应加强布局，找准切入点，为主营业务不佳、负债较轻、有意愿跨界转型的企业供一站式解决方案，协助其完成重大资产重组。在发展初期，信托公司可以借助外力，与大型知名金融机构合作设立产品并实施主动管理，逐步提升公司在细分市场的地位、品牌和影响力。

### 四、借壳聚焦——中概股回归下的业务机遇

随着分众传媒、巨人网络等成功回归A股，中概股回归业务机遇将是未来几年A股借壳事件的重点，信托公司应把握中概股回归的业务机遇。中概股回归具有操作时间长、不确定因素多等特点，但由于其可能存在巨大的获利空间，仍然是一个值得特别关注的业务领域。海外企业回归A股市场一般需要经历“私有化——拆VIE架构——借壳上市（或IPO/挂牌新三板等）”的过程，期间每一阶段均需要规模庞大的资金投入，信托公司通过以下路径分阶段介入中概股回归业务，分享中概股回归带来的高额收益。

在上市公司私有化退市阶段，企业需要大规模的资金支持，尤其对于在美国上市的公司而言，SEC规定上市公司需全部以现金收购流通股。在这一阶段，信托公司可以通过参与有限合伙企业、股权收益权、PE子公司等形式参与私有化财团中的持股平台。在拆除VIE架构阶段，需通过人民币基金接盘美元基金实现外资退出WFOE（外商投资企业）。信托公司在该阶段可以通过LP身份参与VIE基金，或利用PE子公司发起设立私募基金等模式介入。■





当前,我国宏观经济环境正处于增长速度换挡期、结构调整阵痛期、前期刺激政策消化期的“三期叠加”阶段,在利率市场化改革深入、市场及行业竞争加剧、风险防控压力加大等多重因素下,包括信托在内的各行业均存在着转型与创新的压力,而这对于公司风险管理工作也提出了新的挑战。

### 一、公司转型战略

根据公司整体战略规划,我们将致力于从传统商业银行附属型职能向专业投资银行管理型职能的金融机构进行转型发展。在顺利实现前三年打基础之后,2016年,我们迎来了公司的转型元年,未来公司业务重点定位在投资、融资、投行、资管和财富等五大业务领域。

对于业务转型而言,无论是市场开拓还是风险管理方面,都将面对相对较新的领域,需要通过搭建相应配套平台与机制,实现业务的真正转型和做大做强。

### 二、部门职能与定位

面对公司转型,为高效、准确、主动应对市场变化,配合公司全面打造核心创新与竞争能力,风险管理总部将以“专业化、条线化、阳光化”管理为核心,加强团队的专业化分工和建设,提高评审人员的专业化水平,兼顾项目评审的质量和效率,积极保障公司在风险可控的前提下实现创新和发展。


风险管理总部是公司各类业务的风险评审部门,主要负责制订各类业务的风险政策指引,负责项目的风险评审以及项目评审会议的组织等工作。按照公司投资、融资、投行、

资管等四大主要业务领域分类,风险管理总部建立了相应的风险管理团队,实现风险管理的专业化;各部门业务办理过程中,按照不同的业务领域分类,加强风险管理各部及团队之间的跨部门协作和条线化管理,实现风险管理纵深;严格按照阳光化管理,根据业务类型、风险和金额等执行公司评审和审批相分离的授权审批体系。

### 三、团队介绍

风险管理总部针对不同业务类型建立了投资(固有)业务评审部、投行业务评审部、资管业务评审部、融资业务评审部四大业务评审二级部门,各专业评审二级部门根据专业化分工,除对各类项目进行评审外,还负责对接相关业务的政策跟踪、产品研发、市场分析等研究工作;对接相关业务的风险评审、行业分析、政策研究、同业动态跟踪等业务管理工作,为公司决策提供支持;协助前台业务部门开展业务营销、商业谈判等,参与推动各类创新业务。

“功以才成,业由才广”,风险管理总部汇集了二十位风险管理领域的专业人才。在这个大家庭里,尽管此前每个人各自的背景不尽相同,但是现在我们都有共同的目标和理念,即:独立、专业、审慎,不断提升自身风险管理专业水平,不断提高风险评审质量和效率,严守风控标准,推进公司各项业务转型快速而稳步的发展。

我们的团队是年轻的团队,我们的团队是专业的团队,我们的团队是创新的团队!公司转型伊始,风险管理总部所有成员愿与公司一同迎接机遇和挑战,与公司共同成长和创新! 

# 民生信托公司 转型中的法律合规工作

文 | 法律合规总部

2016年,国内经济面临“三期叠加”的复杂形势,第一个是经济增速换挡期,第二个是结构调整阵痛期,第三个是前期刺激政策消化期。对信托业来说,则是“五期叠加”,除前述三期之外,还要加上两期:一个是利率市场化的推进期,一个是资产管理业务的扩张期。处在“五期叠加”的严峻时期,信托公司转型乃是大势所趋。

信托公司本来是以价格优势来开拓市场的,可现在利率市场化了,这个时候就不能比价格了,只能比管理、比风控了。法律合规管理乃是管理中的重中之重。


《孟子》曰:“虽有智慧,不如乘势,虽有镞基,不如待时。”民生信托公司敏锐地捕捉到经济发展大势,顺势而为,顺势而行,坚定地走在转型的道路上。面对公司转型的要求,为了有助于公司的发展,法律合规工作从以下几个方面予以精细化地开展:

首先,要树立法律合规的红线意识和底线思维。信托公司属于高风险行业,稍有不慎,就会带来意想不到的风险。尤其是监管规定从严,去杠杆化,放松管制,加强监管,交由地方监管等政策变化,对信托公司的法律合规工作提出了更高、更严的要求。信托公司及从业人员要树立合规红线意识和底线思维,努力践行集团所倡导的“前不越雷池,后不退维谷”的经营理念。

其次,完善法律合规制度,梳理法律合规流程。为了更好地转型,公司重新制定了项目评审制度和新的授权体系。根据新的制度体系要求,法律合规总部整理完善了法律合规制度,优化审批流程,在合法合规前提下,提升公司经营效率和效益。已完善的制度十几项,优化流程几十个。

其三,构建合理的组织架构,打造专业化团队。为适应转型发展需求,法律合规部独立成为公司一级管理总部,重新确定人员编制,明确部门职能和岗位职责,提高岗位人员任职要求,制定全面的培训计划,努力打造一支能吃苦、能解决难题、能适应公司发展要求的专业素质过硬、能战斗的法律合规团队。

具体来讲,就是团队的成员要掌握公司转型中新的业务领域的主要法律法规要点及主要注意事项,对项目及合同审查出具专业的意见和建议;不但做好境内业务的法律合规工作,还要学习了解境外投资涉及的主要法律问题、VIE的搭建、拆除;境外可转债的发行、避税地的选择等;培养国际视角,以专业的姿态处理境外投资业务。

法律合规管理总部在公司转型中的作用非常重要。曾子曰:“士不可以不弘毅,任重道远。”法律合规总部以公司转型发展为核心,以合法合规经营为底线,可谓不亦重乎?而守住底线,道不远人,就在当下。 



# 浅谈PE机构的投后管理

文 | 运营管理总部



投后管理是项目投资周期中重要组成部分，也是PE投资“募、投、管、退”四要点之一。在完成项目尽调并实施投资后直到项目退出之前都属于投后管理的期间。由于企业面临的经营环境在不断变化，公司的经营发展会受到各种因素影响，从而增加了项目投资的不确定性和风险，投后管理正是为管理和降低项目投资风险而进行的一系列活动。

投后管理包括三个方面的工作，一是参与标的企业经营管

理；二是对标的企业经营情况的持续监督；三是投资退出。

## 一、参与企业经营管理

PE机构向标的企业注入资金之后，就会面临是否参与以及多大程度上参与企业经营管理的问题。一般来说，如果标的企业拥有优秀的管理团队，在内部管理上不需要太多的协助，PE机构往往不参与企业的内部管理。如果PE机构认为有必要介入企业内部管理，可以股东的身份参与管理。

PE机构作为股东对公司事务享有知情权，有权查阅年度工作计划、会议记录和财务报告，参加股东会议，了解企业经营情况并对公司经营管理提出建议，通过提供增值服务帮助企业提升管理水平和经营业绩。增值服务主要包括：出任企业的咨询顾问，定期为企业家出谋划策；为企业联系潜在客户；帮助企业招募高级管理人员；为企业提供后续融资支持；为企业提供政府部门及监管机构等外部关系网络资源；对企业的研发及知识产权保护提供支持；为企业新市场开拓及销售网络扩张、品牌建设提供帮助；为企

业发展计划、组织架构、财务管理等整体管理提升提供战略指导；在企业融资、合并、收购、重组、上市的过程中提供专业咨询和帮助等。

在TPG(德太投资)投资达芙妮的案例中，较好地体现了PE机构参与企业内部管理的价值。经过充分调研后，TPG认为达芙妮存在供应链效率较低，产品品牌形象低端，覆盖客户群受限等问题。于是利用自己丰富的零售管理经验，从以下几个方面着手，帮助达芙妮实现了多品牌鞋类产品零售商的华丽转型。

第一，引进高级管理人才。TPG不仅为达芙妮引入了新的CFO、供应链管理副总、人力资源副总3位高管，还为其挖来了曾在世界500强公司吉百利(中国)大中华区任供应链总经理的胡焕新负责供应链管理，解决最棘手的存货问题。

第二，调整经营方向。经过评估，TPG建议达芙妮逐步退出低毛利的代理运动品牌市场，关闭逾百间Nike及adidas的网点，然后以高毛利的品牌挂帅，并主打三四线城市，避免与行业龙头如百丽等直接竞争。

第三，用资本运作添加业务板块。2010年，达芙妮国际以1.95亿港元收购Full Pearl International Ltd 60%的

股权，间接控股爱意精品鞋业有限公司，其主要在内地一、二线城市及台湾和香港经营中高档女鞋的零售业务。爱意鞋业旗下共有4个品牌：爱意(AEE)、爱魅(Ameda)、ALDO和Jessica Simpson。同时取得两个国际品牌Arezzo和Softt/Born在中国大陆的独家分销权，达芙妮在中高端市场竞争力大大增强。

在国外，优秀的PE往往设有专业的运营团队为企业提供管理服务，有的大型投资机构还成立了专门的增值服务公司。如KKR专门成立了一个子公司Capstone，人数大约有50人，专门为所投企业提供现金、收入、成本、组织架构和战略制定等五大方面的增值服务。KKR还拥有行业分析团队，对提高企业商业收入和业务等提出规划和建设。PE机构提供各种服务的根本目的是为了尽可能减少已投资项目的各种风险，确保企业保值增值，最终实现获利退出。

## 二、监督企业经营情况

PE向目标公司注入资金后，必须对公司的各项活动进行全面的监督，以便于捕捉到有用的信息来对公司的整体状况进行考核和评价。可以选择措施主要有以下几种：一

是成立监督机构。通常来说，公司中的董事会和股东会可以发挥监督管理作用；二是完善信息披露制度。在PE与目标公司签署的投资协议中，一般都会约定目标公司管理层定期向PE披露与企业运作相关的各项状况，如财务、大额采购、销售订单、核心人事变动等；三是建立定期评估制度。PE会定期对目标企业的价值进行评估，及时掌握企业的运行情况，评价公司的业绩，对公司运行实施动态控制；四是签订对赌协议。对赌协议主要是PE机构与标的企业就未来不确定的情况进行的一种约定。它能起到两个作用，一方面激励企业管理团队完成预定业绩目标；另一方面当业绩低于预期，实现对PE机构的利益补偿。

## 三、投资退出

作为PE投资的最后一环，退出是在所投资企业发展到一定阶段后，将股权转化为资本形式而获得利润的过程。资本的退出直接关系到PE投资机构的收益，因此退出方式的选择及操作显得尤为重要。目前退出方式主要有以下几种：

### (一) IPO

IPO使不可流通的股份转变为可交易的上市公司股票，

实现资本的盈利性和流动性。IPO退出方式主要的特点有：

一是能够获得较高的收益回报。对于PE来说，通过IPO退出能使其获得较其他方式更为可观的收益，一般可达几倍甚至几十倍。尤其是在股票市场整体估值水平较高的情况下，目标企业公开上市的股票价格相应较高，PE通过在二级市场上转让所持股份，可以获得超过预期水平的高收益。例如2006年6月，同洲电子在深圳中小板上市，其投资者深圳达晨创投等四家机构获得超过20倍的收益率；2007年11月6日，阿里巴巴在香港联交所挂牌上市，其投资者软银、高盛约获得超过34倍的收益率。IPO是金融投资市场对被投资企业价值评估的回归和价值的价值凸显，资本市场的放大效应，使得PE退出获得高额的回报。

二是实现投资者、企业管理层、企业自身三方利益最大化的理想途径。在投资者获得丰厚回报的同时，企业家和企业管理者所持股份也会因股市较高的市盈率而获得大幅增值，若在二级市场套现可获得巨大的经济利益。被投资企业也由私人企业变为公众企业，除了提升企业的知名度以外，更增强了企业资金的流动性，IPO所募集的资金有力地保障了企业规模经济和战略发展的需要，满足了企业进一步发展和扩张的需求。企业为成功上市经历的股改、完善治理结构、清理不良资产的过程，也为企业建立了良好的内部发展环境，从而对企业长期发展有着积极而长远的影响。

三是有利于提高PE的知名度。目标企业IPO的成功，实际是对PE机构资本运作能力和经营管理水平的肯定，不仅提高了目标企业的知名度，同时也提高了PE机构的知名度。一方面，PE机构通过IPO退出所获得的丰厚收益将吸引更多有着强烈投资愿望和一定资金实力的投资者前来投资，以便更好地开展下一轮私募股权投资。另一方面，在市场优质项目源较为匮乏的时期，IPO退出的成功也会扩大PE机构在市场上的影响力，为其获得优质企业项目资源创造了条件。

IPO作为最理想的退出方式，具有实现PE和目标企业双赢的效果。但就现实情况来看，IPO退出也存在着一定的局限：

一是上市门槛高。各国股票主板市场的上市标准都比较高，因为涉及到社会公众投资者的利益，所以对其监管十

分严格。拟上市企业需要满足诸如主体资格、经营年限、公司治理方面的较高规范和要求，使得大批企业望而却步，而PE的投资收益也可能因为退出渠道不顺畅而有所减少甚至发生亏损。

二是IPO所需时间长、机会成本高。即使被投资企业满足上市条件，繁琐的上市程序使得企业从申请上市到实现上市交易需要经过一个漫长的过程，再加上对原始股东持股锁定期的规定，PE从投资到真正退出之间的周期相当长。从机会成本考虑，在等待IPO退出过程中，市场上也许存在其他的投资机遇，可能会错失更好的投资项目。

三是IPO退出面临诸多风险。首先，国内的证券监督管理机构有可能根据市场情形，适当控制场内上市公司数量，甚至阶段性地停止对企业上市申报材料的审批，使得IPO退出渠道受阻。其次，目标企业上市后的股票价格直接影响到PE的退出收益，而我国股票市场的股价波动不仅取决于公司的自身状况，在很大程度上还要受该阶段股票市场整体活跃度以及政府宏观政策的影响。股票市场瞬息万变，股票价格短期内可能出现大幅度的涨跌，倘若PE因为审批程序和持股锁定期的耽搁未能在合适的时机转让股权变现退出，其预期收益可能无法实现，甚至可能遭受严重损失。

## （二）兼并收购

兼并收购上是私募股权投资基金在时机成熟时，将目标企业的股权转让给第三方，以确保所投资资金顺利的撤出。

我国股票市场尚不成熟，投机性炒作行为大量存在，企业公开上市后的股票价格可能远远高于其所代表的资产净值。因此，并购只是在股票市场低迷或者IPO退出受阻时的次位选择。根据投中集团数据显示，我国并购退出的回报率近几年一致维持在5倍以下，与IPO高达10倍以上的退出回报相比较低。但随着国内资本市场的成熟，未来并购退出渠道的逐步完善，国内PE的并购退出也将成为主流。并购退出的优势有以下几点：

一是并购退出更高效、更灵活。相比较IPO漫长的排队上市苦等窗口期、严格的财务审查、业绩的持续增长压力，并购退出程序更为简单，不确定因素小。并购退出在企业的任何发展阶段都能实现，对企业自身的类型、市场规模、

资产规模等都没有规定约束，双方在经过协商谈判达成一致意见以后即可执行并购，迅速实现资本循环，有利于提高基金公司的资本运作效率，减少投资风险。

二是并购退出只要在并购交易完成后，即可一次性全部退出，交易价格及退出回报较为明确。而IPO退出则要等待1-3年不等的上市解禁期，即使到了解禁期也要考虑到被投公司上市后的股价波动，可能要分批次才能够实现全部退出，增加了退出回报的不确定性。

三是并购退出可缓解PE的流动性压力。对于PE机构来讲，相对于单个项目的超高回报，整只基金尽快退出清算要更具吸引力，因为基金的众多投资组合中，某一个项目的延期退出将影响整只基金的收益率，如若没有达成当时与投资者间的协议承诺，后续基金募集等将受到重大影响。

通过并购方式退出的弊端主要表现在：

一是潜在的实力买家数量有限。并购资金量较大，市场上潜在的购买者数量有限，目标企业不容易找到合适的并购方，或者出价可能不具有吸引力。

二是收益率较IPO低。由于市场的变化甚至是信息的不对称，为了能迅速退出可能导致企业价格被低估。

三是企业管理层可能对并购持反对意见。并购成功后，企业的产权或者控制权可能会发生转移，原先的管理层需要让渡一部分权利与利益。从自身利益考虑可能会出现抵制并购的情况，使原先简单的过程复杂化。

## （三）股份回购

股份回购是指企业或者公司管理人员按照约定的价格将公司的股份购回，从而使PE机构退出的方式。若企业具有较好的发展潜力，则企业的管理层、员工等有信心通过回购股权对企业实现更好的管理和控制，于是从PE机构处回购股权，属于积极回购；若PE机构认为企业发展方向与其投资增值意图不相符合，主动要求企业回购股权，则对企业而言，属于消极回购。通常情况下，股份回购是一种不理想的退出方式，股权投资协议中回购条款的设置其实是PE为自己变现股权留有的一个带有强制性的退出渠道，以保证当目标企业发展不达预期时，为确保投入资本的安全性而设置的退出方式。股份回购的优势体现在以下两个方面：



一是交易过程简单。管理层收购是发生在企业内部的产权转移，明晰的产权关系和明晰的产权关系和内部熟人交易会使得回购交易简便易行会使回购交易简便易行，所以会减少不必要的磨合期。

二是资本安全得到保障。在目标企业难有大作为的情况下，一味死守意味着对机会成本的浪费，回购可以保证资本安全并使其重获自由为投资者带来更大收益。

股份回购的弊端主要是退出回报较低，尤其当PE机构要求管理层强制性回购时，管理层可能不具备履行回购的资金实力，导致出现投资亏损。

投后管理主要角色是服务，这就要求在投后管理的过程中不得影响企业的正常运营。投后管理关系到投资企业的发展与退出方案的实现，良好的投后管理将会主动减少或消除潜在的投资风险（如市场风险、政策风险、技术风险、管理风险、法律诉讼风险等），实现投资的保值增值。随着各家机构对投后管理重视程度的提高，投后管理对于PE投资的成功退出具有越来越重要的影响，对提高投资业绩起到越来越重要的作用。■

# VOICE

- 53 中国民生信托获评“年度卓越投资机构”
- 53 银监会信托监管部领导到访中国民生信托
- 54 北京银监局非银一处柳芳处长一行到公司进行党务工作调研
- 54 张博总裁率队会见点融网CEO苏海德一行

## 中国民生信托获评“年度卓越投资机构”



2016年6月29日由经济观察报主办的“新引擎·新增长—2015-2016年度产业与资本年会”在深圳隆重举办，年会主办方及专家评审会在经过严格筛选后，评选出本年度在商业模式、卓越价值及投资领域表现优秀的企业，中国民生信托获评年度卓越投资机构。

中国经济“旧世界”正被打破，不论是企业，还是投资机构，想要撬动更大的市场，赢得更大的发展，就必须创新商业路径，产融结合，实现资源的最大化配置。

中国民生信托获此殊荣不仅是对公司过去一年来快速、健康、良好的发展业绩的肯定，更重要的是公司的发展模式在信托行业，乃至整个产业资本市场的发展方向，都有一定的引领意义，公司将更加积极探索在经济新常态下信托业务的转型发展，打造新引擎，实现新增长。

## 银监会信托监管部领导到访中国民生信托

2016年6月17日上午，中国银监会信托监管部主任邓智毅、副主任唐炜、主任科员岳李娜一行到中国民生信托有限公司进行调研座谈。

公司副董事长兼总裁张博、执行董事、首席稽核总监兼董事会秘书王彤、执行副总裁林德琼、首席法律合规总监冯壮勇、首席财务总监赵东、首席风险控制总监田吉申、助理总裁李永平接待了信托监管部领导一行。



张博总裁首先代表公司对银监会信托监管部领导的到来表示热烈欢迎，并对信托监管部一直以来给予公司的指导与支持表达了感谢，随后向信托监管部领导报告了公司成立近三年来的发展情况，详细阐述了公司在2016年主要经营目标和业务转型发展思路、方向和成果。

邓智毅主任听取了张总的汇报后高度肯定了公司三年以来的发展，并鼓励民生信托继续走高质量的发展道路。

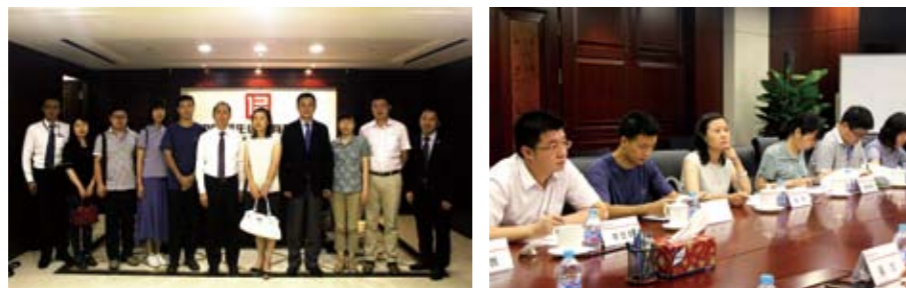
随后，首席财务总监赵东向监管部领导作了关于执行《信托业保障基金管理办法》相关情况及建议的报告，重点阐述了对银监会颁布《信托业保障基金管理办法》的认识，公司认购信保基金的现状和在认购信保基金实际工作中的建议。

邓智毅主任表示《信托业保障基金管理办法》执行时间不长，未来会继续做技术层面的论证，细化标准，真正做到取之于机构用之于机构，也希望民生信托一如既往的支持此项工作。

最后，张博总裁表示将在银监会信托监管部的领导下，大力推进公司转型发展的相关工作，为中国信托行业的健康发展贡献力量。

## 北京银监局非银一处柳芳处长一行到公司进行党务工作调研

为认真贯彻“两学一做”活动，2016年6月28日下午，北京银监局非银行金融机构监管一处处长柳芳、副处长邓彬、副调研员郭艳莉一行到中国民生信托有限公司进行党务工作调研座谈。



公司党委书记兼监事会主席冯宗苏、副董事长兼总裁张博、助理总裁李永平接待了非银一处领导一行。

冯宗苏书记首先代表公司党委对北京银监局非银一处领导的到来表示热烈欢迎，并对监管部门党组织对公司党务工作的指导和支持表示感谢，随后冯总详细介绍了公司党务工作的历史沿革情况和现阶段的工作情况。

柳芳处长表示，很高兴看到中国民生信托作为民营控股的信托公司非常重视党务工作，希望公司继续加强基层党组织建设，监管部门会在党务工作上给予支持和指导。

随后，张博总裁报告了公司2016年主要经营思路和业务转型发展的方向和工作情况。柳芳处长肯定了公司的发展成绩和转型创新的切实努力，并鼓励公司将党建工作与企业文化建设及团队建设结合起来，开创更好的工作局面。

## 张博总裁率队会见点融网CEO苏海德一行



公司总裁张博(左四)与点融网总裁苏海德(右二)会谈

2016年5月16日，中国民生信托张博总裁在首席风险控制总监田吉申等人陪同下会见了点融网CEO苏海德(Soul Htite)先生一行，双方就互联网金融行业现状、点融网发展情况、未来合作等问题进行了会谈。

会见期间，张博总裁通过了解点融网的商业模式、技术优势、资产与资金渠道、平台运营状况及互联网金融行业市场动态，向苏海德先生介绍了我司的业务情况，并表达了双方开展合作、互利共赢的愿望与信心。点融网对我司的支持表示感谢，愿意与我司在资产对接、战略入股等多方面开展合作，密切双方合作关系。■

# TASTE

56 尤伦斯的中国遗产  
文 | 阿改

58 有故事的古典音乐  
文 | 田艺苗





阿改

公众号“象外Artha”主编，前《NO ART》杂志和“62度灰”主编，前《壹读》杂志副主编。媒体人，艺术圈观察者。

## 尤伦斯的中国遗产

文 | 阿改

毫无疑问，他首先是上述中国当代艺术家在当时最主要的收藏家之一。那意味着，他也是最大的赞助人之一。有评论认为尤伦斯是西方资本进入中国炒作当代艺术的始作俑者之一，这恐怕并不公允。

2016年6月30日，UCCA和尤伦斯基金会发布联合声明，确认UCCA将被售出。盖伊·尤伦斯（Guy Ullens）——比利时男爵、尤伦斯当代艺术中心（以下简称UCCA）创始人、中国当代艺术最大的收藏家和赞助者之一——终于要完成他的中国之旅。

尤伦斯与中国的关系比很多人想象的要密切得多。1928年，他父亲于兰斯（他爸的中文名）曾担任比利时驻华使馆

外交官，还出版过一部关于中国铁道的专著。他舅舅纪佑穆曾在1933年至1937年间担任比利时驻华特命全权公使。而作为贵族和糖业大亨的后代，尤伦斯四五岁的时候，他就听父亲跟他讲中国的故事，“对这个小男孩来说，这个快乐、有意思的源泉就是中国，而这个一旦留在记忆中，就永远也不会消退。”

尤伦斯于1986年第一次进入中国，目的是为了拓展家

族生意。1991年，他买下第一张中国当代艺术品——余友涵的《毛》。此后的十年，他的收藏涵盖方力钧、刘小东、刘炜、王广义、张晓刚、颜磊、周铁海、隋建国、展望、马六明、张洵、冯梦波、邱志杰、汪建伟、谷文达、徐冰、吴山专以及你现在所知道的众多“一线”艺术家。到了2005年，尤伦斯在策展人费大为的帮助下开始筹备建立自己的美术馆，并于2007年11月成立UCCA。再过9年，后来的结局大家都知道了——UCCA即将易手，“尤伦斯”这个名头是否保留，也都成为未知数。

尤伦斯给中国带来了什么？

毫无疑问，他首先是上述中国当代艺术家在当时最主要的收藏家之一。那意味着，他也是最大的赞助人之一。有评论认为尤伦斯是西方资本进入中国炒作当代艺术的始作俑者之一，这恐怕并不公允。诗人艾青之子、写实画派代表艾轩曾说，（尤伦斯）“毕竟是商人，商人的DNA就是要获利，什么时候卖，获了多大利，那是他的事。我当初卖画跟卖锅一样，我需要的是银子，他需要的是画，本来买完之后大家可以各走各的，互不相干，而尤伦斯买了我的画之后还请我去他家做客，我觉得这已经很好”。与尤伦斯齐名的西方收藏家是乌里·希克，2012年，他将自己收藏的近1500件中国当代艺术品捐献给香港M+视觉艺术博物馆。

在草莽江湖式的中国当代艺术领域，UCCA的出现，为其他本土艺术机构提供了一个标杆式的样本。理事会制度、基金会运作，然后通过企业赞助、慈善义卖以及艺术品商店来维持运营，一方面为国内私人美术馆提供经验，也让UCCA得以保持艺术上的“纯洁性”。建馆至今，UCCA已经举办超过100场展览，其中重要的展览包括“85新潮：中国第一次当代艺术运动”（2007）、“中坚：新世纪中国艺术的八个关键形象”（2009）、“刘小东：金城小子”（2010）、“书中自有黄金屋——《帕科特》与当代艺术家们”（2012）、“印度公路”（2012）、“王兴伟”（2013）、“ON | OFF：中国年轻艺术家的观念与实践”（2013）、“杜尚与/或/在中国”（2013）、“徐震：没顶公司出品”（2014）、“威廉·肯特里奇：样板札记”（2015）以及最近还在

展出的“劳森伯格在中国”，等等。

自2009年陆续出售自己的中国艺术藏品以来，尤伦斯通过八次较大的拍卖交易，已经创下超过14亿元的总成交额。这也是他为人诟病的原因之一。但时至今日，这些已不再重要，重要的是，尤伦斯退出中国，UCCA将迎来怎样的“后尤伦斯”时代？新的接盘者是否能实现UCCA的良性运营？UCCA如何从个人化运作转向公共化运作？在中国的政策、商业文化环境下，UCCA能否成为像英国泰特美术馆那样的公共机构？这些，都是不容乐观、能马上下定论但又值得下一任接盘人深思的问题。■



# 有故事的古典音乐

文 | 田艺苗

初听古典音乐的喜欢问，“可是听不懂，怎么办？”于是音乐鉴赏书籍喜欢给他们讲故事。

有些音乐有故事情节。

像格里格的《培尔·金特》组曲，“晨景”“在妖王洞中”“培尔·金特归来”，这些标题已经暗示了音乐的内容。再如穆索尔斯基的《图画展览会》，第一幅画描绘《侏儒》，第二幅《古堡》，第三幅《杜伊勒里宫的花园》，中间穿插作曲家在画展大厅中的沉思与来回踱步。例子很多，喜闻乐见的还有《蒂尔恶作剧》、《在中亚细亚草原上》。《在中亚细亚草原上》也是为一幅画而作，两队人马，俄罗斯军队和阿拉伯商队，由两支音乐主题代表，渐渐走近、相遇、擦身、走远、消失在地平线。有故事的音乐，大家觉得能听出那个意思就算听懂了，也可能因为这些乐曲让大家都能听懂，成了广为流传的世界名曲。此类有故事的音乐，也叫做“标题音乐”。

## 《图画展览会》所描写的哈特曼画作

所谓的“标题音乐”，是指非音乐因素激发的音乐，灵感来自文学、绘画、电影、雕塑或自然风景。标题音乐的代表作，有柏辽兹《幻想交响曲》，李斯特的交响诗。还有一些本身没标题，却被出版商或音乐爱好者冠上标题的，如贝多芬的《月光》、《热情》，肖邦的《离别曲》，其实他们并不是标题音乐家。

无标题音乐，那是另一个更高级的欣赏层次了。无标题音乐的代表人物，有巴赫、贝多芬、勃拉姆斯，这些音乐家也被称作“纯音乐”家。我们如今听的《奏鸣曲》《赋格曲》《变奏曲》，基本上都属于纯音乐。纯音乐从音乐主题的核心出发，将主题与节奏型进行各种裁剪组合，从而发掘出整篇乐曲的枝干末节。训练有素的作曲家擅长发掘主题的各种潜力，让它变出各种花样，尽情展开。通常音乐学院的作曲系即是在训练学生发展音乐的技能，而作曲的灵感与才华却是没法培养的。

## 勃拉姆斯

标题音乐与无标题音乐之间一直存在争论。在音乐史上有一场“德意志之争”，就是这两派大论战，一边是标题音乐的最高统帅，瓦格纳，一边是纯音乐的守护者勃拉姆斯。基本上，标题音乐的拥趸都是全才，像瓦格纳，作词作曲写剧本弄歌剧，还有像李斯特，通钢琴、作曲、指挥、文学、哲学、诗歌。他们兴趣广泛，试图综合多门艺术缔造个人艺术帝国。用现在的话说，就是多媒体，搞全方位视听体验。眼下这也是潮流。但无标题音乐、也就是纯音乐的倡导者们认为，音乐有



田艺苗

音乐作家，作曲博士。

其自身独特的思维模式，姊妹艺术可激发灵感，却也会干扰音乐自身的思考，会割裂、阻碍音乐自由展开，音乐还是应该以它自己的方式思考与发展比较科学，才能让音乐中包含的潜力尽情发挥。

## 瓦格纳

但讲故事并非音乐擅长。音乐擅长表情和抒情，擅长表现情感，情感强烈的音乐总是特别震撼人心。大家喜欢浪漫派音乐，就是因为抒情，因为情意饱满。比如柴可夫斯基，忧伤到死。我们爱听天鹅湖，爱听悲怆，哀乐容易打动人心，但也容易表达露骨。再如莫扎特，他的音乐风格欢欣明快、生机勃勃，听来总是一扫心情阴霾，仿佛春天来临，阳光明媚，溪水叮咚。我们判断一首乐曲好不好，往往是看它是否有表现性，表现的情感是否充分是否足够深入。

有些音乐里却怎么也找不到故事。比如，巴赫的音乐，没有故事，只有乐音的运动和若隐若现的情感。建议大家把它们当作建筑来听，而且是逻辑缜密的大型建筑，有旋律、节奏、和声、调式这些基本的建筑素材，也有建筑中的地基和栋梁，类似主调、属调、主题、副主题、骨干和弦和骨干音；此外还有转调、经过音、小连接、小尾声等游廊、门厅玄关的附属结构。厘清音乐的构造，已经算是相当懂巴赫了。

## 巴洛克建筑

我们时常说，一段音乐听来像月光还是像微风，都有点不靠谱。音乐本身并没料到它会被如此解读，它只是无意间打开了人类的想像力。音乐不像语言，它没有语义性，只有表情，虽然不能说明具体事件，但它擅长暗示。比如说，你听到一记枪声，立刻反应过来，是哪里出事了；小时候伴随“眼保健操开始了”的一段音乐，如今听见，就会想起从前在课堂上烦躁又欢乐的时光。也是因为这样的暗示性，瓦格纳在歌剧中给予他的主角一人一句主导动机，你听见那句曲调，就会知道谁即将到来；而莫扎特《女人心中》的两姐妹，从头至尾都是二重唱，莫扎特如此暗示她们是多么没主见没个性。

对于音乐来说，有故事没故事，太悲伤或太欢乐，都不够体现音乐的妙处。因为音乐是抽象的，难以说清的。如果

言语能够说明，那还要音乐做什么。它没有具体内容，但所有人都能听懂声音，都能领会声音的语言。声音是如何表达的？骤然一记大鼓，你便会凝神谛听，想知道后面会交待哪些要紧的事情；听到曲调缱绻盘旋，你能感觉到力量在积聚；而在音乐的高潮之后，舒缓的旋律，让你发现力量在缓缓释放，像水流回归大海。在贝多芬的不少乐曲中都有一个激进而长大的展开部，他以大量不协和和弦不解决的连续进行，有力的节奏，此起彼伏一浪高过一浪的音乐运动，让听者逐渐产生压抑的心理体验，让你觉得憋得很难受，这就是一个能量的密集积蓄过程，它的过程愈强烈，之后释放的快感就会愈强大，听者对音乐心理体验的强度是与能量的储蓄与释放速度成正比。万物都遵循物理规律，音乐最终表现为力的运动，在音乐理论中也是如此，不协和音程带来张力，或者说音乐发展的动力，等它解决到协和音程的时候，张力被释放。如此交替、循环往复，音乐于是展开。

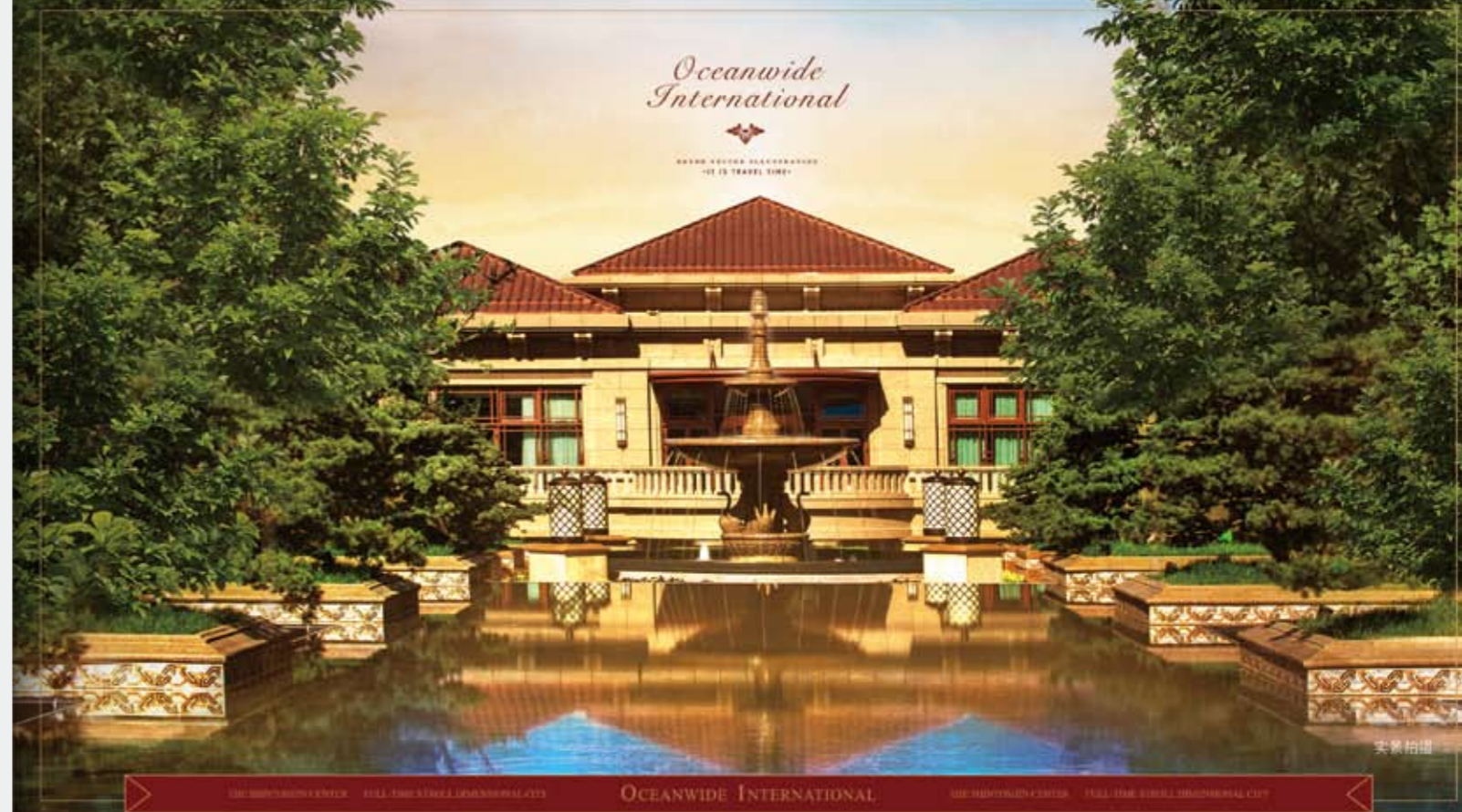
更多时候，音乐模仿人的心理活动。比如，那些缓慢的曲调，音流逐渐下行，往往听来悲伤阴郁，柴可夫斯基习惯如此写旋律，他的音乐风格因此柔美而悲哀；而那些节奏轻快，旋律上行的，往往积极明亮，这也是莫扎特早期的作曲习惯；还有一些旋律抒情而起伏，给人宽广豪迈之感，这也非常多，比如《沃尔塔瓦河》，或者“一条大河波浪宽”；还有一些相同节奏（音型）持续反复的，你能感受到力量的增长，比如贝多芬的命运主题，还有很多，如聂耳《扬子江暴风雨》，大量革命歌曲和摹写英雄的交响曲，都有类似特征。■



乱世买信托



绘画制作: Mandragora  
中央美术学院



# 泛海国际 再续奇绩

2015泛海国际荣膺北京豪宅销冠, 2016续写传奇  
34.73亿再次登顶上半年北京楼市宝座  
十载匠心传世巨制, 醇熟实景巅峰呈现

实景园林全城共鉴



泛海国际

Oceanwide International

www.bjfanhaiguoji.com



Tel (010)  
6595 8888

投资方: 泛海控股股份有限公司  
开发商: 北京泛海东风置业有限公司、北京泛海地产开发有限责任公司  
中国北京·朝阳区朝阳公园桥东南角泛海国际接待中心  
推广整合: 北京洋三广告

京房售证字(2015)85号 and 京房售证字(2015)168号





中国民生信托  
CHINA MINSHENG TRUST

至诚民生·至信守托