

CHINA MINSHENG TRUST

www.msxt.com 至诚民生 至信守托

民生·传音

卢志强董事长以年度捐赠7.3亿元荣列2018中国慈善家榜第一名
中国民生信托：如何打造“主动管理型信托公司”

民生·点经

“新监管”下的信托风险管理
——资管新规影响兼谈风险应对措施

民生·团队

结构金融部编年史

民生·人生

孩子的画，爸妈的话（第二季）

CMT

中国民生信托

连续两年获评A级信托公司

获评2018年度中国优秀信托公司

获评2018先锋高成长信托资管业务奖

第四届中国海事金融牵星奖“开拓奖”



夏季刊

NO. 02



2018年第2期 总第012期

编委会

编委会主任: 卢志强

编委会委员: 李明海 张博 王彤
林德琼 裘骆红 赵东
田吉申 李永平 徐棣
覃西文 马勇

编辑部

主 编: 李永平

执行主编: 齐 奕

责任编辑: 陈同同

编 辑: 贾惠捷 席 曦 徐梦露

邮 箱: chentongtong@msxt.com

电 话: 010-85403127

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17~19层

上海财富中心

上海市黄浦区中山二路88号
外滩SOHO C座25层

重庆财富中心

重庆市江北区江北嘴聚贤岩广场9号
国华金融中心2502室

南京财富中心

南京市鼓楼区汉中路2号
金陵饭店亚太商务楼34层

济南财富中心

济南市市中区
山东商会大厦B座2301

武汉财富中心

湖北省武汉市江汉区云彩路
泛海城市广场18层

成都财富中心

成都市东御街18号
百扬大厦2303室

大连财富中心

大连市中山区人民东路52号
大连民生国际金融中心
写字楼22层

天津财富中心

天津市河东区海河东路218号
渤海银行大厦一层南区

深圳财富中心

广东省深圳市福田区福华路355号
皇庭大厦46层

广州财富中心

广州市天河区珠江新城珠江东路6号
广州周大福金融中心49层

杭州财富中心

杭州市江干区五星路185号
民生金融中心B座10层

厦门财富中心

厦门市思明区鹭江道100号
财富中心6楼



民生·传音 VOICE



P09



P10



P12

封二

中国民生信托连续两年获评 A 级信托公司；获评 2018 年度中国优秀信托公司；获评 2018 先锋高成长信托资管业务奖；第四届中国海事金融之星奖“开拓奖”

05

中国民生信托：如何打造“主动管理型信托公司”

文 | 殷洁

大资管行业在几年的狂飙突进之后，迎来去杠杆、去通道、去刚兑为特征的严监管。今年以来，监管部门加大对信托业通道乱象的整治，督促其回归本源。信托公司纷纷表示提高主动管理能力。

根据68家信托公司2017年财报，目前主动管理型信托业务占比超50%的信托公司仅有12家。但复业仅五年的民生信托主动管理型业务占比达76%，居于行业领先水平，成为最具代表性的“主动管理型信托公司”之一。

09

- 卢志强董事长以年度捐赠7.3亿元荣列2018中国慈善家榜第一名；泛海公益基金会位列2018中国基金会榜（非公募）第6名
- 2018中国改革论坛暨中国民生信托五周年活动成功举办
- 中国民生信托五周年系列活动之“回顾与展望”主题座谈会成功举办
- 中国民生信托连续两年获评A级信托公司
- 喜讯：中国民生信托新获QDII投资额度
- 中国民生信托获评2018先锋高成长信托资管业务奖
- 新策略 新动力 战略转型赢未来——中国民生信托2017年报概览

民生·点经 VIEW

16

“新监管”下的信托风险管理——资管新规影响兼谈风险应对措施

文 | 陆英芳

与前期的征求意见稿的内容比较，正式稿在部分细节的设定上有所放宽，将过渡期的设定延长至2020年，给予金融机构以充足的调整和转型时间，表明监管机构在坚定整治大资管业务金融乱象的同时，有序压制非标存量规模，避免断崖式下跌对金融经济产生系统性风险，呵护金融市场平稳发展的意图。整体来看，功能监管、统一规制、平等准入、促进资金脱虚向实等监管理念渗透在资管新规的字里行间。

20

《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》解读

文 | 马勇 方玉红

对于信托公司来说，资管新规只将资金信托纳入了监管范围，关于非资金类管理财产信托的规定将会在各相关监管部门的配套细则中予以明确。管理财产信托具体指以动产、不动产、财产权及其财产组合等非资金作为受托财产设立的信托。

24

资管新规让信托的“信”由名转实

文 | 徐丽雯

2018年4月27日，在征求意见稿发布五个月之后，经国务院同意，《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》（以下简称“资管新规”）正式颁布。对各资管机构而言，意味着新的监管格局的到来。信托公司作为资管行业的中坚力量，也终将迎来属于自己的崭新时代。

26

回归资管本源——迎接资管新时代的到来

文 | 尹卓

改革开放40周年之际，资管新规如期而至，它的出台有鲜明的时代感，其措施也有很强的针对性。可以预见，无论是对资本市场还是实体经济，新规落地产生的脉冲式冲击，也许很快就会过去；然而，它对于金融机构的深远影响，可能才刚刚开始。

32

基于“真绝对收益”理念的投资研究框架重塑

文 | 胡斌

绝对收益与相对收益是在投资回报考核中可谓泾渭分明。相对收益秉持跑赢市场、战胜同僚的理念，切近于“人性”的自然需求；而绝对收益力求摒除市场和竞争对手的影响，追求恒定而客观的收益水平，更多蕴含的是“理性”的思想与智慧。

随着2014-2015年上半年A股赚钱效应的快速膨胀，奉“绝对收益”为圭臬与旗号的证券投资私募基金迎来了一次寒武纪式的爆发繁荣。但事实上，市场对私募基金的主流评价方式依旧是相对业绩排名，而一旦被排名所裹挟，很容易落入追求“战胜对手”的相对思维陷阱，造成投资原则与交易动作的扭曲。



P41

36

2017年信托公司净利润特征与影响因素分析

文 | 方玉红

2017年年报显示，68家信托公司净利润总额为640.4亿元，同比增长4.5%。净利润是衡量信托公司经营业绩的主要指标，对净利润特征及其影响因素进行具体分析可以为信托公司经营决策提供一定参考。

民生·团队 TEAM

41

结构金融部编年史

万物生发，由小而大；星星之火，可以燎原。经考证，结构金融部的名字发始于2014年，当时是在易总、覃总带领下的一个大的业务部门，名曰：“结构金融总部”，后部门调整、业务转型，结构金融总部易名为“资本市场总部”，结构金融部作为一个二级部门保留了下来。此文仅指美女宋雪领导的结构金融总部，如有雷同纯属巧合。



P45

45

拨云见月 趋利避险 投研联动 侠之大成 ——记风险管理总部投资（固有）业务评审部

团队六人，集前辈经验之光华，汇新人智慧之灵气，性格迥异，却戮力同心。部门负责人陆英芳自团队中起，勇挑重担；团队初始成员游丽佳、孙晓婷深耕领域，不变初心；贾晋、樊凡、李想携各自之芳华于2018年欣然加入。



P49

民生·人生 LIFE

49

孩子的画，爸妈的话（第二季）

编辑 | 齐奕

2017年夏季刊，本刊编辑部制作了《孩子的画，爸妈的话》的专题，受到了公司内外广泛的好评，不论是孩子的作品还是为人父母的心情都让大家感同身受，今年又逢儿童节，特此献上第二季。

News

VOICE

民生·传音

- 05 中国民生信托：如何打造“主动管理型信托公司” 文|殷洁
- 09 卢志强董事长以年度捐赠7.3亿元荣列2018中国慈善家榜第一名；
泛海公益基金会位列2018中国基金会榜（非公募）第6名
- 09 2018中国改革论坛暨中国民生信托五周年活动成功举办
- 10 中国民生信托五周年系列活动之“回顾与展望”主题座谈会成功举办
- 11 中国民生信托连续两年获评A级信托公司
- 11 喜讯：中国民生信托新获QDII 投资额度
- 12 中国民生信托获评2018先锋高成长信托资管业务奖
- 13 新策略 新动力 战略转型赢未来——中国民生信托2017年报概览



中国民生信托： 如何打造“主动管理型信托公司”

文 | 殷洁

本文刊发于《财经》2018年第15期

截至2018年一季度末，全国68家信托公司受托资产规模为25.61万亿元，为近两年来首次负增长。其中，以通道业务为主的事务管理类信托规模为15.14亿元，较2017年末减少5044亿元，尽管占比仍接近60%，但扭转了自2014年以来占比不断上升的局面。

大资管行业在几年的狂飙突进之后，迎来去杠杆、去通道、去刚兑为特征的严监管。今年以来，监管部门加大对信托业通道乱象的整治，督促其回归本源。信托公司纷纷表示提高主动管理能力。

根据68家信托公司2017年财报，目前主动管理型信托业务占比超50%的信托公司仅有12家。但复业仅五年的民生信托主动管理型业务占比达76%，居于行业领先水平，成为最具代表性的“主动管理型信托公司”之一。

2014年，民生信托总裁张博就明确提出，监管给信托牌照赋予的功能，恰是最明显的“投行”，而不是商业银行的附庸。在2016年，民生信托确立了“投资银行管理型金融机构”的战略定位。2018年5月30日，合格境内机构投资者（QDII）额度的审批时隔三年重新开闸。民生信托获得6000万美元的额度，这是继2016年9月18日获得QDII资格后，在QDII投资领域取得的实质性进展。民生信托方面表示，这反映了监管机构对其主动资产管理能力的认可。

五年两次转型

民生信托转型，是公司远见的主动选择，也是行业环境所驱。在转型之路上，年轻、存量负担小的民生信托的确有一定的后发优势。



2012年,中国泛海控股集团有限公司参与中国旅游国际信托的重组,并成为其控股股东。2013年4月,中国旅游国际信托投资有限公司正式更名为中国民生信托有限公司,重新展业,是现在68家信托公司中最年轻的一家。五年间,民生信托的品牌从无到有,实现了稳健且快速发展,在业务规模、收入、利润、ROE等核心指标上,从行业末位跻身至上游行列。

民生信托成立之初,信托行业仍以通道、房地产和政府平台融资这传统的“三驾马车”为主。“躺着赚钱”并可做大规模的通道业务,更是信托业务的半壁江山,新生的民生信托也不能免俗。数据显示,2013年底,民生信托的通道类业务占比达76%。

但也是自2013年开始,三驾马车业务已初现疲态。2014年,就任民生信托总裁的张博指出,传统“三驾马车”、尤其是通道业务绝不可能成为信托公司长期赖以生存的竞争力。

实践很快证明了民生信托选择的正确性。随着券商资管、基金子公司等的加入,信托公司的通道业务很快成了“赔本赚吆喝”,通道业务收益率一路下跌,通道乱象丛生背后“资金空转、脱实向虚”的问题也引发了监管的关注;2015年以来,房地产与地方政府融资业务也呈现快速萎缩趋势。

五年间,民生信托已经完成了两个阶段的转型,形成较合理的业务结构。第一阶段是用三年时间,实现事务管理向主动管理转型。2013年、2014年民生信托事务类规模占比分别为76%、57%,2015年民生信托全力将重心放在主动管理信托业务上,当年度实现主动类规模超越事务类,占比57%。

第二阶段转型,则是从商业银行附庸转向最有价值投行,让创新型投行、资管和证券投资业务成为主角。

在信贷融资类业务中,商业银行一直是主角,房地产和政府平台的大多数优质客户被银行占有,信托公司多是商业银行的附庸。但2015年下半年,民生信托再次提出业务转型,“宁与券商争投行,不与银行争信贷”,以“投资银行管理型金融机构”为战略定位,确定了“投资、投行、资管、融资、财富”五大市场定位。

经历2016年“转型发展年”,截至目前,民生信托已形成八大业务条线,包括资本市场、资产管理、不动产投资管理、船舶投资管理、投资银行、房地产基础设施、工商企业、消费金融。

经过两年发展,2017年创新型投资业务占民生信托业务规模的44%,收入占公司总收入的64%,成为业绩贡献的最大主力。资本市场总部专注证券市场投资,资产管理规模和营收连续多年呈现倍数增长。投资银行总部在股权投资、跨境投资、并购等方面亦收获颇丰。资产管理总部主要发力债券等固定收益投资,在2017年实现管理规模的翻倍增长,在同业中较为罕见。

五年来,民生信托付出了极大的精力,打造专业化、多样化的投资管理团队。股权投资、债券投资、股票投资和船舶投资团队俨然是具有全行业竞争力的专业团队,并且为投资者提供包括传统债权、股票、债券、股权投资、实物资管、投行并购等丰富多样的资产。

坚持价值投资,穿越牛熊市

说起证券投资,普遍会想到券商与基金公司,很少有人会想到这是信托公司的核心业务。但民生信托证券投资类产品的表现,却足以与头部基金产品相比较。

2014年6月,民生信托成立了证券投资主动管理类信托业务为核心的结构融资部,即现在的资本市场总部前身。

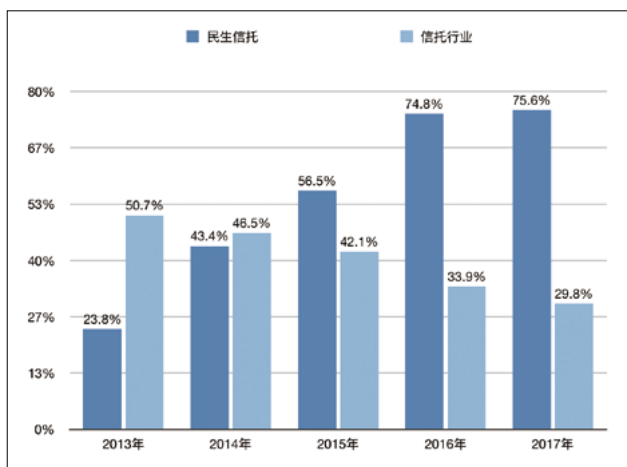
成立四年来,资本市场总部经历了中国A股市场2014年的急速泡沫化、2015年的“股灾”、2016年的“熔断”等,但其所创设的证券投资类产品却穿越市场的跌宕起伏,连续三年取得年化20%以上的投资收益,并将最大回撤控制在8%以内,2017年的最大回撤更是在4%以内。

在资本市场总部负责人看来,信托公司比其他持牌金融机构的考核机制更加灵活、优厚,在产品设计上,也更加灵活。也得益于灵活的考核机制,所以可以吸引更多优秀人才,实现价值投资与绝对收益的投资方向。

在证券市场,尤其是多年来备受情绪与概念引导的A股



图：主动管理型信托占信托资产规模的比重



资料来源：信托业协会、民生信托

市场，坚持价值投资与绝对收益的理念，是件难以知行合一的事情。但民生信托证券投资团队却用四年的坚持，证明价值投资可以穿越A股的牛熊市，取得稳健、可观的回报。

企业的基础估值、生命周期估值和情绪估值构成了标的企业的最终估值。资本市场总部负责人表示，他们在研究与决策中要求淡化情绪估值，深入研究前两层估值，寻找标的企业的“估值锚”，一旦偏离估值锚就要做出应对。

“我们严格要求‘纯价值投资、真绝对收益’，不靠市场情绪去赚钱。”前述负责人表示，比如对投资经理实行“一个目标、两个不允许”的考核要求。

一个目标就是聚焦每年10%-15%的绝对收益目标，回撤要求控制在10%以内。两个不允许是指，绝不允许参与全市场排名，也不允许公司内部投资经理之间进行排名。这与券商、基金、基金经理等热衷于各种市场排名、甚至为排名所累截然不同。

事实上，民生信托的这种模式也曾受到极大的现实压力。在2014年-2015年上半年A股的“大牛市”中，当不少证券投资产品收益率成倍增长时，仍然坚持“估值锚”原则的民生信托证券投资团队也承受了巨大的压力，但是他们仍

然坚持已确定的原则与方法。在该团队看来，这与公司对坚持长效价值投资和绝对收益原则的认可与支持、对专业团队的尊重与信任是分不开的。

进入2018年以来，资本市场面临着更加复杂的内外部环境，大盘的波动也在加剧。6月19日，沪指跌破3000点，引起市场情绪的海啸。民生信托表示，要尽量过滤掉情绪信息，耐得住寂寞、守得住热闹，坚持对行业和标的的研究。

民生信托资本市场总部认为，A股的蓝筹资产是未来十年的投资主题，具备巨大的估值和盈利能力提升的机会。为满足客户的多种资产偏好需求，民生信托在2016年5月成立了资产管理总部，主要业务为债券市场固定收益类产品的设计与推广。截至2017年末，两只“永丰”产品管理规模超过320亿元。

作为在债券牛市末期成立产品的管理者，资产管理总部经历了牛熊转换和监管政策的收紧，从资金市场的“洪水泛滥”到“缩量博弈”，也见证了诸多同业机构在2017年的风雨飘摇，但同一年，该部门的债券资产管理规模仍然实现了翻倍的增长。

今年以来，债券市场信用违约风险频发，但在其产品存续期内，持仓债券未出现信用和流动性风险，也未出现任何降级、违约等负面消息。

资产管理总部将风控体系的建设作为最核心的工作。在信用风险控制方面，力求做到范围广、研究深、反应及时、合理的定价风险；在流动性和市场风险控制方面，则要求做到资产负债匹配、投资策略谨慎、投资操作不盲动。

“（投资方向）适当的集中度能够更好发挥风险控制作用。”民生信托资产管理总部负责人指出，包括控制违约率、降低投后管理的难度、增强损失的保护机制、提高债券的回收率等。

民生信托认为，未来债券市场将持续向好。“今年债市呈现了小牛市的特征，一方面是经济增速低于预期导致无风险收益率下行，另一方面是今年央行流动性管理中性偏松，提升场内资金预期。”相关负责人表示。



回归实业投行，发力实物资管

信托公司回归本源、支持实体经济，是现在行业的主旋律。不少业内人士认为，应做实信托“实业投行”的业务。

作为“实业投行”，信托公司事实上是最大的非标准资产管理的投融资服务商。在非标准资产领域，民生信托提出“实物资管”，并重点拓展船舶和不动产两个市场，通过真正投资、持有、管理、退出的方式，来管理实物资产，从中获得收益。

张博曾经表示，做资管尤其是实物资管，要抓住几个核心特征：第一体量要够大；第二权属要清晰，价值可衡量；第三要有稳定的经营现金流；第四要有一定的周期性；第五是通过专业化管理，可以提升价值。因此，民生信托定位于船舶和不动产两大实物资管。

2016年6月，民生信托成立了航运投资管理总部，集中利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，在船舶资产领域进行投融资服务。

素有大宗商品“晴雨表”之称的波罗的海干散货指数（BDI）自2016年以来就进入上升通道，大宗商品价格上涨，航运业迎来了量价齐升的态势，水运市场稳中向好。在全球经济低速运行的大背景下，船舶运力的供给平衡以及BDI的走势分析显示出当前船价处于历史低点，未来船价下跌空间较小，预计2018年以后散货船运费和价格将逐步回升并迎来新的上行周期。

民生信托把握住干散货船舶的最好投资时点，积极部署航运船舶金融入局，并与航运市场资深的船舶管理公司、船东等各方开展密切合作，通过专业化管理将船舶打造成公司非标准资产管理领域的最适宜实物资产。民生信托干散货船舶投资是全国首单通过信托的方式在非标准化资产管理（船舶资产）领域进行投融资业务，是国内船舶融资领域的一大创新。目前，民生信托已购置船舶22艘，合计190万载重吨，投资总规模为4.2亿美元。

开拓船舶业务是民生信托在非标准实物资产管理方面

的里程碑，而不动产投资管理是公司在实物资管领域的另一重要组成部分。在全公司从融资向投资转变的战略逻辑下，不动产的投资逻辑，也从原来的债权投资向股权投资转变，即以收购、持有、管理、退出的方式，来参与不动产开发与物业项目。

“从债权向股权转变的战略前提下，我们对于交易对手的选择，就不仅局限于房地产公司的行业排名。”民生信托不动产投资管理总部的相关负责人表示，他们更看重的是资产质量，所投不动产项目几乎都是二线及以上城市的核心区位的项目。

2017年以来，在“房住不炒”、建立租售并举的长效机制的背景下，房地产市场也面临重大变化。民生信托也在探索更加多元化的参与方式，包括联合开发、城市更新、广深旧改、Pre-ABS/REITs等。

布局财富市场，提升高净值客户体验

与资产端加大主动管理能力转型同时进行的，是资金端的转型。

传统信托公司资金来源主要依靠银行为主的金融机构同业资金。近两年的监管与市场环境趋紧，给信托公司资金端带来越来越大的压力，今年，积极布局财富中心，提高直销能力，被写入许多信托公司的战略。

但民生信托早在2014年就将“财富管理”作为战略发展方向之一，并在当年成立了第一家财富中心。

截至2017年底，民生信托在全国11个主要发达城市都建立了财富中心。2018年，民生信托继续拓展发达地区的财富市场，目标是在全国建成20家高端财富中心，从而为高净值人群提供更专业、更稳健、更贴心的财富管理服务。

回顾五年转型发展历程，民生信托作为行业新秀，也承受了巨大压力，但现在他们也正享受当初方向选择和坚持的成果。民生信托相关负责人表示，未来将紧跟党和国家对经济发展战略布局的新要求，继续深耕主动管理，实现“具备全球视野的一流金融服务公司”这一企业愿景。■



卢志强董事长以年度捐赠7.3亿元荣列2018中国慈善家榜第一名； 泛海公益基金会位列2018中国基金会榜（非公募）第6名



4月25日晚，由民政部主管的《公益时报》社主办的“第十五届（2018）中国慈善榜”发布盛典在水立方举办，十一届全国政协副主席白立忱等领导出席。该榜自2004年开始每年编制发布，以寻找榜样的力量、弘扬现代公益精神为宗旨，以年度实际捐赠100万元以上的企业或个人为数据采集样本，被誉为中国财富人士的爱心清单。

第十五届（2018）中国慈善榜共发布了慈善家榜、慈善企业榜、基金会榜和慈善明星榜4份榜单。

中国慈善家榜共172位慈善家上榜，2017年度合计捐赠76.0817亿元。中国泛海控股集团卢志强董事长以年度捐赠7.3亿元荣列中国慈善家榜第一名。

通过对收入支出数据、透明度和媒体热度等指标的综合考量，50家公募基金会和50家非公募基金会入选中国基金会榜单。排名前十的非公募基金会年度公益支出均超过5亿元。泛海公益基金会以90.1总得分位列中国基金会榜（非公募）第6名。



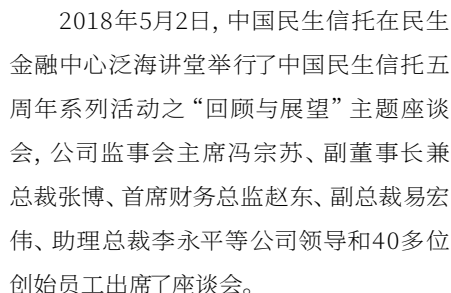
2018中国改革论坛暨中国民生信托五周年活动成功举办

4月28日，中国民生信托在公司开业五周年之际，作为协办方携手财新传媒、《中国改革》与《比较》，在北京共同举办了2018中国改革论坛，本届论坛主题为“新时代 新动能 新资本”，旨在剖析时代改革开放命题，探讨新时代下的新旧动能转换，聚焦金融资本对新经济业态的市场引领，以推动金融行业改革发展。发言嘉宾包括政府领导、权威专家学者、知名企业家及投资人，约300位中外金融机构和企业界人士参加了本次论坛。

党的十九大胜利召开后，中国经济发展进入了新时代，金融行业也进入了新的发展阶段。作为中国第二大金融子行业的信托行业也将迎来新的发展机遇和挑战。今年是改革开放40周年，也是中国特色社会主义进入新时代、中国经济由高速增长转向高质量发展的开局之年。站在新的历史起点，剖析中国经济能够实现新旧动能转换的根本，以及需要研究的基本问题，是应答时代改革命题的



在论坛“新动能、新经济、新资本”环节讨论中,中国民生信托有限公司首席风险控制总监田吉申认为,在供给侧结构性改革深入推进、新旧动能转换的过程中,脱虚就实,服务好实体经济的每一步转型升级是金融业的天职。就信托业而言,应积极顺应监管导向,加强全面风险管理,去通道、减杠杆、缩链条、提高直接融资比例;在产业转型升级中抓住新的投融资机会,在居民财富增长中挖掘新的管理需求;提供差别化、系统化的专业服务。与此同时,信托业应积极履行社会义务,发挥专业透明优势,为促进社会安定和谐做出贡献。身处不断扩大对外开放的新时代,信托业应积极探索,实践创新,与实体经济一道,共谋高质量、可持续的发展道路。



本次主题座谈会首先由公司领导为2014年4月28日（公司复业一周年）之前入职的员工颁发了创始员工纪念奖盘。截至

座谈会上,冯宗苏主席首先发表主题讲话,作为公司前身中国旅游国际信托投资有限公司的董事长,冯总深情回忆了公司自1998到2012年的保牌重组的艰难过程,对公司2013年复业以来的五年跨越式发展成果表示充分肯定,也对公司未来发展充满期待。接下来每一位创始员工都分享了自己五年以来与公司共同成长的经历及感悟。

最后,公司副董事长兼总裁张博做了总结发言。2018年4月28日是民生信托复业五周年纪念日,作为行业中最年轻的一家公司,用五年时间实现了稳健且快速发展,业务规模、收入、利润、ROE等核心指标跻身行业上游,张总代表经营层对集团公司、卢志强董事长和包括创始员工在内所有在民生信托工作过的员工表示衷心感谢,正是因为大家的辛勤付出才有了公司今天的业绩!同时,张总用“热爱、担当、坚韧”三个词鼓励大家,面对未来的挑战要满怀对工作的热爱,勇于担当,坚韧不拔,为下一个五年站上资管行业排头兵的位置而奋力拼搏,为实现董事长确定的“十年成大业”的目标努力奋斗!



中国民生信托连续两年获评A级信托公司

近日, 在中国信托业协会组织的信托公司2017年度行业评级中, 中国民生信托获评信托业行业评级的最高级——A级信托公司, 是公司连续两年获评A级信托公司。

信托业协会行业评级的目的在于通过对信托公司风险管理能力、资本实力、增值能力等方面的考量, 激励信托公司强化资本实力, 防范和化解风险, 加快转型创新, 提高主动管理能力, 从而对加强行业自律, 强化市场约束, 树立行业标杆, 引领创新转型发展, 增强信托公司的社会公信力等发挥重要作用。

行业评级体系涵盖四大板块、11个指标的内容, 包括资本实力板块 (Capital Strength)、风险管理能力板块 (Risk Management)、增值能力板块 (Incremental Value)、社会责任板块 (Social Responsibility)。将信托公司划分为A (85[含]-100分)、B (70[含]-85分)、C (70分以下) 三级。资本实力板块 (28分), 包含净资本 (9分)、净资本/风险资本 (13分)、净资本/加权信托风险项目规模 (6分); 风险管理能力板块 (36分), 包含信托项目正常清算率 (16分)、信托项目风险化解率 (10分)、固有信用风险资产不良率 (10分); 增值能力板块 (26分) 包含净资产收益率 (7分)、信托业务收入占比 (6分)、营业费用收入比 (6分)、人均信托净收益 (7分); 社会责任板块 (10分), 该指标主要针对社会价值贡献度 (10分)。

作为行业68家信托公司中最年轻的一员, 中国民生信托自2013年复业以来的五年时间里, 始终紧跟党和国家的经济战略, 以服务实体经济为己任, 坚守合规底线, 稳健经营, 创新发展, 在“投资、投行、资管、融资、财富”等五个领域发力布局, 在转型发展的道路上为信托行业进行了有利且具有重大成果的积极探索。截至2017年底, 营业收入、净利润、净资产收益率、主动管理资产规模等核心指标增长速度一直保持行业领先, 用了不到五年时间, 从行业末位进入行业前十, 跻身行业上游。公司主动管理业务比例接近80%, 其中投资、投行、资管类业务占比超过一半, 转型成果日益显现, 公司主动管理能力大幅度增长, 核心竞争力不断增强!

再次获评A级信托公司的结果, 是对中国民生信托前期经营与发展的充分肯定, 更是对公司未来转型和治理上的激励与挑战。

未来, 中国民生信托将围绕客户需求, 打造链条式产品线服务, 以优异的业绩表现、良好的资产管理能力和合规稳健的风险控制能力, 使公司成为具有大型化、国际化、差异化、专业化、盈利化特征的投资银行管理型金融机构, 建设具备全球视野的、一流的金融服务公司。



喜讯: 中国民生信托新获QDII投资额度

近期, 合格境内机构投资者 (QDII) 额度的审批时隔三年重新开闸。

2018年5月30日, 国家外汇管理局下发《关于增加合格境内机构投资者投资额度的批复》, 批准中国民生信托有限公司QDII投资额度0.6亿美元, 成为目前18家获批QDII投资额度的信托公司之一。此前, 公司于2016年9月18日获批受托境外理财业务 (QDII) 资格。此次获批QDII额度反映了监管机构对公司主动资产管理能力的认可, 公司

的QDII业务将迈出坚实的一步。

民生信托对海外业务开展一直非常重视，此前以投资咨询顾问形式为客户提供海外资产配置方案。民生信托自获批QDII业务资格后，专门针对受托境外理财业务的特点和要求建立完整成熟的管理运作体系，配备了一批专业知识过硬、业务经验丰富、工作作风稳健的跨境投资专业人员团队，并建立起专业的业务管理信息系统和完善的、针对受托境外理财业务的制度、流程等内控体系，为实现受托境外理财业务的有效运作做准备。

民生信托获批QDII额度后，将运用QDII额度更加深入参与资本市场，为机构投资者和高净值客户提供收益稳健、差异化明显、配置优势突出的信托产品，捕捉跨境量化交易、高收益债券、避险资产组合、另类资产等投资机会。公司将积极运用QDII额度为客户实现全球资产配置保驾护航。

中国民生信托是一家充满活力的年轻信托公司，作为改革开放和新旧动能转换的受益者，过去五年，公司沐浴着党的十八大以来的改革东风快速成长。2013年4月，公司完成重组登记，作为最年轻的一家信托公司在信托行业崭露头角；2016年，公司全面实施转型发展战略，确定了“投资、投行、资管、融资、财富”五大市场定位，强化自主投资管理能力，主动管理资产规模和为投资人创造的收益都大幅提升；2017年，公司转型发展取得明显成效，多项核心经营指标跻身行业前十，成为信托业中一个快速崛起的新锐力量。

面对未来，中国民生信托在新时代、新经济大潮中，将继续坚持“顺势而行、顺势而为”，积极响应党和国家政策的新要求，顺应经济发展形势的新变化，以服务实体经济为己任，坚守合规底线，稳健经营，健康发展，以建设“投资银行管理型”金融机构为目标，为中国改革开放和经济发展注入新动力，做出新贡献。



中国民生信托获评2018先锋高成长信托资管业务奖



2018年6月12日，由国际金融报社主办的“2018国际先锋理财机构高峰论坛暨颁奖典礼”在上海举行。中国民生信托凭借优异的业绩表现、良好的资产管理能力和合规稳健的风险控制能力，当选2018先锋高成长信托资管业务奖。

中国民生信托是充满活力的年轻信托公司，作为改革开放和新旧动能转换的受益者，公司沐浴着党的十八大以来的改革东风快速成长，用五年时间实现了稳健且快速发展，业务规模、收入、利润、ROE等核心指标跻身行业上游。

“2018国际先锋理财机构评选”旨在通过量化数据指标、专家评委团和网络投票，评选出真正具有“先锋精神”

的优秀金融机构。为保证各个奖项的权威性、科学性和公平性，此次评选经过近两个月的专家评委组、顾问团打分以及网络票选等系列工作。

新策略 新动力 战略转型赢未来

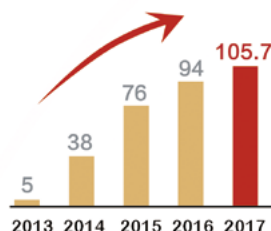
中国民生信托2017年报概览

中国信托协会评级最高级

2017年公司被评为
A级信托公司

稳健增长的经营业绩

营业收入及净利润实现跨越式增长，
核心指标进入行业第一梯队。



分配投资人收益(亿元)
年度投资收益分配**105.7亿元**，
五年复合增长率为**111%**；

生产效率进一步提升

截至2017年末，公司资产规模突破**2,000亿元**，主动管理业务占比**76%**，位居行业领先水平，而在主动管理业务中，投资、投行、资管业务的规模占比又超过了**50%**、收入占比达到**66%**。成为公司营业收入、利润跨越式发展的核心动力。2017年公司ROE达到**17.56%**，位居行业前列。

公司资产稳步增长



截至2017年末，
总资产与净资产分别为
133.38亿元与110.48亿元，
较2016年度稳步增长。



加强内部控制环境监管

截至2017年末，公司总计建立了**237项**规章制度，确保各项规章制度依据规定的程序制定和调整，并得到充分有效执行，确保公司**长期战略、短期目标、风险管理措施和相关资源紧密结合**。建立动态调整机制，深入贯彻**全程管理、全员管理、全面管理**的内部控制文化，确保公司内部控制全覆盖。

业务布局

信托业务开拓多元化



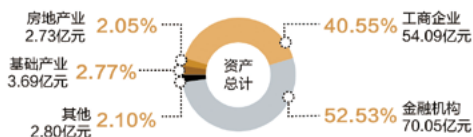
2017年新增信托项目**111个**，新增信托本金规模**1,945.84亿元**；报告期末，存续信托项目**215个**，存续信托本金余额**1855.16亿元**，信托资产总额**1,871.11亿元**。

私募基金业务持续稳定

截至2017年末，公司存续基金项目**30个**，存续基金本金余额**145.46亿元**。

固有业务稳健增长

2017年，公司继续秉承谨慎稳健原则，在**提高资金运用效率**的同时，进一步强化**业务风险防范与风险监控**，确保公司资产的**稳健增长**。



日渐成熟的品牌体系

2018年1月

获评东方财富风云榜“年度最佳信托公司”
获评《财经》长青奖“最具创新性信托公司”
获评金貔貅奖“年度金牌信托公司”

2017年12月

获评《金融时报》“年度最具创新力信托公司”

2017年11月

获评东城区政府“东城区百强企业”
获评卓越金融奖“年度卓越综合实力信托公司”

2017年9月

获评2017创新发展实力品牌
首批京津冀影响力品牌

2017年7月

获评《证券时报》“2017年度中国优秀信托公司”
获评中国资产管理金贝奖“2017卓越信托公司”

2017年6月

获评第五届金牛财富管理论坛“金牛集合信托公司奖”

2017年5月

获评第三届中国海事金融(东疆)国际论坛
“海事金融创新奖”
获评第十届“诚信信托成长优势奖”

迎接未来

2018年资管市场是脱虚就实，回归本源，去杠杆、去通道的一年，公司响应监管要求，坚持审慎合规的原则开展经营活动，发挥金融企业服务实体经济的应有效能，为国家实体经济发展做出积极的贡献。公司继续坚持“投资、投行、资管、融资、财富”五大市场定位，重点打造好“自主投资能力、资产管理能力、财富管理能力”三台公司发展的“发动机”，将公司打造成为具有国际化、专业化、大型化的“投资银行管理型金融机构”。

信任来自专业，诚信值得托付！



VIEW

民生·点经

- 16 “新监管”下的信托风险管理——资管新规影响兼谈风险应对措施
文 | 陆英芳
- 20 《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》解读
文 | 马勇 方玉红
- 24 资管新规让信托的“信”由名转实
文 | 徐丽雯
- 26 回归资管本源——迎接资管新时代的到来
文 | 尹卓
- 32 基于“真绝对收益”理念的投资研究框架重塑
文 | 胡彧
- 36 2017年信托公司净利润特征与影响因素分析
文 | 方玉红



“新监管”下的信托风险管理

——资管新规影响兼谈风险应对措施

文 | 陆英芳 风险管理总部-投资(固有)业务评审部



陆英芳 | 部门副总经理

2018年4月27日,中国人民银行、中国银行保险监督管理委员会、中国证券监督管理委员会、国家外汇管理局联合发布《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》(以下简称“资管新规”)。至此,市场热议近半年的新规终于落地,此时,距离第一版征求意见稿下发已近2年时间,距离第二版征求意见稿下发历时逾5个月之久。

与前期的征求意见稿的内容比较,正式稿在部分细节的设定上有所放宽,将过渡期的设定延长至2020年,给予金融机构以充足的调整和转型时间,表明监管机构在坚定整治大资管业务金融乱象的同时,有序压制非标存量规模,避免断崖式下跌对金融经济产生系统性风险,呵护金融市场平稳发展的意图。整体来看,功能监管、统一规制、平等准入、促进资金脱虚向实等监管理念渗透在资管新规的字里行间。

资管新规出台背景

2008年全球金融危机爆发后,中国连续采取“适度宽松货币政策”与“积极财政政策”,明确取消对商业银行信贷规划约束,从而导致货币供给量大幅增加,政府部门、企业部门、居民户部门杠杆负债比例全面提升,市场系统性风险不断累积,金融结构脆弱性放大。在分业监管体系下,其中存在的资管机构通过频繁监管套利、产品多层嵌套,短短几年间管理资产规模超百万亿,加剧了风险的跨行业、跨市场传递,大资管行业统一监管、去除杠杆已迫在眉睫。



资管新规是在本轮宏观经济政策调整的大背景下出台的，是“去杠杆、严监管、深化金融改革”的整体调控政策中不可或缺的重要一环。监管的目的在于“去杠杆、去通道、规范影子银行和表外业务”，通过“降杠杆、去嵌套、破刚兑、禁错配”等一系列严监管措施，营造适度中性货币金融环境，防范化解系统性风险。

信托与监管：相辅而行，始得无蔽

（一）信托的过去：规范中不断“破”“立”前行

纵观我国信托业的发展历史，监管机构一直扮演着重要角色。现代信托制度于1919年初传入上海，先后历经新中国的接管改造、改革开放初期的混业经营、以及后来相继五次全行业范围的清理整顿，直至2001年《信托法》确立了信托主体破产隔离的法律地位和“受人之托、代人理财”的信托关系，信托公司在分类处理、撤并重组、充实资本、提高资产、加强管理、规范经营等多次清理整顿中，不断发展前行。

2007年《信托公司管理办法》、《信托公司集合资金信托计划管理办法》正式实施，行业开启黄金十年，为最终形成了今天68家信托公司的行业格局奠定基础。得益于“银信合作”模式，信托资产规模飞跃式发展，至2016年底已突破20万亿，创造了短短9年增长二十倍的奇迹，也为监管机构开启信托业第六次清理整顿大幕埋下了伏笔。时间进入2017年，这一年监管机构陆续出台了20余份重要监管文件，从年中全国金融工作会议的强化金融监管，到贯穿全年的“三三四十”等多次检查，信托业快速扩容势头得以控制，2018年资管新规的正式发布将本次整顿推向了高潮。

（二）信托的未来：强监管下回归金融本源

较之前五次信托业休克式的、疾风暴雨的整顿，本次监管层以疏导结合方式有序展开，调控的核心是促进金融的有序发展，致力于为各类金融机构开展资管业务营造公平、良好的制度环境。资管新规对信托行业经营带来了巨大变化：事务管理类信托产品规模被大幅度压缩，信托产品更多的将目光投向实体经济，真正实现脱虚向实、回归本源、助力经济增长的金融机构本质。

1、统一杠杆水平，资本市场业务杠杆压缩

原分业监管体系下，银监系统下的银行理财、信托计划，与证监体系下的券商资管计划、基金子公司资管计划执行着不同的杠杆标准，资管新规将杠杆水平进行了统一要求：其一是负债杠杆，主要指资管产品总资产与净资产的比例上限，资管新规将信托、券商、私募等资管产品的负债杠杆上限统一调整为200%。其二是分级杠杆。新规在细化产品类型的基础上，对封闭式私募产品统一设定分级比例，固定收益类、权益类、混合类产品的杠杆比例分别不超过3:1、1:1、2:1，开放式私募产品不允许分级。对于信托产品而言，结构化股票信托的杠杆比例由2:1降至1:1，直接导致因监管体系不同而产生的“政策红利”业务机会消失。

2、整顿“影子银行”体系，通道业务规模下降

资管新规强调“金融机构不得为其他金融机构的资产管理产品提供规避投资范围、杠杆约束等监管要求的通道服务”，明确要求资管产品不得通过交易结构的嵌套从而达到规避监管限制的目的，资管产品的受托人或管理人负有资金端、资产端的双重穿透核查义务。新规从产品入手统一监管标准，监管方向由机构监管变为强化“实质重于形式”的功能监管。

由于无需承担主动管理责任，仅仅凭借特许业务资质即可获取收益，金融机构对通道类业务趋之若鹜，因此，在26万亿信托规模中，通道类业务占比接近60%。对于银信之间的通道业务，监管部门早已在2017年底出台的55号文《中国银监会关于规范银信业务的通知》中提出了限制和穿透核查的要求，本次资管新规亦明确指出“金融机构不得为其他金融机构的资产管理产品提供规避投资范围、杠杆约束等监管要求的通道服务”、“受托机构应当切实履行主动管理职责”，随着通道方的责任和义务的提高，通道业务的微薄收益与管理人所承担的权责开始失衡，目前来看，各家信托公司均已经大幅压缩通道类业务规模，部分信托公司已经暂停受理该类业务，开始向主动管理积极转型。

3、实现净值化转型，打破刚性兑付

净值化管理背后的逻辑是鼓励以公允价值替代摊余成



本，打破投资者对预期收益率的单一依赖，为非刚性兑付的实现做好充分的准备。刚性兑付是信托的老传统，但是刚性兑付本身偏离了资管产品“受人之托、代人理财”的本质，抬高无风险收益率水平，干扰资金价格，制约市场在资源配置中发挥的决定性作用。打破刚性兑付是本次资管新规最为基本原则之一，新规明确了刚性兑付的认定方法，从各种角度对金融机构刚性兑付的手段进行了封杀。刚性兑付打破后，信托资金端成本提升，募集难度加大，具备较强的项目筛选能力、完善的内部决策机制、优秀风险管控能力、良好历史投资业绩等较强软实力的信托公司有望在这场资金大战中占据主动地位。

4、禁止资金池运作，流动性管理压力增加

资金池业务由于可以通过长期滚动、期限错配、集合运作等手段，实现降低资金成本、以新换旧、缓解流动性压力等目的，备受金融机构的欢迎，大部分信托公司均建立了自己的资金池产品，客观上造成资金端与底层资产分离定价，不同项目之间风险蔓延。在这种运作模式下，多只资管产品对应多项资产，无法辨识资管产品的收益来自哪项资产，亦难以真实衡量投资风险，与“买者自负”的监管理念相背离。

资管新规强调资管产品应单独管理、单独建账、单独核算，强化久期管理，做好资金端与资产端期限匹配，加强流动性风险管理。对于非标准化债权类资产投资的，其终止日不得晚于封闭式资产管理产品的到期日或开放式产品的最近一次开放日。未来，信托公司的腾挪渠道将被冻结，资金成本上行，流动性管理压力增加。

风险管理：精研广进，创新产品，提升专业化评审水平

资管新规不仅仅是资管行业的监管规定，从深层次来看，资管新规是本轮“金融深化改革、去杠杆、严监管”的一系列调控政策组合拳中的核心文件，也是实现企业部门去杠杆的关键一环。2017年位于本轮经济周期的顶部，金融形势异常复杂，而2018年再次面临监管和传统业务模式转型阵痛的双重冲击，市场流动资金骤然收紧，“灰犀牛”、

“黑天鹅”不断涌现，信用风险、市场风险、流动性风险加速暴露。面对监管政策的变化，该如何准确判断其对经济环境和金融市场的影响，在实践中有效防范化解风险，成为信托公司风险管理的重要课题。

1、加强主动管理能力，提升专业化评审水平

刚性兑付常规打破之后，投资者会更多的将目光聚焦于金融机构的项目选取及管理能力，金融机构的品牌形象的建设和维护不仅仅来自光鲜亮丽的广告宣传，更重要的是来自实实在在的能够给投资者创造高收益和保障的优质金融产品，提升产品内在品质成为重中之重。这就需要管理人更为精准的识别项目风险，提升主动管理能力和专业化评审水平，诚实守信，勤勉尽责，坚持脱虚向实，在支持经济发展的同时为投资者创造更大的价值回报。

不同于以往的历次金融整顿和宏观调控，本次资管新规的出台将信托业发展推向了一个崭新的阶段，回顾信托业发展的过程，无任何历史经验可以借鉴，为了应对监管环境的改变，信托公司开始积极转型并发力于主动管理业务，无论是传统业务的优化升级、投资业务的开拓、投行业务的转型，整体来看业务复杂度均较过去大幅度增加，从“募、投、管、退”等各个环节对风险管理能力和业务审查提出了更高的要求和挑战，业务审查须更加专业化。而专业化评审能力的形成通常来自于：一是日常工作的累积，见微知著，洞察细节，“三余广学，百战奇才”；二是来自于研究的专业化，“学问尚专精，研摩贵纯一”，精研广进，培养独立思考能力，紧跟监管动态，丰富业务知识，提高职业素养；三是来自对业务的不断检视和总结，建立项目评估、后续跟踪和检视的长效机制。通过项目“回头看”，以市场为考场、以时间来检验，不断检视业务发展与预判的偏差并分析成因，取长处、补短板，进而对现有策略进行调整和校正。

2、坚守合规风控底线，创新产品设计

资管新规“降杠杆、去嵌套、破刚兑、禁错配”等一系列要求，对原各项业务的交易结构提出新挑战，风险管理需要适应监管新要求，在项目审查和方案设计的过程中，通过投前、投中、投后等多个环节的有效衔接，及时调整



产品设计,设计切实可行的风控措施,既要满足资管新规对不同业务的刚性要求,又要审视新模式下是否存在风险敞口,做到事先有标准、事中有专业、事后有监督。

面对新的经济形势和监管环境,聚焦市场需求、创新产品设计尤为重要。首先,产品创新是服务理念的创新,产品创新应以客户为中心,定制真正专业化、差异化、系统化的金融产品,才能真正实现公司高等级的“投资银行管理型”金融机构的定位,体现公司的核心价值和市场竞争力;其次,产品创新是资产端的创新,包括交易方案的设计、风险缓释措施实现形式的动态调整等;再次,产品创新亦是资金端的创新,在契合资金方实际需求的同时,不断开动脑筋,大胆尝试,引领市场需求,推动产品模式和管理模式转型。

3、重视微观主体变化,合理定价风险

今年以来,一边是银行资产负债表外负债融资规模大幅收窄,市场利率不断攀升;另一边是债券违约率提升,上市公司业绩变脸,房地产企业发债受阻,资本市场估值中枢下移,企业部门受制于愈加紧缩的货币环境而出现较大资金压力,市场利率水平水涨船高,信用风险和流动性风险加剧。在经济去杠杆、金融去杠杆的过程中,这些变化势必对微观主体及市场风险定价体系构成不利影响。

对于风险管理而言,面对新的经济形势,一方面,应建立资产管理业务的宏观审慎政策调整框架,积极展开市场及政策研究,从宏观、跨市场的角度加强监测,评估财政、货币、监管、房地产调控政策叠加而导致系统性风险的可能性;而另一方面,在具体项目审查中,更需深入论证企业经营模式和竞争壁垒形成的护城河优势是否存在,重点关注交易对手现金流及债务偿还能力。与以往供给侧改革带来的高耗能行业集中违约不同,本轮债券违约企业涉及煤炭、建筑、机械制造、新能源、环保等众多行业,而从经济数据来看,2018年一季度GDP、制造业PMI、固定资产投资、社会消费品零售总额等主要经济指标仍保持较快增长,经济并没有出现明显下行,因此,触发本轮股市、债市调整的主要原因在于高杠杆之下的流动性收紧,部分企业原有的借款道路被全面封堵,进而陷入资金困境。从资管新规、银团贷款等近期相继出台的监管政策不难看出,防风险仍是金融监管的首要任务,金融生态的重塑任重而道远。面对这样一个特殊的经济阶段,一文钱难倒英雄汉,泥沙俱下中不乏被错伤的优秀企业,这就要求我们加强风险识别能力,具体问题具体分析,对于具有发展潜力的企业可考虑雪中送炭,助其渡过难关,同时根据市场变化不断审视风险收益比,合理定价风险。■



从资管新规、银团贷款等近期相继出台的监管政策不难看出,防风险仍是金融监管的首要任务,金融生态的重塑任重而道远。



《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》解读

马勇
方玉红
研发管理总部
研究发展部



2018年4月27日，央行等四部门联合发布《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》（以下简称“资管新规”），意在规范金融机构资产管理业务，统一同类资产管理产品监管标准，有效防控金融风险，引导社会资金流向实体经济，更好地支持经济结构调整和转型升级。

明确适用范围

明确资产管理业务内涵。资产管理业务是指银行、信托、证券、基金、期货、保险资产管理机构、金融资产投资公司等金融机构接受投资者委托，对受托的投资者财产进行投资和管理的金融服务。资产管理业务是金融机构的表外业务。

适用范围	• 包括但不限于人民币或外币形式的银行非保本理财产品，资金信托，证券公司、证券公司子公司、基金管理公司、基金管理子公司、期货公司、期货公司子公司、保险资产管理机构、金融资产投资公司发行的资产管理产品等。 • 资产管理业务属于特许经营行业。非金融机构不得发行、销售资产管理产品，国家另有规定的除外。
附条件适用	• 私募投资基金适用私募投资基金专门法律、行政法规，私募投资基金专门法律、行政法规中没有明确规定的适用本意见。
不适用	• 依据金融管理部门颁布规则开展的资产证券化业务，依据人力资源社会保障部门颁布规则发行的养老金产品，不适用本意见。 • 创业投资基金、政府出资产业投资基金的相关规定另行制定。



马勇 | 部门副总经理



方玉红 | 研发专业总监

对于信托公司来说,资管新规只将资金信托纳入了监管范围,关于非资金类管理财产信托的规定将会在各相关监管部门的配套细则中予以明确。管理财产信托具体指以动产、不动产、财产权及其财产组合等非资金作为受托财产设立的信托。从产品种类来说,管理财产信托包括资产证券化、证券代持、股权代持、房屋代租及通过其他各类债权设立的信托产品。2015-2017年末,管理财产信托存量占行业信托资产规模的比重分别为9.9%、13.7%和16.5%,占比持续提升。未来,管理财产信托有望成为信托公司凭借着牌照优势,继续深耕的业务领域。

统一产品分类标准

资管新规从募集方式和投资性质两个维度对资产管理产品进行分类,分别统一投资范围、杠杆约束、信息披露等要求。

发行对象数量规定有变化。《信托公司集合资金信托计划管理办法》规定:单个信托计划的自然人人数不得超过50人,但单笔委托金额在300万元以上的自然人投资者和合格的机构投资者数量不受限制。中国银保监会后续配套细则有待明确。

合格投资者标准提高。《信托公司集合资金信托计划管理办法》规定的合格投资者,是指符合下列条件之一,能够识别、判断和承担信托计划相应风险的人:投资一个信托计划的最低金额不少于100万元人民币的自然人、法人或者依法成立的其他组织;个人或家庭金融资产总计在其认购时超过100万元人民币,且能提供相关财产证明的自然人;个人收入在最近三年内每年收入超过20万元人民币或

者夫妻双方合计收入在最近三年内每年收入超过30万元人民币,且能提供相关收入证明的自然人。资管新规明显提高了合格投资者的标准,又规定了对不同类型资管产品的起投金额,同时规定投资者不得使用贷款、发行债券等筹集的非自有资金投资资产管理产品。

核心关注点

(一) 规范非标投资

1. 明确非标范围。资管新规规定标准化债权类资产之外的债权类资产均为非标准化债权类资产。而标准化债权类资产应当同时符合以下条件:①等分化,可交易;②信息披露充分;③集中登记,独立托管;④公允定价,流动性机制完善;⑤在银行间市场、证券交易所市场等经国务院同意设立的交易市场交易。另外,资管产品投资于非标准化债权类资产的,应当符合金融监督管理部门制定的有关限额管理、流动性管理等监管标准。

2. 禁止金融机构为投资非标提供信用背书。金融机构不得为资产管理产品投资的非标准化债权类资产或者股权类资产提供任何直接或间接、显性或隐性的担保、回购等代为承担风险的承诺。

3. 明确投资非标的期限错配要求。资产管理产品直接或者间接投资于非标准化债权类资产的,非标准化债权类资产的终止日不得晚于封闭式资产管理产品的到期日或者开放式资产管理产品的最近一次开放日。

4. 明确信息披露要求。对于固定收益类产品,金融机构应当通过醒目方式向投资者充分披露和提示产品的投资风险,其中包括产品投资每笔非标准化债权类资产的融资

分类维度	种类	定义	要求
募集方式	公募产品	面向不特定社会公众公开发行	公开发行的认定标准依据《证券法》：向不特定对象发行证券；向特定对象发行，累计超过二百人；法律法规规定的其他情形。
	私募产品	面向合格投资者通过非公开方式发行	- 自然人合格投资者：具有2年以上投资经历，且满足以下条件之一：家庭金融净资产不低于300万元，家庭金融资产不低于500万元，或者近3年本人年均收入不低于40万元。 - 法人或者其他组织合格投资者：最近1年末净资产不低于1000万元的法人单位。 - 其他合格投资者：金融监管部门认定的其他情形。
投资性质	固定收益类产品	投资于存款、债券等债权类资产的比例不低于80%。	非因金融机构主观因素导致突破前述比例限制的，金融机构应当在流动性受限资产可出售、可转让或者恢复交易的15个交易日内调整至符合要求。
	权益类产品	投资于股票、未上市企业股权等权益类资产的比例不低于80%。	金融机构在发行资产管理产品时，应当按照上述分类标准向投资者明示资产管理产品的类型，并按照确定的产品性质进行投资。
	商品及金融衍生品类产品	投资于商品及金融衍生品的比例不低于80%。	合格投资者投资于单只固定收益类产品的金额不低于30万元，投资于单只混合类产品的金额不低于40万元，投资于单只权益类产品、单只商品及金融衍生品类产品的金额不低于100万元。
	混合类产品	投资于债权类资产、权益类资产、商品及金融衍生品类资产且任一资产的投资比例未达到前三类产品标准。	投资者不得使用贷款、发行债券等筹集的非自有资金投资资产管理产品。

客户、项目名称、剩余融资期限、到期收益分配、交易结构、风险状况等。

（二）消除监管套利

1. 金融机构平等准入。资管新规要求各监管部门对各类金融机构开展资管业务实行平等准入、给予平等待遇，资管产品应当在账户开立、产权登记、法律诉讼等方面享有平等的地位，从根源上消除多层嵌套的动机。

2. 消除多层嵌套。资产管理产品可以再投资一层资产管理产品，但所投资的资产管理产品不得再投资公募证券投资基金以外的资产管理产品。同时，实行穿透式监管，对于多层嵌套资产管理产品，向上识别产品的最终投资者，向下识别产品的底层资产（公募证券投资基金除外）。

3. 允许委外投资。受托机构条件：具有专业投资能力和资质、受金融监督管理部门监管的机构。公募资管产品

的受托机构应当为金融机构，私募资管产品的受托机构可以为私募基金管理人。受托机构应当切实履行主动管理职责，不得进行转委托，不得再投资公募证券投资基金以外的资产管理产品。

金融机构可以聘请具有专业资质的受金融监督管理部门监管的机构作为投资顾问。投资顾问提供投资建议指导委托机构操作。

4. 抑制通道业务。金融机构不得为其他金融机构的资产管理产品提供规避投资范围、杠杆约束等监管要求的通道服务。

5. 统一监管标准。资管新规统一公募和私募资管产品的投资范围、负债水平、信息披露要求等；统一固定收益类、权益类、商品及金融衍生品类与混合类的分级比例、信息披露要求；统一金融机构的资本与风险准备金计



提要求,旨在消除因监管标准不一滋生的套利空间;建立资产管理产品统一报告制度。

(三) 打破刚性兑付

1. “三单管理”+第三方独立托管。主要针对商业银行理财的自托管问题,要求金融机构发行的资产管理产品资产应当由具有托管资质的第三方机构独立托管,法律、行政法规另有规定的除外。同时,金融机构应当做到每只资产管理产品的资金单独管理、单独建账、单独核算,不得开展或者参与具有滚动发行、集合运作、分离定价特征的资金池业务。

2. 加强对期限错配的流动性风险管理。强化资产管理产品久期管理,封闭式资产管理产品期限不得低于90天;资管产品投资非标债权资产,非标债权资产的终止日不得晚于封闭式资产管理产品的到期日或者开放式资管产品的最近一次开放日;资管产品直接或间接投资于未上市企业股权及其受(收)收益权的,应当为封闭式资产产品,未上市企业股权及其受(收)收益权的退出日不得晚于封闭式资管产品的到期日。

3. 净值化管理。净值生成应当符合企业会计准则规定,及时反映基础金融资产的收益和风险,由托管机构进行核算并定期提供报告,由外部审计机构进行审计确认,被审计金融机构应当披露审计结果并同时报送金融管理部门。金融资产坚持公允价值计量原则,鼓励使用市值计量。在一定条件下,可按照企业会计准则以摊余成本进行计量。

4. 刚性兑付行为的认定:违反真实公允确定净值原则,对产品进行保本保收益;采取滚动发行,在不同投资者之间转移资管产品的本金、收益和风险,实现产品保本保收益;资管产品不能如期兑付或者兑付困难时,发行或者管理该产品的金融机构自行筹集资金偿付或者委托其他机构代为偿付;金融管理部门认定的其他情形。

对信托公司的影响

资管新规从统一监管标准、公平市场准入和监管、最大程度消除监管套利空间角度重塑资管行业。对于信托公司来说,传统信托通道业务面临萎缩,对信托公司自身的主动管理能力要求明显提高。

信托公司目前仍是唯一由《信托法》界定的信托法律关系的金融机构,具备独有的资产转移和风险隔离的制度优势,在资产证券化、股权投资、证券投资服务、机构受托服务、慈善信托和家族信托等领域前景广阔;信托业也是目前所有金融机构中从事资产管理业务时间最久、经验最丰富、主动管理能力最强的资管机构之一,未来在资管统一环境下,也有望维持并增强自身的竞争力;另外,资管新规也有利于为信托公司创造公平的竞争环境,争取到更多的发展机会。■



“ 资管新规从统一监管标准、公平市场准入和监管、最大程度消除监管套利空间角度重塑资管行业。对于信托公司来说,传统信托通道业务面临萎缩,对信托公司自身的主动管理能力要求明显提高。”



资管新规让信托的“信”由名转实

文 | 徐丽雯 法律合规管理总部-融资资管业务法审部



徐丽雯 | 法规经理

2018年4月27日,在征求意见稿发布五个月之后,经国务院同意,《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》(以下简称“资管新规”)正式颁布。对各资管机构而言,意味着新的监管格局的到来。信托公司作为资管行业的中坚力量,也终将迎来属于自己的崭新时代。

近十年,在整个宏观经济持续繁荣的大背景下,信托行业也实现了快速发展,管理规模不断攀升。有数据显示,2007年到2017年的10年时间里,信托业资产管理规模实现了27倍的增长,年均复合增长率高达39.21%^①。截至2017年底,信托业管理规模超过26万亿元,仅次于银行理财规模,以黑马的姿态跃居资管行业的第二位。但是,与管理规模增长不匹配的是管理结构的不均衡,通道业务占比居高不下,主动管理业务增长乏力,不少信托公司需要依靠通道业务来维持管理规模的增长。

信托业务的本源为受人之托,代人理财,即委托人基于对受托人的信任,将其财产交付给受托人进行管理、运用。但近年来信托行业的现状却与此相距甚远。一方面,刚性兑付下的信托公司几乎等同于“高成本负债经营”的银行,但又没有像银行一样建立以“资本+拨备”为核心的风险防控体系,使得期限错配、发新还旧等行业乱象屡禁不止;另一方面通道类业务尤其是银信合作类通道业务大行其道,不但无法给信托公司带来可观的回报,反而由于产品层层嵌套帮助银行隐匿不良资产、调节监管指标等,成为了监管机构的大力打压对象;而其他如券商资管^②、基金子公司^③等资管机构更是由于没有净资本要求等监管限制,成为通道

① 公开数据显示,2007年底,信托行业管理规模为9600亿元;而截至2017年底,信托业管理规模为26.25万亿元。

② 截至2017年12月31日,证券公司资产管理业务规模为16.88万亿元,其中,以通道业务为主的定向资管计划14.39万亿元,占比85.25%。

③ 截至2017年12月31日,基金子公司资产管理业务规模为7.31万亿元,其中,以通道业务为主的一对一产品规模为5.9962万亿元,占比82.03%。



类业务集聚的“重灾区”。资管新规正是在这个大背景下出台，其关键词我认为可以总结为：监管统一、消除套利、主动管理、预防危机。

首先，监管统一的理念贯穿资管新规的全文。资管新规中明确中国人民银行是资管业务的宏观审慎管理机构和信息汇总机构，金融监督管理部门是日常监管机构。银保监会的成立已经打破了资管监管“三分天下”的局面，未来监管协同效应的进一步体现必然会带来监管标准的统一。资管新规明文规定“同一类型的资产管理产品适用同一监管标准，减少监管真空和套利”，且将该原则进一步具体化为“资产管理产品应当在账户开立、产权登记、法律诉讼等方面享有平等的地位”。

信托作为最富有想象力的资管工具，其投资范围几乎没有限制。目前信托产品的投资限制并非来源于信托制度本身，而多是由监管标准的不统一造成。因此，打破人为制造的藩篱，将资管产品放在同一起跑线上，有利于信托公司充分发挥信托制度的创造性。

第二，消除监管套利，加强信息披露一直是监管的重中之重，也符合国际社会对资管产品的通行监管原则。监管套利的消除要求资管产品信息的严格披露。监管要求资管产品披露到底的决心体现在资管新规的方方面面：一是在资管新规中不厌其烦地将资管产品的披露原则按照公募、私募、固定收益类产品、权益类产品、商品及金融衍生品类产品、混合类产品分别予以明确；二是始终强调穿透原则，向上识别合格投资者，向下识别底层资产；三是只允许一层资管产品的嵌套，杜绝层层嵌套、资金资产两头在外的产品；四是严格产品报告制度，各金融机构、各交易所、登记结算机构乃至金融监管部门都要按时向人民银行报送产品数据，以使监管数据能够准确、及时、全面反映资管市场的现状，方便监管部门因事施策，更加稳、准、快地引导资管行业的健康发展。

第三，主动管理能力是监管部门大力倡导各资管机构转型的方向。监管力推资管机构向主动管理方向转型、抑

制通道业务的意向在资管新规出台之前的各份监管文件中早就可以窥探一二，资管新规中对此又作了强化：一是打破刚兑，打破刚兑意味着投资者需要自负盈亏，投资者选择资管产品必将更加谨慎，从而倒逼资管机构提高自己的主动管理能力和产品回报水平，以吸引更多的资金；二是不得承诺保本保收益，资管新规强调资管业务是表外业务，不得保本保收益，这无疑对资管机构的主动管理能力提出了更高的要求；三是净值化管理，资管新规要求资管产品全面净值化管理，且要定期披露产品净值，产品净值能够充分反映资管机构的产品管理水平。

在竞争日趋激烈化、透明化的今天，主动管理能力才是称霸资管行业的“武林秘籍”。主动管理能力包括项目挖掘能力、产品设计能力、后期管理能力等，它要求资管机构在项目发现到产品终止的各个环节均切实履行资产管理职责，并且承担管理不当的责任，逐步淘汰仅承担事务职责的通道类业务。商业世界往往讲求先发优势，对于已经向主动管理方向转型且在探索信托产品主动管理方面积累了足够经验的信托公司来说，无疑已经处于领先地位。

第四，预防危机。防患于未然，是近两年来金融行业强监管背后的深层逻辑。无论是2017年以来针对“三三四十”等的一系列整治工作，还是新近出台的资管新规，均反映出高层对于金融市场乱象的担忧，以及对整治乱象、预防危机的决心。具体到该资管新规的内容上，一是严格限制资管产品的杠杆率水平，抑制资本市场、房地产市场的泡沫；二是明确穿透监管、统一上报机制，保证监管机构掌握资管产品的最新动态，及时施加政策，将危机扼杀在萌芽之中。

归根结底，国家出台资管新规的初衷，就是为了让资管产品回归其制度本源。对信托公司来说，来源于英美法系的信托制度（英文名即为“trust”），其本质就在于“信”——客户基于信任将财产委托给信托公司管理，信托公司基于诚信管理信托财产。在强监管的形势下，顺势而为，回归“信”的本源，提升主动管理能力，实现客户财富保值增值，这才是信托公司未来的发展之路。■



回归资管本源

——迎接资管新时代的到来

文 | 尹卓 资本市场总部·产品规划与市场发展部



尹卓 | 产品经理

改革开放40周年之际，资管新规如期而至，它的出台有鲜明的时代感，其措施也有很强的针对性。可以预见，无论是对资本市场还是实体经济，新规落地产生的脉冲式冲击，也许很快就会过去；然而，它对于金融机构的深远影响，可能才刚刚开始。

顺应时代大潮，需高瞻远瞩

过往几年，从海外到国内，从实体经济到金融市场，无一不发生着变化，这些变化的相互交织，最终构成了一个巨大的变局。

2009年开启的金融自由化，产生了影响经济发展的几个问题，金融资源配置的低效和错配，资金的脱实入虚，金融本身作为加速器加快和放大了前两个问题的内生循环。

金融资源错配之下，金融绑定政府信用、债务大量堆积。金融机构偏好“低风险、高收益”资产，过去资金偏好流向嵌入了政府信用的融资平台和国资背景的过剩产能。起初，债务还只是躺在商业银行的资产负债表里，随后影子银行的扩张，使得巨量的债务囤积在了银行的表外。商业银行押宝政府信用，通过表内、表外多渠道向其输送信贷资源，而非银机构则



不断在这个链条形成闭环的过程中发挥着自己的功能。

资产价格虚高之下，杠杆狂欢、风险积聚。金融机构层面，随着利率市场化的推进，同业业务作为中小银行“突围”的一个出路，在过往发展迅猛，表外规模比表内规模还大的银行屡见不鲜；金融产品层面，1:6、1:9的股票和债券结构化产品曾比比皆是；在货币市场层面，自营类账户、产品类账户纷纷通过回购融资，杠杆买入金融资产。

2017年的金融监管，拉开了整饬这些金融乱象的大幕。在监管逐步落地的过程中，不仅仅是资管产品会受到影响，金融机构未来的发展方向、业务形态也会受到影响。严管之下，曾经很多基于监管套利、杠杆盈利的业务模式都将衰减或消失。

下阶段，通道业务持续萎缩，刚兑打破重塑资管格局，为了应对这些变化，金融体系内部毫无疑问将迎来一场巨大的变革，错乱即将归位、套利已是终局。身处这个时代，从业者也好、旁观者也罢，看清楚这个大的变局，对于我们更好的把握未来是大有裨益的。站在历史性的路口，暂且放缓步伐，站在历史方位和时代大潮中综观通盘，看清历史发展方向，把握时代跳动脉搏。

（一）时代大潮之——新经济崛起，融资需求转变

进入21世纪，我国经济经历了几个发展阶段。2000-2008年，传统工业是经济增长的主要驱动力，2009-2014年经济增长主要驱动力由传统工业让渡到基建地产，而近年来，以新产业、新业态、新商业模式为核心的战略性新兴产业快速崛起。不可否认传统经济对我国过去GDP增长具有显著贡献，但以劳动密集型为主的传统经济动能正在持续衰退，而以战略性新兴产业为代表的经济新动能正处于加速增长的向上通道中，对经济增长的支撑作用正在逐渐强化。

过去十年为适应基建与地产的融资需求，资管业务呈现出“刚性兑付+预期收益率”的特征，社会融资主流是以银行信贷为基础的固定利息间接融资，信贷思维的经营模式使得金融机构实际上赚取的是“利差收入”。以刚兑非标资产为核心的资产端在获取和组织本质上门槛不高、容易复制，因此金融机构在资产端的能力并不存在显著差异性，在当前的资管格局下，金融机构在资产端难以获得超额收

益，资管业务的整体净收益水平，并不能显著拉开。

为适应新经济的需求，直接融资的大发展带来权益类资产的占比提升，主动管理的经营模式使得金融机构更多赚取的是手续费等“非息收入”，躺着赚钱的时代终结。在这样的大背景下，金融机构在资产端的差异将会迅速拉大，一切具备主动管理特征的金融产品都会呈现出极大的分化，资产端的能力将成为未来资管业务的核心能力。

展望新时代的资产端格局，基于信贷思维的融资模式必须向基于资本市场和标准化资产的直接融资体系转变。产品创设与资产主动管理能力将成为金融机构核心竞争力，同质化格局将被打破，行业内差距将逐步扩大。公司是否可获得长期稳定盈利能力取决于公司对于资产端的主动管理能力以及依托标准化资产的产品创设能力。

（二）时代大潮之——以改革促开放，中国金融体系与国际主流模式接轨

改革开放40年至今，中国金融行业的开放程度、融入国际金融体系的程度相比过去已经取得了长足的进步，但与国际主流模式相比尚有进一步完善和提高的空间。中国金融的开放程度需要根据国情有计划有节奏的逐步提高，目前国内以信贷思维为出发点、刚性兑付为基础、非标资产嵌套为表象、标准化资产和资本市场发育不足的金融体系与国际主流模式较难兼容。以开放促改革，金融开放的真正目标在于引入市场制度，推动中国金融体系与国际主流模式接轨。

现有金融体系到了需要与时俱进的关口，以信贷思维、刚性兑付、非标资产、预期收益型负债匹配成本法计价类固收资产以赚取利差为典型特点的融资方式，是高度匹配过去十多年围绕大规模基础设施建设和房地产投资的社会融资需求的，但其既不适应正在崛起的新经济融资需求，亦不兼容于国际主流金融模式，变革迫在眉睫。

应对历史机遇，提前做好布局

春秋时期的巨贾范蠡谈起经商之道，曾说“旱则资舟，水则资车”，其核心理念就是要提前做好布局。

伴随着资管新规的出台，资管业务将逐渐以净值型产品为主流。对于客户，刚兑的打破，不能像以往仅简单的考



“投研实力是一个资管机构赖以发展的根基和核心竞争力。因此投研体系的建立健全就变得格外重要，一个完善的投研体系应能构建出一整套系统、缜密、科学的投资应用工具，通过市场的验证，为投资决策提供基础依据和有力支撑。”

考虑产品的期限和收益率，而忽略内在真正的投资价值和投资风险；对于资管行业，对专业化的投资要求越来越高，破刚兑、去通道、透明式底层资产风险穿透披露，不能仅简单的依靠母体的信誉存活，而是真正考验主动管理能力。因此，资管行业从业者必须提前做好布局，以投研为根基、销售为开山石、产品为血脉、品牌为旗帜，在此几个重要着力点上，深耕细作，方有可能在资管新时代的浪潮中游刃有余。

（一）夯实投研实力，建立资管新时代的根基

投研实力是一个资管机构赖以发展的根基和核心竞争力。因此投研体系的建立健全就变得格外重要，一个完善的投研体系应能构建出一整套系统、缜密、科学的投资应用工具，通过市场的验证，为投资决策提供基础依据和有力支撑。通过它，投资团队得以透过纷繁的市场表象，深入挖掘真正影响资产的因素，洞见资产价值本质，最终做出精确的投资决策。

健康的投研体系需要建立完善的体制机制、投研与风控系统并存，脱离简单的依靠人治，实现有序的机构自制。从某种程度上看，一家资管机构是否成熟、能否做大做强的一个度量，就是他能否脱离简单的依靠人治来维持企业运营的模式。

以海外成熟的资管机构为例，红杉资本能坐上全球风险投资领域的头把交椅，离不开其完善的公司管理体制，红杉对于投前、投中、投后均有严格的把控机制，业绩出众者能够晋升为合伙人，但对合伙人的投资方向又有严格的引导和约束；巴菲特和查理芒格领导下的伯克希尔哈撒韦公司，其价值投资的理念、策略、方法论早已深入企业骨髓，因此无论股神的接班人是誰，公司都将继续在这套价值投资系统的驱动下稳健运行。

（二）最强销售力，资管新时代提升自身造血功能的关键

出色的资管机构需要优秀的投研团队，而一个平台之所能吸引并留住投研团队，不仅仅需要激励机制，更需要有稳定的、可持续的资金来源作为保障，不然，就成了无米之炊、无水之源。

孙子兵法有云“先不败而求后胜”，这里的“不败”，对于资管机构而言，就是先要有强大的销售能力。如果在这场销售能力的争夺战里，率先丢失了阵地，那么丢失投研也将不远，而“后胜”也就无从谈起。

资管行业最早成立时源于财富的托付和信任，所以大部分人都会认为业绩是资管行业的核心。然而，经大量比较研究发现，尽管业绩很重要，但销售力才是良好投研能力服务更多客户的保障和推动力。

无论从何角度定义，一个成功的资管公司就是能够发展到足够大的资产管理规模，能够为客户创造收益，能够清晰的让客户了解其所售产品，以及为何其策略是可持续的。销售力并非表面单一的营销能力，销售力是其背后所反映的深层次的

综合性的一整套体系能力。篇幅有限,可从如下方面粗窥营销能力,以及资管新规后如何搭建销售体系、增强销售力:

1、建立匹配客户需求的产品体系与投研支持。高净值客户或高现金流企业均有自己的资产配置需求,现金资产、房产资产、金融资产、收藏品等等。一等的营销不是忽悠客户强卖自己的产品,不是一锤子买卖;而是站在客户的角度,为其更合理高效的管理自己的资产提供专业化的建议,渗入客户的财富管理,与其高度绑定,实现双赢。

欲想如此,一方面需要从产品层面匹配客户的需求。从简单层面看,所有客户的需求都只有一个:获取收益。但从一个更深的角度看,需要了解客户的风险承受能力、预期收益率、投资期限、能够忍受的波动幅度、以及综合资产配置需求等。这就需要产品体系的全面布局,产品线越全,越能在更广的范围满足客户资产配置需求,为销售力提供保障。

另一方面,产品背后要有坚实的投研基础,并让客户尽可能的理解产品内在的投资逻辑,使其能够与投资经理的步调节奏相一致,能够分享到产品增值的超额收益。简单来说,这需要营销的科学性。目前阶段,许多客户由于过往产品刚兑的特性,导致其很少研究思考产品本身的交易特性、风险与价值等。因此,其在购买净值型资管产品时,由于专业度欠缺,导致情绪影响因素过重,不能合理的把握产品持有期限,最终并未分享到收益。这个现象不仅发生在国内,来自成熟市场的美国也同样如此。因此合格的营销必须让客户清楚的知道其策略、收益来源、伴随风险、未来超额收益的因子是否会发生变化等。这样做的目的是带领客户走进产品,深入了解并理解其所要认购的产品内在的投资逻辑、投资价值与投资风险,尽可能缩小客户与产品本身、甚至背后投研逻





辑的认知差异,使其更大程度的理解信任该产品、与投资经理同步,这既有助于投资经理不至于面临投资人频繁临时申赎而导致频繁调仓造成的投资损失,也有助于客户真正实现自己的资产增值。

2、品牌力是给销售力加最大的杠杆。资管行业最大的杠杆来自品牌,而品牌本身反应的也是销售力的一种,或者是最重要的因素。最好的资管公司,是能够“销售信仰”给其客户,这种信仰就像所有的品牌消费一样。比如可口可乐和星巴克咖啡,背后销售的是一种美国文化。巴菲特其实很早就说过,在资产管理行业,声誉是最大的价值,一定要守护你的声誉。这种品牌的建立,往往需要一个非常长期的过程,但一旦建立起品牌,这个护城河也会很深,对于一家资管公司带来的杠杆会极大。

其实很多时候客户对于哪个基金经理、投资策略和方法并不十分了解,最终购买哪家资管产品受其品牌影响力很大。在国内,一些资管公司通过品牌价值的树立,过去几年

出现了飞跃式的发展。其实我们看到的是其某些年份业绩好,然后规模突然爆发;我们没有看到的是其背后长期深耕品牌的价值。

3、摆脱同业依赖,重回零售渠道。此前,银行理财资金几乎是全市场其他资管机构最大的资金来源。如券商资管创造了5年20万亿的规模扩张传奇,就离不开商业银行源源不断的资金支持,但往往“成也萧何败也萧何”,在进入金融严监管时期,同业机构客户端的资金受到严格限制,反而成为券商资管规模大降的推手。

在本轮的资管行业调整中,银行理财资金投资非标资产大幅受限,对于具备标准化业务自主管理能力的资管机构仍有一定机会;而以个人投资者为主的零售渠道端受影响相对较小。比如基金公司的货币基金、券商资管的大集合产品等,其中最稳定的资金来源还是个人投资者。资管新规落地之后,越来越多的券商和银行系资管公司将会成立,很多此前轻零售渠道、重同业机构客户的管理人,须重新调整



思路,在资源相对有限的零售渠道端,奋力布局争夺。无论是发展本公司的财富直销渠道,还是大力拓展外部金融机构代销、第三方理财公司代销等,各种零售渠道均会成为各方重点布局的对象和争夺的资源。

在资管行业的周期起伏当中,每个阶段都有每个阶段的发展要点。在本轮行业的弱周期里,营销端布局的成败,无疑将成为很多资管机构在下次浪潮中能否崛起的机要环节。综上所述,营销能力是集本部分所讨论的投研、产品、品牌于一体的一项综合能力体系,这也是为何营销能力将会成为资管机构在资管新时代中走在前面和走得长远的关键所在。

(三) 健全产品体系,推进资管新时代的起点

随着资管新规的落地,以资本市场和标准化资产为主导的直接融资体系将要建立,产品创设与资产主动管理能力将成为金融机构的重要依托,公司是否可获得长期稳定盈利能力取决于公司对于资产端的主动管理能力以及标准化资产的产品创设能力。

放眼海外,很多成熟的大型资产管理公司,其产品线是非常丰富的。以黑石集团为例,其产品线涵盖了从VC/PE、并购基金,到房地产基金,再到证券投资基金等多个品类;其中,以证券投资基金为例,旗下又涉及宏观对冲基金、高收益债券基金等多类细分产品。

聚焦国内,尽管在本轮金融行业的弱周期中,资产管理机构更需要在某个细分领域做深做精,但唯有在行业的冬天里做好产品研发体系的搭建工作,才能够真正在行业的强周期中做大做强。黑石集团早年以并购基金起家,而后逐渐将资产管理业务拓展至房地产投资以及二级市场投资等领域,可以看到,其布局产品线的脉络也是先做深、再做广。

所谓产品的研发体系,应至少是一套涵盖了资产配置研究、市场趋势判断、客户偏好研究、产品设计落地等在内的综合体系。对资管机构而言,如果没有成系统的产品研发体系,而仅在某单一品类产品的设计上有强项,其产品线就很容易僵化而跟不上市场变化。而一套完善的产品研发体系,则能有效支持机构对于行业趋势的判断、以及产品品类的布局。

(四) 树立品牌意识,打造资管新时代的旗帜

随着资管新时代的到来,会有越来越多的资管机构开始建立发展主动管理型标准化的资管产品,在市场逐渐熟悉新的规则、形成充分竞争后,同质化问题又会出现,届时,能够在市场中突显出来、与其他资管产品形成差异化竞争的关键,除主动管理能力外,更多的要树立品牌意识,打造资管新时代中自己的旗帜。

品牌资产是机构价值的外在体现。对外,能够提高机构在行业内的知名度,有利于增加合作伙伴,同时可以提高客户的忠诚度,而品牌忠诚又为机构提供了可预测性的需求,同时它建立的壁垒使得其他机构难以突破;对内,品牌可以提升员工的自豪感成就感和对机构的认同度归属感,使员工对机构更加忠诚,并能提高员工工作效率,为机构创造更大的价值。更重要的是,品牌是一个资管机构销售力的一种体现,是销售力最大的杠杆,此点后会提到。因此,品牌的建立和维护是保障竞争优势的强有力手段。

此前,资管行业做了大量的嵌套业务、非标资产的产品发行,甚至只是当成其他金融机构的通道。资管新规的落地,一定程度上来说,是让资管行业回归正轨的很好的一个手段,让资管去做资管该做的事情。这无疑会阶段性的使此前快速扩张的资管行业迎来一轮调整期,但从长远来看,这次的调整反而极有可能成为一个新时代的开端。美国在利率市场化之后,资产管理机构如雨后春笋般出现,并在过去近50年的时间里不断壮大;新规之后,随着净值化、破刚兑的进一步推进,以及国内投资品种的不断丰富,越来越多真正意义上的资产管理机构也必将逐渐崛起。

王阳明曾说“越是艰难处,越是修心时”,对于资管行业而言,本轮的金融弱周期,恰恰是蓄深养厚、韬光养晦、厚积薄发的绝佳时机。资管行业的赛道清理干净、游戏规则明确的情况下,对所有合规业务来说是一个利好。关于资管行业在资管新时代的发展,绝不仅限于上述所讨论的投研、营销、产品、品牌这些要素,但始终保持积极、持续探索,在奔跑中调整姿态,无疑是非常必要的。也唯有如此,才能让资管回归其本源,让做好准备的资管机构在资管新时代中屹立于浪潮之巅! ■



基于“真绝对收益”理念的投资研究框架重塑

文 | 胡彧 资本市场总部-研究部



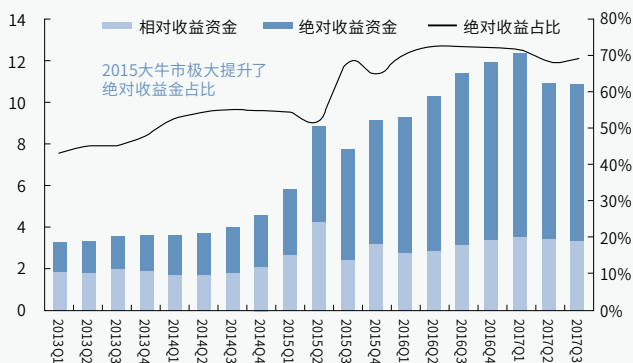
胡彧 | 部门总经理

引子：真绝对收益与纯价值投资

绝对收益与相对收益是在投资回报考核中可谓泾渭分明。相对收益秉持跑赢市场、战胜同侪的理念，切近于“人性”的自然需求；而绝对收益力求摒除市场和竞争对手的影响，追求恒定而客观的收益水平，更多蕴含的是“理性”的思想与智慧。

随着2014-2015年上半年A股赚钱效应的快速膨胀，奉“绝对收益”为主臬与旗号的证券投资私募基金迎来了一次寒武纪式的爆发繁荣。但事实上，市场对私募基金的主流评价方式依旧是相对业绩排名，而一旦被排名所裹挟，很容易落入追求“战胜对手”的相对思维陷阱，造成投资原则与交易动作的扭曲。

图：绝对收益资金在A股市场的总存量及占比估算



数据来源：Wind，民生信托估算

民生信托资本市场总部证券投资业务发轫于2015年，聚利、价值精选和蓝筹优势三大系列的产品线成功经历了股灾和熔断的考验，提炼出“真绝对收益、纯价值投资”的投资思想与守则，坚决屏蔽不当比较带来的耗散与偏离，赢得了波动稳定、回报丰厚的瞩目收益。我们所坚持的价值投资，致力于从上市公司的内涵价值，而非信息优势与市场博弈中获取回报，是天生适用于绝对收益的投资策略。

投资研究框架的溯本寻源

反思，亦即对思考本身的思考，是哲学中的重要概念，也是科学逻辑体系中不可缺少的环节。证券投资研究固然有其艺术性的一面，但对逻辑和科学方法的追求从未停止。因此，对研究本身的研究也是将投资框架化、体系化的必经之路。

投资风格流派诸多，不同的风格势必有一脉相承的投资研究框架与之匹配。可惜的是，针对于绝对收益和相对收益投资方式的差异，研究框架应当有怎样的变化与侧重，系统的研究却并不多。或许因为在国内的投资理论多数发源于美国，而在长期慢牛的美股市场，绝对收益与相对收益的差异并不如波动性远远超过了成长性的A股市场那样分野鲜明。

而与价值投资相匹配的研究框架的理论基础是DCF(现金流折现)模型，通过对模型的拆解，我们可以认识到其中包含了上市公司的现金流及其增长预测（内部因素）、无风险收益水平（外部因素）和风险溢价（历史因素），其中并不包含基于市场情绪波动及博弈因素带来的估值及价格波动的变量，因此如果将绝对收益的研究框架追本溯源，我们认为一言蔽之就是：投资于标的的价值创造属性而非博弈筹码属性，赚取个股价值低估和价值成长的收益，而不是试图在估值波动、玩家博弈中掘金。

谨守：正确方向、科学方法下的持续努力

二级市场投资机构对研究人员的招聘要求往往有一条“研究生及以上学历”，并非唯学历论，而是因为证券研究与科学研究事实上遵循同样的原则和方法流程，接受过严格科研训练，能够更好地理解和接纳二级市场的证券研究思想和方式。在民生信托资本市场总部研究部的招聘启示上，我们还会再加上一条——“坚信方向正确、方法科学的持续努力终有报偿”。

用科学的方法审视整个投资过程，可以认为投资=研

究+决策，而研究=信息+逻辑，因此证券研究和投资的基本工作就是收集信息（了解客观世界）、构筑逻辑（形成世界观）、并且在合理投资框架（方法论）的指导下决策执行，达到知行合一。民生信托资本市场总部研究团队据此对研究流程进行了划分，在不同阶段遵循相应的科学规律。

首先是线索寻找，投资线索可能来自无数瞬间与侧面，一条并不起眼的新闻报道，朋友对某个产品的一句无心评价，甚至只是超市里某种产品保质期数据的变化趋势……都可能成为成功投资的起点。对线索的搜寻要保持敏感的神经和宽容的态度，不以严格的逻辑和真实性做过于严苛的筛选，以免错过那些尚不起眼却拥有无限潜力的萌芽。但同时也要避免过度解读，直接把线索当作证据，甚至直接在线索的刺激下做出轻率的、缺乏科学依据的投资。

其次是证据收集，基于投资线索，得到最初的研究假设之后是围绕着假设进行尽可能全方位的证据收集。投资是概率的游戏，掌握越丰富的信息，就能够得到更高的概率判断。与对线索的宽容不同，证据必须遵循丰富、客观和公正的原则。同时，为了在瞬息万变的市场中为投资赢取时间，证据的收集还应当尽可能追求及时与前瞻。

第三步是逻辑链条的构筑，民生信托资本市场总部强调“逻辑统领一切”，强烈的逻辑感是专业化研究与非专业化研究的核心区别，更是整个研究的灵魂与脊梁。因此对所有研究案件，我们最为重视的就是“核心逻辑”，一切研究行动都要紧紧围绕着核心逻辑展开。核心逻辑链条中最重要的几个环节将成为研究的关键问题，研究的首要目的就





是不惜一切努力，说清楚关键问题——拥有清晰的核心逻辑。说清楚了关键问题，就足以成就一次精彩的研究。

最后，是研究结论与投资执行，一次投资动作不仅是研究的终结，更是后续研究的起点，投资是一段漫长的修行，周期循环，以终为始，才是持续获得市场奖励的不二法门。

曾经将投资研究比作页岩油井的开采：首先必须找对甜点区（正确的信息、逻辑和关键问题），否则无论如何努力都没有有效产出；其次，舍得一次性大额投资（不断努力），并打得足够深才触及深储于地底的油气层，获得产出；最后，持续不断投资压裂，才会有稳定的产出，否则，油气产量将快速衰减，前期投资最终成为无价值的沉没成本。

突破：从减法到加法，从价值到成长

研究秉持确定性思维，追求尽可能通过深入研究消除不确定性，强调单次博弈；而投资基于概率性思维，力图在有限时间、有限信息和复杂约束下尽可能逼近理想的投资目标，进行的是多次博弈。这一思维方式的差异是很多投资机构投研矛盾难以调和的根本所在。

以绝对收益为目标的价值投资在思维模式上与研究的本质更加接近。如果将研究视为概率统计中的假设检验过程，那么在第一类错误（拒真）和第二类错误（纳伪）中，尽可能提高确定性，避免第二类错误将是绝对收益的核心追求。

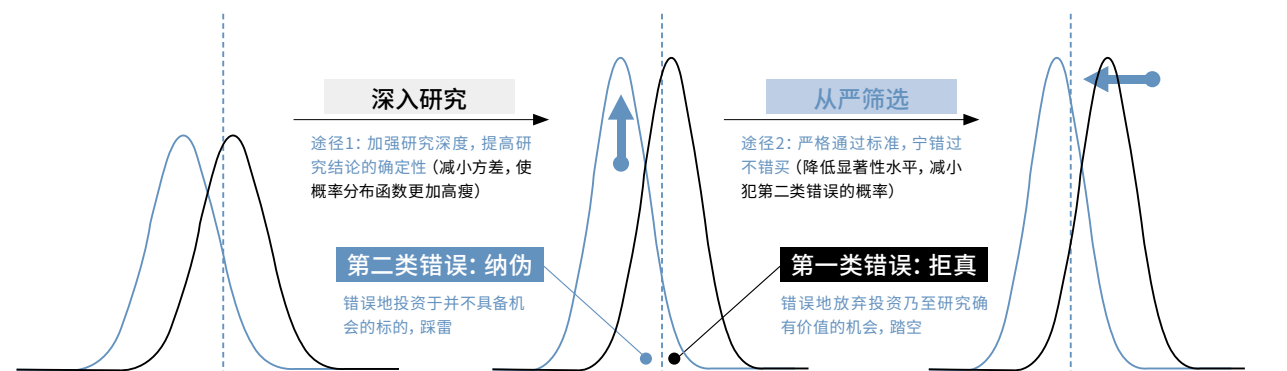
减少第二类错误的首选方法当然是深入研究，尽可能提升确定性（也就是减少概率统计中的方差），但人力有时而穷，在有限时间、有限信息约束下的研究所不能穷尽之时，绝对收益价值投资面对这个每天都存在无数机会与

陷阱的市场应当勇于做减法，战略性放弃那些看似美好，但不确定性较高的机会。主动收缩战线，一方面提升作战的基础胜率，同时也有利于投资研究的深度聚焦。这也是民生信托资本市场总部所一直坚守的“不追热点、不炒概念、不被趋势绑架而轻率投资于不熟悉的行业”准则的理论基础。

在具体的研究实施中，减法思维提倡投资逻辑的极简，我们相信好的投资逻辑一定是简单而有力的，逻辑越是纷繁复杂，可能出现的错漏就越多，而必须投入的研究精力也就越大，显著降低胜率和性价比。

但减法绝不代表对投资机会的放弃，恰恰相反，先做减法是为了后做加法。在极简的逻辑的基础之上，我们要求研究员进行最大化搜索，坚信“没有找不到的数据”，坚持“别人不假思索接受时，问一句为什么；别人问为什么时，问一句怎么办？”基于这种超越市场的研究深度，对于看好的投资标的有充足的底气重仓买入、长期持有，而非简单地以“分散投资”的方式应对不确定风险，更减少了情绪化与浅层次思考带来的投资随意性。

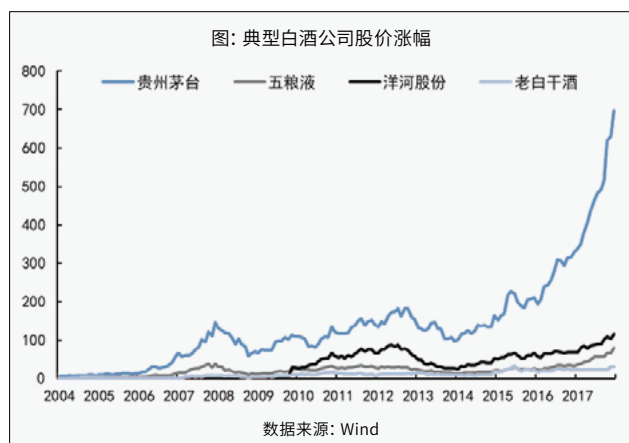
做加法思维在更高层次的体现是从价值投资向成长投资的延伸。价值与成长作为投资风格的两个流派，事实上并不存在严格的分野，一切基于基本面的投资研究都立足于三个问题：资产/利润如何生成（价值问题）、市场如何定价（博弈问题），以及资产、利润和定价方式如何随着时间而变化（动态问题），价值投资专注于证券现有的价值，侧重静态，成长投资探寻证券价值的变化，侧重动态，其基础都是过硬的价值发掘能力。



绝对龙头or性价比之选? 来自茅台的实证研究

我们可以从白酒类投资的案例看出价值投资中绝对收益与相对收益的投资模式差异。不考虑估值水平和博弈情况,茅台的基本面在白酒领域显然无可匹敌。但对于相对收益投资者而言,市场运行过程中势必带来很多机会,茅台或因为估值偏高,或因为短期涨幅过高或涨速过快,在“性价比”上落后于其他白酒品种,在这些时间窗口为了避免组合涨幅跑输市场而买入名次落后于茅台、即便研究不充分的其他白酒股,似乎就成为了追求相对收益投资者战胜市场、跑赢指数或其他投资者的优先策略。

但对于绝对收益投资者而言,不存在比较压力和踏空焦虑,对确定性的要求高于相对涨幅,可以专注于胜率更高、研究也更加充分的贵州茅台。基于这一思想,我们回溯



了贵州茅台和另外三个高、中、低端白酒品牌的代表(五粮液、洋河股份、老白干酒,以下简称三大白酒)在2004年初至2017年底的股价表现,统计结果表明,这168个月中,茅台同时跑赢三大白酒的月份仅有49个月,占比不到1/3,可见对于相对收益投资者而言,在适当的时间调仓换股是有意义的。但如果我们考察另一种情境:三大白酒中任一个上涨,茅台就上涨,而只要茅台下跌,则三大白酒将同时下跌(我们将这种情境称之为“茅台决定白酒走势”),发现茅台在168个月中的124个月决定了白酒价格的走势,占比接近3/4。并且综合14年的持有期股价回报(暂不考虑分红),贵州茅台超过7倍,而三大白酒最高不超过1倍。因此,摒除了短期比较压力的绝对收益投资策略天然倾向于高确定性的白马而非阶段性的“性价比之选”,在投资中也往往能够收到更加丰厚的回报。

2004/01-2017/12, 合计14年, 168个月, 其中:

茅台股价同时跑赢三大白酒的月份数	49个月	29%
茅台决定三大白酒股价方向的月份数	124个月	74%

对此现象的两个逻辑解释

基本面逻辑: 茅台作为已经被证明的龙头, 本身就有超越其他公司的胜率

博弈层面逻辑: 市场偏好白酒时一定不会砸茅台; 最多因为超涨而出现滞胀, but一旦茅台趋势性下跌, 则其他白酒也将不复享有市场风格偏好

(不需要比较的纯) 绝对收益买确定, 而非买跑赢, 甚至不是买所谓“更高性价比”

非龙头可能在某阶段有相对收益跑赢价值, 但没有绝对收益胜率优势

(不需要比较的纯) 绝对收益, 应当偏好龙头

*So.恒瑞Vs其他药业? 龙盛Vs闰土? 三一Vs中联?

尾声: 锻造业内知名的投资研究体系

投资和研究可以视作一个工业企业, 信息是原料, 逻辑是加工设备, 操作人员是研究员和投资经理, 产品是投资建议与投资决策。“产品”的质量由所有环节共同决定, 一个优秀的企业, 不仅仅能够生产高质量的产品, 还能够保证产品质量在高水平下的批次稳定性——在投资中, 也就是投资业绩的持续稳定与优秀。而持续稳定与优秀的投资业绩也终将成就一个具有市场影响力和美誉度的投研品牌。

在一个日益有效的市场中, 美誉度与其带来的普遍认可将极大增加投研体系与团队的价值, 长期坚持的、科学的研究投资理念与框架正是这一切的基石。通过对价值投资理念的深刻理解与坚定笃行(参考我部门徐正国先生和易卓先生的前期文章), 民生信托资本市场总部证券投资研究团队已经踏出了锻造业内知名投资研究体系的第一步, 大学非在大楼而在有大师, 卓越的投研团队在于每一位优秀的研究员和投资经理, 更在于一套科学的、讲求逻辑且能够不断完善升级的投研体系, 资本市场总部的每一位同仁都将为这一体系添砖加瓦, 共筑高楼! 固



2017年信托公司 净利润特征与影响因素分析

文 | 方玉红 研发管理总部-研究发展部



方玉红 | 研发专业总监

2017年年报显示，68家信托公司净利润总额为640.4亿元，同比增长4.5%。净利润是衡量信托公司经营业绩的主要指标，对净利润特征及其影响因素进行具体分析可以为信托公司经营决策提供一定参考。

净利润整体分布“肥尾”现象突出

从表1可以看出，68家信托公司2017年净利润平均值为9.4亿元，比中位数高出2.4亿元，说明公司利润分布不对称；偏度1.8，说明分布呈现右偏；峰度高达3.7，说明存在较为突出的“肥尾”现象，有相当部分公司净利润水平较低；总体方差高达六位数，最小值只相当于最高值的1.3%，说明信托公司之间净利润水平差异较大。

表1: 2017年68家信托公司净利润总体分布表 (亿元)

平均值	9.42
标准误差	0.99
中位数	7.06
标准差	8.14
方差	663397.9
峰度	3.73
偏度	1.82
区域	38.56
最小值	0.51
最大值	39.07
求和	640.43
观测数	68



净利润分组尾部右偏明显

根据斯透奇斯规则，把68家信托公司2017年净利润分为8组、每组组距为6亿元，得出净利润分布直方图，尾部明显右偏。按照净利润大小，平安信托、安信信托净利润分别为39.1和36.7亿元，占据最高区间；重庆信托净利润为33.5亿元，位居次高区间；第三区间为中信信托，净利润24.3亿元；第四区间包括华润信托、中融信托、华能信托和民生信托，净利润分别为22.6亿元、21.7亿元、20.8亿元和18.2亿元。以上五个区间，包含8家公司，占68家信托公司总数的11.8%。



净利润分布在0-5亿元、6-12亿元区间的信托公司分别为30家和21家，分别占比为44.1%和30.9%。与之对应，这51家信托公司的净利润之和占全部信托公司净利润总额的45.0%。从行业集中度来说，排名前4位和前8位的信托公司净利润之和占全行业净利润总额的比重分别为20.8%（CR4）和33.9%（CR8）。

净利润影响因素回归分析

从投入产出两个方面进行考量，影响净利润的因素可能包括9项。从投入角度看，主要是信托资产、净资产、职工人数以及衡量业务成本的人均业务及管理费；从产出角度看，主要是营业收入、衡量业务结构的主动管理业务收入占比、反映收入结构的信托业务收入占比以及反映收益率的信托报酬率和资本利润率。

现以68家信托公司2017年报披露的年度截面数据为依据，以净利润为因变量，以信托资产、净资产、职工人数、人均业务及管理费、营业收入、主动管理业务收入占比、信托业务收入占比、信托报酬率和资本利润率等9项指标为自变量，构建多元线性回归方程，得出回归统计、方差分析和回归系数检验三项结果。

表2: 回归统计

Multiple	R0.979495
R Square	0.95941
Adjusted R Square	0.953112
标准误差	17636.74
观测值	68

表2显示，修正判定系数为0.9531，说明该多元回归方程的拟合程度较好，表示在净利润取值的变差中，能被上述9项指标的多元回归方程所解释的比例为95.31%。

表3显示，F=152.33，Significance F(即P值)小于0.01，说明净利润与上述9项自变量指标之间的线性关系是显著的。

表3: 方差分析

	df	SS	MS	F	Significance F
回归分析	9	4.26E+11	4.7382E+10	152.326026	5.61E-37
残差	58	1.8E+10	311054608		
总计	67	4.44E+11			

表4: 回归系数检验

	Coefficients	标准误差	t Stat	P-value
Intercept (截距)	-3594.22	14567.51	-0.2467282	0.80598977
营业收入	0.487258	0.063232	7.70586671	1.9084E-10
净资产	0.049972	0.011831	4.22369047	8.5902E-05
职工人数	-54.2069	13.50195	-4.0147447	0.00017306
人均业务及管理费	-134.483	56.37658	-2.3854414	0.02034579
资本利润率	228970.4	46596.96	4.91384951	7.668E-06
信托资产	-9.5E-05	0.000114	-0.8364937	0.40631048
信托业务收入占比	-24071.1	16534.12	-1.455844	0.15082764
信托报酬率	1174199	1223207	0.95993482	0.34107279
主动管理信托业务占比	-12743.5	15484.89	-0.8229604	0.41390139

表4显示, 营业收入、净资产、职工人数、人均业务及管理费和资本利润率前5项指标通过了5%的显著性水平检验, 而信托资产、信托业务收入占比、信托报酬率和主动管理信托业务占比后4项指标未能通过显著性检验。

为避免回归模型中存在多重共线性, 即两个或两个以上的自变量彼此自相关问题, 现已通过显著性水平检验的5个自变量为基础, 通过逐个向前增加未通过显著性检验变量的方法建立回归模型, 最终确立以净利润为因变量, 以营业收入、净资产、职工人数、人均业务及管理费、资本利润率和信托资产等6项指标为自变量的多元线性回归方程。

回归结果显示, 调整后的回归方程拟合优度较好 (修正判定系数为0.9536)、线性关系显著 (F=230.27), 回归检验结果如下:

根据表5的结果, 营业收入、信托资产、净资产、职工人数、人均业务及管理费、资本利润率等6项指标均通过了5%的显著性水平检验。因此, 可以得到2017年68家信托公司的净利润Y与营业收入X₁、信托资产X₂、净资产X₃、职工人数X₄、人均业务及管理费X₅、资本利润率X₆的多元线性回归方程为:

$$Y=-17747.7+0.5053X_1-0.00018X_2+0.0532X_3-61.1146X_4-146.686X_5+221314.3X_6$$

表5: 回归系数检验

	Coefficients	标准误差	t Stat	P-value
Intercept (截距)	-17747.7	10056.82	-1.76474	0.082613
营业收入	0.505273	0.055014	9.184463	4.16E-13
信托资产	-0.00018	7.83E-05	-2.24146	0.028646
净资产	0.053166	0.011176	4.757239	1.24E-05
职工人数	-61.1146	11.71032	-5.21886	2.28E-06
人均业务及管理费	-146.686	55.36489	-2.64945	0.010253
资本利润率	221314.3	45847.78	4.827155	9.66E-06

回归结果行业分析

根据回归方程,在其他指标保持不变的情况下,2017年信托业平均每增加1亿营业收入,可以增加约5053万元的净利润,低于2016年同口径回归结果(5392万元)。营业收入是净利润的主要来源,而营业支出水平的高低决定了最终净利润水平。在控制营业支出的情况下,增加营业收入可以有效提升信托业净利润水平。

信托业平均每增加1亿的信托资产规模,将减少约1.8万元的净利润,高于2016年同口径回归结果(1.6万元)。由此可见,近两年整个信托业的信托资产规模扩张速度过快,且多为被动管理类资产,不仅无助于净利润的增加,反而会带来净利润的减少。

信托业平均每增加1亿的净资产规模,可以增加约532万元的净利润,高于2016年同口径回归结果(492万元)。信托业通过股东增资、净利润留存等方式增加净资产规模,可

以带来净利润水平的明显提升。

信托业平均每增加1名员工,将减少61万元的净利润,与2016年同口径回归结果基本一致。这在一定程度上说明了整个信托业平均员工成本较高,提高人均创利难度较大。目前68家信托公司业务发展水平参差不齐,信托业从业人员平均创收能力有待进一步提升。

信托业平均每增加1万元的人均业务及管理费,将减少约147万元的净利润,低于2016年同口径回归结果(168万元)。近两年,信托业人均业务及管理费的增加会降低净利润水平。因此,信托业应采取科学有效措施,适当控制并降低业务及管理费支出。

信托业平均每提高1%的资本利润率,可以增加约22.1亿元的净利润,高于2016年同口径回归结果(14.6亿元)。资本利润率是信托公司利用自有资金进行投资的经济效益衡量指标,反映信托公司运用资本获得收益的能力。因此,信托业提高固有投资水平可以带来净利润水平的极大提升。■



信托业平均每提高1%的资本利润率,可以增加约22.1亿元的净利润,高于2016年同口径回归结果(14.6亿元)。资本利润率是信托公司利用自有资金进行投资的经济效益衡量指标,反映信托公司运用资本获得收益的能力。因此,信托业提高固有投资水平可以带来净利润水平的极大提升。



TEAM

民生·团队

41 结构金融部编年史

45 拨云见月 趋利避险 投研联动 侠之大成
——记风险管理总部投资（固有）业务评审部



结构金融部编年史



2014-2015三人行

——三人行，必有我师焉。《论语·述而》

左起：黄志鹏、刘祝珊、宋雪、赵旭光、谭月泉、顾为、刘谦君

万物生发，由小而大；星星之火，可以燎原。经考证，结构金融部的名字发始于2014年，当时是在易总、覃总带领下的一个大的业务部门，名曰：“结构金融总部”，后部门调整、业务转型，结构金融总部易名为“资本市场总部”，结构金融部作为一个二级部门保留了下来。此文仅指美女宋雪领导的结构金融总部，如有雷同纯属巧合。



2015年下半年伊始，结构金融部初见雏形，由最开始的团队长宋雪和谭月泉组成，刚从法国毕业回国的刘谦君随后加入了这个小团队。伴随着多个项目的落地，2015年的夏天到秋天是结构金融部逐渐收获的季节。

宋雪，部门里的年轻同事亲切地称其为“雪姐”（聪明的读者此处应该知道三人行的主角是谁了吧），加入民生信托前她曾在某大型信托公司工作5年多，对各类信托政策、法规和交易结构驾轻就熟。2014年加入民生信托后，随着公司的成长，逐步建立起结构金融部。其人思维敏捷、专业细致，总是能在团队一筹莫展的时候带来新的观点和对策。工作状态的她像打了鸡血，经常中午不吃不喝坚持工作一整天，有时候大家会想她是不是具备了骆驼的特异功能，可以储存食物和水分。后来实践证明储藏食物和水分的不是她，而是那个小小的零食吧（位于办公室的某个不起眼的

小角落里），各种小零食都是她贴心为大家准备的。那一年她以一己之力充分利用公司的政策窗口，做了一大波信托项目，为部门日后的发展奠定了根基。

谭月泉，曾在不同类型的多家金融机构实习过，中财研究生毕业之后进入中国证券登记结算工作两年，后来毅然放弃了安定的体制内工作，选择了更有挑战性的信托行业作为职业生涯的下一站。对于学习他总是保持着超高的热情。在他的感染下，团队一直保持着浓厚的学习氛围。

2017年月泉同学带领实习生开发定增周报自动生成模板以及定增类尽调报告自动生成模板，前者能高频率跟踪定增市场情况，后者能够自动生成定增类项目尽调报告中上市公司基本信息、财务、估值等部分，极大地简化了业务团队的工作量。

月泉是部门的“学习委员”，组织了资本市场总部（整个大部门的年轻人）的“思考分享沙龙”——结合每个成员的工作背景和业务专长，组织学习讨论，轮流为大家分享自己的经验与视野。迄今为止，已经举办了包括但不限于并购基金、量化基础知识、房地产业务流程和评估、有色行业基础知识等多场活动。我们曾在资管新规公布的第二天，坐在一起研究解读，规避日后业务中可能出现的风险，我们也曾用Mind Manager思维导图的方式，深入研究分析一个上市公司需要关注的方方面面，以便团队成员在展业过程中对企业有更加深刻的认识。“学习型团队”成为我们的标签，思想的火花在碰撞中迸发出更耀眼的光芒，我们每个人都在学习中获益良多。

刘谦君，这个美女可是在法国留过洋的哦，就是那浪漫的法兰西，在法国攻读完硕士



学位之后加入了结构金融部，之前拥有近两年的跨国工作及实习经验，可以英法双语无障碍交流。就冲她这语言能力，我们应该积极开拓一些欧美的项目，发挥我们的专长，要不可就白瞎这人才了。

这个姑娘可是能干，她对待工作一丝不苟、执行能力超强，对于各项任务总是既快又准的执行到位，擅长与内外部沟通交流。

2016-2017 五魁首

——明清科举分五经（诗、书、礼、易、春秋）取士，每经第一名称经魁，又称魁首。同时取得各经第一名的人被称为五魁首（也不要吹毛求疵，此处就是泛指五个人的意思）。

经历了2015年的部门初建时期的迷茫与艰难，伴随着资本市场的风起云涌，2016年是结构金融部播种的一年。2016年5月，公司提出信托业务转型的战略发展需求，这一年团队紧跟公司步伐，积极拓展定增，配资，优质工商企业等信托项目。披星戴月的日子很多，但我们每个人都是痛并快乐着。为了新业务模式的落地，团队内部讨论落实并和自己的业内小伙伴沟通请教；为了深入对企业的尽调，我们走访企业和工地，了解企业的运营模式和项目的实质风险；为了细枝末节的商业条款，我们尽力与交易对手谈判斡旋；为了能尽快放款，团队成员甚至凌晨赶回北京，为的就是第二天一早可以到公司尽快给项目放款。正是有了每个人的坚持不懈，才让我们在那个伴随着转型阵痛的夏天，播下了洒满我们辛勤汗水的种子。

也是在这一年的夏天，有着多年信托从业经验且熟知资本市场一级和二级业务的黄志鹏加入到了结构金融部的大家庭。他扎实的金融功底以及诙谐幽默的沟通风格，让整个团队充满了活力。黄志鹏的从业经验可谓丰富多彩，这是一位来自内蒙古大草原的汉子，既有草原儿女的豪情，也有金融从业人员的细腻和敏锐。对外经贸毕业后，做过汽车金融，参与过多个房地产信托、地方政府平台项目及通道项目等信托产品的全流程操作，实战经验非常丰富。自2014年加入民生信托以来，逐步接触并参与资本市场业务，至今为止落地项目类型包括配资、股票质押、定向增发、并购融资等，完成了从传统业务到资本市场业务的华丽转型。

2017年3月，随着小萝莉刘祝珊的加入，让这个日趋成熟的团队，有了更加坚实的保障。加拿大留学归来近4年，已经有了房地产、资本市场

经历了2015年的部门初建时期的迷茫与艰难，伴随着资本市场的风起云涌，2016年是结构金融部播种的一年。2016年5月，公司提出信托业务转型的战略发展需求，这一年团队紧跟公司步伐，积极拓展定增，配资，优质工商企业等信托项目。



业务承做，承销的丰富从业经历，在团队中承做新项目的同时，也掌管着部门众多存续项目的投后管理工作。她对工作极其认真负责，对每一个项目的情况倒背如流，甚至每一笔资金的进账时间都可以不靠台账脱口而出。在日常的工作中，她有条不紊的落实各种交易结构，项目合同，放款沟通和投后管理工作，与小伙伴们相处融洽，结构金融部这个大家庭也越来越温暖。春去秋来，寒来暑往，结构金融部逐渐步入正轨。2017年，团队对资本市场业务有了更加深刻和深入的了解，先后对多只股票进行深入研究，并成功参与到其定增业务中。

2017-2018 七剑下天山

——梁羽生同名小说，七剑分别为：莫问、由龙、青干、舍神、天瀑、日月、竞星。

2017年另一位重量级人士顾为加入结构金融部。

顾为，江苏人士，本来在部委院所已经做到了副处级，可毅然决然抛弃了优渥舒服的仕途下海去了九鼎投资干起了私募，仗着自己的广泛人脉和深厚专业功底把私募做得风生水起。2017年某一天睡醒感觉心中有个叫“民生信托”的信托公司在召唤他，毅然抛弃了私募公司习惯的环境投入民生信托的怀抱。2017年加入结构金融部以来如鱼得水、纵横捭阖，在资本市场领域长袖善舞，连续成立了多单兜底定增项目，在项目端斩获颇丰；资金端更是帮助部门好几个项目找到了对接的资金。张博总讲“我们不做银行的丫鬟”，顾为同志身体力行贯彻了张总的号召，此种展业方法值得提倡和学习。对于信托行业投资业务，他的信条是“三分投，七分管”，抓住“核心资产、核心人物”。信托接触的大部分是民营企业，这些企业和实际控制人在战略、财务、资金、技术、人才管理方面或多或少存在短板，业务人员需要综合学习，对企业进行多维度地深度介入。信托经理一定要作为项目公司的贴心人。这种“贴身肉搏”的诚意和关注度不仅能够真正的降低项目风险，更能够在企业发展过程

中获得更多的业务机会，将行业领悟透，将企业服务好。

最后一部分是笔者本人——赵旭光，上次写这种文字还在十好几年前，想想当时我还是英姿英发，现在却是早生华发。慨叹岁月不待人啊。

学法律的干了金融，我之幸事，自从上了研究生发现金融这个东西很能吸引我的兴趣之后我对金融行当的热爱就始终如一，并且立志将此作为自己一生的事业和追求。课余时间拿到了当时所有金融行当的从业资格（银行、证券、期货、保险经纪、保险公估），研究生毕业后就一直服务于资金密集型行业，先是在某上市房企，后来进入信托行当。初入信托行当的我像鱼儿游进了海洋，经常自己感喟——世界上怎么能有这么有意思的行业，每天接触不同的人和事，完成一个个挑战，像游戏打怪每天都在提升着自己的经验值，有些工作中的情节就像影视剧作品，每天就像拍电影一样，有时晚上躺在床上好想第二天不再醒来，可是第二天太阳照样升起，你的客户还在那里等着你，酒要喝，款要放，你还得扛着，虽空乏其身，可是真是开心啊。“赵总，咱这矿井就别下了，下面老埋汰了”“我们银行承兑的票据还有啥可验的？！还验什么验，多此一举嘛”“赵总，北京的地，抵押率低于70%，我们公司肯定不会要你们的钱的！”“您看，这个区污水处理厂的收费权谁要都没给，就给您留着呢”“今天这个合同必须出来，几点我都等，出不来你别下班”……忆往昔峥嵘岁月稠啊。

我热爱信托这个行当，信托的理念和方法已经融入我的血液，勤勉尽责、忠于所托。感谢信托行业给我的大好时光，不负光阴不负卿。

结构金融部就是一个这样的团队，一个巾帼豪杰领导的有战斗力、能解决问题的团队；一个朝气蓬勃，学习氛围浓厚的团队；一个每天加班，吃饭时也不忘讨论工作问题的团队；一个有萝莉与大叔、土鳖与海归共处、放款与尽调高效的团队。

ENDINGPOSE来点对仗的：结心戮力、共创未来、金石唯坚、融汇民生，结构金融总部，有你，不寂寞。■



拨云见月 趋利避险 投研联动 侠之大成

——记风险管理总部投资（固有）业务评审部

2016，大资管行业混业竞争、风起云涌、瞬息万变，淘汰与机遇共舞；
2016，民生信托逆流而上、乘风而起、度势顺时、求实创新、踏梦前行；
2016，投资（固有）业务评审部应运而生。





投资业务评审部专注于公司股权投资类业务的风险审查。这类业务复杂多变,具有“新、奇、特”的特征,“新”体现在新经济模式层出不穷,需要准确把握经济最新动态,深入了解行业最新资讯,需以开放的心态快速学习并辩证分析新鲜事物;“奇”体现在商业模式不断创新,要从思想上打破惯性业务固有思维,真正站在股东的角度来思考和评判股权投资价值;“特”体现在特殊复杂的结构设计,需在千头万绪纷繁复杂的资料中迅速厘清投资主线、抓住实质风险,与时俱进,辟险前行。

团队六人,集前辈经验之光华,汇新人智慧之灵气,性格迥异,却戮力同心。部门负责人陆英芳自团队中起,勇挑重担;团队初始成员游丽佳、孙晓婷深耕领域,不变初心;贾晋、樊凡、李想携各自之芳华于2018年欣然加入。

这是一支年轻而又经验丰富的团队。年轻,能够快速接受新事物,不固步自封、不固执己见;而团队成员均身经百战,具有跨部门、跨行业、跨领域多年从业经验,平均评审工作经验达到6年以上。这是一支笃实创新与学术研究相结合的队伍,通过深度了解行业、把脉问诊细节、直击投资本质,在股权投资的道路上不倦的探索和总结。这是一支勤奋有担当的队伍,在这里,加班工作、加点出差是常态,在这里,没有相互推诿扯皮,只有团结协作、守望互助。

审问慎思 明辨笃行

投资(固有)业务评审部对接投资银行总部和资本经营管理总部,业务类型以PE股权投资、pre-ipo、私募投资基金、跨境投资、定向增发等境内外一级和一级半市场业务为主,行业覆盖互联网、TMT、大健康、工业4.0、新能源等众多高科技、高热度行业,交易方案涉及境内外上市及资金出入境等特殊事项。在互联网高速发展、新经济形态倍出、商业模式创新迭起的今天,如何在一篇篇花团锦簇的推介资料中,寻找具有投资价值的投资标的,要求审查人员必须具备独立思考能力,能够通过内部尽调、外部佐证、同业对比、行业研究等多维度、全方面、深层次收集相关信息,在有限的评审时间内,迅速了解行业及公司、由表及里、理清脉络、抓住重点、总结特点,有效设计交易结构,控制风险。

“博学之,审问之,慎思之,明辨之,笃行之”为有着13年金融行业工作经验的部门负责人陆英芳对团队成员的要求。陆英芳曾在平安信托和五矿证券总部从事多年评审工作,有着雷厉风行、热情高效的行事作风,兼具见微知著、洞若观火的评审能力,被业务部门亲切的称为“陆姐姐”。她要求审查人员拿到待审项目后,在深入研究项目所涉行业、产品、结构的基础上,广泛搜集、合理提问,审慎思忖,明确辨别,并有效提出高可行性的项目方案和风控措施,力求切实可行。在工作风格上,作为团队负责人,陆姐姐以其“控大局、抓主线、问逻辑、抠细节”的特点为整个团队带动出高质量、高行动力的团队特征。

知行合一 以知促行

经济环境风起云涌,金融市场风云变幻,曾经叱咤信托江湖的三大传统业务已是昨日黄花,如今看起来很美的风口行业大多也都红颜易逝,如何在市场风浪中巡航掌舵,抓住稍纵即逝的市场机遇,是信托公司的重大课题,也是风险审查引导业务方向的核心思路之一。作为主审并购、PE、pre-ipo、股权基金等私募股权投资类创新业务的审查部门,项目立项前的预沟通成为工作常态,业务部门在项目接触和谈判阶段即开始与风险审查人员沟通,寻求方案谈判和产品设计上的意见和参考。为了更好的服务于业务需求,投资(固有)业务评审部将开展创新研究作为日常工作的一部分,本着“研究先行一步”的方针,着力打造智库型团队,积极挖掘同业案例和有投资价值的新兴产业,助力公司业务创新。部门成立至今共完成专项研究工作近20例,包括A股IPO审核情况分析、并购基金业务模式分析、房地产股权投资业务分析、新三板投资机会分析等,行业分析涉及院线、民办教育、环保等多个领域,提供评审和展业参考。

硕士毕业于中国人民大学的游丽佳,虽然看起来只有18岁,其实已经是个有2年审计经验和7年信托评审及运营管理经验的“老司机”,对于评审过程中涉及的知识点,她有着近乎偏执的深挖欲望。丽佳相信先学而后心定,不论是与业务部门预沟通还是项目实际评审过程中,在真正提前进



行了深入广泛的研究和分析的基础上，才能融会贯通，笃定地提出观点和建议，来不得半点马虎。毕业于武汉大学、有近四年留法经历的颜值担当孙晓婷，归国后从研发做起，既有对新领域、新方向的高度求知欲，又有良好的数据收集、整理、分析能力。晓婷认为评审服务于业务，不但在于服务态度，更在于服务质量，只有持续学习，才能量体裁衣，更高效、实际地解决业务需求，形成良性循环，所谓“愈探愈出，愈研愈入”，不外如是。

推己及人 能近取譬

金融机构就是经营和管理风险的机构，赚取的是相应的风险收益。风险管理不是排斥风险和惧怕风险，是用敬畏的态度和积极的心态直面风险。公司业务的发展壮大不只体现在业务部门的业绩要求上，也不只体现在年末收入利润的翻倍增长上，而更应体现在公司前中后台的万众一心、众志成城之上。带着这样的认识，投资（固有）业务评审部的审查人员从未把自己放在项目的对立面，而是从每个项目的实际情况出发，不仅仅拘泥于发现问题，还将更多的时间和精力用于提出解决方案，增加项目可行性。据不完全统计，部门自2016年5月成立至今，累计处理完成各类信托业务评审超过250笔，包括公司首笔私募股权投资项目、首笔海外资产并购项目、首笔港股IPO项目、首笔产业投资基金项目、首笔美元基金投资项目、首笔PPP基础设施投资项目等等众多创新型产品，上述项目均已成功落地放款。

曾经任职于民生银行冶金事业部和平安信托金融部的樊凡，在从事风险审查之前，也曾历经业务部门的千磨万击才坚韧，跨越前中台的经历让她更加能够体会前台之需，再烦琐的事项都能一笑置之，在项目评审和沟通中以其温柔耐心的气质收获一众信托经理迷弟。同样有着跨界经历的还有投资（固有）业务评审部唯一的男神贾晋，贾晋科班毕业于中央财经大学，曾在德勤、东海证券、中融信托等机构任职，复合型的职业经历练就了贾晋处变不惊、沉稳老练的评审风格，也因此被部门里的格格们敬称为“晋爷爷”，前台工作的经历培养了他的多元化视角，让

他更加能够想业务部门所想，从更加符合业务导向的角度进行风控评审，也更熟悉实操层面可能出现的风险点和难点，可以给业务团队提供更多有建设意义的意见。

团结紧张 严肃活泼

似乎一说到风险管理部，就不可避免的与刻板严肃联系起来，然而投资（固有）业务评审部的日常工作氛围可以说是“随富随贫且欢乐，不开口笑是痴人”。劳逸宜均，动静相济的团队氛围，让高效评审和研究变成一种愉悦的发自内心的主动状态，而不是强制性的“贯彻”，被动式的接受，所以更迸发出巨大的能量和张力。

研究生毕业于英国曼彻斯特大学人力资源管理专业的李想，是2017年中旬才加入风险管理总部的新鲜血液。初探金融行业，李想带着外企光环，将她曾经在佳能从事员工关怀相关工作的工作思路和工作经验应用到风险管理总部的行政工作中来，在保障公司项目评审会有序进行的同时，承担了整个部门的人性化粘合剂的重要作用。不论是公司年会、部门团建还是员工生日，李想都能用妥善周到的安排、温馨细致的设计为大家传递来自部门的牵挂和关怀，是实至名归的部门大管家。

我们仰望星空时脚踏实地，我们栉风沐雨时心有熹光，我们曾经险滩、曾遇风暴，我们风华正茂、踏梦扬帆，我们是投资（固有）业务评审部，我们与风险共舞，我们，与你同行。■





LIFE

民生·人生

49 孩子的画，爸妈的话（第二季）

2017年夏季刊，本刊编辑部制作了《孩子的画，爸妈的话》的专题，受到了公司内外广泛的好评，不论是孩子的作品还是为人父母的心情都让大家感同身受，今年又逢儿童节，特此献上第二季。



中国民生·人生

第二季

编辑 | 齐奕 《中国民生信托》执行主编

孩子的画， 爸妈的话

2017年夏季刊，本刊编辑部制作了《孩子的画，爸妈的话》的专题，受到了公司内外广泛的好评，不论是孩子的作品还是为人父母的心情都让大家感同身受，今年又逢儿童节，特此献上第二季。

本季，我们邀请了12位公司员工分享他们孩子的绘画作品，其中包括了去年的5个小朋友。大家在欣赏画作的同时，也能感受到孩子们成长的喜悦。■





爸爸：吴斌 女儿：吴嘉禾（9岁）

我进入泛海控股的时候，嘉禾刚在襁褓里哼唧；我加入民生信托的时候，嘉禾还在幼儿园里蹦跶。五年过去，我的女儿嘉禾到今年秋天就十岁了。过去的日子，充满了色彩，就像嘉禾的涂鸦，透着明快和欢乐。喜爱随手写写画画的小姑娘，愿你的未来更加幸福。看画的人们，也祝你们的生活如画多彩。

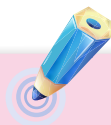




爸爸：沈菲 儿子：沈嘉宇（马上就要7岁了）

现在看孩子画画似乎已经没有一两年前那么多的惊喜，想想孩子刚开始画画时，无论画出什么来都赞不绝口，都觉得太棒了！可是现在呢？总觉得这个地方画得不够好、那个地方画得不够好……到底是孩子画画不如以前好了？还是我们的要求太高了？到底是该希望孩子快快长大，还是希望孩子慢慢地享受童年时光？到底我们该做“虎妈狼爸”好，还是该做佛系家长？……也许，我们就不该把大人的焦虑与浮躁过早的传递给孩子，毕竟，到达终点不是目的，沿途的风景才是最精彩！喊一句你喜欢的口号Style：奔跑吧，画画！





妈妈：王洪云

女儿：韵凝（11岁）

翻看闺女最近一年的作品，有素描、有油画、有点彩……，虽然成品不多，但能看出你的成长、你的收获，脑海中不断浮现小家伙完成作品时的喜悦。在陪伴你画画的道路，妈妈见证了你的快乐，希望在未来的日子里，你仍能保持乐观向上的心态，用心去感受美的事物、美的生活，加油宝贝！





▲ 宋承远



▲ 宋承远



▲ 宋承远

爸爸：宋雷

儿子：宋承远（10岁） 女儿：宋思迦（6岁）

宋承远学习画画已有5年，创意画能够很好展现自己的内心世界。宋思迦平时嘻嘻哈哈的时候多，容易被美食吸引，热爱睡觉，自带魔性笑声。貌似粗枝大叶，实际上观察细致。被问到幸福是什么，回答是希望孩子们童心永驻，探究不止，家人陪伴，年年过6.1。



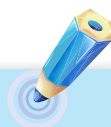
▲ 宋思迦



妈妈：张芝 女儿：金轩竹（7岁）

兴趣不是一开始就有的，对于一个一知半解的事物，何来兴趣，即便有，也只是好感。用心画了，懂的多了，兴趣可能就慢慢来了。画画如此，学习亦如此……

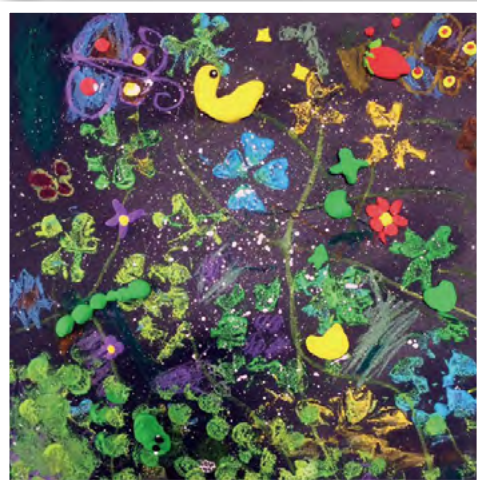




姑姑：李潇萌 侄女：一一（6岁半）

一一从小就对颜色有自己的理解，她喜欢干净、淡雅、让人感觉非常清爽舒服的色彩，可能也是源于她简单、安静的性格。她告诉我，每次拿起画笔，她的脑海里就有无穷无尽的想法，就像有一本很厚很厚的书，她会需要的部分从书里摘出来，呈现在画纸上。作为家人，欣赏一一的画，绝对是一种享受，我可以从画中感受她的喜怒哀乐，走进她的世界，也更贴近她的心。

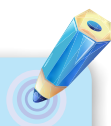




妈妈：贺晓欣 女儿：贺钿媛（4岁）

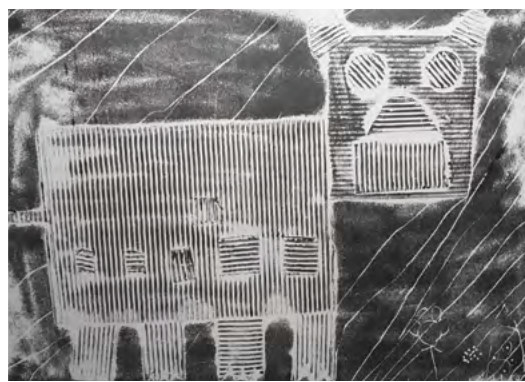
贺钿媛，小名小可，英文名Cutie，2014年3月生，她特别喜欢我们叫她“小可爱”。小可，爱画画，真正学画是从2017年1月开始，她非常享受绘画给她带来的乐趣，完全沉醉其中。她能在每一幅作品中发挥自己的想象力，并把故事情节讲得绘声绘色，爸爸妈妈还有哥哥，都是她的忠实粉丝。同时也把自己喜欢的动物添加进去，比如独角兽、长颈鹿、小蛇等等，让画面更加生动有趣。

除了画画，小可喜欢运动，经常跟哥哥比赛跑步、自行车、滑板车，虽然有时输了会哭鼻子，但还是最喜欢跟在哥哥后面玩，因为他们是最好的兄妹。



爸爸：廖豪 女儿：廖怡然（5岁）

希望你未来的人生，能像你的名字一样，怡然自得。

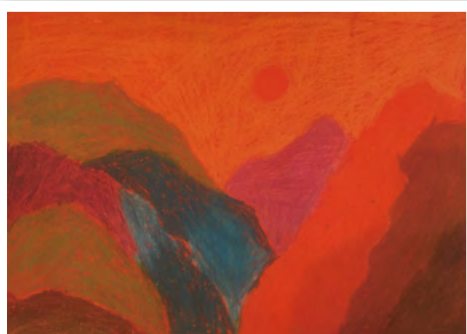
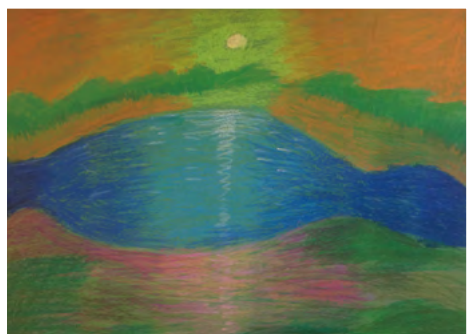




爸爸：刘峰滨 女儿：刘雨洋（8岁）

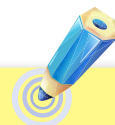
洋洋从小就喜欢画画，给她纸和笔，她就能很开心的画起来，喜欢看她专注画画时的小神情，自己勾勒出一幅幅生动的图画，然后开心地给我们讲解其中的故事！希望她的这份热爱能一直保持下去，用心去做自己喜欢的事也是最开心的事！

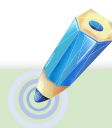




妈妈：郭德萍 女儿：李子彧（9岁）

亲爱的大宝贝儿，今年就10岁了，不得不感叹时间过得太快了。你7岁开始学画画，虽然天赋一般，但胜在坚持和热爱。希望你的明天也像你的画一样五彩斑斓，无限美好！

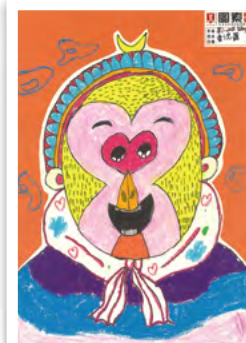


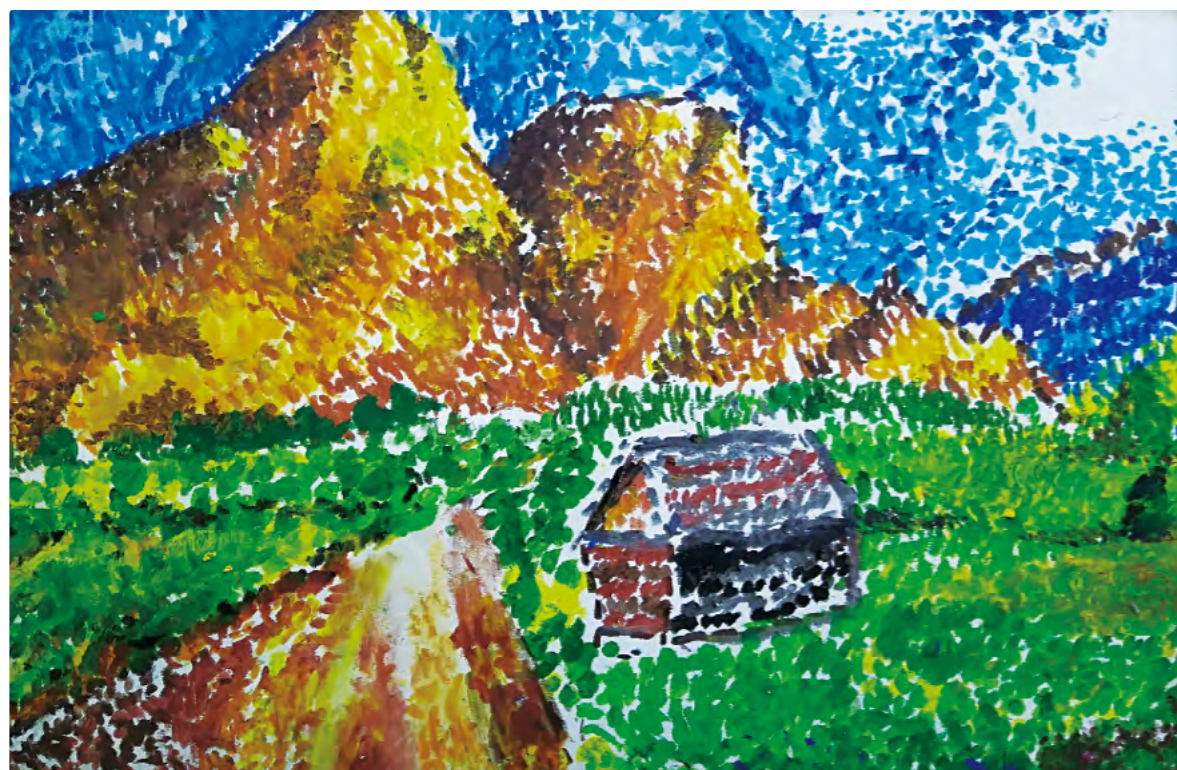


妈妈：孙兰兰 女儿：唐沈圆（7岁）

唐沈圆，小名圆圆，属虎，2010年12月20日出生，和我一样，都是天马行空的射手座，家里人都爱叫她圆圆或者小囡囡。

从小，可爱的你就爱画画，你热爱五颜六色的水彩笔、蜡笔、水粉笔等等，家里的书房里到处堆满了你从小到大用过的画本、画册和画画工具。在妈妈看来，哪怕你只是涂鸦，都觉得你的颜色搭配特别漂亮。由于时间和学业的关系，妈妈让你中间断了一年画画课，然后你撅起嘴巴，很不情愿地说：“妈妈，那等我有一点点时间了，你就再让我学画画吧，我觉得画画是一种享受，是我非常喜欢的兴趣爱好！”妈妈从你的眼神中看得出，你热爱画画，你渴望画画，你完全陶醉在画画中！妈妈也能从你的画中，看出你很用“心”的画，每一根线条，都在让你变得更优秀！美术是一种快乐的游戏，妈妈愿你大胆地去画，画出你的高兴、你的快乐，日后成为更好、更棒的自己!!!





妈妈：周伟伟 女儿：张梓萱（9岁）

小卷儿从小就喜欢画画，绘画给她带来了无比的快乐。人生如画，希望小卷儿继续用灵巧的小手，记录生活感受生活，描绘多彩未来。





《希冀》

作者: 韵凝(11岁) 妈妈: 王洪云



中国民生信托
CHINA MINSHENG TRUST

至诚民生·至信守托