# 中国民生信托

4
冬季刊
2016年第4期　总第006期

CHINA MINSHENG TRUST

www.msxt.com 至诚民生　至信守托

民生·传音

**对2017年中国经济的展望**
**创新核心在于金融技术的提升和专业化**

民生·点经

**把握行业拐点，深化主动转型**

民生·团队

**与你同行，风雨无阻**——记投资银行总部华东分部

CMT

# 热烈庆祝中国民生信托获评

**2015-2016 年度卓越成长信托公司**

**2016 中国好雇主优秀企业奖**

**2016 优秀金融机构龙鼎奖**

中国民生信托
CHINA MINSHENG TRUST

冬季刊

# NO. 04

2016年第4期　总第006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
王　彤　林德琼　冯壮勇
赵　东　田吉申　李　杰
李永平　徐　棣　覃西文
马　勇

**编辑部**

总　　编：冯宗苏

主　　编：李永平

执行主编：齐　奕

编　　辑：贾惠捷　　席　曦　　曾　诚

邮　　箱：qiyi@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**

上海市黄浦区中山东二路 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**

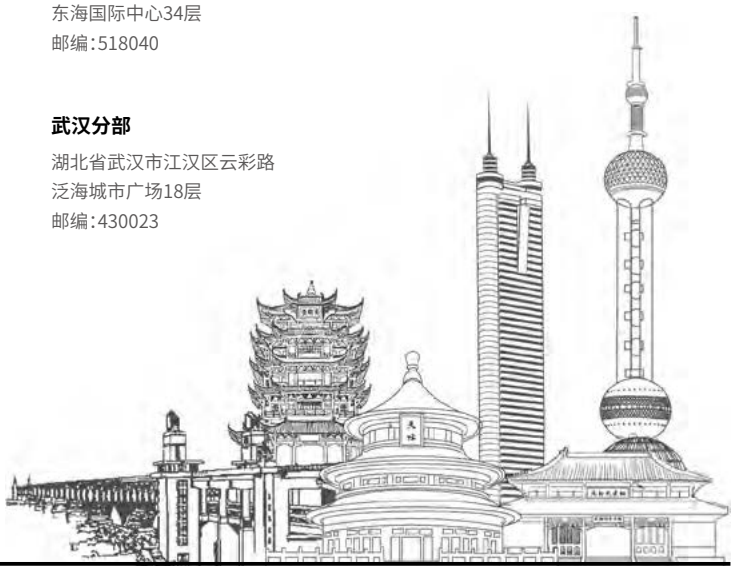
南京市鼓楼区汉中路2号金陵饭店
亚太商务楼34层
邮编：210005

**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



# CONTENTS 目录

P05

P12

P14

封二 热烈庆祝中国民生信托获评2015-2016年度卓越成长信托公司、2016中国好雇主优秀企业奖、2016优秀金融机构龙鼎奖

## 民生·传音 VOICE


05 **对2017年中国经济的展望**
文 | 邱晓华
2016年11月16日，中国民生信托有限公司在上海外滩万达瑞华酒店隆重举行了上海分部的乔迁仪式暨VIP客户联谊会。国家统计局原局长、民生证券首席经济学家邱晓华先生就当前宏观经济形势和发展趋势与到场嘉宾进行了深入的分享。

12 **创新核心在于金融技术的提升和专业化**
文 | 本刊编辑部
12月3日，中国民生信托副董事长、总裁张博获邀参加获第七届财新峰会，并在大会“金融创新与监管”论坛中，就中国金融创新与改革话题交流与分享观点。

14 ·“同心逐梦，志在巅峰”
——中国民生信托有限公司第二届主题运动会圆满召开
· 中信登公司正式成立，中国民生信托荣列股东
· 中国民生信托受聘中国慈善联合会慈善信托委员会委员单位
· 中国民生信托上海分部乔迁盛典暨 VIP 客户联谊会在上海隆重举行
· 中国信保基金领导到访中国民生信托
· 中国民生信托获评“2015-2016 年度卓越成长信托公司”
· 中国民生信托获评“2016 中国好雇主优秀企业奖”
· 中国民生信托荣获“2016 年度优秀金融机构龙鼎奖”


## 民生·点经 VIEW


[转型探索]

20 **把握行业拐点，深化主动转型**
文 | 林德琼、李程远
信托行业历经风雨四十载，仍然能够在资本市场焕发出勃勃生机，一方面在于其灵活的机制，拥有最为宽泛的投资范围，能够整合运用几乎所有的金融工具，另一方面依靠岁月积淀下丰富的行业资源，在“复杂”的市场环境中积累了风控经验。

24 **资产管理业务发展的必然性和业务核心能力建设及规划**
文 | 游旻
资产管理业务必然是大势所趋，这是国内经济发展、监管环境变化、财富分配和人口结构等共同决定的。

28 **信托与慈善对接的四种途径及客户价值分析**
文 | 马勇
未来，慈善信托将更加深入到社会各层面，通过“信托”这一制度工具实现慈善目的，正成为强大而有效的“金融+慈善”专属工具。

[风控专栏]

32 **细化和规范评审工作要求，提升评审质量和效率**
文 | 欧阳燕红
评审工作是一个过程，涉及从业务受理、业务审查、上会审议、有权审批人审批到批复业务部门等多个环节，各环节的工作质量和工作效率决定了评审工作的服务质量、效率及准确性。为提升我司评审工作整体的专业化管理水平，有必要对评审工作各环节的要求进行细化和规范，对评审过程中的重点内容进行提示。

[示范项目]

36 **价值投资理念在信托公司权益投资中的实践**

文 | 徐正国

价值投资主要功底在于日积月累的基本面数据资料搜集和分析，限于篇幅所限，本文只能简单介绍价值投资理念的基本框架，并重点分析民生信托聚利1期产品的价值投资实践历程。

[业务研究]

41 **“主观 + 量化”的资产配置框架**

文 | 刘胤

资产配置是境内量化投资行业相对较新的课题。卖方分析师的路演体验是，买方量化投资团队更关心的是阿尔法、CTA、套利等关键字，对卖方分析师提到资产配置话题常常是无感的。

P47

## 民生·团队 TEAM

47 **与你同行，风雨无阻——记投资银行总部华东分部**

文 | 投资银行总部华东分部

生命中有很重要的一项就是价值取向。所有读过大学的人，应该都听过这样一个辩论题，“与谁同行和走向哪里，哪个更重要？”因为每个人背景经历的不同，对这个问题均有着各自不同的理解和取向。这个两难问题，在投资银行总部华东分部这 7 个人构成的团队身上却实现了巧妙的平衡。他们不仅看重团队每一个人的特点挖掘最大潜力，实现“择其善者而从之，其不善者而改之”，牢牢抓住身边的小伙伴实现共同成长，更懂得理想和目标是人生的明灯，团队的意义就是为了共同的目标而努力。

52 **一群坚持信仰与职责的女法律人——记法律合规管理三部**

文 | 法律合规管理三部

在西方有这样一句格言：“法律必须被信仰，否则它将形同虚设。”没有信仰的法律将退化成为僵死的教条，所以法律要被执行、被运用，就需要有一群对法律有信仰的法律人。在中国民生信托的大家庭里就有这样一群法律人，她们有着最执着的法律信仰，她们低调又内敛，她们勤奋又专业。从部门成立至今一直默默无闻地耕耘着，为公司的成长、壮大贡献出自己最大的力量。是的，这就是我们的法律合规管理三部，一群坚持信仰、努力奋斗的女法律人。

P52

## 民生·人生 LIFE

56 **镜头中有灵眸的闪动**

文 | 吴斌

想真正领会并落实到作品中，你得有生活，得有向往。视网膜中藏着底片，相机也可以是我们看世界的眼，当快门响起时，镜头中伴有灵眸的闪现。

59 **弄堂里的葱油饼**

文 | 钟杰

说起上海人早餐爱吃什么，大家可能马上想到了上海南翔小笼包、生煎馒头以及四大金刚，可还有样美食的香味在我儿时的记忆中是从石库门弄堂里飘荡出来的……

P56

## 民生·摄影 PHOTOGRAPHY

封三 **《天光普照》、《甜》**

摄影 | 齐奕、冯凌

# VOICE


05 对2017年中国经济的展望 文|邱晓华

12 创新核心在于金融技术的提升和专业化 文|本刊编辑部

14 “同心逐梦，志在巅峰”——中国民生信托有限公司第二届主题运动会圆满召开

16 中信登公司正式成立，中国民生信托荣列股东

16 中国民生信托受聘中国慈善联合会慈善信托委员会委员单位

17 中国民生信托上海分部乔迁盛典暨VIP客户联谊会在上海隆重举行

17 中国信保基金领导到访中国民生信托

18 中国民生信托获评“2015-2016年度卓越成长信托公司”

18 中国民生信托获评“2016中国好雇主优秀企业奖”

18 中国民生信托荣获“2016年度优秀金融机构龙鼎奖”

# 对2017年中国经济的展望

文 | 邱晓华　民生证券首席经济学家

2016年11月16日，中国民生信托有限公司在上海外滩万达瑞华酒店隆重举行了上海分部的乔迁仪式暨VIP客户联谊会。国家统计局原局长、民生证券首席经济学家邱晓华先生就当前宏观经济形势和发展趋势与到场嘉宾进行了深入的分享。

我这一段时间对当前中国经济的几个问题进行了一些思考，现在向大家做一个汇报。中国经济上一程我们走的很快，平均每年增长9.8%，明显高于同期世界经济3%左右的增长速度。可以说，世界走一步，中国走了三步。从2010年开始，中国经济就进入了一个下行的周期，逐渐的慢下来，慢到为了要保证7%左右而不得不采取各种各样的措施。这里面肯定就有一个内在的逻辑，那就是中国经济发展的内部的、外部的因素都发生了改变。在上一程相对有利的因素，眼下大都转化为不利的因素。因而造成中国经济增长的放慢。

大家可能会问这种慢还会不断的持续吗？未来到底会是一个什么样的前景？因此下面我首先就这个问题具体地做一点分析。我的看法，小周期中国经济慢的压力在减轻，大周期慢的趋势没改变。

小周期慢的压力在减轻，是因为随着中国自身的调整，经济运行在四个方面已经出现了一些新的变化。第一，一些先行指标，出现了企稳的迹象，从制造业采购经理人指数到发电量、货运和工业品出厂价格等已经出现了企稳的迹象，它预示着短期经济景气有所回升。第二，从整个经济运行轨迹来看，增速下行的幅度，已经逐步在减慢。2016年一季度、二季度、三季度都是增长6.7%，四季度估计也不会比6.7%低多少。从中已经看到一种小周期经济企稳运行的轨迹。第三，宏观政策信号转向稳健，也折射出了经济逐步走稳的一种迹

象。大家看到近期召开的中央政治局会议，明确了三个不变。第一，稳中求进，这个工作总基调不变。第二，供需双向发力促发展不变。第三，积极财政政策、稳健货币政策的组合不变。在不变的背后，财政政策突出了更加有效，货币政策强调了防风险、防泡沫这样一种政策信号，这背后就折射出中央政府在政策上，对短期经济下行的担忧程度已经减轻了。这在一个方面也反映了中国经济短期运行的态势，政策上保增长的压力减轻了。第四，就是各种对冲效应正在逐步的显现。大家知道三个对冲表现的比较明显。一是宏观加杠杆对冲微观减杠杆的负面效应，也就是下一程从宏观层面上要加大政府加杠杆的力度，对冲企业微观层面减杠杆带来的不利影响。第二，就是新经济加速对冲传统经济也就是旧经济的减速。今天我们已看到，新经济以两倍于传统经济的速度高速成长，应当说在一定程度上也对冲了传统经济减速带来的不利影响。第三，国内需求加力对冲国际需求减力，这样一种效应也在逐步的显现。投资、消费相对的稳定，而且稳定中还在逐步的激活，即以内需扩大减轻外需低迷的不利影响，更多依靠内需来支撑中国经济的稳定发展。我想这四个信号在某种程度上就反映了小周期中国经济放慢速度的程度在减缓，一定意义上可以说出现了筑底企稳的迹象，预期这种增速下降放缓的态势，在明年、后年还会进一步的显现。

观察中国经济，我们不能够单纯的从经济角度看中国经济，还需要加一个政治角度。而对眼下的中国来说，最大的政治就是中国共产党提出的两个百年目标，第一个百年就是到2020年，在建党100周年到来之际要实现经济总量、人均收入比2010年翻一番，要基本消除贫困，保持经济的中高速发展，力求达到经济发展档次进入中高端平台，进而全面实现小康社会。这是第一个百年目标的要求。观察中国经济的未来走势，我觉得首先要把立足点建立在这个目标基础上。从这个目标出发，我们得到的一个结论就是未来中国经济是有底部的，因为要实现这样一个目标，是我们党对历史、对人民的庄严承诺，而这样一种承诺，只能够兑现，不能够失信，因此在政策面上就会自然而然形成一个保持最低增长的要求。那么从2010年到现在为止已过去了六年，按平均每年增长7.2%才能在十年内实现增长翻番的要求来测算，未来四年中国经济总量要达到平均每年6.45%的增长速度，才可以实现比2010年翻番；人均收入要翻番，还需要考虑人口增长因素，经济增速需要再进一步的提升一点，必须在6.5%左右，所以6.5%左右的增长速度自然就成为我们未来四年中国经济增长的底线，这是第一个结论。因此从这个底线出发，我们可以得到第二个结论：政策会跟着这个底线来走，当6.5%守不住的时候，政策一定会转向宽松，稳增长要求会再次提到第一个层面。反之，就像今天，6.5%守住没有太大困难，政策面就会转向中性甚至中性偏紧的状态。从货币政策来看，在某种程度上就折射出这样一种走向。从经济增长这样一个底线的要求去看，政策也有底线，宏观政策将围绕这个底线来安排。因此，可以大胆的预期未来四年中国经

济就将围绕着6.5%左右这样一个基准线小幅度的波动，不会出现大幅度波动。

那么，这种底线能不能守住？答案是肯定的。第一，财政加杠杆。这是已经很明确的信号，从今年开始已经在实施，那么从明年开始，还将进一步实施，因为政治局会议已经提出要有效的运用积极财政政策。什么叫有效，那就是更多更好的运用，预期将在三个方面表现出来。一是政府债，二是政策性银行债，三是政府的一些公私合营的建设项目，即PPP的项目。中国的政府债务在全球大经济体里面是最低的，负债率在60%左右，美欧都在100%左右，日本在260%左右。而且中国政府还有三万亿历年的财政结余款没花出去，所以财政托底有物质基础。第二，货币政策是不是有空间？我想，常态下面会维持中性，异态下面会转换方式，常态面对着资产泡沫，面对人民币对美元的贬值预期，以及货币传导机制障碍等，货币政策不会太宽松，这是已经被实践证明了的目前态势。另一方面货币政策也不会太紧，因为前面讲了，为了6.5%左右的最低增长，金融市场高杠杆需要一定的低利率环境，所以如果说6.5%守不住，政策就会转向宽松的异态。6.5%可以守住，政策就会转向中性的常态，即货币政策不会太松，也难以太紧。这是我们可以得到的结论。

**什么叫有效，那就是更多更好的运用，预期将在三个方面表现出来。一是政府债，二是政策性银行债，三是政府的一些公私合营的建设项目，即PPP的项目。**

除了政策性因素，我想还有三方面需要提出来讨论。第一，经济基本面。就是工业化、城镇化、信息化、农业现代化，过去是推动经济的主要因素，今天和明天也仍然是，现在只是加了新型两个字，但不会改变趋势，所以“新四化”会不断的创造出供给和需求的两大推动力，使中国经济有前行的惯性，这种惯性是存在的。第二，变革面。转型升级逐步的见效，新经济快速成长，传统经济改造力度加大，给中国经济增添了新的发展能量。第三，要特别强调的就是中国的特色面，中国特色表现在哪里？第一，有一个高度健全的行政组织体系，从中央到乡村一级。第二，政府对资源有极强的管控力，从土地到金融，甚至人才资源。这两点是其他国家不可比的。此外，就是中国共产党的领导，这是最基本的特色。所以从这个特色出发，政治上的要求就是要确保实现百年目标。因此我们可以预期，近些年出现的行政推力减弱、减慢的这样一个现象，从十八届六中全会到明年十九大之后将会发生重大改变。换句话说，如果十八大期间，工作重心更多的是整顿和重建，那么十九大之后，工作的重心将可能是落实和新局，就是狠抓各种改革开放发展调整政策的落地，以开创新一届领导核心所带来的中国特色社会主义事业的新局面。我想，这是可以预期的一个重大的改变。因此，从这样的改变预期出发，下一程行政性的推力将更多的表现出一种大家要干事，大家必须干事，大家也能干事，不干事，就可能被淘汰，就可能

被推下台的这样一个新的政治环境，它会逐步形成，以代替近些年出现懒惰、懈怠，不干活、不作为等消极现象，因为六中全会通过的两个文件就是集中在问责。不干活，将会成为下一段最主要的问责的重点。十八大期间更多的是治理乱作为，下一程就是更多治理不作为，我想可以预期从中国特色出发，会有一个强有力的行政推力。因此，守住6.5%应当说没有什么问题。

大周期下行的趋势为什么没有改变？我想原因也很简单。第一，资源环境要素投入的约束力越来越强。中国不可能再大量消耗这种资源要素，来追求高增长，因为资源的瓶颈，资源的天花板已逐步显现出来，只是我们还可以通过更多的对要素效率的提升，对要素配置结构合理化的改善，来维持经济的增长，而靠要素大量投入的年代，即靠要素投入来驱动发展的阶段已经逐步退出历史舞台。

第二，人口结构已经进入了老龄化，因此老龄化的社会经济也会逐步的减慢，这也是必然的趋势。

第三，增长基数越来越大，按照统计规律，每增长百分之一的难度越来越大。据测算，上一程增长10%，只相当于现阶段的3%。

第四，国际上当一个国家进入中高收入阶段之后，经济的增速都是相对平稳，并在相对平稳中逐步的下台阶。如果今天中国经济7%左右是一个台阶，那么十年之后就可能下到6%左右，再十年以后就可能下到5%左右，这是一个大概率事件。除非中国突然间，获得了更多的土地，更多的矿产，更多的人口，获得了更大的技术优势，这显然是不可能的。所以这就决定了中国经济的大周期，增长速度会逐步的下行，这也是一个不可逆转的趋势。我们应当适应这一趋势，不要寄希望还可以维持双位数增长。从眼下短周期来看，中国经济已经出现了阶段性走稳的这样一个发展态势。可以大胆的预测，中国经济这样的下行周期将会在2018年结束，也就是明年经济增长大概维持在6.5%到6.6%之间，后年在6.5%左右就可能停止下滑了。从2019年开始到2020年，中国经济就将基本上围绕6.5-7%的区间发展，不会再掉到6%以下，除非发生重大的国际事件冲击，或国内出现严重的自然灾害。这就是对经济增长趋势的一个初步的分析。

接下来，我就几个问题谈点看法。第一，通胀。通胀我想短期温和格局不会改变。基本理由就是，眼下物价上涨，更多受到蔬菜和猪肉两个因素影响，而这两个因素它是一个周期性的因素，受季节的影响，它不会对长期的趋势产生太大的影响，因此，从短期来看，这个蔬菜、肉的价格会保持一个相对平稳的常态，不会持续不断的放大，而整体上看，目前中国市场供需基本上是一个供大于需的一个相对宽松的环境。其次，外部输入通胀压力目前也还比较温和。再次就是整体经济的增长也还比较平稳，所以在供需相对宽松，经济增长相对平稳，外部压力也相对温和这样的情况下面，中国的短期通胀相对温和的格局不会改变，预期2017年中国通胀水平可能就是在3%左右。

但是，长期通胀的压力没有改变，我们还需要继续保持警惕。眼前我想主要有这几方面压力。第一，前期大量印钞票，这种过多的货币带来的通胀压力还没有消除，今天是没显示出来，大多数货币游离在实体经济之外，只是在金融性领域，即在虚拟经济的领域。因此，它对中国CPI的压力不大，但对金融市场的通胀压力就很大，也就是金融资产泡沫的压力大。第二，前面讲的，要更有效的运用积极的财政政策，那么赤字水平会不断地提升，债务规模会不断地扩大，因此，政策性宽松的压力肯定也会转化为通胀的压力。甚至最后的财政性问题的消除只能靠通胀，而不是靠别的。第三，目前阶段性汇率弱势的变化也会对通胀形成压力，还有银行和企业不良资产带来的压力，这些压力累积起来并不小。所以对远期中国的通胀我觉得不能掉以轻心。如果说由于各种因素中国经济某一个时期，出现通胀明显的加速，出现更严重的通胀，一点也不用惊奇，但是今天如果说能保持经济循环不断裂的话，那么这些问题会在发展中逐步的稀释和消退，但是如果说，发展链条断了，或出现严重的自然灾害，出现严重的社会动乱，出现战争等等意外因素，那么可能就会演变成严重通胀，这种隐患不能小视。因此对中国通胀绝不能掉以轻心，但是眼下，通胀还不是中国经济的最大威胁。

第二，汇率。汇率总的看法就是，阶段性的贬值压力没有消失。趋势性的贬值可以防止。阶段性的贬值，我们从汇率改革过程来看，九十年代中后期第一次的汇改，人民币的大幅度贬值，人民币对美元一次性贬到八块七。第二次汇改，实施有管理的浮动汇率，2004年起人民币进入了升值的周期，升值幅度大概接近40%左右。而2015年8月11日开始，中国进行第三次汇改，放宽汇率形成机制的管控，人民币进入新一轮的贬值周期，从去年“811”开始到今天，贬值的幅度已经超过10%了，从六块一贬到六块九。现在我们就要问，这种贬值趋势还会持续吗？我想短期还会延续，明年，乃至后年，都还存在人民币贬值的这种可能性，估计每年都有3%到5%的贬值幅度，也就是未来两年至少还有6-10%的贬值的可能性。作出这样一个判断，主要是基于上一轮的升值过度，如果说上一轮是升了36%，那么今天这一轮的贬值，至少要抵消上一轮升值的三分之二，即至少有可能要有20%以上的贬值幅度，才会进入到一个政策上大致可以接受的均衡水平。如果今年我们守住7是政策底线，那么明年跌破7的概率将明显上升，有可能到七块二，那么后年继续贬值，有可能到七块五，到七块五左右可能预示着这一轮的贬值大致告一段落，可能就会在七块五左右这样一个范围保持一段时间，然后再随着中国经济的逐步好转而又走向一个新一轮的升值轨道。

为什么不会出现长期的趋势性贬值？我想一是因美元强势是难以持续的，美元加息的天花板已经逐步的在显现，虽然不排除而且可以说大概率事件，今年年底前美元还会再加一次息，去年年底加了一次，今年年底也还会加

一次，作为美联储对市场影响的一个动作，作为不失信于市场的一个标志，年底再加一次息的概率是比较大的。近一年来，美联储可以靠嘴巴来影响市场，但长期靠嘴巴肯定不行，所以到年底，象征性的加一次息很有必要，但是加一次息之后，再往后走，他也很难继续大幅度的加息，很可能还是保持在一年加一次到两次这样一种节奏，不可能持续的加息，所以美元这种弱加息的周期应当说给人民币的稳定也会提供一定的支持。二是中国经济基本面将在2018年后逐步好转。我前面说了2018年之后中国经济将逐步的恢复，2019年开始，中国经济可能结束下行转为稳定增长的一个新周期，那么基本面的特点也会预示着人民币会逐步的由弱转强，这是从经济因素来衡量。外部因素美元加息压力将逐步减弱，内部经济基本面会逐步的趋于好转，势必减缓货币弱势的压力，这是第一方面。第二方面，从政治上看，美国政府始终对人民币有一种不允许大幅度持续贬值的压力存在，世界就这么一个怪像，任何一个国家在今天的世界里面，其政策和发展都必须考虑美国因素，所以中国的货币政策必然受美国影响。今天的美国政治家、政客认为人民币是低估的，所以他要求升值这种压力始终存在，新当选总统特朗普说了中国是个操纵货币的国家，会继续对中国施压。中国内部其实也有一种约束力，这是中国政府、中国领导人、中国自身要推人民币国际化，要推人民币国际化，自然的逻辑，就是人民币不能太弱势，太弱势的货币，谁要你这个货币，所以这就决定了人民币不可能持续的弱势。

此外，中国是一个大的经济体，大国的责任确实也决定着中国不能够以自己的利益牺牲他国的利益，因为在世界上你不能够太孤立，所以从这样一个逻辑判断，人民币汇率需

要相对的稳定，人民币的币值需要相对的坚挺，这是一个必然的趋势。如果我们说对自己的国家有信心，对经济的好转也会有信心，那么就可以相信人民币将来还会是一个值钱的货币，当然眼下人民币暂时还是弱势货币，大家从各种角度考虑，做出一些阶段性的货币结构的调整，适当的增持美元资产对冲人民币贬值的影响，这个也是需要的。

第三，股市。短周期还是震荡市，不会是一个平稳的股市，也就是整体震荡的一个态势。长周期，行情好转值得我们期待。慢牛行情逐步的在向我们招手，但是要等到十九大之后，估计十九大之后中国资本市场将会进入新一轮的慢牛周期，也许明年还不是那么明显，但是后年开始就可能是新的周期，这是我基本的判断。目前市场的流动性没什么太大变化，新的流动性主要有三方面：养老金入市，海外资本进入中国市场，以及地产调控挤出来的一部分资金进入资本市场。其次是目前的估值比较低。一是A股市场主板估值偏低，中小创业板估值偏高。二是跨市场看，股市还是三个市场估值最低的，比楼市和债市低。当然资本市场也不可能是一个简单的牛市，受各种不确定性因素影响，出现一定波动也是难免的，所以它更多也还会显示一个震荡的行情，只不过是震荡前行，所以需要顺势布局抢抓结构性机会，避免大的波动。

第四，地产。由于时间限制，只能简单说说。地产调控措施不断出台，总的来看房地产的市场会逐步发生变化，未来房地产市场我想有两点认识。第一，就是那种爆发式的增长时期已经结束了，平稳的增长周期逐步代替爆发式的周期，也就是以前动不动就20%、30%的投资增长的周期结束了，未来更多是在10%左右甚至10%以内的相对平稳增长的投资周期，这是一个基本的结论。房地产还是一个重要产业，不会轻易的结束增长。因为中国的工业化、城镇化、中国人口增长趋势没有结束，所以房地产的增长时期也没有结束。但是它确实由于政策性的影响，特别是由于人口老龄化的到来，房地产需求趋于平稳，加剧了它的周期性的波动，以及增长节奏的改变。第二，未来更多是差异化的市场特征。大家如果还要买房，要做房地产投资，我想宏观面要考虑三个因素，第一货币政策，第二财税政策，第三土地政策。这三大宏观政策如果是有利的，那么，地产就会是好的，这三大政策如是不利的，地产市场就会是不好的。这是第一个要观察的。其次要观察的是三个微观因素，第一是不是有人气，即人口的聚集度是不是在不断的增加，也就是人口因素；第二，经济是不是有活力，即这个地方的经济增长是不是有活力；第三，生态因素，即这个地方是不是宜居。这三个因素如果具备的地方，那么可以预期，房地产形势应该会相对的景气，房价应该会刚性的变化。反之，就会出现相反情况。从这样的判断出发，可以预期，一线城市房价不会大幅度的下调，房地产形势将继续保持一个相对景气的发展态势，二三线城市中的明星城市，房地产形势也将保持比较景气的发展态势，房价也不会大幅度下调，会保持一个相对刚性的发展。

再就是一些生态比较好的农村地区、文化旅游区，未来也是值得去开发，值得去拥有。这些地方的地产形势也会比较景气，房价也会持续的走高。这是一个结论。

好了，最后一点资产配置我就不详细说了，只是简单说一结论。眼下资产的轮动非常的快，轮动的逻辑就是流动性往哪里去，哪里就会很快被淹没掉，因此抢筹码，大家快速行动，迟了抢不到，反过来还会被套在谷底，这是一个逻辑。2012年-2013年是信托火爆的阶段。2014年以后股票开始火，持续到2015年上半年，随后出现房地产形势的火爆。所以，这个资产的轮动非常的快，不会是原来那种比较长的周期，如果大家要想资产快速轮动，短期就是要快节奏，及时布局，及时获利。

有关资产配置，2017年总的一个建议，就是股票市场还是值得我们作为一个重点来考虑，可以考虑配置30%的资产；第二，债券市场，15%；第三，外汇市场，15%；第四，房地产市场，10%；第五，也是一个需要重点考虑的是大宗商品市场，30%。我想这样一个资产配置建议，仅供大家参考。总之明年股票、大宗商品是主要的，再就是汇市、债市，地产市场是排在最后的，这就是我想给大家的建议。

谢谢大家！祝大家2017年好运！

# 创新核心
# 在于金融技术的提升和专业化

文 | 本刊编辑部

12月3日，中国民生信托副董事长、总裁张博获邀参加获第七届财新峰会，并在大会“金融创新与监管”论坛中，就中国金融创新与改革话题交流与分享观点。张博总裁表示，金融创新的核心是金融技术的不断提升和专业化，而不是在于金融结构眼花缭乱的设计和金融马夹的过度滥用。

张博总裁指出，在当前分业监管体制下，利用各个环节不同监管政策之间的差别来进行监管套利，可能是当前监管部门最担忧的一个问题。但总体而言，中国金融总量足够大，交易足够活跃，金融监管的容忍度是适当的，也促进了各个行业的发展，包括信托业。“监管应该鼓励创新，拥抱新技术和新的市场变化，让创新走在前面，监管跟在后面，形成一个不断进取的格局。“只有拥抱了新技术，拥抱了新的市场变化，才能更好的对创新进行监管。”

对于私募业务公募化问题，张博总裁认为，这本身是一件事情的两个对立面，金融从业者和监管考虑的立场不同。

多数金融从业者都希望私募业务公募化，这样可以拿到更多的钱，进而赚更多的钱。但是从监管角度来讲，控制的不是一个量，而是风险分级。公募和私募最大的差别在于投资者准入门槛不同，公募普通的老百姓都可以进，私募要有一定的风险识别能力和财富能力的人才能进入。“我还是支持监管的态度，如果没有有效的监管，任由私募业务公募化，最终导致的是整个社会信用的大量缺失和风险的高度集聚，对金融乃至整个社会产生重大伤害。”

当前，信托资产管理规模已经突破18万亿元，信托行业向提升主动管理方向进行转型也成为业内共识。张博总裁向财新记者表示，“行业对信托业转型已经明确，但怎么转，往哪里转很重要。信托的转型，严格意义上不是创新，而是回归行业本源。”去年开始，民生信托明确了转型的方向，提出投资、投行、资管、融资、财富五大战略定位以及提升自主投资能力、资产管理能力、财富管理能力三大功能。

转型明确方向之外，落地执行是关键。张博总裁介绍，民生信托在进行转型时，一是从理念上进行引导，向公司员工明确转型的重要性和决心。二是改革公司架构和激励机制，支持转型。公司架构上，民生信托一改过去信托业务部门各种业务都可以做的机制，将广度改为深度，设立专门业务部门，提升员工相关业务的专业性。比如证券市场部，员工只能做股票、债券等标准化业务投资，不能涉及融资类业务；而融资业务部，只能做融资类业务，则不能涉及二级市场投资。

激励机制上，张博总裁指出，“民生信托转型方向就是提高主动管理能力和专业性。因此在进行激励时，对于公司倡导的主动管理型业务，就加大激励力度，对于通道类业务等缺乏核心竞争力的业务，就减少激励力度。”

> 张博总裁介绍，民生信托在进行转型时，一是从理念上进行引导，向公司员工明确转型的重要性和决心。二是改革公司架构和激励机制，支持转型。

## “同心逐梦，志在巅峰”
## ——中国民生信托有限公司第二届主题运动会圆满召开

2016年11月4日，“同心逐梦，志在巅峰”——中国民生信托第二届主题运动会圆满召开。在这个硕果累累的金秋时节，公司全体员工用拼搏的汗水诠释着“守纪、正气、创新、和谐、高效”的企业精神。

伴随着欢快、激昂的音乐，运动员们以饱满的精神面貌，步入运动场并进行列队展示。公司十二支运动员代表队个个创意精彩，别出心裁，充分展现了中国民生信托的团队风貌。公司副董事长、总裁张博致开幕辞，监事会主席冯宗苏宣布运动会正式开幕！

本次主题运动会集参与性、竞技性及趣味性于一体，分别设置了个人赛和团体赛，以团体竞技为主，主要考验团队默契度和协作能力。能量传递、大河之舞、喜获丰收等项目中，各队运动员紧密合作，协力拼搏，共同体味团队的温暖，一起分享成功的喜悦。

经过激烈的竞赛角逐，最终“盖世无双队”夺得团体冠军，“先锋队”获得团体亚军，“卧虎藏龙队”获得团体季军！“同心逐梦，志在巅峰”主题运动会取得了圆满成功！2016年中国民生信托的转型发展已经进入收官阶段，2017年中国民生信托的崛起征程即将拉开大幕！我们相信，在董事会的正确领导下，公司全体员工将在经营班子带领下，创造出更辉煌的成绩！

| 参赛队 | 队 名 | 口 号 |
|---|---|---|
| 第一队 | 先锋队 | 不拼颜值，只看实力，老司机才有洪荒之力！ |
| 第二队 | 盖世无双队 | 我型我秀 霸气侧漏 盖世无双 民信担当！ |
| 第三队 | 3000点飘红队 | 低调低调，三队驾到！不要掌声，只要尖叫！ |
| 第四队 | MS004队 | 时尚时尚最时尚，民生民生最能争！ |
| 第五队 | 超能5战队 | 大白威武、贴心靠谱，超能5战队 必胜！ |
| 第六队 | 陆虎队 | 陆虎出场，势不可挡；泛海扬帆，民生最强。 |
| 第七队 | 超级英雄队 | 至诚民生，超级英雄。至信守托，保卫祖国！ |
| 第八队 | 八仙队 | 八队八队，神通荟萃，温暖人心，民生之最！ |
| 第九队 | 卧虎藏龙队 | 卧虎藏龙秋风吹，战鼓擂，第九中队怕过谁！ |
| 第十队 | 十全十美队 | 十全十美、不骄不馁、同心同德、志在巅峰！ |
| 第十一队 | 扫一扫队 | 十一十一，万众一心，齐心协力，横扫千军！ |
| 第十二队 | 数一数二队 | 泛海扬帆、活力无限；十二十二，数一数二！ |

## 民生信托运动会个人赛记录

孙磊，垫球85个
（一分钟内一次不间断的数量）

王燕，呼啦圈186个
（一分钟内一次不间断的数量）

李游，跳绳195个
（一分钟内一次不间断的数量）

吴斌，跳远2.46m

曲衍锦，踢毽58个
（一分钟内一次不间断的数量）

宋晓东，飞镖90环

## 中信登公司正式成立，中国民生信托荣列股东

12月26日上午，中国信托登记有限责任公司（简称“中信登”）在上海举行了成立仪式。中国民生信托作为股东之一，见证了这一信托行业历史性的时刻。

2016年1月，中国银监会主席尚福林在全国银行业监督管理工作会议上作出部署：“2016年将深入推进银行业改革开放，设立中国信托登记有限责任公司，建立信托产品统一登记制度。”在2016年渐近尾声的当下，行业也终于迎来中信登的正式成立。

中信登以市场化方式运作，主要从事信托产品及受益权的登记、发行、公示、信息披露和交易服务等，将成为全国信托产品的集中登记平台、信托产品的统一发行交易流转平台以及信托业运行的监测平台。

中信登股东成员众多，中央国债登记结算有限责任公司（下称中债登）出资15.3亿元，持股51%；剩余股权合计持股49%，其中，中信信托、重庆信托、中融信托、建信信托、上海信托、民生信托、中航信托、平安信托等八家信托公司各出资1亿元，分别持股3.33%。剩余十家信托公司0.6亿元、0.4亿元出资规模不等；此外，中国信托业协会出资0.1亿元，持股0.33%，中国信托业保障金出资0.6亿元，持股2%。

中信登的成立将为信托行业创新发展打开广阔的空间，是信托业创新转型的关键举措，中国民生信托希望能与中信登一起，为信托业的创新发展做出贡献。

## 中国民生信托受聘中国慈善联合会慈善信托委员会委员单位

APPOINTMENT
聘书
CERTIFICATE
兹聘请 中国民生信托有限公司 为中国
慈善联合会慈善信托委员会委员单位。

2016年11月16日上午，中国慈善联合会慈善信托委员会在北京正式成立。这是我国《慈善法》实施后成立的首个专业慈善委员会运作模式。中国民生信托受邀出席大会并受聘为首个全国慈善信托委员会委员单位。

中国民生信托自2013年复业以来，始终坚持履行社会责任，在支持保障性住房、服务“三农”、推动养老、教育等方面开展信托业务，累计上百亿元。此次受聘为慈善信托委员会委员单位，是对民生信托践行公益事业的鼓励。未来，民生信托将进一步发挥自身优势，通过开展慈善信托业务，支持中国慈善事业的健康永续发展。

## 中国民生信托上海分部乔迁盛典暨VIP客户联谊会在上海隆重举行

2016年11月16日，中国民生信托有限公司在上海外滩万达瑞华酒店隆重举行了上海分部的乔迁仪式暨VIP客户联谊会。中国民生信托副董事长、总裁张博、执行副总裁林德琼、首席财务总监赵东、首席风险控制总监田吉申、副总裁易宏伟、助理总裁李永平等公司领导参加了活动。公司邀请了国家统计局原局长、民生证券首席经济学家邱晓华先生、海通证券房地产首席分析师涂力磊先生及近百名上海金融界重要合作伙伴和高端财富客户参与了此次活动。

中国民生信托上海分部新办公室位于新落成的外滩SOHO大楼C座25层，新办公室已装饰一新，可一览黄浦江美景和陆家嘴CBD全景，环境非常优美。此次乔迁仪式的成功举办，标志着中国民生信托上海分部新办公室正式启用。

## 中国信保基金领导到访中国民生信托

2016年11月24日上午，中国信托业保障基金有限责任公司（以下简称“信保基金”）总裁刘宏宇、副总裁张卫东、副总裁张利、机构业务部负责人孙本文、机构业务部李兰洁、风险管理部苏小青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、执行副总裁林德琼、首席财务总监赵东、首席风险控制总监田吉申、财务管理总部副总裁仝昭旸等接待了信保基金领导一行。

双方就信保基金关心的大股东对公司的支持方式、公司人力资源等配合转型发展的资源配置情况、公司风险管理控制和风险处置的方法工具、公司固有资金的考核成本等问题进行了深入的交流。

## 中国民生信托获评“2015-2016年度卓越成长信托公司”

2016年12月1日，由经济观察报主办的“观察家金融年会”活动在上海举行。本期会议主题为“改革驱动中国”，会议围绕金融市场化、宏观经济形势与金融改革、互联网金融发展趋势与监管、资产证券化等多个领域进行深入探讨。会后还颁发了证券类、信托类和基金类中国卓越金融奖，中国民生信托有限公司凭借2016年优异的业绩表现、良好的资产管理能力和稳健的风险控制能力，获评“年度卓越成长信托公司”。

中国民生信托，作为68家信托公司最年轻的一家，自2013年4月成立以来，始终保持高速发展。公司管理资产规模、营业收入、净利润等主要财务指标复合增长率超过150%，预计2016年底，公司管理资产规将超过1600亿，营业收入超过20亿，净利润会超过9亿，达到行业中游水平。

## 中国民生信托获评“2016中国好雇主优秀企业奖”

12月8日，由太和顾问主办的2016（第五届）中国人力资源管理论坛暨中国好雇主颁奖盛典在京举行，中国民生信托有限公司荣获“2016中国好雇主优秀企业奖”。

公司招聘录用坚持公开招聘、公平竞争、德才兼备、择优录用的原则，现有员工均来自社会招聘。截止目前，公司拥有员工近300人，其中90%以上来自国内外知名院校，硕士以上占65%。

公司提供在行业内具有竞争力的薪酬，同时提供管理类、业务类、通用类等全方位、阶梯式培训教育。

绩效考核方面，公司本着“公平、公正”、“实事求是”的原则，结合市场化考核激励体系，激发员工潜能，为员工做好职业规划，使公司与员工共同发展、共同进步。

## 中国民生信托荣获“2016年度优秀金融机构龙鼎奖”

2016年12月9日，由证券日报社主办，以“创新引领增长，改革激活市场”为主题的第十二届中国证券市场年会在北京召开。会议围绕“创新引领增长改革激活市场”展开讨论，为中国经济和资本市场稳定健康发展出谋划策。证券市场年会自2004年至今已成功举办十二届，颁发的龙鼎奖其专业性、客观性和权威性被业内人士称为财经证券界的“诺贝尔奖”。中国民生信托有限公司凭借2016年优异的业绩表现、良好的资产管理能力和稳健的风险控制能力，获评“2016年度优秀金融机构龙鼎奖”。

# VIEW

[转型探索]

20 把握行业拐点，深化主动转型 文|林德琼、李程远

24 资产管理业务发展的必然性和业务核心能力建设及规划 文|游旻

28 信托与慈善对接的四种途径及客户价值分析 文|马勇

[风控专栏]

32 细化和规范评审工作要求，提升评审质量和效率 文|欧阳燕红

[示范项目]

36 价值投资理念在信托公司权益投资中的实践 文|徐正国

[业务研究]

41 “主观+量化”的资产配置框架 文|刘胤

转型探索

# 把握行业拐点，深化主动转型

文 | 林德琼 公司执行副总裁　李程远 金融市场总部 / 渠道经理

林德琼

李程远

在我国金融业改革的历史中，信托扮演着不可或缺的先行者角色。自1979年以来，信托业作为重要的市场参与者，伴随着改革开放的大潮，见证了我国社会经济发展的各个阶段。信托行业历经风雨四十载，仍然能够在资本市场保持着出勃勃生机，一方面在于其灵活的机制，拥有最为宽泛的投资范围，能够整合运用几乎所有的金融工具，另一方面依靠岁月积淀下丰富的行业资源，在“复杂”的市场环境中积累了风控经验。本文将从追溯信托业近年来的发展历程入手，探讨信托业如何发挥其核心优势，在“泛资管”大潮中再下一城。

## 回顾过往，行业发展几经波折

2008年以来，信托行业的发展经历了两个阶段：第一阶段是2008年至2012年间，在社会融资需求增长的大背景下，信托业迎来了银信合作的时期，第二阶段是2012年以后，随着宏观经济增速的放缓以及券商资管、保险、基金子公司等金融机构市场份额的增长，信托行业发展出现瓶颈。

2012年以来，随着经济增速开始放缓，社会融资需求下降，融资成本相对较高的信托行业发行规模很难维持原有增速。与此同时，监管层面一方面不断深化信托行业监管，另一方面全面开放了资本市场，允许证券公司、保险公司与基金管理公司开展与信托公司同质化的资产管理业务，信托资产管理规模增速出现明显下降。从某种程度上削弱了信托公司的牌照优势。

资管市场的不断发展，业务竞争从通道转向主动管理类产品，随着实体经济增速下滑，利率降低，能够带来稳健投资收益的可投标的也逐步减少，整个市场陷入“资产荒”状态。对于信托行业来讲，优质的信托标的更加难求，融资成本一再降低，费率价格竞争在所难免。这直接导致了信托报酬率和产品年收益率的双双下滑。2014年，信托业综合报酬率仅为0.51%，较2010年下降了将近一半。

2013年至2015年，信托资产的增速出现明显逐年下降的趋势，分别为46%、28%和17%，2016年上半年信托资产增速放缓至8.95%，与此相对应的是信托行业在资管市场中的地位逐渐被券商资管、基金子公司及私募等后起之秀蚕食。2012年巅峰时期信托业占据资管市场接近27%的份额，同银行理财，保险公司形成三足鼎立之势，瓜分资管市场近八成份额。不仅如

此，信托行业在增速不断下滑的过程中兑付问题也开始逐渐显现。

在这种情况下，信托业主动转型寻求突破，一方面提升主动管理能力，改善盈利水平，另一方面，加强风险控制能力，夯实安全边际。从2010年到2016年二季度末，单一资金信托占比由80.5%下降到56%，集合资金信托规模占比从20.61%上升至30.59%，表明主动管理类业务逐渐成为信托创收的重要来源。此外，固有业务资产规模增长迅速，其中投资资产增速最快，从2010年一季度末的698亿元增加到2016年二季度末的3577亿元，期间最高同比增速达到58%，远超行业增速。

2012年下半年开始，监管要求信托补充资本，排查风险，与此同时不良的逐渐暴露迫使信托行业自身要求不断提升对风险的控制能力。2014年以来，无风险利率持续下行，从峰值的4.65%下滑至2016年10月中旬的2.67%，利率下行促使企业融资成本降低，客观上促进了行业兑付风险下降。截至2016年二季度末，信托行业存量风险项目605个，规模1381.23亿元，不良率为0.8%，远低于同期商业银行1.75%的不良率，且近三年来行业不良率维持相对稳定，显示了较强的风险控制能力。2016年二季度，信托公司再掀增资潮，多家信托公司均有不同程度的增资，再次提升了信托公司自身的风险控制能力。此外，2016年三季度末，信托项目到期规模较二季度末大幅下降，行业面临的兑付压力有所减缓，安全边际进一步改善。

## 打破刚兑，主动管理驱动转型

今年以来，“防风险，降杠杆”已成为监管共识。为减少沟通成本，监管部门有意将非标资产投向收回银监会管辖的信托通道，同时增加基金子公司等机构的资本扣减，这对信托构成边际利好。在银监会鼓励通道回归，证监会引导资管公司转型主动产品的背景下，信托的通道业务可能将会迎来新一波规模增长。但同时也要认识到，通道业务迁移带来的利好不可持续。

传统意义上的“通道业务”实质是非银金融机构通过向银行发行资管产品来吸纳银行资金，帮助银行绕过相关监管指标将资金投向市场，这就存在银行真实贷款额度被放大且形式隐蔽而带来的监管隐患，由银行主导的“通道”

方往往在尽职调查时流于形式，一旦发生兑付危机非常被动，容易陷入权责纠纷。因此，无论是信托还是其他金融行业，最终的价值在于整合资源，利用多样化的金融工具，实现资金的合理配置。依靠通道业务作为主要收入来源的行业模式不具有可持续性，政策红利仅仅是予以行业转型一定的缓冲期，回归本源，提升主动管理能力，挖掘新的增长点才是信托行业未来发展的方向。

谈到信托的主动管理业务，有一个绕不开的话题便是“刚性兑付”。在信托发展的前期，“刚兑”提升了信托产品的吸引力，在理财产品匮乏的阶段，确实起到了促进行业增长的重要作用。然而，从另一个角度来看，投资者购买相对高收益的信托产品，却没有承担相应的风险，而这一部分风险则被转移到了信托公司本身。面临经济下行的严峻形势，前期信托不断扩张所隐含的风险不断暴露，违约、兑付危机时有发生，出于刚兑的行业压力，信托公司往往最终选择为项目兜底，从长远来看十分不利于行业发展。

如今信托规模已经达到18万亿，如何让风险实现有序释放，避免信托产品违约事件硬着陆显得尤为重要。其中，股权化转型被视为打破刚性兑付的手段之一，

> **通过股权化转型，信托产品有望回归合理的风险定价体系。**

股权化信托意味着资金不再以信托贷款的形式发放给融资者，而是以股东的形式出现在资产负债表所有者权益一栏中，与近期因发生违约而饱受争议的“明股实债”不同，真正的股权化信托是浮动收益的，信托公司深度介入融资方的管理运营，并且期望获得超额收益。

早在八年前，银监会发布《信托公司私人股权投资信托业务操作指引》，就有多家信托开始涉足股权投资业务，受限于信托持股企业无法IPO导致退出困难，上述业务始终未能发展起来。2014年，银监会发布《关于信托公司风险监管的指导意见》（99号文），明确指出要大力发展真正的股权投资，支持符合条件的信托公司设立直接投资专业子公司，鼓励开展并购业务，积极参与企业并购重组。通过股权化转型，信托产品有望回归合理的风险定价体系，并能够在这一过程中改变市场对于信托产品收益率刚性的认知，实现投资者教育。

## 扬帆蓝海，勾勒行业更好未来

在混业经营竞争加剧，资产管理百花齐放的“泛资管”时代，传统信托行业的“三驾马车”银信合作、政信合作和房地产不同程度地式微，信托公司不断磨练内功，从“资金掮客”回归“受人之托，代客理财”的业务本质，深化主动管理能力，拓展

新的业务领域，向多元化投行转型。近年来，信托的创新工作也确实取得了许多可观的成果，其中家族信托、PPP项目信托、房地产投资信托等都是具有巨大潜力的新型业务。

一、家族信托被认为是银信合作的新方向。家族信托指的是受托人受个人或家族的委托，代为管理或处置资金或财产的信托理财方式。其特点是一旦合同实施，则富人的财产所有权不再归属其自身，然而获得的收益仍然由其自由使用分配，因此分离了财产的所有权与收益权，使得在面临许多突发特殊情况时（例如委托人死亡、破产或离婚等）这些财产因其独立性而不受影响。长期以来，欧美地区相当一部分富裕人群选择借助于家族信托的方式传承财富，成就了家族的基业长青。从客户群体来看，家族信托并非仅局限于财富管理端的信托产品投资者，资产端业务的上市公司高管与非上市公司的实际控制人也是非常适合开展家族信托业务的目标客户。

目前在我国家族信托刚刚起步，业务开展还受到一些限制，一方面家族信托的定制化属性以及盈利要求设置了较高的门槛，另一方面我国尚未开始征收遗产税，家族信托的避税功能还未得到充分展现。不过，随着高净值人群的持续扩大，加上监管层面对于信托公司推动创新业务发展表现出积极态度（99号文），家族信托前景广阔。

二、在政信时代，信托公司与各地方政府建立了良好的长期合作关系，随着地方政府基础设施建设被限定在PPP和发债范围之内，PPP有可能会成为一种信用相对良好，收益相对稳定的类固收资产品种。在参与PPP建设方面，信托公司有着制度优势，财产权和收益权分离决定了信托名义下的权利转让更为灵活，便于募集资金退出，同时信托资金的投向非常灵活，可以根据具体情况进行结构设计。

传统的政信业务一般是信托公司与地方融资平台合作，以信托贷款或者“明股实债”的形式为基建项目提供资金，地方政府财政收入或拨款作为还款来源，以地方政府的信用为合作背书。与传统政信业务相比，PPP项目前期流程较多，项目规模较大，周期较长，具有利益共享，风险共担的特点。目前信托公司参与PPP项目大致有三种模式：一是直接参股，信托公司与公共设施建设运营机构合作，信托公司以参股的形式为项目公司提供资金支持，专业运营机构在约定的时间内回购信托公司所有持的项目公司股权；二是信托公司参与设立产业基金，用于支持PPP项目建设；三是信托公司设计发行开放式产品，吸引社会资金认购，直接向PPP项目公司提供融资服务，项目公司则以土地使用权等资产提供抵押担保。鉴于信托公司与政府长期以来的良好合作基础，相信未来会有越来越多的信托公司尝试参与PPP项目。

三、在国家不断收紧房地产企业信贷规模的背景下，REITs（Real Estate Investment Trusts，房地产投资信托）有望成为地产企业重要的融资工具。房地产投资信托实质是信托公司通过向市场公开发行受益凭证来募资，以不动产为其经营企业标的，以标的租金收入和增值收益为主要来源，并将大部分收益以分红形式分配给投资者的金融工具。作为标准化的金融产品，REITs公开挂牌交易，具有良好的市场流动性，因此在国际市场受到投资人的青睐。

长期以来，房地产行业是信托资产投资的重要领域，REITs在交易结构上采用分级设计，项目公司原股东对项目公司的股权或债权认购次级收益权，开发商在收益分配上劣后于优先级投资人，提高了开发商的违约成本，增加了投资者的安全边际。目前我司在REITs已经完成了首单试水，未来则有可进一步拓展此类业务。

目前经济下行，“防风险，降杠杆”已成为共识，传统信托产品的收益率不断下降，未来通道业务也将进一步收缩，信托行业的转型已势在必行。另一方面，随着政策放开与市场多元需求不断涌现，借助信托牌照多功能优势与现有资源整合，行业长期发展前景明朗。由于信托行业“实业投行”的特殊定位，未来信托行业将进一步发挥牌照全功能的优势，灵活对接资金端与资产端，从单纯的“资金提供者”向主动型的“综合资产管理者”进行转型，大力发展私募投行、资产管理和财富管理业务，并不断尝试探索家族信托、海外信托等新业务，打造金融服务的闭环，扬帆“泛资管”时代蓝海。

# 资产管理业务发展的必然性和业务核心能力建设及规划

文 | 游旻　资产管理总部 / 资管研究部总经理

游 旻

资产管理业务是国内金融领域新兴发展方向，目前恰逢的历史机遇，发展极为迅速。根据光大银行和波士顿咨询（BCG）联合发布的《中国资产管理市场2015年年报》，截至2015年末，包括银行理财、信托、保险、券商自管、公募基金、私募基金在内的资产管理机构管理的资产规模达到约93万亿元人民币，较2014年增加33万亿元，增速超过35%，远高于同期的经济和M2的增速。主动管理方面，2015年末，主动管理方式的资产管理业务规模达到67万亿元人民币，过去几年的复合增长率超过50%。而根据BCG的预测，未来几年的资产管理业务仍将处于战略机遇

期，到2020年，中国的泛资产管理机构管理的资产总额将达到174万亿元。作为在“大资管”的号召下进入资管行业并奋斗在第一线的从业人员，资产管理总部对于资产管理业务的前景无疑拥有最强烈的信心。资产管理业务必然是大势所趋，这是国内经济发展、监管环境变化、财富分配和人口结构等共同决定的。

首先，资管的需求来自经济形势的变化。中国经济自改革开发以来经历了30多年的快速增长，但在全球性经济危机的冲击下，中国原有的以劳动密集型为主要推动力的低端、粗放型制造业模式已经逐步无法适应当前的经济发展要求，同时随着中国劳动人口老龄化趋势的加速，劳动人口的增长也出现拐点，人口红利消耗殆尽。2015年，中央提出了“供给侧改革”的概念，以“去产能、去库存、去杠杆、降成本和补短板”为重点的结构性改革正式拉开序幕。但所谓的供给侧改革并非一日之功，同时其对经济的短期推动力度也并不如需求拉动的经济模式显著，因此，供给侧改革需要一个长期稳定的经济金融环境，在此期间，货币政策应当保持总体的宽松，能够保障供给侧改革释放转型动力。在这一背景下，资金对于资产配置的追逐力度增强，尤其在前期将会出现“资产荒”的现象，机构和个人为了能够保障财产的保值、增值，将会形成对资管专业机构的新增需求。

而在监管方面，为了适应新的金融发展形势需要，我国以“一行三会”为主要模式的金融监管体系正在发生改变，以往“从紧从严”的监管方式正向更为市场化的方式转化，利率市场化也逐渐成为现实。原有的银行体系为了争夺负债将表内信贷不断向表外理财进行转移，但相应的资产管理能力和激励机制却无法满足新增业务的需求，不得不向第三方资产管理机构寻求合作，也会形成对资管机构的专业化服务需求。

另外，经过长期的经济快速增长和财富重新分配，我国积累了大量的新富人群，能够承担更高的风险并渴望更高的资产回报。但当前实业投资回报率低，而国内的金融投资渠道又以传统低风险偏好的银行存款为主流，其手握大量的财富资源亟待可行的投资方式进行对接。同时，随着社会生活的进步和健康福利水平的发展，也使得国内的老龄化人口比例有比较大幅的增长，老龄化带来的养老资产投资需求急剧增加。财富分配和人口结构的变化更是催生了更具备个性化和创新型的资产管理需求。

当然，资管行业的发展前景虽好，但新进入的竞争者也在增多，行业内对“蛋糕”的争夺愈加激烈。金融机构从事资产管理业务，本质上比拼的股东支持、资本实力、人力资源配置和制度保障，作为民生信托乃至集团大力发展的业务，股东支持和资本实力自不用说，那么，核心问题便是通过发

当然，资管行业的发展前景虽好，但新进入的竞争者也在增多，行业内对“蛋糕”的争夺愈加激烈。

众所周知，在资产荒的背景下，如何通过合理有效的手段去获取风险收益相对匹配的资产是资产管理业务能否获得持续发展的关键。

展人力资源和相应的保障制度建设资产管理中从“资金”到“资产”三大能力。

第一，“资产挖掘能力”。众所周知，在资产荒的背景下，如何通过合理有效的手段去获取风险收益相对匹配的资产是资产管理业务能否获得持续发展的关键。所谓资产挖掘能力分为两个层次，一是资源获取能力，取决于覆盖资源和渠道的广度、与资产提供方接触的深度、从业人员对于资源价值的敏感度和设计产品以满足资产、资金双方需求的能力；二是风险收益判断能力，取决于从业人员相关工作经验，知识体系配置以及对于经济运行、行业发展、个体趋势以及资产收益法律、税收结构体系的专业程度；只有对资产面临的风险形成前瞻性的分析的基础上，才能最终判断资产的价值。

第二，“投资管理能力”。在已经或者预期获得相应资产的情况下，结合对金融市场长期、中期、短期甚至日内变化的分析和判断进行资产组合配置、监控和调整，使得资产和负债在利率风险、流动性风险、现金流匹配等多方面进行有效的匹配，满足资金委托方的需求是投资管理的第一阶段任务，第二阶段则是通过对与组合的灵活调整，使之能够在满足资金委托方的基本收益的基础上增强组合收益，获取超额利润，这也是资产管理业务做好做强的基础。这就需要从业人员有敏锐的市场判断力，对于市场参与主体的群体行为有比较深刻的认识，能够独立客观地把握市场波动趋势，冷静无偏地做出决策判断。

第三，“资金匹配能力”。从某种意义上，没有资金的匹配，一切的资产管理只能是空谈。但资产荒并非意味着资金的可得性，从实际操作上看，资产荒只是结构性的问题。资金市场存在从众心理，一方面是被市场或者大众熟知认可的资产需求强烈、另一方面，实际收益风险比较高、值得进行投资同时能够带来较高管理收益的资产因为市场对其较为陌生，乏人问津。因此，在成熟的资产管理市场下，资金匹配并不是仅仅承担了争夺资金资源、巩固客户关系的作用，更重要的是进行投资者教育，能够引导资

金走向，为资金委托方争取最大的利益同时也给资产管理机构带来更高的管理收益。

资管总部成立时间虽然比较短，但一直坚持将“资产挖掘、投资管理和资金匹配”能力的建设作为我们发展业务的重心。一方面我们组建了精干的业务团队，无论是属于金融产品条线的市场、投研团队成员，还是属于实物产品条线的船舶基金团队成员，都是各自业内具有丰富从业经验并有着良好业绩的从业人员，术业有专攻，团队成员之间形成了良好的互补，保证了业务的有序推进；另一方面，我们也在公司领导的支持下建立了符合资产管理业务特性的管理体系，从而使得团队成员的能力能够获得最大程度的发挥。在这样的业务氛围的推动下，资管总部的业务也取得了阶段性的进展：管理的第一支固定收益类投资产品中民永丰1号虽然在2016年8月30日才成立，但截至2016年11月末，产品总规模约140亿元；船舶基金业务也迅速完成了产品的设计和海外平台的搭建，并进入到落地实操阶段，船队正在逐步成型。

为了适应资产管理未来发展的要求，资产管理总部仍然会围绕“三大能力”进行进一步的拓展和延伸。就纵向来说，资管总部力求将“资产挖掘”前置、充分了解资产提供方的需求、推动可投资产品的设计，主动适应资金委托方的需求；将“资金匹配”后置，倾听资金委托方的风险收益诉求，引导资金向高附加值的业务流动；在此基础上形成“资金和资产”相衔接、“投资”和“融资”相衔接的良性互动，提升“资产管理”的价值。就横向来说，资管总部将进一步拓宽视野，将业务在“金融资产”和“实物资产”两大板块之间平衡发展。这就需要我们将“投资管理”进一步核心化，加强投资队伍的规划和建设，拓宽业务团队的专业化程度，增加投资管理产品的覆盖范围，并通过研发创新开拓具有原创性的资管产品。我们希望能在不久的将来形成全方位、多体系、适应未来资产管理业务发展的部门业务架构，提升公司在资产管理领域的竞争实力。

船舶基金业务迅速完成了产品的设计和海外平台的搭建，并进入到落地实操阶段，船队正在逐步成型。

# 信托与慈善对接的四种途径及客户价值分析

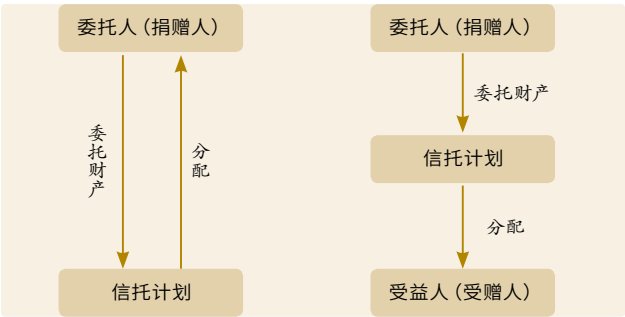
文 | 马勇　创新研发总部 / 研究发展部总经理

马 勇

2016年9月《中华人民共和国慈善法》正式实施，为“信托”对接“慈善”扫清了若干技术性障碍。未来，慈善信托将更加深入到社会各层面，通过“信托”这一制度工具实现慈善目的，正成为强大而有效的“金融+慈善”专属工具。

## 慈善信托的架构及优势

慈善信托作为一种“新生”品种，属于公益信托范畴，具体指：“委托人基于慈善目的，依法将其财产委托给受托人，由受托人按照委托人意愿以受托人名义进行管理和处分，开展慈善活动的行为”。与大众熟知的自益信托相比，慈善信托主要有两方面不同：首先，“慈善”是慈善信托成立的主要目的，慈善信托的财产及收益要全部运用于慈善；其次，慈善信托的委托人与受益人不可为同一主体，委托人可视为捐赠人，受益人为被捐赠人，信托计划分配时将按照合同约定向受益人分配信托资产。




自益信托　　慈善信托

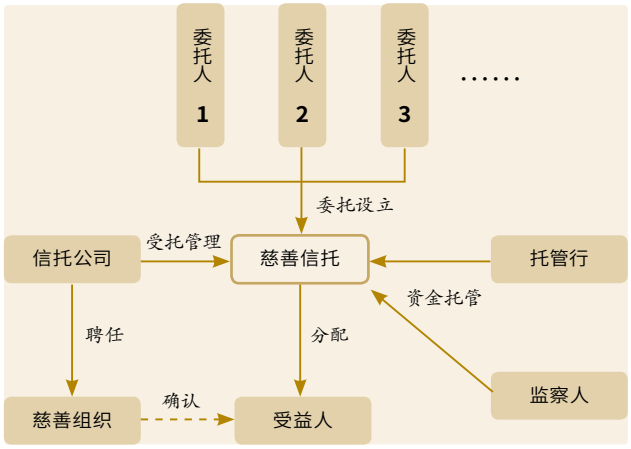
利用完善的专用账户管理经验和完备的信用监管制度，慈善信托将信托与慈善活动有效衔接，从而拓宽慈善渠道，汇聚慈善资源，提高慈善效益。相较于传统慈善基金会等形式，慈善信托具有明显优势。

首先，慈善信托设立时结构灵活，资产形式（如：资金、股权、不动产等）选择多样化；信托的规模、期限、资产支出比例、决策机制及委托人的参与程度都可以根据需求约定。其次，慈善信托通过受托人、监察人、信息披露等制度规定，为慈善财产使用介入多重外部监管，消除传统慈善捐赠中，捐赠人与慈善组织、受益人之间的信息不对称等问题。第三，慈善信托采用专户管理，受托人就每一个慈善信托的资金运用状况进行单独披露，其信息披露的详细程度远高于慈善基金会，确保捐赠资产的管理与运用更加安全有效。第四，慈善信托的受托人按照委托人意愿管理和使用慈善财产，如出现受托人违反约定损害委托人和受益人利益时，委托人有更多的救济措施，如更换受托人等。

## 信托与慈善对接的四种途径

### （1）定制化慈善信托模式

这种模式的交易结构为：捐赠人或慈善组织作为项目委托人，将善款委托信托公司设立信托计划，信托公司作为受托人管理信托财产。当委托人将捐赠资产交付于信托公司后，受托人根据合同约定、慈善项目进展以及资金使用计划向受益人分配慈善财产。在信托计划设计阶段，信托公司需充分了解、分析委托人需求，并制定总体信托方案，具体包括：信托资产形式、规模、受益人选择方向、善款使用规则等要素。




由于慈善信托的运行相对复杂，核心环节包括受托管理、实现慈善目的以及监督管理等。在项目运行管理时，信托公司由于拥有丰富的受托管理及资产保值增值的经验，这为慈善信托计划的健康运行打下坚实基础。但为提高慈善项目的运作效率，维护委托人利益，信托公司可以委托慈善组织作为项目执行人，由其确定并实施慈善项目。同时，为保障项目合法有序运行，信托公司还可聘请第三方监察人对信托计划实施监管，并定期向公众披露信托计划存续期监控管理及财务情况等信息。

相较于慈善基金会，定制化慈善信托的优势在于可以充分反映委托人或机构的意愿，满足其在开展慈善活动中的特殊需求，也有利于通过引入外部专业化团队，更加高效地实现慈善目的，提升企业慈善活动的影响力和企业形象。

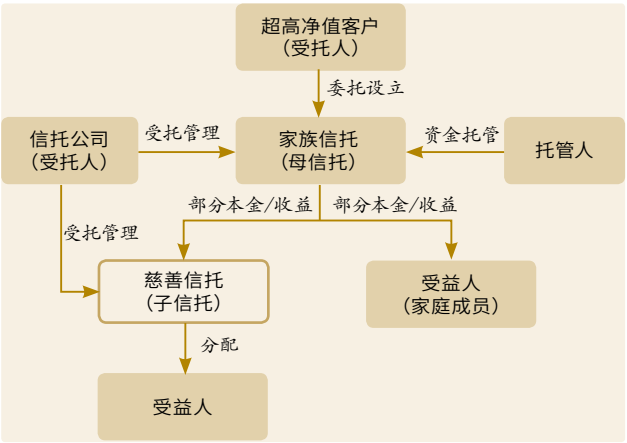
### （2）慈善信托对接家族信托模式

该模式的基本构想是：在高净值客户同时有家族财富传承和慈善两大需求时，将家族信托与慈善信托通过母子信托的形式进行对接，从而帮助客户实现财富传承和慈善目的的统一。

针对这一需求，欧美等发达国家的通常的做法是设立“慈善性剩余信托”，即允许捐赠人获得一定比例的信托收

益以维持自身和家庭的生活，而将剩余的部分或全部转给某个特定的慈善机构或者直接用于资助对象。

在我国，由于慈善信托处于起步阶段，具体的设计结构需在法律允许的前提下不断探索。目前可行方法为高净值客户首先设立家族信托作为母信托，在该信托合同中约定信托财产的本金与收益分配为两部分：1）用于家族成员传承；2）用于设立慈善信托；慈善信托的全部资产需用于慈善事业，具体慈善的项目执行与管理亦可聘请外部慈善机构及监察人。




**（3）明星产品追加模式**

信托公司可重点培育具体慈善信托，使之成为明星慈善信托产品。筛选设立存续期较长、品牌号召力强、慈善项目成熟运行的成功慈善信托项目，通过追加捐赠资产的方式将项目规模扩大。

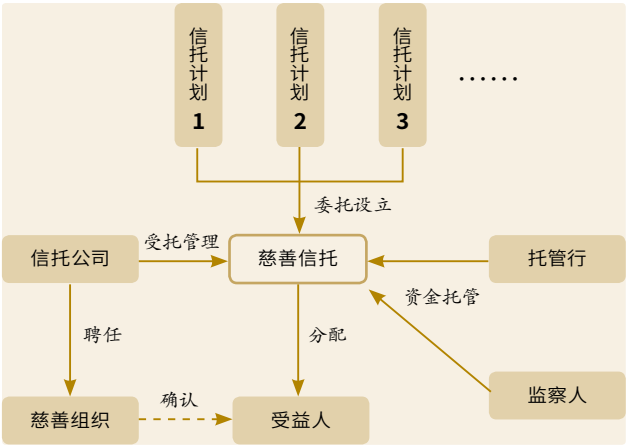
在慈善信托发展初期，信托公司可考虑重点培育一至两支明星产品。如有新客户认同该明星项目的慈善理念和相关合同约定，可以通过捐赠资产的形式参与现有慈善信托。需要注意的是，后期加入的新客户只能作为财产捐赠者，不享有信托计划委托人的相关权利。

通过这一安排，信托公司可通过明星产品的设立提升产品影响力。另一方面，在慈善信托成立初期，信托财产规模有限，而通过该模式可汇集小额善款，优化资源配资，提高项目的操作效率。

**（4）信托公司与客户共同做慈善模式**

在这种模式的架构中，信托公司需要在信托合同中与委托人约定，双方从各自收益中提取一定比例，汇集在一起后进行慈善活动，慈善信托的项目运行管理可聘请相应的项目执行人和项目监察人实施过程管控。此种方式的优点在于同时满足客户及信托公司的经济价值和社会价值，而且操作中比较便利，实现参与方双赢。

此种慈善信托架构安排的优点有三个：第一，为客户提供便捷慈善渠道，以信托公司强大的资产管理能力为基础，以高净值客户财富管理需求为依托，信托公司构架一个社会公众实现资产保值增值和参与慈善事业的双重价值实现平台；第二，此种模式公开透明，操作路径清晰，能低成本实现高净值客户的慈善需求，能够在较短时间达到一定慈善规模；第三，为信托公司自身搭建起另一个慈善通道，更好承担企业的社会价值。




## 慈善信托客户价值分析

中国泛海控股集团拥有丰富的公益事业经验，董事长卢志强先生始终将公益慈善纳入到企业发展中，坚持“得益于社会，奉献于社会”的价值观。作为中国泛海控股集团旗下的信托平台，民生信托传承了集团的公益慈善基因，积极参与社会公益慈善活动。在《慈善法》颁布实施后，公司

投入大量资源探索研究慈善信托可行性方案，以期提升客户体验、为客户打开慈善之门。

**（1）获得专业化定制服务**

在慈善信托设计阶段，受托人可充分采纳委托人针对善款使用、项目监管等意愿。信托计划的基本架构、期限、受益人的选择范围、信托资金的使用、以及是否引入慈善组织作为项目执行人等，均可以按照委托人意愿量身定制。慈善信托可以为委托人对接与其文化、背景相契合的慈善项目，并委托慈善组织实施和运营慈善项目，甚至可以通过家族信托与慈善信托的结合，帮助客户实现财富传承的私益目的与社会公益目的的协调统一。同时，在信托计划运行期间，信托公司可发挥特长，将闲置资金进行投资管理。

**（2）获得深度慈善体验**

慈善信托不仅能够拓宽慈善渠道，汇聚慈善资源，更在于通过参与者的慈善过程体验，提升社会责任意识境界，汇集更多力量为慈善事业的发展提供了源源不断的动力。信托公司将针对客户需求及项目特征，设计不同的慈善活动方案，根据时间、地点、主题等变化，尽可能地满足各方合理需求，提升慈善项目参与者的积极性与慈善过程体验，从参与慈善信托项目中获得一份真实的快乐与满足。

**（3）获得价值提升机会**

做慈善的意义虽不在于追名逐利，但慈善行为可以通过合理宣传赢得社会大众的关注与支持，从而激发大众的慈善参与热情，吸引更多资源参与慈善活动。在慈善信托的宣传方面，信托公司可通过以捐赠者的名义对慈善信托冠名，网页、杂志及其他新媒体宣传等途径进行宣传；亦可以通过举办交流、论坛等活动，扩大慈善信托的社会影响力和认可度，加深慈善信托委托人之间的沟通与交流，提升企业、个人影响力及形象，使施善者获得心理体验满足感，实现人生价值与社会价值的统一。

## 几点操作建议

鉴于慈善信托起步时间不长，各项具体规则尚未建立健全，业务模式设计仍处于探索期，同时结合我司的实际发展情况，我们认为民生信托在慈善信托业务方面的操作思路可以考虑以下几点：

在展业初期，可以选择信托公司与客户合作模式，充分调动客户的参与积极性。具体操作时，可按照上文模式四架构：信托公司可与有意向参与慈善信托的客户约定，客户在获得某信托计划投资收益时，将一部分收益作为慈善资金，委托于我司成立慈善信托。同时，信托公司按客户出资的一定比率从信托报酬中抽取部分收益一并投入慈善信托，从而达到吸引客户做慈善的目的。

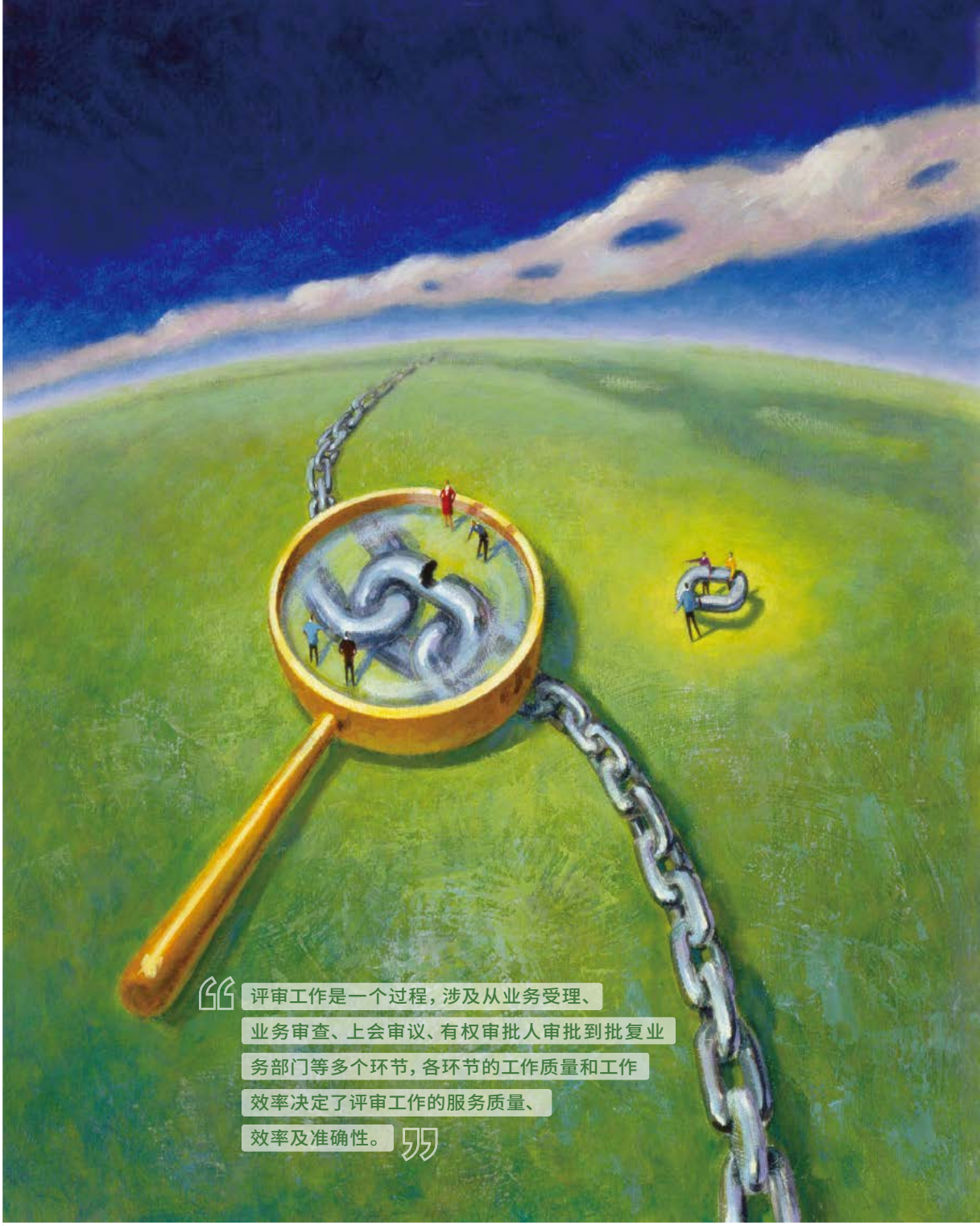
在慈善项目执行方面，考虑到信托公司现阶段该类业务刚刚起步，作为受托人在项目实施能力和精力方面与慈善组织仍有一定差距。建议公司现阶段与规模较大、管理规范、品牌号召力强的慈善组织合作，一方面可充分发挥慈善组织在慈善项目运营经验，另一方面，也有助于信托公司学习积累项目管理经验、开拓慈善活动类型，为今后独立执行慈善项目奠定基础。

在项目管理方面，信托公司应充分发挥在受托管理、信托运营、以及投资管理方面的经验，特别是妥善完成闲置资产的合理投资工作，在委托人允许的情况下，可考虑将闲置资产投资于债券、基金、信托计划等收益较高的产品，确保闲置资金的保值增值。

风控专栏

欧阳燕红

# 提升评审质量和效率
# 细化和规范评审工作要求




文 | 欧阳燕红　风险管理总部 / 副总裁

评审工作是一个过程，涉及从业务受理、业务审查、上会审议、有权审批人审批到批复业务部门等多个环节，各环节的工作质量和工作效率决定了评审工作的服务质量、效率及准确性。为提升我司评审工作整体的专业化管理水平，有必要对评审工作各环节的要求进行细化和规范，对评审过程中的重点内容进行提示。

## 初审受理，消化资料

主审人在收到业务部门立项流程后，应尽快与业务部门信托经理取得联系，表明已经受理，并对流程、要件和基础资料进行形式审查。对已通过形式审查的业务，主审人要开始认真消化材料。消化材料是提好问题、做好审查的基础。在这一阶段，主审人应仔细审核业务部门提交的尽调报告及相关基础资料，并就审查过程中发现的问题、疑点与业务部门进行充分的沟通，同时还要做好以下四方面工作：一是尽快查阅相关产业、行业政策及市场情况；二是查询包括评级、融资及财务数据，并与尽调报告进行对比，核实相关数据或信息的一致性、及时性和完整性；三是查询内部评审系统，参考同类业务审查案例；四是充分利用上市公司网站、政府部门、行业协会、研究机构和我司现有的信息系统进行数据和资料的采集挖掘，帮助辅助判断，提高风险识别和防假能力。

审查人应把主要时间用于研究业务、消化材料、发现问题、查找风险、理清思路上。把业务或交易结构研究琢磨透，为完成审查打好基础。通过做一笔业务，从而熟悉一个行业、一类业务或交易结构、一个产品市场，不仅仅是单纯的完成审查工作。只有这样，才能积累审查经验，不断提高工作能力和水平。

## 提好问题，及时反馈

主审人在充分消化材料的基础上，对需要进一步补充核实的问题，应及时向业务部门反馈。该步骤实际上是向业务部门反馈初步的审查意见及需要其进一步落实的问题，请业务部门据此与交易对手做进一步的谈判与沟通，或向相关部门进一步核实有关问题，或通过各种渠道进一步搜集相关信息，因此提好问题对顺利完成后续审查非常关键。

提好问题要注意以下四个方面：一是要在认真消化材料的基础上系统地梳理业务存在的问题、疑点和风险点；二是提问题要抓住主要矛盾、关键问题、主要风险点，要始终围绕控制实质风险这个核心开展审查；三是要注意可操作性，问题要提得恰当，要考虑业务部门落实的难度；四是表述要准确规范、容易理解且没有岐义。提问题实际是主审人的风险分析和判断能力的综合反映。

此外，当主审人手头同时有多笔业务在审时，一定要注意分清轻重急缓，把握好审查节奏，尽快把问题提出来反馈业务部门，利用对方补充资料的间隙先完成紧急业务。对于交易结构特别复杂，以及贷后或投后管理工作复杂的业务，要加强与法律合规部及运营管理部的沟通联动。

主审人在研究项目、消化材料的基础上，对风险较大、明显不符合我司准入条件的业务，要尽快向领导汇报。对经研究确定拟否决的业务，在与业务团队相关负责人沟通且双方无重大分岐后，尽快正式回复业务部门。

## 指导督促，补充材料

通过邮件将补充资料反馈业务部门后，要及时与信托经理进行沟通，尽可能解释所提问题的主要意图，指导业务部门抓紧补充材料。同时要注意掌握补充资料的进度，及时解答业务部门在补充资料过程中提出的问题，杜绝邮件反馈后不管不问。

在此阶段要做好以下工作：一是要充分占有资料，包括业务部门提供的资料，从沟通中了解到“活情况”和非正式信息，以及从各种渠道搜集挖掘到的相关资料，主审人要争取成为整个评审流程中最熟悉和最全面掌握该笔业务情况的人；二是资料的筛选、核实和采信。对各种来源的信息根据审查需要进行筛选，通过经验判断、比较分析、逻辑分析等方法对信息进行甄别，对存疑的信息进行核实，采信的信息必须是可靠的信息，避免将调查部门补充的材料作为核实业务存在问题的唯一资料来源。三是提出初步意见和方案。应在深入思考的基础上形成初步审查结论，完善融资方案或投资方案，并及时向领导汇报。汇报时应简明扼要、清晰准确地向领导汇报每笔业务的有利

因素、主要问题以及初步意见，尤其对疑难业务应尽快确定审查方向，避免走弯路，做无用功。

## 充分构思，写好报告

在充分消化调查报告及补充资料后，应充分构思，尽可能把最复杂的事情通过最简单的语言表达出来。

在审查报告中，主要做到：一是重点要突出，要抓住主要矛盾和实质风险，把业务存在的主要问题和风险点写透；二是语言要精炼，要对原始资料进行整理、筛选、归纳和加工，同时围绕核心内容对基础材料进行适当的裁剪、合并、文字润色等，用精炼的语言表达出来；三是表述要规范。审查报告用词要准确规范，便于理解，减少歧义，并尽可能把调查报告中不规范的表述，转换为规范的表述；四是逻辑清晰，层次分明，结构合理。要注重描述客观事实及相互之间的关系，最终得出的审查结论必须有充分的依据支持。该过程要避免按自己的习惯拷贝粘贴调查报告和补充报告，没有审查人的观点，把审查工作变成“粘贴活”。

在设置前提条件及管理要求时，要注意以下几点：一是条件的设置要有针对性，根据融资或投资期限内可能出现的财务经营变化或可能发生的影响因素，设置必要的限制条款或约束性条款。二是条件的设置应立足于交易对手当前的经营和财务情况，参考同业平均水平，既要有利于规避实质风险，又要符合交易对手实际情况，同时要留有一定余地，体现公平、合理及风险收益匹配的要求。三是条件的设置应能够有效的规避可预见的风险，既保障我司权益，又不至于阻碍企业正常的经营发展。四是条件和管理要求的设置要容易认定，充分考虑可操作性，并方便业务存续期间持续性跟踪监测和管理。

## 修改审定，提交上会

在完成审查报告初稿后，要对报告进行必要的检查，对报告的文字、数字、用词、表述的准确性和规范性等再次进行审核和修改，尽可能完善审查报告内容，避免提交错漏很多的报告给领导审阅或修改。如果业务部门确有个别问题尚需要过一段时间进一步核实，也可先将报告初稿提交领导审阅，不必等到所有的问题都落实后再将报告提交，导致时间耽误在自己手里。尽可能给主管领导审阅留出足够的时间，使其能充分了解报告的内容。对于领导提出需要进一步落实的相关问题，要尽快反馈业务部门，并督促和反馈落实情况。审查报告经审定后，应将融资方案或投资方案及相关前提条件通过邮件发送业务部门信托经理，要求信托经理对报告相关情况进行反馈。经领导审定且经与业务部门沟通无重大分歧的业务，主审人应尽快联系法律合规部和运营管理部，确认各部门意见完成时间，在各部门意见齐备后，尽快提交我司评审管理委员会审议。

## 简明扼要，做好汇报

集体审议是我司评审决策的重要环节。在评审会上，主审人应简要、清晰、完整地向审议委员汇报审查意见，既要介绍业务全貌，又要做到重点突出，还要掌握好汇报的时间，讲求汇报的效果，尽可能让各委员们在较短的时间内熟悉业务的概况，了解业务存在的主要问题和风险因素。上会汇报要注意三方面：（1）在上会汇报前，主审人要再次熟悉审查报告的内容及业务情况，理清汇报的思路及重点，准备会上可能提出的问题，做到心中有数；（2）在上会汇报的过程中，要掌握好汇报的速度和节奏，尽量不要通篇照念审查报告，要有所侧重，突出重点，要照顾审议委员的阅读习惯及速度，切忌只顾自己汇报，不管别人感受；（3）在汇报结束回答问题时，要抓住要点，简明扼要、准确清晰地予以回答；对个别确实未关注到的问题，要如实说明情况，会后进一步核实，并至少向提出问题的委员和主持会议的领导反馈核实情况。对评审会上委员提出的有关意见、建议和今后需要注意的问题，在今后审查中予以改进和完善。

## 审批资料，力求精炼

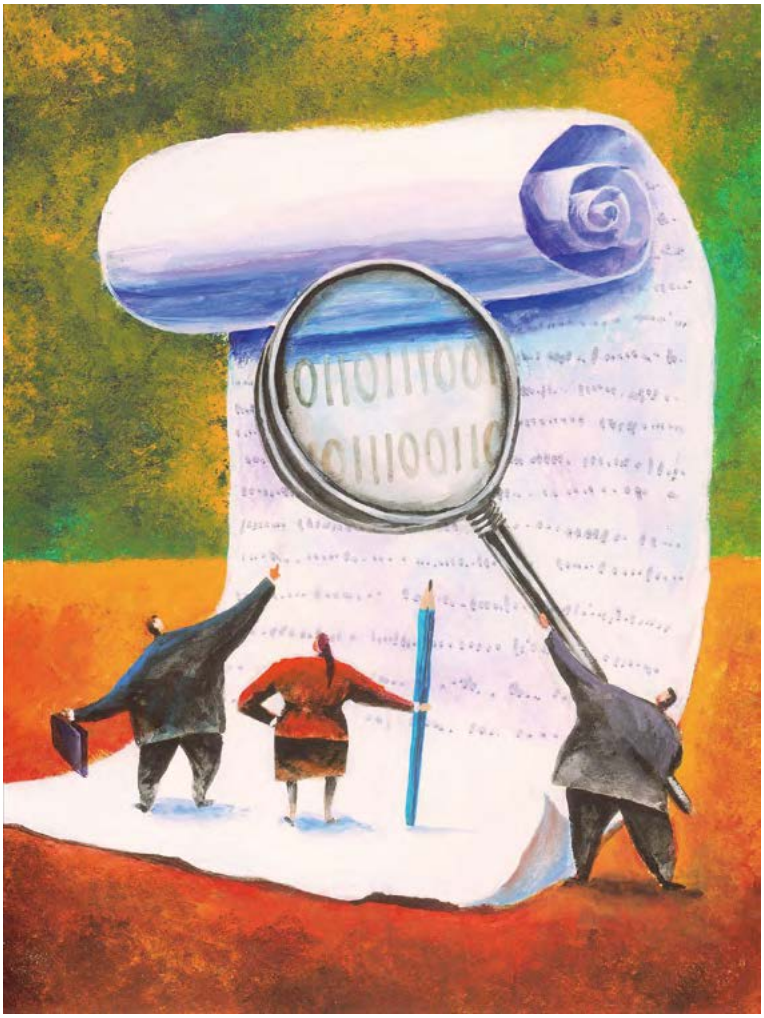
经评审会审议后，要及时根据表决结果完成审批资料，原则上要求在评审会议结束后两个工作日完成审批表、会议纪要和审批通知书初稿的拟定工作，并提交领导审核修改。紧急业务应在上会前完成审批资料初稿，会后根据审议情况再作适当修改。评审会上对前提条件、融资或投资方案提出的修改或调整意见以及采纳情况，要完整准确地体现在会议纪要中，并在评审会后及时向相关领导汇报。审批资料是领导签批业务的重要依据，归纳要准确、语言要精炼、表述要规范、逻辑要严谨。审批资料完成后，主审人一定要仔细核对，确认无错漏后再提交给领导审定签发。

## 批复业务，做好归档

业务经有权审批人签批后，应立即批复业务部门。下发批复时要认真核实各环节领导提出的意见，并以最终审批意见作为批复依据。如果有权审批人在业务审批表上，除“同意”或“否决”的意见外还附带了其他具体意见或管理要求，要恰当地反映在批复中。在审批书下发后，要及时告知业务部门，最终完成立项流程，并将相关资料尽快整理归档。

业务评审是一个系统性工作，应对评审工作各环节的要求进行细化和规范，提升我司评审工作整体质量和效率，在切实控制风险的基础上提高我司审批条件的有效性和可操作性，增强我司在市场的竞争能力。

“业务评审是一个系统性工作，应对评审工作各环节的要求进行细化和规范，提升我司评审工作整体质量和效率，在切实控制风险的基础上提高我司审批条件的有效性和可操作性，增强我司在市场的竞争能力。”



示范项目

# 价值投资理念
## 在信托公司权益投资中的实践

徐正国

文 | 徐正国　证券金融部 / 权益投资专业总监

自1817年纽交所诞生以来，规模化的证券市场开始形成，投资理念由初期以道氏、艾略特、江恩为代表的技术派，及以巴鲁克为代表的内部信息博弈派，逐步进化出以格雷厄姆为代表的基本面研究派，在其后的50年内，格雷厄姆派大繁衍，门生满天下，这其中最杰出的代表人物是巴菲特。价值投资得以继承和发扬光大，逐步由初期的“捡烟蒂”，发展成为“以合适的价格购买优秀的生意”，由关注报表资产过渡到关注无形资产，关注竞争优势和护城河。

价值投资主要功底在于日积月累的基本面数据资料搜集和分析，限于篇幅所限，本文只能简单介绍价值投资理念的基本框架，并重点分析民生信托聚利1期产品的价值投资实践历程。

### 价值投资将盈利模式建立在公司业绩增长和估值回归上

与技术分析的理论基础不同，价值投资理论认为证券市场的波动是不可预测的，所以价值投资将盈利模式建立在上市公司长期业绩增长、业绩增长带来的分红，以及价值低估之后的估值回归的基础之上。

检查标普500指数1909-2015年107年的数据，发现对股票投资利润贡献最稳定最持久的因素是上市公司的业绩增长（EPS Growth）以及业绩增长带来的分红（Dividend Yield），而估值的波动时而为正、时而为负，方向难以预测。但是如果在低估区间买入，则等待一段时间，估值最终总能够回归。历史数据表明标普500指数长期平均PE围绕15倍上下波动，最低可以达到5倍，最高42倍。

而估值最终都能够均值回归的规律，为逆向投资提供了理论依据，在低估值阶段买入往往能够获得业绩增长和估值回归两部分利润，这种现象后来叫做“戴维斯双击”。

进一步考察全球其他股票市场，发现这种现象不仅存在于美国市场，在德国，日本，香港，A股市场，估值回归的规律同样有效。

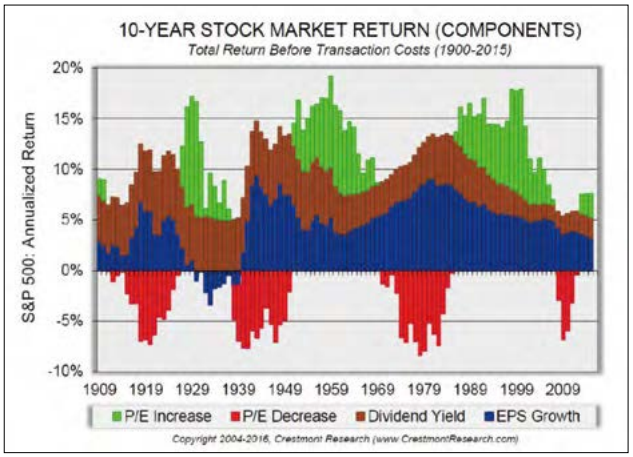



图1：标普500百年盈利来源分解

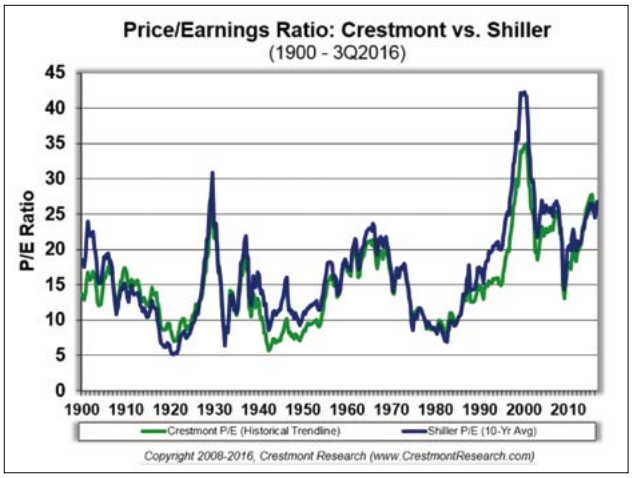



图2：标普500的市盈率PE的波动时间序列

## 价值投资的行业选择标准

巴菲特有一句投资名言："人生就像滚雪球，重要的是找到很湿的雪和很长的坡"。价值投资者关注的行业都是具备长久的生命周期特征，即具备"长坡"特征的行业，这样的行业利于行业龙头持续保持自己的竞争优势，在生命周期内获得最大的超额利润。

如图3所示，虽然随着技术进步的加快，行业的生命周期有不断缩短的现象。但更重要的是我们应该看到，即使在同一时期，同一行业内部不同的子行业也具有不同的生命周期，如：电视机行业的生命周期就非常短，快速饱和，而空调行业则具备非常长久的生命周期。

对商业史和经济史的研究表明：具备长久生命周期的行业主要有金融地产、能源电力、交通运输、消费服务、高端制造业，我们主要在这些行业发掘具备竞争力的优质公司，抓住价值低估的时机进行重点投资。

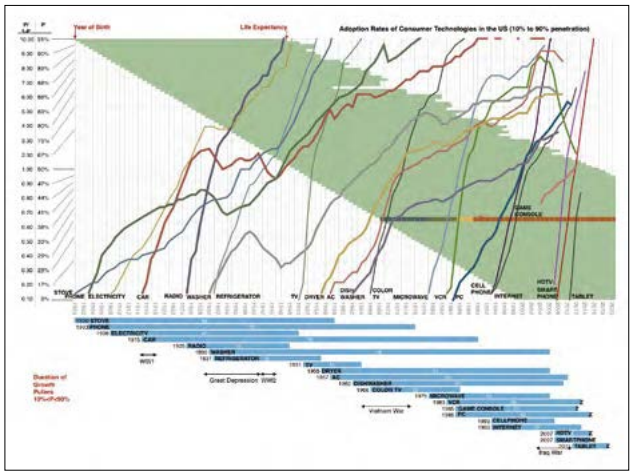


图3：美国主要行业的渗透率运行特征

## 好生意模式的特征

价值投资选择好生意模式进行投资，在具备"长坡"特征的行业中挑选具备竞争优势的公司，这就是通常所说的好公司，只有具备核心竞争力的优质公司才能在长期商业淘汰赛中取得超额利润。一般而言，竞争优势主要来源于三个方面：

**(1) 低成本优势**

低成本竞争优势可以保证即使在产品同质化，售价相同的情况下，相比竞争对手也能取得超额利润。低成本竞争优势通常来源于规模经济，其根源是优秀的管理效率。典型的案例

如巴菲特长期持有的盖克保险，A股的中国神华，大秦铁路。

**(2) 消费者特许权**

消费者特许权形成高的品牌忠诚度，进而带来产品提价能力，其成本沉没于过去，提价能力得以完全转化成为利润。典型案例如喜诗糖果，可口可乐。

**(3) 政府特许权**

有些行业具备自然垄断特征，尤其是公用事业类行业，完全竞争并不是最有效率的运行方式。这种情况下，政府通常给一家公司颁发经营特许权，同时伴随一定的价格管制，虽然这类不会获得暴利，但是也能够获得合理的回报。典型的如燃气公司，加油站类资产。

当然，企业的终极资产为优秀的企业家，优秀企业家不仅创造超级产品，实现当期利润，更重要的是缔造不依赖个人的伟大组织，塑造百年经久不衰的超级文化，商业史研究表明后面的因素才是企业组织穿越经济周期，获得更长寿命的决定性因素。

## 价值投资的财务分析工具

评价一项生意是否优秀的核心财务指标为ROIC，即投入资本回报率。考虑杠杆之后，作为股东最终关心的是ROE指标，ROE（净资产收益率）根据杜邦分析模型，可以分解成为如下所示的表达式：

ROE = 净利润／股东权益

=（净利润/销售收入）*（销售收入/总资产）*（总资产/股东权益）

= 销售利润率 * 资产周转率 * 财务杠杆比率

杜邦分析模型可以帮助找到备选标的ROE高于竞争对手的根源，追根溯源进一步分析可以发现竞争优势因素是否可以持续，指标是否具备正面趋势。杜邦分析模型有助于理解公司的商业模式。

价值投资者通过持续跟踪上市公司定期发布的财报，理解生意模式的好坏，判断长期盈利能力，预判公司经营趋势。我们在长期投资实践中形成了以杜邦分析框架为核心的公司财务分析卡片，图4列示了我们在投资实践中建立的贵州茅台的杜邦分析模型的部分主要指标，从该模型可以看出贵州茅台是一项优秀的生意，长期ROE达到35%，杜邦分析表明高盈利能力主要源于其较高的毛利率和净利率，即强大品牌带来的定价能力，而周转率和杠杆率并不高。

## 价值投资在民生信托权益投资中的实践

民生信托聚利1期（wind系统代码XT1507741）成立于2015年6月10日，初期募集规模1.26亿，该产品是与华泰证券

| 贵州茅台 | 收入 | 毛利率 | 净利率 | 归母净利润 | 经营现金流/利润 | 总资产周转率 | ROA（年化总报酬率） | 杠杆率 | ROIC | ROC（年化） |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 2001/12/31 | 16.18 | 82.2293 | 21.1592 | 3.28 | 12.63% | 0.6838 | 25.42% | 1.36 | 18.46% | 22.07% |
| 2002/12/31 | 18.35 | 81.4400 | 21.3955 | 3.77 | 114.91% | 0.4963 | 17.09% | 1.37 | 12.75% | 14.00% |
| 2003/12/31 | 24.01 | 80.1173 | 25.3540 | 5.87 | 160.84% | 0.5403 | 21.63% | 1.43 | 17.54% | 18.65% |
| 2004/12/31 | 30.10 | 82.2228 | 28.3798 | 8.21 | 119.17% | 0.5313 | 25.85% | 1.51 | 19.93% | 21.57% |
| 2005/12/31 | 39.31 | 82.5187 | 29.7448 | 11.19 | 151.51% | 0.5447 | 26.16% | 1.56 | 22.41% | 24.16% |
| 2006/12/31 | 49.03 | 83.9592 | 32.9645 | 15.45 | 141.10% | 0.5563 | 27.93% | 1.55 | 26.96% | 27.70% |
| 2007/12/31 | 72.37 | 87.9565 | 40.9821 | 28.31 | 61.53% | 0.7219 | 44.66% | 1.25 | 39.48% | 39.60% |
| 2008/12/31 | 82.42 | 90.2967 | 48.5430 | 37.99 | 138.00% | 0.6283 | 40.27% | 1.37 | 38.93% | 39.01% |
| 2009/12/31 | 96.70 | 90.1688 | 47.0826 | 43.12 | 98.05% | 0.5444 | 33.48% | 1.35 | 33.37% | 33.55% |
| 2010/12/31 | 116.33 | 90.9490 | 45.9007 | 50.51 | 122.80% | 0.5130 | 30.80% | 1.38 | 30.32% | 30.74% |
| 2011/12/31 | 184.02 | 91.5705 | 50.2671 | 87.63 | 115.79% | 0.6085 | 39.62% | 1.37 | 40.10% | 40.39% |
| 2012/12/31 | 264.55 | 92.2726 | 52.9513 | 133.08 | 88.96% | 0.6622 | 45.76% | 1.27 | 45.00% | 45.00% |
| 2013/12/31 | 311 | 92.9049 | 51.3827 | 151.37 | 81.90% | 0.6186 | 41.82% | 1.26 | 38.04% | 39.43% |
| 2014/12/31 | 322 | 92.5934 | 50.4990 | 153.50 | 81.39% | 0.5311 | 35.87% | 1.19 | 29.84% | 31.96% |
| 2015/12/31 | 334 | 92.2279 | 49.1974 | 155.03 | 111.65% | 0.4396 | 28.83% | 1.30 | 24.34% | 26.42% |
| 2016/06/30 | 187 | 91.8814 | 50.0448 | 88.03 | 154.61% | 0.2061 | 14.03% | 1.42 | 11.93% | 27.32% |

图4：贵州茅台财报分析卡片

股份有限公司合作的一只私募PB业务产品，由合作方华泰证券代销。华泰证券利用自身优势提供注册登记、估值、运营管理、客户维护等一揽子服务，管理人能够从繁杂的事务性工作中解放，集中精力和资源进行投资管理。聚利1期产品设计成为定期开放赎回的形式：在6个月封闭期过后，投资人以基金单位净值在每月20日开放申购赎回。当时之所以在市场点位比较高的位置仍然成立了聚利1期，是因为价值投资理念不仅仅适合于股票市场，其估值标准同样适用于债券市场、分级基金市场、打新策略，在股票市场高估没有投资机会的时候，我们可以通过多策略获取合理回报。

聚利1期的坚持价值投资理念，重点投资硬资产类公司。硬资产最大优势就是能够抵御技术进步的颠覆，具有永不过时的特征，且能够抵御通货膨胀的侵蚀，硬资产类公司主要具备以下特征：

a）自由现金流充沛；

b）盈利能力稳定且持续耐久，ROE一般大于15%；

c) 有可以追溯的历史供研究;

d) 提供经济发展的基础性功能;

e) 通常都有较高的分红收益率;

f) 隐含回报率达到10%, 一般要求PB小于2, PE小于20。

截止2016年11月30日, 产品已经运行1年有余, 产品最新单位净值（扣除20%业绩报酬之后）为1.226元, 即成立以来为聚利1期投资人创造了22.6%的净回报, 期间上证指数从5106点下跌到3250点, 下跌幅度36.5%, 聚利1期在运行期间超越上证指数59个百分点, 在wind系统7565只同类私募基金产品排名位于前5%。

图5: 聚利1期成立以来业绩

聚利1期成立初期即遇到股灾大幅下跌的市场环境, 本基金管理人根据价值投资的估值标准判断市场已经处于高风险区域, 为了应对其后的大幅下跌, 本基金将较高比例的资产配置到新股申购策略上, 有效的规避了股灾初期的系统性风险。

在2015年7月份市场调整到阶段性低位的时候, 聚利1期组合加大了低估值的硬资产类股票的配置, 同时加大了分级基金A的配置, 分级基金A的看空期权的特征为A股的下跌风险进行了对冲。

2015年9月初, 本基金管理人判断市场出现反弹, 减持部分分级a的品种, 逐步加大对权益类仓位以及其他低风险品种的配置, 以保证在低风险的前提下提高组合的预期收益率。

在2016年初, 本基金根据价值投资的估值标准, 判断港股更加具备投资价值, 操作上逐步减持A股股票仓位, 大比例配置港股, 在熔断期间虽然也出现了一定的回撤, 但是港股的低估值在随后的快速反弹中

体现出优势, 本基金净值快速回升, 截止2016年11月30日, 聚利1期基金单位净值（扣除20%业绩报酬之后）达到1.2260元, 即经测算扣费之前的单位净值为1.2825元。

## 结 论

民生信托聚利1期经历了2015年股灾和2016年熔断的考验, 为投资人带来可观的绝对回报。聚利1期的成功运行表明价值投资策略能够很好地适应信托公司的绝对回报要求, 是信托公司转型资本市场业务的可行投资策略, 值得复制和推广。值得强调的是, 证券金融部已经将该策略应用到民生信托的信托产品管理中, 管理规模已经扩展到百亿级别, 产品运行情况良好, 为客户带来了可观的绝对回报, 其中代表性产品如民生信托价值精选5期（2015年5月成立, 规模10亿）, 2016年9月提取分红收益1.2亿元之后, 截止2016年11月30日, 产品单位净值1.1657元（即累积单位净值达到1.2857元）。这表明价值投资策略不仅能够创造满意的绝对回报, 而且策略的市场容量足够大: 不仅能适应小规模的私募基金产品, 也能够满足大资金的流动性需求。

业务研究

# “主观+量化”的资产配置框架

文 | 刘胤 证券金融部 / 高级量化投资经理

刘 胤

资产配置是境内量化投资行业相对较新的课题。卖方分析师的路演体验是，买方量化投资团队更关心的是阿尔法、CTA、套利等关键字，对卖方分析师提到资产配置话题常常是无感的。

这一现象的首要原因在于，量化投资业务通常以高夏普比、低回撤率为业绩考核目标，因此，量化投资以对冲策略作为业务重点，更容易实现考核目标。而资产配置领域的夏普比通常很低，因此，并不被量化投资团队所重视。

另一个重要原因是，资产配置领域里进行纯量化管理有一定难度。一位境内著名宏观基金经理曾向笔者断言，量化投资在宏观领域难有作为。他的理由是，国内宏观经济领域数据准确度不高，宏观经济政策的不可预知性则很高，这些都是很难以量化方式管理的。

正是上面的因素阻碍了量化投资在资产配置领域的发展。然而，大资管时代开启了资产配置的风口。在资金宽裕、风险偏好走低、风险管理工具稀缺的投资环境下，量化投资可以发挥多市场、多资产、多策略的组合配置优势，降低金融资产波动，实现保值、增长的长期财富管理目标。因此，量化资产配置是未来境内量化投资领域的新兴方向。

但现实问题是，量化投资团队必须面对上文提到的资产配置领域进行量化管理的难题。第一，针对数据质量不高的问题，量化投资团队需要识别、清洗低质量数据，并增加可信度高

的数据源。第二，宏观经济领域包含很多非典型量化数据，更多体现为口口相传的文本数据和业务人员的主观判断。量化投资团队首先需要将非典型量化数据进行管理，包括授权体系、业务流程和考核体系方面；其次，需要在技术方面实现对非典型量化数据的管理。

为管理非典型量化数据，高盛的诺奖得主Fisher Black和Robert Litterman合作提出了Black-Litterman模型。该模型已逐渐被华尔街主流所接受，现已成为高盛公司资产管理部门在资产配置上的主要工具。Black-Litterman模型利用概率统计方法，将投资者对大类资产的观点与市场均衡回报相结合，产生新的预期回报。该模型可以在市场基准的基础上，由投资者对某些大类资产提出倾向性意见，然后，模型会根据投资者的倾向性意见，输出对该大类资产的配置建议。新的资产配置具有符合直觉的组合及可以理解的权重配置。

受此启发，我们也基于Black-Litterman模型构建“主观+量化”的资产配置框架。本文除介绍该模型及相应业务框架外，还将该业务框架应用于实际的资产配置问题，得出一些有价值的结论。

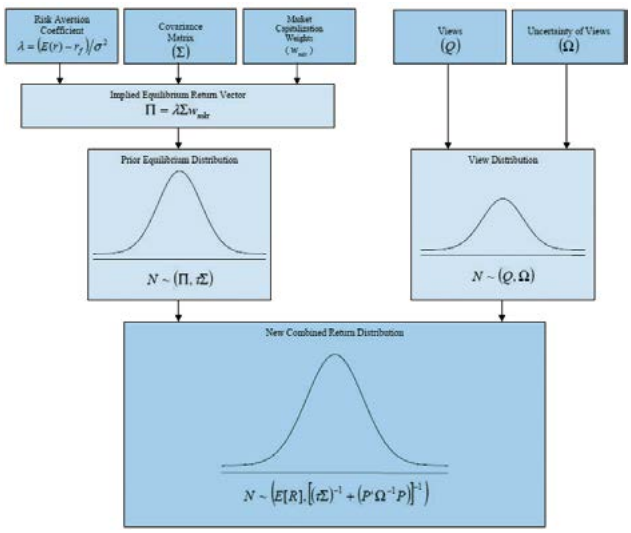
## Black-Litterman模型

以Markowitz（1952）均值方差模型为代表的组合优化理论作为20世纪金融学领域最重要的成果之一，被广泛应用在量化投资领域。然而在实际使用中，均值方差模型存在一定的局限性：投资者需要估计资产的预期收益率和协方差矩阵作为模型输入，而基于历史数据做出的估计往往存在偏差。该模型还被人垢病的是，构建的投资组合难以理解、过于集中、对输入的参数过于敏感、以及估计误差被放大。这些原因导致金融从业人员不愿使用均值方差模型。

Black and Litterman（1990）拓展了Markowitz均值方差模型，使用贝叶斯方法，将投资者对于资产预期收益的主观看法与先验分布相结合，形成关于预期收益的新估计。Black-Litterman 模型主要有两个特点：一是假设当前市场达到均衡，结合各类资产的市值规模和投资者风险偏好水平，可以得到各类资产的历史均衡收益率；二是引入了投资者对资产的观点，将先验观点与历史均衡收益相结合，模型构建的投资组合不但是历史规律的总结，同时也反映了投资者结合宏观政策、市场环境、基本面分析得出的主观看法。

图1概括了Black-Litterman模型的构造流程。构造Black-Litterman模型分为四步：（1）估计资产收益的先验分布；（2）设定资产表现相对强弱、超额收益率以及信心水平的主观指标；（3）通过贝叶斯方法得到资产收益的后验分布；（4）通过均值方差优化得到资产配置权重。

图1 Black-Litterman建模流程




来源：Idzorek(2004)

## “主观+量化”的资产配置框架

Black-Litterman模型的直觉表述是，一种资产的期望收益等于市场均衡收益和投资者期望收益的加权平均。基于该模型，我们可以构建“主观+量化”的资产配置框架。具体包括如下流程：建立先验分布，收集各种与资产期望收益的相关信息，包括主观判断、量化投资观点，输入该模型，采用量化的方法获得最终的资产配置结论。

### (一) 构建先验分布

先验分布就是市场均衡收益，市场中实际形成的收益，通过历史数据的分析可以获得。市场均衡收益的估计涉及到一系列复杂的问题，包括对风险厌恶系数的测定、均衡状态的判定。

### (二) 收集投资观点

投资观点主要是与期望收益相关的信息。对于机构投资者而言，可以是源于投资经理从上自下或者自下而上的基本面分析，也可以源于各种研究报告、报刊杂志、网络、股评、舆情，还包括依靠量化工具获得的对资产期望收益的判断。但无论何种投资观点，都需要转换为对资产期望收益的估计。

### (三) 形成后验分布

得到资产收益的先验分布和主观看法后，可以通过贝叶斯方法得到后验的预期收益率。

其中，主客观权重系数可以调节市场均衡收益和投资观点的权重。如果投资者对自己通过捕捉各种信息形成的主观判断信心很大，则主观的期望收益就会被赋予较大的权重，资产的期望收益就会向主观期望收益靠拢；反之，如果投资者对自己主观判断的信心不足，资产的期望收益就会接近于市场均衡收益。

### (四) 配置权重

将资产的后验期望和协方差输入到均值方差优化模型，可以得到资产配置的有效前沿。我们选择具有最大收益风险比率的组合作为配置权重。

上述“主观+量化”的资产配置框架充分结合了主观投资和量化投资。一方面运用了主观投资观点，利用量化工具将投资观点转换为稳健的投资组合，另一方面也融合了主观投资观点和量化投资观点，使得投资观点更加丰富。

## “主观+量化”资产配置框架的应用

我们在境内资产配置领域实验性的应用“主观+量化”资产配置框架。一方面将该业务流程进行初步系统化，另一方面观察该业务流程在应用中的特点和问题。该实验以等权重策略作为比较基准，并采用简化手段实现资产配置框架。

### (一) 指标选择

用于测试的大类资产包括股票、商品和债券三类，分别采用沪深300指数、万得CCFI商品指数和中债全债总财富指数来代表，数据来源为Wind数据库，详细说明见表1。

表1 指标说明

| 资产类别 | 指标 | 样本区间 | 数据频率 |
|---|---|---|---|
| 股票 | 上证综指 | 2002-2016 | 日 |
| 商品 | 万得商品指数 | 2002-2016 | 日 |
| 债券 | 中债总财富指数 | 2002-2016 | 日 |

股票、商品和债券三类资产2002年到2016年间的表现见图2。

图2 大类资产的历史表现

### (二) 回测流程

第一，构建先验分布。我们在该部分采用简化处理，用资产过去12个月收益率的滚动均值和协方差作为先验输入。

第二，收集投资观点。我们也采用了简化处理，选择两类量化投资观点：一类是动量策略，认为过去一段时间表现更好的资产在未来会持续强势；另外一类是反转策略，认为过去一段时间表现较差的资产未来会相对强势。具体构造方法如下：

(1) 动量策略：分别计算各类资产在过去1个月、3个月、6个月、12个月历史收益率；对资产的历史收益率两两做差，如果资产A与资产B之间的历史

收益率之差大于0，则生成未来A强于B的主观看法，同时设定A与B的未来收益率之差等于其历史收益率之差，另外根据A与B相对收益的波动率来设定主观看法的信心水平，波动越低，信心水平越高。

（2）反转策略：分别计算各类资产在过去1个月、3个月、6个月、12个月历史收益率。对资产的历史收益率两两做差，如果资产A与资产B之间的历史收益率之差小于0，则生成未来A强于B的主观看法，同时设定A与B的未来收益率之差等于其历史收益率之差的相反数。

另外根据A与B相对收益的波动率来设定主观看法的信心水平，波动越低，信心水平越高。

第三，形成后验分布。模型有唯一的外生参数——主客观权重系数tau（取值范围0到1），tau越小，客观的先验信息占比越高，tau越大，主观看法占比越高。为了验证模型的稳健性，我们对主客观权重系数分别取0.1，0.5,0.9三组值。

第四，配置权重。我们根据Black-Litterman模型计算各类资产的权重。

### （三）回测结果

我们测试Black-Litterman模型框架下动量策略和反转策略从2003年开始到2016年的表现，每月末调仓，不考虑交易费用。我们以等权配置策略作为业绩比较基准。

表2和表3分别展示了策略在是否限制做空条件下的业绩表现。为了简化，我们这里只展示效果最好的3月动量和3月反转策略。

表2 限制做空的策略表现

| 策略类型（限制做空） | tau-0.1 | | tau-0.5 | | tau-0.9 | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| | 夏普比率 | 年化收益 | 夏普比率 | 年化收益 | 夏普比率 | 年化收益 |
| 等权重 | 0.45 | 7.30% | 0.45 | 7.30% | 0.45 | 7.30% |
| 3月动量 | 1.11 | 19.06% | 1.11 | 20.22% | 1.05 | 19.92% |
| 3月反转 | 0.95 | 16.16% | 0.18 | 4.01% | -0.07 | -0.20% |

表3 不限制做空的策略表现

| 策略类型（多空双边） | tau-0.1 | | tau-0.5 | | tau-0.9 | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| | 夏普比率 | 年化收益 | 夏普比率 | 年化收益 | 夏普比率 | 年化收益 |
| 等权重 | 0.45 | 7.30% | 0.45 | 7.30% | 0.45 | 7.30% |
| 3月动量 | 1.04 | 23.18% | 0.94 | 22.40% | 0.96 | 23.83% |
| 3月反转 | 0.81 | 17.89% | 0.53 | 11.34% | 0.56 | 12.83% |

图3展示了主客观权重系数等于0.5时的策略净值曲线，长期来看3月动量策略大幅跑赢等权和反转策略。

图3 策略净值曲线（tau=0.5）

图4和图5对比了Black-Litterman框架下3月动量策略的资产权重与传统的均值方差策略的资产权重。我们可以看到，Black-Litterman框架在一定程度上改善了传统的均值方差策略权重集中在某一种资产上的缺陷，尤其是在2015年A股牛市期间将更多资金从债券转移到股票上。

图4 Markovitz模型资产权重

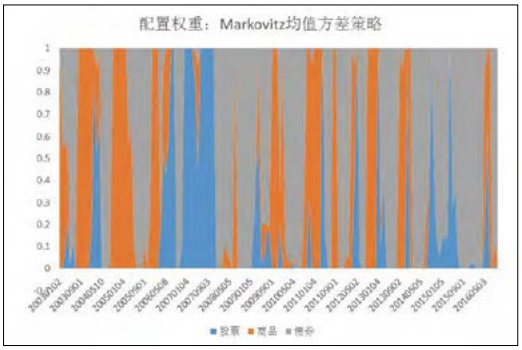
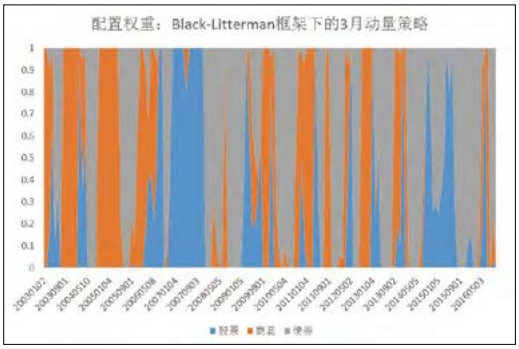



图5 Black-Litterman模型资产权重



下面逐一分析回测结果:

(1) 3月动量策略的表现显著优于其他策略。在只允许单边做多的条件下年化收益达到20%, 同时夏普比率超过1, 如果允许做空, 在夏普比率基本保持稳定的同时能够将年化收益提高至23%左右。

(2) 3月动量策略的表现显著优于3月反转策略, 我们发现在其他时间尺度上的动量策略也显著优于相应的反转策略。这意味着中国市场上大类资产之间的相对强弱具备显著的“强者恒强”特征。

(3) 3月动量策略的表现对主客观权重参数是稳健的。随着tau从0.1变化到0.9, 策略的年化收益的波动范围不超过2%, 夏普比率的波动范围不超过0.1。

## 结 论

通过“主观+量化”资产配置框架的简单应用, 我们得出如下结论:

(1) 各类投资观点非常容易融入该资产配置框架。无论是何种形式的投资观点, 只要能转换为对资产收益率的预期数据, 即可输入该资产配置框架, 产生投资组合进行操作。

(2) 获取有价值的投资观点是提升资产配置效果的重要因素。当我们将更有信息量的动量投资观点输入该资产配置框架后, 获得的投资业绩远远好于其他投资观点。未来我们应引入更多基本面观点、经济指标、技术指标, 来捕捉资产更细微的变动特征, 丰富投资观点, 构建更有吸引力的投资组合。

(3) 实践中需要进一步完善资产配置框架。该框架中的主客观权重对投资表现影响较小, 这和我们的认识略微有些差异, 需要在实践中对“主观+量化”的资产配置框架进行更多验证、控制和升级。

总之, 我们基于Black-Litternman模型设计了“主观+量化”的资产配置框架, 初步的应用让我们看到量化工具在资产配置领域的广阔前景, 借助该工具我们得以面对资产配置领域进行量化管理的难题。

**参考文献**

Black, F. and Litterman, R. (1990). “Asset Allocation: Combining Investors Views with Market Equilibrium.” Fixed Income Research, Goldman, Sachs & Company, September.
Idzorek, T. (2004). “A Step-By-Step Guide to the Black-Litterman Model” .
Markowitz, H.M. (1952). “Portfolio Selection.” The Journal of Finance, March, 77-91.

# TEAM

47 与你同行，风雨无阻——记投资银行总部华东分部
文 | 投资银行总部华东分部

52 一群坚持信仰与职责的女法律人——记法律合规管理三部
文 | 法律合规管理三部

# 与你同行，风雨无阻

## ——记投资银行总部华东分部

生命中有很重要的一项就是价值取向。所有读过大学的人，应该都听过这样一个辩论题，“与谁同行和走向哪里，哪个更重要？”因为每个人背景经历的不同，对这个问题均有着各自不同的理解和取向。这个两难问题，在投资银行总部华东分部这7个人构成的团队身上却实现了巧妙的平衡。他们不仅看重团队每一个人的特点挖掘最大潜力，实现“择其善者而从之，其不善者而改之”，牢牢抓住身边的小伙伴实现共同成长，更懂得理想和目标是人生的明灯，团队的意义就是为了共同的目标而努力。

## 团队精神的核心——协同合作

琼·卡扎巴赫与道格拉斯·史密斯合著的管理宝典《团队的智慧》曾对团队有这样的诠释——“团队就是一群拥有互补技能的人，他们为了一个共同的目标而努力，达成目的，并固守相互间的责任。”

投资银行总部华东分部，在2015年荣获中国民生信托最佳业务团队，全年实现收入6,421.66万元，绩效完成率为278%；截至2016年11月末，实现收入2.6亿元，其中2016年6-11月新增收入2.08亿元，绩效指标完成率为416%。

对于团队协作这个概念，现任部门总经理的刘鼎哲深有感触。曾在日本就职于最大的信托银行-三井住友信托银行，一直深耕信托行业多年的他说，“市场、业务发展初、低级阶段，仅依靠单兵作战能力还是可行的；但随着交易复杂性和规模性的倍数级增加，单打独斗实现成功的概率会愈来愈低。从另一角度看，这也是小农经济和规模化经济的根本区别。”

这个团队在建立之初也深入贯彻了技能互补，团队协作的原则。在刘鼎哲看来，作为团队负责人，最重要的工作之一是如何合理制定每个人的角色扮演。主要是两个方面：首先，强调团队内部信息的共通性，即避免单打独斗，同一个项目一定要有两三个人进行分工协作。一方面是为了合理安排项目推进流水线设置，另一方面也好实现职能角色的备份。另外，借用团队中唯一一名90后，也是新加入的小姑娘孙文思的快人快语，“不能只有他一个人擅长，你也得擅长”，“你不参与这个项目，不代表你就有说自己不了解的权利”。自己没有具体执行的项目仍然需要知晓概要情况，这样的信息沟通可以促进团队每个成员查漏补缺，快速成长，也是团队内部OJT的重要方式。

马云先生曾经提到员工离职的原因，说只有两点最真实，“1. 钱，没给到位。2. 心，委屈了。”历来，利益分配不均都是任何团队离心离德的大忌。在这个上面，团队也有着自己的考量：一切按照对团队能力的提升和贡献度来划分。对此，刘鼎哲举了个例子说明：有三个项目，有一个项目非常赚钱，有两个没有那么赚钱，但为什么还要做？因为，有的快速赚钱的项目属于“狩猎型”的，干完不一定还有下一单。但有的项目却是“农耕型”的，春耕秋收，一步一个脚印，对团队更长远的发展和配合有着巨大的作用。所以，在利益分配上，也不存在谁执行了最高收益的项目谁就分的最多，这样对一个团队以及单个成员的长期发展来讲是不利的。毕竟，有的项目繁复有的项目简单，短期内的“性价比”有高有低，但对于团队来说，都非常必要，为人做事，不能目光短浅。绩效评价中一些重要的参数恰如烹饪中的“盐”，看着不起眼、容易被忽略，食材再好离了盐也难成佳肴。

真正意义上的团队精神，均以一定的能力作为基础。因为团队不是单纯意义上的集结，而是优势资源的整合与发展。“所谓的成长，就是虽然大家在不同阶段扮

琼·卡扎巴赫与道格拉斯·史密斯合著的管理宝典《团队的智慧》曾对团队有这样的诠释——“团队就是一群拥有互补技能的人，他们为了一个共同的目标而努力，达成目的，并固守相互间的责任。”

演不同角色，但每个人都能熟能生巧，循序渐进，协同发展，才能实现长足的进步。”刘鼎哲有着对团队如此的的期盼。

如果说，团队的领导者负责团队的顶层设计，领导团队成员一起构筑团队的愿景、目标、运作规则、团队文化，并培养共同价值观；那么就如一艘船的行驶一样，不仅需要指明灯，团队配合也同样需要枢纽的存在，起着承上启下的作用。

## 靠谱骨干三人组

杨帆和高戈目前在团队中扮演者项目承接、对内跨部门合作和对外客户的沟通的工作，团队中接到的每一个项目都要经过他们的手，进行项目排期。

高戈是从南大商学院实习生时代就同刘鼎哲在一起合作了6年的“老”搭档，她回忆起第一次面试时的情景，“讲着一口东北口音，提问咄咄逼人，十分“彪悍”，但接触下来却是一个十分细致周到的人”。一起暴风骤雨般的工作几年下来，当年的懵懂新人已经“茁壮成长”为狼性十足的职场丽人，工作状态基本“年中无休”，周末大半时间也都忙于加班。辛勤的付出当然也收获了累累的战果，从业以来资金池、公益信托、美元债、跨境投资等各时间阶段信托行业的创新热点都在她的手下从设想变为现实。“高戈的工作热情反向让我深切感受到了压力，觉得自己作为团队长仍然努力不够，不敢有丝毫懈怠”，刘鼎哲发自内心的评价道。

“领导力的衡量不是你本身，是你的团队能走多远”，这是杨帆对团队凝聚力的理解。眼前这位身穿蓝色西装，带着金丝眼镜，讲话条理清晰，逻辑缜密的86年南京小伙，在团队内部却有着“桀骜”的雅称。

“我们沟通方式强调不藏着掖着，这一切是因为我们更在乎效率。即使关于项目有争执，但这也是完全不带入任何个人情感和偏见的，大家的目标只有一个：解决问题。”杨帆笑着解释道，因为每个人都受着自身认知的局限，对事情都有一面的认知，唯有相互配合且不断更新原有知识体系才能走的更远，这一点团队成员人人平等，三人行必有我师，充分贯彻。“高效沟通”建立在团队内部充分信任的基础上，反过来又更加强了我们团队的凝聚力，让大家都为共同的目标而奔跑。“当然对客户，那是不一样的，都不只是春风化雨般和煦啦。”杨帆后来又补充道。

和上述两位不同，南京大学企业管理学院毕业的夏忠慧，却相对的内敛含蓄一些。他的角色更多是在“拼执行”，从具体的项目工作执行和案头工作的辅助，以及对团队新成员的指导和任务分配。他扮演的是杨帆、高戈和其他团队成员的桥梁。“每个人都得放弃一部分，但也同时承担更多的压力，因为同伴把后背交给了你”这是夏忠慧对团队合作的感触。

虽然三位对团队合作的理解稍有不同，但是对一件事却有着出乎意料的默契，

第一排：刘鼎哲；第二排从左到右：曹铮、李梦遥、高戈、孙文思、杨帆、夏忠慧

即，靠谱——无论项目涉及资金有多少，也无论能不能做成，我们都会尽最大的努力和诚心，让客户可以感知到并留下深刻的印象，这是我们一定要做到的事情。

## 快速蜕变三人组

讲到蜕变，在团队中没有人比刚加入团队的1993年生的小姑娘孙文思更有发言权了。孙文思是在2014年夏季先来这个团队实习，毕业后就留了下来。“刚来的时候，知识储备不够，工作不免会手忙脚乱对事情安排不当，还好挺过了那段日子，现在可以为队友提供支撑，甚至紧急插入某一个项目运转起来了。” 孙文思一头齐耳直发，一身职业套装，稍显稚嫩的面庞，眼睛里却焕发着自信而想往的神采。

孙文思，曹铮和李梦遥的工作主要以项目执行为主，从前期的交易结构，交易报告和各种材料的收集，以及对公司内部项目立项、评审、发行乃至出差等诸多流程性系统事物都由他们三位协同配合完成。期间，孙文思作为其中唯一的女生，心思比较细腻，诸多流程事物都由她一个人承担，因为这样更加节省团队时间，提高效率。“作为93年的小孩，孙文思是一个非常懂得付出的团队新人，很难得。”高戈这样赞赏道。

曹铮作为一名厦大英语系毕业、留美归来的“海归”，有着突出的语言优势。在项目执行层面，但凡涉及到跨境的项目，所有的合同文件资料以及和境外合作机构的沟通，第一层都会由他来承担。曹铮也曾在上海的一家金融机构间隔性工作过一段时间，之所以放弃上一份工作，是因为“不能过安逸的生活，需要职业上的刺激，摆脱“舒适圈”，而这个团队可以让自己不断的成长和进步。”

南大数学系出身的李梦遥，作为一名理工男，在团队中

弱化个人表现，培养出色的团队。个人想要获得成绩，必须牢记一个原则：我们永远不能将个人利益凌驾于团队利益之上，团队因为个人的贡献取得成功，而个人也必将受益其中，这亦是保证个人成功的最主要因素之一。有共同的目标，互相扶持，透明沟通，恐怕这就是这个团队业绩突出且迄今零流失率的重要原因吧。

担起了“最吃苦耐劳”的美称，因为大批量的机构间合作足迹踏遍全国主要城市。“光是包头，2015年下半年每周至少往返一次。每天最晚一班飞机过去，最早的一班航班飞回北京来。“还差4次就可以直升航空公司金卡会员了”李梦遥笑着讲到。

不过论飞行距离和时间，团队领导人刘鼎哲也同样是以身作则。他今年一共长途出行百次以上。而且，基本每次都是做清晨最早或当日最晚一班的航班。更重要的是，深知投行人“空中飞人”特性的刘鼎哲早早在团队内部立下了一个规矩，即 “所有花费在交通工具上的时间尽量避开工作时间”。因为，许多项目都需要及时的沟通协调，面对客户更需要全身心的投入，每一个人必须保证公司的工作时间内通信方式是畅通的。你自己手中的案头工作很多时候只能是别人休息时间去做。这是这个7人团队迄今一直遵守的内部重要守则。

## 一次全员紧急配合的出动

2016年3月中旬，团队突然接到某个交易条件相对优厚的项目，但需要在短短2周时间便要放款成立。在如此紧急的情况下，刘鼎哲带领全员协同公司内中后台各部门，调动一切可以调动的资源来主攻该项目。在中后台领导及同事的支持下，前期推进非常通畅，但在评审会通过后，因监管政策的不透明和不确定性，项目在后续具体执行初期遭遇了一些困难，需要在深圳中证登进行窗口沟通。而“天阴偏逢屋漏雨”，当时深圳正遭受台风，所有航班都飞不进去，团队的李梦遥临时火车站票连夜奔袭深圳，而杨帆在公司内部分秒必争的推进项目后续成立确认要项，高戈、曹铮甚至一天往返三个城市，和项目合作各方进行交涉及合同的签署。每一个团队成员都高速运转起来，但从没有人抱怨，因为大家都明白为了什么。对于团队整体而言，这个项目不仅验证了小团队的集体战斗力，更让团队体会到了公司大团队前中后台并行协作的巨大威力，让不可能成为了可能，对于大团队和小团队的协作必要性有了更加深刻的认识。

弱化个人表现，培养出色的团队。个人想要获得成绩，必须牢记一个原则：我们永远不能将个人利益凌驾于团队利益之上，团队因为个人的贡献取得成功，而个人也必将受益其中，这亦是保证个人成功的最主要因素之一。有共同的目标，互相扶持，透明沟通，恐怕这就是这个团队业绩突出且迄今零流失率的重要原因吧。

一滴水飘不起纸片，大海上才能航行轮船和军舰；一棵孤树不顶用，一片树林挡狂风，这就是团队精神力量的直观表现。团队不仅仅意味着高效和积极性，也不仅对隶属于其中的每一个个体都提供了自我实现的可能，更重要的是，在这里大家各尽所长、团结合作、配合默契，协作的工作氛围使每个队员都可以找到自己的那份归属感。

团队的力量从来始于众志成城。

从左到右：周平、李铭、陈琼、张茉、张珂；中间上：陈杨

# 一群坚持信仰与职责的女法律人

## ——记法律合规管理三部

在西方有这样一句格言："法律必须被信仰，否则它将形同虚设。"没有信仰的法律将退化成为僵死的教条，所以法律要被执行、被运用，就需要有一群对法律有信仰的法律人。在中国民生信托的大家庭里就有这样一群法律人，她们有着最执着的法律信仰，她们低调又内敛，她们勤奋又专业。从部门成立至今一直默默无闻地耕耘着，为公司的成长、壮大贡献出自己最大的力量。是的，这就是我们的法律合规管理三部，一群坚持信仰、努力奋斗的女法律人。

## 专业的法律人团队

法律合规管理三部，作为法律合规管理总部的二级部门，是根据公司今年五月下发的《关于调整公司机构设置的通知》、《关于公布公司各部门职责及人员组成的通知》等相关文件的规定而建立。目前主要负责处理不动产投资管理总部、房地产基础设施总部、工商企业总部等三个部门的法律合规事务。部门成员目前包括：陈琼、李铭、周平、张茉、张珂及陈杨。

**陈琼：**部门总经理。二十余年的法律事务从业经验，具有法律职业资格、基金从业资格等。曾先后就职于中国泛海法律事务部、风险控制总部。在2013年1月公司成立之初由中国泛海调任而来，目前主要负责部门内部总体工作安排、工作质量控制。

**李铭：**法规专业总监。毕业于中国人民大学，经济学硕士/法学学士，十余年的法律事务从业经验。具有法律职业资格，基金从业资格，证券从业资格及期货从业资格。曾先后就职于多家外商投资企业和律师事务所，主要从事公司法律事务、信托、企业债券发行、银行间市场各类金融工具发行、IPO、融资租赁及企业并购等投融资专职法律服务工作。入职本公司前曾就职于中融信托法律事务部，专职从事信托法律合规审查工作。2013年9月加入中国民生信托，目前主要负责项目评审、合同审核等工作。

**周平：**高级法规经理。毕业于中国政法大学，法学硕士，八年金融法律服务经验，具有法律职业资格。曾先后就职于北京市洪范广住律师事务所、国浩律师（北京）事务所，主要为银行项目评审、债券发行、保险公司债权投资计划、信托产品、资产证券化产品等提供专项法律服务，曾服务于平安信托、中诚信托、建信信托、北京信托、百瑞信托、中建投信托、交银国际信托等多家信托公司。2015年4月加入中国民生信托，目前主要负责项目评审、合同审核等工作。

**张茉：**高级法规经理。毕业于北京化工大学。具有五年投融资经验和三年信托法律合规经验，曾任职于中国泛海控股集团投资管理总部，负责协调集团内部资源，优化集团内部资产配置，从事集团的投融资项目及项目的管理与维护。2013年1月加入中国民生信托，公司筹备期间，负责梳理公司各项制度、项目流程及制定合同范本。目前主要负责证券投资、定向增发、私募股权投资、股票质押、房地产类业务的合规审查以及相关业务的合同文本审核。

**张珂：**法规经理。毕业于暨南大学，法律硕士，四年金融法律服务工作经验，具有法律职业资格，基金从业资格，证券从业资格。曾任职于北京市君泽君律师事务所，主要为信托公司、证券公司、保险公司及基金公司等金额机构的信托项目发行、金融及企业债券发行、新三板上市、企业的并购重组等提供专项法律服务。2016年1月加入中国民生信托，目前主要负责法律合规管理总部的各类综合事务。

**陈杨：**法规助理。2015年毕业于中国政法大学，法学硕士，具有法律职业资格，已通过证券从业和基金从业资格考试，硕士期间曾在最高人民法院、中国银监会、环球律师事务所和民生信托实习，2015年10月加入中国民生信托。

## 勤勤恳恳、默默耕耘

作为中国民生信托若干中后台团队中一支，法律合规管理三部自部门组建以来一直保持着法律人应有的认真与严谨，一丝不苟地完成前台业务部门上报的项目审查工作。据统计，2016年5月-11月，法律合规管理三部共受理141个项目，审查278个项目，审核1,549份合同，完成61个项目的报备，处理259个后续流程。每一个项目从申报、评审、报备、成立等各个环节，既有前台业务部门的努力，也有中台部门的付出。作为中国民生若干中台部门之一，法律合规管理三部，是从合法、合规性的角度来审核项目，并制作项目配套的相关法律文本。虽然，在项目的某些问题上，因我们与业务部门关注的焦点不同而存在某些分歧，但我们最终目的是一致的，即项目合法合规落地，项目运行平稳，并实现顺利退出。

除项目评审外，根据公司业务发展的需要，法律合规管理三部协同法律合规管理一部、二部共同完成了公司合规制度的拟定及更新。本年度内修订的制度包括：《外聘律师管理办法》及《合同管理办法》；新增的制度包括：《机构

内部交易记录管理办法》《私募投资基金业务保密管理办法》《外包服务管理办法》及《关联交易管理办法》。此外，为规范公司信托业务，增强公司从业人员守法合规意识，法律合规管理三部还配合完成了各类信托业务的法律法规汇编。本年度内编纂完成的法律法规汇编包括：《私募投资基金主要法律法规及文件汇编》、《新三板法律法规及文件汇编》、《非公开发行股票主要法律法规及文件汇编》、《上市公司股票质押融资相关重点法律法规及文件汇编》等共计14套。同时，根据监管部门对于信托公司开展各类业务的合规管理要求，法律合规管理三部还配合梳理了公司信托业务及基金业务中的合规要点、注意事项及违反相关合规要求所应当承担的法律责任等相关法律法规并编纂完成了《公司合规手册》向公司全员发放。

此外，结合公司目前的重点业务方向，尤其是在境外设立的SPV公司数量日益增加、地域逐渐扩大的现实情况，法律合规管理三部协同完善了公司外聘律师入库制度，包括："境内非诉业务律师库"、"香港地区律师库"和"BVI及相关地区律师库"。同时，针对公司项目在后期履行过程中发生的争议或纠纷，部门第一时间进行了反馈，并跟踪处理。

## 把握现在、开创未来

立足现在、展望未来，法律合规管理三部对下一步的工作也提出了更高的目标。

一方面，为服务公司业务转型及新业务开展需要，法律合规管理三部的全体成员须快速成长并不断提高自身的专业能力，对拟开展的各类业务尤其是创新业务，要具有前瞻性的判断。因此，专业能力的提高是重点目标。能力、水平的提升途径有多种，而不断地自我学习、自我研究是专业水平提高最基础的保障。

另一方面，为更加快速、高效地推进前台业务部门申报的项目落地，加强与业务部门间的沟通交流是极为有效的方式、方法。虽然"法律"、"法律人"总给人以一种"冷冰冰"、"难沟通"的感觉，但作为中国民生信托整个风险控制体系中重要的一环，部门成员正以更加开放健康的心态加强部门内部之间、中后台审查部门之间、前台业务部门之间的沟通交流，以化解交流中的障碍，为项目的推进最大限度地节约时间成本。

最后，鉴于目前监管尺度趋严的现状，部门成员需要开拓思路，在严守合规底线的前提下，积极对交易结构设计安排提出建议，为公司转型发展提供专业化的法律支持。

信托公司的法律合规管理部门是一个堆积了成千上万个项目，合同标的金额涉及十亿、百亿甚至是千亿合同的部门，它需要的是一群极其细致、严谨、任劳任怨的法律人，我们的法律合规管理三部就是这样一群努力奋进的法律人。虽然工作的性质要求我们必须做到百分百的认真、严谨、细致，然而生活中的我们依然还是一群朝气蓬勃、善良美丽、享受生活、热爱工作的可爱姑娘。

# LIFE

56 镜头中有灵眸的闪现
文 | 吴斌

59 弄堂里的葱油饼
文 | 钟杰

# 镜头中有灵眸的闪现

文 | 吴斌　董事会办公室 / 部门副总经理

吴 斌

为丰富公司文化生活，为员工提供展示艺术才华的舞台，公司于近期举办了“中国民生信托2016年金秋摄影大赛”。此次活动得到同事们的积极响应，共收到作品200余件，根据稿件的数量和种类，分为相机风景组、相机其他组和手机组三个组别。公司邀请了三位有专业摄影水平和鉴赏能力的领导和一位摄影家协会会员作为评委对作品进行评审，经过综合网上投票和专业评审团的评选，共选出一等奖12幅，二等奖20幅，三等奖32幅。我们将在内刊中陆续刊登一等奖获奖照片。本文的作者吴斌，是此次摄影大赛的风景组和个人组的一等奖获得者，想必他对摄影有着独到的见解。

**相机风景组一等奖**

吴　斌　《浦江风云》
李潇萌　《彩虹》
崔华娟　《上帝之光》
段雯彦　《武功山》
胡玉婷　《秘境》

**相机其他组一等奖**

吴　斌　《喜获丰收》
齐　奕　《天光普照》

**手机组一等奖**

杨大宇　《天路》
冯　凌　《甜》
李　薪　《静谧》
郑怡宣　《打翻了的颜料盒》
吴雨晴　《别有洞天》

一个摄影达人对我说，其实摄影很简单，只需掌握些许的知识和技术。譬如懂一点：景深、焦距、光比、主体、陪体、黄金分割、对角线、地平线、多重曝光、虚化背景、快门优先、光圈优先、透视度、色相、饱和度、高感、噪点、虚化、锐化、脱焦……哦？你脸色怎么灰度增加了？我飞起一脚，踢翻了这友谊的小船。

又一个摄影达人对我说，其实摄影很简单，只需拥有些许的设备和场景。譬如你有一只哈苏或徕卡，可以去布拉格邂逅音乐之都，去普罗旺斯看薰衣草花海，去马尔代夫感受阳光沙滩，去墨西哥体验神秘玛雅……没有等他叨叨完，我就把他拉入黑名单删了好友。

实在听不懂这厮在聒噪些甚么，洒家提着一兜子菜还得回家做饭呢，猪肉和大蒜可又涨价了。街边有两只猫在打架，掏出手机咔嚓拍了一张，发表在朋友圈上，也引来点赞无数。

于是竟然也有朋友问我怎么才能拍出好照片。我反问，你心中啥样的照片叫好照片？通常，一个反问句加一个谜之微笑，就能装出高深的样子。其实我哪里懂得摄影，我用的机器都是尼康D90或者佳能60D这种大路机，年少时刚时兴单反，也买过两本摄影教材，但基本上止步于目录第二页，我从来都不懂技术。比如，我没法子向你讲清楚用光，我自己也搞不清平行光、暖光、侧逆光、侧顺光，反正没有雾霾时的白昼洒满了阳光。单反相机上有一个键，叫AUTO（全自动模式），我用的可熟练了。你说你不信，说看我在照片里用“黑背景”技法拍摄出娇嫩透明的花朵，你说你也要学如何掌握好点测光和快门。好吧，我承

认，其实我也不掌握“黑背景”技术，我只是在花朵的后边挡了一把黑色雨伞。

除非你要把摄影做成一门安身立命的营生，否则大可不必计较“会不会”的问题。一般而言，评价艺术摄影作品的三要素是：技术质量、个人风格、创作想法。技术质量是个逐步提升的过程（无论是学技术还是烧镜头）；个人风格是专业摄影师追求的方向；创作想法说高也高的很，说低也只有它不设门槛，有思维就能有创作。也许你会说，你看人家那谁，又有技术，设备还好，羡慕的紧。其实，你缺少的只是努力尝试。

讲个故事吧。早些年我参加一个法律界高峰论坛，主办方请了俩摄影师，一位空军的，一位人民画报社的。我就注意到，空军老师每次都是搂着自己的机器，有人发言就过去给照上两张，然后继续搂着机器靠一边；报社老师则不然，对每个发言人都前一张后一张的拍十几张。茶歇的时候和报社老师攀谈原委，报社老师说，那位空军老师是搞航拍的，本身水平较高，更关键的是他抱着的那架机器，价格是咱这台机器的十几倍，他舍不得费快门，故此拍的少，而咱不想输于他，必然要通过多拍几张，来弥补设备的不足。最后他说出一个诀窍：只有多拍，才能挑选出更好的照片。

当时进入职场不久的我很受激励，认识到无论是拍照还是做别的事，如果自身条件不是特别出色，你不妨努力多做一些，还是可以弥补一些不足，依旧能够取得不错的成绩。

往往看人家的作品时，你只有机会看到结果，你有没有想过这个作品背后所承载的坚持和故事呢？举个例子说吧，我拍摄过一片黄叶（作品名《一叶知秋》），就是在一次赏秋散步的时候，感觉阳光映在落叶上很美，一时兴起，随手找了片叶子固定好，逆光反复拍了几张。手边没有微距镜头，就用普通相机，光线掌握不好，就靠多角度的尝试。你看到的这张一叶知秋，除了裁了尺寸，剩下的基本没动。也许你现在觉得拍得还有点意思，如果当时你看见一个人端着一破相机在其实并没有太多落叶的土坷垃地上一会儿

《一叶知秋》

匍匐一会儿翻滚，你肯定会想，这人，有病！

教科书上会告诉你，人物摄影要拍出人物的气质，人物的面部表情，人的运动体态，人生的酸甜苦辣。风光摄影就要等待独特的光线效果，拍出风雪云雨的变幻，软水硬山的质感，日出日落的霞光，天水一色的意境。动物摄影就要拍出动物的灵性，环境的特点，背景的影衬，动静的变化，虚实的对比。想真正领会并落实到作品中，你得有生活，得有向往。视网膜中藏着底片，相机也可以是我们看世界的眼，当快门响起时，镜头中伴有灵眸的闪现。

《丰收欢喜》

《嘿，这局有戏》

《明湖印象》

有句话叫，只要心向往，无处不天堂。随处走走，到处都是可拍摄的内容。我有一个叫王凯撒的朋友说过一句话，I came,I saw,I photographed。用中国话说就是，我来啦，我看见啥，我就拍啥。当然，即便你在北京的家里哪儿也不去，透过窗外，也能拍个雾锁烟迷的好景致。

这张《丰收欢喜》是在木兰坝上拍的。当时附近有个收庄稼的大嫂，跟大嫂唠几句家常的时候，我恭维了一句，您戴的头巾挺好看的，大嫂哈哈直乐，露出一口整齐的大白牙。

这张《嘿，这局有戏》是在一个街角小花园拍的。一帮老年人围坐打牌，一位老先生喊了一声，哈哈，这一把有戏！这时，我就看到了拿牌老先生得意的样子和他身后观战的老先生既关注牌局又技痒的神情。

我喜欢拍风景照，就像哆啦A梦的传送门，透过照片有无限的天地和神往；我更喜欢随拍一些生活的场景，或许没有风景照唯美，但是人与人眼神的碰触，喜悦或伤悲的流露，更能引起心与心之间的情感共鸣。

照片是一段封存的时间，是一杯盛着韶华的酒，是一张穿越过往的通行证。如此说来，只要镜头中有灵眸的闪现，你拍摄地每一张照片都是“极好”的。

# 弄堂里的葱油饼

文 | 钟杰　上海财富中心 / 副总经理

说起上海人早餐爱吃什么，大家可能马上想到了上海南翔小笼包、生煎馒头以及四大金刚，可还有样美食的香味在我儿时的记忆中是从石库门弄堂里飘荡出来的。小时候的清晨，经常穿着拖鞋和背心去弄堂口摊位排队，老远的地方就能闻到那混合着酥油和小葱诱人的香味，排个十来分钟的队就能买到我最喜欢的早餐——葱油饼：劲道的面团裹着略带咸味的酥油，撒上点新鲜的小葱，用手掌不断按压并涂抹上食用油，等压成薄薄的饼状后就能放入炉内烘烤，按压力道和烘烤火候的把握需要师傅自己拿捏，没过多久，香气四溢的葱油饼就能出炉了，一口咬上去，呼呼，好烫，香脆的葱油饼混合着酥油的咸香以及小葱的味道在口中洋溢着满足与幸福的感觉。没有葱油饼的早晨，特别是晴朗周末的早晨总感觉会有那么些许遗憾。

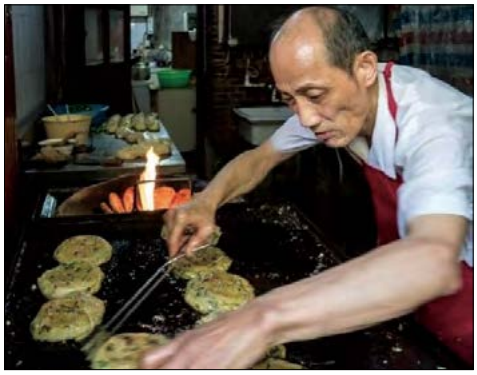
随着上海的飞速发展，石库门渐渐的少了，高楼大厦渐渐的多了，小杨生煎、永和豆浆以至于各种快捷早餐店铺的兴起使得上海人好像没有什么时间再去等待那需要十几分钟才能出一炉的葱油饼了，又或许是早餐的摊贩觉得卖葱油饼经济效益不高，总之细细想来，葱油饼的身影不知什么时候悄悄的从身边消失了。

可是，最近上海刮起了一阵葱油饼的风潮，结结实实让这个已经逐渐淡出人们视野的上海美食又火了一把。中央电视台、浙江卫视、凤凰卫视、台湾三立和BBC等电台都争相来访，采访的主角正是“阿大葱油饼”和其制作者阿大。一份普通的葱油饼为什么能吸引如此众多媒体争相采访呢？阿大葱油饼摊位位于上海茂名路，葱油饼摊就开在这老式居民楼一楼的天井里，阿大葱油饼店每天清晨6时开门，顾客却早在5时起排队，一般不等上四五个钟头根本买不上，每天只做300只饼，无论刮风下雨，阿大葱油饼摊位前总是

排着长长的队伍，门庭若市，久而久之，各家美食频道都争相报道，使得这个网红美食更红了。一炉葱油饼只有十个，制作过程需要二十几分钟，食客们等上几个小时买下一炉是家常便饭，后面排队的食客听到前面那位一拿十只总是会显得很沮丧，“又要等一炉了”、“喏，他一个人就要买十个”、“我很远过来的，让给我两个好伐啦”，食客们你一言我一语的边排队边调侃着，在这个狭小的弄堂里忘却了大城市的喧嚣和忙碌，在狭小的老式弄堂里仿佛又回到了二十年前。没买到的食客耐心的排着队，其实好像着急也没用，买到的食客在大家羡慕的目光下心满意足的边走边吃着。这，成就了茂名南路这条市中心繁华商圈里的一条独特的风景线。

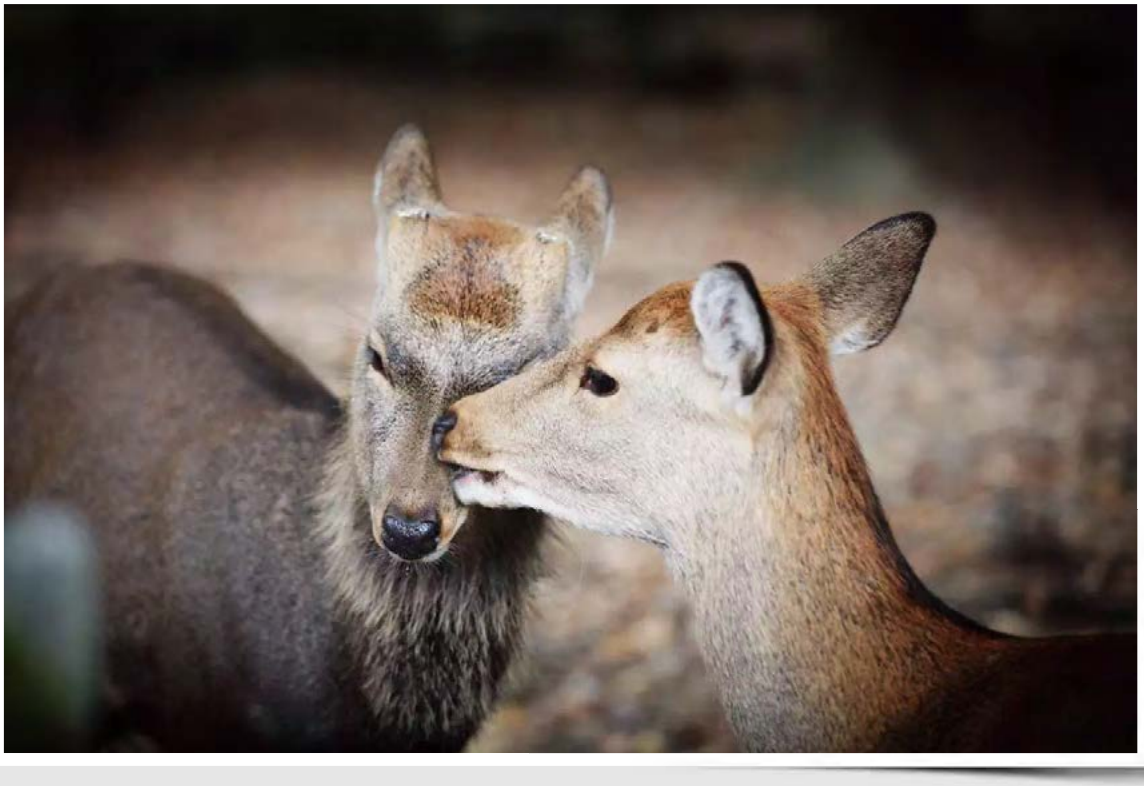
阿大葱油饼的走红，逐渐拉开了主人公阿大的故事，让大家了解了这位平凡上海人的辛苦历程。阿大从1982年就开始当学徒制作葱油饼，阿大之所以叫这个名字是因为他在家中排名老大，叫着叫着大家就不在乎他本名是什么了；阿大制作葱油饼的炉子是其用传统工艺亲手打造的，已经使用了几十年，定期自己动手保养和清理，他的说法是老炉子才能做出传统的葱油饼味道；阿大一周工作六天，他每天凌晨3点就要起床还是做准备工作，小葱要新鲜、面粉要劲道、酥油要正宗，天还没亮阿大就已经在为顾客的满意做着准备；而白天工作几乎都是站着的，长年累月如此导致其双腿静脉曲张的厉害，在镜头前他的双腿局部发黑，看着有点吓人；阿大有着很严重的驼背，做葱油饼时感觉都快贴到炉子上去了，大家都以为是三十几年弯腰做葱油饼做的，后来了解下来其实不是，背是他还只有十几岁时下乡学农时候伤的，年纪轻轻就遭受了脊椎严重侧弯的打击，本该风华正茂的岁月一直伴随着痛楚，自己的弟弟又不幸得了精神类疾病住进了医院，在种种打击后，生活还要继续，阿大在历经了消沉后还是站了起来，用自己的双手赢得了大家的认同。

阿大葱油饼是有什么新配方吗？好像没有，他卖的就是传统的味道；那是有很华丽的装修吗？也没有，可以说都没有铺面，就在自家天井架个炉子，用香味吸引着南来北往的行人；又或者是有很好的营销手段？每天就卖300只，卖完就收工，因为就阿大一个人，所以连给食客的服务几乎都谈不上；那他成功的秘诀在哪里呢？“我做的又不是航空母舰，没有什么秘诀，我只是认认真真做好每个葱油饼，用心去做，从不偷工减料，保证每个葱油饼的味道”，其实阿大在接受采访时已经给出了答案。是的，认真做一件事大家都懂，难得是阿大坚持了34年。之所以不开分店、每天限量只卖300只就是为了能保证食物的质量，阿大没有徒弟，300个葱油饼都是其亲手制作，因为他不放心交给别人，每次在饼上按压的力度、烘烤的时间都需要极致认真，力图让食客满意而归是他最大的心愿。



阿大葱油饼红了，阿大如果想获取更多的利润应该不难，可是他依旧亲力亲为、拒绝走加盟店模式，对葱油饼严苛的质量要求是他所追求的，这不就是大家所追寻的工匠精神吗？上海已经成为了世界大都市，繁华的夜景带来的更多是浮躁的气氛，能够静下心来只做一件事并做到极致确实不易。阿大带给我们的不仅仅是令人回味的葱油饼，更是他的专注，他的坚韧以及他对人生的态度。

《天光普照》 / 齐奕　公司办公室 / 高级品牌经理



《甜》 / 冯凌　公司办公室 / 机要经理

民生信托2016年金秋摄影大赛获奖作品：《秘境》　　摄影：胡玉婷

中国民生信托
CHINA MINSHENG TRUST
至诚民生·至信守托

电话：010-85259259　传真：010-85259080　网址：http://www.msxt.com/　地址：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心C座19层　邮编：100005