

内部报告
请勿外传

金融交流系列专题

第二部

“连线华尔街”

总 67 辑

- 打造中美金融交流的内部专业高端平台 -



PHBS | HFRI
北京大学汇丰金融研究院

“连线华尔街”（总三部）金融交流系列专题是金融领域持续时间最长的专业交流活动之一，旨在打造金融交流的內部专业高端平台，由巴曙松教授主持。

【免责声明】：

本文为内部交流纪要，未经主讲嘉宾本人审阅，所载信息均为个人观点，不代表任何机构的意见，仅供“连线华尔街”活动参会人员使用。纪要根据参会者发言整理，不保证相关信息的准确性和完整性。纪要中所述内容和意见仅供参考，不构成对所述资产的投资建议。

本文版权为会议秘书处所有，本团队对本纪要保留一切权利，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复印、发表或引用本纪要的任何部分。

“连线华尔街” 金融交流系列专题 (第二部)

目录

- 第 1 辑 与摩根大通 MICHAEL E.FEROLI 谈美国经济 | Michael E.Feroli (P01)
- 第 2 辑 与 SHAWN P.MATTHEWS 和李叶博士谈债券市场 | Shawn P.Matthews、李叶(P06)
- 第 3 辑 美国房地产市场与中美投资趋势 | 多位对冲基金经理 (P11)
- 第 4 辑 与 LIBREMAX CAPITAL 的管理层会谈 | Gred Brettschneider 等 (P16)
- 第 5 辑 与 GOLDMAN SACHS 的人士会谈 | Goldman Sachs 的专业人士 (P24)
- 第 6 辑 与汤新宇博士会谈 | 汤新宇 (P29)
- 第 7 辑 与张鸿飞教授谈房地产投资 | 张鸿飞 (P37)
- 第 8 辑 与李泉山谈股市及黄金走势 | 李山泉 (P44)
- 第 9 辑 与吴皓博士谈海外并购 | 吴皓 (P51)
- 第 10 辑 与谢鹏飞谈对冲基金投资策略 | 谢鹏飞 (P59)
- 第 11 辑 量化交易 | 巴曙松 (P71)
- 第 12 辑 从微信红包崛起看互联网金融创新与发展 | L 先生 (P78)
- 第 13 辑 资产管理机构的国际化: 路径、经验与借鉴 | 宋宜农 (P86)
- 第 14 辑 美国信贷资产证券化市场的历史及对中国的借鉴 | 颜勇 (P92)
- 第 15 辑 中国房地产业海外投资与房地产企业的融资方案 | 张民耕 等 (P105)
- 第 16 辑 众筹—互联网思维下中小微企业融资的创新模式 | 李祎 (P114)
- 第 17 辑 美国房贷融资市场新趋向 | 李同 (P126)
- 第 18 辑 中美清洁能源和技术产业跨境投资 | 罗建刚 (P140)
- 第 19 辑 中国的资产管理公司在大资管的竞争环境下如何建立和完善全面企业风险管理的框架 | 丁大庆 (P151)
- 第 20 辑 资产管理公司的国际化与科学化 | 蒋晓炜 (P168)
- 第 21 辑 聚焦后金融危机时代的 CMBS 市场 | 杨光 等 (P177)
- 第 22 辑 宏观投资和资产配置 | 陈凯丰 (P182)
- 第 23 辑 美国利率衍生品简介兼谈信贷衍生品 CDS | 孙东宁 (P187)
- 第 24 辑 2014 年巴菲特股东大会参会工作笔记 | 巴曙松 (P199)
- 第 25 辑 国际比较: 经济增长与资本市场的相关性和相互影响机制探讨 | J 先生 (P211)

- 第 26 辑 互联网如何改变传统房地产经纪行业 | 杨现领 (P224)
- 第 27 辑 互联网金融的市场观察 | 陈恳 (P232)
- 第 28 辑 信托业的转型与升级 | 罗靖 (P241)
- 第 29 辑 在不确定的市场中如何把握未来的确定性可能趋势 | 陈杰明 (P246)
- 第 30 辑 中国创业环境现状及影响因素 | 刘孝红 王涌 (P250)
- 第 31 辑 宏观经济分析与预判对资产配置、选择的影响及其在中国的实践 | 沙骏 (P260)
- 第 32 辑 中美股票投资中引发的思考 | 胡卿瑞 (P271)
- 第 33 辑 未来能源互联网的实时大数据及其发展趋势 | 江波德华 (P289)
- 第 34 辑 中国中小型股份制商业银行海外战略探讨：“请进来”和“走出去” | Michael、宋汝彪 等 (P304)
- 第 35 辑 沪港通对两地资本市场的影响与政策发展前瞻 | 张信军 等 (P308)
- 第 36 辑 中美创投发展趋势与行业投资 | 刘昼 等 (P316)
- 第 37 辑 新生资产管理机构如何逆袭 | 沈长征 (P327)
- 第 38 辑 互联网时代日本券商的优胜劣汰 | 钱海章 (P333)
- 第 39 辑 私募投资基金行业监管文件解读与发展问题应对 | 毛奔 (P345)
- 第 40 辑 新形势下中资证券公司发展的问题与机遇 | 阎峰 (P355)
- 第 41 辑 如何看待当前的农业投资：馅饼还是陷阱 | 王劲松 (P360)
- 第 42 辑 海外对冲基金——历史回顾，基本特征，投资策略，风险与回报，商业模式和监管机制 | 丁大庆 (P370)
- 第 43 辑 资产管理新趋势以及互联网发展 | 刘晓艳 等 (P390)
- 第 44 辑 境外人民币债券市场的现状、特点与挑战 | 肖华 (P397)
- 第 45 辑 对冲基金发展现状及中外对比 | 罗佳斌 (P409)
- 第 46 辑 A 股投资方法思考及其市场前景 | 曹雄飞 (P416)
- 第 47 辑 中国资产证券化市场发展、产品创新、发行机制与定价机制的探讨 | 郭杰群 (P422)
- 第 48 辑 网络时代的 VC 投资机会 | 钟晓林 (P442)
- 第 49 辑 境外上市中国企业的私有化及红筹回归相关法律问题分析(上) | 李朝应 (P448)
- 第 50 辑 境外上市中国企业的私有化及红筹回归相关法律问题分析(下) | 李朝应 (P456)
- 第 51 辑 量化投资的主要特点与发展趋势 | 库超 (P478)
- 第 52 辑 如何构建一个有效的金融风险管理体系 | 唐劲风 (P483)

- 第 53 辑 巴塞尔银行监管委员会 239 法则（BCBS 239）概述 | Scott Chang（P502）
- 第 54 辑 2015 年美国利率前景及交易策略 | Michael Ning（P510）
- 第 55 辑 两房的资产管理和利率风险对冲策略 | 吴荣文（P525）
- 第 56 辑 担保贷款凭证（CLO）交易与 PE 投资 | 林华（P542）
- 第 57 辑 传统制造业等周期性行业 2015 年是否会迎来供需关系逆转的拐点年 | 任志强
（P573）
- 第 58 辑 大类资产配置逻辑与 A 股走势 | 洪灏（P582）
- 第 59 辑 有关中国资产证券化的探讨：现状，趋势，以及有待突破的瓶颈 | 李叶（P596）
- 第 60 辑 信用卡资产证券化与电商金融 | 林华（P602）
- 第 61 辑 美国大型金融机构的财务风险宏观管理及当前监管环境下的转型 | 赵颖（P629）
- 第 62 辑 复合基金（FOF）投资和风险 | 刘武（P639）
- 第 63 辑 商业地产贷款证券化与 REITS | 林华（P658）
- 第 64 辑 美国长期国债投资的个人经验分享 | 王川（P688）
- 第 65 辑 美国个人消费信贷和证券化 | 胡大鹏（P696）
- 第 66 辑 互联网金融的草根观察和创业体验 | 陈恳（P706）
- 第 67 辑 历史，将怎样看今日之中国 | 林义相（P713）

第 1 辑

(2013.11.1)

与摩根大通 Michael E.Feroli 谈美国经济

【主持】

巴曙松教授（北京大学汇丰金融研究院执行院长）

【主讲嘉宾】

摩根大通首席美国经济学家 Michael E.Feroli

从美国和全球经济趋势看，美国和全球经济大致上处于一个增长速度趋缓、但是总体上更为稳定的经济运行格局中，政策的不确定性和刺激政策退出中的尾部风险值得关注。花旗集团最近发布的《全球经济展望和战略》中预期中国经济增长 2013 年到 2017 年的速度分别为：7.6%;7.2%; 7.0%; 7.5%; 7.3%，预期 2013 到 2015 年基本处于在稳定增长中回落的趋势。

一、美国经济形势：2013 年四季度比较具有挑战性；2014 年

总体谨慎乐观

（一）从多年的历史数据来看，美国四季度经济通常表现逊于前几个季度，即便有从万圣节开始一直延续到圣诞节等假日消费的刺激作用，美国四季度经济估计也一直表现不佳。2011 年和 2012 年连续两年四季度的经济数据都呈现出逊于全年季度平均增速的水平。虽然

美国政府财政赤字从过去 10%降到了现在 3%，但是因为经历了美国政府的零时性关闭，所以 2013 年第四季度的经济情况仍然是比较具有挑战性的。即便到 12 月份，也很难确保房地产市场和劳动力市场能够有多大改善。

(二) 2014 年美国经济总体上看是谨慎乐观的：

1、财政方面的干扰会比 2013 年有所减少，主要表现在税收等方面；

2、美国房地产回升是经济复苏的一个重要的指标。2013 年美联储在没有量化宽松退出的具体报告之前，房地产市场预期也会处在一个温和回暖的状态，目前新增房地产需求从 50 万套逐步增加到 80 万套左右，但是长期看，美国房地产市场的常态中位数的需求水平是 120 万套，从趋势上看，预期会逐步向这个中位数接近靠拢。这也是为什么会认为美国房地产市场会逐步复苏的原因之一，在未来的一年中房地产存量预期会减小；

3、汽车需求是经济复苏的另外一个重要的指标。目前看汽车行业还有很多积压的需求尚未释放；

4、观察美国经济复苏之后可能受益较多的行业，医疗行业比较有潜力，特别是在创造就业方面很重要；

5、对页岩气对美国宏观经济的贡献持怀疑态度，理由主要是页岩气行业与美国 GDP 增长、与失业率等没有表现出确定的直接联系；同时，对制造业的贡献也不直接。

总体上看，2014 年美国经济增长速度还有进一步温和提速的空间，美国就业形势继续改善将会支持居民收入增长，同时居民部门的去杠杆过程可能已近尾声，因此 2014 年美国居民消费增长将会进一步提速。企业投资提升的态势也有望持续。房地产投资增速可能会有所放缓，但总体上改善的趋势不变。随着全球主要经济体的复苏更加

巩固，预计外需也会边际回升。

二、短期美国经济增长的主要风险则来自于货币和财政政策的不确定性

（一）美联储 QE 逐步退出的时点目前看存在变数。目前市场大致的共识是美联储可能会将 QE 退出计划推迟到 2014 年，其中一个重要原因便是由于美国政府的财政危机一定程度上打乱了美联储的政策节奏。

根据推算，美国联邦政府关门两周将使得美国第四季度 GDP 增速减少 0.5 个百分点，仅能实现 2% 的增长，但 2014 年第一季度有望实现 2.25% 的增长。目前还不排除在 2013 年 12 月宣布退出的可能性，具体时点还取决于美联储 FOMC 如何评估美国政府关门的影响力度和持续时间。财政方面，债务上限和政府预算问题仅仅向后推迟了几个月，2013 年底两党的争论很有可能会再次成为焦点，冲击私人部门信心。货币和财政两方面的不确定性难以完全消除，使得市场会比较波动。

（二）对美元谨慎乐观，目前看，看好美元，合乎逻辑的策略是：做多美元对加元、做多美元对欧元。市场认为无论短期波动如何，美元现在处于底部，但是中长期看预期美元会走强。

三、此次美国经济复苏从模式上看不是传统意义上的复苏，而是在再平衡趋势下呈现一些新的特点

2013 年一二季度，美国 GDP 按年率计算增长 2.5%，对于一个成熟的经济体来说，2.5% 的增长不好不坏。按照传统意义上的美国经济复苏看，经济调整时期肯定是积压了很多需求。因此衰退结束之后，诸如在商业方面的资本支出、房屋市场等都会有一个很大的需求。但

是，这一次美国经济复苏呈现了许多新的特点。

较之以前的复苏，美国这次的复苏不同之处就在于：这次率先恢复复苏的还不是汽车、资本需求等；而是在住房市场、政府的服务需求等方面，这些领域的复苏有一个特点，就是对外部的带动作用会比以前减弱，例如房地产主要是本地市场，政府服务需求也主要是面向本地。预计 2014 年美国不会在进口方面有很强的增长，特别是因为美国房地产复苏会是主要动力之一，但是房地产市场作为一个本土市场，对进口的影响有限。

因此，中国需要关注的是，即使美国经济持续复苏，对中国出口的带动作用也会减弱。从出口的数据可以看到，中国对于新兴市场经济体的出口份额中比例，对中国外贸出口影响的比例从 5.9% 上升到 7.6%，而东盟国家则从 7.6% 上升至 11.1%，目前对金砖国家和东盟经济体的出口份额已经形成与欧美分庭抗礼之势。与此同时，对发达经济体出口份额占比出现较大幅度下降，同一时期，对美出口占比从 19.1% 下降至 17.1%，对欧盟出口份额占比则从 21.9% 下降至 16.2%。可见欧美的出口占比在下降，对新兴市场的出口占比在不断上升。如果 2014 年新兴市场的经济状况动荡，美国等的复苏对出口的带动可能有所减弱。

从全球经济历史看，一个国家的经济如果过分地依靠出口的话，说明经济结构是有些问题的，美国、日本历史上也可以看到这样的教训，靠大量的贸易顺差来支撑经济，最终陷入一个大的危机性的调整。当然，从全球来看，现在可以说都有程度不同的产能过剩，不仅仅是中国；消化过剩产能是全球经济体面临的共同任务，只是产能过剩的程度有些差异而已。

四、全球经济预期会呈现的一些新特点

1、从目前趋势看，未来一段时间，全球 GDP 增速较之此前都面临下行趋势，全球增长放缓增长，但是这种放缓还是在稳定的状态中，是一种有所放缓但是较为稳定的增长，目前这种比较稳定的低速增长预期至少会持续两到三年，同时从美国经济看，因为总体上较为稳定，应当不会再看到另外一个危机；

2、美联储退出的过程中，政策的尾部风险可能会带来市场的短期波动，值得重点关注。

3、欧元区经历危机冲击之后，应当会继续存续下去，实际上欧元区有很大的增长潜能，但是因为制度的约束等原因，没有在财政上形成实质性的联合、没有形成合力，所以没有把潜能发挥出来。

4、日本“安倍经济学”目前表现不错，日本经济增长短期运行比较稳健。

5、新兴市场：发达经济体的逐步复苏，对不同新兴经济体的影响差异很大，得益的经济体和部门会与此前的经济复苏有所不同，这与此次欧美经济复苏的新特征有直接的关系，有研究表明，东欧地区对全球经济复苏最为敏感，其次是西欧、以及亚洲和美洲，欧洲的经济复苏对中国等影响更为明显，2013 年 6 月份以来欧洲股市表现良好，显示出这种差异性。

第 2 辑

(2013.11.5)

与 Shawn P.Matthews 和李叶博士谈债券市场

【主持】

巴曙松教授（北京大学汇丰金融研究院执行院长）

【主讲嘉宾】

Cantor Fitzgerald 公司 CEO Shawn P.Matthews 和李叶博士

一、从 Cantor Fitzgerald 可以看出华尔街债券市场的发展趋势

作为一家集投资银行和经纪业务于一身的金融机构，Cantor Fitzgerald 创立于 1945 年。因其创新的电脑基础债券经纪业务，成功和高质量的机构分派业务，以及美国国债市场主要交易商业业务而闻名于华尔街。目前，Cantor 为全球超过 5000 家机构客户提供服务，主要包括机构股权和固定收益产品的销售和交易，投资银行业务和商业银行业务，并且作为美联储授权的少数几家一级交易商参与美国政府债券的交易。

随着其业务范围的创新，Cantor 的业务部门还包括了 Cantor 商业地产，机构经纪，Cantor 碳排放交易，Cantor 博彩，Cantor 指数，Cantor 保险集团，Cantor 交易所和它的业务和项目。目前，Cantor 在主要金融中心都拥有自己的交易台，并在全球超过 30 个地方设立

了办公室雇员人数超过 1400 人。目前该公司可以说是华尔街上为数不多的几家私立合伙人公司。在 9.11 中，这家公司的 658 个员工正在纽约世贸中心北塔的 101 到 105 层楼工作，在恐怖袭击中全部丧生，死亡人数占 911 美国被恐怖攻击全国总死亡人数的四分之一。据华尔街同业介绍，911 后，他们对遇难员工家庭的照顾也一直持之以恒地坚持下来，得到金融界称道。

二、中国的证券化刚刚开始，固定收益市场需要大的发展以配合金融结构调整的需要

Shawn P. Matthews 认为，中国的证券化还处于起步阶段，特别是银行在社会融资结构中占比一家独大，证券公司、资产管理公司、保险公司等依然处于附属地位，从整个转型的趋势看，这样的局面预期会渐渐改变。

从美国的经验和通常的融资结构看，股权融资与债券融资相比，债券市场规模为股权市场三到四倍是比较合理的，目前中国的固定收益市场在中国金融市场市值占比中依然较低，特别是长期固定收益债券更低，需要有一个长足的发展，这也为中国的利率市场化、以及未来的汇率市场化和货币政策操作提供一个市场基础，特别是现在存贷款利率逐步放松管制之后，需要依托一个有深度的市场来传导货币政策，债券市场的发展就势在必行。

三、当前中国的债券行业发展的重点之一是发展多元化的机构投资主体，强化市场约束

Shawn P. Matthews 和李叶博士在讨论中均认为，现在有一些评价认为，象中国这样的新兴市场上的债券行业主要是靠人脉关系，其实过去二三十年，美国的债券市场也是一样的，华人交易员较少进入到

这个行业，并不是因为专业方面的知识限制，而往往主要是因为对美国债券市场上的人脉网络建立不够等所致。从发展趋势看，推动债券市场的机构化多元化十分重要。因为债券市场这种依赖人脉的特性，往往容易出现一些丑闻，从实际的查处情况看，美国的监管机构主要还是依赖市场约束，也就是说，如果有交易员出现此类损害客户利益的行为，就会面临客户流失和市场信誉丧失的风险，美国市场上此前查处的一起债券案件，还是因为交易中有政府的资金、因此相关交易损害了政府的利益，因而被监管部门追查。

四、金融机构多元化经营有协同效应，同时要注意风险的真实分散

金融机构的多元化经营，从客户需求层面、以及内部资源整合层面，都会产生一定程度的协同效应。

目前，中国对金融机构的牌照还保持相当严格的准入管制，这使得不少金融机构即使仅仅从牌照管制溢价方面也愿意持有更多元化的牌照，因此现在不少金融机构已经在事实上形成了多元化经营、多牌照经营的格局，监管机构应当正视这种格局，积极引导金融机构在这种格局下发挥协同效应，控制风险传染。目前呈现分隔状态的监管架构，并不利于金融机构协同效应的发挥以及全面的风险监管。

从业务范围来看，对比不同的金融机构，在中国市场上，还是银行业的业务范围最为广泛，因此在与不同金融机构的竞争中实际上也处于更为强势的地位。但是，中国的金融市场上银行所处的这种强势地位，也使得经济社会运行的风险过度集中在银行，金融市场往往由银行业主导，而银行的资金需求往往是同向波动的，资金宽松时一起宽松，资金紧张时一起紧张，这使得市场波动加剧，而且同向投资倾向显著，不仅会降低金融市场的流动性，也会增大系统性风险。

目前，中国的银行业往往银行间相互购买一些资产，风险还是在银行体系内部，从整个金融体系角度看，更好的途径是应该让证券公司等其他主体参与进来，让这些银行以外的主体从银行体系购买资产，然后进行资产组合，再卖给其他投资者，以便更好地把风险从银行体系转移出来。

五、次贷危机的问题核心不在证券化，而是经济金融结构的缺陷和房地产市场的非理性

巴曙松研究员与 Shawn P. Matthews 讨论了资产证券化的问题，因为不少人反对推进资产证券化的主要原因，就是认为资产证券化是导致次贷危机的罪魁祸首。Shawn P. Matthews 认为，资产证券化本身不是问题，导致美国次贷危机的直接原因，是房地产市场的非理性，特别是到房地产泡沫加速扩张的时期，几乎所有的参与者都认为美国的房地产市场永远不会萎缩，永远是只涨不跌，许多市场投资就是立足于这样一个非理性的错误判断才作出决策的，这样直接导致了后来的次贷危机。因为市场都认为房价会往上涨，这样就没有任何防范房价下跌的风险管理措施，因此房价一旦下跌，就会对整个经济金融体系形成摧毁性的冲击。正如诺贝尔经济学家获得者席勒所说，房地产和 GDP 这两个数据对几乎所有人都很重要，但是恰恰是这两个数据的波动缺乏有效的风险对冲工具。

同时，从更为根本的情形看，次贷危机的爆发，根本上还是美国本身的经济金融结构出现了问题，具体表现在储蓄率低下、过度负债、过度消费、过度进口等，这些结构性的问题不能寄望于短期内就能很快解决。

六、Shawn P. Matthews 对中国债券市场发展等的建议

建议中国金融体系关注如下方面：

一是大幅拓宽资产管理市场，提升资产管理市场的规模和深度，这样才可能改变现在的经济金融结构，同时也为债券市场等的大发展提供坚实的需求支持，可以迅速消化大量债券产品，同时也可以形成有市场影响力的完整的收益率曲线；促进多元化的债券产品的发展，整合中国当前分割的债券市场。

二是改变当前中国债券市场上常见的不少金融机构对债券是 **buy and hold** 的交易局面，积极提升二级市场的深度，增强资产的流动性；

三是加强证券公司等银行以外的金融机构的市场地位。特别重要的一点，是中国准备继续推行的资产证券化交易，一定要实现资产的实质性的真实销售和风险的真正转移，强化特殊目的机构的相关法律法规建设，达到真正隔离风险的效果。

第 3 辑

(2013.11.8)

美国房地产市场与中美投资趋势

【主持】

巴曙松教授（北京大学汇丰金融研究院执行院长）

【主讲嘉宾】

华尔街多位优秀对冲基金经理、以及商业银行的相关专家

一、总体上看好近期的美国房地产市场

1、美国房地产市场复苏态势基本确立

在讨论中大家注意到，根据全美住房建筑商协会（NAHB）公布的数据显示，10月NAHB/富国房屋市场指数是55，9月数据初值为58，8月NAHB房屋市场指数为59，连续第四个月上升，且为2005年11月以来最高，6月指数自2006年以来第一次超过50。

从总体看，美国住宅楼市在过去几年持续回暖，复苏势头基本确立，并呈现价量齐升的态势。美国经济的复苏、就业市场改善、低贷款利率的金融环境、被抑制需求得到释放等均是带动住宅销售的量价齐升的主要因素。

2、美国近期房地产市场供求关系的变化趋势

具体来说，当前推动美国房地产回升的主要因素是供给方面的短缺和需求的增加。

从供给上看，经过 06 年次贷危机，美国住房的存货量减少，从当时的 450 万套到现在 220 万套，供给量明显下降，其中主要原因归纳起来有三个：一是止赎房屋下降。次贷危机后，高违约率使得止赎房屋供给量增加；次贷后违约率下降，止赎房屋供给量下降；二是待售房屋库存减少，供给的短期减少在一定程度上也是由美国房屋拥有者不愿出售现有房屋引起的。一方面，房屋所有者因为预期房价，一旦上涨再次购房将会产生损失；同时次贷危机前，受诸如购房者工作调动、满足改善性需求的等因素刺激，加之当时申请零利率政策以及房贷申请的松弛等原因，使得房产换手率较之现在要高，对当初的存量有一定的挤出效应。

另外，销售回暖带动新房开工量增加，7 月份美国新房开工量经季节调整按年率计算为 89.6 万套，高于前月经修正后的 84.6 万套，环比增加 5.9%，比 2012 年同期增长 20.9%。8 月份美国新房开工量经季节调整按年率计算为 89.1 万套，高于前月经修正后的 88.3 万套，环比增加 0.9%，比 2012 年同期增长 19.0%。美国房地产经纪商协会表示，市场上房屋的供应仍然紧张，房地产价格的上涨将给开发商建新屋和增加库存增加动力。

另外，以纽约为代表的房地产市场正在迅速国际化，已经不再是典型的一个区域性的房地产市场。根据草根观察，美国三大中介机构 2013 年以来都在增加招收雇员，而且在招收雇员的时候，要求雇员会多种语言，从一个侧面说明现在美国的房产出售的市场不仅仅是单一的美国人市场，而越来越多的是全世界的市场。

需求方面，预期房屋持有率的逐渐上升以及包括移民在内的人口增加会进一步刺激住房需求。随着经济复苏和消费者信心的上升、特别是收入的上升、低利率水平环境等带来的购买能力的上升等将会刺激住房购买行为。危机前，在美国，因为结婚组建新家庭而有购房需

求是平均每年 100 万户左右，金融危机之后这个数量跌至 60 万户左右，随着经济复苏，这个数量预期可能会正常回归 100 万户左右；同时，海外投资者投资美国学区房的热情高涨，洛杉矶、旧金山、曼哈顿等区域因为学区优秀，对中国、韩国、俄罗斯和东欧等地区的中产家庭的吸引力正在逐渐放大，推高了这些地区的房价。

另外，从住房空置率角度也可以从另一个角度说明对房产的需求在上升。目前空置率是 2001 年以来最低水平，市场研究者通常用可偿付能力指标来衡量住房空置率指标。一般认为这个指标 120 是警戒线，在 140 以上是比较利好的，现在这个指标是 156。

3、美国不同市场的房地产表现差异分化

局部地看，纽约、迈阿密等这些所谓的门户城市（gate city），有来自世界各地包括中国、拉美等在内的很多国家的人流入，这些需求非常有弹性，即便美国整体收入滑坡，对这些城市的房价没有太大影响。

二、当前中美投资行为的一些新趋势

根据美国一些金融机构的调查，中国的企业和居民在美国的投资，其投资动机主要包括：适度分散资产风险；通过对美国的投资来提升自身在中国市场的竞争力，助推中国业务发展；通过投资美国来提升在全球产业链中的位置，继而进军全球市场。主要的投资行业包括：信息技术、能源、商业地产、汽车等。

美国的企业和居民在中国的投资则主要集中在低成本的制造业；有巨大市场空间的内需和消费品行业，特别是无法在线获得的一些度假、面向老年人群的高端医院和医疗保健服务、面向老年人的美容健身行业；提供安全食品的相关产业，以及超市等。

在相关调查中还发现，中国企业在美国的投资，十分关键的几个

因素是：

1、进入美国市场之前要有清晰完整的商业计划，明确评估自身的优点缺点和商业模式；

2、历史经验表明，在当地市场找到执行战略的高管个人和团队是成败的关键因素之一；

3、对于中国企业来说，进入美国市场后，往往最大的冲突来自于与监管者、美国政府、竞争对手以及员工的关系，因为这些领域与中国的市场环境有很大的差异，因此，中国的企业往往需要聘请专门的机构和专家来管理这些方面的关系。例如，美国商界对中国因为业务的关系往往较为了解，但是美国的议员等对中国的了解程度相当欠缺，据统计美国国会议员只有 28%持有护照以供出国交流。

4、需要有更为广泛和开阔的人才配置视野，要从全球范围内选择和配置人力资源；

5、美国是一个成熟市场，成长相对缓慢，因此中国的企业需要有耐心。

不少研究者对近期来自中国的投资是否明显增多十分关注，从有关机构的调研看，来自中国的资金有所增长，但是占比依然不高，同时来自中国的资金与来自中欧、东欧、拉美等地区的资金也都是增长的。在流入的资本中，增长比较明显的动机，主要并不是要离开本国，而是一些具体的原因，这主要包括：1）、为子女提供更好的教育和生活环境，特别是一些地区气候污染恶化之后，投资买房以安排子女就学的增长明显；2）、拉美、中欧和中国等的企业家在有关机构的调查中也都表示，当企业发展到一定规模，需要对资产进行全球化的多元化配置，以便适当分散风险；3）、目前美国依然处于流动性十分宽松的量化宽松阶段，因此不少进入美国市场的投资者较多运用了美国当地的融资渠道，来获得较之本国低得多的资金成本。

有不少人对中国的资金涌入美国的房地产行业表示担忧，并将其与当年日本在美国房地产市场投资的失败经历类比。与日本当年在美国的投资对比发现，当前美国的房地产市场总体上处于低位，不像当年日本开始大举投资美国房地产市场时正处于市场的高位；其次，中国的投资者当前投资美国的房地产市场总体上表现出更好的战略性，多数进行了较为长期的前瞻性研究；第三，中国的投资者多数与美国当地的专业房地产机构进行了全面合作，有利于中国的投资者趋利避害，掌握当地房地产市场的动向。

三、部分讨论者对美国房地产市场的担忧

1、目前美国的经济复苏，房地产市场又重新扮演了十分重要的角色，这表明美国经济增长依赖房地产的格局有所复归，经济增长动力多元化的努力进展并不明显。

2、目前的房地产市场复苏，是以当前极低的资金成本、较为宽松的货币环境等为基础的，因此，这种低利率继续会成为推动房地产市场上涨、房地产泡沫形成的重要推动力，在利率成本回复正常并持续上升之后，美国房地产市场可能还会再爆破一次，虽然这种风险不是短期风险，但是值得关注和警惕。

第 4 辑

(2013.11.15)

与 Libremax Capital 的管理层会谈

【主持】

巴曙松教授（北京大学汇丰金融研究院执行院长）

【主讲嘉宾】

Libremax Capital 的 Gred Brettschneider（President）、Greg Lippmann（CIO）、Eugene Xu（Head of Investing Technology）和 Frank Bruttomesso (COO)

一、预期美联储的 QE 退出将以渐进的方式进行，其对市场的影响取决于市场结构以及退出时间、退出速度

（一）QE 退出将取决于经济数据的表现。关于 QE 及其影响的判断，需要关注两个方面：退出的具体时间和退出的速度。时间方面：如果经济表现持续向好，如每月新增就业超过 250,000 个等，那么 QE 退出可能从 2013 年年底就开始；速度方面：美联储对退出速度并没有很明确的规定。相比于伯南克，耶伦更加支持宽松的货币政策。因此，预计即便 QE 从 2013 年年底开始退出，也将会以渐进的方式执行。就目前看来，QE 退出对美国经济最大的风险是退出过慢，在利率有了显著上升之后美联储才开始退出，并且届时退出的速度会很快，这将对美国经济产生消极的影响和短期的冲击。

(二) 金融危机后, 美国的信贷出现萎缩, 包括公司信贷以及个人房贷等大幅降低, 造成实际流动性大幅减少。现在看来, 美联储的意图是通过 QE 来补充缩减的流动性, QE 通过直接购买抵押贷款使利率曲线远端保持低位, 这实际上直接支持了抵押贷款市场。此外活跃的抵押贷款市场在一定程度上也起到了支持房价的作用。

QE 退出对抵押贷款信用市场有双重影响。一方面市场可能会在退出时短期内大规模抛售固定收益产品, 推高利率, 整个固定收益市场必然会受到负面冲击。另一方面, 美联储宣告的 QE 退出的标准之一是在就业率有重大改观之后才会选择退出 QE, 换言之, 美联储退出时就业应当会有明显的好转, 这对抵押贷款信用市场(Mortgage Credit Market)是利好。如果就业率有了好转, 次级抵押贷款(Subprime Mortgage)和非机构抵押贷款(Non-Agency Mortgage)的违约率会大幅下降, 从而支持证券价格。真正会受到冲击的是机构支持抵押贷款(Agency Mortgage)。机构抵押支持贷款由于有政府特许机构的信用担保, 所以信用风险很低, 可以看做是一种利率产品, 其受到 QE 退出的冲击会更大。

二、2014 年美国经济增长对市场的风险在于两个尾端：经济过强或过弱都会对市场产生不利影响

对于对冲基金而言, 金融市场的走势比经济走势对决策的影响更为直接。金融危机之后美国的经济增长持续低于预期, 然而股票市场和风险资产市场的表现却好于预期。所以金融危机后市场走势和经济走势其实是两个命题, 二者虽然有联系, 但是这种分离也是十分明显的。

目前看来, 2014 年美国的经济走势对资本市场的风险主要可能体现在两个尾端。

一方面，美国经济复苏过快可能会导致通货膨胀的担忧加剧以及利率上升，从而引发市场担忧美联储会由于持有债券减值而加快 QE 推出的速度，短期内的过快退出对市场的冲击会比较明显。日本目前面临的问题之一正是日本央行在低利率环境下积累下来债务负担在利率走高时造成很大的还款压力。这种情况发生的概率为 20%-30%。

另一方面，美国经济如果在 2014 年持续疲软，也会给市场带来压力。如果 2014 年美国继续疲软，则市场必然会怀疑 QE 的政策效果，例如 QE 是否对美国普通民众的影响不大，带动消费以至于经济的作用有限。如果 2014 年美国持续不景气，引发公众对 QE 更多的质疑，这会对市场产生负面影响。这种情况发生的概率为 5%-10%。

如果美国经济走势可以避免两个尾端风险，那么这将对市场会传递一个平稳的信。从目前的数据可发，目前美国的经济走势仍然偏弱，如果新增就业可以从目前平均 150,000 的水平上升至 200,000 甚至 220,000，那么市场信心将会得到进一步的提振。

对于当前美国的抵押贷款信用市场而言，这次美国短期的经济走强有两重利好：一是就业率提升，二是房价上升，两者都会导致违约率下降。然而如果美国经济复苏导致利率上升过快，抵押贷款信用市场也会受到两重的负面冲击：一是固定收益产品价格下降，二是借款人的还款能力也会受到影响。

三、金融危机之后美国持续进行的去杠杆化和监管强化会降低金融机构的长期收益率

金融危机之前美国主要的大型金融机构的杠杆率大致为 20-25，金融危机之后通过出售资产和募集资本金把杠杆率降到大约 15 左右。杠杆率降低使得美国的银行在进行交易的时候投入的资本金增多，同

时也会促使其追求更短的回报期，这可能会对市场形成波动压力。

从美国的对冲基金行业发展看，金融危机之后对冲基金的杠杆率也显著下降。信用策略(Credit Strategy)对冲基金的杠杆率降低了 33% 到 50%左右；股票多头/空头策略(Equity Long/Short Strategy)对冲基金的杠杆率也降低了 25%到 30%。

从一般意义上说，监管的强化和低杠杆率，必然会造成美国的金融机构收益的降低。美国的银行业的收益率已经开始下降。对冲基金的收益率目前还保持在较高的水平，但部分原因是近年来美国的股市持续走高。从长期来看，对冲基金的收益率也会低于危机前水平。

四、危机之后美国金融监管强化在一定程度上给对冲基金带来了新的市场机会，银行的去杠杆化使得证券化产品在金融系统中的地位更加重要

金融危机后美国的银行受到了更严格的监管。监管对美国银行业的影响首先是银行的业务范围、以及商业模式都会受到监管条例的更为严格的限制。但正是因为由于银行购买和持有资产的能力下降，才使得美国的对冲基金有了新的市场机会。在金融危机之前，美国的银行可以投资对冲基金。由于银行的资金成本低，因此银行持有的对冲基金有能力承担更高的风险，这使得承担更高资金成本的对冲基金为了与银行竞争，被迫承担更多的风险以求更高的回报。金融危机后美国对于银行监管的严格化，促使美国的银行程度不同地退出对冲基金市场，也给市场化的美国对冲基金行业提供了新的市场机会。

从另一个角度讲，金融危机后美国金融监管的加强对美国银行业运营的实质性影响也不能盲目夸大。虽然金融危机后美国银行业的杠杆率和收益率都有所降低，但是从运营上看美国的商业银行更多的只是把原先在投资银行部门做的业务转移到了其他更偏向零售、更安全

的部门。在金融危机后曾经有人担心美国金融监管机构的过度和严厉监管会使得美国的商业银行难以运营，然而现在看来总体来说监管的确更严格、商业银行盈利难度增大，但并没有从根本上改变银行的运营方式。

站在金融机构的角度看，从对经济发展的作用来看，金融监管过于严厉在许多时间里都程度不同地可能会对美国经济增长有消极的影响，但是它也能降低金融危机发生的概率，从而对经济起到正面的稳定作用。1998年亚洲金融危机后之后的几年，美国相应加强了金融监管，对银行造成了一定的影响。2008年以来的金融危机无论从深度还是广度都较98年金融危机大得多，因此监管增强的力度和持久性会超过1998年，华尔街应当对此有理性的预期。

五、大部分证券化产品在美国金融危机中表现平稳

在美国的金融体系中，证券化产品是金融系统的很重要的组成部分之一，其地位在银行杠杆率降低的大背景下就显得愈加重要。事实上，在危机动荡中，绝大部分的证券化产品都表现平稳。

从美国金融危机的情况看，出现风险和问题的证券化产品的共同点在于问责不清，风险识别和衡量出现漏洞，而且往往是在美国房地产股市的房价会持续上涨的假设下，因为只要房价持续上涨，借款人就可以持续借到新的抵押贷款，银行就假定其不会违约，所以往往在这个新的商业模式中，没有什么人和机构真正关心产品本身的风险。承销证券化产品的机构往往只关心产品是否可以卖得出去；投资者一般也只持有很短时间，更多追求交易性的盈利机会，因此也不难以深入持续关心产品的长期价值和风险波动；而在金融危机中一些信用评级机构因为激励机制和自满心态、以及缺乏危机经验等从而也很难给出公允的信用评级。

从美国金融市场上目前交易的金融产品看，证券化产品总体而言风险并不大。当然，部分产品如合成 CDO，合成 MBS 过度放大了风险，这些产品预期将会在较长时期内退出主流市场。相比于其他市场（比如杠杆贷款市场），美国的证券化市场复苏较慢，特别是证券发行量维持低位。在金融危机之后，金融机构对高风险的证券化产品保持警惕，因此能够在市场上发行的证券化产品，往往其结构都比较稳健。

六、美国市场上新出现的租金支持的证券化产品可能会起到替代次贷支持证券化产品的作用，其结构与商业抵押担保证券类似，目前看并未给市场带来新的风险来源

在美国金融市场上，近期涌现出来的租金支持的证券化产品对房屋租赁市场起到了一定的促进作用。事实上，从功能来看，当前出现的租金支持的证券化产品可以起到替代次级贷款支持的证券化产品的作用。因为现在租房的人很有可能是原先通过次级贷款买房的居民。当然，长期来看，让这些人有能力买房无疑是更好的结果。因此对租金支持的证券化产品总体持积极态度，然而所有的金融创新需要相应的风险管理措施的跟进，重点是如何识别、衡量和控制这些新的风险。

从投资者的角度，美国市场上的租金支持的证券化产品并没有带来新的证券化风险。这种产品和商业抵押担保证券只是结构略有不同，而风险是相似的。

七、在动荡的市场环境下保持平稳经营的风险管理经验

- 1、应当对技术体系和技术团队进行持续大量的投入。
- 2、及时降低杠杆。在危机之前，与信用策略对冲基金的杠杆率通常在 2-5 倍之间，金融危机后杠杆率降低到 25%-75%左右。

3、重点保证周转量。例如，考虑每个月更新 10%的投资组合，整个的投资组合每年至少换手一次。

4、合理对冲。基金要有明显的收益率目标，例如基金收益率目标在目前的公司经营架构下可以确定为 7%-17%的收益率，而非-10%-30%的基金。在过去的 37 个月中基金收益低于标普指数，但在 37 个月中只有 4 个月亏损，而标普有 12 个月亏损。因此虽然基金收益在牛市行情中可能会较低，但是波动性更小，有助于应对波动的市场环境。

八、对中国发展对冲基金以及强化债券市场监管等的建议

1、加强对洗钱风险的监管。美国对洗钱的管理非常严格，会调查客户的资金来源，限制在“黑名单”上的投资者进行投资。

2、完善第三方资金托管制度，杜绝对冲基金募资后携款潜逃事件的发生。

3、建立健全的报价评估的制度。美国有一些基金在月末炒作小盘股以拉升业绩。对冲基金持有的很多资产流动性较低，因此就需要建立一套完善的报价评估制度以保证报价的客观公正和透明，例如不少公司就通过设立报价评估委员会对报价进行月度审核。

4、在建立报价制度的时候可以以月为单位定期评估，着重考虑是否有第三方报价，月度报价的变化趋势，不同报价商间的差异，报价制度的一致性，以及历史报价和实际售价的区别。美国的机构投资者往往也会关注对冲基金的报价方式，更加青睐报价制度健全合理的对冲基金，这就对对冲基金的交易行为形成了市场约束力。

5、严格控制关联基金的直接交易（Principal Transaction）。

6、对冲基金在与经纪人进行交易时尽可能采用拍卖的方式，以确保最好市场价格。

7、审计师会对对冲基金进行定期审计。

第 5 辑

(2013.12.2)

与 Goldman Sachs 的人士会谈

【主持】

巴曙松教授（北京大学汇丰金融研究院执行院长）

【主讲嘉宾】

Goldman Sachs 的多位专业人士、以及证券部的主要专业小组负责人

一、利率市场化下一步最大的挑战是如何形成有影响力的市场化利率信号，这一点上欧美国家走过不少弯路，有一些值得深入参考借鉴的经验教训

从逻辑关系看，利率被视为是货币在国内市场的价格，汇率是货币对外部的价格。因此，利率市场化需要先进行，以为货币的对外定价提供一个市场化的支持基础，然后才是汇率的自由化。中国的利率市场化已经有了非常长足的进展，从存贷款等利率管制状况评估，人民币利率现在基本上只剩下存款上限没有放开。从近期的一系列改革思路看，发行大额 CD 应当分歧不大，然后才是放开小额存款的利率。当然，与此同时，需要建立存款保险制度等风险防范措施。

利率市场化并不仅仅意味着管制的放开，同时还意味着如何形成有影响力的、市场化的利率信号，形成完整的收益率曲线。具体说来，

就是中国目前还没有一个足够有影响力的利率指标，其变动可以广泛传递到其他利率产品中，使得央行可以基于这个指标来引导市场利率走向。

美国的利率市场在三十多年的发展过程中也有很多历史经验与教训，值得中国参考。例如，美国联邦基金利率（Fed Funds Rate）和一般担保回购（GC Repo）利率已经逐渐替代原来通行的 LIBOR 成为基准利率的指标。联邦基金利率与 LIBOR 的不同之处在于前者将货币政策和银行系统有所隔离，这种做法的优点在于美联储可以更加清晰地传递货币政策的信号，另外一些市场化的期权等利率衍生产品的交易，也可以使市场可以更加清晰地向美联储反应其对利率政策的预期。例如，市场已经出现了对于美联储是否会加息的期权等衍生产品；通过对这些衍生品市场的分析，美联储不仅可以了解市场对未来利率水平的预期，也可以了解市场对未来利率的不同走势的可能性的预期，从而形成美联储与市场的良性互动。

二、中国未来一段时间的对外投资总量和结构预期都将随着经济结构的变化而相应出现明显变化，结构调整的影响更加深远；要客观看待中国对美国国债的投资及其变化

有市场研究者担心，随着中国逐步强调更加依赖消费和内需来推动增长，中国是否会变得在国际市场不太活跃？有讨论指出，从目前趋势看，未来中国可能从目前国际市场上重要的出口国，进一步变成重要的进口国，资本由净流入转向净流出，对外投资的力度会增大。目前的一些危机之后发达国家所进行的一些多边贸易谈判框架如 TPP 等试图把中国排斥在外，实际上也使得这些讨论中的框架减少了重要的需求力量。

从对外投资的具体需求看，根据相关问卷调查，中国金融机构的

一些高端客户，通常倾向于配置总资产的 30% 作为海外资产，来进行多元化的投资以分散集中的风险。随着人民币资本项目管制的放松、以及人民币的国际化，预期中国对外投资的结构会出现显著的变化，当前过分集中在外汇管理局的外汇储备的外汇持有结构有望出现变化，进而变得更为均衡，企业和居民有望获得更大的外汇资源使用权利，这样有助于分散化地对外汇进行投资，降低外汇持有结构的失衡。有不少研究者不断批评中国的国际收支失衡，但是又不支持资本项目的逐步开放，实际上，国际收支失衡的矫正，只有在不断市场化地调整资本项目管制中才可以得到逐步的矫正。

美国有研究者担心，中国如果扩大内需、刺激消费、同时放松外汇管制使居民和企业持有更多外汇，是否会出现中国政府购买美国国债规模下降的趋势？如果是这样，有哪些机构会填补中国可能在未来减少对美债购买的可能空缺呢？从持有者结构看，中国持有美国国债一直占美国国债规模的 10% 以下，美国本土的投资者才是持有美国国债的主体。中国政府持有美国国债之所以被广泛关注，一个是中国是最为重要的外国投资者之一，其次，美国本土许多投资者是长期持有美国国债，这样真正市场上流动交易的国债规模就会比预期的少，中国作为增量意义上重要的投资者，其交易行为就可能会对美国国债市场形成短期内的明显影响。展望未来，可能会成为未来美国国债新的购买力量的，可能是巴塞尔资本协议三实施之后的全球大型银行，这些银行为了达到巴塞尔资本协议三所设定的更为研究的监管标准，可能会需要持有更多的美国国债。

中国的外汇过于集中在政府手中进行投资，有不少负面作用，例如在国际市场上投资，政府背景的投资行为往往会使原本纯属商业行为的外汇投资变得政治敏感。其次，同一机构管理的资产规模过大，本身就“变成市场”，因此从理论上来说就难以做到“打败市场”取

得很好的投资业绩。同时，过大的资产规模也使得投资决策只能以美国等有深度的金融市场为中心，导致投资不能有效分散。从趋势看，逐步放松外汇管制，有助于提高中国对外投资的效率。

三、中国经济结构的转型会影响全球商品市场的走势

中国快速成长的经济，使得中国一直是全球商品市场上影响很大的市场主体之一。中国经济结构的转型，会直接影响到全球商品价格的走势。例如，在商品市场方面，如果对外投资决策主体由政府转向个人和公司，可能意味着更多的中国资金会用于收购资源，从而增加商品的供给。此外，中国经济增长模式由投资主导向消费主导的转变，会改变全球市场对商品的需求结构，一些投资性的商品需求可能会降低，与消费相关的商品的需求会相应上升，这种影响是结构性的，其进程取决于中国的转型的进展。

从国际市场看，当年英美崛起时，国际大宗商品市场上还尚未出现垄断性质的资源巨头，英美作为能源的需求方面对的是同样比较分散的供给方，因此这些国家面对供给者，还是有一定的定价能力。目前中国在能源资源方面面临的一大挑战是，当前全球资源已经高度集中于垄断性质的资源集团，在全球范围获取资源不可避免地需要和少数几家垄断的资源集团进行谈判，因此难度比英美高，当然可以运用的风险管理工具也更多。

四、当前中国投资者适当加大对美国房地产的投资，有助于分散投资风险

当前，不少国家的投资者都加大了对美国房地产市场的投资力度，这包括加拿大、以及一些南美、中欧国家，也包括中国的投资者，其重要的驱动力量是风险收益的比较。从市场指标评估，中国目前房地产需要分散风险。目前，中国主要城市的房地产的收益率已经是 4%

以下了，特别是商业地产，这与投资其他固定收益类产品来讲，收益率相对处于低位，相比较而言，美国的房地产收益率在 6%左右，如果考虑到美国相对低下的融资成本，当前投资美国的房地产市场有助于分散中国主要城市房地产价格较高的风险。

当前，中国不同城市的房地产市场分化十分严重，三四线城市供应过剩，空置率高；一二线城市供应不足。如果未来的城镇化不对资源配置格局作出重大调整，如此差异化的分化格局可能还会持续一段时间，例如，中国一二线城市基础资源集中，如教育、医疗等设施好，市场规模大机会多，流动人口可能还是会往基础资源多的地方迁移。

五、从国际金融市场的动向看，债券市场资金从新兴市场回流发达市场的趋势并不明显

从债券市场来看，虽然美元相对于新兴国家市场的货币平均升幅达到 7-8%，但新兴市场资金向美国国内回流的趋势并不明显，从持有者结构看，外国投资者持有新兴市场的债券甚至有小幅的增加，资金从新兴市场回流发达市场主要是外国投资者持有的其他资产类别（如股票）减少。从目前趋势看，土耳其、南非和印度受到资金回流的影响较大，而外汇储备相对于对美元融资需求比重较高的国家，如中国、菲律宾、俄罗斯目前看受到的冲击较小。未来如果出现新的资金回流，哪些国家可能会经受大规模的冲击，关键还是要看汇率的灵活性、以及在经济金融结构中是否存在大规模的期限和货币的错配等条件。

第 6 辑

(2013.12.12)

与汤新宇博士会谈

【主持】

巴曙松教授（北京大学汇丰金融研究院执行院长）

【主讲嘉宾】

主谈专家 Vincent Tang, 汤新宇博士，拥有纽约华尔街和联储 16 年的工作经验，曾在巴克莱、美林等金融机构工作，现供职于野村证券。

一、美国的外汇市场可以说是最大的资本市场的组成部分之一， 且其重要的特征之一是有许多散户直接参与汇率交易

美国资本市场的多层次特征是十分明显的，证券产品、利率产品、信用产品、汇率产品和资产证券化产品等组成了丰富多彩的金融产品市场。在美国，常见的证券产品有现货产品，如个股、ETF、基金；也有衍生品，如挂牌期指、期权、个股期权，OTC 衍生品等。常见的利率产品有债券，包括国库债（T-bills, T-Notes, T-Bonds）、机构债、市政债、货币市场票据等；还有利率衍生品，包括挂牌国债期货期权、挂牌利率期货期权、掉期、掉期期权，各式结构型及奇异期权。常见的信用产品有企业债，包括投资级评债券、高收益债券、可转换债、优先股、定期贷款，周转金贷款，破产债权等；还包括衍生品，如信用违约掉期、信用联结票据、CDX/iTraxx 指数、结构型产品（从金

融危机中一度声名狼藉的 CDO 到这两年在生存夹缝中成长的 CLO 等等)。常见的资产证券化产品有 CMO、Non-agency MBS、CMBS、ABS 以及各种指数 ABX、CMBX、PRIMEX 等；常见的汇率产品有现货、远期、挂牌货币期货、期权利率，OTC 掉期、期权。

从交易资金量来看，美国的外汇市场可以说是最大的子市场之一，基本上是个银行间市场。但是有很多的散户也在直接参与汇率交易，最典型的就是日本的“渡边太太”的典故，比如日本散户投资者 2013 年曾对巴西有过特殊兴趣。在巴西货币 REAL 开始大笔贬值之前的 2011 年间，华尔街曾参与设计销售过百亿美金的日元结构型票据挂钩于巴西利率/汇率。和中国相比，巴西的离岸 NDF 市场由于历史稍长、交易量稍大，所以比目前中国 CNH NDF 市场发达一些。

对于中国国内本土金融市场，当前大额可转让同业存单的推出是利率市场化改革的重要一步，但是这一举措是不是可以认为能增强 SHIBOR 利率可信度，夯实 SHIBOR 体系的基准性？存单利率虽然由市场决定，但是要求以 SHIBOR 作为参考基准率。1 年期以下是固定利率，1 年以上是浮动利率，由于之前 3 月-1 年利率并没有活跃的交易市场，收益率曲线的长端定价影响较为有限，同业存单的发展，特别是期限较长的或将会进一步巩固 SHIBOR 在整个利率体系中的基准作用，具体还需要进一步观察。

二、利率汇率市场化和放松金融管制过程中要重点关注利用金融产品 设计创新进行投资和规避风险

从美国金融市场的发展经验看，金融产品，特别是衍生金融产品的使用，以及多种金融产品的叠加使用可以满足不同投资者的不同需求，比如可以协助机构投资者进行市场操作，券商可以用市场产品做自营，信用产品可以辅助为企业融资，衍生品也可以帮助高净值财富

个人客户进行融资理财。从这个意义上说，金融系统的核心功能就是在不确定的环境下，从空间和时间两个维度，帮助实现经济资源的配置和发展。这也是莫顿等一直强调的金融的功能观点。

从市场的实际运行看，金融衍生品从三方面实现管理风险的功能，第一是利用远期和期货来实现对冲和套期保值；其二是利用指数衍生品进行分散化投资；其三是利用期权实现保险的功能。

如下通过不同的案例来看看金融工具，特别是衍生工具的应用：

案例 1：以证券衍生品协助机构投资者进行市场操作

问题背景：某基金公司，且叫它“白石”，对某一挂牌上市公司看好，且叫它 ABC 公司。“白石”希望增持并长期持有 ABC 公司股票

麻烦问题：“白石”已持有近 5%ABC 的发行在外的股票。按照 ABC 的公司注册章程，任何第三方机构或个人不得持有超过总发行量 5%的份额。怎么办？

解决办法之一：“白石”和金融机构“新时代”签订契约进入 1 年期交易：“白石”从“新时代”购入一个总收益掉期(Total Return Swap)， “新时代”定期付给“白石”ABC 股票的总收益（差价+股息）， “白石”定期付给新时代 Libor + x。“新时代”可以从市场购入 ABC 股票作为对冲(hedge)。根据杠杆程度的不同需要，“白石”可以提供或不提供购买股票的资金。一年期后，契约可以续签。

上述掉期是互换（swap）的一种典型形式，Swap 之所以受欢迎其本质就在于利用了交易双方的比较优势。就 Swap 本身而言，其相当于远期合约的拓展，远期合约相当于在未来某一天交换现金流，而典型的互换合约在未来一系列时刻交换现金流。

案例 2：以证券衍生品协助机构投资者进行市场操作

问题背景：某投资公司，且叫它“红石”，对某一挂牌上市公司看好，且叫它 XYZ 公司。“红石”计划投资于 XYZ 公司。

麻烦问题：由于某些法律限制，“红石”不得持有 XYZ 公司的股票或“总收益掉期”，但是依然希望找到一种方式来享受 XYZ 股票收益，而且“红石”希望不锁定投资期限，希望能随时撤出，怎么办？

解决办法之一：“红石”和金融机构“新时代”签订契约 1 年期交易：“红石”从“新时代”购入一个股票期权套餐，即，“红石”从“新时代”购买一个 1 年期美式看涨期权，同时出卖一个 1 年期欧式期权。额外条件时，“红石”履约美式期权时，须同时履约欧式期权。“新时代”可以从市场购入 XYZ 股票对冲市场风险(hedge)。根据杠杆程度的不同需要，“红石”可以对“新时代”的提供融资也可以不提供。在 Loeb, Ackman 等对冲基金经理的豪赌中，经常运用类似于以上的 OTC 衍生品，在过去的十几年中曾经见过不少他们用过的合同契约。

期权在本质上和远期、期货不同，期权赋予了期权持有者具有选择做某件事的权利，但其并不负有必须履行的义务；而远期或期货合约，双方权利义务是对等的。购买期权需要初始成本。

案例 3：券商运用市场产品作自营

问题背景：某对冲基金“青石”根据分析认为标普 500 波动率指数 VIX 将在近期有强幅波动，计划投机性投资。用衍生工具术语说，青石计划多头 the gamma of VIX's volatility。

麻烦问题：怎样运用流动性强的市场工具、随时进出市场？

解决办法之一：联合使用 S&P500 的方差掉期(Variance swap)、挂牌 VIX 期货和期权。比如，首先买入方差掉期,同时做空 VIX 期货，建立起一个多头 convexity 的静态头寸(position)。当市场变动时，即时动态交易 VIX 期权，锁定利润。由于所用交易品的日交易量都足够大，交易成本低。

这里我们看到了衍生品联合使用的魅力，分别发挥了各个工具的长处。

案例 4: 以利率/汇率衍生工具协助企业实施兼并及管理市场风险

问题背景: 某企业 A 与企业 B 进入独家谈判协议。A 预购买 B 的 90% 股份, 虽然协议在望, 但是仍有不确定因素。2014 年 9 月 1 日是谈判结果明确日。

麻烦问题: 如果达成协议, 购买货币将是欧元, A 目前的融资来源是固定利息的美金贷款。由于币种不同, 所以达成协议时 A 将面临欧元兑美金风险。A 希望专著于基本面, 寻求回避汇率风险, 该如何办?

解决办法之一: A 和金融机构“新时代”签订契约进入 1 个“或有货币远期”交易 (Contingent FX Forward): A 购买欧元出售美金, 到期日是 2014 年 9 月 1 日。如果兼并成功, 在协议签订之日通过“新时代”规避了所有汇率风险; 如果谈判中途或最后破裂, 交易契约将自动中止, A 无任何偿付义务。此例子中, “或有掉期或远期”中有一个非传统的“或有”成份, 这类衍生品在市面上远不如普通利率掉期或远期普遍。

案例 5: 用信用产品做辅助为企业融资

问题背景: 某银行, 且叫它“桥路银行”, 持有的一只 5 年期“宽宏”陆桥建筑企业债, 市值 \$1 亿, 票面利率 9%。陆桥银行期望用持有的企业债作为抵押向“新时代”贷款进一步融资。“新时代”无资金可贷, 但是愿意以另一种方式帮助路桥银行融资。

解决办法之一: “新时代”收到 \$1 亿“宽宏”债券时向陆桥银行提供 \$8 千万资金 (即: 扣减率 20%)。这实际上是一个“长期回购”的结构, 回购的到期日和宽宏债券到期日匹配。新时代在进入回购契约的同时, 将此 \$1 亿宽宏债券在市场出售, 同时向市场出售 \$1 亿美元的 CDS。“新时代”在卖出债券和回购交易借出款之间剩下的 \$2 千万资金存在公司内部的金库生利息。这实际上是一个“结构性长期回购”交易。

此结构简单，但是道理却不直观。在期限内，“新时代”付给陆桥银行宽宏债券的利息、从陆桥银行回购交易的利息、还从 CDS 对家收取 CDS 保险费。三者相加，对“新时代”应该是正收入。在到期日，路桥银行偿还“新时代”的\$8 千万，从“新时代”收回投资于宽宏债券的本金\$1 亿。【理解本设计的关键是：如果在期限内，宽宏公司违约其债券，回购契约将如下提前终止：陆桥银行应当立即归还回购金额\$8 千万、“新时代”利用购得的宽宏债券及相关的资金来讨回所有应付款。“新时代”和路桥银行每日清算以保证最低保证金率。当（宽宏债券的市值 - 扣减率）低于\$8 千万+应计利息时，陆桥银行需要补充额外抵押金。当宽宏企业的 CDS 率超过 300bps，陆桥银行须要补充 5% 的额外抵押金，当宽宏企业的 CDS 率超过 500bps，陆桥银行须要补充 10% 的额外抵押金。在期限内，如果路桥银行违约，回购契约将提前终止】

案例 6：为高净值个人客户融资理财

问题背景：某创业者 Joe，自己白手起家的小生意已经变成现在年千亿销售额的公司，公司刚刚 IPO。

麻烦问题：Joe 95%以上的财富是手中持有的\$5 亿公司股票，财富太集中。 Joe 有意变现将\$2 亿股票变现，但是担心自己出售股票将给股价带来负面影响，同时也担心出售股票引起的当年税务。更重要的，Joe 坚信公司的长期增长力，希望继续持有。怎么办？

解决办法之一：Joe 和金融机构“新时代”进入契约交易：①Joe 从金融机构购买股票的 5 年期“零成本上下限期权(zero-cost collar)”。如此操作，手中的“股票+期权”的总价值在期限内将非常稳定。②Joe 以“股票+期权”组合作为抵押向金融机构贷款 4.5 亿。③Joe 现在持有 4.5 亿现金，可以随意使用。④5 年期满，Joe 偿还贷款，赎回股票。这一方式中，Joe 解决了现金流问题，而且可以继续持有公司股票。

除此之外，他有效的延迟赋税、并且享受低利率贷款。从金融机构的角度看，放贷风险低，赚取费用，而且可能赢得 Joe 公司的未来生意。这个产品是美国普遍存在的 Pre-paid Forward。

三、理财产品应根据不同客户类型、不同金融环境而量体裁衣

美国标普 500 指数 (SPX) 现在是 1800 点，股息率约 2%，1 年期 ATM 和 5%、10%、15%、20%OTM 看涨期权的价格分别约为 5%、3.2%、2%、1.3%、0.65%，20%和 25%上涨敲入看涨期权价格约为 1.6%和 0.8%。同时有相对“安全”的一年期债券。准备好这些原料，我们可以根据自己的投资品味来组合投资：

- 为“懒汉型”：买 SPX 股票 (ETF, 指数基金等)。1 年后的收益是和指数表现成 1: 1 线性关系。
- 为“不愿赔本、又对市场看好型”：可以合成一个“保本牛市”策略。买\$97 的债券，剩下的\$3 买越 0.6 股的 SPX 的 ATM 看涨期权。1 年后至少保本\$100，如果 SPX 在到期日升过 1800，有额外的 60%的参与收益。
- 为“不愿赔本、对市场超级看好、又不贪婪型”：可以合成一个“保本牛市封顶”策略。买\$97 的债券，买 1 股 ATM 看涨期权、卖 1 股的 10%OTM 看涨期权（净成本期权成本\$3）。1 年后至少保本\$100，如果 SPX 在到期日升过 1800，有 100%的参与收益但峰顶在 10%。
- 对于“不愿赔本，有大牛市又不愿错过”的投资者：买\$97 的债券，买 1.9 股 20%上涨敲入看涨期权。1 年后至少保本\$100，如果 SPX 在到期日在一年内触到 216 点，有 190%的参与收益。
- 对于不愿赔本的精确分析师型：认为有小牛市但是认为涨幅不超过 20%。买\$97 的债券，买约 1.2 股 5%OTM 看涨期权、卖

1.2 股的 20% OTM 看涨期权价格（总成本约~\$3）。1 年后的业绩至少保本\$100，如果 SPX 在到期升在 1890~2160，可以收到 120%参与率的指数收益。

总结来看，金融工具毕竟只是工具，使用工具的是掌握金融机构并且准确评估不同金融需求的专业人士。西方成熟市场上的金融产品有它自己的出生及生长环境；而且根据市场、法规不停的在演变。国内的产品开发，从照搬西方产品开始是个捷径，特别是在起步阶段；但是在解读西方成熟市场的金融产品的时候，我们除了理解“how”，更重要的领会其背后的“why”，进而立足中国本土市场的一系列风险收益特征，进行中国本土市场上的产品设计和创新，推动中国金融市场体系的发展和深化。

第 7 辑

(2013.12.17)

与张鸿飞教授谈房地产投资

【主持】

巴曙松教授（北京大学汇丰金融研究院执行院长）

【主讲嘉宾】

主谈专家张鸿飞先生，曾是波尔州立大学教授以及 ARGONNE 国家实验室研究员，并曾在法国/比利时 Dexia 集团、德意志银行、Nationwide 保险集团等多家资产管理和投资银行担任各种高级管理职务，现为骑士集团管理合伙人，负责跨国并购、私募股权以及房地产投资，在管理、交易、投资组合管理和风险管理有多年丰富的经验。

骑士投资集团（KIG）是一家精品投资顾问、私募股权投资和金融服务公司，专注于中美跨境投资机会，业务主要包括收购与兼并咨询、股权投资、房地产投资、高端培训及其他综合性服务。

一、在美国市场进行房地产投资的基本经验

骑士集团的投资理念：第一，风险可控，以风险控制为目标。回报率高的项目通常风险也比较高，宁可项目收益较低也不追求高风险。第二，房地产投资是一个非常本地化的投资，因为在熟悉的区域投资才可能拿到第一时间的、非公开的项目及资料，并有相对应的合作管理团队及开发商资源。在自己熟悉的市場投資，并依靠当地优秀的开

发合作伙伴，能最小化投资风险。

投资前的准备工作：在投资前需要仔细分析项目所在区域的人口构成、当前及未来市场情况、项目开发商背景及管理能力、项目法律问题等因素，同时需要慎重考虑投资结构。目前美国房地产企业融资渠道主要有商业银行等金融机构的抵押贷款、债券市场融资、股权融资以及夹层融资。夹层融资是指介于股权与优先债权之间的投资形式，在房地产领域常指不属于抵押贷款的其他次级债或优先股。夹层债投资回报率虽然比纯股权投资低，但是风险可控。目前市场上开发建筑项目的贷款抵押率（LTV）通常在 65%，有时也能达到 80%。在骑士集团的融资结构中，银行贷款占比通常在 65%~70%，有时能达到 80%，其余 30%左右的是夹层债和股权。例如骑士集团投资的一家酒店，银行贷款占 65%，夹层债占 10%，股权占 25%。

房地产投资的风险：房地产投资风险主要包括市场风险、利率风险、政策风险等系统性风险，以及经营管理风险、流动性风险等非系统性风险。与中国不同，美国房地产市场受政策影响较小，但是受经济周期影响较大。因此首先要做好对市场风险的防控工作，市场出现波动时房价下滑，会导致收益率偏离预期。国民经济增速、土地供给、购买力变化、需求者心理变化等因素都会导致市场波动。另外，在投一些需要管理、开发的项目时，管理控制会变得非常重要。一般来说，投资项目越大，期限越长，对房地产经营管理的水平要求也越高。房产位置、投资时间、市场信息、操作失误都可能导致经营管理风险。

收益和投资规模不存在必然的联系：资金大的项目周期太长，要能对市场趋势判断非常准确，风险可控性比较小，并不一定就比期限短、资金小的项目收益高。

骑士集团成功投资案例分享：

案例 1：

背景：骑士集团在休斯敦投资了一个 300 个单元的公寓区，投资前入住率为 80%。

经营方法（提高入住率）：通过给已有债务再融资、给公寓翻新及提供更有效的管理，骑士集团成功地把入住率提高到了 92%。

收益：项目正在退出阶段，根据现有休斯敦市场 6%左右的资本化率，预计能获得 30%年化内部收益率。

案例 2：

背景：骑士集团在卵石滩高尔夫球场附近投资了一家酒店，这家酒店虽然比较旧，但是本地市场稳定，是渡假、打高尔夫的好地方。

经营方法：通过翻新酒店有效提升每晚平均房价，同时在酒店最顶端建立了通信塔，租给电信公司使用以获得稳定现金流。

收益：项目所在地区酒店资本化率为 9%，预计 5 年后年内部收益率通过增值管理至少为每年 20%。

二、如何判断当前美国房地产市场的投资机会？

美国房地产投资项目主要分为商业地产以及住宅地产两类。商业地产包括公寓群、购物中心、写字楼以及土地；住宅地产包括独立屋（别墅）、单元屋以及连体（联排）别墅。在商业地产中，公寓群通常有 4-300 个单元，平均空置率为 8%左右，现金流极好，投资风险低，交易量大；购物中心交易量较高，一般风险较小；写字楼的风险较高，受市场波动影响较大，交易量较小；不同地域的土地价格差别很大，交易量很小，高折价转让很常见。住宅地产中，独立屋（别墅）交易量较大，约占 85%左右。

在讨论中，多位专家均提及，当前美国市场上容易发现较好房地产投资机会的区域主要集中在大纽约区、旧金山、以及一些大城市如休士顿、达拉斯和奥斯丁。纽约和旧金山作为国际城市拥有极强的抗

风险能力，这两个地区的地产市场除了有美国本土的需求更有很强的国际需求。达拉斯和休斯敦主要是因为当地页岩油和页岩气的开发给当地房地产市场带来了巨大的成长潜力，而奥斯丁则是一个非常有活力且与高科技密切相关的城市。

美国大城市的已建成项目投资回报率较低，可以重点关注开发类型项目、或者一些能提供高附加值的项目。美国房地产现在正处回升阶段，然而在大城市的已建成的项目投资回报率却相对较低，目前纽约的高档酒店或写字楼资本化率仅在 5%左右或更低。开发类型项目值得关注，例如住宅及公寓类地产项目的开发、翻新及改造，以及风险可控的酒店项目等。

三、中美房地产市场投资比较

1、中美房地产行业投资环境比较

从实际操作角度考察，中美房地产行业在市场波动幅度、法律体系、保障系统等方面都存在差异。首先，在房屋出售时间上，中国房地产商可以进行房屋预售，降低了行业进入门槛；而美国要等到拿到入住许可证（occupancy certificate）才能出售，开发商在完成房屋建设之前无法从购房者处拿到资金，减小了购房者信息不对称的风险。

其次，美国房地产市场受政策影响较小，周期性波动特征明显。

第三，美国法律体系以及退税、减税政策完善，对利用抵押贷款购买、建造和修葺自己房屋的业主，减免其抵押贷款的利息支出，并对出租房屋的业主实行税收豁免政策，运用税收杠杆支持购房者。

第四，美国房地产市场的监督体系发达，对购买者和投资人的保障系统（包括产权调查、产权保险等制度）较为健全。

对比项	中国	美国
产权拥有期限	住宅70年，商业40年，存在不确定因素	永久产权
市场	政府干预性强，市场波动加大	历史悠久，周期性波动
法律体系	完善中，新的规范条例不断出台	规范成熟、稳定，律师全程参与
保障系统	缺少对购买者交易过程中的保障	终止合同权，赔偿金储备系统等
房地产价格	开发商下各分销代理之间存在差价	信息完全公开化，法律禁止私自调价
税务	租金收入需单独加收，无可抵扣税金	政府支持购房者，退税，减税政策多
资金风险	产权转移前，定金存在风险	资金先存放于监管帐户，产权转移到购房者后再进行转账
产权调查	少有律师为购买者进行产权背景调查	中立第三方调查产权的历史记录，避免产权纠纷
产权保险	尚未设立	提供产权保险，承担产权发生意外时的赔偿
监督体系	对房地产经纪公司的权责监管存在疏漏	产权过户等手续由中立第三方进行操作，杜绝房地产经纪控制房款的可能

图 1 中美房地产投资环境比较

来源：根据网络资料

2、中美房地产行业投资模式比较

中国与美国商业房地产投资模式的不同主要在于投资机构组合的不同。中国市场上的大型商业房地产项目的投资形式依然是跨领域的房地产机构运作，美国市场上的大型商业房地产的投资在经历了激烈的市场竞争之后往往要求更为专业化，无论是投资、经营，还是管理等环节，都主要由专业机构进行。

对公寓楼的投资是美国的商业地产投资中较为特殊的一种，公寓楼的单元均价相对较低，房屋布局的设计以及功能面积的布局等往往主要是为了实现现金流的优化。美国目前有 30%的人口住在公寓楼，在一些租金高、房价低的地区，这种投资的现金流非常稳定，容易获得银行贷款。相比较而言，中国大部分的住宅投资房产的房价较高，租金较低，无法保障稳定的现金流，只有在大城市才有部分投资机会。

表 1 中美房地产投资模式比较

		大型项目	中型项目	小型项目
投资机构组合	中国	开发商、战略投资者	开发商、战略投资者	小型商业房地产投资商、开发商、管理商、商铺投

				投资者
	美国	商业房地产投资商、开发商、管理商、房地产投资信托及产业基金	商业房地产投资商、开发商、管理商、房地产投资信托及产业基金	小型商业房地产投资商、开发商、管理商、房地产投资信托及产业基金（非销售类商业房地产）、商铺投资者
经营模式	中国	出租经营	出租经营	出租经营、出售经营或出售返租经营
	美国	出租经营	出租经营	出租经营、出售经营或出售返租经营
管理模式	中国	专业管理商或开发商自己管理	专业管理商或开发商自己管理	专业管理商或由经营状态
	美国	专业管理商或开发商自己管理	专业管理商或开发商自己管理	专业管理商或由经营状态

来源：根据网络资料整理

3、中美房地产行业融资方式比较

美国房地产融资体系通常以直接融资和证券市场等为主导，能从商业银行、养老基金、互助储蓄银行、保险公司、抵押贷款公司等金融机构获得抵押贷款和夹层贷款，也能通过商业抵押贷款支持证券从债券市场获得资金。美国房地产融资体系的主要特征包括：第一，金融市场融资体系完善；第二，房地产抵押贷款证券化，二级市场十分活跃；第三，投资基金、信托证券、指数化证券等金融工具创新丰富。

相比较而言，中国房地产商的融资渠道主要有银行信贷、上市融资、信托融资、债券融资等方式，但除信贷以外的其他融资渠道相对不发达，实际上超过半数以上的资金都直接或间接来源于银行信贷，融资金融工具单一。

4、中美房地产行业目前面临的风险

中美房地产共同面临着市场调整压力，但是调整压力的来源差异较大。目前，中国房地产市场的一二线城市与三四线城市呈现显著的

差异分化，中国当前的家庭资产负债结构相对健康，值得关注的是开发商与地方政府的杠杆率。而美国房地产市场的风险在于家庭去杠杆，目前来看这一过程还在进行之中。总体上，如果中国的投资者进入美国房地产市场，应当说美国房地产市场依然存在不少投资机会，但是不能期望中国国内市场上习惯的超额回报，并需要专业人士进行细致的项目筛选。

总结来看，以风险可控为目标，并在熟悉的区域进行投资，是美国房地产投资的两个重要经验，在投资前需要仔细分析项目所在区域的人口构成、当前及未来市场情况、项目开发商背景及管理能力、项目法律问题等因素，同时需要慎重考虑投资结构、以及融资结构安排等。美国房地产投资的风险主要集中在市场风险和管理风险上，收益与投资规模并不存在必然联系。目前大纽约区、旧金山、以及一些大城市如休士顿、达拉斯和奥斯丁的开发类型项目、或者一些能提供高附加值的项目具有投资机会。中美房地产市场在投资环境、投融资方式等方面都存在一定的差异，目前美国房地产市场有投资机会，但是不能期望国内习惯的超额回报。

第 8 辑

(2014.1.7)

与李泉山谈股市及黄金走势

【主持】

巴曙松教授（北京大学汇丰金融研究院执行院长）

【主讲嘉宾】

主谈专家李山泉先生，现任美国奥本海默基金公司董事总经理、投资经理。李先生于 1978 年考入中国人民大学国民经济计划专业学习，1982 年进入国务院经济研究中心工作，1987 年 9 月进入布兰德斯大学攻读国际金融和经济学，2 年后获得硕士学位。李先生就学期间被阿凯典投资管理公司雇用，开始了投资管理的研究和实践。1991 年 3 月到纽约华尔街，被著名的老牌华尔街投资银行、布朗兄弟公司聘任，在投资战略部任高级分析师，从事投资战略的分析研究。他创立的“动态投资分析法”，创造了高回报，引起了美国主流社会的重视。1995 年 11 月他应聘到奥本海默（Oppenheimer Funds）基金公司，任副总裁、基金经理，负责该公司环球股票投资的管理工作。李先生还当选为中国旅美金融协会首任主席，人称“新一代华尔街战略家”。

一、2014 年股票市场走势

1、2014 年美国股票市场仍具有投资价值，流动性驱动的上升超过基本面变化驱动的上升。其一，债市和货币市场已经保持了多年的

牛市行情，一旦货币政策转向，大量资金将被迫逃离债市和货币市场，能吸纳如此大量资本的市场只有股市。其二，美国当前的经济状况大体上是温和复苏，通货膨胀的出现机会很小，企业在这样的环境下盈利水平能够缓慢增长，这种预期将在股票估值中有所反映。其三，即便是经济增长刚开始加速，通货膨胀已经开始提高的情况下，相对于固定收益市场，股市仍然是最好的投资领域。

根据美国的经济数据统计，除了失业率略有改善、降为 7% 以外，普通劳工阶层的平均年薪比十年前还略低。尽管美联储过往 4 年的措施帮助了金融机构去杠杆，但很多中小银行并未对客户的私人负债予以放松。所以在普通民众的消费能力较金融危机前普遍偏低的情况下，经济最多只能是缓慢复苏，加上政治干扰，个股的赢利表现会严重分化，指数今年可能不会再有大的升幅。

中国概念股在经历困难，但还是有不错的好公司。首先，美国人对中概股的观念有所改变，对“人人网”等中概股投资的失败使得美国资本市场对中概股失去了信任；另外，中概股的下跌和国际舆论唱淡中国经济前景也有关，美国读者更愿意听到关于中国的负面新闻；最后，中国的上市公司尽管比以前有所进步，但本身也有很多需要改进的空间。

2、总体上来说，欧洲各个国家走了同舟共济的路，经济复苏比预期的要好。日本激进的财政和货币扩张风险很大，一旦经济没有达到预期的效果，社会将要承担全部后果。新兴市场繁荣了很久，但发展潜力仍然比较大；最大危险在于，如果美国市场出奇的好，资本回流美国过快，新兴市场将会因此受牵连，诱发经济危机。关于 A 股，信贷增速的变化是一个较好的预测指标，2014 年如果信贷增速比去年低，A 股（上证综指）大概率还会收跌。这说明中国的股市也是流动性推动的。

Q1: 关于债市和股市关系，初期债市资金回流股市，确实从流动性角度有利于股市（比如过去 6 个月），但如果利息率维持高位甚至持续升高，筹资成本提高将开始冲击相当部分公司，从这个角度对股市为负影响，不知您怎么看？

A1: 目前离利息率提高还很遥远，这是美联储最不想见到的，至少在近期内，利率提高的风险会逼迫美联储停止眼下的政策趋势。

Q2: 目前有迹象表明资金回流美国，资金回流美国会不会对美国产生什么影响？

A2: 资本回流美国，美国应该比较高兴。美国的市场容量要比任何国家都大。不仅仅是股市，美国可投资的东西太多，经济恢复也会由此而加快。

二、2014 年值得注意的不确定性

政治、军事层面的冲击事件近期危险可控。在敏感区域的局势中，日、中、韩关系，特别是中日的关系近期广受关注，但开战的可能性不大。伊朗问题基本平息，但问题并未解决。在外部，以色列有很高的戒备心；在国内的矛盾比较大，伊朗新政府想和美国谈放弃核武器，但遭到国内激进势力抵制，仍在角力中。叙利亚爆发大规模的战争可能性比较小。此外，埃及问题也是热点。总体看，中东一直是值得关注的区域，即使是局部的战争也可能影响石油通道，直接影响油价，导致世界经济局势发生大的变化。

美联储副主席耶伦提名案 1 月 6 日获得美国联邦参议院通过，正式接任主席。首先，新的美联储主席要面临来自政治上的压力和干扰，货币政策面临很大挑战。2014 年将进行美国国会的中期选举，民主党和共和党的斗争还在持续，很多政策都会因为两党的政治较量而变得失真，共和党在未来对货币政策提出各种异议的可能性会很大。其次，

耶伦过于强调就业因素，美联储目前把退出零利率和 QE 与美国的失业率挂钩，但是失业率是一个滞后指标，对于经济的前瞻性指示意义不够，美联储可能会犯下拿周期性的政策来对付结构性问题的错误。再次，耶伦与伯南克一样，缺乏从系统中“往外拿钱”的经验，市场上存在着尚未 price in 的风险点；目前最大危险在于市场走到了政策的前面，也就是市场的利率上升让联储的政策调整失去了影响的空间，一旦经济在政策刺激下没有起色，美联储将面临骑虎难下的局面，紧缩政策的过程将会变得遥遥无期。

Q1: 有些人觉得 QE2、QE3 对美国经济推动作用不是很大，那么把 QE 拿走对经济的影响为什么会很大呢？

A1: QE 的推出，主要是美联储在人为地把利率压低到一个很低的水平，而且让人们的预期利率长久地处于较低水平，因此没有 QE 主要是会影响利息率，其对长期利率的影响可能会大于 100 个基点。QE 撤出后，货币政策的利率功能就开始恢复了，对经济的影响是全面的。

Q2: 看相关报告，美联储仍将在很长时间内维持非常宽松的货币政策，QE 减量仅是政策工具的切换。请问联储是否还会考虑出台其他的宽松政策工具，或仅是 QE 量的减少？

A2: 目前还看不出来有别的政策工具。

三、2014 年黄金价格走势

1、2013 年以来，分析师不看好黄金的主要原因就是联储发出 Tapering 信号。但是，一方面市场对联储 Tapering 有过度炒作的嫌疑，另一方面，在目前的价位下联储 Tapering 对黄金的影响已较小。2013 年以来，只要美联储一发出 Tapering 的信号，黄金就会遭到抛售，这也是分析师不看好黄金的主要原因。但实际上，联储还尚未开始

Tapering，即便开始，联储的政策转向也是一个长久的过程；另一方面，黄金价格从 1900 多美元下降到 1200 美元以下的水平以后，受 Tapering 影响的下降空间已很小。2013 年之所以金价跌得这么快，主要是因为高位下调、以及大投行的套利活动。黄金市场属于小部门，有不太大的资本就能够影响价格，是大投行最愿意投资的领域。因为，投入较小的资本就能让价格上下起伏，从中套利比较容易。

2、黄金最困难的时期已经过去，在 2014 年可能会有“positive surprise”。主要是因为：第一，热钱已经走了差不多了，例如索罗斯的抛售推出；第二，剩下的黄金持有人中战略性投资人居多，既不是炒作者，也不是寻找收益的人；第三，黄金已经从 1900 美元下调 700 多刀，已经很少有投资者有勇气卖空；第四，实物黄金的买压正在提高，彭博的文章显示，无论现货还是期货，首饰和金币全面抢手，现货黄金已快速拉升至 1242 美元/盎司。第五，由于金价下挫，许多黄金勘探和开采项目已经被推迟甚至取消，黄金的产能在急速萎缩，供给方的下降必然会导致价格的攀升。

3、黄金生产的成本问题很难回答，目前行业分析太偏重技术层面。因为，首先每个企业成本各异，即使一个企业内部，不同的项目成本差别也很大，成本数据无法统计；其次成本的种类很多，例如 cash cost、total cost、sustainable total cost 等，难以统一标准。即使黄金跌到 300 美元，还是会有企业盈利，因为企业可以仅仅挖高品位的黄金以维持经营；但黄金产量就会大大缩水，同时各种勘探和开发新项目会全面叫停，这些变化在金价市场上是看不到的。很多分析师太偏重技术层面，对黄金的基本面的了解比较欠缺。这就是为什么影响黄金 bullion 价格的人很多，但股票却是另外的情况。

Q1：90 年代黄金价格一直涨不起来，重要原因之一就是大批不断的生产者在对冲。目前开采黄金的公司开始对冲，会不会使得黄金

出现一个天花板价格呢？

A1: 现在的黄金生产商进行对冲的规模有限，特别要区分是哪一类的对冲。对冲不一定会增加供给。

Q2: 黄金新增产能的边际成本大概在 1100 美元左右，这是否是一个强支撑位？未来五年是否有机会上涨到 3000？

A2: 我不认为能到 3000 美元，但是，这个行业基本上已经进入了 peak gold 时期。

Q3: 另外两个对黄金价格的潜在不利因素，第一是美元今年看涨，第二是美国的通货膨胀率仍然很低；这么说有道理吗？

A3: 在给定条件下有道理，在有些条件下不是。例如，黄金业曾经发生过，在通货紧缩的条件下价格上涨；黄金也有与美元同步的时候，尽管是短期的。

Q4: 如果黄金企稳会不会带来大宗商品周期性反弹？未来商品市场是结构性行情多过周期性行情？

A4: 这个不是一回事，大宗商品是经济周期的概念，黄金不完全是。

Q5: 如果经济恢复更快，黄金替代品的吸引力会进一步加大，黄金是否可以看多？

A5: 黄金的行情比较复杂，常常脱离人们的预测。黄金的购买者有的时候是避险，有的时候是纯消费，还有有的时候是财富效应。黄金的问题，大家还是参考世界黄金协会的报告比较权威。

总结来看，2014 年的投资机会主要还是集中在股票市场，美国股票市场仍具有投资价值，流动性驱动的上升超过基本面变化驱动的上升，但是个股的赢利表现会严重分化，指数今年可能不会再有大的升幅。2014 年值得注意的不确定性主要集中在美联储，新的美联储主席要面临来自政治上的压力和干扰，货币政策面临很大挑战，紧缩政策

的过程将可能变得遥遥无期。黄金最困难的时期已经过去, 2014年可能会有“positive surprise”。

第 9 辑

(2014.1.14)

与吴皓博士谈海外并购

【主持】

巴曙松教授（北京大学汇丰金融研究院执行院长）

【主讲嘉宾】

主谈专家吴皓博士，现任汉世纪投资管理有限公司管理合伙人、总裁。吴博士具有 16 年的从事投资和基金管理经验，在汉世纪成功投资了 Wind 资讯，安硕信息等知名金融信息企业。在汉世纪之前，吴博士曾任美国瑞地安集团下属全球金融产品部门董事总经理，负责全球金融产品投资工作。吴博士曾任美国国际集团全球投资公司的高级分析师，参与管理一千亿美金投资组合的产品战略和组合交易，并且为其在亚洲和欧洲的分支机构提供投资建议。吴博士毕业于复旦大学物理系，后获得美国南加州大学电气工程博士学位和金融 MBA 学位，并在哈佛商业院进修管理。同时也是美国注册金融师(CFA)和纽约证券分析师协会(NYSSA)成员。吴博士曾任全美华人金融协会(TCFA)主席，国家“千人计划”专家评委。也是西安交大特聘研究员。

一、近期中国企业海外并购的案例分析

1、基本情况。据统计，相比 2002 年中国对外投资只有 27 亿美元，到 2012 年中国的境外投资已高达 878 亿美元，而 2013 年前十个

月中国企业非金融类境外投资已高达 695.2 亿美元，同比 2012 年增长 19.5%。

2、案例分析。案例 1：葡萄牙政府 2014 年 1 月已经选定中国企业复星国际收购葡萄牙通用储蓄银行 (Caixa Geral de Depositos S.A.) 旗下保险公司，这项交易的价格为 10 亿欧元（约合 13.6 亿美元）。复星国际将收购葡萄牙通用储蓄银行旗下保险公司 Seguros e Saude 的 80% 股份，Seguros e Saude 是葡萄牙最大的保险商，占据着 26% 的市场份额。在此以前，除复星国际以外的唯一竞标者是美国阿波罗基金 (Apollo) 旗下的一个部门。

案例 2：2013 年 10 月，复星斥资 7.25 亿美元买入位于纽约市的一栋 A 级办公楼。这座办公楼是原大通曼哈顿银行总部第一大通曼哈顿广场 (One Chase Manhattan Plaza)，高达 60 层，并拥有面积 220 万平方英尺。在收购纽约大楼之前，复星于 2013 年已经完成了至少 4 个国际项目的投资，分别为美国女性时装奢侈品牌 St. John，全球医疗科技公司以色列 Alma Lasers，化验企业美国 Saladax，以及意大利奢侈品牌 Caruso。

案例 3：中国最大猪肉加工商双汇国际计划最早下周向港交所递交官方上市申请。知情人士称此次 IPO 计划融资 60 亿美元，将成为亚洲近年来最大 IPO 之一。正式上市日期应该不晚于 2014 年 4 月。双汇申请在香港上市距离完成对美国最大猪肉生产商史密斯菲尔德收购不到 5 个月时间。这次交易价格达 47 亿美元。史密斯菲尔德将作为核心资产注入进双汇 IPO。

案例 4：中联重科已于 2013 年 12 月在德国正式签约，收购全球干混砂浆设备第一品牌——位于德国 Neuenburg 的 M-TEC 公司。通过高位嫁接 M-TEC 技术，也将一举成为干混砂浆设备的第一品牌。此次被收购方 M-TEC 公司成立于 1978 年，是全球领先的干混砂浆

设备供应商，其产品销往全球 55 个国家和地区。并购有利于最快速度提升中联重科产品和技术竞争力。M-TEC 具有干混砂浆配方应用能力，熟悉砂浆生产工艺，可以更好满足当前中国市场和客户需求，为中联重科抢占国内市场带来巨大的竞争优势。

案例 5：2013 年 12 月蓝色光标在香港注册的全资子公司蓝色光标国际传播有限公司与 We Are Very Social Limited 签订了《转让协议》。蓝标国际以债务融资的方式收购 We Are Very Social Limited 7,512 普通股及 16,224 优先股，其中首次支付金额为 1,871 万英镑。收购完成后，蓝标国际将持有 We Are Very Social Limited 82.84% 股权。We Are Very Social Limited 成立于 2008 年 6 月，总部位于英国伦敦，并在全球范围内先后设立 8 家子公司，分别位于伦敦、纽约、巴黎、米兰、慕尼黑、新加坡、悉尼和圣保罗。为了满足全球客户多元化的市场需求，公司团队由 400 名专业人员组成，客户包括 Adidas, Jaguar, Mondelēz, Cisco, Heineken 和 Lenovo 等知名国际企业。

案例 6：2013 年 12 月微创医疗以 2.9 亿美元的价格，收购美国 Wright Medical Group 的骨科业务。微创预计，若成功收购，可以在髌、膝、脊柱及创伤四大骨科市场领域中，提供齐全的产品组合，并把药物洗脱支架产品占公司总收益由约 80%，大降至 36%。如以地区收益计算，中国占公司的总收益将由约 95% 大幅跌至收购后的 35%，令公司走向国际化。

总结：许多快速成长的中国企业对于跨国并购充满热情，期待在进入国际市场的同时通过收购海外的技术、品牌，和资源来增强自身在中国市场上的竞争地位。但是在实战的过程中，多数的企业缺乏跨国收购所需的市场知识、合适的管理人才，和跨国融资手段来独立完成跨国并购，导致并购无法顺利进行，或未能将并购的利益最大化。许多美国中型企业也希望充分利用中国的资源来创造更多的企业价

值，包括增加在中国市场的销售，有效使用中国高效率、高质量的生产力来提高利润，以及利用中国在研发等领域的人力资本。然而多数的美国企业可能缺乏必要的诀窍、管理人才和财务的能力来更好地把握这一中国价值。

二、汉世纪在帮助中国企业海外并购上的具体实践。

1、汉世纪投融资平台介绍。华美银行是一座连贯中美金融服务的桥梁，总资产达 233 亿美元，是全美最大一家专注于服务亚裔社区的美国银行。华美银行位列全美前三十大银行，连续三年名列福布斯杂志全美百强银行排行榜前十名。华美银行在美国和大中华地区共有 120 多处服务网络，在香港、上海、汕头、北京、深圳，广州和台北都设有全方位服务的分行及办事处。华美银行与汉世纪投资管理有限公司联合创建了一个十亿美元的投融资平台，帮助中国企业在欧美并购中型企业。此融资平台可提供五亿商业贷款和五亿私募基金，希望借此加速中国企业进入欧美市场的步伐。汉世纪团队目前共有 20 人。此平台计划在未来的三年内与 15 至 20 家中国企业共同投资欧美有潜力的行业，包括但不限于高端制造业、金融信息技术、环保技术、医疗保健、生命科学，和房地产等。受邀加入此平台的中国企业可以享受华美及汉世纪的综合金融实力和人脉资源。

华美和汉世纪的专业团队除了帮助中国企业物色合适的投资对象并且以最合理的价格完成交易之外，还将在交易后继续与企业保持紧密合作，以确保企业达到预期的增值效益。组建一个有跨国企业运营经验的管理团队，充分发挥合并后企业的共有优势，是并购完成之后增加企业价值的重点工作。最佳的收购对象是有一定规模及历史的欧美企业，具备成熟的品牌技术或产品，适用于中国市场，具有潜力可以通过与中国的链接快速成长。目标公司需具备稳定的财务能力，

年均 EBITDA（税前、息前、折舊及攤銷前的盈利）在一千万美金以上，企业价值在五千万至两亿美元左右。交易后债务对权益的比率约为 1:1。中国投资者投入的股权比例不低于 50%。

2、海外并购成功的关键要素：

- 与有潜力在全球快速增长的中国企业共同投资
- 发现及收购与中国产品、技术相关的美国公司
- 以合适的价格/结构执行交易，以实现 3 到 5 年内显著的价值增长
- 建立有能力、积极进取的跨国管理团队
- 保持灵活的企业架构，以便财务投资者适时退出

3、中国战略投资者应有的特征：

- 业绩透明：最好是上市公司或其母公司/子公司
- 规模经济效益：能够同时在资本和产品市场竞争；市值超过 2 亿美元，年收入超过 2 亿美元
- 成长能力：庞大的销售，营销及分销能力；年收入超过 2 亿美元，并以比同行更快的速度持续成长
- 充分准备参与全球竞争：已经与海外跨国企业在中国市场竞争，或已经向海外出口产品/服务；缺乏直接的境外经营及投资经验
- 有全球化愿景的领导团队：经验丰富的管理团队，能够吸引中外人才，并有效运行一个多元化全球性组织
- 汉世纪已与 3 家符合上述条件的中国战略投资者达成协议。

4、美国收购目标与融资结构

- 美国收购目标：有一定规模及历史的美国企业，具备成熟的 品牌技术或产品，适用于中国市场，可以通过与中国的连接快速成长；具备稳定的财务能力，息、税、折旧及摊销前利润

(EBITDA)在 1000 万美金以上，企业价值(EV)在 5000 万至 2 亿美元之间；优秀的管理层且在并购和有机增长方面有丰富的经验。

- 融资结构：交易后的债务对权益的比率(D/E)约为 1 比 1；中国战略投资者投入的股权比例不低于 50%。

5、平台为各利益相关方获取的附加价值：

- 中国战略买家：确保合理的并购流程，并提供融资及管理/交易人才；
- 美国卖方股东：带来既具备交易能力，又能为企业增加效益的中国买家；
- 新管理团队：帮助实现平衡的企业治理，并确保管理层的绩效薪酬基于企业业绩和价值创造；
- 财务投资人：充分获取中国企业全球化和美国企业进入中国市场 所创造的价值。

6、汉世纪海外并购的实际操作案例：

- 帮助中国最大的金融咨询提供商并购美国公司；
- 帮助中国领先的运钞车公司并购英国的运钞车厂商和德国的救护车厂商；
- 促成了一家国内领先的节能控制器制造商与一家美国的财富 500 强公司的合资企业；
- 帮助一个领先的业务流程外包公司寻找在美国的并购目标。

三、中国企业海外并购欧美企业的阶段划分

第一阶段：分而治之（一国两制）。首先，国家、行业、企业，可能人家都强，以弱买强，要尊重别人。所以要先一国两制。

第二阶段：整合（Your way）。即，向人家学习。跨国公司来中

国—>为了市场；中国企业去海外—>为了获得价值的能力（技术、资源、品牌）。中国企业经常是，有钱买，没有能力管跨国企业

第三阶段：发展（Our way）。即，not your way, not my way, but our way。

四、在帮助中美企业双向海外投资过程中汉世纪平台的优势

这个十亿美元的投融资平台，帮助中国企业在欧美并购中型企业。希望借此加速中国企业进入欧美市场的步伐。

类型	中国成长型企业	美国中型企业
海外投资	拥有进入国际市场的强烈意愿	欲进入中国市场
目标	希望通过收购海外的技术、品牌及资源来增强其中国市场的竞争力	渴望利用中国优势提升利润,包括中国销售、制造及人力资源管理等等
问题	多数中国企业缺乏跨国并购所需的市场知识、专业人才和过桥资金	多数美国企业缺乏对中国的了解、合适的管理人才及资金。

为了解决上述问题，可利用平台的优势：

- 基于长期的中国市场投资、咨询历史，我们与中国高成长公司保持着良好的关系
- PE 基金与中国战略投资者在美国联合投资的先发优势
- 良好的信誉：与美国本土银行合作
- 与美国私募公司和投资基金之间的广泛渠道
- 强大的中介机构关系网络，包括银行、法律顾问和会计师
- 系统的目标筛选过程，专有数据库
- 严谨的投资流程
- 双重文化背景的团队，在中国和美国拥有丰富的管理经验、公司治理专业知识和董事会经验

- 为中国战略投资者在公司治理及合规合法方面提供增值服务

第 10 辑

(2014.1.21)

与谢鹏飞谈对冲基金投资策略

【主持】

巴曙松教授（北京大学汇丰金融研究院执行院长）

【主讲嘉宾】

主讲专家谢鹏飞先生，PX Global Advisors 的创始人及总投资官。2012 年成立 PX 之前，谢先生是一家独立的对冲基金的基金(fund of hedge funds)在纽约的资深合伙人和投委会委员，参与管理 160 亿美元的资产。在逾八年的任期中，他负责评估和批准对冲基金的投资，并主管与美国机构投资者的关系。2004 年前，谢先生是纽约的一家大型资产管理公司的基金经理及资产配置委员会委员，负责约 10 亿美元的对冲基金投资组合 (Global Portable Alpha)。谢先生于 1997 年在纽约的一个固定收益对冲基金做过分析师。谢先生任深圳千合资本的海外独立董事，并在主要期刊上发表过有关对冲基金的文章，也曾对美国证监会 (SEC) 进行对冲基金的培训。谢先生 1991 年获得北京大学学士学位，1997 年获得麻省理工学院工商管理硕士 (MBA)。

PX Global Advisors: PX 是一家美国证监会(SEC)注册的全球性资产管理公司，目前管理和顾问资产约五亿美元。总部位于纽约，其主要客户为美国机构投资者。作为受监管的投资机构，PX 的业务为对冲基金策略的研究和投资，同时也为欧美投资者作 PE/VC，公募基金，资产配置及财富管理的投资。PX Global Advisors 还通过其合作伙伴 KIG

Capital Advisors (“KIG CA”) 做一级市场房地产和 PE/VC 的投资。张鸿飞先生和谢鹏飞先生是 KIG CA 的联席总投资官及管理合伙人。此外, PX 还担任 QDII 的海外投资顾问。PX 认同的企业文化: 团队 (Team of People), 投资过程 (Investment Process), 营运 (Operations), 及合规 (Compliance)。

一、2013 年对冲基金投资策略回顾

2013 年 Tapering On/Off 主宰了市场, 以往的市场“寻价”和可循规律多被政府干预打破。由此造成的“混乱”及趋势逆转对所有对冲基金策略均有影响, 且很多为负面的, 见表 1。在此宏观环境下, 2013 年对冲基金总体业绩不算好, 尤其是宏观、CTA、大宗商品和短仓股票策略的收益回报均基本为负。全球多元策略总体平均回报 7%-8%。另外, 2013 年对冲基金最大的特点在于: 单个基金业绩, 即使属于同一策略, 差异化也极大, 见表 2。

表 1 风险和仓位大小决定于 Tapering On/Off

风险和仓位大小决定于 Tapering On/Off				
	以前		2013	
好消息	风险 On		Taper On	
	股票	↑	股票	↓
	债券	↓	债券	↓
	大宗商品	↑	大宗商品	↓
	货币 (美元)	↓	货币 (美元)	↑
	以前		2013	
坏消息	风险 Off		Taper Off	
	股票	↓	股票	↑
	债券	↑	债券	↑
	大宗商品	↓	大宗商品	↑

货币（美元） ↑ 货币（美元） ↓

资料来源：PX 资本国际有限公司

表 2 2013 对冲基金策略业绩

2013 对冲基金策略业绩一览		
对冲策略	指数	单个基金区间差异
全球多元策略	6.72%	-5%到+15%
长/短仓股票	11.14%	-10%到+35%
事件驱动型	13.87%	0%到+25%
全球宏观/CTA	-1.79%	-20%到+25%
债券套利（Credit）	12.61%	0%到+20%

注：指数为 HFRX Indices

资料来源：PX 资本国际有限公司

二、不同策略的回顾与展望

1. 全球宏观策略/CTA

（一）回顾

2013 年全球宏观策略总体表现不佳，非系统性（Discretionary）宏观策略中，多元化的策略由于受益于做多美、日股票及做空新兴市场，比只投资债券或货币的策略表现更好。受 Tapering 影响，多仓美欧国债的策略收益损失较大，但欧洲边缘国家如希腊、西班牙和意大利的国债价格上涨，部分抵消了核心国国债价格下跌造成的损失。货币交易的主题是日元和 Tapering 后美元对新兴货币的汇率变化。2013 年夏天后新兴市场的抛售给短期交易策略带来了较好的投资机会；但中、长期和相对价值策略因更看重基本层面，反而因为资本外流受到了负面影响。投资大宗商品的策略，除做空黄金之外收益基本为负。

系统性宏观策略中，CTA 在 2013 年整体收益基本为负，尤其是长期“趋势跟随”（Trend Following）策略损失更为严重，有的收益率甚至掉了 10%到 20%。收益较高的基本上集中在做多美日大盘股市、

及做空日元等策略。收益为负的主要集中在做多国债、新兴市场和一些大宗商品等策略。中、短期“趋势跟随”策略由于得益于模型掉转较快，收益损失较低、有的甚至能够盈利，尤其在五、六月份国债利率大幅攀升和年底新兴市场逆转之后，中、短期“趋势跟随”策略获得了较好的投资机会。总体来说，CTA 处在历史上最长的业绩减缩期（Drawdown），时间已长达三十个月。

（二）展望

2013 年的主题在今年仍会继续，但对市场的震动会相对减小。美国经济复苏、欧洲危机、日本通货再涨和新兴与发达市场脱节等在一定程度上会延续，所以长端利率将会攀升，短端利率攀升得较少，导致收益率曲线变陡；波动率（Vol）可能上升；资产间及个股间的相关性持续走低。市场方向性（大涨或大跌）升高，但仍缺乏大趋势，即使出现大趋势，也不会持续较长时间。

2014 年的情况与 2005 或 2006 年有一些相似之处。我们对全球宏观/CTA 总体不看好，但仍会配置一定比例，只是比例偏轻、占总体的 15%左右。原因主要有三点：第一，该策略即使表现再差，收益率也不至于再下降很多；第二，若 2014 年出现 2007 或 2008 年时的情形，该策略会获得最好的表现，总体上可以降低投资尾部风险；第三，宏观/CTA 策略很难去把握时机（Timing），当需要它时，已为时过晚。CTA Timing 策略大多数时候是亏损的，历史上只有 Dot.com 泡沫破灭后一、两年里，Timing 有正的相对回报。其它时间，包括最近快三年的业绩下滑期，Timing 策略并不能盈利，请见图 1。



图 1 CTA timing 策略的累积相对收益

资料来源：PX 资本国际有限公司

Q1: 如图 1 这样明显的下行趋势是不是意味着可以 short 这些做 timing 的基金公司？下行原因主要是不是因为费率？

A1: 若这些基金是上市公司的话就可以做空，费率是其中一个原因。

2. 股票长(long)/短(short)仓策略

(一) 回顾

2013 年股票长/短仓策略总体表现不错(指数为+11%)，但与 S&P 500 约 30% 的上升幅度相比仍差强人意。全球多仓策略，特别是做多美、日股票及做空新兴市场的策略表现最好，收益率为 20% 到 40%。看重基本层面的策略大部分是净多仓，整体收益率为 10%；相较而言，更看重技术层面的策略获得了更好的业绩，收益率达到了 20%。由于杠杆率、投资地域和投资风格的不同，偏中性的策略回报也不尽相同，但大多数的收益率集中在+5%到+15%之间。新兴市场股基大多数为

负的（集中在-7%到-8%左右）。短仓策略在 2013 年表现最差，有的收益掉了 20%，甚至有的公司已无法坚持。

（二）展望

目前总体上股票长短仓策略最为流行。2013 年后，投资者对单边指数性、高 Beta 产品及 TMT(Telecommunication, Media, Technology) 和医保行业的兴趣似乎更高。行业所采用的平均杠杆率虽在上升，但仍低于 2 倍（gross，毛杠杆率：长仓加上短仓）和 0.7 倍（net，市净杠杆率：长仓减掉短仓）。

在过去的“熊市”中，如 2007 年十一月至 2009 年二月，长/短仓策略收益率下降幅度只有大盘指数跌幅的 50%-60%，有的甚至掉得更少；而当股市回暖时，收益率却可达到大盘指数升幅的 60%-70%，获得比大盘指数更高的回报（即使在不调节风险（Risk Adjusted）的情况下），见图 2。



图 2 牛市和熊市中长/短仓策略的收益表现

资料来源：PX 资本国际有限公司

股票长/短仓策略是我们的核心策略，总体配置在 40%上下。基

于发达国家股市已进入“合并”(Consolidation)阶段(请参阅图3),因股市下行风险已增大,单边 Long-only 只能有选择的去做;而长/短仓策略,尤其是低仓位、零活型的,或中性的策略,则能在下行风险相对较小且可控的前提下,获得可以接受的回报。

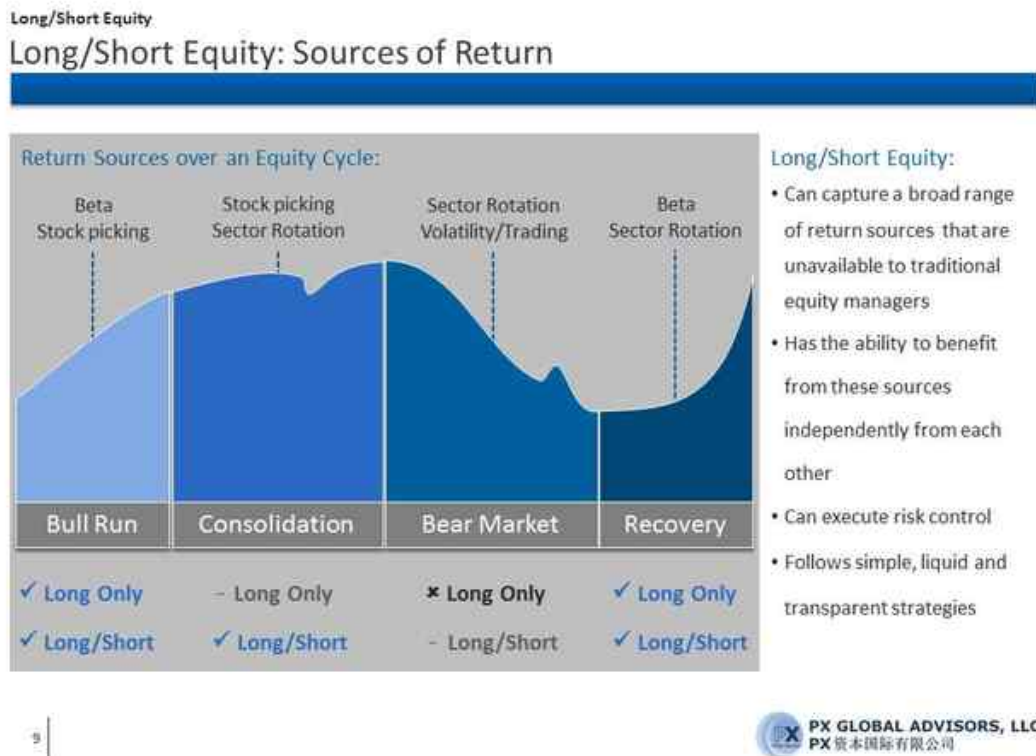


图3 长/短仓收益来源

资料来源: PX 资本国际有限公司

3. 量化股票策略

(一) 回顾

2013 年基本层面量化中性策略 (Fundamental Equity Market Neutral)表现良好,特别在欧洲和亚洲;动量 (Momentum) 因素除第三季度外、每季度对收益的贡献都是正的,贡献排名其次的为价值因素 (Value),而质量 (Quality) 和增长 (Growth) 因素成了拖累因素,该策略总体回报为+10%。概率套利 (Statistical Arbitrage) 表现也较好,尤其在欧洲;动量 (Momentum) 因素和均值回归 (Mean Reversion)

因素带来了主要的回报。基本层面量化中性策略是指仍采用数量模型，但输入变量是基本面信息（如会计，报表等）；而 Stat Arb 的输入变量一般采用技术面的信息（如价格，交易量等）。量化策略一般的杠杆率约为 2~3 倍。

以投资美国为主的基金，由于低落的波动率和个股之间的异化率（Dispersion），表现相对差一些，且单个基金业绩差别很大（波动从 -7%到+20%），但总体回报仍为正。

（二）展望

2014 年量化策略有望保持较好的业绩(收益率估计在+10%左右)。如果 2014 年出现以下情况：1) 波动率（VIX）有序上涨，2) 个股间异化率扩大（宏观因素减弱，基本层面影响上升），3) 流动性没有突然消失；那就可在多仓欧、亚市场的基础上，多仓美国市场。2007 年八月开始的“数量化危机”正是由银行自营和面临赎回的基金的大甩卖引起的。那次危机持续了三年，导致投资者从此对量化策略避而远之，直到 2010 年底一些量化策略业绩才有改善。虽然 2013 年对量化的总投资比前有大的增加，但因银行都已退出该策略，流动性的隐忧目前还较小。

怎样在不同风格及仓位的股票对冲基金中达到平衡的配置，是 2014 年的一大挑战。

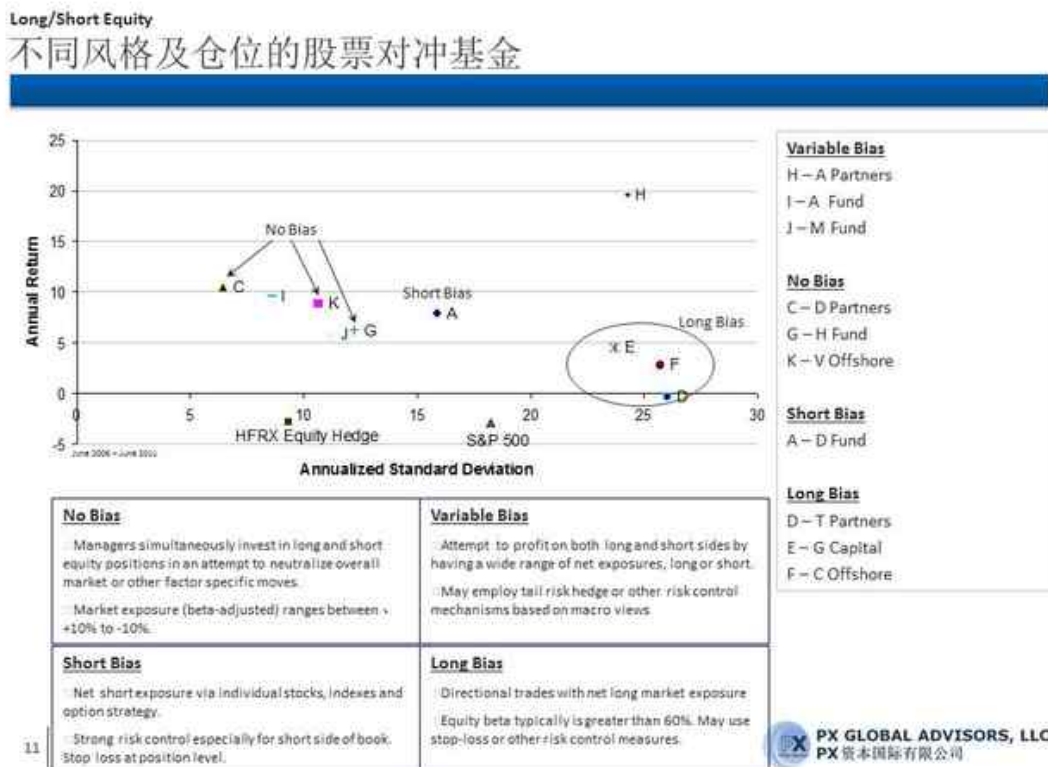


图 4 不同风格及仓位的股票对冲基金

资料来源：PX 资本国际有限公司

4. 事件驱动策略

(一) 回顾

2013 年事件驱动（股票）策略表现较好，为所有策略中业绩最好的，总体回报约 15%左右，也是该策略自 2008 年金融危机后表现最好的一年。特殊情况（Special Situations）和并购案（M&A）在全球范围内保持强劲势头，特别是欧、美和跨境案例。TMT（Telecommunication, Media, Technology）公布的交易数和总额最大，共 775 个交易、总值约 3,000 亿美元。其次为房地产业，REITs 并购频繁，且单个交易额较大。交易的溢价（Premiums）从 5%到 70%不等。高溢价和并购完成率是保证该策略业绩的两大支柱。

(二) 展望

2014 年仍看好事件驱动策略，特殊情况和并购投资机会不应比

2013 年少。另一方面，欧美整体宏观经济状况的改善、公司充足的现金、信贷由紧缩到逐渐放松、信心随股市上涨等因素，都会对该策略有正面帮助。TMT、医保、能源和房地产应有较好的投资机会。如果有任何不同的话，2014 年的事件驱动机会将更加个性化，更注重基本层面，宏观 Beta 将退居二线。这会导致回报来自于不同的行业、特殊事件和个案特质，受大盘起伏的影响相对减少。

事件驱动是一个 Beta 值较高的策略：首先，由于通常要买进被并购公司股票、同时卖空兼并公司（Acquirer）股票，如并购不成功会导致两边都出现亏损；其次，流动性和市场情绪（Sentiment）是更重要的原因；一旦流动性消失，即使在没有杠杆的条件下损失也会被放大。2008 年就是这样的情形，那时候策略收益率掉 30%到 50%已算是较好的情况。所以运用该策略投资，必须要注重投资周期。基于目前信贷周期处于“恢复”（Recovery）阶段，该策略仍有一、两年的投资机会。该策略约占我们 2014 年总体配置的 20%。请见图 5。

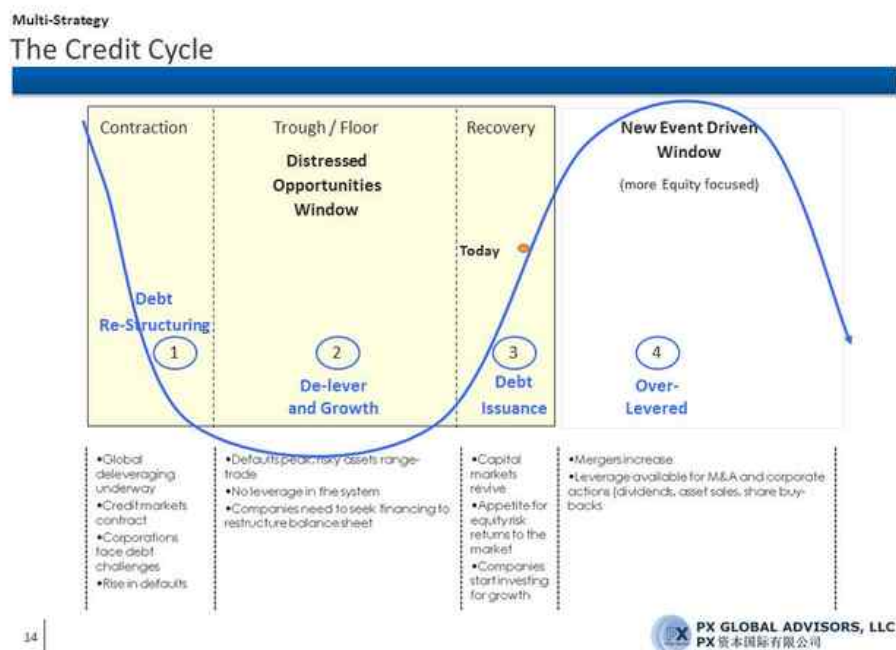


图 5 信贷周期图

资料来源：PX 资本国际有限公司

5、债券策略

（一）回顾

2013 年债券（信用，Credit 或 Structured Credit）投资总体平淡无奇，没有太多惊险，平均回报率为 10%-12%。虽然利率处于上升阶段，但信用利差（Credit Spreads）继续缩小，从 2008 年底的 1800bps 到 2011 年底的 800bps、再到 2013 年底的 400bps 多点，大的下降趋势一直持续。违约率（Default Rates）徘徊在 2%、及投资者对稳定收益（Yield，5%-6%左右）的热衷，是信用利差一降再降的主因。

（二）展望

比起金融危机前利差的历史最低点 270bps(2007 年五月)，信用债券似仍有 5%的年回报潜力（无杠杆）；债券价格恐难再有上涨空间，回报潜力主要来自于 Coupon。美国结构信贷（Structured Credits）在 2013 年回报率达到 10%至 15%后，仍可望于 2014 年获得 6%到 8%的回报率，而欧洲的 MBS，CMBS，CLOs 可望达到 10%或稍高点的回报率。正如 2005 和 2006 年的类似情形，看似难以持续的低信用利差往往会坚持一段时间。一旦收购人在 LBO（杠杆收购）中大肆发行垃圾债、同时违约率攀升时，可考虑像 2007 和 2008 年一样做空公司债和结构债。

如图 5 所示，投资债券尤其不良资产（Distressed Assets）时要注意信贷周期变化。现信贷周期仍处于“恢复”阶段（国内可能早了半个或一个周期），该策略在总体上可占 20%的配置。

6、总结

若投资集中在单边股票和地产上，资产组合将具有很大的股市 Beta 系数，会在“熊市”或股票抛售事件中带来严重风险。一个具有流动性的多策略对冲组合能降低系统风险带来的损失，降低投资尾部极端风险，并减少投资收益对大盘股市的依赖。我们预计 2014 年策略

总体回报约为 9%到 10%。请见表 3。

表 3 2014 对冲基金策略业绩展望

2014 对冲基金策略业绩展望		
对冲策略	期望	配置
全球宏观/CTA	3.00%	15.00%
长/短仓股票	10.00%	40.00%
事件驱动型	15.00%	20.00%
债券 (Credit)	10.00%	20.00%
其他	6.00%	5.00%
总体	9.75%	100.00%

资料来源：PX 资本国际有限公司

Q2: 请问对现在资产配置里比较流行的 **risk parity** 策略（即虽投资资产不同,但在总风险预算中、各资产风险均等的策略)怎么看?

A2: 这是个很好的问题。一个是主动型的,对大的趋势有自己的看法,主动在不同时间里加、减不同资产仓位;另一个 (**risk parity**) 则是被动型的。这是两种不同的风格,在不同市场表现也会很不一样。

第 11 辑

(2014.1.28)

量化交易

【主讲嘉宾】

巴曙松教授（北京大学汇丰金融研究院执行院长）

一、量化投资的历史

第一支现代意义上的股票在 1606 年由荷兰的东印度公司发行。在这之后的 400 多年间，有各种各样的交易流派出现，但是现代意义下的量化交易却是在 1980 年代初才兴起，迄今也不过只有 30 余年的历史。什么是量化投资？一般说来，量化投资指的是用数学模型选取并交易有价证券。这些数学模型往往基于经济学理论或者市场观测到的规律，经历长时间历史数据的检验，编制成程序交由电脑交易。过程中几乎没有人为干预。

著名的量化基金有：James Simons（西蒙斯）1982 年创立文艺复兴科技公司（Renaissance Technology）。David Shaw，对冲基金 D.E. Shaw 的创始人，1986 年加入摩根斯坦利的 APT 量化交易组。这个组利用一种叫配对交易（pairs trading）的量化策略在当年赚了四千万美元。1989 年图灵奖的主办单位计算机协会(ACM)下属的知识发现和数据挖掘小组(SIGKDD) 举办了第一届数据挖掘的学术年会，出版了专门期刊。1988 年以来，西蒙斯掌管的大奖章（Medallion）对冲基金年均回报率高达 34%，这个数字较索罗斯等投资大师同期的年均回

报率要高出 10 个百分点，较同期标准普尔 500 指数的年均回报率则高出 20 多个百分点，而且稳定性更佳；从 2002 年底至 2005 年底，规模为 50 亿美元的大奖章基金已经为投资者支付了 60 多亿美元的回报。更难得的是这个回报率是在扣除了 5% 的资产管理费和 44% 的投资收益分成以后得出的。

二、量化投资出现的主要原因

量化交易的出现离不开如下几个主要原因：现代金融理论的发展，计算机技术的普及和发展，以及交易成本的下降。而这些变化大部分都发生在最近 30 年内。

1、现代金融理论的发展

传统资产定价的理论框架回顾：

传统资产定价主要基于现金流贴现法。企业的整体价值等于其股票和债券的价值之和。股票的价值等于其未来所有现金流的折现值，债券的价值则等于利息与到期本金的折现价值。以股息贴现模型（DDM）为例，计算一个公司股价，我们需要预测该公司将来派发的一系列股息，然后估算每年的折现率，把未来股息贴现成现值，最后把净现值的全相加起来。这个方法听起来很简单，但实际操作起来相当复杂而且带有主观性。分析师预测一个季度的股息都经常搞错，准确预测将来所有股息更是难上加难。预测未来折现率也有同样的问题。现代金融理论则另辟蹊径。1960 年代，威廉·夏普、林特纳等提出的 CAPM 定价模型，对资本市场均衡状态下的资产风险与预期收益率的关系给出了精确定义。根据 CAPM 模型，一个股票的预期收益率取决于它和市场的相关性(beta)和无风险利率（risk-free rate）。投资者不用复杂的现金流预测就能估算股票的价值。马克维茨（Harry Markowitz）在 50 年代创造性地提出了用均值方差最优化的数学方法

来选择最优投资组合。这个最优组合不再完全取决于一个股票的预期收益率，而且还和其风险，与其它股票的相关性，以及投资者对风险的喜好程度密切相关。夏普和马克维茨因此研究同获 1990 年诺贝尔经济学奖。

现代金融理论对传统理论的主要推动作用包括：

a. CAPM 等金融定价模型可以很快给成百上千股票估算预期收益率，而传统办法更费时费力；当然，传统方法准确度一般而言比较高。

b. 现代金融理论更强调风险对收益率的影响。最优投资组合往往投资于大量股票以降低组合风险，而传统投资往往只集中于几个或几十个预期回报率最高的股票，组合波动率往往更高。我们可以举个简单例子看看风险对收益率的影响。假设有两个投资策略，策略 A 一天赚 10% 下一天赔 5%，策略 B 一天赚 6% 下一天赔 1%。这两个策略赔和赚的概率都是 50%，而且每天平均收益率都是 2.5%，但是 B 的波动率要小得多。投资 200 天之后策略 A 复合收益率为 81.6，策略 B 的收益率为 124.2，比 A 高 50+%。

c. 跳过了复杂易错的现金流预测模型。传统投资模型试图用严密的数学理论给资产定价，却忽视了现金流折现模型中每个参数的估计都具有很大的随机性。参数估计一点小小的变化往往对最后的估值产生巨大的影响。两千年前的毕达哥拉斯曾经说过，上帝用数学法则创造了世界。现代科学的发展却越来越发现其实完全确定的事物只是世界的一小部分。也许更精确的说法是：上帝用概率法则创造了世界，尤其是对于与人类行为有关的事物。

当然，这并不是说现代金融理论就一定强于传统理论。传统投资因为对个股分析更为透彻因此投资命中率 hit rate 更高。基于 CAPM 等数学模型赚钱的方式不同。量化交易往往在短期内作出大量的交易。

每一个交易的亏赢率虽然小于传统投资模型，但数千次交易之后，只要盈利交易多于亏损交易，总体交易结果就是盈利的。

2、计算机技术的发展。

1976年，史蒂夫·乔布斯和斯蒂夫·沃兹尼亚克创办苹果计算机公司，并推出其 Apple I 计算机。1982年，微计算机开始普及，大量进入学校和家庭。在过去的半个世纪里，计算机基本按照英特尔(Intel)的创始人之一戈登·摩尔提出摩尔定律飞速发展：计算机硬件的处理速度和存储能力，每一到两年提升一倍。

计算机技术的发展极大地推动了社会各方各面的飞速进步。在政治筹款和竞选上，美国 2008 年的大选被称为是一场数据的较量。奥巴马的竞选团队使用了大数据对不同选民采取了不同的竞选和筹款宣传 (microtargeting)；在商业上，商家利用顾客的电子消费记录预测客户的需求。以沃尔玛为例，它每小时要处理 100 多万笔电子交易记录，可谓每分每秒都在源源不断地生产数据。在体育方面，数据分析也越来越成为教练挑选和训练队员的有力工具。电影《Moneyball》描述的就是一家小型棒球队如何通过数据分析挑选物美价廉的球员，最后获得史无前例的联盟连胜纪录的故事。量化交易不过是在这个大环境之下计算机技术对投资和交易的推动而已。对奥巴马竞选过程中使用大数据有兴趣的可以查阅这篇文章：
<http://www.technologyreview.com/featuredstory/509026/how-obamas-team-used-big-data-to-rally-voters/>

有一个叫 Theo Epstein 的耶鲁毕业生，出生名门，祖父是电影《卡萨布兰卡》的剧作家。他对用统计模型研究棒球痴迷。Theo 后来在 2002 年成为波士顿红袜队的教练，年仅 28 岁，创下美国职棒联盟历史。并在两年后带领球队夺下联盟冠军。波士顿在等待八十六年后再度夺冠。

3、交易费用的下降。

日本今年一月份再次调低了 bid-ask spread。

三、量化交易的引入对于中国的影响

从国外的经验来看，量化交易是市场流动性的主要提供者之一。在许多交易所一小部分高频量化基金的交易量能达到总交易量的 30-40%。高频交易主要提供短期流动性，中长期的流动性往往也由交易频率较慢的量化基金提供。量化交易通常一次性交易成百上千股票，所以单个股票的走势对其影响不大。因此量化基金一般不会卷入内幕交易的丑闻。在许多 multi-strategy（多策略）对冲基金里，量化经理是合规部门（compliance）最放心的部门。

对中国投资者来说，量化基金给那些没有个人背景但是有数学头脑的投资者一个成功的机会，也许也是政府帮助人民实现中国梦的一条道路。

四、串场游戏及解读

1、游戏规则：

请从 0 到 100 之间任意选取一个整数，不要告诉别人，私信给游戏组织者，胜者将是最接近平均数的三分之二的那位。

2、游戏解读：

这是芝加哥大学经济学教授 Richard Thaler 在《金融时报》上提出的一个游戏。参加者需付 10 美元参加，优胜者将获得两张免费的伦敦到纽约的往返机票。最后统计下来最多的答案是 33，当其他人都随机选择时这是正确答案。次多的答案是 22，这是当你多想一步得到的答案。最后他得到的平均数是 18.9。如果这是博弈论的一道考试题，那么它其实是有“标准”答案的。如果所有人都足够“理性”，他们应该都选 0，因为 0 的 2/3 仍然是 0，当所有人都选择 0 的时候没有任何

一个人可以通过改变自己的选择而获利。这也是所谓的纳什均衡点。在这个完美世界里所有人都能获得免费机票。不过在现实生活中你确定所有人都那么理性吗？即使你知道这个答案，玩这个游戏时你真的敢选 0 吗？

3、游戏带来的思考：

第一个思考是，是不是所有问题都是有标准答案的？市场上到底有没有放之四海皆准的真理？常有人觉得自己的分析万无一失，可是市场走势就是完全相反。这种情况下，你是相信市场呢，还是相信自己的分析？

第二个思考是，每个人的选择会对结果产生影响，所以结果往往是不确定的。假如这个游戏只有两个参与者 A 和 B。已知 A 选的是 50，B 的最佳选择真的是 33 吗？算一下， $(50+33)/2 \sim 42$ ， $42 \times 2/3 = 28$ 。当 B 选择 33 的时候，精确的答案已经被其选择影响缩小到了 28。假设有 N 个人玩这个游戏，每个人都是博弈论专家，也都知道其他人是博弈论专家。有没有办法，任何办法，能让某些人击败其它竞争者？也就是说有没有比纳什均衡点更“优”的解？如果有两人串通好，一人报 100，另一人报 $100/N \times 2/3$ ，N 是总共参与人数，这两人就会击败所有其他对策论专家。

第三个思考是，在没有任何监管的情况下，资本市场将充斥内幕交易者和做局者，最终把大部分循规蹈矩的投资者吓跑。

问答环节：

Q1: 我们在做本地化的过程中发现很多因子确实对过年这个市场无效或效果不大，而美国不敏感的因子在这里效果很好，尤其是一些情绪化指标，国内市场有效性真的不高，以散户为主，这些因子表现的非常好。

A1: 每个市场都有自己的特色。中国市场参与者和海外不一样，

所以交易策略的确不能照搬

Q2: 对中国发展量化投资有什么建议?

A2: 也许从降低交易成本, 允许做空着手。市场中性的量化基金每买 1 块钱就必须卖 1 块钱。卖空成本太高不利于量化发展。在极端市场情况下政府可以禁止卖空, 这在美国欧洲澳大利亚等国近年来都发生过。正常市场情况下允许卖空可以防止某些公司股票形成泡沫, 对保护投资者长远看来是有利的。中国股市波动率太大, 量化基金发展起来应该可以帮助市场更平稳发展。几年前曾问过 James Simons 一个问题, 如果世界上没有文艺复兴公司, 股市和现在有什么不同? 回答说股市波动率会更大。量化基金是股市一个重要的平稳器。

Q3: 对其他 assetclass 量化的前景怎么看。比如 fx, commod, ust.

A3: 这些 asset 很早就开始量化了, 一般称为 CTA。CTA 2008 年左右很红火, 最近几年有些回调。CTA 在国内受阻的原因在于交易成本。

Q4: 中国这么高的资金成本, 应该不利于量化的发展吧?

A4: 对于某些投资者而言高昂的资金成本可能让他们选择做其他投资, 但是也有些投资者资金成本低, 比方说保险基金。量化基金稳定的回报率对他们有吸引力。

第 12 辑

(2014.2.7)

从微信红包崛起看互联网金融创新与发展

【主持】

巴曙松教授（北京大学汇丰金融研究院执行院长）

【主讲嘉宾】

L 先生为参与微信红包设计人员，应其要求，隐去姓名。

一、微信红包的设计过程

由于微信红包带动，截止 1 月 29 日 10 点，腾讯股价从 28 日开盘\$490.8 港元上涨至\$525 港元，累计涨幅 6.9%，市值一天增加 640 亿，达到 9770 亿，离 1 万亿港元一步之遥，收盘价\$532 港元。微信红包是由财付通团队创意并设计，而不是微信团队。其实 2013 年财付通就做了红包，只不过不是在微信，而是在 QQ。其实红包不是什么新创意，腾讯每年都有派红包的习惯，pony 发红包的场景非常壮观。所以我们一直想做红包的产品。2014 年财付通最大指标就是拉动微信支付，所以微信红包最主要的目标就是拉动微信支付的用户数。微信红包是基于 AA 收款的应用场景，类似转账业务。目标我们当时希望拉动 100W 用户，当时已经觉得是奢望了，没想到最终效果会这么好。

二、微信红包的成功原因

首先它很方便。用户只需进入“新年红包”公众号，选择发几个红包、发放的金额，写好祝福语，通过微信支付，红包就包完了。接下来发红包时可以发到群里，也可以单独发给某个好友。当对方打开红包后，只需要关联微信的银行卡，领到的红包就会在一个工作日之后自动转账。用户感受到的方便不仅体现在操作的步骤简化，还需要极强的产品团队深入拿捏用户心理。例如，目前微信群中发红包最具趣味性的关键点是“抢”，“抢”本身会带来微信群的瞬间活跃并激发传播欲望。

微信红包的第二个亮点在于游戏性。微信红包已经超出了红包的概念，它更像是一个社交游戏。传统意义上的红包，怎么也得几百块钱，都是极为亲密的亲友之间的行为。这一特性甚至也延续在此前单纯支付工具的红包产品中，拿 2013 年春节通过财付通发放的红包来说，单笔红包平均金额也有 250 元。微信红包则完全不同。如果发放时用户就知道肯定会拿到多少红包，除了感谢很难有更多兴奋。微信红包的做法一个是让大家“抢”，另外则采用了随机算法。抢到红包的人红包中的金额有多有少、拉开档次，会让每一次红包的发放都能有炫耀、有懊恼、有话题，才会激发用户主动的分享和传播。

除了方便和游戏性，红包能够在微信平台上引爆还有一个最重要的原因就是社交化。虚拟红包的玩法并非微信首创，支付宝上就早已有之，但是微信具备一个难以复制的先天优势——强大的社交关系链，这是其他产品多大规模的装机量都无法取代的。例如，支付宝也是移动端，发红包体验也还算便捷，却没有能如微信红包这样引爆。除了产品的细节，根本还是社交关系链的高下：比较一下你在支付宝里有几个好友，在微信里有多少好友，以及打开微信与打开支付宝钱包的频率就很清楚了。这种社交性使得人人都是主动传播者，你的每一次打开或发微信红包都使它传播到更多人，让微信红包更火，也让微信

的活跃度持续升温。

三、微信 O2O 与淘宝模式的对比分析

（一）、微信是以小时甚至是分钟为使用频度的移动应用，而淘宝是以天甚至是周为使用频度的应用。高频度的应用自然会把用户需求象海绵吸水一样吸干，淘宝被截流。为什么能实现如此高频度？一是 mobile，一是 social。

（二）、微信背后电商的生态基础是人流和资讯流，在此基础上实现商品流，但淘宝、天猫的生态基础是商品流，在此基础上实现人流。商品为中心的时代，将过渡到以人为中心的时代。换句话说，淘宝和天猫是以货架为主导的集市生态，微信公众号是以粉丝经营为主导的品牌专营店。

（三）、淘宝是一家平台独大、绑定所有商家进来建店，由 PC 互联网而生，微信是线上、线下商家各自建店但通过公众号向用户定向服务，由移动互联网而生。

（四）、淘宝和天猫的主要收入是广告，由此导致大部分小商家没有机会见到用户；微信不会依赖广告，而最可能按成交量收费。

（五）、上淘宝购物的用户属于淘宝，不属于商家，上微信购物的用户属于商家。商家在淘宝争取新用户和陌生用户，一次性的，商家在微信维系老用户，永久性的。淘宝对于商家而言是在线地产，微信对于商家而言是 CRM。

（六）、支付宝是支付工具，而微信支付只是以微信为基础，为支付提供应用场景的生态体系和底层架构。微信可以搭载各种支付工具，包括支付宝。支付宝是封闭体系，微信支付是开放体系。支付宝的理财产品是动用支付宝里的钱，微信支付的对应产品很可能是直接链接到第三方帐户。

四、会议讨论

Q1: 如果派出去的红包别人没有提现，这钱去哪儿了

A1: 会一直保留直到提现

Q2: 此次红包热潮，贵司最后拉动多少人？

A2: 腾讯官方数据已经公布，500W 用户

Q3: 微信支付的安全问题，建议不赋予手机最高权限，否则手机一丢太被动。目前支付宝的支付密码如果忘记后可以通过手机获取。如果微信被盗，与之绑定的银行卡被盗刷怎么办？

A3: 安全是个很重要的话题，很多人因为安全问题不用微信支付和支付宝。微信支付在这方面下了很大功夫。首先内部风控对业务有一票否决权，即风控不同意，很多创新业务都不能上。另外腾讯也建立的很强大的风控系统。腾讯的安全平台部门专门针对微信支付进行系统攻击，检测其是否存在漏洞。从业务角度，支付公司的安全策略与银行不同。不是完全杜绝风险，而是只要风险在可控范围就可以。并承担这部分风险。而且为微信支付上保险，打出你敢付我敢赔的宣传，希望打消用户的顾虑。建立风险准备金，确实给发生风险的用户赔付。微信被盗，手机丢失，确实存在资金丢失的风险，但金额有限，财付通可以负责赔付。目前微信支付被盗的情况还没发生过，有用户被儿子把手机拿去消费了 3000 多买游戏。用户是有过失的，但财付通也全额赔付了。如果用户投诉到银行，银行要求支付公司不问原因，先行赔付。否则断银行支付接口。

Q4: 很多海外用户无法使用，目前微信有 Google 作为合作伙伴，境外付款模式准备用什么 另外对于来自 Line 和其他收费 app 的竞争，如何设计“新情境产品”争夺海外非华人市场

A4: 海外支付确实很头疼，需要找合作伙伴，类似 google。海外

有国际部负责定制，功能与国内的微信区别不大，未来会向国内一样，先从娱乐领域突破

Q5: 微信红包业务中，银行通道支持多少？

A5: 目前 4 大行和主要商业银行都差不多了，就差交行。和支付宝差别不大。微信红包仅支持借记卡，主要大银行都支持

Q6: 支付宝拥有淘宝强大的购物群体做支撑，这些客户遍布全国各个阶层，各种年龄段，客户用户购物的支付行为反复发生，因此支付宝的客户具有十分强的活跃度和忠诚度。相比而言，微信支付目前在用户活跃度和对用户粘性上尚有不足。微信红包具有十分强的时效性，主要为客户的短期行为。而使用“嘀嘀打车”用微信支付付车费的客户覆盖面又不够宽广，主要集中在大城市。腾讯拍拍网当前的使用用户数与淘宝相比也相差甚远。请问微信支付将如何增加用户活跃度和对用户的粘性？是否有与当当网、京东网等购物网站合作的计划？

A6: 微信支付的定位是基础平台，支付宝是阿里的移动端入口，定位不同。支付宝的活跃度要和微信来比较。微信红包仅是一个支付场景，目前其他场景已经陆续上线，而且微信支付会作为公众号平台的标准功能，所有商户都可以申请，场景会爆发式增长的。微信支付已经接入的当当、京东。大家可以上网看一下。在当当的 APP，是排在第一位的支付方式。

Q7: 有些人红包领完，不想关联银行卡，也就是钱一直在帐上，这个资金量有多少？有人做过统计吗？

A7: 目前没有统计，后续会提示用户提现。

Q8: 一个针对跨平台问题，手机端 windows phone 的更新速度和版本功能着实让人疑惑微信是否放弃这部分用户

A8: 对微信来讲开发工作量并不大，所以我认为不会放弃这部分用户

Q9: 1、相比支付宝在 pc 端的强势，移动客户为主的微信支付在产品接入，设计上将如何发力？如何和基金券商渠道合作？2、后续会重点在哪些应用拓展？未来还有哪些应用来吸引客户和账户？下一个准备制造何种精彩？

A9: 我们认为未来就是移动互联网的市场，腾讯所有业务未来都会向移动端发力。目前与基金渠道商是开发合作的态度，理财通本来计划上线 4 家基金，但由于进度问题，目前只上线一家。微信支付希望在 O2O 领域创新，例如滴滴打车、海底捞、友宝等。大家可以体验一下。其实微信拉动最大的是移动游戏。微信支付仅是基础平台，为了实现资金闭环，后续微信推出的应用场景会很多

Q10: 对于信用风险，像“伪陈光标”抢红包类的事件如何归类 and 防范

A10: 微信红包从设计到上线的时间很短，肯定有很多不完善的地方，春节很多人加班完善产品，还请谅解。已经发现通过微信红包营销的，会封公众号。对于个人的行为，目前还没具体措施。

Q11: 对于 O2O 应用领域的消费者教育，准备有多少亿补贴？例如和另一个打车 app 支付端的大战

A11: 线下教育用户确实是一个漫长的过程，但市场空间巨大，所以腾讯、阿里都不惜巨大投入去做。大家竞争联手给用户让利是好事，共同把用户习惯培养起来。对于腾讯系来说更重要和擅长的是传统行业移动端应用/支付以及移动娱乐。而互联网金融的概念体现在与各大传统金融行业联手设计产品。

Q12: 微信红包在微信的主界面，直接就可以在我的银行卡里面显示和操作，包括理财通，没有一个单独的登陆界面再次把关风险，这虽然方便了使用，但增加了一定的风险，或者说别人看到自己微信财务状况的可能性，请问这点是如何考虑的？以后是否会增加一个单

独的登陆界面以防范此类问题？也就是便利性和风险控制的平衡问题。（相比之下，从用户的淘宝界面进入支付宝，还是需要登陆一个新的 APP，相对隔离）

A12：目前的产品可以这样理解。微信是个平台和流量入口，未来基于微信的创新和应用场景会是重点。首先，支付宝 APP 也不用登录密码、只需要支付密码就可以操作，这点上和微信支付的安全级别是相同的。另外，微信支付与支付宝最大的区别就是没有资金账户，而是直接操作银行卡。微信支付就像个钱包，而不是个账户，也就是做微信支付也可以加入支付宝账户，就像一张银行卡。用户使用更便捷，和银行的关系是上下游关系，而不是竞争关系。

Q13：请问刘总是在财付通团队么，和银行业务在这一进一出中的盈利模型是什么

A13：目前微信支付本身不考虑盈利问题，仅是作为基础平台，但微信其他业务赚钱，例如游戏

Q14：微信海外用户目前已超过 1 亿，海外经营环境和国内有很大不同，除了微信的基本通信功能外，对于海外营利性业务是如何考虑的？赢利模式和国内业务有何不同？

A14：海外这块是由国际部负责，我真的不熟，见谅。但腾讯的思路就是努力提升用户量，做好用户服务，然后再想赚钱的事情。目前腾讯资金状况很好，而且国际化产品一直是小马哥的一个梦想。微信支付也是一样，就是努力提升绑卡量。支付发展用户更难，毕竟涉及资金安全问题

Q15：所以在争人的流量入口现在是商务和钱的流量入口。**Person/Business/Cash**。那对于客户端到商务端定制商品/服务的市场和前景，腾讯的态度和策略是怎样的

A15：微信是个平台，先做好用户端，然后做好商户服务。这方

面还有很多工作要做，距离阿里差距很大。但一旦功能完善，并且可以帮助商户引流量，威力巨大。这也正是阿里害怕的地方

Q16: 和商户合作方向是对的。但对合作方的选择有哪些要求？

A16: 微信更多是通过公众号为商户提供服务，类似于在微信上开店。目前是个开发平台，所有合法商户都可以申请。微信支付目前审核非常严格，金融类业务还没有开放。开发平台=开放平台

Q17: 在微信支付中，腾讯是怎么收费呢？

A17: 用户使用微信支付免费，商户接入微信收一定手续费，不同行业费率不同。

第 13 辑

(2014.2.7)

资产管理机构的国际化：路径、经验与借鉴

【主持】

巴曙松教授（北京大学汇丰金融研究院执行院长）

【主讲嘉宾】

宁波永赢基金管理公司总经理宋宜农先生共同召集。参加聚会人员还包括：蒋晓炜（Clinton Group）、Bill Liu（Fund of Hedge Fund）、龚卿礼（朗瑞资本）、Guang Yang（花旗银行）、丁大庆（Solar Wind）、陈龙清（中国人民保险集团）、王嵩（JP Morgan CIB）、宿大庆（前Bloomberg）、Dave Yan（Credit Suisse）、初放（Rosen Partners）、Ming Yan（Karya Capital）。

随着经济全球化的发展，人民币国际化不断推进，中国国内投资者投资海外市场的需求也在增加，资产管理机构的国际化渐渐成为趋势。国际化是一个多维的概念，包含了经济、金融、文化、产业、经济周期、乃至人口结构等多个因素。国际化也是一个历史的、渐进推进的过程，中国资产管理行业目前的国际化程度和发达国家比，还处于一个较初级的起步阶段。在资产管理机构国际化的过程中，要选好地点、方式、产品，看到中外投资环境、理念、技术、文化的差异，吸收国际化的人才，做好风险管理工作。

一、国际化的切入点选择不应该局限在美国，欧洲、中国香港和新加坡等也可以作为重点考虑对象

从资本的流动性来讲，美国市场流动性很足。但国际化不等于美国化，其他市场的机会也有很多。例如，欧洲市场也有很好的投资机会。欧洲资产管理的历史要早于美国，且发展规模也很大，如卢森堡和伦敦是世界最大的 **mutual fund** 中心。根据预测，2014 年欧洲股票市场的收益也会好于美国。此外，欧洲资本市场的法律法规都比美国要宽松很多。除了欧洲以外，香港作为中国金融市场国际化的“桥头堡”，新加坡作为亚洲 **private banking** 的集中地，也可以作为考虑对象。

二、资产管理机构国际化的方式是多样化的

资产管理机构国际化可以通过兼并或收购海外的公司来实现，例如李泽楷于 2009 年买入美国国际集团（AIG）的机构性资产管理项目，2013 年以 165.86 亿港元收购荷兰 ING 香港、澳门及泰国的保险业务。但是，需要提醒的是，这种机构的国际化其实是非常困难的，在过去的那么多年，很多机构在想办法“走出去”，实际上真正“走出去”的寥寥无几，其中的难点是收购之后的整合能力。

在这种形势下，资产管理机构可以从产品国际化的角度有所突破。中国国内的资产管理机构可以到海外开创平台，将国外的产品引进回国，也可以将国内管理的资金拿出来一小部分，投资到海外市场进行“试水”。

随着人民币国际化的不断推进，国内投资海外市场的需求在上升，政策上也会有所放宽。即使在现有的制度下，中国的资产管理机构仍然能有所作为。例如目前中国国内的几家资产管理公司正在考虑在美国路演销售中国的 ETF 基金，获得的美元收入在香港兑换成人民币，

再以 RQFII 的渠道进入中国市场。

三、资产管理机构国际化的产品可以多样

目前中国国内资产管理以债券、股票为主，而海外投资的产品范围会广泛一些，但是优质的资产依然不多，需要仔细评估。例如纽约市的房地产项目广受关注，但是实际上在纽约曼哈顿岛上，好的项目大多被几大家族垄断，且以犹太人为主，只有一些不适合做长期投资的资产才会卖出来。在这种情况下，资产管理机构在国际化过程中可以放宽投资范围，比如房地产和艺术品就可以作为不错的备选。欧洲的艺术品投资发展非常快，规模很大，例如英国的苏斯比拍卖行和投资银行、大型资产管理公司都有很多合作。放宽投资的视野可能会看到更多的投资机会。此外，中国国内资产管理公司也可以从私人银行角度提供一些增值服务，开发一些与子女教育、投资移民等相关的产品。

四、资产管理机构的国际化需要强调沟通和交流

从日本、印度等国的国际化进程看，政治、法律、媒体、金融、地产等都程度不同地是相关的。反观犹太人在美国多个领域都占有统治地位，印度裔也在慢慢崛起，这些都源于他们善于整合人际资源，促进金融和商业的合作。例如印度人在美国创办了非盈利组织美国印度基金会（AIF），刚起步时规模很小，经营困难，但他们通过利用人际资源，请来了克林顿做名誉主席，和花旗合作，还得到了来自麦肯锡的免费咨询服务，现在规模越来越大，在促进印度公司的国际化方面发挥了十分积极的作用。

五、人才是资产管理机构国际化的关键

中国资产管理机构“走出去”，国外资产管理机构“走进来”，关键的因素都是人才。中国和海外的差异比较大，必须有了解当地市

市场环境、文化、投资理念的人才，才能更好的进行投资分析和资产配置。从不同国家资产管理机构的国际化经验看，在人才市场上，应当相信市场是有效的，国际化的人才在市场上是有一个公允价格的，资产管理机构要算“大帐”，不要算“小账”，有足够的魄力和能力去支付这个价格，才能吸引到优秀的人才。奖励机制正确了，才能提高投资的回报水平，以及总体的投资能力。

六、环境、技术和理念差异是资产管理机构国际化的重要障碍

首先，海外市场和中国国内的文化、法律等环境不同，金融市场的参与者、交易规则都有很大差异。中国国内资产管理机构应该认识到这些差异，做好准备。无论是中国已有的一些金融机构的国际化实践，还是日本等金融机构的国际化实践看，部分位于国内市场的金融机构总部往往不了解这些差异，但是依然习惯性地过多指挥和干预海外分部的具体运营，脱离当地市场的实际，往往导致错误的决策。其次，应当承认，当前中国国内金融市场还没有海外市场成熟，有些产品或者技术在海外成熟市场已经广泛采用，但在中国国内还无用武之地。如成熟市场采用的 tracking error、VaR、monte carlo 等工具，在中国国内使用的还很少，一方面因为中国金融市场资产类别太少，另一方面也因为中国市场发展历史较短，历史数据不够。再次，中外投资理念的差异也很大。例如，一个年化收益率 7%的量化理财产品，相比海外的收益率已经非常高，但和中国国内银行发行的理财产品的收益率仍然无法相提并论。如果在实行国际化战略之前能够认识到这些差异，多做准备，可以起到事半功半的效果。

七、资产管理机构在国际化过程中应该将风险管理放在第一位

从国际金融市场的实践看，在历次金融危机中都有很多资产管理公司破产，因此，风险管理对于资产管理机构的存在和发展都非常关

键。风险管理机构的注意力不应该过分聚焦到收益率上，而应该着眼在风险管理。只有控制了风险才能进行更好的进行资产配置，风险管理和资产配置制度建立好了 80%的资产管理工作也就完成了。进行风险管理仅仅靠拍脑袋是不行的，量化模型是风险管理的重要工具，它可以测度哪里有风险，风险有多大。在不同的经济状态下要采用不同的量化模型来管理风险。没有模型是完美的，我们可以多采用一些动态模型，因为从回撤的角度上来看，动态模型抵御风险能力比静态模型要高 100%。

风险管理系统是风险管理的重要工具。如果资产管理机构管理的产品大多是 OTC 的产品，可以自己开发风险管理系统。如果资产管理机构管理的产品以交易所产品为主，则可以从第三方购买或租赁风险管理系统。此外，如果做很多种类的资产配置，应该尽量选用一个涵盖多种资产类别的集成风控系统，然后做个性化的开发。因为前台的交易员、基金经理对风险报告的要求，与中后台的要求可能不同，所以需要个性化的系统开发。

以 **Black Rock** 为例来说明风险管理的重要性。**Black Rock** 在 1985 年成立的时候，管理的资产仅是现在的千分之一，员工 200 多人，起步非常艰难。创办者 **Larry Fink** 是卖方出来的，他知道买方没有自己的模型以及风险管理系统，一直被卖方牵着鼻子走。所以 **Larry Fink** 决心一定要建立自己的风险管理系统。很快一个从前台到后台的“一条龙”风险管理系统建立起来，一个交易被输入系统以后，所有的风险都能快速计算出来。每次风险管理系统出现漏洞和问题的時候，研发团队还都会加强和升级系统。最后，**Black Rock** 的风险管理团队独立出来，成立了单独的部门——**Black Rock Solution**，不仅对内部做风险控制，还给其他机构如 **Freddie Mac** 做风险管理。该系统的设计对其收购其他金融机构提供了巨大的信息和风险控制优势，很多其服务

的客户后来也成为了其收购的对象。

八、中国国内资产管理机构国际化要做高频交易仍然面临很大的困难

国内资产管理机构做高频交易面临两大困难。第一是交易系统的限制以及交易技术本身比较落后。例如，中国国内高频交易目前一秒钟处理的交易数量因为种种限制还在几十笔到几百笔，而美国能达到三十万笔。技术上差别很大，还需要一段时间的追赶。第二是对技术的重视程度不够。中国国内更多的把高频交易理解成数学模型，但是如果数学模型无法通过技术模型实现，也不会对高频交易提供实质性的帮助，数学模型反而成为了“空中阁楼”。中国国内资产管理机构要参加高频交易的竞争，还需要在技术方面做长远规划。首先要在技术方面对人力和机器多投入，很多机器设备的价格昂贵，企业如果决定做高频交易，就应该敢于投入。其次要提高对技术开发质量的要求，Knights Capital 的最昂贵错误就是一个典型案例。

九、国际化投资中应该避免 Dumb Money, 避免非理性因素的干扰

所谓 Dumb Money，中文可以理解为“傻钱”，即投资决策不是基于经济、金融分析做出的，而是来自不同层级的领导“拍脑袋”，或者其他非理性因素。这种 Dumb Money 投资很可能带来低收益甚至投资的失败，很多机构投资者都会犯这种错误。例如，日本企业当年投资美国的房地产市场，许多项目往往并不是出于经济目的。

第 14 辑

(2014.2.11)

美国信贷资产证券化市场的历史及对中国的借鉴

【主持】

巴曙松教授（北京大学汇丰金融研究院执行院长）

【主讲嘉宾】

颜勇，金融博士，美国注册金融分析师，本科毕业于上海复旦大学世界经济系，博士毕业于美国阿拉巴马大学。二零一三年十一月离开瑞士信贷前曾担任该银行董事，主管瑞信全球信贷抵押债务结构性产品的研发业务。颜博士有十五年华尔街工作经验，涉足在资产证券化，金融衍生品，房地产，商业地产，公司债等多个领域，为遍布全球的大机构投资者及私人银行等提供投资策略和支持。在二零零四年加入瑞信之前，颜博士还在美林证券等三家投行或银行工作。颜博士现正筹建自己的投资基金，主要投资于信贷抵押证券化产品及美国房地产等另类投资。颜博士经常作为演讲嘉宾出席业界峰会，并多次受美国内外金融媒体采访。颜博士的研究报告受到全球金融机构及投资者欢迎，是华尔街在该领域历时最久的系列报告。颜博士还屡次在金融学术刊物发表有关结构性产品，信用衍生品，及利率模型方面的论文。颜博士同时还担任全球华人金融协会主席，该组织有近三千名会员遍布全球十多个城市。另外，颜博士还是美国华侨公会纽约威郡分会的董事会成员，致力于为在美华人争取应有的利益和权力。

一、美国信贷资产证券化市场结构和不同参与主体扮演的角色、

利益与风险

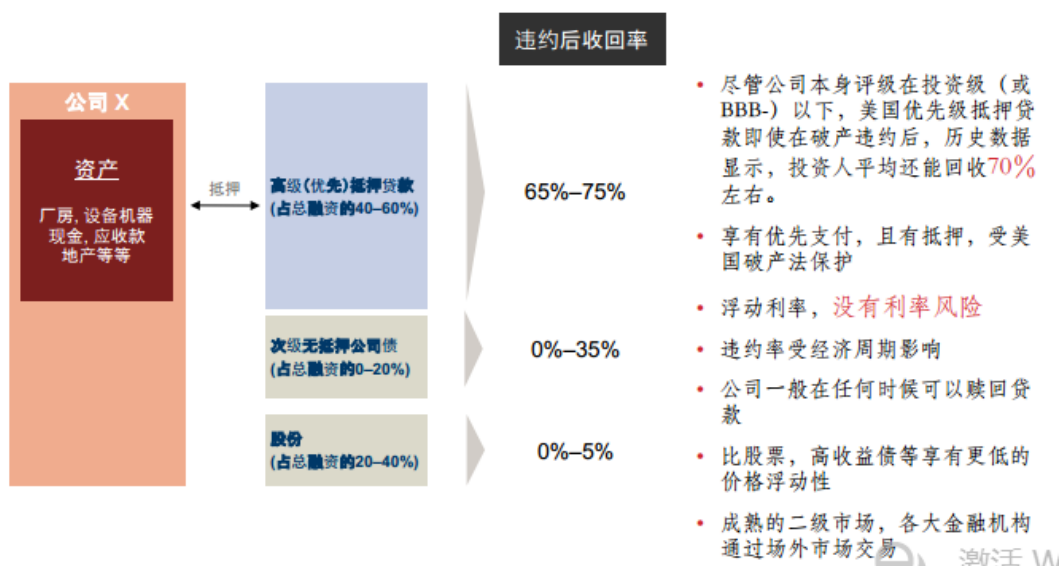
首先理清一个概念，今天本人所讲的资产证券化中资产池包含的主要资产是指公司贷款。在美国整个资产证券化市场中有不同的分类法，其中从资产证券化发行的目的来考虑，一个是为了缓解资本压力，另一个是从融资的角度节省成本，因为某些机构本身的评级不是很高，那么它用发债来融资要比资产证券化的成本更高。第三个是为了加杠杆，比如说商业地产资产证券化，投资人通过买劣后资产达到融资和加杠杆的目的。第四个是通过 CLO 这类产品实现套利，即资产所产生的现金流与融资成本之间的差别加上杠杆达到盈利模式，这是本人今天要讲的一个重点。

CLO 可分为两种：1、静止(static)CLO(也叫 balance sheet CLO)，贷款原来就在银行的资产负债表上，通过证券化的形式出表；

2、Managed CLO，有一个资产管理人来对 CLO 的结构进行设计并完成销售。另外本人想给大家一个直观的概念，美国债券市场整个规模大约 40 万亿美元，其中 CLO 有 3000 多亿美元，所以从美国债券市场来看 CLO 是相对比较小的一個市场。

1、美国优先级公司抵押贷款的特点：

美国优先级公司抵押贷款的特点



CLO 基础资产主要是指优先级抵押贷款（Senior secured loan）。从一个公司的资产负债表来说，如果清盘的话所能够收回来的钱要先还这部分贷款，所以它很重要的一个特性，即使违约以后，统计显示投资人仍能够收回 70% 的投资。同时，这类贷款有抵押，享受美国破产法保护。另一个这类贷款非常好的特性是以 LIBOR 为基准加上一个 Spread 溢价的浮动利率的，利率风险很低或者说没有利率风险。还有一个很重要的因素，美国有一个很发达的二级市场，这类发达的二级市场对 CLO 这种证券化产品是非常重要的。美国优先级抵押贷款二级市场的现状是什么样子呢？举例来看，美国有专门提供贷款（loan）市价公司，据统计他们每天提供 1600 个公司的报价，包括 3100 个贷款的报价，每天共能处理约 6500 个报价，美国年平均交易量为 4000 亿美元，整个美国公司贷款总存量是 6500 亿左右。这些公司贷款的评级一般是 BBB- 以下，通常是非投资级别或者说垃圾级别，这些贷款的期限一般是 5-7 年，借款公司可以选择提前还清，绝大部分 loan 一般来讲在到期前的一到两年会被以新债换旧债（re-finance）。

美国高收益公司贷款和公司债的发行（亿美元）

美国高收益公司债和贷款市场在经过08—09次贷和经济危机后，已全面恢复

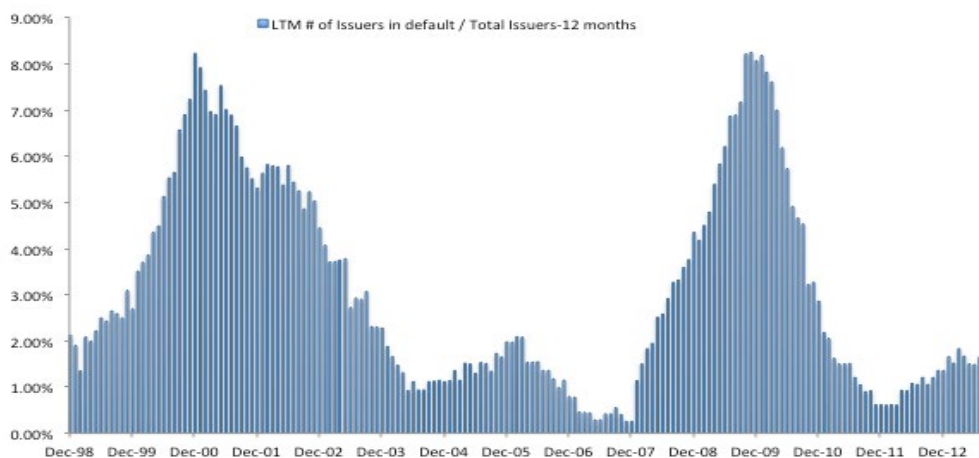


来源: S&P/LCD

激活

上图显示美国公司债 (Bond) 的具体发行量，近两年美国高收益债已经全面亏损。

美国优先级公司抵押贷款违约率



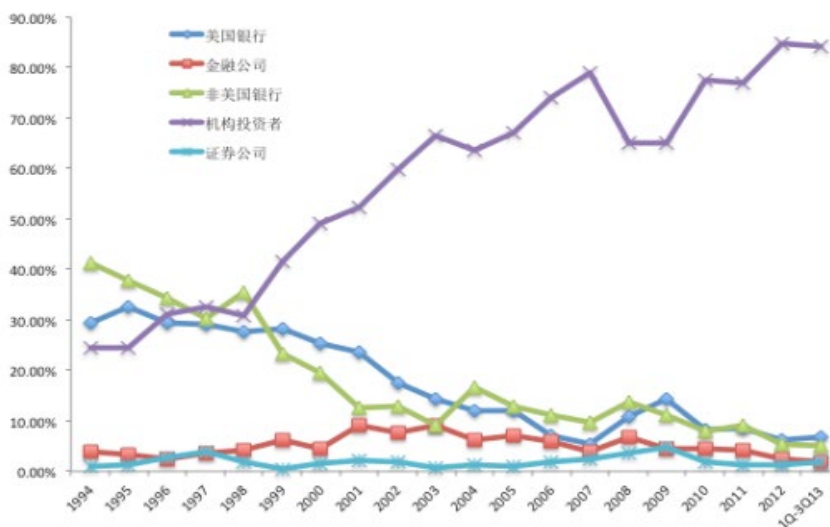
Source: S&P/LCD

激活
转刊

上图显示美国公司贷款违约率与经济增长息息相关。

2、美国优先级公司抵押贷款的投资人结构

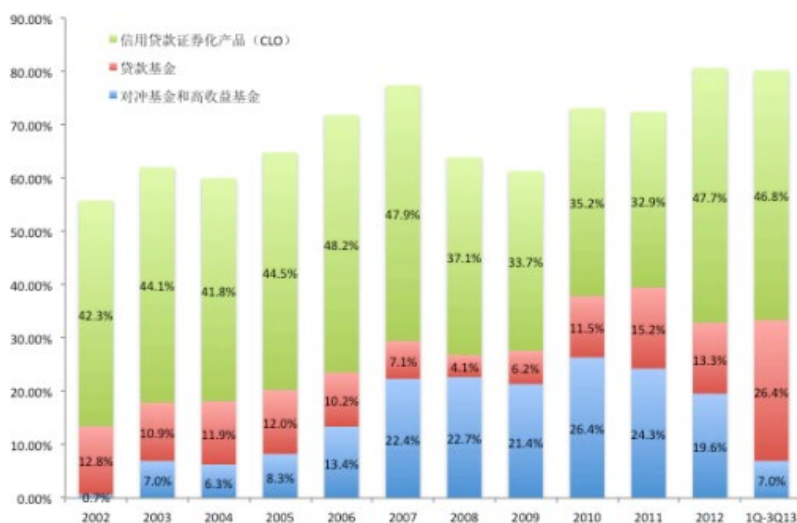
美国优先级公司抵押贷款的投资人组成结构



来源: S&P/LCD

历史上 CLO 产品出现之前，银行贷款就是自己拿在手上。后来银行发现很多投资者对这些贷款资产有很强需求，银行不需要将这些贷款放在自己的资产负债表上，银行只需要充当通道角色。从上图可以看出，2000 年以后，实际上机构投资者已经完全取代了银行成为了贷款的实际持有人。

美国优先级公司抵押贷款的机构投资者组成结构

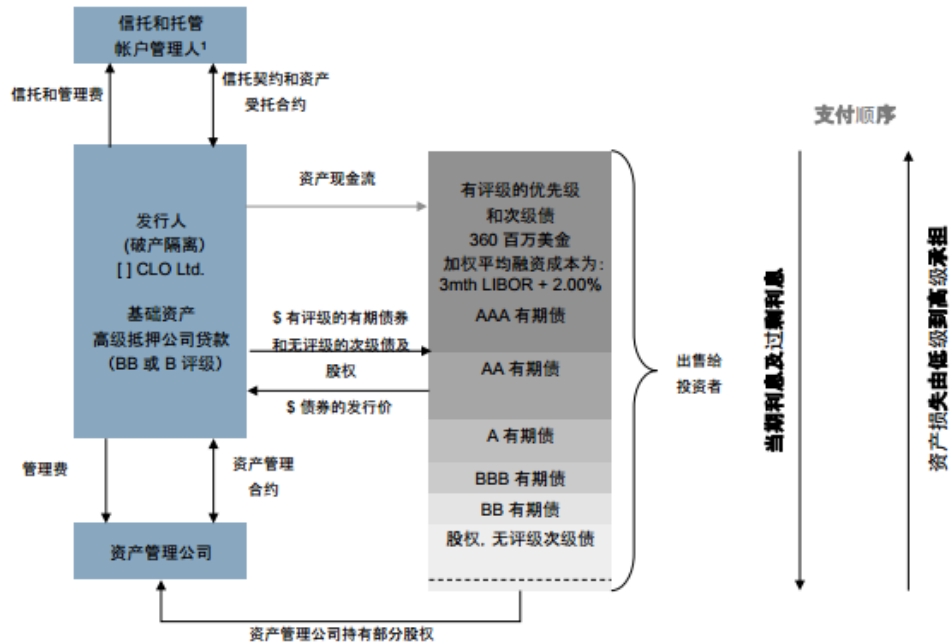


机构投资者持有的最主要的是 CLO 产品。实际上后来银行主要通过

银团做贷款，这些贷款就被机构投资者买去，直接放在 CLO 产品当中去了。

3、CLO 的产品结构

信贷资产证券化产品（CLO）基本原理



CLO 发行人：首先要实现破产隔离，建立一个 SPV，SPV 在不同的产品中有不同的做法，对 CLO 来说是建立一个有限责任公司，一般来说要实现两级转化，1、建立 SPV；2、放到信托中去。通过这种安排实现破产隔离。这里的信托与通常中国国内的概念有所不同，中国国内的信托实际上是一种特殊金融牌照。随后把 loan 放在一个池子中，池子中一般有 200-300 个 loan，每一个借款人不会超过 2%，每一个池子风险非常分散的组合，会横跨所有产业 (Industry)，每一个产业不会超过 10% 的比重。然后，以发行人名义发行债，评级会从 AAA 一直到股权（没有评级），CLO 产品对于股权投资人来说实际上是套利，在资产产生现金流与负债综合的融资成本之间赚取差价，当然他所承受的风险也是最大的，有一个瀑布 (waterfall) 一样的现金流偿付顺序。资产利息如果是 LIBOR+4.25%，整个融资成本如果

是 LIBOR+2%，去掉其他成本与管理费后大约是 1.7%，再加上杠杆后可算出在没有违约的情况下投资人每年可获得 17% 的回报。另一个 CLO 所独具的特征是它有一个资产管理人 (manager)，一个 Managed CLO 产品可以想象成一个对冲基金的结构。

CLO 股权投资套利方式¹

CLO 的“资产负债表”	
资产	负债
动态管理的优先级 公司抵押贷款 USD 400 百万 平均利息 3月 LIBOR + 4.25%	优先, 次优, 和列后级债券 USD 360 百万 总体融资成本 3月 LIBOR + 2.00%
	股权“剩余溢价” USD 40 百万 预期收益 IRR (除去违约损失) 14-17%

一个简单例子:

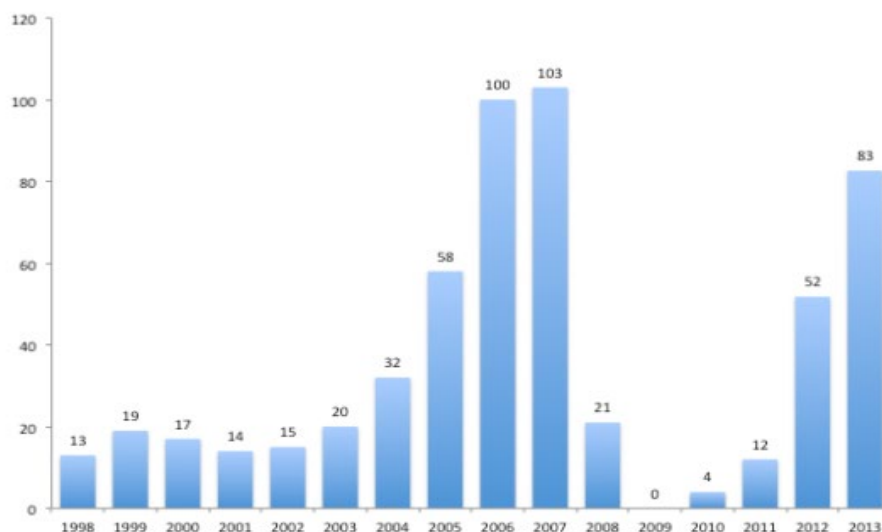
资产利息 - 融资成本 - 管理费 - 运营费 = 股权剩余溢价

$L+4.25\% - (L+2.00\%) - 0.50\% - 0.05\% = 1.70\%$

总溢价每年 1.70% 乘以 \$400mm, 也就是每年股权投资人可收到 \$6.8mm, 或每年 17% 的回报(假设没有违约)

上图是一个简单的例子介绍 CLO 股权投资的套利方式。考虑到违约，股权投资者一般能拿到 13-14% 的收益。

美国信贷资产证券化 (CLO) 发行量



上图介绍 CLO 产品的发行量，2006-2007 达到顶峰，2008 年次贷危

机以后市场处在接近关闭的状态，近两年随着美国经济的恢复 CLO 市场的恢复非常强劲，尤其是与一些次贷产品相比。

4、CLO 投资人结构

CLO 的投资人结构

- 优先级 (AAA)
 - 美国商业银行，譬如摩根大通，富国银行等等
 - 外国银行，尤其以日本银行为主
 - 养老金，譬如美国加州养老金(Calpers)，加拿大国家养老金 (CPP) 等等
 - 基金公司
- 次优级 (AA) 和列后级 (A/BBB/BB)
 - 保险公司，包括台湾，韩国等外国保险公司
 - 共同基金，包括世界上最大的基金公司黑岩(BlackRock)
 - 信用对冲基金
- 最低级 (股权级，equity)
 - 保险公司
 - 资产管理公司，包括私募管理公司如黑石，KKR，凯雷等等，包括第三方管理的CLO
 - 对冲基金/CLO 股权基金
 - 商业发展公司 (Business Development Company, BDC)，上市公司，投资公司
 - 另类投资产品的投资人，包括私人银行的高端客户
 - 养老金，教育基金等

优先级贷款投资人：主要包括美国商业银行；外国银行，尤其是日本银行。日本银行为什么会买 CLO？从回报来看 AAA 级 CLO 的总回报在 2%，因为日本银行的总融资成本非常低，所以他还有钱可赚，而且这种产品非常保险。2013 年第四季度，35%的 AAA 级 CLO 卖给了日本银行，日本农业银行这几年一共买了约 150 个亿 AAA 级 CLO。另外，2013 年第四季度 30%的 AAA 级 CLO 卖给了保险公司，保险公司也是很大的买家。从近两年的情况来看，20%卖给外国银行，10%卖给保险公司。美国银行从 2013 年下半年开始买 CLO 的力度下降，这是由于 FBI 新出了法规，美国银行买 CLO 的好处降低。剩下也有一些养老金、基金公司也会购买 AAA 级 CLO。

AA 与劣后级 CLO 保险公司买的更多，它的风险承受能力更大，尤其是中国台湾和韩国的保险公司风险承担能力更高，中国台湾一般买 BBB，韩国的风险承受能力更强，甚至会买 BB 级产品。也有一些

卖给美国的共同基金，例如黑石公司。

股权级 CLO 一般除了保险公司会买，资产管理公司也会买，在新的监管协议多德-弗兰克法案下有风险留存的要求，在 CLO 中 manager 要拿 5% 的风险留存，有些作为私募基金公司分支的管理公司也会买第三方管理公司的 CLO，一般会买 51%，要完全控制整个结构。还有对冲基金或专门投资 CLO 股权的基金，另外还有最近几年比较流行的 BDC（Business Development Company），是一种上市公司，也会买相当数量的 CLO。此外还有私人银行的高端客户，他们的风险承受能力较强，这些产品的回报比较好，股权级 CLO 在这些客户群众卖的也很好。

5、资产管理公司的角色

CLO 资产管理公司

- **大型资产管理公司，隶属于私募基金**
 - KKR, 黑石 (Blackstone), 凯雷 (Carlyle), CVC, 等等
 - 过去三年中兼并收购了许多中小型资产管理公司
 - 享有规模经济效益，有强大的平台支持
- **独立的大中型资产管理公司**
 - 黑岩 (BlackRock), Babson, Sankaty, Eaton Vance, Invesco, 等等.
 - 一般除了管理 CLO 外，也管理另外的基金投资于高收益公司贷款
- **证券公司/投行旗下的资产管理公司**
 - 譬如瑞士信贷资产管理公司 (CSAM)
 - CSAM 是业界历史表现最好的 CLO 管理公司之一
- **小型资产管理公司**
 - 随着市场的复苏，今年来涌现除不少新的小型 CLO 管理公司
 - 尽管公司规模小，但其基金经理一般都是从大公司出来的资深经理
 - 资产管理关键还是“以人为本”
 - 在管理费和其他方面可能比大公司优惠

CLO 的资产管理公司承担了风险留存的角色，银行在这个过程中只是起到了通道的角色，真正决定了 CLO 结构是由资产管理公司决定的。资产管理公司可分类为：

1、比较大型的资产管理公司，隶属于私募基金，由于很多贷款用来做杠杆收购的，而杠杆收购是私募基金比较擅长的，所以对于他

们来说有一个私募基金来管理 CLO 是水到渠成的。过去几年中，很多小的管理公司支撑不下去。

2、独立的大型资产公司，例如黑石公司，他们一般来讲不是仅仅管理 CLO，对他们来讲，不同的业务之间是有协同的经济效益的。

3、挂在投行下面的管理公司，资本上不如前两种公司强，风险留存对他们会难度较大。

4、小型 CLO 管理公司，从盈利模式上讲 CLO 管理公司很不错，管理费较低，但是新的法规下风险留存会是小型公司面临的问题。

后两个 PPT 是讲 CLO 是很不错的投资选择。本人想强调的是，CLO 之所以能够快速恢复，尽管有次贷危机带来的经济萧条，但是这种产品从债到股的表现都很好。

二、对中国金融市场的启示与借鉴

1、美国次贷危机提供的教训：

1) 次贷危机的过度杠杆和过度证券化，CLO 是一级证券化，次贷危机中 CDO，MBS 等产品是两级或三级证券化，杠杆是显著放大的。

2) SIV 产品是用短期融资支撑长期资产，类似这种产品在危机中显然是撑不住的，CLO 下面的 loan 一般在到期前会被 re-finance 掉，所以还不错。

3) 基础资产的风险控制，CLO 下面的可回收率比较高，尽管次贷危机时也有杠杆较高，总体来讲没有出现房屋贷款零首付等杠杆无限放大的情况。这是 CLO 这种产品今天能够恢复的根本原因。

2、中美资产证券化市场的区别与中国发展资产证券化市场的建议

1) 中国银行业非标业务是银行将信贷资产通过信托等渠道转化

为非标资产，从表内到表外的过程，与美国资产证券化的区别：（1）非标产品的风险在于没有达到真正的破产隔离，银行还存在刚性兑付的问题，如果能够真正达到破产隔离，这个风险就不会存在。（2）整个贷款过程中，风险控制比较差，新的法规下如果能做到风险留存这个问题可以解决。（3）期限错配的问题，CLO 产品会很好。

2) 美国 CLO 市场有一个健全透明的二级市场，中国还有一段很长的路要走，如果中国致力于发展健全的高收益债二级市场，长远来说非常有益。信托公司这类机构可以在这个过程中担当一个重要的角色。中国正在推信托型的 ABN 产品等，这些产品可帮助实现真正的破产隔离，增加评级和透明度，是很有意义的。

3) 中国比较重视银行信贷资产的存量盘活，其中存在一个问题：银行拿什么样的资产来做证券化，挑好的还是坏的，涉及到信息披露的问题。

4) 美国 CLO 市场有一个很成熟的机构投资者群体，中国应该在资产证券化市场中培养一个成熟的机构投资者群体，例如养老金，保险公司等。

5) 结合人民币国际化，吸引外国投资，中国 AAA 产品的回报可能会比美国的同类产品好很多，但是资金流动上有问题就很难吸引他们来投资。

3、总结：从美国资产证券化 CLO 市场来看，公司信贷市场与债券市场紧密相连，开放性、流动性、交易性对其整个市场的完善是非常重要的。美国所谓的投资级别以下的公司对美国整个经济创造了大部分的就业，CLO 市场对这些公司的融资起到了很大的作用，也就是说 CLO 市场对促进美国经济增长起到了重要作用，中国应该也发展类似 CLO 这种信贷资产证券化市场。

三、问答环节

Q1: 中国机构投资者的培养需要哪些过程？美国金融市场机构投资人的成长与成熟对中国有何借鉴价值？

A1: 一个是监管上的，一个是税法上的，做一些促进作用。保险公司完全可以从监管层面鼓励投资一些资产证券化产品，是很好的投资选择。从市场建立的完整性与深度角度加强，包括二级市场建设。另外，信用债产品破产法律层面需加强，如果法律的清晰度不够会导致投资者有顾虑。整体来看，从大的环境上监管层面采取鼓励的政策，从评级到法律等方面都要加强。

Q2: 在非投资级别贷款中大致有多大比例被做成 CLO 了？商业银行持有 CLO 的资本风险权重大约多少？

A2: CLO 在吸收非投资级公司贷款过程中有很大作用，有差不多一半的此类贷款被吸收为 CLO。风险权重取决于 CLO 的级别，商业银行一般买 AAA 级的，20%，算下来也就说 1.6% 的样子。

Q3: 从你自己目前的思考和调研来看，在金融领域创业，哪些领域是你比较看好的？哪些是希望与国内的金融机构合作的？

A3: 比较看好海外资本管理，中国财富到海外投资的趋势；还有一个是中国的资产证券化市场，从规模来看与美国差距很大，恰好说明未来的机会是非常多的，中国国内银行的出表需求是非常大的，各种金融机构都在看资产证券化市场的未来发展，虽然在监管与政策层面上有一些束缚，但是前景是很好的。如果能有机会与中国的机构在资产证券化市场的问题上多交流本人认为是很有益的。

Q4: 颜勇博士还担任全美华人金融协会的主席，也是他所在社区的中文学校的校长，是否可以顺便谈谈华人在美国的发展，群中有不少高管的孩子在美国学习，本人估计多数是与金融相关的行业。

A4: 本人现在正在担任全美华人金融协会的主席，协会目前有二十年的历史，有超过 3000 名会员，与国内的大部分大的金融机构都

有交流往来，有很多金融机构长期以来都很支持我们，我们可以为国内的金融机构提供全方位地服务，大家可以为中美金融交流做出贡献。从教育来看，中国学生到美国求学的越来越多，客观来讲美国金融市场决定了其就业并不是很好，就业形势并不乐观，尤其是在金融领域。但是从长远的了解国际市场角度出发，出国求学对于小孩是很有益的事。我们金融协会的宗旨之一就是帮助年轻的金融业下一代发展，例如定期组织活动从写简历到找工作对中国学生提供全方位的帮助。

第 15 辑

(2014.2.11)

中国房地产业海外投资与房地产企业的融资方案

【主持】

巴曙松教授（北京大学汇丰金融研究院执行院长）

【主讲嘉宾】

莱茵置业总经理陶椿共同召集。参加讨论发言的参会人员包括：张民耕、龙歆（盛世神州房地产基金）、颜勇（TCFA 主席）、Guang Yang（花旗银行）、仰文奎（大纽约地区清华校友会会长、房地产协会会长）、芮嗣文 Peter Reisman（C-Bridge Capital Partners）、朱青（大纽约地区清华校友会秘书长/房地产中介）、陈龙清（中国人民保险公司纽约代表处首席代表）、John Liang (Xinyuan Real Estate Co.,Ltd.)、初放（Rosen Partners 私募基金及地产投资）、张克（AFS 主席/德意志银行）、Vivien Chen（北大校友会/Keller Williams）、Alex Huang（H&H Capital Advisor）、Jack Yao（Realmart Realty）、任建民（人民日报）等。

一、当前中国地产行业面临转型压力

2014 年中国的房地产行业正呈现明显的调整趋势，房地产市场也出现了明显的分化，同时一些新的发展趋势值得关注。其中一个趋势是，部分房地产投资的需求开始转移到海外市场，其中既有企业层

面试水性质的投资，也有个人投资者基于资产配置目的等的投资。在海外房地产市场，通常可以看到，华人占比比较高的城市，房价也较高。

对于中小民营地产企业而言，当前中国房地产市场环境还呈现新的特点。第一个特点是具有政策、土地和金融等资源优势的大型企业优势明显。房地产最大的资源依赖一是土地资源，二是金融资源。这两点上中小民企均没有优势。即便是在中国内地市场上上市的民营房地产公司融资难度也很大。此外，购地方面，大型企业、特别是一些央企地产和地方政府有谈判能力，有博弈空间。而中小民企议价能力有限，只能通过招拍挂的形式参与土地购买。第二个特点是跨界的发展和转型。地产和金融的跨界合作是趋势之一。单一的以房产开发销售为主的企业竞争能力已经明显呈现出不足趋势。现有的跨界探索开始出现一些新的趋势，比如在社区里面配置和养老结合的护理中心，可以在一定程度上盘活商业地产。

二、中国房地产企业试水海外市场的历史背景

从时间维度看，中国国内房企转战海外基本上始于 2004 年。至 2013 年底，约有 20 家国内知名房企进驻海外房地产市场，足迹遍及欧美、亚洲、澳洲等多个国家或地区。总交易金额方面，以绿地为首，它在 2013 年主要海外投资项目涵盖澳洲、西班牙、美国、泰国，金额交易破 600 亿人民币。在试水海外市场方面，采取收购方式还是置地开发方式，不同房地产公司有不同策略和目的。例如复星收购的摩根大通总部即为地标建筑，既能迅速增加企业在海外的知名度，又能作为企业海外扩张时的办公场所，其下一步如何整合管理提升大家都很关注。试水海外投资的房地产企业，以大中型综合类民企为主；试水海外房地产投资的地域，以英美澳等发达国家居多；在具体的项目

规模大小方面，金额很多逾亿美元左右。

三、美国房地产市场环境分析

从宏观层面来讲，基于发展阶段的差异，美国的房地产行业不像中国的房地产行业那样占经济结构的比重这么大。美国的经济中消费对经济增长的贡献较高，房地产占私人部门的比重不到 10%。目前一些机构对美国的经济比较看好，房地产市场也是比较被投资者看好的。新任的美国联储耶伦主席首次国会听证会市场效果看来不错。利率波动是美国房地产企业最大的风险之一，耶伦说应该不会再短期内让利率上升，除非有很明显的就业改善，美联储才会提高利率。然而从另一个角度讲，美国房地产市场总体上还需要相当长的时间才能恢复到金融危机前的水平。房地产市场出现的问题主要在抵押贷款的市场上，发放数量减少，对信用评级低的借款人获得贷款的能力比较差。现在不少机构预计，随着美国经济和房地产市场的复苏，美国的银行对抵押贷款的质量和信心也会逐步增强，业务上也会扩张。然而需要注意的是，抵押贷款复苏不是一蹴而就的。很多因素短期内能否得到解决，目前还不明朗，对此要有客观的把握。

四、地产企业海外投资的资产标的

中国国内房地产投资人在海外市场的投资具有很典型的新钱特征：投资标的要看得见摸得着，投资耐心也较低，要求两三年就见效；同时抗风险的能力也比较低，因此偏好现金流非常好、非常稳定的房地产项目。但是，值得提醒的是，因为海外成熟市场的房地产市场与中国国内的房地产行业有很大的差异，因此中国国内的房地产投资者选择出海投资的标的时，投资收益的期望值要根据海外市场的实际状况进行调整，海外的地产市场和中国国内市场的回报是不同的。从历史数据看，中长期来看，海外地产投资，年均 7-8% 的回报就是不错

的收益水平了，中国过去几年房地产市场的持续大幅上扬也不是可以一直持续下去的，也只能说是一段时期内的运行特征。

在出海资产标的的选择上，美国房地产公司的一些经验值得借鉴。第一种方式是抄底，在过去几年，一些大的房地产领域的 PE 在房价下跌较多的美国西南部和南部一些大州大量收购 **single family**，统一管理，争取打包销售，或者上市。举个例子，有一个纽约的地产投资公司和犹太投资者合作开发的项目，当时预计收益 18%，后来因为西南部和南部地区的房地产恢复很快，实际收益是远大于 18% 的。第二方式是改造销售。中国国内的企业在美国可以考虑改造销售的方式，买现成的楼做开发。因为开发新的项目比较少，难度也比较大，可能因为对市场环境的不了解，往往因为工会、环境等中国国内市场上不同的影响因素就导致项目推进迟缓。有些公司把酒店、写字楼改装成高档的住宅，但不是所有的酒店和写字楼都适合改造销售，要考虑地理位置等因素。纽约的高档住宅市场这几年很兴盛，需要关注其中可能也开始出现泡沫的风险。

在地点的选择上，投资者也可以考虑欧洲的房地产市场。伦敦房产市场的回报率从历史数据看总体上是好于纽约的，这是因为其融资成本低、需求量大，购买限制较少，法律税收政策环境自由。选择市场不仅考虑中国的购买者，还要考虑国际化的买家，包括本地人和其他国际化买家。再谈纽约，在现有的市场容量下，实际上曼哈顿能买卖的楼就几十栋，还垄断在几大家族手里，主要由犹太人控制。而曼哈顿新建的成本又太高。但从区域看，不少机构认为纽约皇后区的长岛城会有比较大的成长空间，花旗有一栋新的办公楼就在那里。此外，美国其他一些城市也值得关注，例如华盛顿，地价房价比较低，值得关注。

此外，部分参会的专业人士也谈到了商业地产。美国商业地产的

收益率总体上都超过了不少其他资产。商业房地产和住宅房地产的区别主要是：第一、交易金额，交易门槛比较高，一般人很难涉及。第二、投资过程更加复杂，需要专业的团队管理，需要职业经理人管理，不然买进来，管不好。第三、财务杠杆的推拉非常重要，而且效果非常明显，必须使用专业化的技巧来运用。第四、交易速度非常快，有一个 deal，接近 6 个亿的评估资产，实际成交金额 4 个亿，3 个月 deal close。第五、发售方式不同，交易项目源不是公开发售的。商业房地产的平均周期是 8 到 10 年，从交易量，规模，空置率等各种数据可以看出，纽约以及美国的商业房地产行业其实已经在恢复了。

中国国内地产商当前更多的是地产的开发商。然而在美国，一级开发的变数较多，风险较大。这其中要特别警惕美国的工会力量。大型地产项目的开发不可避免地会遇到工会的介入。目前美国工会对工人的过度保护会使得施工效率和成本大大增加。总而言之，寻求当地各行业内的专家，接当地房地产市场的地气是中国出海房企成功的关键因素之一。绿地在 Brooklyn 的项目如果不能与当地的市场有效结合，可能变数就会很多，弄不好就会对投资带来损失。

最后，投资者可以考虑另类投资。第一可以控制好比较好的房地产相关领域的上市公司，这些上市公司能够有一些好的项目。第二可以投资比较好的私募基金。争取能够在其中有一些决策的影响力。

五、地产企业海外投资的通常操作方式

首先，房地产行业是非常区域化的行业，因此接地气很重要。经过 Broker 的项目信息透明，一般都不是吸引人的好项目。好的项目大都是 off market deal。在大纽约地区，这些项目大都掌控在犹太人和熟悉当地市场的机构手中。要得到这些好项目需要很强的地方关系，而且这些项目往往在市场上停留时间很短，因此出海的房企需要有地

方的专业团队做尽职调查。下手要快、要准。再举一例，由于 Zoning 的改变，一个原先不好的房地产项目可以变成优质项目。如果你有良好的地方关系和区域市场的把握能力，则有可能提前得知信息，从而能以极低价格入手购得优质的项目。操作方面，出海的中国房企可以通过当地的行家组建一个以当地行业内的专家为成员的专业团队。美国地产开发建筑分工很细，如律师就有分有专注 Zoning, Transactions, Construction 等，显然单一的律师无法有效解决所有问题。因此对于购地开发的房企，需要有优秀的建筑设计师，律师，会计事务师，建筑施工队，销售和地产管理公司等等，要善于与多种优秀的中介机构合作。

有讨论者建议，根据在美国从事房地产开发的实际经验，出海的中国房企，购地开发，一定要找当地的知名度高、开发实力强的地产开发建筑商合作，若能并购一个当地中型的优质地产开发建筑商则更佳。本地合作者通常能发挥他们的关系网来识别市场机遇，与供货商的良好关系能降低项目成本，同时在同样的还款担保下，美国的银行更倾向于一个有高流通资产和净值的美国公司。出海中国的房企上来就想找大的地产开发商如 Silverstein, Related, Extell 等做 GP 共同开发，基本不可能。当然，如果想通过 LP 的方式参与地标性建筑项目，凭此建立房企在海外的知名度，则该当另论。

打入当地房地产市场和经纪圈子，进入当地的主流的政治，金融，法律，媒体教育，医疗等等，对房地产开发和销售运营等来说，都是环环相扣的。有一些公司的经验对中国企业的发展也有借鉴意义。其中一点就是组建本土化的团队。德国有一个 Otto Group，成立了一个在美国专门投资房子产公司的子公司，Paramont，现在管理了 700 亿美元的房地产资产，主要集中在纽约地区，该公司对外宣传的是 16% 收益，实际上的收益远超过 20%。为什么？一个很大的原因就是本土

化。他们公司一共 77 个人，只有两个德国人，一个是秘书，另一个是副总，其他都是当地人。房地产是区域化的市场，因此一定要灵活利用好当地的市场资源。

六、地产企业海外投资的融资渠道

房地产行业的融资非常重要，当前房地产企业在中国国内市场上因为调控等多种原因，资金成本非常高。在美国和欧洲的房地产市场上则不同，对于大的房企在曼哈顿买楼，在海外市场发债，如果企业基本面良好，发行方案得当，融资成本可以控制在 5% 以下，比中国国内市场低很多。万科在旧金山的项目融资方式值得借鉴，拿到了很低的利率，融资成本控制的非常好。对于中小型企业，海外房地产开发的关键之一是通过银行拿到贷款，但一定要找到对的当地企业合作。

随着中国外汇管制的不断放松，以及国家外汇政策开始鼓励企业对外投资以促进外汇运用的多元化，对于房地产企业试水海外投资来说，外汇管制已经不构成硬约束，中国国内地产企业进军海外可以考虑以下融资渠道。首先是信托渠道。现在有信托公司在做相关的项目，但是还是需要申请 QDII 额度。其次是和外资银行在中国的分行合作，存入人民币，内存外贷，在港澳操作非常方便，或者也可以从新加坡提出美元，再投回美国。一些外资银行也渴望扩大人民币的来源，因此对参与此类业务十分积极。随着对外投资的逐步放开，目前在不少地区，数亿美金以下的对外投资项目往往只需备案制即可。同时，在一些改革实验区，例如上海自贸区。只要有实体项目支撑，在自贸区，3 亿美元以下，只要有有效的合同，直接放行，有利于中国企业灵活抓住海外投资的机会。

此外，对于试图进入美国市场的中国房地产企业来说，合理利用美国的 EB-5 法案可以降低地产企业的融资成本。美国国会于 1990 年

设立 EB-5 法案，火热一段时间，后来由于美国移民局收紧移民政策而沉寂相当长的一段时间。EB-5 项目在 2002 年由于移民局调整审理标准而开始复活。EB-5 通过吸收高净值的外国投资者投资美国，以此促进美国经济和增加就业机会，每个外国投资者须创造 10 个全职工作机会。外国投资者必须投资 100 万美金到合格的新项目或商业机会中去。2014 年 2 月 1 日，美国移民局已经批准了 420 个区域中心，但是真正活跃的不到 10%。2002 年，有 142 个外国投资者和亲属拿到了绿卡名额，2007 年有 806 个，2011 年有 3463 个，2012 年有 7611 个，2012 年的其中 80% 的绿卡都发给了中国人。

那么地产开发商如何利用这个法案？可以考虑以下几种方案。首先是和现有区域中心合作。有个叫如 Henry Liberman 的美国人，本来是一个不知名的西雅图移民律师。18 年前成立了 American Life Regional Center，1996 年西雅图成立了区域中心，从最初拥有第一处物业开始，现在已经成为西雅图地区规模最大的地产商。旗下管理了大量的土地和建筑，共有 10 个区域中心，非常活跃，后来转型成为了大型地产开发商。第二种模式是 Extell, Related 的模式，自己建立区域中心。利用 EB-5 法案的资金。据了解，中国国内一家知名公司在美国开发的一个项目，senior loan 5 亿，EB-5 2.5 亿。据了解，一些中国国内知名的开发商在美国所开发的房地产项目，EB-5 也占到了 20% 左右。第三种模式是与基金公司合作，过程比较复杂，需要注意处理与投资人的关系。

七、美国房地产市场的其他合作机会

房地产行业具有很长的价值链，中国的投资者在试水海外市场上，可以从不同环节着手。例如，在美国房地产市场上，地产特殊服务商（special servicers）是专门管理不良的商业地产贷款及其证券化产品

的公司。地产特殊服务商的业务在 2007 年金融危机后有了迅速的扩张。2007 年时贷款发行最高时，分析 **underwriting** 的标准是最低的，次贷危机发生时违约骤增。2007 和 2008 年发行贷款是最高峰时期，达到 5000 亿美元。这些证券到 2017, 2018 年到期，差不多有 50% 的贷款要违约。特殊服务商买到的债券是证券化中最低层次的证券，控制权是属于最低层次的债券。特殊服务商在签订合同时通常要求优先购买权，可以采购一些资产。此外，特殊服务商具有信息优势，可以掌握每个楼的详细的分析资料，因而在采购资产的时候，就可以做更好的投资决策。目前和中国国内企业可以有两种合作方式：第一是地产特殊服务公司，可以提供贷款、资产管理等服务。第二是在债务和股权投资方面都可以有一些合作的机会。

第 16 辑

(2014.2.18)

众筹—互联网思维下中小微企业融资的创新模式

【主持】

巴曙松教授（北京大学汇丰金融研究院执行院长）

【主讲嘉宾】

主讲人李祎，美国特许另类投资分析师。2013年11月开始互联网金融创业前在纽约摩根士丹利投资管理部(Morgan Stanley Investment Management)负责1300亿美元基本面分析驱动的主动型股票基金投资风险和估值，并作为定价委员会成员对推特(Twitter)等高科技成长型股票进行从私募期到上市期的定价。2013年大摩成长型股票基金回报率48%，5年年化收益率27%，被权威评级机构晨星评为年度股票基金之星。此前李祎曾就职于美国保德信投资部(Prudential Financial)、福特基金投资部(The Ford Foundation)、以及联博(Alliance Bernstein)，主要负责股市预测、资产配置及风险管理。赴美前李祎曾在清华大学、中国科学院及NEC研究院进行模式识别方向创新研究工作。李祎热心于公益事业，金融危机期间策划了针对中国16所高校在美留学生的就业指导，曾受邀在哥伦比亚大学中国发展论坛、纽约大学中美投资峰会进行演讲，并在获得美国总统奥巴马赞誉的非盈利组织涨潮资本(Rising Tide Capital)指导创业者完善商业计划书和融资策略。李祎从天津市南开中学理科实验班进入清华大学自动化系本科就读，并先后

获得中国科学院计算所和美国哥伦比亚大学运筹学硕士学位，现任大纽约地区清华校友会副会长、大纽约地区南开校友会副会长。

一、什么是众筹

说到众筹，必然离不开互联网这个概念。广义的众筹指利用互联网和社交网络传播的特性，让中小微企业家、艺术家或个人，对公众展示他们的公司、项目或创意，争取公众的关注与支持，进而获得所需要的资金完成融资目标。众筹翻译自英文 **Crowd funding**, **crowd** 是大众的意思，**funding** 是筹资的意思。

首先列举三个令世人瞩目的，在众筹平台上进行的融资项目。第一个项目是智能手表先驱 **Pebble**，属于可穿戴设备。该项目刚开始是在 **kickstarter**，一个预购式的众筹网站上发布的，在发布期间内成功地募集到了一千万美元的启动资金。另一个项目 **Terrafugia** 在名为 **wefunder** 的众筹网站上发布，这家众筹网站主要针对的是股权式的众筹，这个众筹项目是可以变形成飞机的一个两用型的车，即可以在空中和陆地上来进行转换的交通工具。该项目针对的是合规投资人，也就是要求投资人年收入二十万美元以上、或家庭收入三十万以上、或者净资产（其中不包括房产）达到一百万美元以上，最低可投资的资金是一千美元。目前众筹项目中最热门的一大类就是游戏，游戏 **star citizen** 的筹资在两个网站上同时进行：一个是自己公司的网站上，另一个就是在众筹平台 **kickstarter**。目前该项目已经募集了三千八百万美金，其中在众筹网站 **kickstarter** 上制定的目标是两百万美金，虽已超额预定，但跟该项目总共筹集到的资金相比还有很大的差距。因为通常众筹平台要进行部分佣金费用的收取，因此当一些项目要筹集的资金较大的时候，可能会将一部分需要融资资金放到众筹平台，另一

部分则利用众筹平台的优势和自身的一个宣传效果达到筹资的最终目的，也就是众筹+自筹两种形式的结合。

二、众筹的背景

1、从创业者角度分析

在互联网大的时代背景下，为什么众筹这种模式能够被投资者和创业者所接受？首先创业者在刚开始需要融资时，很自然地会寻求家庭，朋友，还有傻瓜（指不太懂投资，但是急切参与投资的一类人）这三类人的帮助。但是因为家庭朋友人跟创业者的关系较近，当创业者在进行筹资和进行项目展开过程中遇到很多问题时，这一类非专业投资者往往只能同甘不能共苦，这是创业者需要面对的风险。

一般情况下，中小型企业和微型企业会寻求贷款，也就是会寻求银行或者其他针对小型企业的贷款（例如在美国），但是当与银行咨询的时候，整个审核过程相对比较繁琐，另外批复时间也比较长。在2008年至2010年间，美国有超过17万家小型企业倒闭，而另外大多数由于金融危机后信贷紧缩甚至未曾开张。由于次贷危机的影响，在信用基础上进行的贷款——包括抵押和非抵押贷款——整个规模已经缩水不少。所以对于小型企业，这种类型的贷款也不具优势。

对于风投和天使投资而言，它们追求的是一种早期投资的高回报，因此关注的对象一般是高成长型、或者是在传统行业中带有连锁模式的、可以迅速进行链式扩张、能够爆发式增长的投资项目，所以很多项目没有办法在这种逐利的目标下融资。而且对于天使投资来说，由于要充分了解项目，以及自身习惯上的影响，所以一般而言在投资时有地域方面的限制——通常投资人寻求离家近，距离住所方圆100迈之内的项目。而对于风投，高科技、生物科技、TMT行业等类型项目获得的关注相对更多，像艺术类的项目一般很难获得资金，因为风险

很高，同时回报率也非常的不稳定。

2、从投资人角度分析

再看资金链的另一头——投资人。从非合规投资人的角度去看，也就是年收入少于二十万美元、或者家庭收入少于三十万美元、或者非房产的净资产低于一百万美元的投资者，在美国现行法律的规定下是不能够公开进行投资的，只能通过线下私募等方式参与初创企业的融资，而合规投资人本身只占美国 2%的人口。

另一方面，天使投资人进行尽职调查的时候时间开销很大。如果对某个项目感兴趣，首先要看这个项目的商业计划，继而进行项目展示和见团队，然后开展所有相关的尽职调查，直到最后做决定。这需要一个很长的过程，而且最终可能还会选择放弃投资。计算这一年中可以投资的项目再乘以投资项目成功的比例可以发现，这实际上相对而言并不是一种高效的投资方式。

还有一些投资是有地域限制的。在地理条件限制下、在没有互联网加以引导的情况下、没有信息共享的情况下、同时又缺乏内部资源的时候，如果去投资境外的企业，代价和成本相对是比较高的。时间成本、机会成本、以及最后企业的信用风险和成功的整个过程都是难以估计的。目前中国有大量企业进行海外收购并购，如果可以在这些企业成长早期的时候就通过境外投资、通过互联网进行战略布局，那么将是一种值得关注的投资方式。

三、JOBS 法案

1、背景和时间轴

JOBS 法案一共有五项(有另外两项由于不具广泛性在此略过)，我们重点关注第二和第三项，即 Title II 和 Title III。首先阐述 JOBS 法案大的背景和一个时间轴上的过程。在整个金融危机的背景下，小型

公司融资渠道比较窄，而且通过上市等方式获得资金比较困难的情况下，美国为了促进就业、以及增强创新能力，在 2011 年一月份的时候宣布了名为“创业美国”的计划。这个计划的目的是鼓励和帮助小型企业、小型公司成长，创造更多的就业机会，促进创新能力。整个法案推出过程是：2012 年 3 月 8 号众议院通过法案。2012 年 3 月 22 号参议院提出了修改意见，并在 3 月 27 号提交给美国总统，在 2012 年 4 月 5 号的时候美国总统奥巴马签署了法案。

2、Title II——针对合规投资人

法案中与众筹相关的主要有下面几条内容。一条是 Title II，主要针对合规投资人。项目宣传以前只能是私下进行，而现在法案规定，准许对合规投资人进行一般劝诱和广告宣传活动，例如通过互联网、通过广告、社交渠道等进行宣传，可以认为合规投资人是具有风险意识的。Title II 目前已准许通过并处于执行期。

3、Title III——针对非合规投资人

而 Title III 主要针对公众的、小额的非合规投资人。拟定规则在 2013 年 10 月 23 日提出，从提出后到 2014 年二月初，已有一个大概三个月左右的审核期，由美国证券交易委员会（SEC）进行审核，同时收集规则涉及受众包括投资人、创业者等中小微企业家、律师、教授、经济学家、该法案关注者等的反馈意见。目前来看通过时间还会延后，预计在 2014 年的夏季才能修改完善并通过。

在这个拟定规则中，较重要的有三点，第一个是交易金额，第二个是公司披露，第三个涉及到众筹平台。交易金额方面的规定有两个方向：第一是指一个公司在 12 个月内最高只能通过众筹筹资 100 万美元，如果公司风险高的话，该项规定可以避免更大的损失，起到保护投资者的目的，同时也起到促进投资风险分散的效应。第二是从投资者角度来说的，法案规定投资者在 12 个月内，最高将获准投资：

如果年收入和净资产少于 10 万美元，可投 2,000 美元或 5% 的年收入或净资产，以较高者为准；如果年收入或净资产等于或超过 10 万美元，可投 10% 的年收入或净资产，以较高者为准。同时，法案规定在 12 个月内，这些投资者将无法通过众筹购买 10 万美元以上的证券。这项规定的合理性可以参照财富管理中的资产配置方案来理解，在一定程度上把高风险的投资比例限定在可承受的损失范围内。

第二项关于公司披露，要求很多。首先，构成人员方面，核心成员和董事、以及占公司 20% 及以上股份的股东信息都需要披露；其次，公司的业务和发行募集资金的使用计划也需要披露；第三，公司还要披露证券的价格、目标发行量、截止到期目标发行量、以及公司是否会接受投资超过目标发行量；第四，其他需要披露的信息，包括某些关联方交易，公司的财务状况的描述，12 个月内公司财务报表（必须附带公司的纳税申报表的副本或财务报表）；最后，美国证券交易委员会（SEC）要对整个募集状况有所了解，筹款的进度和年报都需要提供给 SEC 和投资者。

第三项是关于众筹平台，要求也比较多。众筹平台产品将只能网上操作，通过一个由注册经纪人或资金门户控制的平台进行，这是一种新型的美国证券交易委员会注册方式。另外，众筹平台还需要 1) 为投资者提供指导材料；2) 因为投资人是非专业的、非成熟度很高的投资人，因此要进行尽职调查和信用方面的审核，采取措施以减少欺诈的风险；3) 提供有关产品和发行人的信息；4) 提供沟通渠道，可以参照亚马逊网站，允许对产品在上讨论；5) 促进众筹证券的发售及销售。同时法案禁止众筹平台：1) 提供投资意见或建议；2) 拉客购买，出售或承销证券；3) 在募集的补偿方面施加一定的限制；4) 持有，控制，处理投资者的资金或证券。

四、众筹的四种模式

众筹一共有四种模式，分别是奖励式、捐赠式、债权式和股权式。这里相应列举一些比较有特色的众筹平台：1) 回馈产品或服务的奖励式——kickstarter、indiegogo、fundable；2) 公益慈善的捐赠式——gofundme、crowdtilt；3) 返还本金和利息的债权式——lendingclub、prosper；4) 给予股份的股权式——circleup、angellist、wefunder、fundable。目前奖励式、或者叫预购式，以及股权式的发展比较迅猛。一个是 lendingclub，有可能 2014 年上市，属于债权式平台；另外一个就是 indiegogo，刚刚募集了四千万美元的融资，未来有可能成为奖励式+股权式的商业模式。从创始人的态度来看，kickstarter 会继续坚持奖励式。

五、众筹的喜和忧

1、众筹的优点

从创业者的角度而言，它的优点首先在于降低门槛，草根创业者可以相对容易融到资金，并推出具有创新力的产品或服务。其次，众筹提供了从客户端到商务端信息的反馈，这是一个非常有用的信息渠道；创业者还可以从项目受投资者的欢迎度以及投资者的反馈看出项目定价是否合理。最后众筹提供了一个优秀的广告平台，在众筹平台上融资成功了可以拉动潜在消费群，融资失败也能吸引潜在投资人。因为众筹平台如 kickstarter，通常都是一些比较有影响力的网站，容易受到社会关注。很多关于科技、艺术等方面报道的网站、媒体经常会寻找受到投资者关注的项目，因此在众筹平台融资很容易能获得一个爆发式的媒体传播效应。只要项目和产品本身有一定的吸引力、影响力或能解决用户某方面的市场需求，一定程度上能获得比风投或天使投资更大的影响力，受到的关注度也更高一些。

从投资人角度看，首先是投资门槛降低了，普通投资人可以参与

到伟大产品的诞生中，获得投资收益；其次是风险的分散；第三是尽职调查的高效化，众筹平台会帮助投资者筛选信息，同时能实现信息数据化、数据透明化，并且规范简化流程；最后是能够通过互联网发现全球优质项目，通过众筹平台实现跨地域投资和早期产业布局。

2、众筹的缺点

众筹也有缺点。对于创业者而言，首先需要面临订单压力——规定时间内完成产品的开发与制造，实现对支持者的承诺，否则信用将会极大受损；其次在股权投资方面缺乏创业指导，不能获得传统 VC 或天使投资的行业人脉和经验积累；第三是投资人不够专一——股东过多影响决策，同时不能保证后续资金链的完整；最后是羊群效应——明星立项人以及明星项目能获得更多注资，但是没有影响力的项目将会遭遇忽略和被挤出。

另外，投资人也需要面对不同的风险。首先是项目风险——公司的信用、非专业投资人的判断；其次是平台风险，包括尽职调查的合理性，信息披露的真实、全面、公正性，以及平台安全性；第三是估值风险——初创企业估值是否科学、是否合理；第四是退出风险——投资回报周期长，同时缺乏二级市场的流通性。

六、众筹的发展

根据 2013 年 10 月世界银行最新发布的《发展中国家众筹发展潜力报告》，众筹模式已在全球 45 个国家成为数十亿美元的产业。预计到 2025 年，中国众筹规模将达到 460 亿美元~500 亿美元，全球发展中国家的众筹规模将达到 960 亿美元。众筹平台盈利模式主要为佣金和月费，如果融资成功通常收取的佣金约为 5%，倘若融资失败的众筹平台如 kickstarter 退还预定费用并免收佣金，而有的众筹平台如 indiegogo 给出除之前所述的方式外还有一种选择，可以保留所筹

部分款项，但会收取高达 9% 佣金，若成功则退还 5%；月费制则是融资期间缴纳固定的费用，如 fundable 每月收取 179 美元。全球通过众筹的融资量呈逐年上升的趋势：2010 年为 8900 万美元，2011 年为 15 亿美元，2012 年为 27 亿美元（其中 16 亿美元来自北美），预计 2013 年能达到 51 亿美元。世界领先众筹平台的数量分布较集中，其中美国有 344 家位列第一，英国拥有 87 家位列第二，法国则有 53 家位列第三。2009 年到 2012 年，众筹平台的年复合增长率为 63%，其中发展最快的是奖励平台，因为其约束最小，增长率为 524%，股权平台排名第二，为 114%，债权平台为 78%，捐赠平台的增长率为 43%。

七、众筹在中国

首先国内相关法律并不完善，因此存在非法集资的法律风险。其次是信用体系缺失的风险，在美国每个人都有一个 SSN，即社会安全号，通过安全号可以查到个人的信用行为，公司的信用也有一套比较完善的系统去记录、评价和约束，而在国内缺乏类似的信用体系。第三，国内大多数投资者存在保本意识，除非是非理性投资的暴富心理，否则股权式的投资方式并不太受到欢迎。第四，对于捐赠式平台，我国公益文化也是缺失的。

接下来举几个国内的众筹例子。一个著名的例子是美微传媒，该项目在淘宝上进行股权式的融资，最低投资门槛为 100 元，最终募集到了 225 万；之后受到证监会的关注和指导，向投资者返还了 38 万。现在该传媒发展较好，因为进行了很多信息披露工作，同时也被证监会监督管理，目前和腾讯还有一定的合作。第二个例子是 3W 咖啡，该项目是在微博上号召，进而圈内进行股权融资，每一股 6000 元，吸引了约 180 名投资者，大部分都是著名的天使投资或风险投资人、以及 TMT 等行业的领军人物，目前除发源地北京外已经在深圳等创

业氛围浓重的地区进行了连锁经营。还有近来比较火的、基于微信平台的 AA 收款及红包现象，目前来看这是事件后进行的回馈资金的行为，但实际上完全可以先进行资金的筹备，然后再进行活动或组织；从众筹的移动发展路线来看，微信是可以大有作为的。另一个具有励志意义的项目叫“大鱼口海棠”，是在文化（现阶段是硬件）方面的一个垂直化众筹平台“点名时间”上进行融资，融到一百五十八万，该项目整个制作成本应该至少要三千万，因此还在不断地寻找投资商。这个项目是一个清华的学生发起的，制作比较精美，这是国内文化方面众筹的例子。另一个例子是钱科铭等人在微信上，通过捐赠式、回报式方式在进行上学款项的筹集，以进入中欧商学院的中欧创业营。

在中国发展比较好的、或者说已经有一段发展时间的众筹网站包括天使汇（股权），大家投（股权），众筹网（综合），梦想汇（综合），中国梦网（综合），点名时间（硬件），追梦网（文化），觉JUE.SO（手艺），淘梦网（微电影），乐童音乐（音乐），酷望网（大学生）等。前两家是股权式的，目前主要是针对天使投资和风投。

八、众筹的未来

未来如果众筹可以提供交流互动的話，融资效果可能会更好，这包括信息披露、融资方面进展的披露、还有产品版本的完善、线下面对面的接触，线下的众筹等，现在已经有一些这方面的尝试。对于众筹来说，线上是一种传播信息的渠道，包括互联网、移动端、交互设计、云、大数据等工具可以把信息比较清楚完善、而且有交互性地传递给信息接收方，信息接收方可以是天使投资人，可以是普通投资人，可以是用户。而线下主要是建立信任。首先，品牌公信力一定要有，这样才能够得到投资者的信任和关注；另一个可以建立弱关系中的强关系，例如投资者有可能会更关注校友的项目、或者前同事的项目；

第三，人和人之间关系需要被投资，这来自共享的时间、共同参与的事件和活动，以及面对面的接触、感知。希望未来众筹平台可以提供这种交流互动来弥补线上的不足。

众筹的未来可能会有本地化、移动化、两极化、垂直化等发展趋势。如咖啡馆、园区、老年活动中心等带有公益性质、被公众所使用的项目，可以进行本地化的众筹。而移动端目前开发的还不够多，过去认为重决策主要是在PC端，轻决策主要是在移动端。但随着移动端不断地完善，未来趋势将逐渐向移动端靠拢，尤其是金额较小的投资，未来可能通过移动端完成。两极化包括两个引申含义，一个含义是优秀的项目有可能会被疯狂地投资，相对弱的项目就无人关注；另一个含义就是部分众筹平台纯做中间人的角色，而另一些众筹平台由风险投资人主导，带有半私募半公众性质，其中有许多活跃的天使投资人。

目前众筹还出现了许多新的概念。众筹最初的目的是让中小企业和好的创新企业能够进行融资和生存，但现在来看，还需要解决相关的市场、税务、人才配备、法律方面、还有整个公司建设过程中遇到的问题，这就提出了众建（Crowd building）的概念。另外一个概念是领投+跟投（Leading Investor+Following Investor）。通常投资者分为普通投资人和合规投资人，合规投资人中还分为对某个领域非常了解的专业投资人，以及相对而言专业方面差些、但是对风险控制方面有丰富经验的投资人。领投就是由专业投资者进行尽职调查，决定投资，其他人跟着投入资金，以私募基金、特殊目的实体（SPV）有限合伙公司等方式（根据不同国家法律尽量简化规避）共同完成资金募集。该种模式信息方面的披露在网上进行，但是资金方面的周转有的是在线上，但大部分还是以线下为主。在一条龙服务中，如果相应的其他网络没有建立起来，将会存在信息不透明、中心化的现象，在地

域、人才、法律、税务、市场等方面都可能存在套利机会(Arbitrage)。

第 17 辑

(2014.2.25)

美国房贷融资市场新趋向

【主持】

巴曙松教授（北京大学汇丰金融研究院执行院长）

【主讲嘉宾】

主讲人李同女士，2012 年加入旧金山联邦储备银行从事银行监管分析工作。她的研究和分析领域主要覆盖亚洲国家宏观经济和政策走向，金融市场稳定以及银行运营环境评估。在此之前，她是梅肯研究院（一家位于加州 Santa Monica 的非营利经济智库）的资深经济学家，主管与资本市场和金融创新相关的研究项目。成果曾发表于专业学术期刊，并与同事合著有《美国房贷及信贷市场兴衰》一书。李同于 2000 年获北京大学国际金融专业学士学位。2005 年获 UC Riverside 经济学博士学位。

一、从宏观角度看美国房贷融资市场的现状

1、美国房贷市场资金的来源

单户家庭住宅融资（single family homes）是美国住宅市场的主流，它们所代表的抵押贷款（以下简称为个人房贷），占据了美国房地产抵押贷款的四分之三。至 2013 年第三季度末，美国个人住房抵押贷款的总规模约为 9.9 万亿美元。从整个资本市场的角度来看，房贷占美国非金融部门借贷规模的将近三分之一。由这些抵押贷款支撑的证

券化产品(MBS, mortgage backed securities)也是美国债券市场最大的组成部分。

房贷是许多美国家庭最大的负债和最重要的投资。从家庭资产负债表的角度来看,住房贷款(包括住房权益贷款, Home equity loans)目前占到家庭债务的 70%左右。住房权益贷款也是美国小企业主常用的融资工具。房贷市场的融资成本因此不但对家庭的融资负担有很大的影响,而且直接影响小企业所创造的就业机会。

住房市场投资约占 GDP 的 5%,住房服务则占到 GDP 的 12—13%。两者相加,个人住房市场在正常经济环境下对于美国经济的直接贡献接近 20%。当然经济周期中这个数字也有波动。除了直接贡献之外,住房市场也通过促进耐用品消费和拉动建筑业就业等渠道对经济增长做出贡献。

美国历史上金融危机与房贷市场动荡经常并行。二十世纪三十年代的大萧条就是一例,二十世纪八十年代发生的储贷危机(Savings and Loans Crisis)也引起了银行业的大洗牌。过去的历次衰退之后常迎来房地产市场的强劲反弹。譬如之前发生于 1980, 1991 和 2001 年的三次衰退,经济触底之后次年住宅投资的增长均超过 30%,带动经济复苏。

但本次次贷危机显著不同以往,首先房地产市场复苏迟于整体经济复苏,其次虽然房地产价格和交易近两年都有良好表现,但房贷市场融资的一些根本问题并没有得到解决。尤其是对政府赞助企业(Government Sponsored Enterprises, 简称 GSE, 这里主要指房地美和

房利美)的改革停滞不前，为房地产市场的未来增加了许多不确定因素。

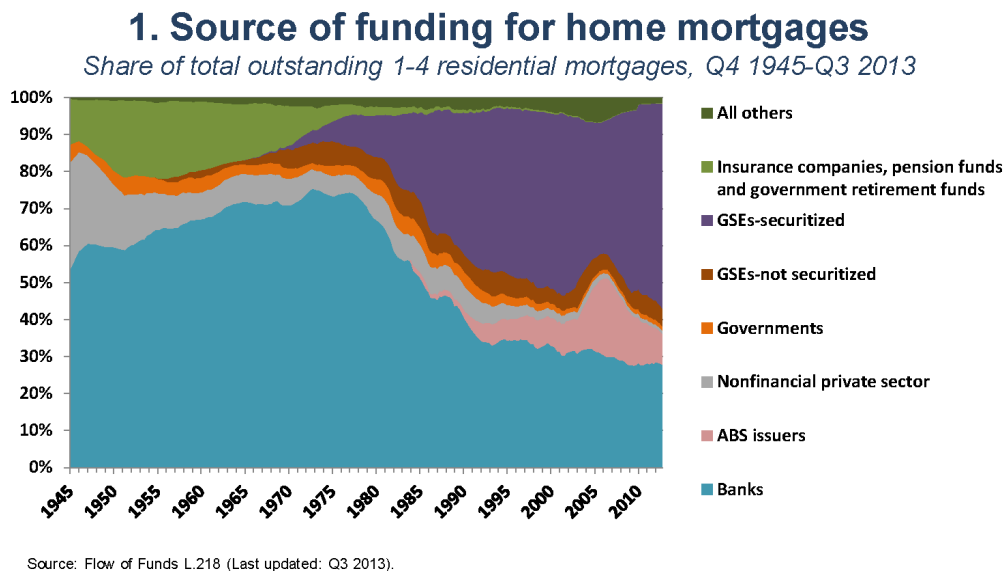


图 1 美国房贷一级市场投资格局的长期历史趋势

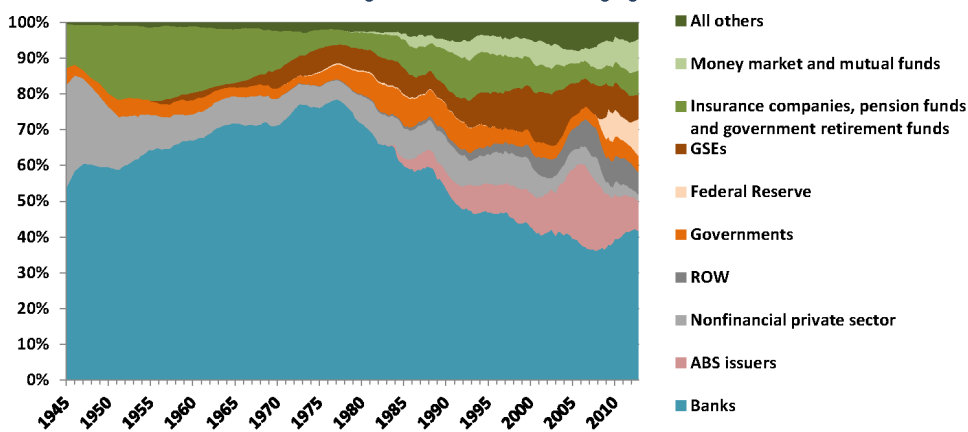
历史上美国的房贷资金主要来自于银行业金融机构。银行业直接持有房贷的比例在二十世纪七十年代中期达到顶峰，约 75%。此后，资产证券化逐步兴起。八十至九十年代存贷危机后大量存贷金融机构倒闭，银行业直接持有房贷的比例也持续下降。图 1 显示出房贷一级市场投资格局的长期历史趋势。

2013 年第三季度的存量住房抵押贷款中，约 28%由银行直接持有。约 64%的抵押贷款被打包为资产证券化产品，其中绝大部分为政府赞助企业发行的证券化产品。政府赞助企业直接持有的房贷款则约为 5%。政府机构和赞助企业发行的房贷证券化产品和它们直接持有的抵押贷款相加，占到房贷一级融资市场的 60%。公有部门所占比例很大。

接下来关注政府机构和赞助企业房贷证券化产品（Agency and GSE MBS）的投资者。2013 年第三季度这些产品中 25%为银行业所持有。货币市场基金和共同基金占到 16%，各类保险公司，退休金和养老基金占到 12%。外国投资者也是主要资金来源，占到 11%。相比之下，政府机构和赞助企业自持和交叉持有的房贷证券化产品仅占约 4%。这反映出它们对于房贷市场的贡献主要在于增加流动性、进行信用担保，更多的是起到一个中间人的作用，而非最终的投资者。

2. Source of funding for home mortgages and MBS

Share of total outstanding 1-4 residential mortgages, Q4 1945-Q3 2013



Source: Author's estimates based on Flow of Funds L.123, L.210, and L.218 (Last updated: Q3 2013).

图 2 美国一级和二级房贷市场的最终投资者占比

基于上述数据可以对图 1 中 GSE 证券化部分作出进一步细分，得到图 2。图 2 对于一级和二级房贷市场总的最终投资者给出一个粗略的估计。

可以看到银行业所占总比例虽然缓慢下降，但总体来说至今仍是美国个人住房融资的最主要来源，约占资金来源的 42%。在资产证券化风靡之前，银行业传统的商业模式是直接持有房贷；在资产证券化

成为主流之后，大多数房贷被打包出售。但同时银行业还在购买并持有为数不少的房产证券化产品。

2、危机后房贷市场格局的变化

危机之后值得注意的两个趋势，一是私人性质的证券化（private label securitization）在 2000 年后迅猛增长，但在危机之后急剧萎缩。二是美联储由于实施包括三轮 QE 在内的非常规货币政策，开始直接持有房贷证券化产品，至 2013 年底已经持有房贷证券化产品存量的 18% 之多。

3. Private sector participation in mortgage financing has declined significantly after the crisis

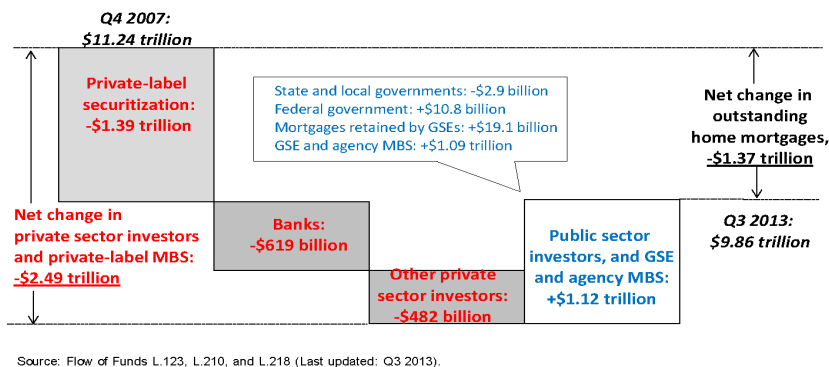
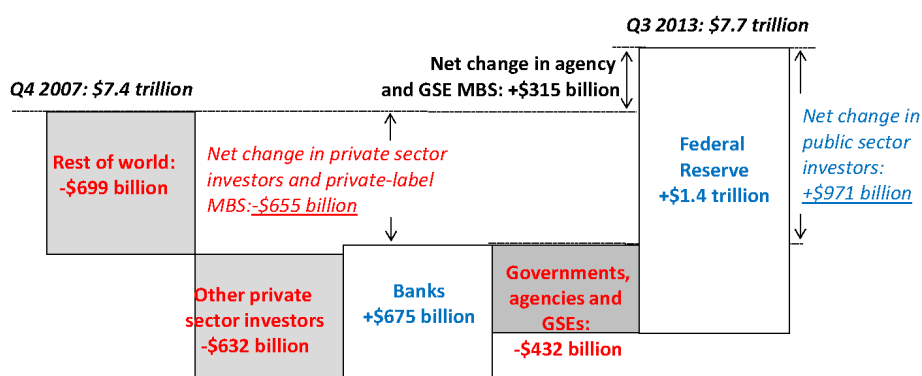


图 3 危机后私人部门房贷融资余额显著减少

危机之后房贷融资市场主要靠公共部门（public sector）支持，这从增量角度可以看得比较清楚。图 3 表明到 2013 年三季度为止，在一级市场房贷融资余额比 2007 年底减少了 1.37 万亿美元。单是银行的贡献就减少了 6190 亿美元。而州政府、地方政府、联邦政府、政府机构和政府赞助企业对一级市场房贷的贡献增加了 1.12 万亿美元。

4. Federal Reserve assumes an ever larger role in holding Agency and GSE MBS



Source: Flow of Funds L.217 (Last updated: Q3 2013).

图 4 政府机构及赞助企业房贷证券化产品持有量的变化

图 4 分析政府机构及赞助企业房贷证券化产品持有量在同一时期内的变化。外国投资者持有量净减持近七千亿美元，虽然银行业增持约 6700 亿美元，但整个私人部门和外国投资者的净贡献为负的 6550 亿美元。除联储外的公共部门减持 4320 亿美元，主要原因是政府赞助企业自己持有和交叉持有的证券化产品大幅度减少。美联储则增持 1.4 万亿美元。

从图 3 和图 4 中可以得出最重要的结论是到目前为止，私人部门并未能回到危机前房贷融资格局的轨道上。政府赞助企业和美联储在事实上分别成为了房贷融资一级和二级市场的主要支柱。显然这个格局是不能持久的。

这些数字也点出了房贷融资市场所面临的几个棘手的问题。第一，面对更加严格的资本监管要求，银行业增长受到制约，尚不清楚它们的业绩是否能够支持一级市场房贷增长回到历史长期趋势的轨道上；第二，房利美和房地美已经濒临破产，目前由联邦政府管理，国有成

分较浓，对它们的改革重组如何进行与房贷融资的未来格局紧密相连；第三，虽然不少人（包括国际货币基金组织）认为私人性质的证券化是有益的，但事实上自 2009 年开始私人房贷证券化每年的发行量还占不到市场份额的 1%，目前断言这个市场能否重启还为时过早；第四，随着美联储逐步退出 QE，它必然会逐渐减持房贷证券化产品。简而言之，房贷市场未来很可能出现资金短缺，并反映为更高的融资成本。

二、从政策角度看美国房贷融资市场的现状

1、美国联邦政府对于住房融资市场的政策支持，以及政府赞助企业的现状。

本节讨论借用了一位房地产金融权威 Michael Lea 于 2010 年发布的一份研究报告中的部分内容。与其它国家相比，美国政府对于房贷融资市场的支持是很不寻常的。

5. Government mortgage market support

Government Mortgage Market Support			
Country	Government Mortgage Insurer	Government Security Guarantees	Government Sponsored Enterprises
Denmark	No	No	No
Germany	No	No	No
Ireland	No	No	No
Netherlands	NHG	No	No
Spain	No	No	No
U.K.	No	No	No
Australia	No	No	No
Canada	CMHC	CMHC	No
Japan	No	JHF	Possible
Korea	No	No	Korean Housing Finance Corp.
Switzerland	No	No	No
U.S.	FHA	GNMA	Fannie Mae, Freddie Mac, FHLBs

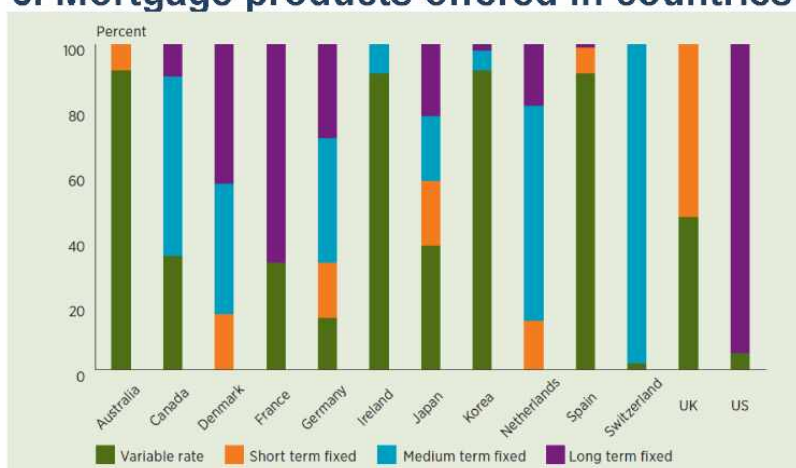
Source: Lea (2009).

图 5 各国政府对于房贷融资市场的支持

由图 5 可以看出，美国政府对房贷融资的直接支持包括三种方式，即由 FHA（Federal Housing Agency，联邦住房管理局）负责抵押贷款保险，由 Ginnie Mae 负责为资产证券化提供担保，以及利用政府赞助房贷企业（除了房利美和房地美以外还有联邦住房贷款银行系统 FHLBs）为一级和二级市场提供流动性。在表中列出的其它国家，政府对房贷融资市场的直接支持无论是在种类还是规模上都要弱得多。这里还并不包括房贷利息抵税、银行 CRA（Community Reinvestment Act）贷款等间接对房贷市场产生不可忽视影响的举措。

政策支持和法律环境在很大程度上导致了美国房贷市场在许多方面与众不同。以房贷产品为例，目前在美国三十年固定利率贷款是市场的主流。而图 6 显示在美国之外，唯一一个长期固定利率贷款占据主导地位的国家是丹麦（主要因为丹麦独特的 covered bonds 模式）。

6. Mortgage products offered in countries



Source: Lea (2009).

图 6 各国提供的房贷产品

在其它的发达国家，较为短期的浮动利率房贷是市场主流。在澳大利亚、爱尔兰、韩国和西班牙，浮动利率房贷占据 90% 以上的市场

份额。（需要说明一下，浮动利率贷款在 2004—2006 年间一度在美国占到三分之一的市场份额。但从长期趋势来看它们的平均份额在 20% 以下。危机后更几乎停摆。）

美国房贷产品另外一个与大多数国家不同之处，是绝大多数房贷没有早偿罚金，也就是 **prepayment penalty**。借款人可以在利率比较优惠时再融资而无需支付早偿罚金，债权人则需要在利率下跌的环境中面临再投资风险。

美国房贷产品第三个特别之处是有关法律，在不少州房贷是 **non-recourse**，也就是说借款人在不能偿债的情况下，债权人可以收回房子，但对于借款人的其它财产并无追索权。在这个方面美国基本上是独树一帜。种种因素综合起来，主流房贷产品对于消费者来说是相当有利的。债权人则需担负利率风险、再投资风险、以及较高的信用风险。政府机构和政府赞助企业通过提供抵押贷款担保和流动性，鼓励私人部门为住宅市场提供资金。

这样做的动机显而易见，就是使更多美国家庭能够负担房贷。但这种做法当然不是没有成本的。即使在房地美和房利美最赚钱的时候，对它们也有许多质疑之声。一个主要批评是它们将太多资本导入房贷市场，而这些钱本来应该投资于效率更高的其它行业，这样就造成了资源的低效率配置。

其次两房的垄断地位也饱受诟病。房地美本来是为了打破房利美的垄断地位而建立的，但在九十年代后两个企业都已经成了难以管理并蕴藏系统性风险的“巨无霸”企业。另外，虽然两房是上市企业，

但联邦政府一直为两房提供各种补贴和税收优惠，据估计其中只有一半补贴被转给了消费者。然而这些补贴、成本和风险往往是隐蔽和抽象的。

2000 年以后政府赞助企业的各种问题开始显露出来。两房先后发生审计丑闻，资本金显著不足，很明显当时的上级机构——联邦住房管理局（Federal Housing Agency, FHA）并没有能力有效监管这两个巨无霸企业。两房独特的公司架构——私有上市企业却有政府背景——被嘲笑为“盈利按资本主义来，亏损按社会主义来。”两房资本金严重不足，杠杆率在危机之前高达 30 倍以上。金融危机中，两房濒临破产。无论是政界、学界还是业界都提出了许多改革重组的意见。但时至今日，对它们的改革仍基本陷于停滞状态。

2、美国国会和学术界提出的政策建议

国会中目前有三个涉及 GSE 改革的草案。2013 年夏天在众议院金融委员会通过的 PATHAct（Protecting American Taxpayers and Homeowners Act, Hensarling R-Texas）建议在五年内解散两房，仅通过 FHA 对低收入及首次购房者房贷提供担保；同时建议普遍提高首付比例，降低担保额度，并建立一个行业自律性质的组织来规范房贷发放。

第二个是由 Corker(R-Tenn.)和 Warner(D-Va.)提出的草案，重点是重组房贷市场，同样在五年内解散两房，取消联邦住房金融局(FHFA)，而建立一个新的类似联邦存款保险局的机构：联邦房贷保险局(FMIC)

作为“最后保险人”，在市场动荡时为私人性质的房贷证券化提供担保，但私人投资者要分担部分风险（第一个 10% 的损失）。

第三个草案，Johnson (D-S.d.) -Crapo(R-Idaho)草案范围相对狭窄，仅对 FHA 的财务状况提出更为审慎的要求。这三个草案均在 2013 年夏天出台，意味着对 GSE 的改革终于出现了一些进展。但从目前华盛顿的状况来看，本届总统任内相关法规不太可能出台，也就是说对 GSE 的大变革大概是 2020 年以后的事情。

需要指出，未来 GSE 改革具体实施细节也大有可能异于这三个法案所提出的办法。历史上历次金融危机后，政府的回应大都是创建新的政府机构来取代旧的机构。对于两房处置也有可能走同一个路子。

学术界和业界关于政府赞助企业改革的建议更偏市场一些。以 George Mason 大学 Mercatus Center 请来六位专家提出的建议为例，他们给出的具体建议各异，但大多认为房贷市场融资并不需要靠政府解决，私有部门有能力解决，因此建议两房减少或彻底退出对房贷市场的参与，让市场机制和私有部门发挥作用。Lawrence White 还强调政府不应利用金融系统来解决社会外部性问题、提高低收入群住房自有率、支持住房相关的就业。当然，他们也指出如果没有两房，房贷利率会上升，房价可能会下降，但幅度不会太大。最大的影响可能在于房贷产品的选择方面，三十年固定利率贷款的市场份额将会出现大幅度的下降。

三十年固定利率贷款是否对住房自有率有很大的影响？在其它政府干预极少、浮动利率贷款为主流的国家里，住房自有率实际上与美国不相上下（澳大利亚就是一个例子）。也就是说，政府基于提高住房自有率的考虑来干预房贷市场，这个逻辑其实并不一定成立。

也许一个更为根本的问题是，住房自有率是否应该成为主要政策目标？这里似乎应该特别提一下住房政策在美国历史上的重要地位。上世纪三十年代，富兰克林罗斯福政府在大萧条后建立联邦住房管理局 FHA，使得长期固定利率贷款首次成为主流。二战后退伍老兵管理局 VA(Department of Veteran Affairs)为退伍军人提供房贷优惠。克林顿任内强力推行 CRA lending，小布什任内继续致力于提高中低收入家庭住房自有率。对住房自有率的支持可说是两党的共识。

7. Homeownership as a policy priority



"A nation of homeowners is unconquerable."
—Franklin D. Roosevelt



"Owning a home can increase responsibility and stake out a man's place in his community....The man who owns a home has something to be proud of and reason to protect and preserve it."
—Lyndon Johnson



"More Americans should own their own homes, for reasons that are economic and tangible, and reasons that are emotional and intangible, but go to the heart of what it means to harbor, to nourish, to expand the American Dream."
—Bill Clinton



"We want everybody in America to own their own home. ... An ownership society is a compassionate society."
—George W. Bush

图 7 美国几任总统对于住房自有率的言论

图 7 总结了几任美国总统对于住房自有率 Homeownership 的一些言论，应该说在他们任内所出台的支持房贷市场、推高住房自有率的政策，其出发点很大程度是反映了社会价值观，而经济考量绝不是唯一的。现有系统如何变革是一个政治上敏感的问题。

许多社区工作者（community worker）基于长期在低收入社区的工作经验，他们认为住房自有对于低收入社区、尤其是少数族裔的稳定至关重要。另一方面，住房自有率虽然有助于保持社区稳定，但同时也增大了劳动力流动的机会成本。不少欧洲发达国家如德国的住房自有率相对较低，希腊和西班牙反而住房自有率相当高。此外，就政策制定的角度而言，最优的住房自有率到底是多少？也许没有人能够给出一个答案，但肯定不是 100%。

任何政府对市场的干预必定有其成本，现实中在设计和执行层面也难以完美达到预期的效果。对房贷市场的支持造成财富分配对有房者倾斜，为了解决这个社会不公平问题政府要降低房贷标准来使低收入阶层有更多机会拥有房产，这些补贴或优惠政策由于设计和执行方面的问题，常常留下不少投机的空间。这也是支持房贷市场政策应该意识到的隐藏成本。

最后讨论联系一下中国的情况。美国的许多经验和问题对中国不一定适用。中国目前债券市场并不发达，机构投资者所扮演的角色有限，房贷产品品种单一，房贷市场的深度和复杂性远不及美国，面临的风险和挑战也迥然不同。中国房贷市场未来有潜力迅猛增长，但其

发展轨道不出预料的话会比较贴近其他亚洲国家和地区的住房融资模式。

三、问答

Q1: 住房自有率是否应该成为主要政策目标?

A1: 政策不应该在租房和购房之间有倾斜。

Q2: 你觉得 GSE 将来最大可能的 Business Model 会是什么样的?

A2: 两房最大可能是解散,其他 GSE 如 federal home loan banks 不会有什么变化,FHA,VA 和 ginnie mae 都会继续存在。即使两房真的解散,也是很长期的事,并很大可能又有新的 GSE 产生,但股权结构,企业性质会做调整。

Q3: 如果目前联储和其他政府机构买入巨额的房贷,支持市场下美国的房地产业没有太大起色,落后于整体经济。那 QE 结束后,美国的房地产市场岂不是又要崩溃?或是非常疲软?

A3: 未来表现如何确实还待检验,我个人不算乐观。

第 18 辑

(2014.3.4)

中美清洁能源和技术产业跨境投资

【主持】

巴曙松教授（北京大学汇丰金融研究院执行院长）

【主讲嘉宾】

罗建刚先生，中美清洁能源及技术论坛的创始人，Energy Focus Inc. 独立董事，专注于清洁能源技术，软件和服务外包业。曾任大纽约清华大学校友会董事会主席，美国联合商会主席，新州华人电脑协会前会长/董事。任职期间曾协办、主办过许多大型讲座、会议，深受大纽约地区会员们的信赖。2009 年以来创办中美清洁能源及技术论坛 (www.ChinaCleantech.com)，致力于在能源和环保领域建立中美间的交流，融资管道和合作机制，在对相关领域的投资趋势予以探讨的同时，也充分调动社会力量，推动相关技术的应用和市场发展。近年来，罗先生又联合创建了美国诚信资产管理有限公司 (Faith Asset Management LLC.)，积极奔走于中美之间，为中国民间资本走向世界尽一份微薄之力。罗先生在甲骨文 (Oracle) 公司任职咨询顾问多年 (2000-2006)，在商业智能、数据挖掘、大数据处理造诣很深。罗先生 1994 年获清华大学计算数学硕士学位，1991 年获清华大学应有数学和计算机双学位。1996 年赴美国新泽西州罗格斯大学就读数学博士，同时获得新泽西理工学院计算机硕士。

一、行业背景与公司业务概要

值得关注的是，Bloomberg New Energy Finance(BNEF)、Cleantech Group 和 Clean Energy Pipeline 近日都发布了新的报告，这几份报告都指出清洁能源投资在 2013 年直线下滑，该行业已经连续两年投资下降。三份报告的数据略有差异：BNEF 的数据显示，2013 年可再生能源和智能节能领域的投资总额达到 2540 亿美元，同比 2012 年下降 12%；Cleantech Group 的数据则显示全球范围的清洁能源风投在 2013 年下降了 15%，只有 68 亿美元；而 Clean Energy Pipeline 则披露 2013 年清洁能源领域的投资下降到 2120 亿美元，同比下降 20%。经历两年的衰退后，更证明和确认了清洁能源投资已经是一个成熟的市场。Cleantech Group 前任常务董事 Dallas Kachan 解释道，我们之前都看过类似的场景，各种各样的技术爆炸中，创新的浪潮和泡沫都有其稳定时期和纠正周期——包括风投的衰落，但当行业进入新的生命周期后，新的资本来源会进来，从而带来新的增长。

中美清洁能源和技术论坛美国总部在纽约，中国总部“低碳谷”，目的是搭建清洁能源和环保领域的高层次政策研讨、项目合作，投资会议和信息平台；通过研发合作、项目协作、技术咨询和企业推介等方式，推动技术研发和促进技术的示范工程以及最终的产业化。并依托于对行业发展方向的洞悉以及广泛的全球网络和渠道，我们致力于在中国的新能源和循环经济领域引领发展潮流。

第一届中美清洁能源及技术论坛于 2009 年 4 月 25 日在美国新泽西/纽约举行，与会者包括技术专家、企业家与投资者，以清洁能源

为主要议题，就再生能源产业投资的政策规范和整体走势、中美清洁煤技术市场展望及相关国际合作、绿色建筑节能系列应用等方面进行了卓有成效的交流探讨。2010年7月19-21日，在“2010鄂尔多斯国际清洁能源与绿色经济发展论坛”召开之际，我们也很荣幸地举办了第二届中美清洁能源及技术论坛，这是一场融全球智力、集采全球清洁能源技术盛会的中国之旅。

这几年公司在专注具体项目和交流。有趣的几个例子：TESLA 2013年超过8倍增长，PLUG是40倍，solarcity回报也很高。不熟悉PLUG的朋友，这是些简单信息：生产堆高机用的燃料电池（fuel cells），充电时间只要3分钟，比传统铅锌电池的1-2小时要短很多，大大提高了设备利用率，并降低碳排放80%。2012年来投资近7亿8千万美金研发产品，有140项专利，客户包括18家全球百大零售及制造业公司，如Wal-Mart, Whole Foods, Coca-Cola, FedEx, Nestle, BMW, P&G等。我们投的LED进展也不错。

总的来讲2013年是大数据/互联网金融的时代，但清洁能源领域经过几年的低谷已经逐步走向成熟并有很好的亮点出来。一份来自非营利可持续组织Ceres的报告认为，到2020年清洁能源的年度投资会翻一番，达到5000亿美元每年，而在2030年将会达到1万亿，这是综合考虑限制全球暖化和气候变化的目标，控制电力消费总量，同时使用可再生能源和提高能效变得更加重要（Ceres和BNEF的报告都是在联合国和Ceres共同举办的一个会议上发布的）。并购领域比较引人注目的就是年初GOOGLE对NEST的30亿美元并购（智

能家居）（当然比不过 FACEBOOK190 亿美元购买 WHATSAPP），
能源效率是我们比较关注的。

“了解钱的走向，
就知道怎么投资了。”

—吉姆罗杰斯（Jim Rogers）

“现在是最糟的时机。
现在也是最好的时机。”

—狄根斯，“双城记”

二、绿能六大产业与投资管理策略

1、绿能六大产业。

绿能有六大块，绿色能源方面：1.再生能源（Renewable Energy）
包括：太阳能（Solar）、风能（Wind）、地热（Geothermal）、生质燃料（Biofuel）、波浪发电（Ocean & Wave）。2.低碳能源（Low-Carbon Energy），包括：燃料电池（Fuel Cell）、清洁火力发电（Clean Coal）、垃圾发电（Waste-to-Energy）。3.绿能材料（Green Materials），包括：特殊能源材料（Specialty Energy Materials）、生物质材料（Biomass Materials）、奈米材料和制造技术（Nano Materials and Tech）。节能科技方面：1.电气化（electrification）包括：电动车及油电混合车（EV—hybrid）、电动马达及零件（electric motors）、储能设备及电池（energy storage/batteries）。2.能源效率（energy efficiency）包括：发光二极管（LED）电灯开发及製造、侦测于控制系统（sensor and controls）、淨水及农业科技（water & agricultural tech）。3.智能电网（smart grid）

包括：电力配送智能管理（demand response）、智能电表（smart metering）、超导电力传输科技（superconductor）。

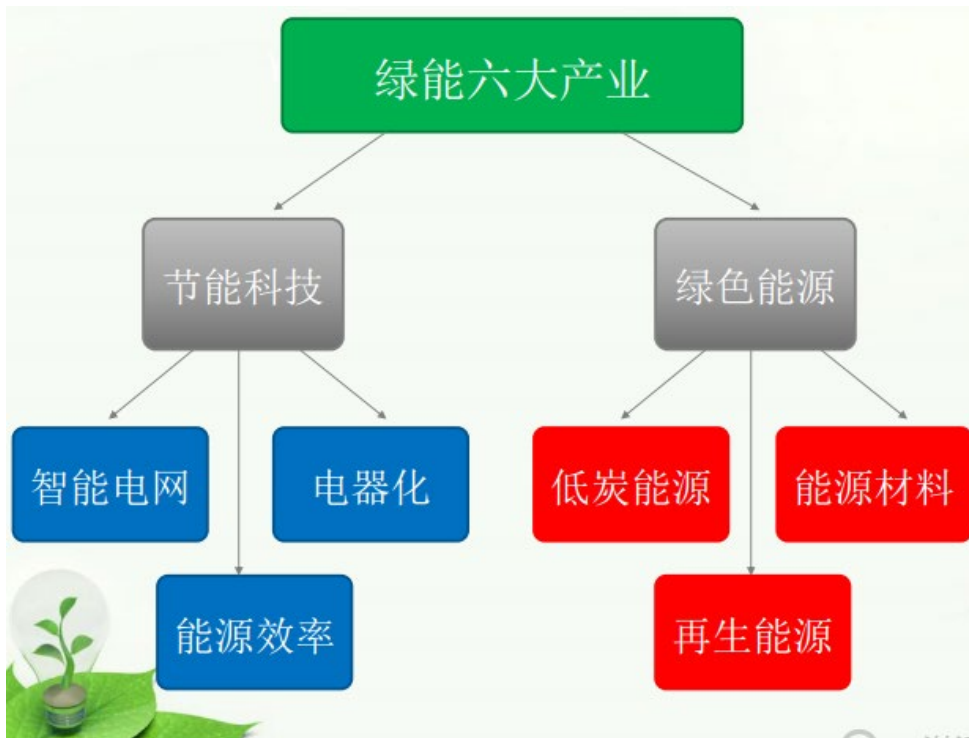


图 1 绿能六大产业

2、投资研究与管理策略。

当前全球绿能投资的挑战:1.投资人专业性不足；2.投资耗时金额庞大；3.投资人短期内难以获利；4.政府政策摇摆不定。

我们的对策：1.长期深入研究全球绿能产业和科技；2.只投资于已成功商业化的科技公司；3.了解企业实际资金需求和损益点以精确掌握投资时间点；4.产品效益必须不依赖补助即有竞争力。

我们的投资策略：1.掌握绿能投资市场动脉：论坛对资本市场及绿能公司的了解和紧密连接确保我们得到最快最好的投资信息与机会；2.维权投资：与管理阶层紧密联络，掌握关键少数股，进入董事会，协助公司快速且稳定地成长；3.产业链接：充分了解整体绿能产

业和次产业之关系，并扩大和运用绿能产业人脉；协助公司亚洲市场的行销和外包；4.绝对价值取向：对所投资公司深入了解其价值，以增加投资买卖之安全度（Margin of Safety）。

我们的投资审核要点：1.有突破性的科技，可以大幅降低碳排放，产品可以大规模推广，从知识产权角度比较倾斜于产权保护的比较完整的、有独特性的技术。2.在市场竞争性方面：科技方面比较独到，产品具有潜力，清洁能源领域的投资门槛较高，毛利在35%以上。3.商业化完成度：12个月内商业化产品可推出产品性价比很高，已有锁定的初期大型客户。4.市场潜力：产品市场潜力20亿美元以上，市场未来5年每年成长25%以上，可利用现有市场销售网。5.企业规模之可扩张性：产品统一规格可大量自动化生产，可快速提高产能，市场能够足以吸收新产能。6.财务适足性：在本次投资后有足够资金到损益平衡，公司存在其他合理之融资管道。7.董事与管理层：有中大型企业管理经验和真实能力，对投资人关系尊重，董事会独立并能有效监督，内部管理与员工薪资激励方案合理。8.投资时间点：总企业价值远低于未来现金流量折扣总值或分拆，卖出给其他产业公司价值，18个月内可达损益平衡，整体经济与政府政策与规范是否配合。

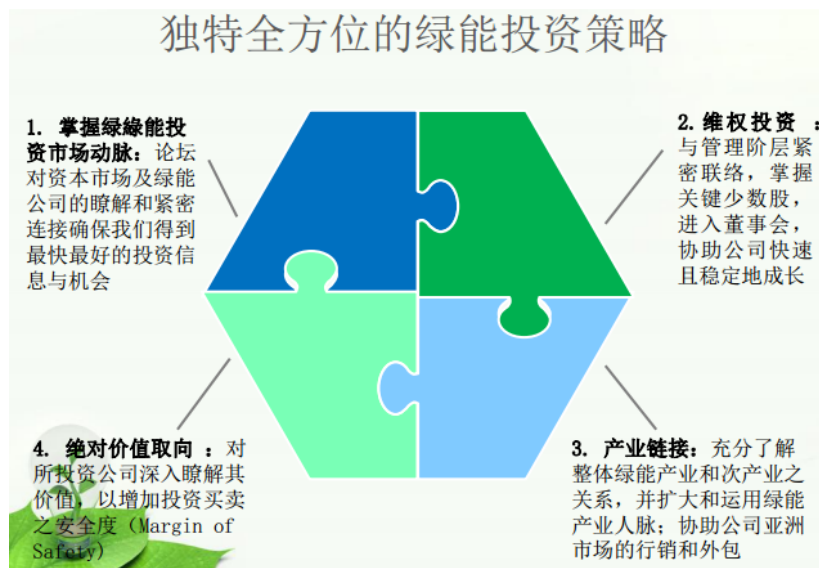


图 2 独特全方位的绿能投资策略

我们在跟踪的一个案例：智能电网。

科技优势：经过 25 年 2 亿 5 千万投资开发商业化高温超导电线（High Temperature Superconductor Wires），目前已有 140 项专利，是全球第二代高温超导（2G HTS）的领头羊。其 2G HTS 导电量是一般铜线的 100 倍，除了在智能电网发展上将扮演重要角色，因此可在现有老旧电网基础建设上大幅提高输电量，对空间有限的大城市提高变电所使用率进而降低输电设备支出将有巨大助益。其他长期市场包括 5MW 以上的大型风力发电机（可缩小 2 / 3 体积），大型工业用马达和防跳电设备等都有很大潜力，总市场规模在数十亿到数百亿美元。其独特，自行研发出的高温超导电线生产流程使其生产成本大幅降低，是目前其他竞争者的五分之一，且可大量扩产，极具市场颠覆性。公司已和数个全球电缆领导商如德国的 Nexan（世界最大电缆制造公司）合作测试产品多年，预计在 2013 年底量产出的样品测试完成后将马上能够卖出所有产能。

投资要点：公司目前正在兴建其第一座量产工厂，预计 2013 年底开始量产，每年满载可生产 7 千万美元的电线，毛利预估达 75% 以上，预计 2014 年中可达满载。目前市值仅 2 千万，公司目前需再融资 1 千万，但 2014 年量产后第一厂每年即可为公司净赚 1 千 4 百万以上，而且每投资 1 千万可再扩充产能一倍。

在各技术领域，Cleantech Group 数据显示，能效是最大的赢家，2013 年赢得了 13 亿美元的投资，188 宗订单，总额比 2012 年上升 23%。目前机构投资者掌握了 76 万亿美元资产总额，但只有很小一部分份额被投到清洁能源的基础设施项目上。该组织（非营利可持续组织 Ceres）建议，将清洁能源所占的投资组合份额提高到 5%（接近 4 万亿），通过债券和资产证券的支持拓展资产进入资本市场的渠道，这很可能就发生在接下来的 2014 年；还要支持对化石能源公司的污染定价政策。Cleantech Group 前任常务董事 Dallas Kachan 更进一步解释道：资本的水闸才刚刚打开，财力雄厚的公司正利用机构投资者和他们的资产负债表购买进入清洁能源世界的入场券。“还有大笔的钱在场边等着，寻找进场的机会”，Dallas Kachan 说过。

三、问答环节

Q1: 从中国国内来看清洁能源的发展，商业模式、扶持政策、公众引导似乎比技术的创新更加重要，美国的投资人普遍持何种观点？

A: 清洁能源在美国应该是一个很好的点，最近一二十年有大量的政府与民间的资金投入进来。目前，美国的投资人在清洁能源领域非常谨慎，2011 年以后清洁能源领域的投资在整个世界范围内都是

下跌的。可以参考以下数据：“最大的两个清洁能源投资大国——中国和美国继续在清洁能源投资占据统治地位，但根据 BNEF 的报告，2013 年中国的清洁能源投资达到 610 亿美元，下降了 4%，这是中国十年来首次下降；而美国 2013 年的投资达到 480 亿美元，则下降了 8%；最惊人的是欧洲的‘崩溃’，2013 年欧洲的清洁能源投资 580 亿美元，下降了 41%，这主要‘归功于’补贴政策的限制；然而，日本却展现了在清洁能源领域的庞大野心，2013 年投资 350 亿美元，同比暴涨 55%。”这个领域的前期投资比较大，技术门槛较高，一般人想完全理解这个行业都是有难度的，在这个方面的引导的心态都是一样的。

Q2: 你可否用一个实例解释一下跨境投资清洁能源所面临的主要挑战？

A2: Tick EFOI 公司，该公司技术有一定的独到性，美国海军唯一的 LED 灯管供应商。技术优势是在美国海军，在国内我们要花很多时间向其他人解释它是很尖端的科技。尽管技术等方面都认可，但是涉及到投资，大家担心潜在的监管风险、两国之间的文化差异。大家担心投资清洁能源公司后能不能较快发展起来，担心它们继续赔钱。在图 2 中我们是希望在 F 阶段：商业销售开始业绩成长迅速，股价由谷底翻升。我们看到 2013 年也有很多清洁能源公司破产或者是融资困难。还有一个例子是收购陶氏化学尾气过滤器，当时我们做了很多研究，但是面临一个困境：该公司技术那么先进，为什么在美国没有生存下去？这方面面临的挑战相当多，这个行业是高风险的。

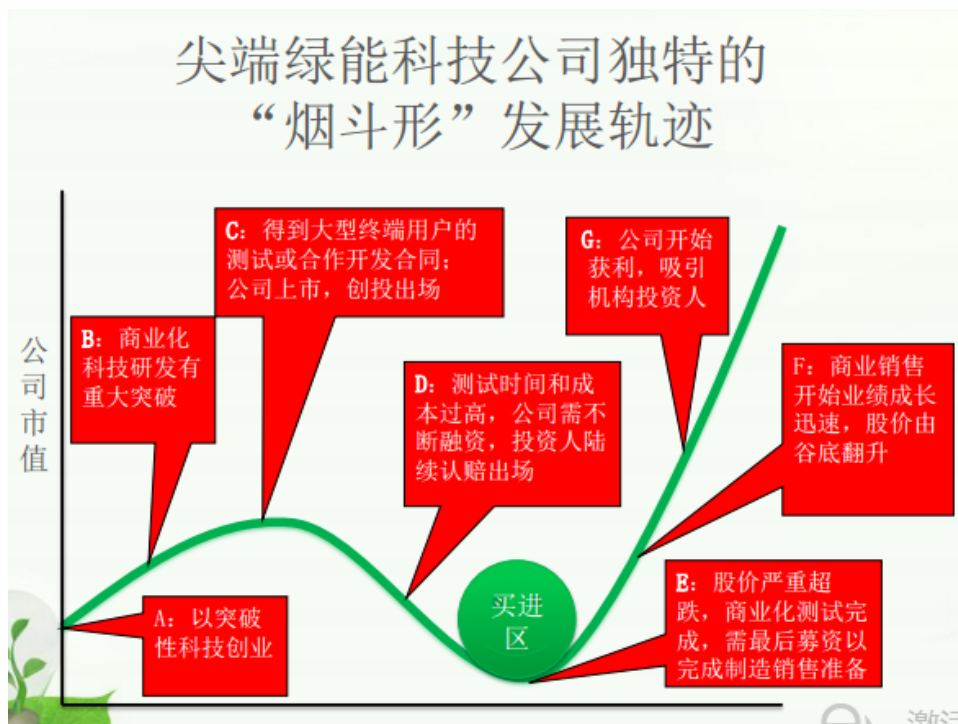


图3 尖端绿能科技公司独特的“烟斗形”发展轨迹

Q3: 你在之前提到了维权投资策略，有没有具体实施的案例？

A3: 我们在 EFOI 中面临这个问题，公司在下行期股价下降时管理层的心态是不一样的，所以我们投资后对该公司的管理层进行了改组。另外，我们并没有绝对控股，占股 30-40%，大部分机构投资与散户是跟着我们走的。

Q4: 如何看待能源价格管制与清洁能源投资的关系，例如中国清洁能源投资目前的下降是否与一度倒挂的煤电价格有关。在其他国家是否也存在对能源价格的管制。

A4: 国内的政策因素比较多一点，美国这边价格方面的因素比较少，是整个市场对这个产业不是很看好。中国这边对清洁能源领域的投资下降应该是暂时的，2014 年应该会有回升。Bloomberg New Energy Finance(BNEF)报告认为，下滑的主要原因是价格的下降。

BNEF 的 CEO Michael Liebreich 则认为，投资总额的下降——尤其是在欧洲，并不是由于获益的衰退而是由于补贴的裁减和光伏安装造价的全球性下跌，事实上，这是硬币的另一面，更便宜的太阳能意味着更多的投资。

第 19 辑

(2014.3.11)

中国的资产管理公司在大资管的竞争环境下如何建立 和完善全面企业风险管理的框架

【主持】

巴曙松教授（北京大学汇丰金融研究院执行院长）

【主讲嘉宾】

丁大庆博士，丁博士拥有超过 17 年华尔街金融企业风险管理经验，其丰富的知识和经历涉及众多资产类别，金融工具，包括传统资本市场交易手段及另类资产管理投资策略。他曾在数家国际金融机构担任风险管理高级职位，历任 KPMG Peat Marwick LP 全球风险管理咨询经理,德国银行 Bayerische Hypo Vereinbank 董事和风控副总监，法国证券公司 CDC IXIS Capital Market North America 董事和风控总监，加拿大保险公司 Manulife Global Investments 资深风险官，以及大型对冲基金 D.B.Zwirn & Co. LP 和 Woodbine Capital Advisors LP 的首席风险官。丁博士获得北京大学空间物理学学士学位，中国科学院空间物理硕士学位，美国阿拉斯加费尔班克斯大学空间物理博士学位以及芝加哥大学 MBA 学位。

一、新形势下资产管理公司在风险管理方面的新变化

1. 中国的资产管理行业进入了大资管的新时代。

随着中国经济在过去三十多年里的高速增长，中国的资产管理行业也不断发展和壮大。与此同时，国内机构与个人财富的快速积累也对中国资产管理公司在投资产品的创新和销售渠道的多样化方面不断提出新的要求。自 2012 年以来，中国的资产管理行业经历了一轮新的监管放松和业务创新的高潮。新一轮的监管放松在扩大投资范围、降低投资门槛，以及减少相关限制等多方面打破了证券公司、期货公司、公募基金管理公司、私募基金、银行、保险公司、信托公司之间跨行业的竞争壁垒。在新的“放松管制，放宽限制，和防控风险”政策环境下，中国的资产管理行业进入了以“竞争，创新，混业经营”为标志的大资管新时代。

2.新的竞争环境对资产管理公司在风险管理方面提出了更高的要求 and 更新的挑战。

新的资产管理行业竞争格局大大压缩了原有的管制制度红利，但同时也为各类公司的混业经营提供了许多崭新的发展机遇。随着分业经营的壁垒被逐渐打破，证券公司、期货公司、公募基金、私募基金、银行、保险公司和信托公司都试图不仅在产品设计、销售渠道布局和盈利模式创新等多方面走出各自传统的业务范畴，而且还要从差异化经营和多元化资产组合配置中获取新的业务增长。

进入 2013 年后，在利率市场化、汇率市场化、人民币国际化和资产管理公司走国际化道路的大背景下，整个资产管理行业的产业链不断向更深和更广的方向延伸，与此同时跨境竞争与跨业合作的例子也屡见不鲜，如出现了 QDLP 私募基金，网络货币基金，网络券商和网络

银行等等。另外，随着交易所金融衍生产品如股指期货，国债期货，股指期货和个股期权等的推出或即将推出，随着结构性融资和结构性理财产品的大量发行，以及随着高频量化交易技术的逐渐广泛应用，新的竞争环境对资产管理公司在风险管理方面提出了更高的要求 and 更新的挑战:即要建立和完善全面企业风险管理的框架。

3.资产管理公司建立和完善全面企业风险管理框架的重要性不可低估。

从一个广义的角度来讲，企业风险可以定义为与所有正常的企业商务活动有关的潜在资本损失。建立和完善一个不但全面而且有效的企业风险管理框架，已经成为关系到每一个资产管理公司生死存亡、和其能否在全球金融市场竞争中取得成功的一个至关重要的任务。

在过去的二十~三十年内，中外金融历史上都有过很多由于风险管理出了差错而造成重大经济损失的例子。其中一些情节较轻的公司被监管机构处以巨额罚款、降级、暂停营业或吊销执照，而另一些情节较重的机构则以破产、倒闭、被政府干预救助、或被其他公司收购而告终。重温著名的资产管理机构风险管理失败的案例可以为大资管环境下中国的资产管理公司提供一些宝贵的经验，教训和借鉴。

二、美国长期资本管理对冲基金崩盘的历史及教训

1.基本情况

著名的美国长期资本管理(Long Term Capital Management)对冲基金成立于一九九四年二月。LTCM 对冲基金创始人 John W. Meriwether 是芝加哥大学商学院的高材生，固定收益套利交易策略的鼻祖，曾任

索罗门兄弟公司的副主席和债券交易部门的主管。LTCM 对冲基金精英团队中还包括两位著名的诺贝尔经济学奖获得者：Myron S. Scholes 和 Robert C. Merton。

LTCM 对冲基金成立之初便成功集资超过十亿美元，并从成立伊始就连年盈利：一九九四年回报率为 21%，一九九五年回报率 41%，一九九六年为 43%。在这种情况下，LTCM 对冲基金著名的“收敛套利”交易策略在华尔街已成为公开的秘密。当时许多对冲基金和国际投资银行都在做类似套利交易，从而在资本市场上形成了所谓“拥挤的交易”。

2. 收敛套利交易策略

LTCM 对冲基金主要的收敛套利交易策略是国债固定收益的利差套利：如做多西欧和日本等国的国债同时做空美国国债。由于国债套利盈利微薄，所以需要用到二十五倍的高杠杆。LTCM 对冲基金其他的收敛套利交易策略还包括：新兴市场国家的国债套利，如做多俄罗斯国债同时做空美国国债；同一公司异地上市股票套利，如在伦敦做多壳牌石油公司同时在阿姆斯特丹做空荷兰皇家壳牌公司；做空 S&P500 波动性套利；高达二百五十倍杠杆的金融衍生品掉期套利等等。

3. 危机来临

在资本市场交易时，杠杆是需要用保证金来维持的。当头寸盈利时，杠杆对对冲基金具有有利的放大作用；而当头寸开始输钱时、或者保证金资产价值下跌时，对冲基金就会被要求追交保证金。但是，

如果对冲基金因为出现流动性问题而无法追交保证金时，对冲基金就只能被强制平仓，接受损失。

值得指出的是，美元和美国国债是公认的低风险安全港金融资产。风平浪静时，人们往往喜欢投资美元和美债以外的高风险资产。一旦世界上有风吹草动，如金融危机或战争爆发，投资者会立刻抛弃高风险资产而抢购美元和美国国债。

从一九九七年亚洲金融危机爆发，LTCM 对冲基金牛市的大盘开始逐步亏损。之后除了兼并套利交易策略外，LTCM 对冲基金几乎所有的其他的套利交易策略都不能盈利。不仅做多端亏损，而且做空端也出现亏损。LTCM 对冲基金一下子深深地陷入了流动性风险的漩涡：既无法融资又无法变现。

4. 损失惨重

到一九九八年夏末秋初俄罗斯卢布贬值国债违约时，LTCM 对冲基金损失了近四十六亿美元，其中主要包括：金融衍生品掉期套利损失约十六亿美元，做空 S&P500 波动性套利损失约十三亿美元，发达国家及新兴市场国家国债套利损失约八亿多美元，同一公司异地上市股票套利损失约三亿美元。

一方面，由于 LTCM 是对冲基金，美联储不能直接救助。另一方面，由于许多对冲基金和国际投资银行等金融机构都做类似的套利交易，这些基金和投行也同时发生了类似的问题。这时如果让 LTCM 对冲基金直接破产将会引发大规模系统性风险。美联储不得不组织十四家华尔街投资银行和国际证券公司出资接盘，稳定市场。这十四家金

融公司又用了近一年半左右的时间慢慢清盘，最终化解了 LTCM 对冲基金崩盘带来的危机。

5.经验，教训和借鉴

LTCM 的失败根源在于缺乏有效的全面企业风险管理框架，战略，策略，流程，技术和手段，导致公司在受到各类风险威胁时损失惨重：

第一，过大的利率、股权、波动性、和金融衍生品套利头寸导致多处高度市场风险集中；第二，过大的发达国家和发展中国家信用利差套利头寸导致多处高度信用风险集中；第三，过高的杠杆是一把双刃剑，顺风时放大盈利而逆风时则放大损失；第四，利用保证金来维持高杠杆依赖高度的融资流动性和市场流动性，一旦危机袭来，流动性资源枯竭，整个对冲基金就深深陷入泥潭困境；第五，一个整体性的牛市大盘未能随着全球宏观经济形势的改变而即时进行调整，多种交易策略的相关性风险较大；第六，各种各样的收敛套利交易策略依赖过去资本市场历史的重演，但是历史往往不会完全重演，即使部分重演也要经过相当漫长而痛苦的时间；第七，整个市场的交易策略一边倒：结果造成了各投资公司要么都盈利、要么都亏损的局面。

- | 非金融风险 | 金融风险 |
|--|--|
| <ul style="list-style-type: none">• 商务及战略风险<ul style="list-style-type: none">- 全球经济一体化- 激烈的市场竞争- 商业周期- 供应链• 操作风险<ul style="list-style-type: none">- 内部控制- 人为错误- 系统故障- 欺诈与破坏- 自然灾害- 恐怖主义行为• 信息技术风险<ul style="list-style-type: none">- 计算机信息安全- 量化模型风险• 声誉风险<ul style="list-style-type: none">- 公司声誉- 品牌股权• 税务，法律和监管合规风险等等 | <ul style="list-style-type: none">• 市场风险<ul style="list-style-type: none">- 货币和货币波动性- 股权与股权波动性- 固定收益<ul style="list-style-type: none">• 利率及利率波动性• 信用利差和信用利差波动性• 基差风险和相关性风险- 能源和大宗商品风险- 混合型证券，结构金融产品和金融衍生品证券• 信用风险<ul style="list-style-type: none">- 发行人的风险- 场外交易对手风险• 流动性风险<ul style="list-style-type: none">- 融资流动性- 市场流动性• 资产 - 负债风险<ul style="list-style-type: none">- 现金流异配和久期的异配- 套期保值和多样化 |

图 1 全面企业风险管理框架的一般范畴和内容

三、积极主动的全面企业风险管理框架是大势所趋

1. 过去的孤立式分隔进行的风险管理模式已被逐渐淘汰。

传统的企业风险管理框架不仅是分隔的，而且还是围绕着单个业务部门设置的。有些重要的风险因素，如流动性风险，在很长的时间内没有得到足够的重视和系统化的管理，也没有被纳入风险管理的监管范畴。

另外，由于不同的部门可能使用不同的定义、不同的方式和方法、不同的计算机信息系统等等进行风险管理，因而传统的风险管理框架不仅造成了分散的信息和分隔的人员配置，而且还导致了风险管理沟通和协调的严重困难。公司管理部门一般需要在花费了很长的时间来收集数据和分析数据后才能对全公司范围的风险状况得出一个完整的图像。即使能够做到这一点，在时间上也往往因为延误了将风险信

息转化为可执行的风险建议的时机，从而使风险管理部门失去了能及时为公司在战术和战略业务管理决策方面提供有力帮助的机会。

2.取而代之的是一种新型的全面企业风险管理框架。

二十一世纪一体化的全球经济和一体化全球金融市场不仅对企业风险管理实践提出了更新更高的要求，而且还促使企业风险管理思维发生了根本性的转变，即从过去分隔式企业风险管理转变到现在的综合治理型全面企业风险管理框架。

这种集中型全面企业风险管理框架不仅涵盖一个企业所承担的各种风险，而且还跨越企业的全部业务部门和业务地区。在有足够的企业领导支持以及充分的风险管理人力和物力的配置条件下，这种集中型的全面企业风险管理框架可对整个企业的各类风险进行实时的，或者是接近实时的识别、测量、监控、报告和管理。当及时收集的风险信息一旦能够在很短的时间内经过分析处理成为不仅具有使用价值并且能够付诸实施的风险建议时，一个全面而有效的企业风险管理框架就成为了在资产管理行业中的一种巨大的竞争优势。

3.中国的资产管理公司应从被动的合规风险控制向积极主动的全面企业风险管理迈进。

在过去很长的一段时间，国内的资产管理公司习惯于将风险管理归属于公司合规部门的一部份。这样一种风险治理的组织结构可能起源于过去国内的市场环境，即早期的国内资产管理行业一般由于业务简单，产品单一，公司运作只要不违法，不超越监管红线，企业就没有多少风险。

近年来，在新的“放松管制，放宽限制，防控风险”政策环境下，国内的资产管理行业发生了巨大跨境和跨界的变化：资产管理公司不断开发新的产品，不断开拓新的业务领域，不断探索新的商业模式转型，不断加速走出国门走上国际市场的国际化进程，等等。这一切天翻地覆快速而来的变化不仅极大地增加了国内的资产管理公司企业风险管理的深度、广度和难度，而且还使得在新的以“竞争，创新，混业经营”为标志的大资管市场环境下，仅仅满足合规风控条列已无法适应资产管理公司进行全面有效的企业风险管理的要求。

四、建立全面企业风险管理的新型治理结构

一般而言，在现代化的集中型全面企业风险管理框架下，公司在董事会设风险委员会，在管理层设首席风险官和风险管理委员会，并由首席风险官出任风险管理委员会主席。另外，公司风险管理委员会其他成员一般还包括公司前、中和后台各个业务部门的主要负责人以及公司的最高领导。

公司风险管理委员会负责根据董事会风险委员会的要求制定公司的具体企业风险偏好，企业风险治理的策略，以及其他与风险管理有关的重大方针和政策，同时并就重大风险管理事件进行讨论和做出决定。首席风险官在董事会风险委员会授权下负责公司风险管理日常工作，并定期向公司最高领导及董事会风险委员会和公司风险管理委员会报告。首席风险官具体的汇报领导对象可以是董事会风险委员会，或者是首席执行官，首席运营官，财务总监等。由首席风险官带领的风险管理团队独立于任何一个业务部门。

1.企业风险偏好的确定应该放在第一位。

当一个企业的领导管理层一旦确定了业务方向和与之配合的商务战略，那么从风险管理的角度来讲，在正常的商务活动中某些风险因素是无法避免的，而另外一些风险因素则是不必要的。风险偏好代表了一个企业在正常商业活动中不采取任何风险对冲措施的情况下、对那些无法避免而又必须承担的风险的容忍程度。

对于无法避免的风险因素，企业要根据自己的风险承受能力制定出企业风险偏好，并将对这些风险因素的识别、测量、监控、报告和管理纳入日常企业风险管理流程。反之，对于那些不必要的风险因素，企业则可以选择利用资本市场进行对冲或通过保险机制来降低和消除。

2.企业风险文化教育十分重要。

每一个企业都有自己独特的企业文化。一个公司的风险文化是这个公司的企业文化的一个重要组成部分。借用一个风险管理的术语，这就是要通过提供全面和优质的资产管理服务为客户、员工、股东和社会获取能够持续和稳定的风险调整后的最佳回报。

要做到这一点，我们不仅需要在整个公司范围内不断进行风险管理的“启蒙教育”以提高全体员工自觉的风险意识，而且还要有一整套切实可行的方针政策来正确处理客户、员工、股东和社会各方面的利益，包括短期利益和长期利益。

3.全面企业风险管理的团队建设。

由于风险管理工作的特殊性，在建设风险管理的团队时我们往往偏好混合型人才。从事企业风险管理的人员一般具有理工科本科或者更高学位的教育背景和受过金融或经济方面的高级专门培训，同时还有曾在与资本市场有关的金融领域工作过一段时间的经历。如果以前曾经在金融机构，不管是买方机构还是卖方机构，做过风险管理当然更好。

不过从市场经验看，金融机构应当更看重的还是一个人的分析能力，应变能力，独立工作能力，对追求新知识和掌握新技术的渴望，及团队合作精神。由于企业风险管理涉及到企业内部前台、中台和后台几乎各个部门，因此做好企业风险管理工作要求从事企业风险管理的各级人员除了要具有较高的风险管理专业知识和技能外，还要有很强的语言及书面交流与沟通能力和外交手段。

现代化的企业风险管理是与先进的风险管理信息技术和系统不可分割的。在谈到风险管理团队建设时就不能不涉及到风险管理信息技术人员。他们既不是传统意义上的计算机程序员，也不是风险管理专家。但是他们需要掌握基本的计算机编程本领同时又了解初级的风险管理基本知识。他们的作用有点像风险管理业务分析师，在风险管理部门，计算机信息技术部门，和第三方风险管理信息技术和系统供应商之间进行协调和沟通。当他们的才智和积极性得到充分发挥时，这些人对于建立和完善全面企业风险管理框架会起到很大的推动作用。

从事全面企业风险管理的人员也要关注宏观经济的发展，关心金融市场和资产管理市场的变化，随时保持警觉和清醒的头脑来准备对

应意想不到的突发事件,从而起到帮助资产管理公司在激烈的商业竞争中不仅立于不败之地而且不断发展壮大的积极作用。

4.全面企业风险管理信息技术与系统。

一谈到风险管理信息技术和系统,任何公司都首先要面对一个同样的问题:是动用公司内部的人力,物力和财力资源自行研制开发一套全新的系统还是依靠风险管理技术供应商提供第三方服务?这两种选择各有利弊。随着风险管理行业的发展,风险管理信息技术和系统已经演化成了一个非常专业化的分支。越来越多的金融机构选择了由第三方的厂商提供风险管理技术和系统的服务。

不管是从金融产品和量化模型的覆盖率来说,还是从风险管理的解析力度和分析能力而言,资产管理公司使用方都要与第三方厂商密切合作进行大量的个性化开发。尽管如此,对于时间紧、任务重、资源有限的资产管理公司用户来说,购买或租用第三方提供的风险管理信息技术和系统仍然不失为最佳选择。

然而,由于一套风险管理信息技术和系统对于资产类别、金融产品、和量化模型的覆盖率有限,一个资产管理公司用户有时不得不选择使用两个或两个以上的风险管理信息系统才能满足自己的要求。这样一来,除了对第三方的系统进行个性化开发以外,资产管理公司用户还要设计和开发一个大型风险管理数据库用以整合来自不同风险管理信息系统的数据库。

5.全面企业风险管理的流程。

在公司董事会风险委员会授权下，资产管理公司首席风险官带领风险管理部门制定企业的风险管理纲要和细则。其中不仅要明确规定全公司范围的风险管理监控参数和指标，风险管理的流程和方法，而且还要确定对应意外风险事件的处理方式和方法。相应的风险管理监控参数和指标等还需要落实到各个具体的业务部门和业务地区。只有这样，资产管理公司才能建立和健全一个上下一致，同时又是里外透明的企业风险管理机制和流程。

资产管理公司风险管理部门如果能够做到实时的风险识别、测量、监控、报告和管理的话，这会是一个最理想的流程。在这样一种理想化的状态不能达到之前，风险管理部门至少也要争取把风险的识别、测量、监控、报告和管理周期控制在十二至十五小时之内。这也就是要求在一天的业务结束之后到第二天的业务开始之前的某个时间内，风险管理部门向领导层以及有关的业务部门和其他部门提交有关前一天的企业风险状况的报告与评估。

当然，这样一种风险管理流程只适合用于经常性和连续性的资产管理业务。对于一些特殊情况，例如新产品开发，不保留过夜头寸的高频交易业务，或突发性意外事件，我们还需要有特殊措施和与之相对的应急方案。

6.开展和实施全面企业风险管理的目的。

资产管理公司开展和实施全面企业风险管理的目的是通过这样一整套的机制，来帮助企业在进行正常的商务活动中有效地和系统地控制必须承担的风险，同时减少或消除不必要的风险，从而通过提供

全面和优质的资产管理服务为客户、员工、股东和社会获取能够持续和稳定的风险调整后的最佳回报。落实到具体工作上，这就是要求资产管理公司风险管理部门能够在正确的时间，在正确的地点，通过适当的途径将准确的风险信息及时提交到相关的人员手中从而使他们能够根据市场变化以及手中的风险信息做出正确的商务决策和决定。

7.全面企业风险管理是个循环往复不断完善的过程。

应当指出的是，由于宏观经济形势不断的变化和资产管理混业经营市场竞争不断的加剧导致了随之而来的资产管理创新产品的推出，资产管理盈利模式的转变，以及国内资产管理公司国际化进程的加快。这些外部和内部的种种变化都不断地对资产管理公司全面企业风险管理提出新的要求和挑战，例如新的商务风险偏好的确定，新的风险管理模型，技术和方法的开发利用，新老风险管理数据的整合，风险管理信息技术系统的更新换代，等等。显而易见，开展和实施全面企业风险管理并不是简单地从甲地到乙地的一次性旅程。恰恰相反，全面企业风险管理实质上是一个循环往复不断改善不断提高的过程。

8.充分发挥全面企业风险管理的双重作用。

另外，风险管理部门掌握着大量的重要数据。在这些数据的正确性和准确性有保障的情况下，详细的风险信息分析不仅可以监控和管理公司有意承担的风险，而且同时还可以帮助前台业务部门发现意想不到的风险集中或尾部风险。这样，通过风险管理部门与前台业务部门进一步交流与沟通就能够提出可行的建议和相应的方案来帮助业务部门对冲或减少那些意想不到的风险集中或尾部风险。

风险管理部门的作用不仅仅是公司的“风险警察”，同时也是业务部门和公司领导层的“风险顾问”。在实践中，做好“风险警察”只是风险管理工作中比较容易达到的第一步。做好“风险顾问”不仅需要有着资深的风险管理的经验，还要有足够多的对有关资本市场业务的了解和广泛的金融产品的知识。只有做好了这“风险顾问”的第二步，我们才能说企业风险管理真正起到了本身应该起的作用，即不仅仅是负责识别、测量、监控、报告和管理整个公司的风险现状，同时也积极主动地为前台业务部门和公司中后台其他部门及领导层提供增值的个性化风险分析服务。

五、结束语

中外资产管理市场是在不断变化，企业风险管理是十分重要的。企业风险管理不仅仅是总结过去，更重要的是要服务于未来。尽管经过了几十年的理论研究和实践，企业风险管理仍然是个科学和艺术的混合物。这也就是说，在风险管理的操作过程中，我们需要的不仅仅是精密的定量数据分析，同时也需要经过长时间积累起来的实战经验和判断能力。这两者相辅相成，二者缺一不可。

在利率市场化、汇率市场化、人民币国际化和资产管理大资管化的大背景下，中国的资产管理公司在竞争、创新、混业经营和走国际化道路的过程中会遇到许多前所未有的机遇，挑战和风险。因为市场变化快，风险管理要跟上市场变化，就要走出被动的以合规风控为主的管理模式，建立和完善积极主动的全面企业风险管理的框架。只有这样，中国的资产管理公司才能在金融创新和改革中立于不败之地。

六、问答环节

Q1:对于准备到美国来投资或者与资产管理公司合作的中国金融企业而言，怎么理解风险管理方面的挑战？

A1:首先要确定风险偏好，就是说准备承担哪些风险，哪些风险是不必要的。其次，要根据投资的资产类别来选定合作伙伴以及资产投资策略，然后根据这些资产类别以及投资策略确定适当的风险管理系统，包括风险管理参数、监控参数以及监管指标，也就是同时从定量和定性两方面入手。最后，可能国内企业不太熟悉国外市场存在的利率风险、外汇风险等，所以需要有一个过渡的学习过程；在和外资资产管理公司合作时，可以通过对冲基金，运用不同的策略对不同的资产进行投资，在学习的过程中建立自己的团队。

Q2:您对中国国有四大资产公司认识如何？四大公司已经进入了金控时代，金控集团如何建立全面风险管理？

A2:四大资产管理公司当时是从银行剥离不良资产组成的，所以在很多风险管理方面，跟过去对冲基金做私募股权和放私债的那类投资更相近。在这类投资中，放债和投资方面的合同需要写的非常详细，同时把控风险。对于私募股权和私债的投资，第三方风险管理系统将不太合适，需要开发自己的风险管理系统。

全面的企业风险管理框架对于金控集团旗下银行、证券、基金、信托、保险甚至是期货公司，都是适用的。在最开始搭风险管理框架的时候会比较费功夫，需要了解到各个子公司、分公司的业务，具体包括资产类别、交易手段类别等，然后找出适当的系统，

再做进一步的整合。这样的话，前台可以看到交易系统的风险，中后台可以看到整个资产组合、子公司乃至整个地区总公司存在的风险。

第 20 辑

(2013.3.18)

资产管理公司的国际化与科学化

【主持】

巴曙松教授（北京大学汇丰金融研究院执行院长）

【主讲嘉宾】

蒋晓炜先生，蒋先生在纽约一家大型对冲基金 Clinton Group 任股市量化部主管，高级基金经理以及全球股市投资首席策略师。之前蒋先生在联博基金(Alliance Bernstein)任职副总裁，负责全球信用产品的投资策略。在加入联博基金之前，蒋先生任职于瑞士银行（UBS），副总裁，负责结构化金融衍生品的投资研究。蒋先生还在威廉姆斯（Williams Energy）任商品期货的量化投资分析员。蒋先生是纽约大学（NYU）经济系的博士候选人，同时获得纽约大学科朗数学研究所的金融数学硕士学位。

一、资产管理公司的国际化

中国的资产管理公司目前在做国际化业务方面有很强的愿望，他们也做了很多尝试，也开展了很多业务，在这个阶段，借鉴一些国际经验和教训是有必要的。

美国的资产管理公司在国际化的管理和发展的过程中也有很多问题，这些风险与问题如何避免，都值得研究。美国长期资本管理公

司 (LTCM) 在 1998 年清盘, 该公司的一个创始人讲了一个故事: 股市就像天气一样, 比较随机, 但是随机的好处是可以用模型去描述它; 但是有一年秋天是他发现地上的叶子会堆成小山, 这是一个非自然现象, 一般不会发生的。正巧这个人也是 LTCM 的创始人。这个例子告诉我们, 这些高管知道这些模型的弊端和限制, 但是他们却掉进了模型的陷阱。LTCM 的问题是过于相信科学模型, 其实模型有其作用但是不能过分依赖。另一个例子可以参考的是, 2008 年 11 月 24 日, 当花旗银行股票交易量超过 10 亿, 股票价格掉了 50%, 一位基金经理当天就抛售了 1 亿股, 而且不惜成本。资产管理公司一般都信奉某一种观念, 一些做价值型投资, 一些做成长型, 可以说这个公司是过于相信自己的理念, 当他们的重仓股遭到很大的抛压后, 它以一种非理性的方式将自己持有的股票抛掉了。第二个例子告诉我们不要过于相信自己的理念。

1、资产管理公司的国际战略部署

要顺利推进国际化, 关键是要采取合适的战略。可以简单划分一下: 如果资产管理公司管理的资产规模在大约 10 亿美元以下, 可以称之为小资管, 这样的公司在战略部署上应以选股型为主。所谓的选股型战略重点就是选择个股。但是如果公司的规模大到了一定程度, 100 亿甚至上千亿的规模, 它们做选股型分析就困难重重, 它们主要做趋势型投资。趋势性投资 (trend) 与选股型投资的根本区别在于偏重点一个是宏观一个是微观, 关键是首先要把公司的战略定位定好。有一些大型基金在做初期投资时往往会选私募股权或者是能源型、资

源型、产业型的公司进行投资。这里有一些弊端，如果是超大型的资产管理公司从战略上讲有一些偏失，举例来说，如果购买一些矿产或者实业，会碰到几个瓶颈，第一个是其购买的资产价值并不会非常优厚；另外，一般来说资源型产业都可能涉及国家利益，能不能拿到、能拿到多少这样的资产具有很大的不确定性。从投资的角度来讲，投资这些实业往往不能利用杠杆，如果这些超大型的资产管理公司真的想进入这些行业，可以购买一些中间商或大宗商品的集合商来进入。

2、资产管理公司的组织结构

资产管理公司的构架通常包括两种：垂直化构架与扁平化构架。垂直化构架的前提条件是整个公司上下有一个非常明确的投资理念。比如说，美国著名的基金公司 **Bridge water** 一直秉承全球宏观策略，运行数量化的风险平价（**Risk Parity**）模型，它的决策非常集中。另一个代表性的资产管理公司是太平洋资产管理公司，它的首席投资官格罗斯是债券领域的顶尖人物，它有一个很强的管理团队，专门做中央银行政策的研究，有一套强有力的投资流程和核心投资理念，所以投资决策非常的垂直化。另外一种扁平化管理，每一个资产管理的分支，股权型或者是对冲性，是平行进行的；决策也是扁平化的、分散的。无论是哪种方式，需要强调的是风险控制问题，公司的最高层需要做的是量化公司的风险评估，在董事会里成立风险管理团队，他们的决策可直接影响各个基金经理的投资决策，这是一个前提条件。

3、资产管理公司投资产品的国际化

资产管理公司投资主要是股权型和债权型两种，尤其是对于大资

管，在这两种资产之间进行配置和平衡是至关重要的。需要强调的是，这些资产配置的地域化划分，如何分享各个国家和地区的 GDP 给这个公司带来的红利。说到产品国际化的问题，大家有一个问题：说得容易，怎么进行实际操作呢？在管理中间要对资产和地域之间的关系进行梳理，比如说北欧的瑞典和丹麦，同是北欧国家，但是工业化程度等差别很大。瑞典是工业老国，包括机械制造业和航空业都很发达；丹麦是典型的能源国，没有很强的工业后盾。从两个国家的外汇汇率走势可以看出一些端倪，如果通胀来了，丹麦的克朗会升值；如果欧洲的股票成长性主流，可看出瑞典的货币会走强。

日本和美国的比较也很有参考价值，日本现在被称为处于“失落的二十年”阶段，日本的低增长除了原来的金融泡沫非常大需要消化的原因外，还有一个重要的因素是老龄化问题，导致了劳动力的萎缩。总体抗日本的人均 GDP 其实也有增长的。在人口结构上美国与日本有很大的不同。

从新兴市场举例，例如在特定的市场条件下，如果有投资者想操作东南亚市场，如果对中国的经济有一定的担忧，不一定要做空中国市场，可以做空韩国市场。因为韩国本岛的资源不是很丰富，韩国的经济对于中国的依赖很强。韩国有非常强的地缘因素，如果中国的经济滑坡，韩国肯定会受到影响和牵累。

其他的例子比方说美元微笑曲线，美元通常被国际金融市场视为是安全港资产，一般是大家不愿意承担风险时会持有美元。美元在经济复苏之初时也会走强。当世界经济开始复苏时，美国一般会领先其

他国家。这次也不例外，很多资产从海外回流到美国，对美国的本土市场进行投资，导致美元走强，这些也是地缘因素。

从一个更加宏观的方面来看，公司的战略部署还包括怎么配置中短线和长线的问题。在实践中，投资的长线往往可以长到三十年。三十年是人口结构改变与科技革新的周期。首先要从一个三十年的长周期对经济、人口与社会结构进行地缘比较，得出长期的战略部署，然后看经济周期，一般观察的经济周期是五到十年，在经济周期中可以采取不同的地缘策略，包括美元微笑等，这是中长线投资战略部署的分配。作为一个成功的资产管理公司，一定要首先从管理层的层面在这些问题上达到一些共识。

二、资产管理公司的资产管理科学化

1、量化

1) ALPHA 模型

投资者在市场交易中面临着系统性风险（即 **Beta**、 β 风险）和非系统性风险（即 **Alpha**、 α 风险），通过对系统性风险进行度量并将其分离，从而获取超额绝对收益的策略组合，即为 **Alpha** 策略。获取 **Alpha** 收益的投资策略有很多种，其中既包括传统的基本面分析选股策略、估值策略、固定收益策略等等，也包括利用衍生工具对冲掉 **Beta** 风险、获取 **Alpha** 收益的可转移 **Alpha** 策略。根据 **Alpha** 策略构建的模型即 **Alpha** 模型。如果投资策略不是量化策略，而是宏观策略等，这个模型不见得适用。

2) 风险的量化模型

包括波动率和各个资产之间的相关性。从风险管理的角度看，波动率的风险可控制度很大，但是各个资产间相关性的风险可控制度很低，而且隐藏在其中的风险爆发时能量巨大，尤其是在极端市场环境下所呈现出的风险和在一般市场下是不同的。例如在 2008 年时，股票，债券，资产证券化的债券，包括能源，以能源型为主的外汇的相关性可以说达到了差不多完全相关，换句话说，如果想进入这些市场，投到任何一个资产中都是亏钱的，而正常情况下并不是这样的，这给予风险量化的指标与管理带来了巨大的困难。

风险管理还有一个个性化设计的问题，从实践经验看，如果一个资产管理公司能在国际市场上抵御风险，它必须在内部建立一个个性化的风险模型和风险管理团队，因为风险不是孤立的，风险必须要和投资策略结合起来来看，不同的投资策略有不同的风险评估和测量方法。包括风险在投资的中短线中的风险量化模型是不同的。

3) 资产组合的优化

为什么要采用资产组合优化？它的主要功能是把投资策略与风险模型放在一起进行风险与策略之间的一种平衡。风险与回报是正相关的。但是投资者往往不希望回报太低，风险太大。风险与回报的平衡如何达到呢？凭直觉很难管理好，必须通过量化的手段，这个手段就是资产组合的优化。

4) 资产的量化定价

量化定价在股票型和简单的资产中用处不大。如果说资产组合中牵涉到资产证券化，期权期货，掉期，对冲，套期保值等，就要进行

量化定价问题，量化模型对于整个资产包的定价、买卖交易的决策都是至关重要的。

另外，投资流程也十分重要，其中有一个测试的问题，包括以下几个方面内容：

(1) 历史回测，即用历史数据测试投资模型，看看投资模型在历史上回报表现如何，风险集中在哪里，集中在哪个时段，在什么样的市场表现下会有很大的风险；

(2) 压力测试，在历史回测时测不出来的情景，需要用压力测试，压力测试所测试的是一种极端条件，例如东南亚地区没有经历过 2008 年美国次贷危机这样的金融危机，投资者需要看看投资组合在这种压力测试环境下最大可能受到多大的损失；

(3) 情景分析，这个分析不一定是压力测试，更多的是给定一个假定条件，比如说今后价值股的表现好于成长股，本公司的投资组合会受到什么样的影响，预期回报是什么样的；

(4) 蒙特卡洛测试，运用得比较广泛的是在一些资产证券化和衍生金融工具上面，蒙特卡洛测试包含了压力测试和情景测试，但是它包含的信息量比较大，在股权型资产中用处并不大。

之所以强调科学化管理，在国际市场环境下，无论采用哪种策略，必须做到资产配置的最优化与可控化，要严守国际化投资流程中间的纪律，而纪律是通过科学化的管理来产生的。

三、问答环节

Q1: 在各个地域出现较大系统性风险时，如何定价，比如今年一

月的新兴市场动荡，有什么在资产管理上需要特殊处理吗？

A1: 我们主要关注几个策略如何控制风险或者做资产重配置，看资金流向问题。一般来说从新兴市场流向成熟市场或者从成熟市场流回新兴市场的趋势是中长线的。如果资金流向达到一定量级时，可以认为这个走向短期内不会逆转，此时评估之后就可能需要做资产的重配置，即使有一定的亏损，在资产配置上一定要有调整。

Q2: 在全球组合投资中，是分板块管理，还是分地域管理较好？分别有什么优缺点？

A2: 在趋势性投资时，一般采取分版块或者说分行业管理，比如在仓位中注重能源型还是科技股，是看投资策略是否采取的是趋势型。如果是选股型或者选资产型策略，是划分区块(by region)，每个区域有不同的特征，比如市盈率这些指标在美国这样的成熟市场中已经不起作用了，如果投资策略中有这些指标就可能会有偏失，但是在欧洲或亚洲市场中这些指标可能还是有效的。

Q3: 垂直化管理和扁平化管理中的风险管理是否有差异？如有，体现在什么地方？

A3: 垂直化管理的风险最重要的是人，特别是主要决策的人，这种模式隐含的假定是资产管理公司有一套非常成熟的投资管理体系与流程，而且这种模式往往会演变成为公司的高管成为教皇一样的人物，这个时候，这些公司中的管理层或者说人的风险会凸显。在垂直型公司中，目前看来风险控制相对来说是不错的，例如风险评价技术的理念深深植入到公司的理念中，只要有这种理念在，风险控制就比

较好。

在扁平化管理模式中，有一个突出的问题是，资产的决策人比较分散，决策人往往会在企业内部倾向于夸大自己的绩效，名义上隐藏自己的风险，实际上需要一个单独的、直接向董事会汇报的风险管理团队，集中对资产配置进行全局性的风险管理和评价。

Q4：有人说美股在今后几年会是一支独秀，你怎么看？

A4：如果从地缘角度看，美国经济体相对来讲各个行业都比较成熟，科技在持续发展，人口结构还未进入老龄化，目前来看美联储在不遗余力地进行量化宽松，市场相信如果美国经济有所滑坡，还会有相应的宽松政策出台。这几点说明美股在今后的几年内可能还会跑赢其他的国家与地区。美股中当然有一定的泡沫成分，例如科技股的表现，但是这种泡沫与 1999-2000 年的不同，第一有一定的业绩支持，第二在整个经济体中科技股与其他的相关行业还是齐头并进的，哪怕科技股有暂时的局部泡沫，估计还不会太大地影响到整个市场和经济全局。

第 21 辑

(2014.3.18)

聚焦后金融危机时代的 CMBS 市场

【主持】

巴曙松教授（北京大学汇丰金融研究院执行院长）

【主讲嘉宾】

3月18日，“聚焦后金融危机时代的 CMBS 市场”专题讨论会在纽约举行，由巴曙松研究员和新沃资本董事长、总裁朱灿共同召集。参加讨论发言的参会人员包括：杨光（复旦美国校友会会长/花旗董事副总裁）、Zhou Yu (Bayview Asset Management)、Maggie Jiang（TCFA 董事/瑞信银行）、严鸣（Karya Asset Management）、Ann Rutledge and Sylvain Raynes (R&R Consulting)、Jignesh Patel (C-III Capital Partners)等。文中记录观点未经本人审阅，仅供内部交流讨论之用，不代表任何机构的看法。其中也有一些巴曙松研究员主持讨论的看法，工作笔记中不作区分，并且参考相关研究资料进行了补充，在此不一一列明，仅供内部分享讨论。

一、什么是 CMBS?

CMBS（商业抵押担保证券）是指将传统的商业抵押贷款汇聚到一个组合抵押贷款池中，通过证券化过程，以债券形式向投资者发行的证券。和 CDO（担保债务凭证）类似而与一般的 RMBS 住房抵押

担保证券不同，CMBS 会依据收益支付和清算顺序的优先级分为不同的 tranches。在美国，CMBS 的证券化通过一种特殊的信托形式 REMIC（Real Estate Mortgage Investment Conduit）进行。这种信托形式可以规避政府在信托这一级征收的税款，从而向投资者让渡更大的收益。

在美国，从证券化和基础资产的结构设计的角度来讲，CMBS 有两个明显的优势。首先是 CMBS 在证券化的过程中，由于采用 REMIC 的信托形式，其定价一般假定不需要考虑在信托一级税收的影响，因此通常发行的债券价值要比基础资产的价值要高，相当于证券化过程创造了价值。其次，CMBS 的基础资产商业抵押贷款和其他的抵押贷款相比有较低的提前偿付风险（prepayment risk）。这是因为在美国很多商业贷款都会附有提前偿付罚金等保护投资者的条款，这使得投资者可以更好地掌握现金流的时间点。在欧洲，对投资者的提前偿付保护条款较为少见。

二、CMBS 市场的诞生和发展

CMBS 市场诞生于 1983 年，美国的诚实互惠人寿保险公司（Fidelity Mutual）将价值 6000 万美元的商业地产抵押贷款以证券的方式出售。虽然随后其他几家美国保险公司也进行了数笔商业房产抵押证券化的交易，但是商业抵押担保证券的发行在诞生后十几年间一直在低谷徘徊。

CMBS 市场的起步是在 1992 到 94 年之间。当时美国房地产价格的崩溃引发了房产抵押贷款的严重损失，导致了著名的储蓄银行危机。此次危机使得美国的三千余家储蓄银行中倒闭了七百余家。美国政府

的资产管理公司 Resolution Trust Corporation 负责关闭储蓄银行并清理坏账，这其中很大一部分是商业地产抵押贷款。Resolution Trust Corporation 出于政治压力，需要短时间变卖资产，这在当时的市场条件和渠道下很难实现，因此在产品结构方面进行创新以吸引投资者就成为了合理的选择。从投资者的角度来看，市场也意识到商业地产可能已经触底，开始关注相关的投资机会。此外，储蓄银行危机也促成了对商业地产抵押贷款的成本和风险的重新审视。在风险资本的要求推出之后，商业银行和保险公司意识到持有商业地产贷款的成本很高，而流动性却较低。并且在基于风险的资本要求下，商业地产抵押贷款被视为高风险资产，比高质量的证券所需的资本高很多。因此如果把资产负债表上的商业地产抵押贷款转换为证券，就可以提高资本充足率，降低资本成本。（详情可参阅林华先生等相关研究者在这个领域的相关著作。）

进入 2000 年，美国的 CMBS 市场进入了高速发展的阶段。非代理机构（非美国政府支持的三个代理机构，即 Ginnie Mae, Fannie Mae 和 Freddie Mac 发行的证券）证券发行量从 2000 年的不到五百亿美元飙升到 2007 年的两千三百亿美元。这一轮高速发展的副产品就是商业地产抵押贷款的发放标准也被一降再降，平均的贷款价值比例（LTV）从 2002 年的 100% 涨至 2007 年的接近 125%。仅付利息（IO）贷款的比例也从 10% 左右升至接近 90%。而这些贷款大部分以证券化的形式转化成了证券，这位 2007 年 CMBS 市场的重新洗牌买下了伏笔。

三、金融危机对 CMBS 市场的冲击

2007 年金融危机爆发后，商业地产的盈利和价值急速下滑，引发市场恐慌性抛售 CMBS。曾经被评为 AAA 级的超优级(super senior)的商业房产抵押贷款证券在 LIBOR 基准上的市场利差从 50 个基点在 2009 年飙升至 1600 个基点。在 2008 年第三季度到 2010 年第三季度的两年间，商业房产抵押贷款证券的发行市场完全冻结，发行量几乎为零。

在金融危机中，银行为了缩减资产负债表规模，抛售了很多持有的贷款。这些贷款的一个很大的买家是亚洲的主权投资基金，其中有相当一部分贷款在随后的经济复苏中表现不俗。比如曼哈顿的部分商业地产项目有很好的现金流，在危机的时候亚洲的主权投资基金接手，在 CMBS 市场反弹的时候重新做 securitization，获得了很好的收益。从市场层面来看，美国商业地产的市值在危机中蒸发了 40%，现在的市值已经基本上恢复了危机前的水平。

另一方面，银行也在危机中学会了如何合理地利用巴塞尔协议 III 的规则减少 CMBS 的资本占有率。此外，金融危机也使得 CMBS 特殊服务商的资产管理规模急剧增加。贷款服务商 (Loan Servicer) 指的是与借款人接触，协调本金和利息的支付，缴税和保险等一系列贷款管理服务的提供商。特殊服务商指的是在违约事件发生后接管贷款的服务商。金融危机造成的商业地产贷款大面积违约使得 CMBS 的特殊服务商的规模迅速扩张。

四、金融危机后 CMBS 市场的现状和展望

在 2009 年市场达到冰点之后，CMBS 也随着美国经济的缓慢复苏逐步开始恢复。在金融危机之后，随着监管和风险管理的强化，商业地产抵押贷款的放贷标准得到严格控制，新发行的贷款质量水平普遍提高。从发行量上来看，市场回暖的速度很快，2013 年的发行量为 800 亿美元，是 2012 年的 2.2 倍。从 2 信用级别分析来看，CMBS 的表现相比其他非代理资产证券化产品的要好，在 AAA 级的结构化金融产品中占的比例最大。

从历史上看，CMBS 的表现和美国经济的走势紧密相关，可以称得上是美国经济的晴雨表。CMBS 的表现和同期的 swap 有很高的相关性，有时甚至是前档。一般来说，CMBS 和同期的 swap 有 200bp 左右的风险溢价。在 2007 年市场鼎盛的时候，AAA 的风险溢价在 27 到 30 之间波动，到 7 月份从 30 到 100，到 2008 年年初涨到了 300-400。这在量化投资策略上来讲是很明显的预警信号，然而当时美股还是再涨，直到雷曼倒闭时市场达到顶点。在金融危机后 CMBS 市场也经历了剧烈的波动，在 09 年 20-30 美元就可以买面值为 100 美元的 CMBS。现在美国经济正处于回升阶段，这对 CMBS 市场是一个利好的信号。然而，CMBS 市场也面临着一系列的风险因素，其中比较突出的就是监管带来的不确定性和评级机构的可信度。对于后者而言，一个很大的问题是商业地产与其他资产不同，没有显著的统计特性，需要逐一进行分析，这给标准化的评级模式带来了一定的困难。

第 22 辑

(2014.3.26)

宏观投资和资产配置

【主持】

巴曙松教授（北京大学汇丰金融研究院执行院长）

【主讲嘉宾】

Kevin Chen/陈凯丰先生，是一个位于曼哈顿的宏观对冲基金的合伙人和首席投资经理。他曾是 Amundi 高级投资组合经理，在 2008 年至 2011 年管理了一个数十亿美元的投资组合，包括对美国国债期货，公司债券，股票期货，大宗商品和房地产投资信托基金等工具的投资。陈先生 1998 年在中国国家开发银行总行国际金融局开始他的职业生涯，在之后的几年间，他就职于摩根士丹利 Graystone 研究部进行资本配置，2004 年至 2008 年，他被任命为基金经理。陈先生持有瑞士洛桑大学金融资产管理工程研究中心获得博士学位，荷兰蒂尔堡大学经济研究中心财务和金融硕士学位，以及中国人民大学的经济学学位。目前他在纽约大学和纽约 Pace 大学担任兼职教授，并在西班牙 IESE 商学院纽约中心授课。他是瑞士沃德科学学会会员，荷兰经济研究中心会员，美国风险管理协会会员。他多次接受华尔街时报，道琼斯，彭博采访。在哥伦比亚大学，纽约大学等学术会议上发表演讲。在国内参与第一财经“机构投资人圆桌论坛”并担任纽约地区召集人，接受中央电视台，中国证券报，21 世纪经济报道等的采访，参与中国绝

对收益投资协会的创建，并担任理事。

一、对美国联储的 QE 政策的看法

个人认为市场目前对联储 QE 退出的政策有认识的误区。首先，联储逐渐减少 QE 购买债券量的过程仍然属于非常宽松的货币政策。2014 年初联储每月购买债券量是 550 亿，即使到 2014 年 10 月，联储每月的债券购买量仍能达到 50 亿。其次，利息上升目前预期应当是 2015 年下半年的事，现在还没有必要担心。纽约联储 CEO Dudley 在 2014 年 3 月初的一次早餐会上，对于是否担心美国金融市场由于 QE 产生泡沫的问题，他的回答是：市场总体上没有泡沫，估值基本属于正常，但以下三个行业需要注意：第一是生物制药行业股票的估值偏高，第二是复杂金融产品有卷土重来的迹象，第三是农业用地价格过快上升。

目前美国财政情况实际非常好，从目前趋势看，预估 2013 年美国政府收入增长约 5%，支出降 10%，赤字规模降低 30%，财政状况将得到巨大改善。

个人估计联储有 70%的可能会继续按路线图、到 2015 年夏天提高利息，也有 30%的可能由于新兴市场国家危机等原因、导致联储推迟升息时间。根据纽约联储的观察，一些复杂衍生产品、特别是信用类衍生生物卷土重来，开始有风险累积的倾向。最后值得一提的是，联储买入的三万多亿债券每个月均有到期的，即使 QE 停止，联储仍然可以通过每个月“再投资”来维持目前的 QE 规模。

二、资产投资组合

(1) 美国股市

资产组合方面，个人认为美股可能存在投资机会。首先是因为基本面。当美股市场存在泡沫时，PE 约为 30；而目前标普 500 的估值 PE 仅约为 16，股利在 1.8%，基本属于均衡水平。个人预期最近 5 年美股的指数回报最多可达到 180%，上市公司盈利也翻了一番，估值 5 年来变化不大或略微上升，可见股价上涨主要由盈利上升驱动。金融市场总是按照经济周期运行，美股目前处于危机结束、泡沫刚开始形成的时期，美股在 2014、2015 年很可能由基本面和资金继续推高。如果 2014 年盈利正常上升 5-10%，PE 不变情况下美股指数可能上升 5-10%；如果 PE 上升，则 S&P500 指数向上的空间更大。

其次，从技术层面来看，目前现在国际形势不是非常稳定，全球资金避险进入美国，部分会买入美股。下面的流量图就很说明问题，当乌克兰发生乱局时，全球资金大部分流入债券市场，而在当时的全球金融市场中，唯一能吸引资金流入的股市就是美国股市。

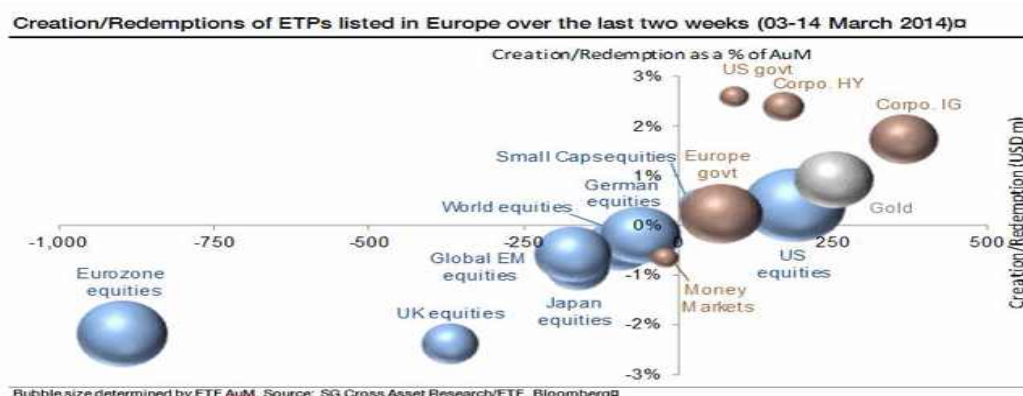


图 1

其中，个人预计美国医改对行业会有巨大推动，因此美股里面医

疗健康产业可以高配。医改对美经济增长预期有巨大贡献。在美国没有医保的人医疗成本比有医保的人要高 60%，强制进入医保后可以降低这部分成本。医疗改革提高了社会效率，有助于降低医疗行业的过度利润，降低社会在医疗方面的成本支出，最终可能会促进消费。

(2) 大宗商品



图 2

2014 年不少商品、特别是粮食价格的上涨，个人认为短线炒作是主要原因。大宗商品及贵金属面临美元升值趋势和供大于求的双重影响，商品价格难有上升空间。上图白线代表乌克兰货币，黄线代表小麦价格。从图中可看出，小麦价格基本与乌克兰货币币值同向变动。因此个人预期，等乌克兰局势稳定后，粮食过度上涨的幅度也会回吐。

目前粮食美国供大于求，除非再出现以前那样的金融市场泡沫，通过溢出资本进行粮食投机，否则粮食价格很难靠基本面上涨。

谈到商品自然要说到原油。原油价格在美国能源革命后，大趋势是下降，当然小幅反弹也会发生。资产配置一定要看到大趋势。个人认为目前的大趋势是原油产量还会大幅上升，原因主要在于原油的两

大出产国：伊朗和伊拉克。伊拉克现在原油产量已经回到了历史最高水平；而伊朗 2014 年有可能对外做出重大让步，重新回到世界原油市场；加上美国的新油田不断投产，原油产量将大幅上升。

（3）全球资产配置

全球资产配置里面，个人建议，除了美股之外建议关注西班牙股市，避开法国股市。或者选择做配对交易，做多西班牙股市的同时做空法国股市。因为西班牙公司国际化程度高，很多盈利来自其他国家，例如，西班牙最大的电信公司控股了德国的电信公司，西班牙建筑公司拥有伦敦最大的机场，西班牙银行业在拉丁美洲和欧洲各国都占有很大市场份额。西班牙股市股指在危机前高点约为 16000，最低曾跌至 6000，目前 9000 左右，仍有上升空间。目前许多西班牙公司现金流非常好。收入稳定，且公司成本有大幅下降，导致这些公司利润非常高。而法国上市公司存在成本问题，并且其国际化程度不如西班牙。

建议回避新兴市场，新兴市场基本分为两类：一类以出口商品为主，如巴西、俄罗斯等，在美元升值周期开始后，以美元定价的商品实际面临下跌过程，对此类新兴市场国家的经济、股市、货币都是巨大挑战；另一类是靠服务业和进口能源为主，如印度，也同样存在问题。

个人认为总体的结论是关注美股，选择性配置欧洲股票，低配或是做空商品。目前新兴市场在经过上一轮的下落后，选择做空或者做多都没有太多的价值。

第 23 辑

(2014.4.8)

美国利率衍生品简介兼谈信贷衍生品 CDS

【主持】

巴曙松教授（北京大学汇丰金融研究院执行院长）

【主讲嘉宾】

孙东宁博士 (Danny Sun, Ph.D.) 先后任职于瑞士再保险自营交易部、花旗集团投资银行、瑞士银行投资银行，现担任德意志银行战略科技部美国(执行)总监，负责团队建设与管理，为利率/信贷/按揭/股票衍生品提供量化策略与系统解决方案。进入金融领域之前，在美国哥伦比亚大学研究关节软骨本构关系，获得生物力学/生物医学工程博士学位；获得美国约翰霍普金斯大学生物医学工程优秀博士后奖，从事椎间盘生物力学与生物材料研究；发表逾 60 篇国际期刊/国际会议/专业书章节，并为 5 个生物工程国际期刊和 2 个国际基金担任评审。现受聘担任清华大学(深圳研究生院)客座教授；在金融杂志发表专业论文；全美华人金融协会(TCFA)董事会董事和互联网金融委员会共同主席；美国亚洲金融协会(AFS)资深会员。

一、了解美国利率衍生工具的现实意义

1. 当前美国利率政策的变化

众所周知，自 2007 和 2008 年以来，美国和欧洲经历了金融危

机。以美国为例，常规货币政策在危机中失效，美联储在降低短期利率的同时，非常规地通过购买中长期的债券（美国国库券和 GSE 按揭债券）来影响中长期的利率以提供流动性，这就是所谓的量化宽松。

当前，在温和通胀、失业率下降和经济系统稳定性增强的情况下，量化宽松政策从 2013 年后期开始渐进性退出。学术界、业界包括美联储内部对 QE 的推出有鹰派和鸽派的区别：乐观一派认为美国财政状况良好，经济不断复苏；谨慎一派认为 QE 以来，QE 的投入与美国 GDP 的比例大致相当，经济的复苏有可能是大规模买债的“强心针”直接刺激效果，而不是全面的经济基本面改善，因此经济的复苏可能是脆弱的，过快地退出 QE 可能扼杀经济复苏趋势。美联储目前的策略是基于经济基本数据，审慎地退出 QE。在短期利率上，普遍预期有效 Fed Fund rate 在 2015 年后期之前仍会保持在低水平。

可以预期在今后一段时间里，总体趋势是美元利率会逐渐升高，美元会升值，美元回流美国，美元资产升值。对于利率敏感的投资者应当关注利率上升的机会和风险，并采用利率衍生品作为套利或对冲的工具。

2. 中国推进利率市场化

近期中国的“十二五”规划和十八大基本确立了金融改革的主题，中国下一步将大力推进利率和汇率的市场化，进行投融资结构的改革，大力发展资产证券化。

中国实行利率/汇率市场化和投融资结构改革之后，从过去基本以银行贷款为主的间接融资，变为银行贷款的间接融资和股权/债务

等直接融资并重的模式，股权和债务的一级和二级市场将会扩大。

在这个过程中，作为对利率产品市场的完善，基于短、中、长期利率水平的基本利率产品(包括大量的债务产品)、基于利率波动性的利率期权产品、以及信贷衍生品将会被开发和完善，并在市场交易过程中对利率风险和信贷违约风险提供市场定价。

债务市场的大幅扩容将直接导致利率风险的扩大：直接地，对基本利率水平的线性风险敞口将加大，柜台交易市场包括利率掉期市场将扩大；证券化会大幅扩容城投债、市政债、企业债，这些是脱离了中央政府显性或隐性保险的债务，大大扩容信贷违约风险；下一步可以想见，随着房地产金融市场的发展，按揭抵押债券(MBS)将逐步推出，按揭抵押债券蕴含着提前偿付期权,蕴含了非线性利率风险和利率波动性风险。利率衍生品和信贷衍生品为进行市场风险的主动控制提供了必要的手段。

3.美元利率水平预期和波动预期对中国金融市场有重大影响

中国作为全球第二大经济体，拥有大量的美元资产。美元的利率水平预期和波动预期将直接决定中国外汇储备中美元资产的价值。美元利率曲线的涨跌将直接决定美元对人民币的双向流动。美元利率衍生品市场上所交易的各种衍生品的价格，是了解美元利率预期和波动预期的一个非常重要的渠道，而了解美元利率衍生品的交易、定价、风险评估与控制，将为下一步人民币利率市场化和化解银行信贷风险提供有益的实例借鉴。

二、利率衍生品的市场规模

1、利率衍生品与股票衍生品的总面值对比

根据国际清算银行（BIS）所公布的台外交易（OTC）金融衍生品市场对发达和新兴市场经济体的调查，截至 2012 年 6 月，股票类产品总面值约 6.3 万亿美金，利率类产品总面值约 494 万亿美金，约 79.4 倍的差别。再看 2013 年中期，股票类产品总面值约 6.8 万亿美金，利率类产品总面值约 561 万亿，约 82.5 倍的差别，比 2012 年同期均有所扩大，反映了经济逐渐复苏、金融市场变得更加活跃的现实。

2、利率衍生品占有所有台外衍生品的比重

截至 2012 年 6 月，所有台外衍生品总市值是 25.4 万亿。其中股票类产品市值约 0.65 万亿，占台外交易市场总市值的 2.6%；利率类产品市值约 19.1 万亿，占市场总市值的 75.2%；利率类产品市值是股票类的 29 倍多。截至 2013 年 6 月，所有台外衍生品的总市值达到了 20.1 万亿，其中股票类衍生品有 0.6 万亿，利率类衍生品有 15.1 万亿。可以看出 2013 年股票类衍生品的市场比 2012 年更加活跃，总市值有所扩大。利率类衍生品 2013 年的总面值有所上升，但总市值下降。利率变化和可抵押范围的扩大对市值折现率的影响，估计是造成利率衍生品总市值下降的原因。但截至 2013 年 6 月，利率类衍生品仍占有所有衍生品总市值的 75.1%，与 2012 年中期的 75.2%相比没有大的变化。

三、利率衍生工具介绍

那么，在一个市场化的金融体系中，为什么要发展利率衍生品市场？换句话说，利率衍生品作为投融资的工具，在投融资的经济活动

中究竟有什么功能？

从功能上看，利率衍生品市场分为两个子市场，一个是利率曲线市场，是定价、分离、对冲、转移利率水平风险的市场；另一个是利率波动市场，即它的期权市场，是定价、分离、对冲、转移利率波动性的市场。

1、利率曲线市场

主要产品：

(1) 存款利率、利率远期、利率期货和回购约定。

(2) 债券：国库券、市政债券、按揭债券、公司债券。

在美国，债券产品丰富，以发行者分类：有美国财政部发行的 **Treasury Bond**（美国政府所保障的、不会违约的债券）；有地方政府的 **Municipal Bond**（以地方收入如税收和过路费等来偿付，可能违约）；有基于美国政府政策性扶持房屋市场的政府支持机构（GSE）所发行的 **Agency Bond**（隐性的美国政府背书）；非 GSE 所发行的以按揭为抵押的按揭债券；以及公司债券（可能违约）。这些债券可以在一级和二级市场上进行交易。

(3) 利率掉期：

在美国，掉期类产品在机构之间进行直接交易。因其台外交易性质，与标准化的交易所交易的利率期货类产品不同，掉期产品结构（例如掉期期限）可以根据交易双方的要求比较灵活地进行设定，因而广受市场青睐，通常具有很好的流动性，从而成为市场有效表达利率水平期望和利率风险对冲的工具。

2、利率波动市场

主要产品：与利率曲线市场对应的各种产品的期权。

(1) 债券期权。

(2) 利率掉期期权。

(3) Libor 的看涨和看跌期权 Cap/Floor。

3、高流动性利率衍生产品

利率掉期和掉期期权是两种常见的高流动性利率衍生产品。

(1) 利率掉期：最常见的是固定利率和浮动利率的掉期，交易双方定期交换固定利率和浮动利率的现金流。如下图所示，A 银行和 B 银行做利率掉期，A 银行在一定时间（如五年内）定期（通常以六个月为一个周期）支付给 B 银行基于固定利率的现金流。若以本金 100 万美金，年化利率 0.9% 计算，A 银行每六个月支付给 B 银行 4500 美金，B 银行则按照浮动利率每 3 个月（周期开始时）确定利率水平，在周期结束时，按照同样的本金和浮动利率支付给 A 银行三个月的利息。在这里年化利率 0.9% 称为掉期利率。

掉期利率一般在掉期交易产生时根据当时的市场情况由交易双方协议决定，是对期限内利率的市场期望。A 银行利用利率掉期将自己固定利率的现金流转化为浮动利率的现金流，以满足特定现金流的需要和风险控制的需要，也可以表达对未来利率上涨的市场观点。B 银行将浮动利率的现金流转化为固定利率的现金流，表达对未来浮动利率下降的市场观点。A 接受浮动利率，希望未来浮动利率上涨。

与债券不同，利率掉期没有开始时的先期付款，没有结束时的本

金支付，所有的现金流都是周期性的利息支付。与债券相比，利率掉期对双方有较小的资本压力。

(2) 掉期期权：基于利率掉期的欧式期权，在未来的某一天（如在六个月之内），有权进入一个固定掉期利率及特定期限（如五年）的利率掉期。六个月为期权执行日，五年为期，该掉期利率成为该期权的 **Strike**。

以支付固定利率还是接受固定利率分为 **Payer Swaption** 还是 **Receiver Swaption**，相当于看涨和看跌期权。

四、信贷违约与 CDS

中国直接融资的发展将带来公司债券市场的扩大，而且公司债券将脱离政府显性或隐性的担保，投资者将面临信贷违约的损失。

在美国市场上，一种主要的对信贷违约风险进行直接市场定价和对冲信贷违约风险的市场工具是信用违约掉期（**Credit Default Swap, CDS**）。

CDS 在两个交易对手之间发生，交易方 **A** 在交易期限内（例如 5 年）向交易方 **B** 购买信用违约保护。交易双方明确定义 **CDS** 的参照物（标的资产，例如具体公司具体债券）、保护期限、信用违约事件和清算方法。

在保护期间内，如果无信用违约事件发生，**A** 按照交易初始时所议定的价格定期向 **B** 缴纳违约保护费，议定的价格与标的资产违约风险直接相关；如果信用违约事件发生，**A** 可以从参照的实体公司的清算中获得部分补偿，而 **B** 则需要赔偿 **A** 损失的债券本金和清算值

之间的差额。

在美国，CDS 参照物不限于公司债，也包括主权债券、市政债券和银行贷款等等。

与前面提到的利率掉期相似，信用违约掉期不是前期一次性付费购买违约保护，而是以一定年化费率（spread）周期性地支付，并且无规定要求 CDS 的交易双方拥有所参照的资产。这减轻了交易者的资本压力，可以灵活地产生 CDS 交易。但同时由于 CDS 与参照物（标的资产）的分离，使得 CDS 的面值总量与标的资产的面值总量发生背离造成高杠杆，产生极大的系统性风险。

CDS 可以建立标准化的 CDS 指数。典型的如北美的 CDX.NA.IG，它包含了 125 个高流动性的投资级的公司的 CDS，并根据组成公司的信贷违约风险变化而调整组合，即产生不同的 CDX.NA.IG 系列。

通常期限越久，违约的可能性越大，因而 CDS Spread 呈现随期限上扬的形状。Spread 是年化率，信贷保护的购买者按这个年化率定期地向信贷保护提供者支付保护金。假设年化率为 12%，每月为 1%，乘以 CDS 面值即为支付金额。

五、利率衍生品和信贷衍生品相对值套利策略

利率衍生品和信贷衍生品的组合可以灵活地产生许多投融资策略。下面举个相对值套利策略的例子。

市场通过对公司债券的价格和信贷违约掉期的息差（CDS Spread）对公司的信贷违约风险进行定价。公司债券的 YTM 包含了无风险利率和信贷风险溢价，而信贷违约掉期的息差则是直接的信贷风险溢价，

二者对同一公司信贷违约风险溢价的市场定价差异可以进行相对值套利。

一种策略是当公司债券信贷违约风险溢价低于信贷违约掉期的风险溢价时，同时成比例地买入公司债券和通过 CDS 买入信贷违约保护而建仓。

这种策略希望市场发生下列 5 种情况而清仓获利：1) 公司债券价格上升；2) CDS 息差加大从而信贷违约保护可以在更高价位卖出；3) 上述两种情况同时发生；4) 公司债券价格上升而 CDS 息差减小，但前者获利超过后者损失；5) CDS 息差增大而公司债券价格下降，但前者获利超过后者损失。

如何判断公司债券和 CDS 二者相对值，如何判断公司债券信贷违约风险溢价低于信贷违约掉期的风险溢价？

比较粗糙的方法是比较债券的年化利率或到期收益（YTM）与 CDS 年化利率，但这个方法不能很好地刻画违约清偿对 CDS 和债券价位的影响，实际应用中常见的债券与 CDS 错期的情况处理也不是很方便。

这个策略的有效实现依赖于采用有效的量化估值模型建立信贷违约掉期所隐含的合理的公司债券价格，并与公司债券价格的实际市场价格相比较，从而判断相对价格高低，导出合理的建仓清仓依据（交易信号）。

需要提示的是量化投资策略的运用应当与市场的宏观走势和市场的驱动力与运行机制相结合。一个获利的量化投资策略在市场条件

和市场的驱动力发生改变时，可能会转为亏损。另外，由于市场的短线炒作的原因，短期的市场波动可能完全背离长期的宏观走势。

六、伦敦鲸事件及启示 (London Whale Event)

前面讲到了无规定要求 CDS 的交易双方拥有所参照的资产，因此 CDS 总量与标的资产总量会发生背离。2012 年 3 月发生的伦敦鲸事件是一个典型的例子。

1、伦敦鲸事件

这个事件的交易团队主角 Bruno Iksi 是摩根大通的交易员，隶属于摩根大通的 CIO 办公室。这个交易团队建立的初衷是通过信贷衍生品的交易来对冲摩根大通整体所面对的对手信贷违约风险。但是在实际的操作中，这个交易组逐渐背离这个初衷，而变成在信贷衍生品市场的投机套利交易者 (Speculator)，CDS 总量远超过具有对手信贷违约风险的债券总量。由于资金雄厚，这个团队多次挫败市场上的竞争对手，在几年中获得了可观的收益，被市场上称为伦敦鲸。

转折发生在 2012 年 4-5 月。伦敦鲸投机性地、大规模地交易了 CDX.NA.IG9，做多 CDX 短端，做空 CDX 长端 (10Y)。这是一个所谓市场中性的短期-长期相对值交易策略:如果 CDX 沿期限方向平行上移或下移，多空仓位将互相补偿无损益;如果人们对短期信贷违约的担心增大，短端 CDX spread 上升超过长端 CDX spread，CDX 沿期限方向变得平坦，则交易者从中获利；但如果 CDX 沿期限方向变得陡峭，则交易者损失。

显然，伦敦鲸仓位的交易是基于对 CDX 沿期限方向平坦化的市

场观点，并且一旦建仓，就需要不断增加仓位以替代已过期的交易并影响 CDX 曲线平坦化。但是，由于 CDS 市场规模有限而伦敦鲸仓位很大而难以保持隐蔽性，这一次大量的竞争对手尤其是大量对冲基金 (Saba Capital Management, Blue Mountain Capital, Blue Crest Capital, Lucidus Capital Partners, CQS, Hutchin Hill etc.) 不约而同地沿 CDX 曲线陡峭方向建仓，加上市场对欧债危机的担心加剧，CDX 曲线一改 2012 年第一季度的平坦化趋势而愈加陡峭，伦敦鲸不堪损失而清仓。

伦敦鲸在这个交易的损失超过 20 亿美金！这段时间世界金融相对平静，如果这段时间对欧债危机的担忧急剧恶化，估计损失还要大得多。

2、伦敦鲸事件的启示

1. 明确交易的性质，区分以风控为目的的对冲交易与投机性质的交易。Volker 法则，作为 Dodd-Frank 法则的一部分，要求严格区分核心的银行业务（存贷款业务、做市商业业务等等）与对冲基金类型的高风险的投机性自营业务，禁止银行从事后者。

2. 建立有效的风控手段，给予风控部门必要的权威。一个以对冲公司总体信贷违约风险的交易组称为公司投机性交易的盈利者，并最终导致巨额亏损，反映了风控在权威性和有效执行上的缺失。

衍生产品脱离标的资产造成的巨大杠杆很大程度上助长了 2008 以来的金融危机。吸取美国此次金融危机的经验教训，在利率衍生品和信贷衍生品产品市场建立的同时，建议中国及早建立集中清算，并定期(每天和每周)发布产品和机构的仓位。这样，在市场上及时监控

衍生品总量及其与相关标的产品总量的相互比例、降低机构对手风险的同时，从市场总体上控制适度比例和杠杆，控制留存在整个金融系统中的风险。

七、问答环节

Q: 在全球基金里面如何管理利率风险,是分国家来管,还是由几个主要利率的风险来决定? 现在如何控制美国国债的利率风险?

A: 从基础设施角度讲,我指的是是否有一个统一的构架来对产品估值和计算风险。对于所交易的利率产品,如果是在同一货币下,应当建立利率曲线和波动率曲面,进行统一的估值和风险计算。对于风险,通常根据短中长期进行分别集总,称为 **bucketing**。对冲风险应当通过建仓利率产品,使得各期端风险降低到允许容限下。如果涉及多货币,那要看是否有多货币的统一构架,包括每一货币下的曲线和曲面,以及汇率模型。

如果问题是关于如何减少 **book** 总体的波动,是关于 **VAR** 的问题,那么常规的方法是分散风险,将鸡蛋放在不同的篮子内。比如,美国现在是逐步退出量化宽松,利率将呈现上涨趋势,国债价格走低。而欧洲则有可能实行量化宽松,利率走低。分散性地投资不同债市可以减少集中于同一债市的风险。

第 24 辑

(2014.5.4)

2014 年巴菲特股东大会参会工作笔记

【主持】

巴曙松教授（北京大学汇丰金融研究院执行院长）

2014 年伯克希尔公司的年会，从全球各地赶到奥马哈参会的人数再创新高，据估计接近四万人，对于一个只有三四十万人口的中部城市来说，这已经是一个相当大的规模了。已经 84 岁高龄的巴菲特和 90 岁高龄的芒格，从上午 8 点半到下午 3 点半，一直精神抖擞、逻辑清晰、直指要害地回答来自全球投资者的提问，回答完提问之后还继续参加股东大会的投票议程。看来，巴菲特这一辈子最出色的投资，是对自己的投资，能够在 84 岁还保持如此旺盛的精力、平和开放乐观的心态、逻辑严密和反应敏捷的思考和应对，是需要长期的对自己的投资的，这既包括各种身体锻炼，也包括在长期的投资和思考中所形成的投资价值观和良好的心态，并且这种心态和价值观的不断完善也对身体健康是有益的。

与多位从不同地方来参会的投资者讨论过对巴菲特投资理念核心的理解，这应当说也是一个见仁见智的问题。有已经连续七八年参会的投资者总结说，巴菲特投资理念的核心主要是三个：安全边际、竞争优势和能力边界；也有多次到办公室拜访巴菲特的投资者认为，

在具体的管理公司的过程中，巴菲特最值得关注的特长是他化繁为简的能力，伯克希尔公司投资的企业横跨许多产业，有 30 多万名员工，三四千亿美元的市值，但是总部只有 20 名左右的员工，他把复杂的管理过程简单化程序化，不仅降低了成本，也使得这些管理过程清晰可控。有多次见过巴菲特的投资者说，他奇怪地看到，投资了这么多公司的一家公司，巴菲特每天似乎显得并没有那么多繁杂的事情要做，无非就是在办公室看看年报和相关的资料。

芒格在今年的股东大会上插话更少，要言不烦，与滔滔不绝的巴菲特形成良好的互补。他说，伯克希尔公司这种低成本的发展模式目前看来很少有公司在复制，估计主要是因为见效慢。对照包括中国在内的资产管理公司，往往商业模式趋同，大都扎堆在繁华而且成本高的中央商务区，员工动辄数百，成本居高不下，这样更显示出伯克希尔公司取得的成功是有原因的。

一、股东反对伯克希尔公司派发股息

在业绩介绍阶段，巴菲特介绍说，有股东建议，应当考虑每年支付给股东一定数量的股息，但是 6.6 亿 B 股股东投票反对了这项提案。实际上从 1967 年以来，虽然伯克希尔公司的现金充沛，但是一直没有分派过股息。巴菲特此前在股东大会上也多次介绍说，投资者与其拿回现金，不如将欠交给他继续投资回报大，看来大多数股东、特别是中小股东认同他的这个看法。

点评：是否派发股息，派发多少，在市场条件下，应当是股东说

了算，而不是由外部的监管机构来确定。不同的上市公司，在不同的发展阶段，派息政策自然也有不同。在当前的市况下，伯克希尔的股东选择的是不派息。

二、巴菲特为什么对可口可乐公司为高管发新股弃权？

巴菲特认为，他投票弃权的可口可乐公司高管薪酬计划太大了，而且计算也并不准确。虽然实际上是持反对意见，但是作为最大股东的伯克希尔公司最后还是投了弃权票，因为并不打算与可口可乐公司“发生战争”。

点评：平衡高管与股东的利益，并不是一件容易的事情。有的观察者评估一个董事是否尽责，常常容易片面强调投了多少次反对票，实际上在具体的公司治理活动中，无论是股东董事还是独立董事，首先是董事，首先应当将整个公司的利益放在第一位的，许多时候，事前的沟通更为重要，最好是使不合乎公司治理规范的提案不能提交到董事会讨论，真正等到需要在董事会上投票反对时，也说明前期的沟通成效可能并不高。

巴菲特在会议上也强调，董事如何在董事会上行事，有些象一个婚姻，一个人如果在董事会上一看到自己不满意的事情就大叫大喊并不是一件明智的事情，而是要学会如何恰当地行动。巴菲特在介绍业绩时也强调，伯克希尔公司在投资中的一个重要经验时，迅速把公司在某一个投资中获得的经验应用到另外一个投资中，例如公司在投资SEE糖果公司时发现了品牌在消费品公司中的巨大作用，这一理念直接促成了公司对可口可乐的投资。

三、伯克希尔公司以购买整个公司著称，通常来说对其他公司收购之后往往有破坏性的整合，例如会使得部分雇员丢掉工作。你们买公司的时候如何保障员工的利益？

巴菲特强调，伯克希尔收购的公司公司的某些业务持续亏损，在整合过程中并不承诺不减员，但是会承诺不减业务；因为裁员有时候不可避免，但是伯克希尔公司可以承诺不出卖他们的业务。巴菲特说他们常常在收购之后依然保留一些业务，包括商学院教科书中认为要砍掉的那部分业务。巴菲特强调，要让被收购的公司的管理者知道伯克希尔公司是可靠的，让他们知道伯克希尔公司是言出必行的。虽然业务可能比较让人失望，但伯克希尔公司依然可以承诺不出卖业务，比如伯克希尔有之前的案例是纺织厂，该厂收购后的管理者继续留任，持续了四年。但是一个追求短期收益的私募基金可能完全不在乎这些东西，但是伯克希尔公司会想想那些几代人都在公司工作的员工，他们并不一定愿意把公司交给职业经理人，只要表现好，伯克希尔公司就可以保留这些业务。

点评：并购不容易，并购之后的整合更不容易，整合而比较平稳并且还能够在改进股东价值就更不容易。巴菲特强调的平稳整合的看法，尽可能考虑了员工的利益和感情，这也许是因为巴菲特一直强调的是象经营企业一样地去投资企业，因此更多的是从企业实体运行的角度去把握并购之后的整合，而不仅仅是关注短期的市场价格的波动。这与巴菲特一贯提倡的投资理念是一致的。

四、如何解释过去 5 年伯克希尔公司的表现不及标普指数？

巴菲特指出，伯克希尔公司在大市非常强劲的时候表现会差一些，但在标普 500 指数表现不好的年份会相对更好、更稳健一些。芒格补充道，伯克希尔的回报计算是税后的，而标普 500 指数不是。因此，战胜该指数是一个很高难度的事情，在某些年份表现不及标普指数并不意味着投资失败。

点评：即使是巴菲特和芒格这样的投资大师，要持续战胜市场也并不容易，这也印证了巴菲特所一直强调的能力边界。具体到投资角度说，同一个风格的产品，不太现实的一点是指望投资在经济繁荣和衰退期都能获得较高的收益。在经济繁荣时期获得较高收益，同时在经济衰退期避免惨重的损失，就可以算得上较为出色的投资。

五、巴菲特对于奥巴马和美联储经济政策的看法

巴菲特认为，美国经济目前运行得不错，正走在复苏的正确道路上，而且公司的税率也不是太高，奥巴马的经济政策目前看起来是没有问题的。另一方面，美联储制定的零利率政策在振兴经济方面做的很好，目前并没有所谓明显的泡沫经济的出现。巴菲特认为伯南克在应对危机方面是个英雄，他很聪明，对于政策处理得很妥当。巴菲特强调，要想在政治问题上说服对方是很难的一件事，“巴菲特不想说服您，您也不要说服巴菲特。”

点评：不少价值投资者对美联储的量化宽松政策持十分严厉的批评态度，巴菲特的肯定态度显得独树一帜，如果深入研究这种差异，可能那些持批评意见的价值投资者更多关注的二级市场，量化宽松推

动了二级市场的价格，使得这些投资者在二级市场上进行价值投资的难度加大，因此他们可能会对量化宽松持批评态度；而巴菲特通常强调的是从实体经济、从企业经营的层面来考察投资，通过并购整个企业等来推动投资，因此更为关注量化宽松对缓解实体经济压力上发挥的积极作用。

巴菲特认为，如果象提问者说的让他担任美联储主席，他要做的与伯南克也差不多，从美联储的会议纪要看，在有許多争议和分歧时，伯南克坚定地行动，目前的问题是，目前这种量化宽松投资者以前几乎都没有见到过，未来这种状况如何收场，目前还难以逆料。

形成对比的是，芒格对量化宽松持批评态度，芒格说，政客们没有休止地大量印钞票，总会达到极限的，不要忘记德国魏玛共和国的恶性通胀是怎么来的。

另外，与此前的态度一致的是，巴菲特在股东大会上会回避政治事务，在商言商，求同存异，只是聚焦在投资决策上。

六、巴菲特如何为股东释放价值？是否会让子公司 IPO 上市？

巴菲特认为，几乎没有其他任何一家公司像伯克希尔这样如此多地探讨内在价值，他说他和芒格对公司的内在价值的估计相差预期不会超过 5%；公司会继续努力地为股东传递信息，告诉他们公司的业务和真正的价值在哪里。对伯克希尔的股票来说，内在价值达到账面价值的 1.2 倍意味着公司的价值被低估，如果这一比例超过 1.2，公司将回购股票。公司的目标是让内在价值不断升高，而不是通过发行股票来稀释价值，长期公司的内在价值一定会上升。

点评：对内在价值的定义是，一家企业在其未来剩余的寿命中能够产生的现金流量的折现值。对一个公司内在价值的估算是巴菲特价值投资哲学中的关键概念之一，一旦内在价值与股票价值存在较大差异，就可以通过买卖行为获得投资收益。

七、巴菲特为何向太太嘱咐信托基金要买短期政府债券，而不是购买伯克希尔公司的股票？

巴菲特认为，对于巴菲特夫人而言，她投资的目的并不是要使收益最大化，而是要在不用花太多精力的同时还能获得稳定的收益，投资的安全性是她需要考虑的更重要的因素。因此，购买短期政府债券更适合她的投资目标。当然，至少在巴菲特死后的 10 多年里，根据巴菲特的要求，巴菲特的 5 个信托基金的掌管人都不会选择卖掉伯克希尔公司的股权来套现。

点评：“安全边际”也是巴菲特的投资哲学的关键概念之一，每个人的风险偏好都不一样，因此适合每个人的投资方式也各不相同。如同通常所说，并没有适用于所有人的单一的投资方案，一个合适的投资，应当是适应不同的风险收益偏好、进而在控制风险的前提下获得投资风险的。

八、巴菲特谈公司高管薪酬的披露程度

巴菲特和芒格目前的薪酬一样，都是象征性地在公司领取一年 10 万美元薪酬，他认为，其他高管付出的努力完全配得上他们的薪酬。伯克希尔公司会按照美国证交会(SEC)的要求来披露薪酬计划，但是把薪酬计划完全透明化其实对公司股东有害无益。因为每个人都知道

了他们周围人的工资情况，他们会相互攀比，进而产生嫉妒情绪而影响工作。巴菲特强调，所罗门公司每个人的收入都很高，但是到后来他们都很不满，因为他们看到了周围有人拿到更高的工资。

点评：提高信息披露水平有利于增强市场约束，但是并不是披露的信息都是越多越好；如果说信息披露也是公司治理的一个重要组成部分的话，那么信息披露也应当有利于提高公司治理的效率，而不是起到相反的作用。

九、巴菲特谈公司留存现金的重要性

巴菲特称伯克希尔公司主要不靠银行贷款，因为在真正需要现金的时候可能很难获得银行贷款，伯克希尔公司将永远在手头留出 200 亿美元现金，公司必须靠自己。现金和信贷额度就像氧气一样极度珍贵，可能在 99.9%的时间里它都是充足的，但是往往在最需要它的时候，你却发现已经没有了。

点评：只有经历过惨烈的市场洗礼的投资者，才会深刻理解“现金为王”的涵义，市场上最缺乏现金的时候往往也是投资最需要现金的时候。在这个时候哪家公司拥有充足的现金，哪家公司就可以把握良好的投资机会。巴菲特在回答关于为什么能源公司始终保持较高现金时，也强调是为了潜在的收购的需要。

十、巴菲特谈危机时期的投资机会

回溯历史，巴菲特说有人时候可能会认为自己在金融危机期间“过早”花费了大量伯克希尔哈撒韦的闲置现金，同时更应该将投资重点放在股票上而不是投资企业。从现在所知来看，也有人认为巴菲

特可能远不如将所有资金保留到金融危机真正见底时。巴菲特认为，时机预测或许能显著改善投资，关键的问题在于巴菲特认为自己从来不知道如何确定市场何时见底。巴菲特观察说，往往在衰退期价值跌幅最惨的公司，往往反弹的力度也最大，投资能获得更多回报。

点评：世界上的一些伟大的投资家的最为伟大的投资，往往是在经济金融危机时期做出的。巴菲特强调自己不能择时也不用择时，虽然巴菲特在许多场合反复强调这一点，现在依然也值得再关注。巴菲特在会议上也强调，现金是很重要的，但是如果你不用它，它就没有什么价值。

十一、一个投资者如何知道事情在自己的能力范围之内，如何计算出自己的能力圈或者说界定自己的能力边界？

巴菲特认为，每个人都有必要意识到自己所具有的能力和知识，其边界和范围。人首先要认清现实，然后要认清自己。以巴菲特为例，巴菲特认为自己很清楚地知道零售业是超出自身分析能力的行业，例如巴菲特早期投资的巴尔的摩的 HK 百货公司最终就以失败而告终。你需要知道的是现在进行的是一个什么样的游戏，自己该如何在游戏中取胜。

点评：清楚认识到自己的能力边界是巴菲特投资哲学的重要一点。投资者的经历、知识、能力不同，能力圈范围的大小也不一样，但是重要的是确定自己的能力圈边界在哪里。

巴菲特在会议上强调，只要你持续不断地学习，不断满足你自己对知识的好奇心，日积月累，必然会有所感悟。这也应当就是不断拓

展能力边界的过程。

十二、巴菲特谈理想的并购企业标准和投资标的的调研

对于公司未来的并购目标，巴菲特表示，伯克希尔要买有好的生意并且足够大的公司。他特别强调，公司的管理层非常重要。他介绍说，伯克希尔有自己的经济性原则，公司管理者在出售他们的公司时知道能信任伯克希尔。巴菲特说他会尽力支持管理者自己去管理公司，伯克希尔并不自己去做，巴菲特说自己努力坚持这项原则已经几十年。

与此形成对照的是，很多在短期经营业绩压力推动下的私募基金并不关心公司的日常运营，而很多公司的管理者经营公司 20 至 30 年，很关心自己的公司，对公司有很深的感情，往往并不希望同别人共同经营。

点评：从巴菲特的介绍看，伯克希尔比较倾向的并购标准就是：好生意、好的公司治理和管理层。规模相对较大的公司。在收购企业之后，巴菲特能够信任公司的原有管理者，并不会过多干涉公司的运营管理。

巴菲特在会议上还强调，一旦巴菲特准备要进入某个特定的行业，他会拜访这个行业的 10 位 CEO，然后询问他们两个问题：1 如果你要把全部财富都投资到这个行业中的一个企业，你准备投哪一个？ 2 你认为这个行业中最差劲的竞争者是哪一个？在这样广泛调研的基础上，巴菲特再决定是否继续采取下一步的行动。

十三、为什么不在美国以外进行更多收购？是否美国比其他市场更具吸引力？将来伯克希尔哈撒韦公司是否可能收购非美国公司？

巴菲特认为，伯克希尔从来没有因为某家公司在海外就放弃机会。伯克希尔公司只是运气不太好，没有关注到太多的美国以外企业。伯克希尔公司目前更多的重心还是在美国市场，因为几乎美国所有想出售公司的创始人和家族都知道伯克希尔，而其中许多人倾向于卖给伯克希尔，而外国公司没有如此近地接洽。或者说，巴菲特在美国市场上巨大的声誉，为其进行并购提供了良好的外部条件。巴菲特对伯克希尔公司在美国之外的地方没有如此好运气感到有些失望，但伯克希尔公司将继续致力于海外的机会。

点评：将业务控制在自己的能力边界范围内，控制在自己具有信息优势的范围内，是投资取得良好成绩的重要因素之一。

十四、如何看待资本市场上激进投资者的兴起？

巴菲特表示，他从来不碰衍生品，也没有用衍生品工具购买过可口可乐股份等。巴菲特还对激进投资者作了评价：在华尔街上，任何事物只要能吸引到资金流似乎就被看做成功，然后市场会不断跟进，让这个游戏持续，这种状况往往要发展到这个一度时髦的商业模式失效为止。

点评：对复杂的金融产品始终保持谨慎的态度。

十五、巴菲特谈自己节俭的生活习惯

巴菲特认为，生活质量和生活成本是两个概念，没有直接关系。目前自己的生活不会因为花更多钱就变得更快乐。一旦财富超越了某个极限，消费得更多可能与幸福负相关。

点评：应当让财富为生活服务，而不是生活为财富所累。芒格也

点评巴菲特的观点时说，巴菲特这个人很奇怪的，生前就决定在死后把自己的财富都捐掉，自己生活却十分节俭，与巴菲特这样的人共事很好，可以获得更好的社会声誉。

第 25 辑

(2014.6.5)

国际比较：经济增长与资本市场的相关性和相互影响 机制探讨

【主持】

巴曙松教授（北京大学汇丰金融研究院执行院长）

【主讲嘉宾】

J 先生主讲，金融投资界多位专家共同探讨。因为参与讨论的相关专业均是在市场第一线从事投资工作，文中略去相关人员姓名及其相应的观点，只是笼统地汇总一个总体的纪要；同时，本纪要不构成任何投资建议，纪要未经参会讨论者本人审阅，记录错误在所难免，与主讲专家和参与讨论的专家无关。

本期会议纪要由张晓龙协助整理。

一、A 股较宏观基本面低迷的原因

进入 21 世纪以来，从整体上看，A 股市场并没有起到通常传统意义上人们预期的经济发展“晴雨表”的作用；甚至在一定时期，呈现了 A 股市场与经济发展相背离的情况。

从具体的经济数据上看：2013 年中国国内生产总值约达到 56.9 万亿元，较之 2000 年的 9.9 万亿元增长了 473.34%，年均复合增长率达到 14.38%；同期境内上市公司市值规模从 4.81 万亿增长至 23.1 万

亿，年均复合增长率达至 12.83%；但较之而言，A 股大盘价格指数却发展缓慢，截至 2013 年底，上证综指收盘价为 1979.21，较之 2000 年底的 1928.11，年化增长率为 0.2%，远低于通胀水平。如下图所示，股票市场价格与 GDP 走势偏离度不断加大。

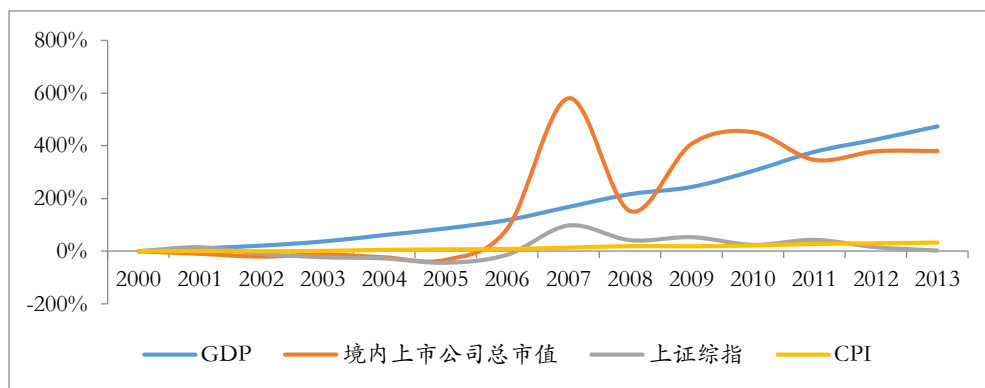


图 1 宏观经济各项指标 2010~2013 年期间累计增长率

数据来源：Wind

对中国 A 股市场与经济发展情况相背离的这一情况，不同的研究者有不同的解读，在讨论中，多位专家分别从不同角度进行了分析：

1、郑鹏先生等指出，这一问题的原因是多方面的：(1)上市公司企业自身问题。从中国上市公司的企业性质上看，国有企业和私营企业构成了 A 股市场绝大部分份额。两类企业均存在一定的悖论。国有企业主要体现在管理模式方面：从企业性质上看，国企的主要任务不是股价和股东分红，而是对国家的各方面贡献；这使得企业管理目标方面，管理层与股东利益呈现一定偏离。私营企业发展悖论主要体现在企业生存环境方面：由于私营企业所处行业多数存在数量多、准入门槛低等特点，使得私营企业存在一定程度的过度竞争，成本的不断降低及经营效率的提升使得经济发展更有活力，但从财务角

度上看，并不利于股东。同时竞争无序造成了私营企业盈利能力较差；另外伴随银行信贷稀缺性及融资效率欠发达导致的小微企业融资难问题，以中小企业为代表的私营企业发展前景待观察。其次，政策目标制定问题。证券市场从诞生之初便受到各方面监管主体的密切关注。从前后颁布的相关政策、法规来看，股东权益并不是政策的唯一出发点。最后，投资者结构问题。股票市场充斥着以短线投机为代表的散户，而注重长期投资的机构投资者成为市场的少数派。股票相关信息的波动都将决定或影响散户的跟风行为，使得股价无法真正体现上市公司的实际价值。鉴于股价及总市值等相关因素的考核及影响，包括国企、私营企业在内的上市公司均出现一定程度的“竞争过度”，企业难以制定 5~10 年的长线发展规划，成为市场情绪也即散户情绪的追随者，迫使机构投资者被迫选择短期选股、择时策略。上市公司对长期投资者利益保护缺失也是造成“经强股弱”的原因之一。

2、政策定位问题。从历史政策颁布及实施表现上看，一段时期内股票市场担负着助力国有企业解困的职责。大量资金流入到回报低、发展前景不明朗的国有资产领域。以国有企业为主导的股市结构一定程度上反应了中国国民经济结构的现状，体现了过去 10 年来股票市场对国有企业的贡献程度。然而，当前 A 股 10 倍左右的市盈率也是其在经济转型方面付出较大代价的体现。若当前监管部门仍致力于借力股票市场进行“去杠杆”的政策目标不变，一些专家认为当前 A 股市场仍难有较好的改善。

3、定价机制为题。股票市场实现资源优化配置的前提条件是定

价的合理性问题。但 A 股的投资文化和投资者结构使得定价的合理性仍待提高。不合理定价造成了较为显著的“劣币驱逐良币”效应。例如因为上市门槛和上市后的管制等原因，相对“普通”的上市公司踊跃在 A 股 IPO，而相对“好”的公司却在境外 IPO，导致股市结构得不到增量改善（这也被视为是一段时期内恒生指数和上证综指表现差别的主要原因）。

4、投资者结构问题。截至 2013 年底，以散户为代表的个人投资者占据了 A 股期末账户总数的 99.62%，A 股账户流通市值 10 万元以下的投资者持有了 A 股总市值的 84.74%。投机情绪的推动及市场跟风行为的深入使得持仓市值和交易量占比节节下降，换手率日趋高企，价值投资、长线投资的模式受到严重挑战；机构投资者被边缘化和碎片化，投资行为短期化和主题化。最终导致 A 股市场赚钱效应的降低，长期投资信心严重缺乏。

从投资者行为来看，投资信心主要取决于投资回报水平，而投资回报水平的提高来自于公司治理结构的改善、投资者结构的优化以及资源配置效率提升。上述措施的实施任重而道远，但边际的改善不应间断。如混合所有制、国有企业激励机制的改善、改善 QFII 等机构投资者的准入和投资额度，等等，这种日积月累的改进，对市场是有积极作用的。

概括而言，股市当前的状态，有人认为是股市与实体经济的脱节，但是从特定的角度看，也可以说是中国经济体制问题和转型问题的集中反映，从这个意义而言，股市仍然在发挥“晴雨表”的作用。未来

改善之路是一项长期工程，其关键点在于：（1）经济结构的调整；（2）股市的结构调整（增量部分和存量部分）。

二、A股新股不败的原因

在资本市场中，参与 IPO “打新股” 获得的收益被视为无风险收益，较高的赚钱效应使得 IPO 市场聚集大量低风险资金；但对于二级市场是却差异显著，对于参与网下申购所要求的持股部分仍要求通过期货对冲；新股发行导致的资金分流成为二级市场的又一问题，即使在 IPO 的 “三高”（高市盈率、高融资、高首日定价）背景下，这一问题仍较为严重。甚至二级市场上还存在一定程度的 “炒新” 问题，新股上市的定价水平一般显著高于同类企业。从整体上看，股票的一级市场与二级市场在资金流入方面已形成了较为显著的分化。对这一问题的产生及影响进行如下几点分析：

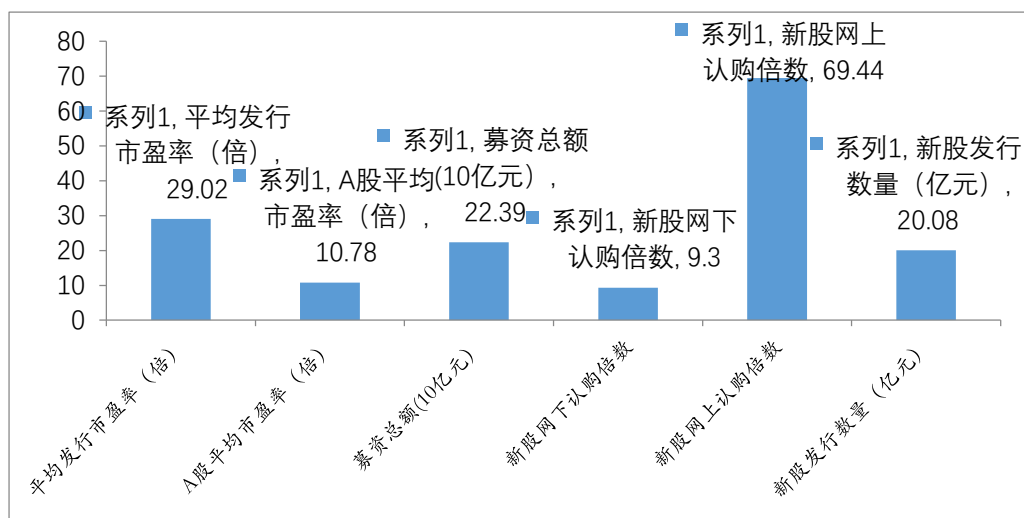


图 2 2013/12~2014/01 期间新股发行及 A 股市场表现情况

数据来源：Wind

1、新股发行对于股票市场的发展至关重要。在 90 年代对资本市场效率研究过程中，不少论文专门以美国股市为背景研究 IPO 定价过

低的问题，投行为发行便利而压低发行价格是导致新股价格偏低的重要原因之一。这一解释较难应用与中国新股发行领域：投行的承销费用一般与发行规模挂钩，这样投行应该更有动力推高发行价格。

2、高发行价与“新股不败”共存？从市场行为上看，高定价有一定的合理性。在中国，公司上市是对企业资质的提升（典型的是银行在同等条件下对上市公司的资信评级要显著优于非上市公司）；【募集资金/企业原有股东权益】这一比例的高企意味着 IPO 后企业仍掌握大量现金，在具备较好投资项目的前提下企业能获得更高的增长空间；IPO 的时滞导致部分募投项目已提前运行并产生效益。

3、定价机制未合理的发挥作用，使得市场失灵有时难以避免。如在 A 股市场因市场定价原因而导致发行失败的案例较为稀少，这一现象从国际经验上看并不正常；再如海普瑞（发行前 10 亿左右的股东权益，以 148 元的发行价募集资金近 60 亿）为典型的高市盈率发行，从目前来看发行定价机制存在严重的缺陷；定价机制的不合理直接导致资源的错配，也直接导致二级市场需要为 IPO 高定价付出代价。

4、发行财务指标的预设标准使得一些新经济代表企业无法在 A 股上市，也使得 A 股指数失去了大量增量改善的机会。若一些科网股和中概股中的领军企业能够在 A 股上市，则 A 股表现的改善将成为大概率事件。

5、IPO 的集中发行和上市有助于定价机制的改善，破发或发行失败等现象的出现有益于新股发行价格的合理化。加强参报价机构的

问责、对投资者进行风险教育也是 IPO 定价机制完善的重要方面。

6、发行制度应保持一定的连续性，逐步从审核制向注册制转变，减少对发行节奏的调控，让市场机制发挥主要作用；对虚假陈述应严厉处罚，并完善企业退市的制度安排。

7、继续改善投资者结构，提高机构投资者在新股定价中的积极作用。散户投资者普遍存在投资理论缺乏的问题，易产生“跟风效应”及投机行为；由于无论在 A 股账户余额还是在账户数量方面，散户都占据主导地位，使得企业内在价值无法在 A 股市场得到真实体现。因此改善当前投资者结构，让更多机构投资者在新股定价中发挥更重要的作用就尤为重要。

系统性的新股高定价发行，而非新股发行，才是中国资本市场的利空因素。IPO 是中国经济转型中的重要一环，同时更是中国股市结构改善的关键点之一。历史上股市重要的转折都在于优秀公司上市后的推动。虽然目前证券化率已大幅提高，但 IPO 对股市结构的改善仍有推动作用。监管及协调部门应当助力定价机制的完善，打破新股不败，用实际损失进行风险教育，进一步推动二级市场定价机制的完善。

三、A 股风格上偏向小盘成长的原因

从上市公司的股票市值规模上看，在近期的多项探究 A 股风格与收益关系的实证分析中显示：在用多因子模型解释阿尔法（超额收益）时，规模因子（流动市值因子或总资产规模）总有稳定的表现；且在过去的一年中，规模因子更成为最显著的因子。

2013 年，以创业板为代表的小盘股显著跑赢以沪深 300 为代表

的大盘股约 90%，是历史上用风格轮动划分最显著的一次：沪深 300 2013/2014E 的盈利增速分别为 12.4%/13.5%，估值水平 PE 分别为 8.26/7.22；然而，创业板 2013/2014E 的盈利增速分别为 27.8%/61%，估值水平 PE 分别为 52.9/32.8。无论从盈利还是在估值水平方面，小盘股普遍高于大盘股。

	日期	2012-12-31	2013-12-31
	收盘	2,269.13	2,115.98
上证 A 股	市盈率(TTM)	11.75	9.69
	市净率(LF)	1.60	1.34
	收盘	919.80	1,103.81
深证 A 股	市盈率(TTM)	26.97	29.26
	市净率(LF)	2.38	2.61
	收盘	2,522.95	2,330.03
沪深 300	市盈率(TTM)	11.00	8.92
	市净率(LF)	1.61	1.34
	收盘	4,840.73	6,115.56
中小企业板	市盈率(TTM)	28.01	35.25
	市净率(LF)	2.66	3.10
	收盘	713.86	1,304.44
创业板	市盈率(TTM)	34.35	60.30
	市净率(LF)	2.69	4.30

数据来源：Wind

在公募基金的配置角度方面，2013 年基本是由大盘股向小盘股不断转移的过程。其主要原因在于以下几点：

1、小盘股的显著溢价或是 A 股特有的现象。虽然过去若干年 NASDAQ 显著跑赢 SP500，但 NASDAQ100 成份里市值规模小的大致也有 70—80 亿美元。在同一行业内，通常是经过激烈竞争脱颖而出的领军企业享受了一定程度的估值溢价，而行业内竞争能力相对较低的小公司通常估值水平存在一定的折价，甚至部门小流通市值的公司连投资研究机构也未对其进行观察。

2、大的风格轮动背后总是有一个强大的逻辑支撑。本次风格轮动背后的逻辑基础在于经济结构的转型。传统增长模式可持续性的缺乏导致该类传统行业公司估值水平的下行，而新兴行业公司（即朝阳行业）的估值水平不断提升。

3、一国的经济结构由要素禀赋决定，具备一定的刚性特点；而经济结构的变迁是一个长期的偏自发的过程。部分新兴行业，若没有要素禀赋的支撑则也难以形成核心竞争力，更无法形成新的经济增长点。因此在发展前景判断方面，仍要行业的门槛、竞争结构、生命周期等方面进行研究。准入门槛的缺失使得光伏、风电等行业发展成为昙花一现；准入门槛不且实际高企行业，经过市场的淬炼，终将被淘汰或被迫调整。

4、行业竞争态势重要性较高。大量行业已经过了自由竞争阶段，大公司在资金、技术、品牌等方面具备较强的竞争优势；与此同时，小公司很难获得超越行业增速的发展速度。在部分赢家通吃的行业中，行业的第二、第三大企业的价值便严重打折。一般在自由竞争行业中的优势企业是有从小到大，额外获取其他竞争对手市场份额的机会（如一些进口替代型行业）；但该模式持续性相对较弱，对行业的把握能力要求较高。

5、小盘成长机会或是获取超额回报的重要来源。但对行业和公司研究和跟踪的要求较高，同时也存在一定运气成分。正如当初马化腾也几乎把腾讯股权全部抛售。市场的情绪又总是在变化中。

6、投资标的的规模的大小可能并不是关键因素。传统行业中的绩

优蓝筹公司同样也不乏投资机会。关键在于行业竞争结构和行业中的竞争地位，多数传统性公司经过不同的周期阶段的洗礼，构筑了较好的竞争壁垒。在当前的市场偏好下，以较低的成本介入又具备较好的安全边际。

7.市场风格的形成背后仍有投资者结构使然。目前一方面是机构投资者投资短期化、博弈化的倾向比较突出，另一方面也反映了机构投资者产品差异化、研究差异化、盈利模式差异化严重不足。

四、A股在经济新常态下择时问题探讨

1990年以来中国A股市场振幅率((最高点-最低点)/全年均值)最低年份是2003年，为23.3%，而2014年以来却仅为9.9%；新常态下的宏观经济政策贯彻底线思维，即仅对宏观经济进行托底式的微刺激，宏观经济呈现出有波动而无趋势的特点，相对应的是，股票市场也并无明确的趋势性行情，且波动性越来越小，股票市场赚钱效应降低。传统的流动性线索研究方法的有效性引起讨论。在这一现象背后，得出的分析结论是：

	收益			振幅		
	上证综指	沪深300	深证成指	上证综指	沪深300	深证成指
2009	79.98%	96.71%	111.24%	1.8629	2.0184	2.1515
2010	-14.31%	-12.51%	-9.06%	1.3884	1.4184	1.5055
2011	-21.68%	-25.01%	-28.41%	1.4113	1.4628	1.5104
2012	3.17%	7.55%	2.22%	1.2556	1.2887	1.3763
2013	-7.17%	-8.63%	-11.19%	1.2484	1.2846	1.3327

数据来源：Wind

表 3 A 股大盘指数 2009~2013 年表现情况

	波动率		
	上证综指	沪深 300	深证成指
2009	29.79%	32.24%	33.87%
2010	22.21%	24.76%	27.10%
2011	18.10%	20.37%	21.66%
2012	17.04%	19.97%	22.31%
2013	17.78%	21.46%	22.17%

数据来源：Wind

1、价值投资与择时并不矛盾，价值投资、长期投资并非不择时。

巴菲特等投资大师长期保持大量现金头寸的目的之一是能够在足够便宜的价格买入合适的投资标的。实际上，在别人恐慌时买入这一方法本身也是一种择时。

2、股票作为一个风险资产，买入的意义在于未来能够提供有足够吸引力的风险回报。一投资大师曾言，当三年年均 25% 的回报成为大概率事件时他才会考虑出手。若确信有该类回报水平，则在买入机会方面显得并不重要。市场瞬息万变，底部买入的理想化策略难以频繁实现，这也是择时的一种。

3、通过技术分析和指数形态综合判定进行择时。对某投资经理的长期业绩进行归因分析显示，具备显著的资产配置超额收益，其择时的主要方法在于依靠技术分析和指数形态的综合判定进行择时。

（据说这位投资经理的最新的观点是：2008 年以来的 A 股下跌趋势接近尾声。）

4、比较常用的择时体系是通过对宏观经济周期的划分确定每个小周期内的资产配置优先顺序，如美林时钟、普林格时钟。有的专家

认为目前介于衰退和复苏交替之间，流动性的拐点已经出现，经济景气的拐点大概率在下半年出现。目前较大可能是债市的“下半场”，而股市正逐步进入“上半场”。

5、宏观经济呈现出有波动而无趋势，经济景气出现拐点向上但景气的持续性弱。股票市场的波动性降低，因此在择时方面需预备一定的“提前量”，要有一定比例的左侧交易。另一方面或要适当降低预期收益率目标。实证显示，流动性指标或是重要的同步指标，恒生国企指数可能相对于 A 股具有一定的领先意义。

五、嘉宾问答环节

Q1: 期权出台的时机还是 2014 年第三季度吗？能否预测下其出台对 A 股的潜在影响？

A1: 在期权出台时间方面，有专家认为是先 ETF 然后个股期权试点。期权的出台总体上会使大股票定价更合理，但也不尽然；投资者可能会在期权概念方面进行爆炒，因此对投资者一定要有实质性风险教育，莫让当年南航权证事件重演。

Q2: 2014 年消费类成长股走势，远不如其他行业，是什么逻辑？

A2: 第一、2013 年弃白酒股而增持大众消费行业股，原因在于后者股价反映充分，预期较满；第二、消费品后周期特点显现，经济下行影响最后传导至大众消费行业，2014 年业绩前高后低。第三、2013 年大年，2014 年小年，2015 年大格局进入到平稳增长。同时医药行业增速下行明显，但估值水平较高，资金从药品将转向医疗服务和器械以追求更高的成长性，整体而言过高的估值水平需要时间消化。

Q3:目前 A 股传统强周期股的贝塔越来越低，而以科技股为代表的高估值成长股往往成为反弹急先锋，这种局面是否有可能成为新常态？

A3: 周期股反弹力度取决于（1）刺激力度（2）运营杠杆（3）股票相对于历史均值的低谷幅度。由于以下原因可能在反弹行情中弹性小于以往，一是微刺激；二是行业出清不充分，故估值的小幅修复为大概率时间。小盘股市场情绪仍在，但更多可能是自下而上的机会，且此类机会难以成为常态，但也是反弹操作中的一种配置思路。

Q4: A 股中小板创业板的估值其实已经较高。基金经理 A 股配置从大转小，是真的主动价值投资，还是业绩考核下的逆向被动选择？

A4: 在择时方面，曾阅读过晨星的一份十年 A 股数据追踪分析报告。A 股择时的显著性远高于美国。在基金经理投资方面，一般而言，开始选择估值水平相对可接受的品种，若效果符合预期则全面转向。须指出的是，不少基金经理确实认为，在转型大背景下传统行业难有机会。

Q5: 基于数学公理的估值该如何重新认识？

A5: 首先，估值须放在一个体系内结合无风险收益水平、风险回报要求等因素共同确定；其次，同一体系内按照相同因子是可以确定相对高估和低估。

第 26 辑

(2014.6.10)

互联网如何改变传统房地产经纪行业

【主持】

巴曙松教授（北京大学汇丰金融研究院执行院长）

【主讲嘉宾】

杨现领博士，华创证券研究所房地产首席研究员。

本次会议纪要由居姍协助整理。

一、互联网行业对传统房地产经纪行业的冲击

2014 年平安好房网的上线、杭州二手房中介从搜房网下架房源的事件、以及 3 月京沪 9 大二手房中介联合抵制安居客的事件，使得互联网行业对传统房产行业的冲击成为一个热门的话题，这些都说明传统与互联网之间的战争已经开始。在电商、旅游、传媒等领域，可以看到传统对互联网的反扑都曾不断上演，但这次结果是否会有所不同？房地产行业具有交易频率不高、交易环节复杂、涉及流程过长的特点，互联网能够带来哪些改变，又会对传统产生什么样的影响是个值得深入研究的问题。

数据显示，2012 年美国、英国和澳大利亚的经纪行业佣金规模分别达到了 590 亿、41 亿和 53 亿美元，其对应经纪领域的代表性互联网公司 Zillow、Rightmove、REA Group 2012 年的收入分别达到 1.1 亿、

1.9 亿和 2.9 亿美元，这三家互联网公司在美股中的表现也非常抢眼，互联网行业的发展使得传统经纪业务领域也成为诞生好公司的沃土，值得仔细研究。

根据我们的测算，中国房地产经纪行业的市场容量约为 1200 亿，其中二手房交易佣金约 655 亿，租赁市场佣金约 183 亿，两者之和在房地产经纪业务总量中的占比接近 70%，由此可见二手房交易占据了房产经纪业务的主体。中国二手房市场的全面崛起意味着房地产经纪行业是一个即将爆发的千亿级市场。而在这个巨大的市场中，互联网企业具有无可比拟的优势。

在互联网的不同发展阶段产生过一些曾经和正在对传统经纪行业产生影响的典型代表公司，这其中大部分是上市公司。如在传统的房地产经纪行业中，存在诸如 REALOGY、RE/MAX 等这些线下巨头；在互联网发展初期，开始出现 MOVE、REA Group、Rightmove 等方便消费者搜索房源的公司；随着互联网行业发展，2005 年以后出现了以 Zillow、trulia 为代表的专注于房屋搜索引擎、房屋估值和社交平台的公司，解决了房屋的本地化和非标准化问题，使得通过互联网搜索房源和找到房屋的比例大幅提升；目前正在发展壮大的是以美国 Redfin 公司为代表的线上媒体和线下经纪人结合的互联网公司。这些公司之所以能够脱颖而出，是因为它们都不同程度地解决了消费者购房过程中的“痛点”。

目前中国房地产经纪行业中比较具有代表性的互联网企业有，成立于 1999 年的搜房网，2007 年成立的安居客，以及 2014 年 5 月上

线的平安金融全资子公司平安好房网。其他还有和各大门户网站合作的房地产网络平台，如 58 同城及赶集网等。互联网对房地产经纪行业带来的改变在不同阶段有着各自的特征。

二、美国房地产互联网经纪行业发展过程

从 1880 年到 1995 年互联网诞生之前，美国的线下传统经纪行业大致经历了两个阶段：第一阶段的主要特征是多元委托，即一个卖家会找多个卖方经纪人帮自己卖房子，这一阶段信息匹配的效率不高，且只有那个能够将房子卖出去的经纪人才能拿到佣金。第一阶段的情况可用图 2 来表示，seller 代表经纪人，也可以代表卖方自己，他们一起寻找买方，信息传递的效率比较低。

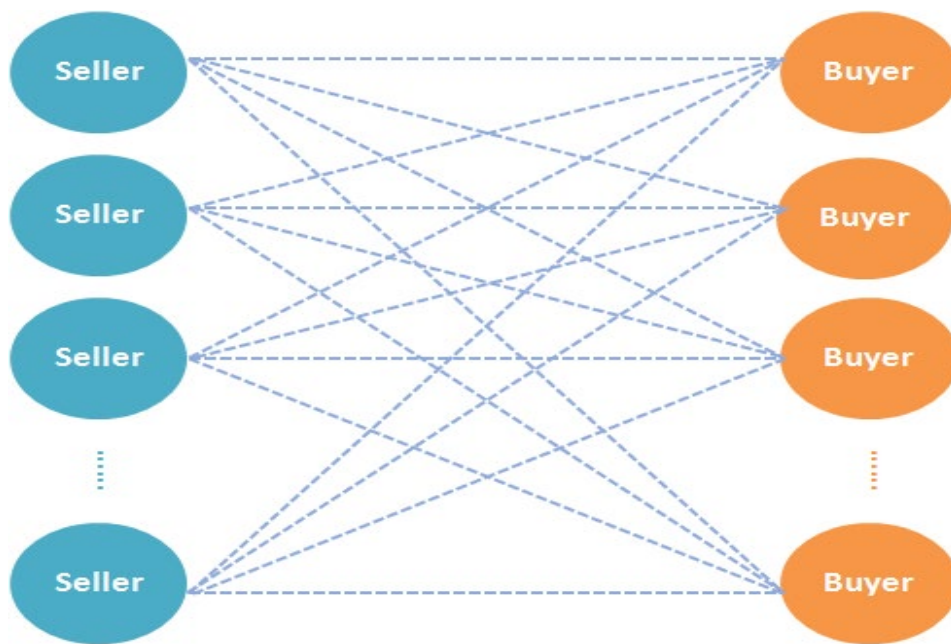


图 1 美国房产经纪第一阶段特征

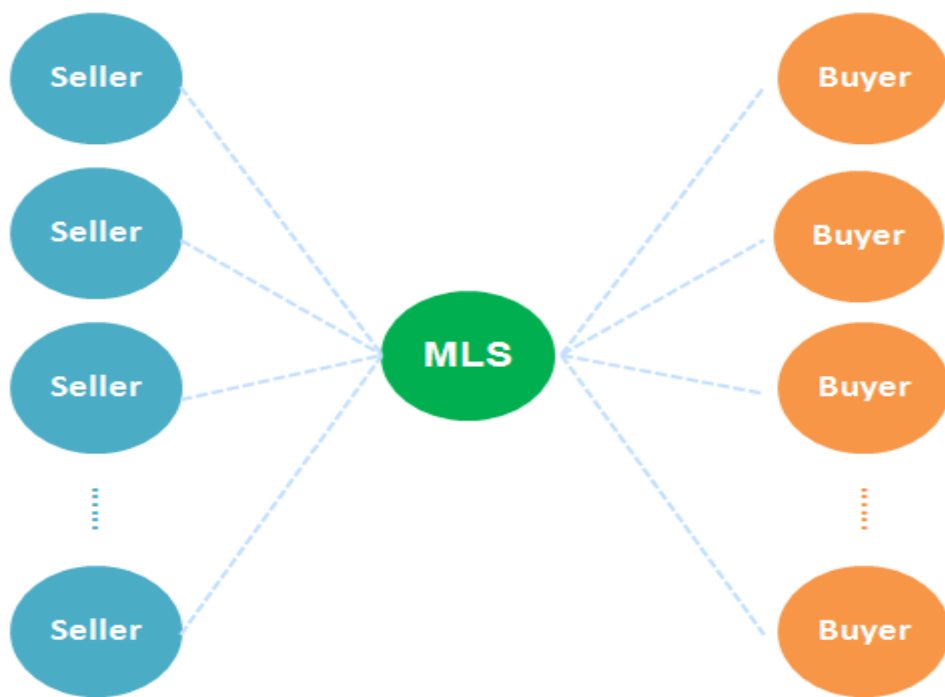


图 2 美国房产经纪第二阶段特征

第二阶段的情况可以用图 2 来表示，产生了一个以 MLS 为中心的信息集中处理数据，大大提升了信息匹配的效率，在这个体系下，多家委托逐步转向独家委托。

互联网公司发展之后，房地产经纪行业又可以分为三个阶段。第一阶段 1995 年互联网发展之前，以 MOVE 为代表的企业，做了一个类似于 B2C 的分类信息网站，方便消费者了解市场信息，搜索房源，他们的做法流程如图 6 所示。其结果是消费者在线搜索房屋的比例大幅上升，从 1995 年的 2% 上升至 2005 年的 77%，到 2013 年这一比例达到了 89%（见图 3），人们搜索房源信息的方法从以前只能通过纸媒，到如今可以在线时时搜索。

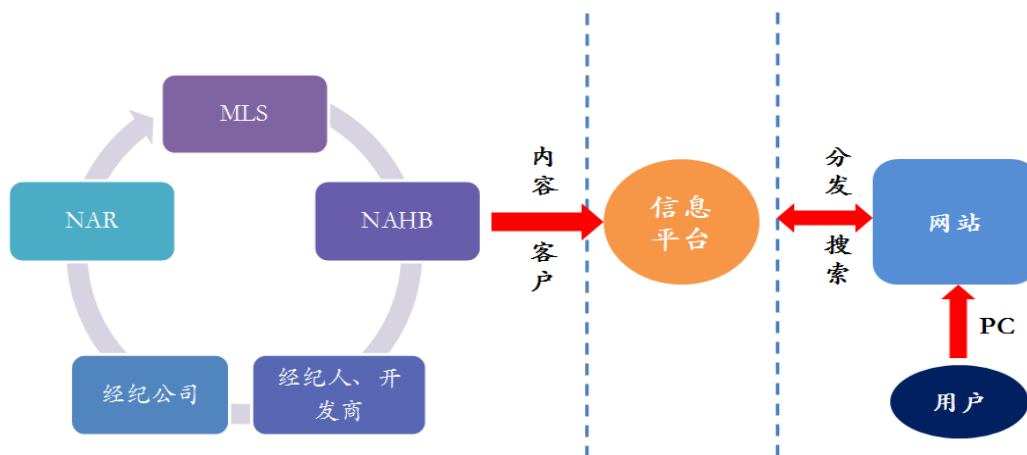


图 3 以 MOVE 为代表企业的做法

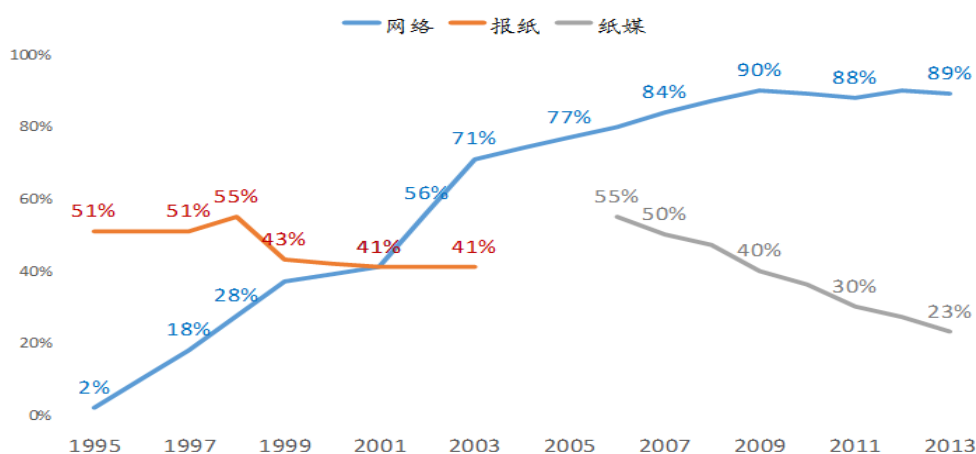


图 4 美国搜索房屋不同渠道比例

第二个阶段，2005 年之后的互联网企业解决的主要问题是房屋搜索引擎、估值和社交，并解决了房屋的本地化问题，使通过互联网找到房屋的比例大幅上升。这个阶段的代表企业是 Zillow 和 trulia，这两家企业一个做估值，一个做搜索，从上图可以看出，在线寻找房源的比例从 2005 年之后大幅上升，并取代经纪人，成为第一渠道。从而经纪人的信息匹配功能被弱化，但这个阶段互联网并没有取代经纪人，还是需要经纪人来完成线下的许多环节，如融资、产权、保险、结算等。因此从数据上看，美国的经纪人数量没有明显下降，甚至还在上升。相比较而言，在线旅游这个被互联网充分改变的领域，经纪

人数量从 11 万下降到 5 万（见图 5），美国的房地产经纪人人数还有很多，而且呈现周期性变化。

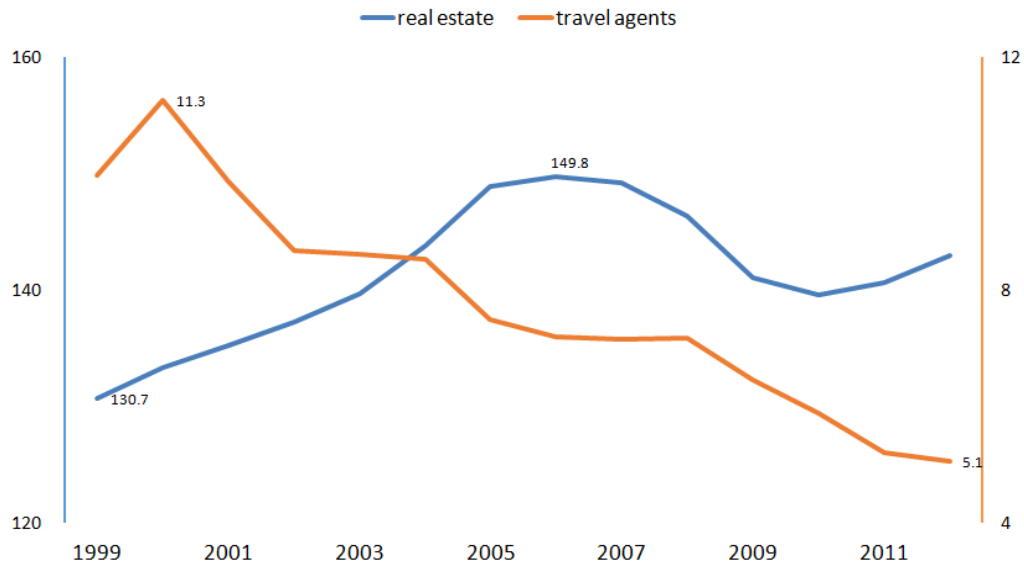


图 5 房产和在线旅游经纪人数量变化

互联网的第三阶段，是 E2E 电商，这个阶段还没有成型，可以认为这是线上媒体和线下经纪人结合的阶段。首先是一个互联网公司，拥有自己的流量，其次，也是一个经纪公司，有自己的经纪人。这种类型的公司一方面控制线上流量，一方面控制线下服务，有点类似一个双面兽。这种模式的代表是 Redfin 公司，它和 Zillow、trulia 几乎同一时间成立，但是选择了不同的发展模式。直到过去两年，硅谷的投资者才认识到 Redfin 这种重资产模式的价值，2013 年 Redfin 获得老虎基金领投的最后一轮融资 5000 万美元，这个公司目前处于发展的快车道，未来的投资价值远远优于 Zillow。Redfin 还给买家一定的佣金返还，其佣金是传统经纪人的一半，在这种水平上还能有利润，这对传统买家经纪人是一个很大的冲击。

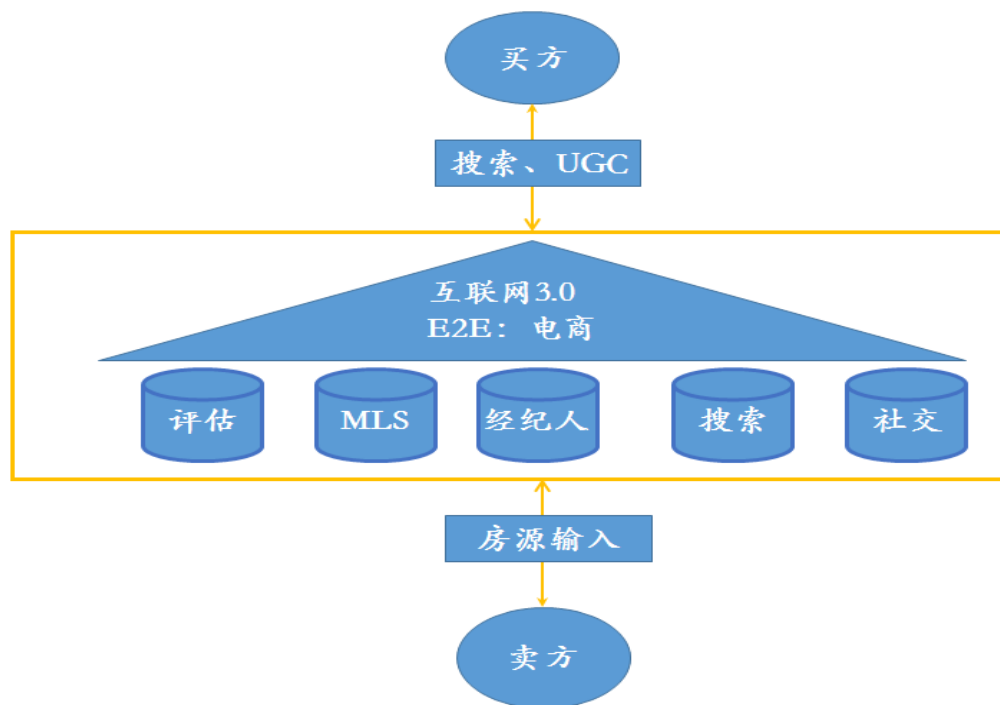


图6 线上媒体和线下经纪人结合阶段特征

三、中国房地产互联网经纪行业发展阶段与特点

中国目前的情况类似于美国的第一阶段，还是多家委托主导，房源的真实性仍是一个难以解决的问题，所以互联网公司可以发展的空间还很大。

美国由于面临强大的传统，互联网对传统的改变一直循序渐近，相对有限；而在中国，基于更好的时点和更弱的传统，互联网的冲击将更快、更广泛、更彻底。目前中国的情况比较简单，几个 player 的竞争力也很清晰，而且中国房产经纪行业的战争才刚刚开始，近期的事件如杭州中介联合下架房源，不过是一个开始，只会加快或倒逼互联网企业的布局速度。在互联网改变传统的历史脚步中，类似的事件有很多，再过两年，回头看今天的中介的行为，会发现真正冲击传统的，其实不是互联网，而是消费者，是消费者抛弃了传统。中介联合抵制搜房网的行为，只会让搜房网等房地产网络平台变得更加强大。

中国目前的现状是巨头隐现、格局待定：（1）搜房网有一定领先优势，但面临新房向二手房转型、PC 向移动转型的双重压力；（2）安居客的优势是介入了二手房，压力是介入的程度太浅；（3）未被满足的消费者痛点众多，未来的新进入者将层出不穷，中国的巨头之争才刚刚开始。

第 27 辑

(2014.6.17)

互联网金融的市场观察

【主持】

巴曙松教授（北京大学汇丰金融研究院执行院长）

【主讲嘉宾】

陈恳，梧桐理财网创始人 CEO。

本期会议纪要由郑子龙协助整理。

一、互联网金融飞速发展的典型事实与内在动力

1、事实与数据

首先参见来自网贷之家的基础数据：

（统计时间区间：2014 年 5 月 1 日--5 月 31 日；统计对象：804 家平台数据；数据来源：网贷之家数据总库；贷款余额也称待收金额，指平台目前在贷的尚未还款的本金，不计利息）

5 月网贷总成交量达 123.13 亿元，与 4 月（总成交量 121.25 亿）相持平，日均成交量 3.97 亿元，较 4 月（日均 4.04 亿）稍有回落。5 月份网贷平台综合利率为 19.6%，环比 4 月下降 60 个基点（1 基点 = 0.01%）。

2014 年 5 月网贷余额为 426.98 亿元，环比 4 月（400.25 亿元）绝对增加 26.73 亿，增速为 6.68%。2014 年以来，贷款余额一直保持

绝对值 20 亿以上的增长。



□图 1 2009-2016 年中国 P2P 贷款交易规模

5 月贷款余额排名前五位的地区仍为广东、北京、上海、浙江和江苏，这些平台贷款余额累计占比 85.06%，占据中国网贷市场的绝大部分。5 月贷款余额过亿的平台有 54 家，较 4 月增加 4 家，54 家平台分布在广东、北京、上海、浙江、江苏、湖北、湖南、山西、贵州和山东。

□ 2014 年 1-5 月新增网贷平台数量见图 2:

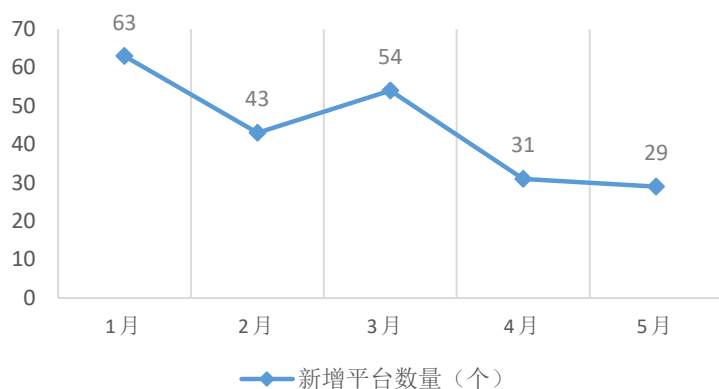


图 2 2014 年 1-5 月新增网贷平台数量

对于互联网而言，这种疯狂似曾相识。切换到一个团购的数据，从起步到疯狂再到落寞，仅仅三年左右的时间。

2010 年是团购起步的一年，2011 年是大跃进的一年，2012 年是

大洗牌的一年。

2013年上半年全国团购网站为494家，较2013年初减少449家，与历史最高纪录5058家比，存活率仅为9.8%。

2013上半年，大众点评网、拉手网、美团网、糯米网、窝窝团5个网站共占市场份额的90.09%，“一九”格局显现。但是最终都没有逃脱被整合的结局。

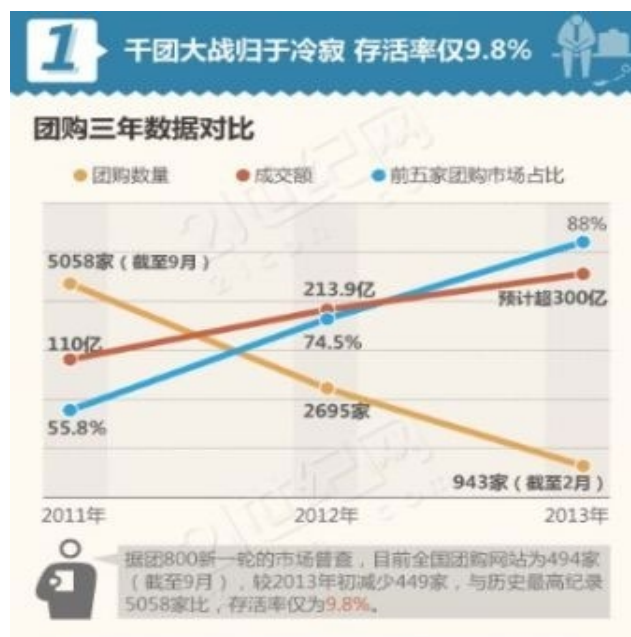


图3 团购行业三年数据对比

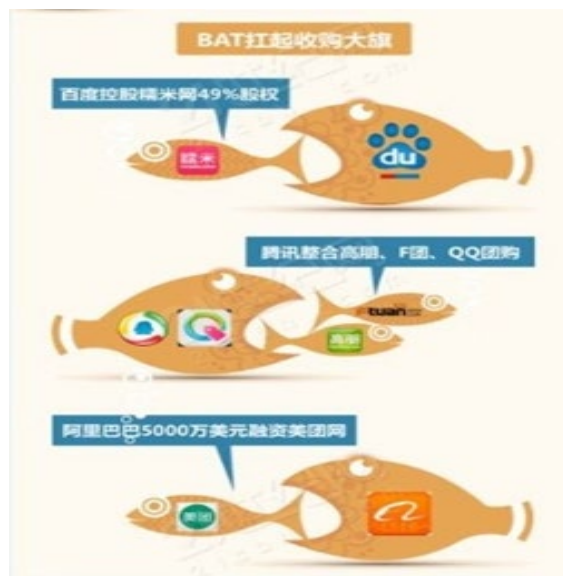


图4 团购行业整合

从某种意义上讲，目前的互联网堪比当年团购，“起于生猛，落于生猛”。

2、内在动力分析

为什么互联网金融这么“疯”？似乎是某种内在动力被压抑而出现井喷。推动这个行业急剧变化的力量包括：

第一，资本是疯狂的。互联网金融几乎成为所有VC基金的标配。

第二，资金是疯狂的。余额宝培育了全民理财的意识。同时，资本市场萎靡，房地产受限，实业艰难，社会闲余资金没有出路。

第三，做一个互联网金融的门槛极低，都有现成的模板，几千元就可以构建一个网站。目前典型P2P互联网金融模式是：三千元网站+担保公司担保+购买流量。

中国互联网金融“疯长”的土壤，除了互联网的发展，首先还是资金的双轨制。从利率角度，民间利率和官方利率“双轨制”，剪刀差非常大，月息1分（10%）于民间都是便宜的钱。两个资金市场基本是两条轨道。因此但凡打通两个市场，即能够从便宜市场拿到钱，放贷到民间市场的，就可成为过去五年最赚钱的机构。其次，是直接融资的迅猛增长。此前的一轮是私募基金的成长，这一轮是有众筹特征的互联网金融或者P2P网贷平台的快速发展。

二、从草根和市场视角看待互联网金融

1、从底层客户的视角看待互联网金融

如何看待互联网金融，媒体有媒体的视角，资本有资本视角，监

管有监管视角，研究有研究的视角，所谓横看成岭侧成峰。从最底层客户的体验和感受，来看待互联网金融这个“野蛮人”，更贴近市场需求也更贴近事实真相。客户是很现实的，会采用市场经济的思维；应当相信，客户也是聪明的，获利的同时，也有自我保护和风险意识。

之所以选择底层客户的视角，是因为：

第一，客户是价值的最终决定者。

第二，互联网金融是一个草根市场，起于阡陌，离庙堂越远，离地气越近。

第三，究竟是互联网金融还是金融互联网，与其纠葛不清，不如转而探讨何种创新对于客户有利。

对于客户，不管是互联网金融，还是金融互联网；不管是草根创业，还是BAT转型，还是金融机构；不管是大数据，还是社交化。谁能带来好处，使用起来方便，客户就爱谁。

2、基于客户体验的互联网金融业务分析

互联网金融主要抢传统银行的生意。对于银行而言，核心业务就是所谓“存、贷、汇”：存款、贷款和支付。对于互联网而言，几乎围绕这三个词语展开创新，不过存款变成理财，贷款变成P2P网贷，支付变成支付宝。不过，互联网还多一项功能——改变信息不对称的格局，比如理财或者贷款搜索。

按照客户的体验，互联网金融可以分为三种平台：存贷平台、营销平台，和搜索平台。支付是工具，但是支付做大也可以成为营销（分销）平台，比如支付宝买余额宝，不过一般都需要“包装”一下。

其中，第一种平台有自己的资产和负债，比如宜信；第二种平台的目标是营销，不管是销售基金还是销售小贷项目；第三种平台是各种贷款或者理财搜索。第一种平台的核心是资产获取和风险控制；第二种和第三种均是流量经营，因此后两者会融合在一起，同时面对BAT（百度，阿里巴巴，腾讯）的直接冲击。

从客户角度来看，客户分为两位，一类有放贷需求，一类有借款需求。这两类客户的需求不一样，前者希望安全好收益高；后者希望成本低效率高。两者一定有矛盾，又必须在一起。对于放贷的客户而言，的确获得了比传统理财方式更高的回报。例如给保险行业带来巨大亏损的利差损（保险资金投资运用收益率低于有效保险合同的平均预定利率而造成的亏损），客户所得的回报不过 6-8%左右，和今日的互联网理财完全不能相提并论。对于需要借钱的客户而言，初步解决借不到钱的问题（现在每天都是贷款营销电话），但是目前还不能说借得起钱。

“借不起钱”这个话题可以换个角度思考。从常识来看，谁借得起利息达 20%的钱？可以参考图 5 的互联网贷款成本变化。P2P 的全成本包括：客户收益 12%，获得项目 4%，营销费用 2%，风险准备 2%，担保公司 2%，利差（费用）2%。贷款成本居高不下，演变为高利贷的互联网版本，应该是本行业最大的风险点所在。

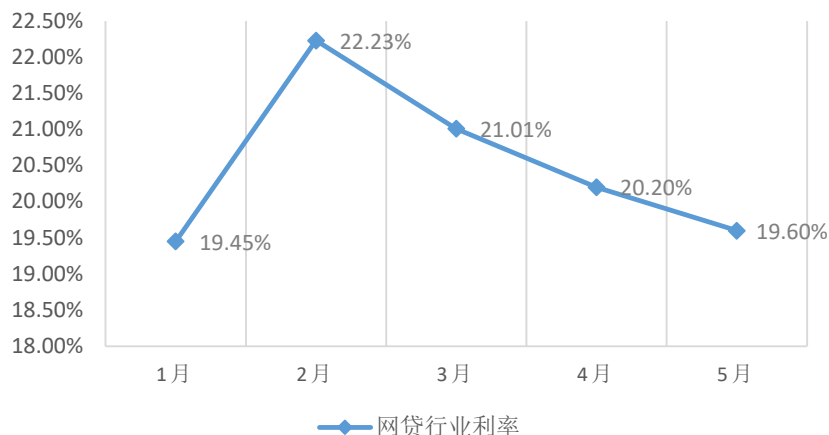


图5 2014年1-5月网贷行业利率

(数据来源: 网贷之家)

三、互联网金融行业的风险和挑战

1、互联网金融，尤其是存贷平台的潜在可能风险包括：

第一，劣币驱逐良币；第二，自产自销；第三，庞氏骗局；第四，无边无际和无法无天。

2、P2P 网贷模式面临的挑战

第一，项目获取成本高，获得贷款项目普遍需要 4%左右的成本。

第二，贷款利率高，比如某互联网知名平台的贷款成本达到 18%。这样的利率水平下，或者市场空间有限，或者会产生风险客户逆选择

第三，运营成本高。线上平台获取流量成本高；线下平台“人海战术”成本高。

四、中国网贷公司与美国 lending Club 公司的比较分析

美国加州贷款俱乐部 Lending Club 于 2007 年 5 月上线，主要依托网民联络平台的高传播特性及朋友之间的互相信任，使用 Facebook 应用平台和其他社区网络及在线社区聚合出借人和借款人。Lending

Club 具有固定的贷款利率及平均三年的贷款年限。借款人在进行贷款交易前必须要经过严格的信用认证和 A-G 分级。出借人可以浏览借款人的资料，并根据自己能够承受的风险等级来进行借款交易。

Lending Club 根据不同的借款人信用等级直接规定不同的固定利率，承担了利率指定人的角色。借款人可以在 Lending Club Facebook 应用中发出借款请求，因为 Facebook 中多为朋友圈或同学圈，所以将借款请求在此公布会增加成功的可能性，同时也不必将借款人的信用历史公布，增强了私密性。

和中国市场比较，美国获取信用的成本相对较低，中国目前线下部分很重，运营成本高。但是 lending Club 也有困扰，拥有高信用等级并愿意高成本借款的人，依然是一个细分市场。现在的趋势是向信用向下扩展和发展其他信贷产品。

美国细分人群有限是因为对投资者进行了适当性限制，包括可投资者资产的规模 and 比例等等，对比之下，中国的投资者方面恰恰许多是缺乏金融专业知识的中低层收入者。富人损失点钱很少去上访告状，风险自留、损失自担；穷人损失点钱多数去上访告状，甚至群体冲动，风险拒担、损失不起。然而，据草根观察，国内私人银行的部分客户也对投资不容有失，因为他们自己高杠杆经营风险，失败了动辄跳楼跑路，真正的现金是留下用来生活的，这是信托、“优先级”在国内部分产品中大兴其道的原因。

五、问答环节

Q1: 对于互联网金融来说，合适的人是指有钱人或是符合限制性

条件的投资者？

A1：我觉得是知晓风险的人。

Q2：贷款利率高并不是非市场化的扭曲现象，而是因为体系里的坏账可能多了，既有上游国企也有地方政府的假大空项目。由于银行不愿或不可以续贷，所以衍生出以高利率吸引资金的需求。所以某个意义上高利率是对风险质量的正确反应。

A2：是有风险定价的因素。

第 28 辑

(2014.7.1)

信托业的转型与升级

【主持】

巴曙松教授（北京大学汇丰金融研究院执行院长）

【主讲嘉宾】

罗靖，百瑞信托执行总裁。

本期会议纪要由居姍协助整理。

一、信托业的发展与转型

近年来，在监管部门的大力支持和整个行业的努力下，信托行业取得了长足的发展，现在也越来越明显的面临转型的任务。如何转型，大家都在从不同方向上进行探索。个人认为，严格说来，在现有的中国金融体系中，信托公司可以说始终是在夹缝中生存，转型也是一个非常痛苦的过程，在风险和收益中寻求平衡。尤其对于小型信托公司而言，市场上最好的业务被银行和大公司所占领，整体业务的风险偏大，如何平衡就更是一个走钢丝的过程。

信托公司的核心业务可以分成四类：第一类，项目融资类，信托融资业务仍然是目前信托业务的重要组成部分。第二类，能够发挥受托人制度优势的业务，为信托财产起到隔离保护等作用，这类业务包括财产权信托、事务信托等。第三类，资产管理类业务，包括产业基

金、房地产投资信托基金（REITs）等。第四类，投融资一体化业务，根据客户情况，制定综合投融资解决方案，包括并购信托、投行类业务等。目前信托公司的业务重心主要在第一、二类业务上，将缓慢地向第三、第四类业务转型。

但是从行业竞争力的角度，除了第二类业务有点优势，其他业务都不具备核心竞争力。所以有相当比例的信托公司把第二类业务当做转型方向，大力做事务类信托。

从资产管理行业的战略定位看，无论何种表述，在投资风格意义上，可简化为三类产品定位——高阿尔法、贝塔+阿尔法、被动投资。要想获取长期的成功，这三种抉择，一个公司必须要选一个方向。这实际上是转型的三个方向，看每家公司自己的战略选择，而且是路径依赖的选择。实际上信托公司也需要进行这样的战略定位。

从实践角度来看，信托公司必须要考虑以转型应对未来的种种挑战。转型中，信托公司最为重要的一点就是要在巩固既有的经营成果基础上，进一步拓展和深化为投资者以及社会提供优质信托服务的外延和内涵。比如，持续提升公司的主动管理能力和风险控制能力，创新产品交易结构，拓展新的投资领域等。2014年4月，银监会下发了《关于信托公司风险监管的指导意见》，该文件除了规范信托公司现有的业务模式，同时也为信托公司转型发展指明了方向，即大力发展资产及财富管理类业务。资金业务被资产业务取代是个大趋势。

个人理解的资金业务就是价差业务，资产业务是自己有价值增量的业务。从长远来看，信托公司未来发展必须回归信托本源，实现从

主要从事信托贷款等债权融资业务的机构，向主要依托信托制度，面向高净值客户，向各类资金提供专业管理服务的资产及财富管理机构转型。在此过程中，信托公司需要实施“分步走”战略，即首先从自身优势出发，凭借在实业领域积累的丰富的投融资经验，先把非上市的股权投资和并购业务做大做强，进而逐步围绕资本市场开展更多的资产管理和财富管理业务。

二、百瑞信托的转型实践

针对业务转型，百瑞具体采取了以下几个举措，分几类业务来讲：

一是基础设施业务，相对风险较低，关键是业务资源的可获得性。改变那种“打一枪换个地方”的做法，要求从“行商”向“坐商”发展，以 PPP 模式开展长期合作。比如和兰州市政府一起成立了兰州新区的城市发展基金，整体运营兰州新区的开发。和郑州市政府一起申请了中原航空港产业基金，已经获得发改委批复。

二是房地产业务，风险较高，收益也高，关键是风险和收益的平衡。在经济下行期，要降低风险系数，同时又要保证收入的可持续性。一方面是加强和全国 100 强的合作，房地产行业依然会是支柱产业，行业洗牌排名前面的企业相对生存概率会大很多，降低公司整体的风险系数。另一方面对郑州房地产进行了系统分析，认为郑州的安全边际较高，和郑州排名前列的地产商展开了深度的合作，包括股权，争取获得超额收益。

三是工商企业类业务，长期以来信托业不仅没有特定的主营业务，连客户也是具有很强的流动性，基本是随着国家信贷政策的调整而相

应改变客户构成。2014年银行“抽贷”时有发生，而且一般都要求相应的票据业务操作，工商企业从银行获得贷款的难度和成本大幅度上升，我们以拟上市公司为重点尝试性开展了股权质押贷款业务，风险控制上有三种办法，一是和担保公司合作，二是和PE合作，三是和上市公司合作。

四是自有业务针对未来的发展趋势进行了尝试性投资。我们从08年开始就进行了PE布局，投资形式也灵活多样，到目前为止所投企业有9家上市，合作伙伴有深创投、力鼎资本、鼎晖、中金、上海城投、建银国际等。2014年我们重点对医疗、文化娱乐和互联网金融进行了尝试，对一家高端妇产科医院进行了股债联动投资，和奥飞动漫、广发证券一起设立了并购基金，参与了中金和甲子投资共同发起的互联网产业基金。同时正在探讨几个资产重组项目、持有重点城市重点区域的核心物业。

总体而言，我认为将来好项目比资金更难得，信托公司必将由资产业务为主转向资产业务为主，单纯靠制度赚取价差的时代将过去，持有好资产是头等重要的大事。如何与PE/VC合作是信托业未来业务发展方向，但是债权和股权承担的风险收益在不同的经济周期不同，需要权衡。总的来说，回归实业是方向

三、问答环节

Q1: 百瑞信托在转型过程中，如何应对互联网金融对信托业的影响？

A1: 我们投的一个互联网基金专门投资互联网金融，做了某种程

度的对冲。其中有好企业，我们第一时间讨论和信托的结合。

Q2: 百瑞信托未来是资产管理业务为主，还是财富管理为主？

A2: 中国现在的企业家群体多是自己打拼出来的，可见的时间内，资产管理为主。

Q3: 您认为未来什么样的商业模式更能适应信托的发展？

A3: 我个人的想法是做 KKR 式的企业。

Q4: 与 PE/VC 合作是信托业未来业务发展方向，百瑞都有哪些具体合作呢？

A4: 百瑞和 PE 机构有共建平台，投资基金，债权合作。我们完整操作的投行项目有好多，比如收购整合上市，地产并购，一二级开发联动，对拟上市公司的股债联动。目前我们整个 PE 投资早收回了全部成本。

Q5: 信托在转型期如何解决投资者高收益的投资预期？尤其是在经济转型期。

A5: 这个问题是核心，现在企业借贷利率在下降，投资者的收益刚性，现在这个利差空间已经很小了。我们的办法是在产品设计和风险控制上想办法，结构化是一个思路，增加客户的安全感。另一个我们对风险控制上采取实质重于形式的原则，全面接管重点项目，尽量少占用企业资源，获得风险溢价，对企业价值的判断是核心。另外现在机构投资者的风险收益要求比散户低，是我们重点开拓的对象。不过，风险控制办法主要针对我们的长期合作客户，因为信息不对称没有了。我们愿意分利，在乎合作伙伴的长期构建。

第 29 辑

(2014.7.8)

在不确定的市场中如何把握未来的确定性可能趋势

【主持】

巴曙松教授（北京大学汇丰金融研究院执行院长）

【主讲嘉宾】

陈杰明，泰瓴资产管理公司董事长

一、未来确定趋势中的投资关注点

个人以为，中国人的投资思维可分为道和术。一个重要的值得思考的问题是：未来 3-7 年比较确定的趋势是什么。投资可以看作是向确定的趋势下注，特别是在它比较便宜或别人因种种原因以你可以接受的价格抛售时。之所以 3-7 年，是因为企业家的回报期通常都在 3 到 10 年。

站在当前中国经济转型的关键时期，个人以为未来值得关注的几个趋势问题有：

1. 投资增长是否会低于消费增长？
2. 中国的能源弹性系数是否会低于 1，其结构会发生变化？
3. 中国人心血管疾病是否会大幅上升、猪肉消耗占比是否会逐步降低？
4. 线上是否一定会胜过线下？

5.越来越多的中国人是否会将资金投到海外？什么样的趋势会带来投资机会？

同时，过去 20 多年的经验观察表明，并非所有符合趋势的公司都会在确定的趋势中盈利。

关于国内资金投向海外的问题，主要取决于今后中国生产要素土地和劳工成本竞争力的调整程度以及技术创新的提高。按目前的情况，投资中国边际回报总体下降，资金应该是出大于入。除非几年后这个格局有明显变化，如今天发生欧美的情况，大量失业造成单位产品人工成本大幅下降，竞争力得以大幅修复。以中国上市公司为样本 2011 年 ROE 达到 14.8 左右，这个数据包括了银行、保险及地产公司。其中中国的银行杠杆：股东的每一块钱大概做了 18-19 块钱的生意，这比美国高了 30%-35%，即使考虑较高的准备金，其他不变，银行的 ROE 也会从目前的 20 多回到 15 左右，其他行业也如此，即全市场的 ROE 回到 10%左右。更加值得关注的是私人资金对国外的投资。2012 年底开始周边大批的投资人开始将资金投向美股，这可能会持续 3-5 年。

如果这个趋势在未来一段时间是确定的话，那么在投资领域值得关注的就是这个趋势可能带来的影响和机会，目前看来，如果这个趋势成立，则 A 股会跟随美股，港股中的大批股票会有内地投资人定价，而当国内投资者购买了苹果、谷歌的股票时会发现国内上市公司中的许多问题和机会，选到这一趋势的瓶颈公司才是直接目的，如果这类公司具有一定的垄断性，就会有超额的回报。多数情况下，只能做一些趋势投资。

二、未来具有确定性盈利趋势的行业

确定的事情和确定的可以获取巨大盈利机会的趋势也有所区别。

得出大趋势的方向之后，仔细分析其中的竞争格局更为重要。这是主题投资和趋势投资区别之一。

纵观市场上围绕确定性事件爆发的股票主要有两类，一是确定性的行业机会，比如目前比较看好的环保、国家信息安全、移动互联、机器人或者工业自动化、智能穿戴等。当前环保问题日益严峻，随着雾霾、毒水等不断渗入，环保已经到了不得不采取强制措施的时间窗口，民众也欢迎真正放心的无公害食品的出现，欢迎电动车等新能源车来替代汽油车。国家信息安全已经提高到了一个很高的高度，去IOEM化只是一个过程，防火墙、服务器逐渐被国产产品替代是必然，目前看，国家有紧迫感来做防止敏感信息、敏感数据被窃取的布局，北斗也是以国家安全需要为出发点。

关于移动互联网，从2013年智能手机出货量接近10亿部，以及在联网设备中，PC所占份额越来越少，可以看出随着移动网络的不断完善，智能终端的普及，2013年移动互联网发展继续呈现良好形势，整体来看发展节奏与国际同步。主要趋势体现在三方面：一、在管道方面，手机上网成为主要的上网方式，移动互联网的数据流量持续保持井喷发展形势；二、在终端方面，智能终端出货减缓，这可能预示着智能终端在我国进入深入普及区，同时智能终端范畴和领域正在不断扩展；三，在应用方面，生态模式逐渐成熟，新型生态模式逐渐涌现。

关于机器人产业，机器人或者工业自动化，未来的人力资本可能越来越懒，越来越贵，机器替代人工是个趋势。留心观察年轻人的生活，会发现很多年轻的家庭购置了洗碗机、卫生小机器人等设备，现代化的生活打造了很多生活懒人，他们的要求有点无理，但却在一步步地开始实现。工业化生产上也会出现类似的情况。有理由相信，由此会催生一个新兴的人工智能行业。比尔盖茨认为人工智能和人机界

面是计算机领域最有前途的工作。移动互联世界里，智能眼镜、智能手表、智能手环等在智能手机市场增量接近饱和的情况下，可穿戴终端已成为互联网产业一个热点。比如近日，iHealth、华为荣耀、乐心、咕咚四家厂商开始在京东等平台正式销售自己的微信版手环，苹果发布了 Health kit，谷歌发布了 Android Ware。微软将在 2014 年秋季推出一款支持多平台的智能腕带。当然目前的可穿戴设备还存在些问题，从硬件看，可穿戴设备目前的处境源于自身的一些问题；从软件上说，可穿戴设备若想获得根本成功，还得培养用户的使用习惯，保护个人隐私，改变用户的心理定位。

在一个理性竞争的社会，高增长行业通常带来盈利机会。在通常无序竞争的社会中，高增长往往和高竞争连在一起。在高增长和竞争格局中，后者可能更加重要。比如曾经购买某一只股票时，只知道该企业是中国最有竞争力的企业。当时行业趋势还不是十分确定，但有苗头，即 2G 转 3G。当行业趋势明确了，股价也就贵了 20 倍。相信未来与人类生活品质提升相关的教育、消费、健康、服务、养老等领域都会有很大投资空间。

第 30 辑

(2014.7.15)

中国创业环境现状及影响因素

【主持】

巴曙松教授（北京大学汇丰金融研究院执行院长）

【主讲嘉宾】

刘孝红（北京高新技术创业投资有限公司副总经理）、王涌（如山创投董事长）等

一、中国创业环境的现状

成熟市场通常用 GEM 模型来评估创业环境。GEM 模型从金融支持、政府政策、政府项目支持、教育与培训、研究开发转移、商业和专业基础设施、进入壁垒、有形基础设施、文化与社会规范等 9 个方面来评价创业环境。从中关村企业的诞生情况可以看出中国创业环境的变化。在北京中关村科技园区登记的高新技术企业有 18000 多家，创业人数不断增加，每年都有 5000~6000 家企业诞生。电子信息最多，增长最快的医疗健康，尤其医疗器械领域，近年来更是保持 40% 以上的增长。在中关村，有市场化的天使联盟基金、金种子政府支持，还有大量的天使、VC 投资人。据中关村发展的一份调查（2012），这些创业人员多来自大中型企业的骨干人员，平均年龄 39 岁，从事 IT 行业的创业者则年龄较轻，许多在 30 岁以下，且呈现出越来越年

轻的趋势。在其它地区，一些园区也提出了相应的支持政策。如在上海杨浦开发区，许多孵化器为苗圃企业提供 6 个月-1 年的免租办公场所，面积在 50 平以下；并提供公共服务平台，提供创业辅导；对于大学生创业，除了上述优惠，还予以资金资助，不高于 50 万元，多数是 10 万元左右。

清华东门的东升创业园孵化器，经筛选符合条件的项目可入园，免费提供 1-2 年的几个工位，以及公共硬件设施如网络、物业、会议室等创业场所。科技园有自己的创投公司，在项目孵化一段时间后，如果觉得发展良好，创投公司即提供天使投资。

目前长三角地区对领军人才创企业支持的相关政策，除了提供免费的办公住房及厂房设施外，还提供一定的启动资金支持：

1. 南京 321 人才计划 无偿资助 200 万元，100-400 万元科技专项资金资助
2. 常熟人才计划 无偿资助 200 万元
3. 无锡 530 计划 无偿资助 100-500 万元，团队 1000-3000 万元
4. 常州龙城英才计划 无偿资助 300 万元，500 万风投
5. 宁波领军人才项目 资助 100-150 万元
6. 嘉兴精英引领计划 无偿资助 300 万元，300 万元风投
7. 国家千人计划 无偿资助 200 万元
8. 杭州的 5050 计划

近年实施的“大学生创业引领计划”提出，中国将通过一系列帮扶措施，使大学生创业的规模、比例继续得到扩大和提高，力争实现 2014~2017 年引领 80 万大学生创业的预期目标。例如，一个复旦大学的毕业生，本科学计算机，研究生学经济，毕业后即创办公司，主要从事搜索引擎及非结构化数据处理业务，目前从事并购资讯服务的专业网站-晨哨网，其背后的技术支持就是该公司。短短几年，目前公

司市场估值已达数千万元。从投资环境来看，在经历全民 PE 后，随着经济增长的回落及 IPO 的放缓，越来越多的投资者将目光前移，开始投向 VC 甚至天使，客观上也推动了中国创业事业的发展。

二、近二十年创业环境变化的比较

过去 20 年间，也是中国改革开放的二十年，随着经济体制改革的深入和经济的快速发展，民营企业数量大幅增加，目前已达千万级。民营经济的高速发展也是中国创业环境不断改善的结果，期间涌现了联想、海尔、华为、新希望、复兴、三一重工等一批非常优秀的民营企业。二十年间，中国的创业环境主要发生了如下几大变化：

1. 20 年前的创业多为是被动式的生存型创业，创业的外部支持因素，包括人才、资金等资源都较为稀缺；如今的创业，主动型的作为事业发展的创业越来越多，外部环境也更成熟，不仅政策支持，只要有好的想法，就可能会有风投提供资金，帮你创业。

2. 20 年间中国正处于计划经济向市场经济的重大改革期，各种配套制度不完善带来的双轨套利、灰色地带，也给许多先知先觉和胆子大的创业者带来了许多机会。也使许多创业者的第一桶金背负了很多原罪。目前，相对来说，各方面的法律、监管制度更加健全，许多规则与国际接轨，监管层与市场的互动节奏更快，制度套利空间小且较难长期存在。

3. 20 年前的创业是在中国经济处于低水平发展阶段的基础上，市场还存在大量供不应求的机会，且大家起点都差不多，面对的都是相对缺乏活力的国有企业和不断增强的内需。创业者们无需太高的技术水平，只需填补某个领域和市场的空白，即可共享“蛋糕做大”后的收益。如今创业者常常在充斥着产能过剩、市场国际化的激烈竞争环境中，需要直面行业巨头的压力，在夹缝中依靠特色、创新求生存，

即所谓“插位”创业。

4. 20年前的创业，由于信息技术不发达，可以利用信息不对称获利，甚至将其作为一种优势；但如今的互联网时代，无时不在、无处不在的沟通和信息密集的交流，使得依靠信息不对称获得成功的机会越来越来少。由于信息的发达，市场主体间分工越来越细，使得缺乏门槛的企业，如果不坚持创新，其产品将很快被别人模仿和超越，寿命越来越短。

5. 20年前的创业，是基于传统产业的创业，是基于经验积累和人脉资源条件下的创业。而现在互联网尤其是移动互联网正在重塑甚至颠覆着部分传统行业，过去的许多经验不在有效，甚至成为企业变革创新的禁锢，基于互联网的市场环境更是公平、开放。目前，IT行业是80后创业者的一个黄金的年代。群友中有许多从事互联网金融创业的，正是契合这种时代机遇。

网上有段话说得好：60年代出生的那批人，是想争取一次失败的机会，而80年代出生的这批人，是争取一次成功的机会。对于60年代出生的那批人，是顺应环境的，只要能让我干事，我克服环境的制约，80年代出生的这批人，是不屈服和顺应于环境的，他们更多的是强调公平和改造环境。60年代的人羡慕80年代的人生存环境好，80年代的人羡慕60年代的人钻空子的机会多，但环境已经发生变化。

三、驱动中国创业环境变化的主要因素

中国创业环境的变化与中国三十年的改革开放分不开，驱动中国创业环境变化的主要因素归结为如下几点：

1. 人们观念的变化。

在传统观念里，通常一个人的成功是考上大学，找一份好工作，升官高薪，名利双收，给家庭添光增彩。在那个时代，孩子有无出息，

关键看就业的单位如何，能够考取公务员让家长感到前途无量，能够做白领让家长感到面子有光。潜意识里的自主创业，其实是在无业可就的境遇下一种很无奈的选择。

目前，拥有财富和拥有权力一样受人尊重。这反映出社会对创业者、企业家的认可。也这是改革开放以来，随着市场化改革的深入，人们观念解放，选择余地越来越多的结果。创业已作为人们追求事业成功的重要选项。一些人将创业作为个人职业生涯的更高阶段。从这个意义上来说，大学毕业找一份工作，成为一名专业人员是第一阶段的目标；带领一群专业人员打拼成为高级管理者或职业经理人是第二阶段的选择；为了实现自我价值，发现机会，在更广阔的范围内整合资本、技术、人才，实现自主创业则是更高层面的追求。

2. 创业机会的增多。

在成熟稳定的经济体中，产业结构和竞争格局较为稳定，创业机会并不多。而中国正处于体制转轨和产业、消费升级阶段，整个社会经济结构都处于快速变革过程中，这种变化为个人创业带来巨大的机会，为创业者充分施展才能提供了广阔的空间。

三十多年的经济发展，使得中国经济总量已跃升为全球第二，经济总量催生市场容量，旺盛的市场需求，为创业提供了机遇。同时，中国人口基数巨大，拥有 7-8 亿的网民，这种巨大的人口基数，也为以互联网新技术为平台的创业获得较大的支撑。

随着中国经济发展更加注重提高自主创新能力、提高节能环保水平、提高经济整体素质和国际竞争力。新技术的涌现、互联网的运用、新能源和新材料的开发，为创业提供了全新的空间。尤其移动互联网技术的普及，倒逼传统产业转型，互联网向传统企业的渗透也诞生出很多商业机会。

3. 制度环境、基础设施的不断完善。

首先，宏观制度环境不断改善。市场化机制在资源配置中的作用越来越大。一方面，市场化程度不断深化，使得民营资本可介入的领域越来越多，社会分工也越来越细化，交易主体中市场化的主体越来越多。据统计，目前有十多万家国有企业，而民营企业则高达千万家。这使得创业的进入和退出均很容易。创业成功则当老板，创业失败则继续打工。

4. 教育产业化也使得全民素质大幅度提高，为创业提供了充足的人力资源。

5. 对外开放，通过溢出效应使得我们可以更近距离学习国外技术、管理经验。

通过技术模仿进行创业。目前中国的原创技术较少，即使是互联网领域，商业模式也是借鉴国外的。也包括直接引进海归人员进行创业。

6. 创业的微观基础设施也在不断完善。

20年前注册一个公司，申请一个电话都需要几个月，政府在创业方面也少有作为。现在科技园/创业园等孵化器的功能已非常完善。国家大力支持各种创业主体。对于海归人员，各类科研院所骨干人员、大学生创业，各地方都予以政策支持。创业政策较多涉及非资金支持和资金支持两方面。“非资金支持”包括家属安置、登记注册优惠、经营过程优惠、出入境优惠；“资金支持”包括各项补贴、税收优惠、无风险资金支持、风险资金支持。

四、个人创业通常考虑的环境因素——基于对创业样本的分析

1. 影响创业的年龄因素

年龄因素在创业中意味着对新事物的接受力与传统事物的经验积累的PK。中关村创业发展报告显示，2011年中关村创业者平均年

龄为 39 岁。创业者以 35 至 44 岁为主，占近四成。45 岁以上的成熟创业者和 34 岁以下的青年创业者平分秋色。尤其在 IT 领域，创业者呈现年轻化趋势。电子信息领域创业者中，34 岁以下的占据半壁江山。

主要原因可能是：从事 IT 之外的传统行业，可能需要更多的时间积累才能对行业有着深刻的理解，才能发现技术创新点或市场机会。而 IT 行业，年轻人具有天然的优势。一方面，进入门槛相对低，另一方面年轻人思想更活跃，富有创新性。同时，年轻人对 IT 领域接受和熟悉程度更有比较优势。2011 年，《90 后报告》在他们所调查的城市（北京、上海、深圳等）里，有 70% 的 90 后在小学或初中便开始接触互联网；每天都接触网络的 90 后大学生达 61.7%；互联网在 90 后中的普及率为 100%。一个伴随互联网长大的群体比我们更了解 IT，更有可能在 IT 领域找到创业创新机会。

2. 影响创业的区域因素

区域因素代表一个地区创业的软、硬环境。《创业帮》从城市经济活力、城市创新能力、民营企业活力三个方面评选了中国 2013 年中国最佳创业城市 20 强。最佳创新城市主要集中在一线城市。主要原因可能是，尽管二、三线城市在创业支持方面力度可能更大，给地、给钱。但一线城市市场容量大，外部环境更公平、公正（市场化程度高），政府治理相对也较好。而二、三城市仍广泛存在着政府对创业支持很大，但办事人员存在吃拿卡要，向创业企业安排亲朋好友就业等不规范行为，从而加大了创业者的隐性成本。

3. 影响创业的行业因素

每一个行业都有自身的关键成功要素，创业时要考虑自身的禀赋与这些因素的匹配性。例如，对于生产制造类的行业，可以把研发中心设在大城市人才、信息集中的地方，而将制造、生产、物流，可以

选择在离市场近而成本相对低的地区创业，但对互联网的传媒领域，人才、人脉、资源、资本等 90%以上的资源都聚焦在大城市，则大城市通常是不二选择。对于环保类企业创业，由于客户通常是政府，因此，选择与自身政府资源匹配的城市创业，更容易收获第一桶金。

产业的聚集也往往是人才的聚集。北京的轨道交通产业发达，因为集聚了铁科院、北京交大等相关产业的科研院所。毛泽东时代许多大型骨干企业和研究所疏散到二三线城市，尽管许多都已搬迁到大城市，仍有部分研究所留在二、三线城市，如成都在北斗卫星领域，襄阳在航天救生、液压伺服控制等领域在国内领先，则源于在这些城市仍有一些国家级的研究所和骨干企业，包括洛阳的一些企业。围绕这些企业有大量的人才聚集。

4. 创业者个人背景因素

上海可能更适合海归或高管等起点比较高的创业者。这些创业者需要站在上海这种更灵活的国际化平台上，离资本更近，可能利于创业早期就能拿到启动资金，让企业高速发展和成长。从科研院所出来的创业者，许多也选择在所在学校或院所附近，其曾经积累的人脉可以为其创业过程中遇到的困难提供支持。曾看过一个做安防的企业，实际控制人从所在城市中科院出来，其研发支持还广泛依靠原来的同事，因此，将公司所在地放在原来工作过的院所附近。

根据上述判断，在投资搜寻项目时，可根据不同类型的创业者对创业环境的要求，在不同地域去寻找相应的项目，可能有一定的参考意义。

产业聚集和人才聚集的地方是对应产业创业的较好选择。从风投的角度看，中国最佳创业城市排名前几位是，深圳、北京中关村、杭州、苏州。长三角地区优势明显，深圳独领风骚。从行业看，深圳以华为、中兴、华强北路为代表的硬件为特色，杭州以阿里为龙头互联

网产业，北京以联想、浪潮、中关村软件园为代表的信息软件产业。深圳未来智能硬件能发展起来的背景包括：1、供应链的距离，如好的硬件设计在国外但硬件生产在东莞和中山；2、孵化器和加速器，不能搞房地产，真正做到提供早期基金外，能够快速对接大量资源，技术背景和行业资源；3、融资环境，除了风投外，还需众筹平台；4、种子用户，消费能力强且接受新事物快；5、销售渠道广。

从监管、信息流通、人员结构等方面，中国创业环境都在发生变化。每个城市都有其独特的创业土壤，构建一个好的创业环境无非以下几点：好的大学、政策的支持、文化的积淀、社会的包容，创业必然带来创新，包容开放合作的氛围能成就一批伟大的企业。这些土壤成就了一些巨头，为什么 bat 分别诞生于北京、杭州、深圳，而不是上海、武汉、南京，值得我们深思。目前整个中国创业环境比较好的如深圳、杭州、苏州、北京、成都、西安、武汉等。杭州电商产业链创业项目多、深圳智能硬件、北京移动互联网文化、成都软件、西安军工等，未来几年中国在移动互联网出大公司的还会集中在北京，还是跟人员、环境、政策、资本等密切相关。上海的优势是人才优势、消费中心、资本密集、国际化的基础设施，但缺乏特别有竞争力的产业，包括汽车产业。因为生活、制造成本高。适合作为长三角的研发、市场、资本运营中心。

五、制约中国创业发展的主要因素

中国创业环境与中国体制转型阶段高度正向关，也是处于不断完善过程的“半拉子”工程。

首先，从观念上在不少地区和领域，官本位仍然是主流价值观，创业教育仍较落后。虽然随着市场化的深入官本位理念正在不断冲淡。新一届中央领导的新政大力反腐，各个方面反应都十分正面，也使那

些希望通过权力获得利益的通道受到了很大的挑战。追求财富、自由，将使体制后的许多优秀人员加入到创业的大军中，但这仍需要一个过程。相比之下，美国 1923~1928 年期间总统卡尔文·柯立芝有一句名言，“美国人的事业就是做企业”，可见创业和企业家精神在美国具有何等的地位。在创业教育方面，据教育部公布的一项数据显示，中国的高校中只有不到 3% 的课程涉及到创业教育。但是在美国，至少有 1800 个学院开设了大约 3200 门关于创业教育和创业实践的课程，同时学校创建了至少 100 个创业研究中心，为学生提供系统专业的创业指导。

其次，创业与创新是息息相关的，中国目前支持创新体制机制均不完善，信用体系、知识产权保护均不到位，基础研究重视不够，科研腐败严重，技术产业化脱节等问题突出。尽管这些年来，中国在互联网领域取得了较大的成就，但原创性仍不足，基本主要是借鉴国外的商业模式与汉语环境下的中国大市场的嫁接。

六、对天使投资与孵化器模式的探讨

以色列的“天使投资+孵化器”模式给予中国创业投资有益的启发。以色列的数据显示 **startup** 在孵化器创业的死亡率是独立创业的死亡率的十分之一。今天再看硅谷，孵化器大量出现，天使投资机构化，越来越普遍的模式是天使投资+孵化器，中国也会是这样的趋势。在以色列，天使投资者与创业者是一种水乳交融的关系，天使投资者在创业辅导方面做得非常好。而中国孵化器还处于非常粗放的阶段，基本上是挣政策补贴和收房租，在整合创业辅导资源方面很不够。随着政策制度的落实，创新创业环境的改善，天使投资会越来越成熟。

第 31 辑

(2014.7.22)

宏观经济分析与预判对资产配置、选择的影响及其在 中国的实践

【主持】

巴曙松教授（北京大学汇丰金融研究院执行院长）

【主讲嘉宾】

沙骏先生，国泰基金量化&保本资产事业部总监、基金经理。证券从业经验 17 年，基金从业经验 14 年。目前国泰基金量化&保本事业部资产规模在 75 亿左右，其中指数基金（一只）33 亿、分级基金（两只）13 亿、ETF 基金（四只）17 亿、保本类基金 12 亿规模。沙骏先生历任国泰基金交易部总监、研究部总监、投资总监兼保本、指数等基金经理。国泰基金量化部分致力于为机构客户提供资产配置建议和工具、保本基金致力于为客户获得可预期的稳健回报。

一、宏观分析与大类资产配置在中国的有效性

自宏观经济分析与大类资产配置方法体系由成熟市场传入中国资本市场以来，国内资产管理行业（特别是基金行业）一直存在着两种观点：一种是宏观分析与大类资产配置即自上而下的资产配置在中国没用或者作用非常有限（多以股票型基金经理为主），这种观点也

是目前的主流观点；另一种就是宏观分析与大类资产配置在中国依然十分有效，持有此种观点以固定收益类的基金经理为主，那么宏观分析对于大类资产配置到底是强有效、弱有效还是无效？

要回答这个问题首先需要区分回答的主体，按照考核方式划分，可将基金经理划分为相对排名的主体和绝对回报的主体，其次需要界定资产配置的格局或者久期：按格局或期限划可以分为战略资产配置（长期资产配置）、战术资产配置（季度或半年度资产配置）。按照这两种划分维度，资产配置对相对排名的主体在长期、短期的效用十分有限，相对排名的主体（绝大多数权益基金经理）更加看重阿尔法；对于绝对回报的主体，长期资产配置策略则十分有效或者说强有效，对季度或半年度也有效。

表 1 宏观分析对于大类资产配置的有效性

		配置期限	
		长期	季度、月度资产配置
排名类型	相对排名	对行业选择 强有效	对行业选择 有效
	绝对回报	强有效	有效

回顾过去十多年中国经济发展与资本市场的相关性，大多数人应该对于中国股市 2007 年的超级牛市记忆犹新，随后对持续近 7 年的熊市非常无奈。那这些现象是否和宏观经济相关呢？中国经济自 2000 年前后的季度 GDP 增速不到 7%，经过 7 年一路上升到 2007 年二季度增速 15%，而期间通胀数据从 2000 年的 0 左右一路也上升到了月度的 8%，借助美林投资时钟的基础分析框架，2000 年至 2007 年中国经济持续了近 7 年的幸福时光，3 年不到的复苏阶段（GDP 增速向上、CPI 向下），4 年的过热阶段（GDP 增速、CPI 均向上），因此在 2000-2007 年中最具收益的资产是权益资产、和与中国需求相关的大宗商品，而最不值得持有的是利率债和类现金资产。这也是为什么在

那个阶段，中国的权益基金经理风光无限、意气风发；而固定收益类或货币基金经理灰头土脸、且时常出现风险事件。近 5 年一切似乎发生转变，2013 年和 2014 年最风光的基金经理应该是固定收益或者是货币的，这当中最典型的要数拥有 5000 多亿资产规模的余额宝的货币基金经理。

探究发生上述现象的原因，可以看到自 2009 年以来，中国 GDP 增速从季度的 12.1% 一路下行到现在的季度 7.4% 左右，估计 2015 年单季度还会继续下行（虽然空间已经不多）；而 CPI 没有显著上升，但是由于利率市场化的进程，中国 CPI 与长短期资金价格的关系发生了根本的变化，即从利率市场化之前的 CPI 与 10 年期国债的平价关系，转为 $CPI+1-2\%=10$ 年期国债收益率，表面上看过去 5 年 CPI 上升并不显著，但资金价格一直处于上升的过程，特别是短端资金价格（1 年期以内）。因此中国的宏观经济自 2009 年以来其实是经历了一个 5 年左右的衰退阶段：包含近 3 年的滞涨阶段（GDP 增速向下、CPI 背后的资金价格上升）和 2 年的衰退阶段（GDP 增速下行、CPI 下行）。这造成了过去 5 年最有价值的资产是固定收益类（特别是中国特色，是以事实上存在刚性兑付为基础的信托产品）、现金类资产（以互联网模式为主导的各类货币基金宝），而不具投资价值的资产是与中国需求为主的大宗商品、传统权益资产。因此从 5 年的时间角度和绝对回报的角度看，中国的宏观经济分析与大类资产配置对资产价格的影响是强有效的。

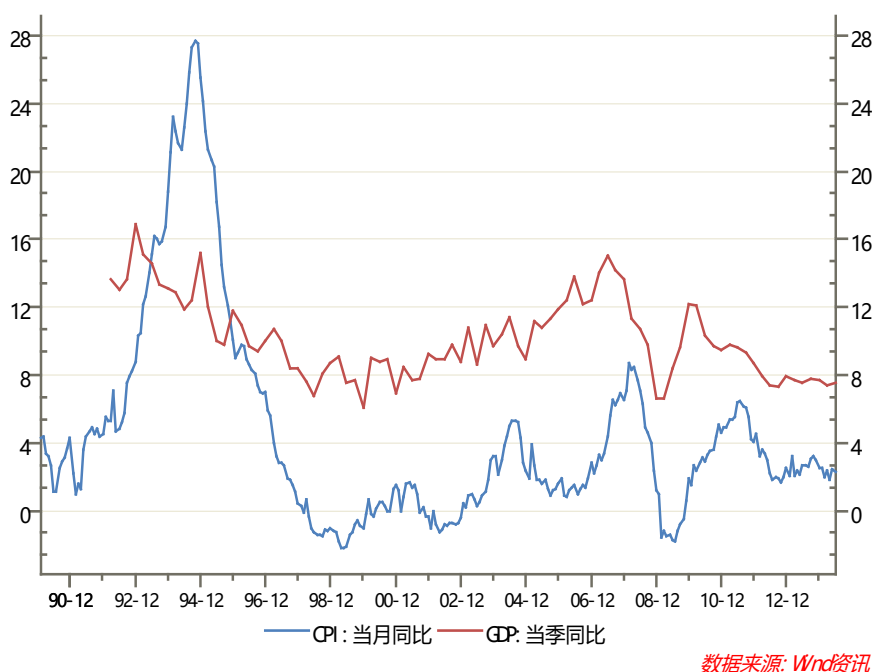


图1 GDP 当季同比与 CPI 当月同比

综上所述，宏观分析与大类资产配置即自上而下的资产配置在中国的长期资产配置中是强有效的。但是我们需要清晰地了解其有效的边界或者说能力圈。自上而下的资产配置更像望远镜或者坐在直升飞机上看风景，能清晰地看到山川起伏。但它不是显微镜，不能用于月度级别的资产配置，那样将会严重误导。不是工具不好，而是用错了地方。这也是中国大部分基金公司的权益基金经理（甚至包括保险公司、财务公司的投资经理）最终放弃的根本原因，因为他们面临的一年一度甚至半年一度的排名考核，更加注重月度级别的绩效，这使得他们放弃或者用不好自上而下的大类资产配置工具。而自上而下的大类资产配置方法体系对于公司级别的（特别是保险公司、财务公司、银行等）、中长期的（3-5年的）资产配置、绩效、公司战略则非常有效，必须引起重视。

二、宏观分析与大类资产配置相关实践经验

国泰基金相关团队在过去4年（自2010年以来）的宏观分析与

大类资产配置即自上而下的资产配置的学习、实践中发现，美林投资时钟的资产配置框架更多是一种二维的思维模式，或者说资产配置方法论，不能完全简单地照搬发达国家或者说成熟市场的模式，因为在二维的两个维度上，对资产价格影响的因素在中国可能发生显著的改变。在应用的时候需要根据当时的宏观经济状况进行维度的选择，以免掉入刻舟求剑的陷阱。

实践中发现，传统投资时钟两个维度中的 GDP 增速（用来替代产出缺口的）基本可以直接沿用，在 2007 年以前当时中国处于重化工业进程中，使用工业增加值替代效果也很好；但是另一个维度通胀 CPI，在中国的应用就要特别小心：利率市场化开始之前，我们可以直接采用 CPI，而利率市场化进程开始后，则需要紧盯 CPI 之后的资金价格，特别是短端和长端资金价格。对上述维度均需要采用预期或者预测数据，而非实际发生后的数据。需要用望远镜来预判大类资产配置，千万不能用后视镜来进行大类资产配置。说到底，如果想要大类资产配置做得准确，离不开两项：即正确的方法体系和对宏观经济变化的预判能力。

同股票价格的变化原理类似，其实大类资产配置的效用变化是由市场对宏观经济未来一个阶段的变化的预期而决定的。在给定时点即结束时点的情况下，市场对宏观经济变化的预期最终会修正到宏观经济变化本身，结论是宏观经济预期导致大类资产配置的效用。因此市场研究群体为准确或者提前把握市场对宏观经济变化的预期，衍生出很多跟踪的模型和指标，如用对经济变化有领先作用的宏观政策如货币政策、信贷政策、财政政策、宏观相关的产业政策等等，来预期 GDP 增速的变化的预期。

国泰基金在中国的实践过程中发现，上述的方法在领先分析 GDP 的过程中，是比较有效的，但更为有效，或者说更为领先的有如下几

个方面：第一，领导人的关于经济的言论（过去是温，现在是习李）；第二在中国目前是货币政策，第三才是信贷政策。因为未知的原因，最高决策者常常是通过官方讲话会提前为未来要实行的货币政策、信贷政策、财政政策提前开道。

因此在中国宏观经济走向最最领先的指标、且最能有效改变市场对经济变化预期的指标是领导人的言论。自从有这个心得后，个人养成了温总、现在是习总书记、李总理关于经济或经济相关的重要言论必读，必分析的习惯，对我们预期经济变化有非常大的帮助。例如 2013 年稳增长的开始和 2014 年稳增长的开始，均起源于克强总理的讲话。2013 年 4 月份时，当 GDP 增速数据从 2013 年 4 季度的 7.9 继续下滑到 7.7 时，当市场在猜测是否会稳增长时，我们在 5 月份的国务院常务工作会议上看到了之前“稳增长、防通胀、控风险”的表述，前面突然增长了两个字“统筹稳增长、防通胀、控风险”。这两个字的增加暗示，总理需要重新权衡“稳增长、防通胀、控风险”三者的工作重心。再结合根据我们跟踪的中、高频经济数据，可以预期 2014 年 Q2 的 GDP 增速同样继续下行。因此主政者必然要在二季度末开始推行稳增长的措施，在中国当前无非就是货币或者信贷的宽松、无非就是基建和房地产投资等等。加之张高丽副总理在同期在天津首次表态要求官员要有“底线思维”，因此 2013 年第三季度的 GDP 增速的回升其实在二季度末就可以预期，2013 年三季度到权益资产的短暂高回报之前完全可以预期。2014 年也是依然如此，在 4 月总理的调研中、国务院的常务会议中，突然开始强调“把发展作为第一要务”、反复强调“企业融资成本很高”，其实背后就意味着，总理要通过宽松的货币政策来保 2014 年的 7.5 左右。因此二季度的 GDP 增速回升、和近期连续不断的各类定向贷款，在四月份的时候都是可以预期，从而导致了经济在 2014 年二季度提前或者强行进入一个“微复苏”的阶段——GDP

增速上行、CPI 或背后的资金价格下行，二季度权益资产正回报，货币基金，特别是各类宝收益类和规模大减都是可以提前预期的。

三、2014 年三、四季度的宏观经济以及大类资产配置的建议

首先来看看未来 5 年宏观经济的最大可能的变化，以及最大可能的未来 5 年大类资产配置的方向。长期的宏观和中国经济本身的运行阶段更加相关，和政策相关性就大为减弱。引用巴曙松老师 2012 年初的观点，“中国经济从 2000 年以来的 10+2 阶段(即 GDP 增速 10%，CPI2%) 进入 2012 年以后的 8+4 阶段”。运用我们的大类资产配置框架，可以看到从 2010 年到现在是 GDP 增速下行（10 下到 8），CPI 上行（2 上到 4），典型的中期滞涨阶段。而从现阶段向未来看，我们判断从 2015 年开始中国经济将从 8+4 阶段进入 7+3 阶段，持续时间长的会到 2020 年，按习总的中国梦推算，现在向后每年 GDP 增速不低于 6.8%，中期说，到 2017 年之前，我们都认为会是 7+3 阶段。简单的数学，从 8+4 到 7+3，经济增速下行 1%，CPI 下行 1%，中期看典型的经济衰退大阶段，在那个阶段最受益的大类资产是长期利率债、权益资产、低估值权益资产。受损的是大宗商品和现金类资产。因此从长期的角度看，中国经济经历的多年的复苏-过热-目前正在经历滞涨的中后期，未来（或者说不远的将来）必然将进入滞涨后必然进入的中期衰退（不是贬义，只是定义为 GDP、CPI 平稳向下）阶段。未来权益资产，长期利率债必然重新经历走高的阶段。

看清了中长期的经济格局与大类资产配置方向，我们就更加好看清当前或者大家关心的季度基本的经济或大类资产配置方向。在这里提示大家一个非常重要的时刻或者会议，根据往年的习惯，本周末就应该召开半年度的中央经济工作会议，前几周习总的专家座谈会、克强总理的两次座谈会、一次调研按理都应该是为本次会议准备或者定

调的。当然最终的会议结果或者结论还要以下周的会议官方新闻稿为准。需要说明的是，对经济和战术基本的资产配置（季度级别的资产配置）需要根据影响经济变化预期的因素（领导人言论、货币政策数据、经济数据的变化等等）而进行及时的修正。绝对不是摇骰子，或者一锤子买卖。没有人也不可能有人能年初就拍一个经济状况、大类资产配置，一成不变到年底，然后大获全胜。当前，看中频或高频的经济数据，M2 一步到 14.7%，财政支出 2014 年以来增速 12%以上（在财政收入只有 8%增速的情况下），可以看到二季度，克强总理为了完成年度 KPI，采用了中等程度的宽松的货币政策+非常积极的财政政策。因此二季度 GDP 回升，而三季度我们也预期回升或持平（市场的一致预期也是回升）。

但是另一个维度 CPI 或者说资金价格，或者说总理二季度反复提到的企业融资成本，就不乐观了。毫无疑问，在三季度中或者季度末回升也是肯定的，这一点被大部分市场主体所忽略。因此三季度我们预期是季度级别的“微过热”阶段，2014 年宏观走势可能是一季度滞涨，二季度直接切到复苏（政策发力），三季度过热，对于季度级别的“微过热”阶段，最受益的资产是大宗商品、部分行业的股票（制造业为主）。最受冲击的是债券，特别是长久期利率债。这里再次提醒这只是季度级别，切换和变化会非常快。而且按正常的经济规律，“微过热”的下一站是充满悲剧色彩的“微滞涨”。按照我们跟踪的政策和数据，不排除“微滞涨”阶段从 2014 年 9 月份就会开始。总理的最新经济专家座谈会上，已经不再像二季度初时那么强调“稳增长”的重要性和必要性。而是说了这样一段话“把握经济运行合理区间，既要关注经济增长，保持 2014 年经济增速在 7.5%左右，也要关注物价水平，把物价涨幅控制在 3.5%左右，更要突出就业、收入等民生内容。只要我们的发展有就业、增收入，有质量、提效益，节能环保，

没有水分、实实在在，增速比 7.5%高一点或低一点，都是可以接受的。”主政者开始由稳增长向多诉求转向。因此我们现在预期，总理前期的“中等程度的宽松的货币政策+非常积极的财政政策”，将逐步会转向“轻微的宽松货币政策+积极的财政政策+更多的改革措施”。要退出、要改革必然短期会有一些代价，牺牲一点速度。如果在 8 月份开始回归中性，则四季度的经济增速大概率市场会预期比三季度回落。而那时 CPI 大概率会轻微向上。因此 8 月以后，宏观经济会面临一个季度级别的“微滞涨”阶段，那时最好的资产又是类现金的资产（如货币基金），最受冲击的资产又是权益资产。

四、问答环节

Q1: 请教 RMB 国际化会不会打破原来的一些思考或经验。

A1: RMB 国际化会不会打破我无法预期。但可以预期的是，一旦 RMB 资本项目下可以自由流通，则一定会打破原来的一些思考和经验。

Q2: 关于贷款增长和股市的负相关性，是否可以理解为：贷款增长导致坏账增加，坏账增加导致银行股疲软，银行股是中国股市的最大一块，导致股市整体下跌？

A2: 可以。而且可以直接理解为，银行资产过度增长（贷款），导致需要更大规模地补充资本金，即需要通过股市再融资，导致虽然 PE 很低，但投资人用脚投票，卖出。带动指数下跌，目前所幸的是，大部分上市银行均跌破净资产，无法股权再融资，否则就是国有资产流失。

Q3: 房地产属于哪一大类资产？资本项下开放的进程有何展望？

A3: 房地产在中国属于低风险资产或者避险资产，而在美国属于风险资产。

Q4: 您的二维模型基础上是否增加刚才说的资金价格，即融资成本。未来几年，即使 GDP、CPI 为 8+3，M2 为 14 以上，如果融资成本不下来，是否对权益性资产配置有重大改变？

A4: 对的。因为在国内，央行的货币政策目标或者其跟踪的标的阶段性会发生变化。我们更多的把这个二维框架看着一种研究模式。本质是要跟踪主政者或者央行跟踪的目标或者标的。研究大类资产配置特别是战术级别的资产配置的核心，是需要站在主政者的角度思考和看待经济。8+3 的概率没有 7+3 大，因为看 2014 年上半年财政发力如此，货币政策的 M2 是 14.7（几个季度以来新高），二季度 GDP 不过 7.5，三季度超过 7.6 的概率也非常小。

Q5: 目前您觉得配置哪类资产、或行业为宜？另一方面，如果银行效益下滑，反而股市为涨？会成为反向指标吗？

A5: 长周期看，2015 年上半年开始超配长期利率债，2015 年下半年开始超配权益。个人对 8 月以后的权益资产非常谨慎，始终担心 8 月以后经济进入季度级别的“微滞胀”阶段。但愿不要。本次的稳增长，其实银行作为一个行业是受损或者为国家做出牺牲的，因为本次不同于 2012、2013 年的稳增长，当时温总采用的是扩张表外资产，银行体系外加杠杆。银行相对受益。而本次是收表外，放表内。M2 基本靠银行的新增信贷支撑，近几个月的数据极为明显。可以说银行为保增长做出了牺牲和重大贡献。但是银行逆周期扩张或者说加杠杆，未来肯定要付出代价，看国家如何补偿了。但客观说，对银行业的这个潜在的不利影响，个人判断，目前市场尚未意识到，或者说 price in。

Q6: 如果民营经济实体制造业增加值大于 >8，那么股市就会持续性上涨？因为它们真正开始盈利增长。

A6: 需要 ROA 即总资产回报率大于 8%，否则产能扩张必然导致 ROE 下降，则涨不了。最可能的方式还是，低效率或者无效率群

体的退出，带动资金需求下降，导致融资成本真正下降。企业营商环境改善，ROE 上升，带动股市上涨。我相信在 2015 年下半年以后会看到。

Q7: GTAA (Global Tactical Asset Allocation) 可能会让资产配置全球化和系统化, but it may not work, as some say, even half of the time 。

A7: 同意。但在大概率上会迟到，但不会缺席。比如说近期港股的创出新高就是一例会迟到，但不会缺席的 GTAA 的典型。随着发达经济体的资产管理行业的全球 GTAA 的深化（互联网客观上加速了这一进程），我们国内的机构，虽然目前还无法做到 GTAA，但是我们越来越重视 GTAA 对 A 股的影响了。比如说过去三个月，我们看到，原有的 EM 国家的代表（缺少中国的金砖四国）权益市场均创出 2 年新高，而中国 A 股缺席。但是一个月前，我们发现港元的汇率到达了强方保证，资金持续流入香港。来干嘛的？肯定不是来香港买楼的。大概率上，是 GTAA 的资金开始从低配港股、A 股，开始进入标配。一个月以后的今天，一切都看到了。随着 2014 年四季度沪港通的实行、以及未来类似开放政策的推广，A 股受到 GTAA 的影响会越来越来大，越来越直接。

第 32 辑

(2014.7.29)

中美股票投资中引发的思考

【主持】

巴曙松教授（北京大学汇丰金融研究院执行院长）

【主讲嘉宾】

胡卿瑞，上海朴道瑞富投资管理中心(有限合伙)执行事务合伙人

一、美国经济的短期判断

美国经济 2013 年的 GDP 增长主要缘于连续四个季度的加库存，2014 年一季度 GDP 的下降也和库存下降直接相关。同时，美国经济的核心在于个人消费支出和私人固定资产投资。基于此，我们尝试从这两个角度对短期美国经济做出分析。

库存周期拉高2013年，压低2014年的美国GDP增速



资料来源: Wind, Bloomberg

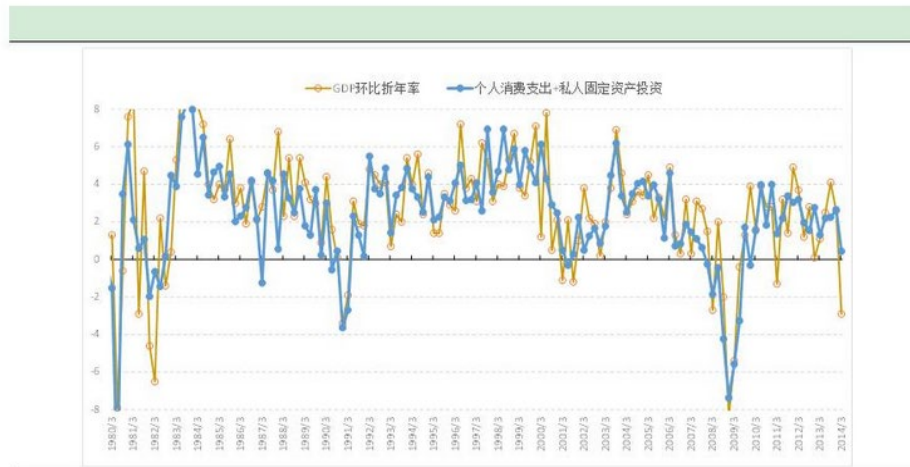
图1 美国实际GDP环比折年率及各部门贡献度
2014一季度的库存负增长幅度较大



资料来源: Wind

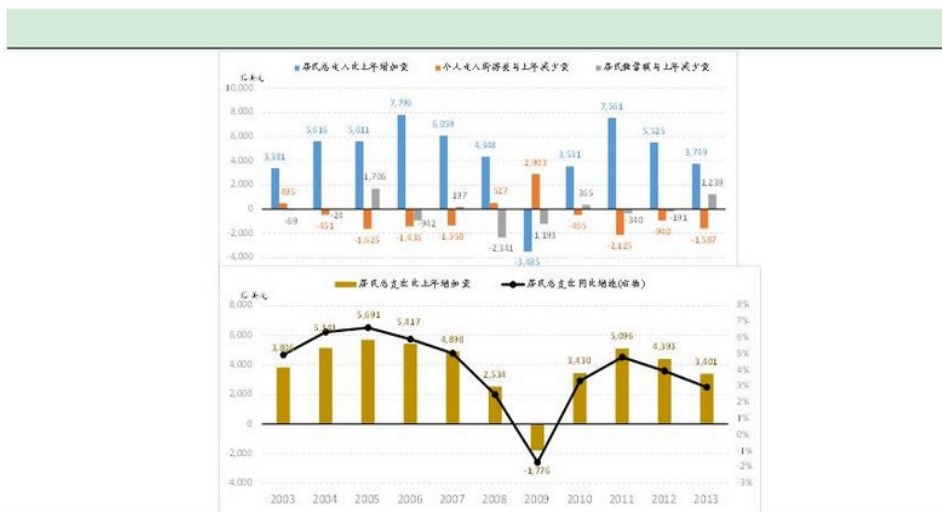
图2 美国实际库存投资变化情况

美国经济的核心：个人消费+私人固定资产投资



资料来源：Wind, Eloomberg

图3 美国个人消费支出与私人固定资产投资变动
2013年财政悬崖：个人所得税对消费影响被高估



资料来源：Wind, Eloomberg

图4 个人所得税对消费的影响

美国居民收入差距处于历史最高水平

自2007年起平均收入上升，而中位数收入不断下降

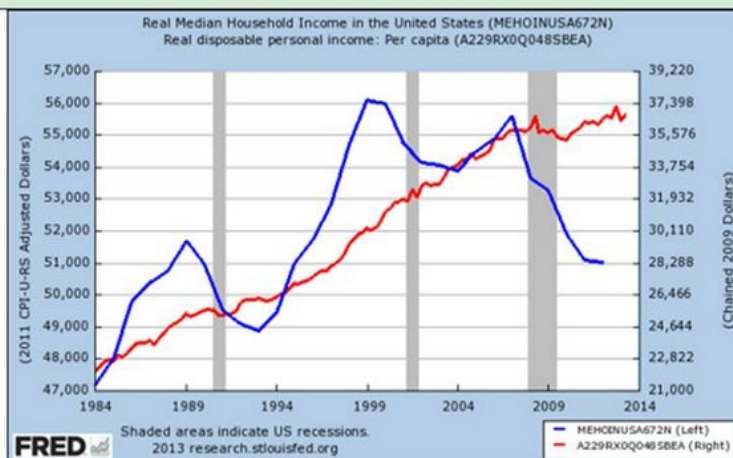


图5 美国家庭实际收入与个人可支配收入的中位数

收入增速较慢且贫富差距大是私人消费增速缓慢的主要原因



资料来源: Wind, Bloomberg

图6 美国个人总支出与个人可支配收入

美国新增就业人数持续回升，但就业参与率仍在低位



图 7 美国新增就业情况

图 5 借鉴了外行报告的数据，美国居民平均收入在 07 年以后不断上升，但中位数收入却不断下降，这充分显示出目前美国居民的贫富差距正不断扩大。同时，美国各零售消费指数显示 2013 年美国“财政悬崖”对于私人消费的影响并不明显。

2013 年美国所征收的所得税增加了 2000 亿美元，并削减政府开支 600 亿美元，一些机构认为这相当于减少了美国 1.5 个百分点的 GDP。而 2014 年由于不再有进一步的加税，因此很多机构认为美国经济增速将大幅提高。但就我看来，2013 年美国“财政悬崖”对经济的拖累作用是被高估的，因为加税主要来自于富人，这部分资金即使不被征收，也会大部分用于储蓄和金融投资。2013 年个人所得税增加的影响基本被储蓄下降所抵消。因此，从这个角度，不能认为 2014 年美国消费增速就会大幅提高。

美国失业是结构性的，制造业占美国总非就业人口比例不断下降，就业复苏主要体现在服务业。而名义与实际可支配收入增速反映消费与通胀压力并不大。因此，收入增速较慢且贫富差距扩大是私人消费增速缓慢的主要原因。

美房地产库存接近历史低点，房屋营建有望继续恢复

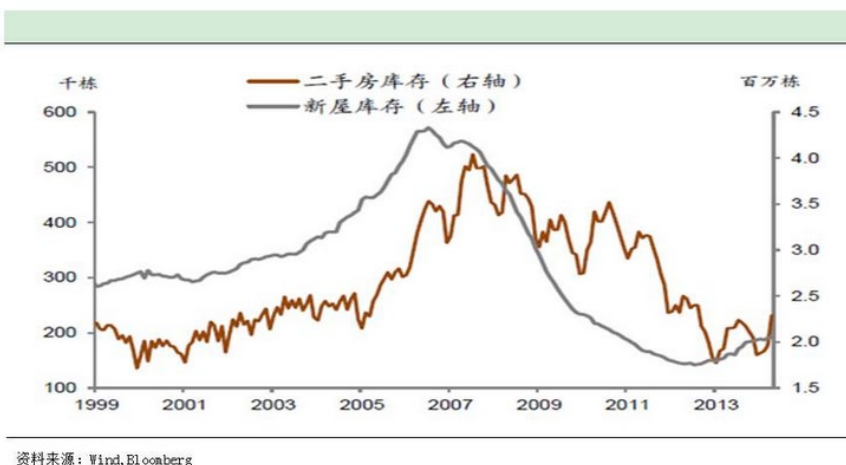


图 8 美国房地产库存变化情况

目前美国已开工的新建私人住宅和新建住房销售等指标都仍处低位，我推断美国房地产只是结构性复苏，外来资本（中国、中东等）是美国二手房活跃的主要购买力量。美国房地产复苏没有内生持续性。

美联储退出 QE 的政策并未使得债券利率上升，因此美元也并未走强。在决定利率架构的几个因素，GDP 增速、通胀补偿、信用风险补偿和供求关系中，美联储宽松的货币政策压低了信用风险，同时银行惜贷，配置债券的意愿仍然较高。

总结：相对于 GDP 增速，更重要的是看居民消费增速和私人部门固定资产投资增速；居民消费增速及私人固定资产投资增速稳中有升，2014 年美国经济增长会略高于 2013 年，但由于补库存影响消失，绝对增速很可能低于目前市场预期的 3.0~3.5%左右的增速。

二、2014 下半年的美股市场分析

美国股市分析的核心在于盈利增速和市场利率。

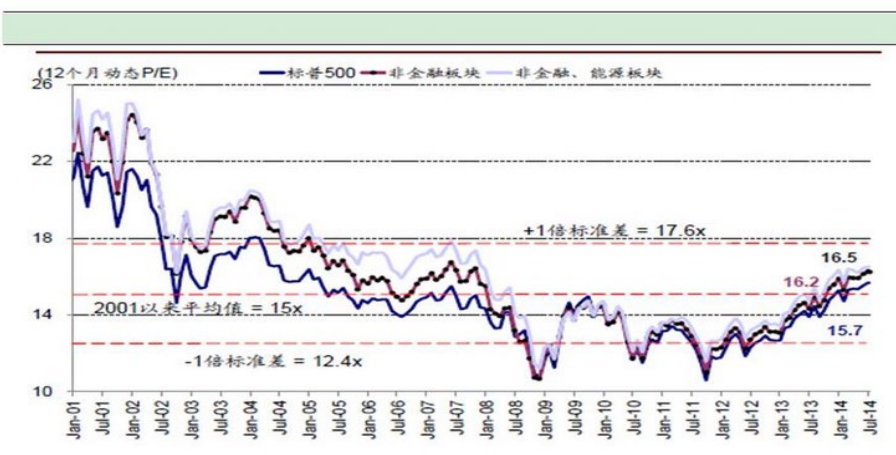
过去三年，美国股市上涨主要源于估值提升



资料来源: Wind

图9 美国股市走势与估值情况

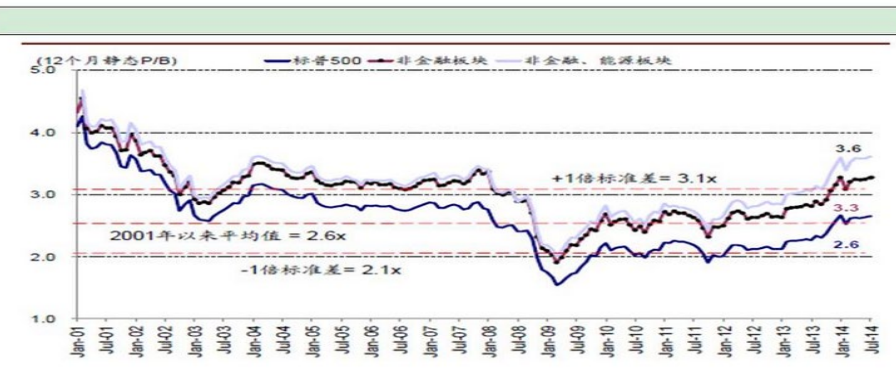
目前标普500的12个月动态PE还处于较为合理区间内



资料来源: Wind, Bloomberg

图10 标普500指数的动态PE变动

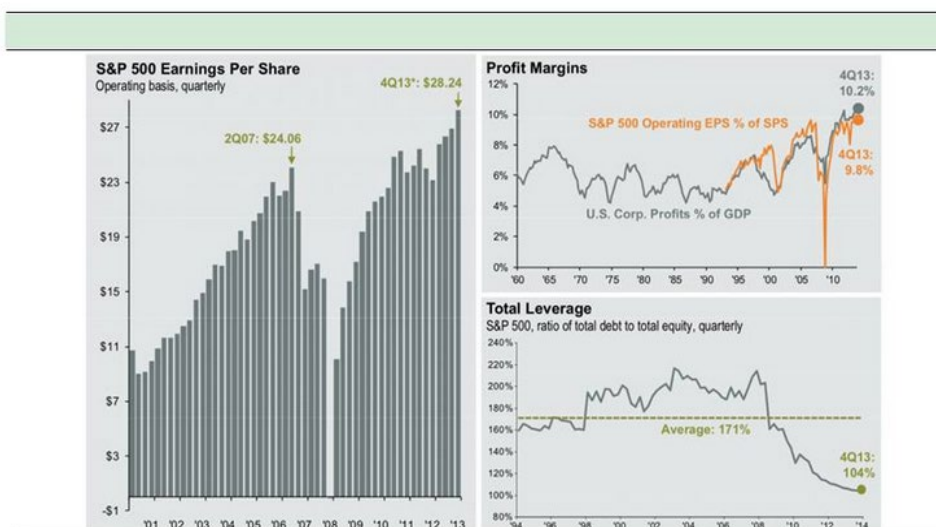
目前标普500的12个月动态PB处于合理区间内



资料来源: Wind, Bloomberg

图 11 标普 500 指数的动态 PB 比率

美股现状：利润率历史最高，负债率历史最低



资料来源：Wind, Eloorberg

图 12 美国的利润率和总杠杆比率

2013年利润率上升是推动美股盈利增长的主要力量



资料来源：Wind, Eloorberg

图 13 标普 500 指数的 EPS 增速

过去五年的美股上涨，主要缘于估值提升和盈利增长的同时推动，目前来看，估值进一步扩张的幅度有限，标普 500 距近十年的估值上限，一倍标准差也仅还有 5% 的升幅。因此，短期内分析的核心在于观测盈利增速。

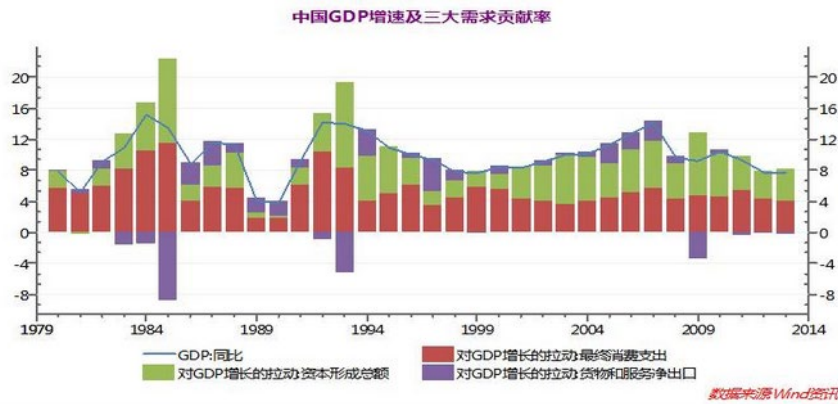
如图 12，这是截至 13 年底的数据，美股利润率已显著超越 07 年高点，而负债率则处于较长周期中的低位。13 年以来，利润率的提升是推动美股盈利增长的主要力量。美国企业拥有充足的自由现金且投资和借贷意愿都不强。

总结：美股估值修复已完成，估值水平已回到均值水平以上；13 年“经济超预期”+“美联储持续宽松”的组合将很难在 14 年复制，美国经济状况和美联储政策的新组合将限制股市涨跌幅，体现为：美国经济状况好，美联储则加速退出，中长期利率上升，股票估值压力增加，因此遏制美股涨幅；美国经济差于预期，美联储则退出减速，中长期利率下降，股票估值压力下降，从而遏制美股跌幅；所以我认为下半年美股指数高位震荡概率较大，在牛市格局未变的情况下，历史统计显示，股指最大回撤基本在 10%。

三、中国经济走势的分析与评判

首先来看看未来 5 年宏观经济的最大可能的变化，以及最大可能的未来 5 年大类资产配置的方向。长期的宏观和中国经济本身的运行阶段更加相关，和政策相关性就大为减弱。引用巴曙松老师 2012 年初的观点，“中国经济从 2000 年以来的 10+2 阶段（即 GDP 增速 10%，CPI2%）进入 2012 年以后的 8+4 阶段”。运用我们的大类资产配置框架，可以看到从 2010 年到现在是 GDP 增速下行（10 下到 8），CPI 上行（2 上到 4），典型的中期滞涨阶段。而从现阶段向未来看，我们判断从 2015 年开始中国经济将从 8+4 阶段进入 7+3 阶段，持续时间长的会到 2020 年，按习总的中国梦经济增长目标推算，现在向后每年 GDP 增速不低于 6.8%，中期说，到 2017 年之前，我们都认为是 7+3 阶段。简单的数学，从 8+4 到 7+3，经济增速下行 1%，CPI 下行 1%，中期看典型的经济衰退大阶段，在那个阶段最受益。

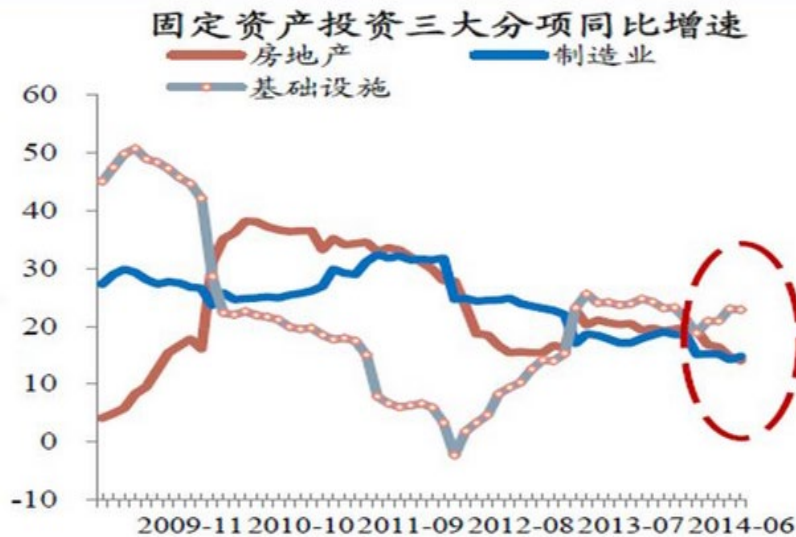
中国经济的核心：投资



资料来源：Wind

图 14 中国 GDP 增速及三大需求贡献度

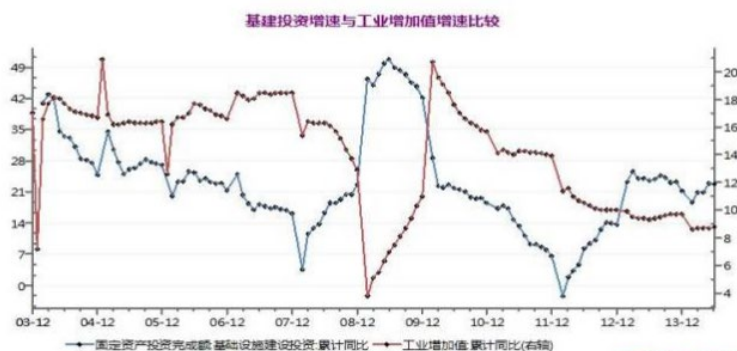
今年来，基建投资对冲房地产和制造业投资下滑



资料来源：Wind

图 15 中国固定资产投资分项增速

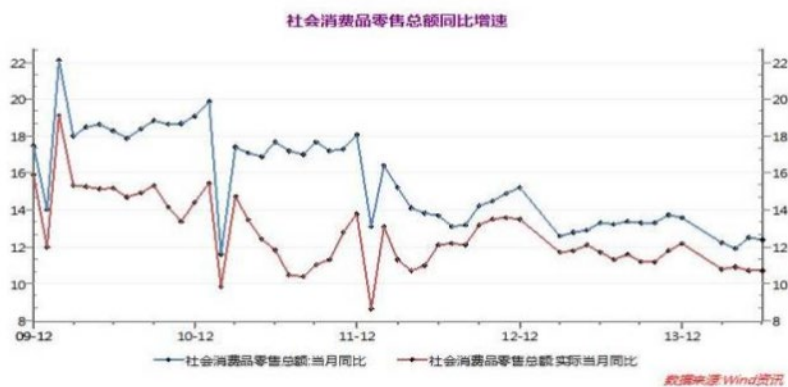
十年来基建投资主要作为政府逆周期调节的工具



资料来源: Wind

图 16 基建投资增速与工业增加值增速比较

消费短期仍难有起色



资料来源: Wind

图 17 社会消费品零售总额同比增速

中国出口份额增速向上空间有限

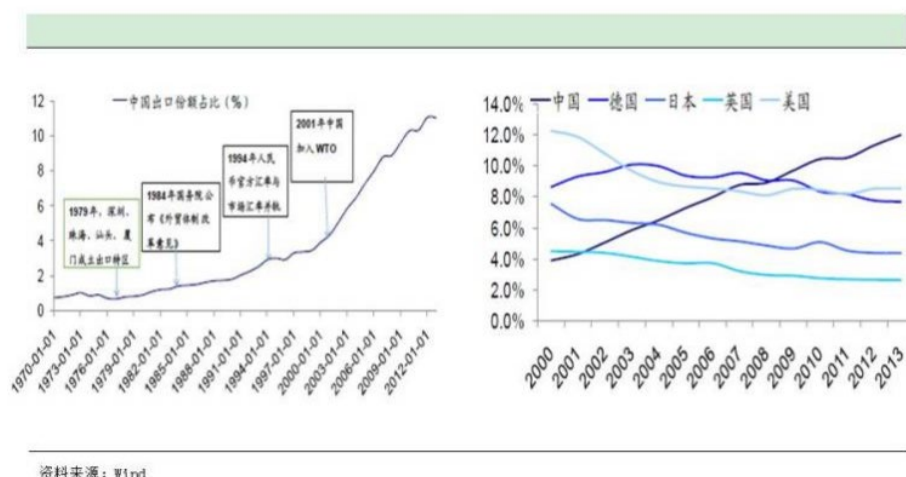


图 18 中国出口份额增速变化

目前的中国经济还是典型的“投资依赖症”。扩大消费还难以成为经济增长的引擎，其难点在于涉及收入分配制度、提高全民福利保障水平和降低税费负担等众多制度性改革，显然这些都不是短期内能够实现的。

关于海外经济复苏，带动国内出口回升，我不太认同这个逻辑。因为全球需求低增速不仅仅是周期性问题，而是全球发达国家人口老龄化和普遍贫富差距扩大导致的需求不足的结构性问题。而中国出口份额提升比例有限且出口增速依然快于国际贸易总量增速，因此未来中国出口增速易降难升的趋势不会改变。

如此，目前分析中国经济的核心还是在于投资。其中，房地产投资成为最大的拖累，而基建投资一直是政府逆周期调控的有效工具，但持续性有限。所以我们尝试对房地产住宅极限需求进行分析。

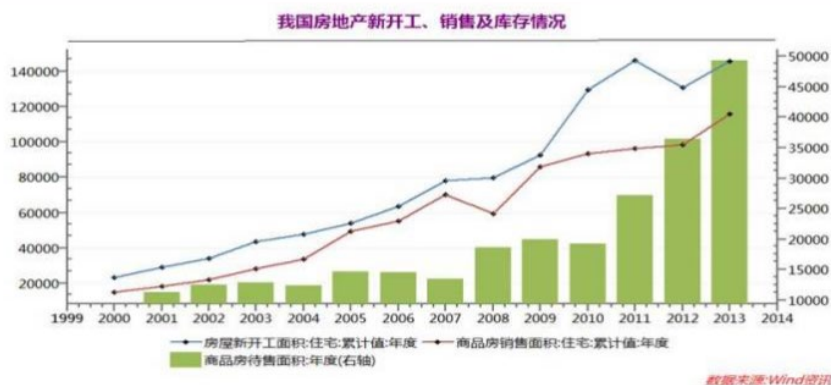
我国住宅潜在极限需求分析

新增住房需求	计算细则		新增住房需求面积
城镇化加速	约增加 8950 万城镇居民 (城镇化率 53.37-60%)		29.53 亿平米
改善性需求	城镇人均住房提升 3 平米/人		21.36 亿平米
旧房拆除重建	原有住房 (1990 年前建成) 20% 占比		39.45 亿平米
合计			90.34 亿平米
年均需求			15.05 亿平米
现有库存	在建商品房库存	50 亿平米 (住宅)	54.9 亿平米
	现有商品房库存	4.9 亿平米	

资料来源: Wind

图 19 我国住宅潜在极限需求分析

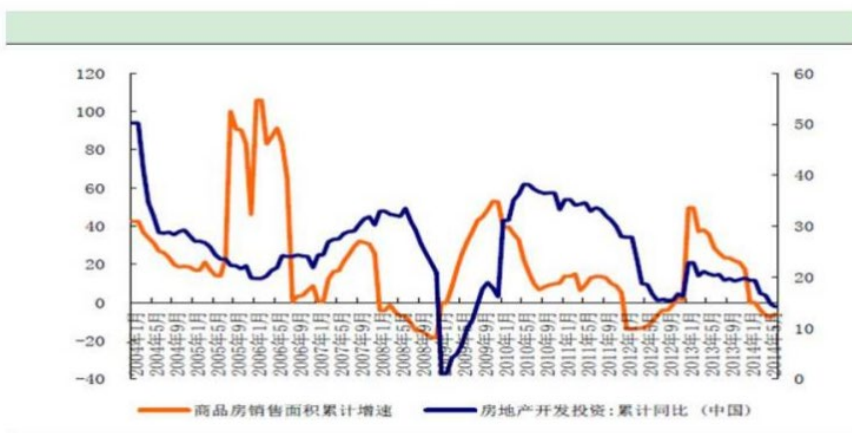
房地产库存压顶, 新开工面积料难以有上升空间



资料来源: Wind

图 20 房地产新开工、销售及库存情况

地产投资与销售密切相关

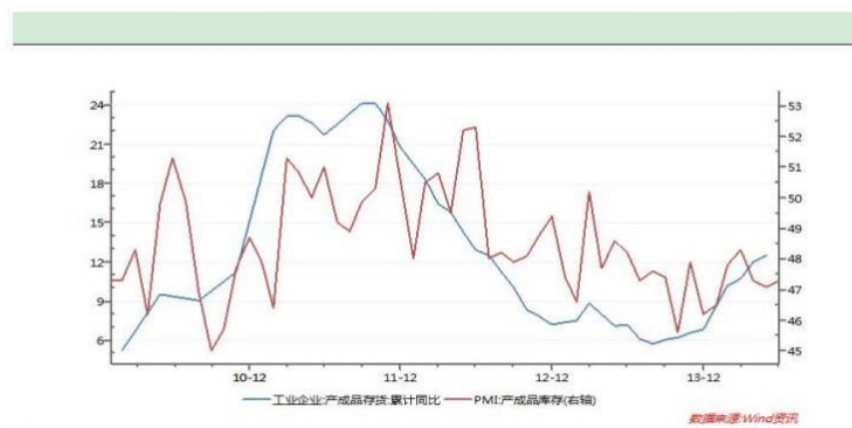


资料来源: Wind

图 21 房地产投资与销售情况

假设到 2020 年，中国城镇化率每年提高 1%，城镇人均住房提高 3 平米，如此每年的住宅极限需求为 15.05 亿平米，而 2013 年新开工面积为 14.8 亿平米，两者首次基本达到均衡点。在市场供求格局出现逆转，劳动适龄人口规模开始下降，城镇化增速出现趋势性回落的情况下，始于 1998 年的本轮房地产大周期已经逆转，地产投资规模出现大拐点。

库存周期窄幅波动是今年上半年市场无趋势波动的主因



资料来源: Wind

图 22 工业企业产品库存变化情况

库存周期是经济周期的先行指标，但从我们的观察来看，14 年以

来中国经济库存周期具有波动变窄但更加频繁的倾向。14 年一季度企业进入被动补库存，二季度在政府微刺激背景下，却只有大企业出现了主动补库存，其余中小企业反而出现去库存情况，我猜测这和市场资金利率仍然较高，导致企业缺乏补库存能力有关。而这很可能是导致周期波动变窄的原因。在潜在经济增速迅速下滑的背景下，政府“托而不举”的刺激政策很可能是导致库存周期波动更加频繁的原因。而这种变化带来的直接影响，就是通过库存周期来判断经济情况的有效性大幅下降。

2014 年金融脱媒化速度放缓，但不是下降的。信托理财的增速不到 10%，信贷增速 15%，债券增速 20%，但存款向同业存款转移的速度很快，所以存款增速只有 14%。而受贷存比影响，银行可贷资金减少，而借新还旧的需求很大，所以虽然实体融资需求不好，但利率也下不来。这是高负债情况下的必然。在高负债情况下，要摆脱高利率和降杠杆，债务违约是唯一的方法。不违约就放货币，只能让负债率更高，解决不了根本的问题。所以说全球各国的债务问题，都是靠债务违约解决的，把高负债的部门消灭了，也就没有必要和可能继续借债了，然后宽货币才有用。而目前的中国还没有经历过这个债务违约的过程，即刚性兑付还未真正打破，所以不具备债务水平和借债成本同时下降的基础。

总结：中国房地产已结束 1998 年以来的上升周期，地产投资规模已出现大拐点；受政府托底影响，短期中国经济增速仍能维持在 7% 以上，但未来继续下台阶在所难免；只有刚性兑付被真正打破，市场利率才会真正下降。

四、对目前中国股市的看法

中国股市有无低估？一国证券化率是对此的较好反映，其高低直

接取决于市值结构、经济增长模式等。综合统计 A 股、香港中资股、美国中概股的市值，目前合计 35.45 万亿元，以 2013 年国内 GDP 总量计算，中国目前证券化率为 62.3%。美国在 80 年代初完成经济转型后，在经历 97 年第一次金融危机后的证券化率为 55.1%，而现在为 150%。短期来看，中国市值结构中周期股占比仍超过 50%，因此目前的证券化率并不低，但长期来看，如能实现经济转型，未来证券化率提升比例有较大空间。

A 股自 2012 年以来，实际上已进入牛市第一波行情，其核心逻辑在于对未来经济转型的预期。从新经济新兴产业开始，最后到传统制造业国企改制，从以创业板为首的成长股代表，到以上证综指为代表的传统周期类板块。但基于 A 股场内存量资金的博弈特性，所以呈现出典型的跷跷板效应。

预期之后带来的必然是矫枉过正，这种预期差的修正，也许是未来 6—12 个月的主旋律，这一点在创业板为主的成长股上将更为明显。而短期因政策基建刺激、货币宽松所造成的经济数据回暖，如果仔细分析基建投资的持续性和这次 M2 宽松的构成因素，我倾向认为其对周期股估值提升的效应较为有限。蓝筹股上涨的核心逻辑在于转型所带来的行业集中度的提升，所以传统产业的龙头公司会相对受益。

在长端无风险利率没有出现系统下降以前，上证综指 2000-2100 点区域是未来 6-12 个月的均值，1800-2300 点箱体构成均值外延，突破均值的情况大概率最终都会出现均值回归。

五、对中美股票投资中一些差异性问题的思考

问题：A 股是否有效反应经济？A 股何时呈现牛长熊短的格局？

A 股是否有效？A 股长期有效，但短期具有明显的中国特色资本市场博弈特征，即 A 股是产业变迁+中国特色的综合体。美股非常

清晰地反应了整个产业变迁的格局。19 世纪的铁路股，20 世纪早期的钢铁股，50 年代的汽车股，60 年代的电子股，70 年代的石油股，80 年代的生物制药股，90 年代的网络科技股，最近几年的移动互联网等，都是特定时期某一产业迅猛发展的结晶。从美国股市的发展历程来看，推动股票市场发展的正是那些代表了不同时代先进生产力的产业及其领头羊。反观 A 股，长期来看也是如此，90 年代的家纺纺织股、00 年代的钢铁水泥汽车电力地产等，最近几年的传媒等，正是从轻加工制造业，到重工业，再到生产性服务业的核心产业的变迁过程。但必须指出，A 股的产业变迁是追随型的，尽管这种后发优势使得中国经济在几十年内取得巨大的发展，但其特别依赖政府产业政策的引导。这种以政府为主导的市场经济模式，也体现出制度制订上的众多缺陷。在 A 股市场上，这一体制上的缺陷“创新”了很多特有的交易制度，叠加部分华人酷爱投机的心理，造成 A 股短期特有的资金博弈的盈利模式。

启示：分析美股的核心在于盈利增长和市场利率，但分析 A 股的核心首先在于制度因素，其次才是经济因素。这种制度因素造就了 A 股独特的“听党的话”、“关系是第一生产力”、“唯资金论”等论调。因此，要在 A 股市场实现盈利，从产业变迁角度长期一定可以实现投资价值，但短期还要理解很多具有中国特色的制度因素。

关于 A 股何时呈现牛长熊短的格局？个人看来，其核心是两国股权文化制度的问题。经济和财富创造模式决定了股市变化。美国财富创造模式是创新和资本剥削，所以其核心是为股东创造价值。上世界 80 年代美国开始推行股票期权，美国公司股权由集中开始趋向分散，导致公司经营所有经济行为为了股东。同时，美国居民资产以权益类为主，具有高度的市场敏感性，因此美国权贵阶层的核心利益就是股票。在此背景下，为保护其核心利益，美国证监会建立了严厉的

市场监管制度。反观中国，中国财富创造模式是靠规模制胜，所以其核心是为政府创造价值，从而造成中国资本市场唯有融资功能。同时，中国城市居民家庭现有房产价值占家庭财产的近半，金融资产近三分之一，但其中大部分都是储蓄资产，股票资产占家庭资产比例不到 5%。在中国利益阶层的核心利益并不是股票，这就造成了中国有选择性的监管制度。

启示：改变市场运行格局的本质在于机制，这不仅直接取决于股权文化制度，更和由此建立的市场监管制度，股票供给方式（注册制）、股票持有人结构等也有很大关系。中国未来几年在经济上最核心的变化将是政府主导的市场经济转变为以政府为辅助的全面自由市场经济。

六、问答环节

Q1：近来美国公司利润率提高的拉动力是什么？

A1：核心还是在于企业创业能力。

Q2：美国的经济每几年就有一周期。这次新的周期从 2009 年的复苏开始，你个人觉得大概再过几年美国又会开始新的一周期？

A2：个人觉得美国目前并没有结束这个周期的迹象，最主要原因在于这一次的移动互联浪潮的影响力应该会超过 90 年代的 PC 互联网。移动互联网是对传统产业颠覆或改造的一次绝佳机会，在这点上，也是中国目前非常有利的契机。

第 33 辑

(2014.8.2)

未来能源互联网的实时大数据及其发展趋势

【主持】

巴曙松教授（北京大学汇丰金融研究院执行院长）

【主讲嘉宾】

江波德华先生，株式会社华中科学技术研究所社长，先后在华中科技大学、神户大学等高校学习研究，专注于流程工业领域的实时数据库研究，在日本市场和中国市场已经有成功的实施案例。

一、能源互联网的内涵

能源互联网是解决国家能源环保命题的必由之路，其领域主要可以包括：

①传统煤电燃气的清洁高效利用；②高耗能动力设备装置的节能降耗；③风电光伏可再生能源的利用；④分布式能源的广泛利用；⑤新能源汽车和储能的应用；⑥电力系统的智能化互联网化。

从特定意义上可是说，所谓能源互联网就是把以上六者有机串联融合起来的纽带。能源互联网是个价值经济体：安全稳定可靠高效节能环保。

二、能源互联网的数据来源

由于电力系统的独特性，从发电输电配电到用电天然形成一张超

级巨大的网-电网。一端是燃煤燃气核电水电传统能源和风光等分布式可再生能源，一端是数百万计的高耗能动力装置、数亿的电力用户和未来的智能家电以及电动汽车。遍布全国各种各样的传感器在每时每刻每分每秒每毫秒微秒都会产生海量实时大数据，就构建了一个庞大的能源互联网。

能源互联网数据来源主要来自以下几个方面：

1) 燃煤火力发电厂； 2) 天然气发电厂； 3) 风场光伏发电厂； 4) 天然气冷热电三联供分布式能源； 5) 分布式风能太阳能储能电池微网； 6) 各级智能变电站； 7) 省市县各级调度 SCADA ； 8) 数亿计智能电表等； 9) 数百万计的高耗能动力设备装置； 10) 未来电动汽车。

例如：一台 60 万千瓦的燃煤机组各种各样传感器(测点)每秒可产生 15000 个实时监控数据。

三、能源互联网智能技术

1、智能大电网数据采集分析诊断技术：

智能采集终端对大用户专用变压器、公变和低压居民用户用电信息进行自动采集。实现用户侧电能量、负荷数据采集，用电设备数据采集及在线诊断，支持实时数据的远传。其主要特征如下：

1) 实时采集电力用户侧电能量信息，并计算出实时负荷、整点电量、月累计电量、已购电费（电量）、剩余电费（电量）等用电数据以及计量工况。

2) 根据主站设置的超限定值，对采集的用电信息进行统计、分析，判断数据是否超限，并根据统计结果生成相应的事件记录。

3) 根据主站设置，终端定时冻结日、月、抄表日用户负荷数据，以及终端设备运行工况，生成用电负荷曲线。

4) 根据主站下发的控制定值, 实时监测用户用电情况, 自动执行本地功率闭环控制、本地电量闭环控制, 并能够执行主站遥控、保电/剔除、催费告警、控制解除等控制命令, 引导用户合理有序用电。

5) 进行变压器、开关、电源分配箱等设备数据的采集, 进行在线设备故障诊断和分析, 提高设备使用的安全性。

6) 采集更多的电网实时运行数据(电压、电流、功率等), 从而掌握更加详细的用户负荷情况, 加强需求侧管理, 为电网规划和扩容提供决策支持数据。

7) 采集终端间支持快速通信, 可装置级在线分析用电异常情况。

8) 电能质量的实时监测和预警, 必要时提供无功补偿和谐波治理方案。

9) 支持装置级的线损和变损分析, 统计和曲线的存储。

10) 基于 IPV6 技术下的终端设备的管理, 实现采集终端与主站、电能表及终端之间数据的无缝传输。

11) 实现用户定制模式下的个性化数据采集。

12) 能够实现厂矿、企业、家庭电器工作参数、环境参数等多种数据的定时采集和召唤采集。

13) 可进行用电效能分析, 为客户提供经济、安全的电能。



神庫

相关性分析

22

2、智能电网交互终端技术：

智能交互终端为电力企业和电力用户之间的交互提供了友好、可视的交互平台。可成为电力企业联络客户，为客户提供人性化管理的桥梁。智能交互终端基于网络化、人机交互，融合业务与功能的原则，凭借用电信息采集系统的网络平台，直接向用户显示用电信息、用电方式、告警信息以及电价政策等相关内容。

对于居民用户，将用电信息采集系统通信网络向用户家庭延伸，可在家中安装用电显示终端，终端采用液晶屏显示，可以直接连接到家庭电气线路上，以采集器或者电能表为网关，通过电力载波通道，自动监测自家的电能表，提供实时用电信息，也可以接收用户用电信息采集系统下发的各类信息。用户还可以通过简单操作，主动查询历史用电记录、历史交费记录、历史数据统计图形等其他信息服务。居民及大专变用户可及时获得用电量、电价、预付电费、剩余电费等信息。用户也可通过各类终端设备（手机、网络等）进行用电信息的查询。供电局可根据剩余电量情况对居民发送停电通知、缴费通知以及电价政策宣传等。也可设置欠费、违约金提醒，提供家中购电，社区信息发布等服务。

智能交互终端可对用户用电设备的监测，及时发现客户受电装置隐患，以“隐患整改通知书”等书面形式通知客户，履行告知义务，避免出现安全事故，减少企业不必要的经济损失。终端设备的可视化功能，可满足电力企业和电力用户之间的可视化交互沟通。

3、智能电网需方响应技术

需方响应技术通过电力用户接收电力企业发布用电信息，及时响应用电负荷变化的措施，以达到削峰填谷，减少负荷波动的目的。其主要特征如下：1)通过用户改变自己的用电方式主动参与市场竞争，获得相应的经济利益，而不象以前那样被动地按所定价格行事。2)

电力企业基于负荷特征召唤用户接入或退出分布式电源，制定有客户参与需方响应的补偿结算机制。3) 用户可得到连续即时的计量信息，负荷信息。用户可得到获得连续即时的电价信息 4) 对参与市场的用户提供实时电价，并实现同实时电价相结合的自动负荷控制。5) 编制和发布有序用电方案，远程监视电能质量与实施电压控制，快速的系统故障定位和响应，能量损耗的检测。6) 为系统调度、规划和运行提供精确的系统负荷信息，在新一代的智能设备和高级服务之间实现信息共享。

4、智能变电站技术

智能变电站：在传感器及实时大数据平台等物联网技术依托下，智能变电站可实现全站监控、在线监测及智能辅助控制等多功能联动，这种集成联动系统正成为国内标准化设计方向。在与云计算、实时大数据融合过程中，除了在设备上预留端口以外，服务方案还包括收集数据、实时监测、信号交互、故障处理等基本维护措施。

5、分布式能源智能微网

分布式能源智能微网是内核，未来千千万万个智能微网互联互通构建成真正意义上的能源互联网。



1) 微网的定义:

专家们的定义多种多样,大概都会涉及分布式电源、小范围电网、监控策略、相对独立等概念,回到最基本的字面意思,微网就是微小的供用电网络。(英文就是 **Microgrid**, 译为微网,也许是 **Micro-**可以当前缀,而 **small** 或 **little** 不能当前缀)这里的“电网”实质上指的是电力系统,电网与电力系统的不同点在于,电网只是输变电的环节,而电力系统比电网还多了发电和用电,是一套完整的封闭的系统,电网只是电力系统中的一部分。之所以叫“微网”也许是因为字数少吧,跟“电网”一个道理。因而微网就是小范围的电力系统,特点就是范围小、自治(可基本独立运行),至于清洁、高效、友好等概念已高出了微网的字面含义。

2) 分布式微网的作用

智能微网云调度平台支持并协同调度人员统观全局,有效地指挥分布式微网安全、稳定和经济运行,其作用主要有以下三个方面:

(1) 实现监控微网安全运行状态。微网正常运行时,通过监视和控制微网的各实时大数据:周波、电压、潮流、负荷与出力等;分布式各主设备的状况太阳能电池板、风车及供冷供热、储电池、柴油机等各方面的实时运行工况指标,使之符合规定,确保电能质量和用电负荷。

(2) 对分布式微网运行实现经济优化调度。在保证微电网安全监控的基础上,通过智能云调度平台实现微电网的经济优化调度,以达到降低损耗、节省能源,低成本发电、低成本供电的经济优化运行目的。

(3) 对微网运行实现安全分析故障诊断和对策处理。导致微网发生故障或异常运行的因素比较复杂,且过程十分迅速,如不能及时预测、判断或处理不当,不但可能危及人身和设备安全,甚至会使微

网瓦解崩溃，造成停电带来严重损失。为此，必须运用实时大数据分析诊断技术，通过智能云调度平台，实现微电网运行的安全预警分析，提供故障诊断对策和相应的监控手段，防止故障发生，避免或减少故障造成的损失。

3) 分布式智能电网的发展

分布式新能源大跃进式的发展，使如何应对风能、光伏发电量的不稳定性成为核心问题，智能电网的建设亦由此上升至国家战略高度。日前在京举行的第六轮中美战略与经济对话气候问题会议上，智能电网成为双方气候合作的重点。

传统电网在发电和输电的过程中，有高达 56% 的资源被浪费。智能电网的应用可以让发电厂和用户进行实时数据双向互动，通过网络反馈回来的数据可以使电厂掌握用户的消费习惯，从而对发电量进行合理调节，达到提升资源利用率的目的。借助智能微电网实时大数据监控技术，解决各类新能源并入电网的难题，实现集风电、光伏发电、储能、智能电网“四位一体”的新能源监控平台，实时保障电能质量和电力系统安全稳定运行

4) 国外分布式智能微网



谷歌数据中心的分布式能效管理微电网 图



上图西门子开发工程师们正在进行风光分布式能源微网试验。它由一个机柜大小的储电池和配备了用于将组件连接至电网的逆变器的控制机柜构成。组件包括蓄电装置以及光伏发电设备和风电机组，是向商业购物中心、医院和酒店或小区等输送电能的典型配置。取决于日照强度，电池既可以临时储存过剩电能，也可以在需要的时候向独立电网输送电能。如果需求大幅增长，还可以快速启动柴油发电机。目标是将多种不同类型的能源资源合并起来，确保以高效环保的方式，供应电能、暖气、冷气和饮用水。

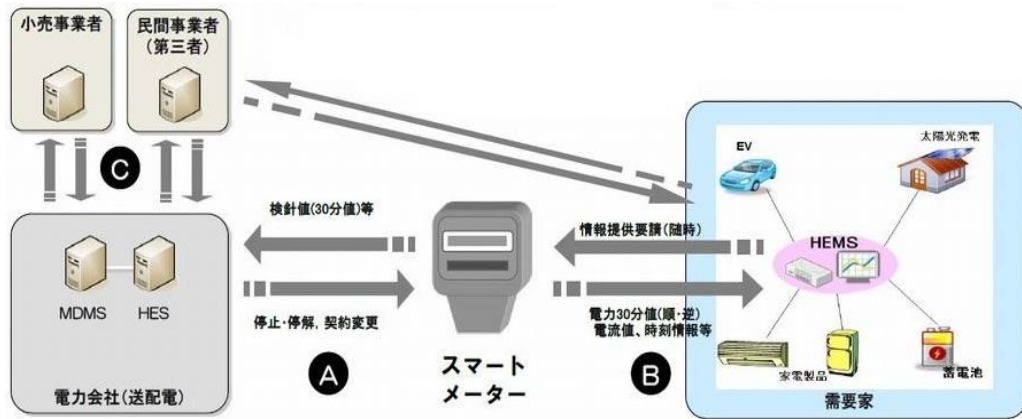
对于分布式发电而言，智能电表是智能电网的一个必要组件。为推进此项技术的发展，西门子与智能电表制造商“威胜”成立了智能电表解决方案合资公司，主要从事管理电表数据的软件开发。根据相关研究，中国智能电表数据管理系统的市场每年的增长速度预计达到15%左右。用电和电网数据的收集和分析，是未来智能电网管理的关键。所以能源互联网必须是服务于智能电力系统，其中包括了发电、输电、配电、用电和用户需求的完整价值链变革。

6、能源管理系统

1) 谷歌收购的 NEST 开启智能家居能效管理的先河：



2) 日本探索未来家庭能源管理系统 (HEMS) :



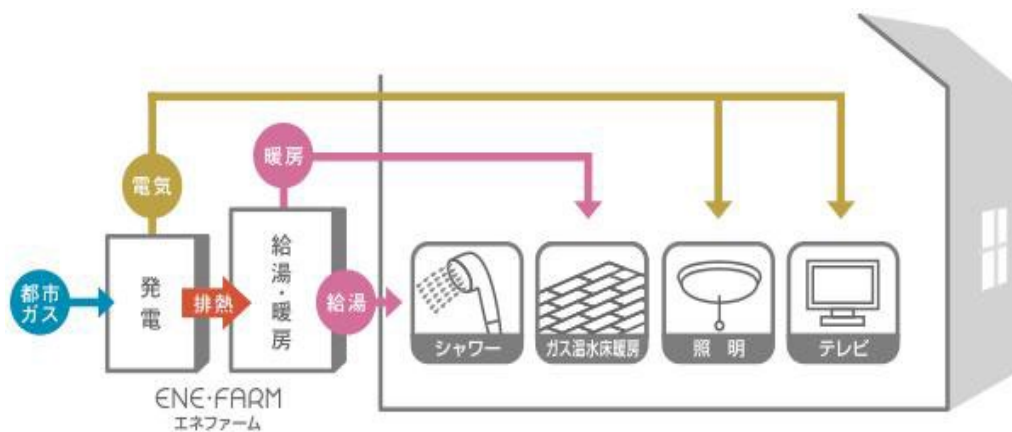
未来家庭能源管理 HEMS 是能源互联网的基本单元。家庭能源管理系统包括：智能监控家庭太阳能，EV 电动车，储电池或燃烧电池，空调，冰箱各家電，与微电网智能互动调整平衡等

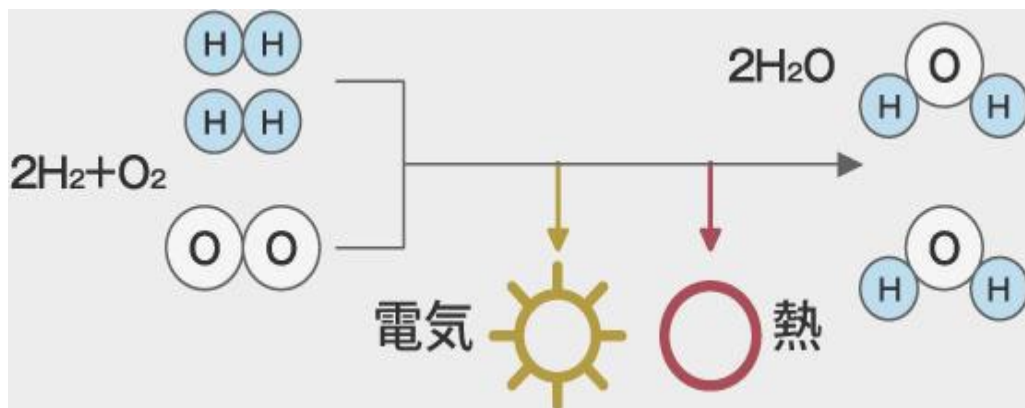


本田東芝 HEMS 试验用家宅



日本家庭氢燃料电池



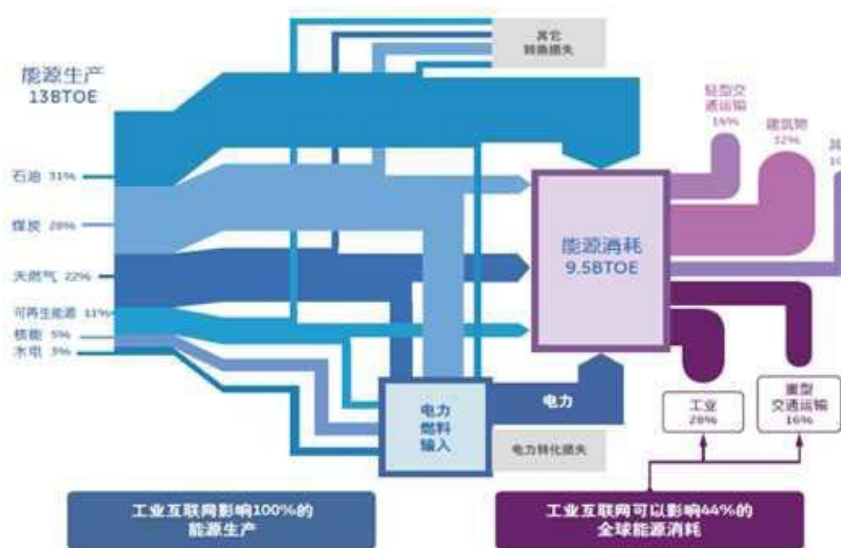


家庭氢燃料电池简单基本原理

从技术上看，在保障电池安全性的前提下，降低电池成本以及提高电池使用寿命一直是储能领域的两大课题。为此，日本开展了许多实证项目，进行可行性研究，包括风电项目、车载电池、固定式储能电池、电池材料技术评价等，涉及的储能技术有锂电池、镍氢电池和钒电池等，期望到 2020 年，电池系统成本能够降到 7 万日元/kW(约 685 美元/kW)，2 万日元/kWh(约 196 美元/kWh)，使用寿命 20 年，效率在 80%左右。另外，燃料电池在东日本地震之后，迅速得到推崇，广泛应用在家用储能系统和燃料电池汽车中。截至 2013 年，家用燃料系统(ENE-FARM)已销售了 62000 多台，目前还未产生任何安全问题，计划在 2030 年累计实现销售 530 万台，2016 年价格降至 70-80 万日元(6854-7834 美元)的目标。丰田、本田、日产公司的燃料电池汽车也将有可能在今年年内开始陆续上市，其中，丰田公司研发的燃料电池汽车续航里程可达 500-700 公里。此外，还将加大加氢站的建设，并与宝马、戴勒姆等海外汽车厂商密切沟通。

3) GE 的工业互联网

工业互联网覆盖的规模和范围——能源消耗视角



来源：IEA, 全球能源与规划设计, 2011年

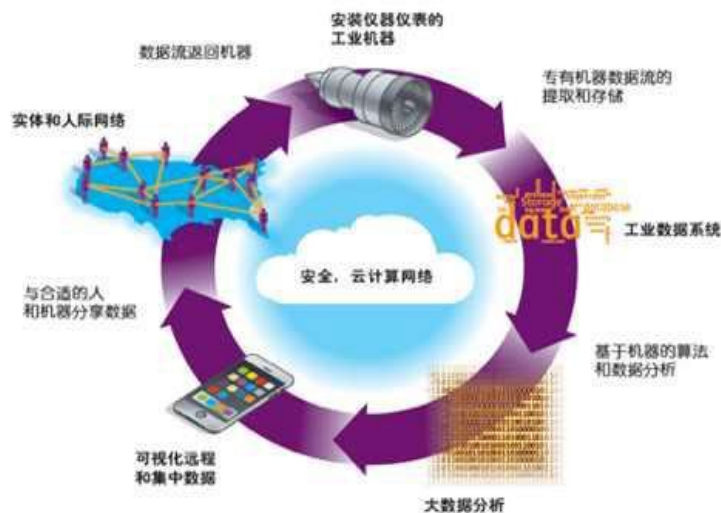
2011年全球能源流

工业互联网覆盖的规模和范围——硬件设施（旋转设备）视角

部门	旋转机器	#全球资产 %工厂	旋转 设备
交通	旋转机器		
铁路：内部机车（使用电力传动）	牵引电机、发动机、传动装置、交流发电机	170,000	2,140,000
飞机：商用发动机	压缩机、涡轮机、涡轮风扇	43,000	129,000
海运：散货船	蒸汽涡轮机、往复式发动机、泵、发电机	9,600	84,600
石油天然气	旋转机器		
大型能源加工厂 (1)	压缩机、涡轮机、泵、发电机、风扇、鼓风机、发动机	990	36,900
中游系统 (2)	发动机、涡轮机、压缩机、涡轮膨胀机、泵、鼓风机	26,300	67,000
钻探设备：海上、陆上	发动机、发电机、电机、钻探设备、电力推进	4,100	29,200
发电厂	旋转机器		
燃气轮机：蒸汽、CCGT等	涡轮机、发电机	17,500	74,000
其它发电厂：水力、风力、发动机等 (3)	涡轮机、发电机、往复式发动机	46,000	196,000
工业设施	旋转机器		
钢铁厂	高炉和转炉系统、蒸汽轮机、处理系统	3,600	47,000
纸张、造纸厂	去皮机、粉碎机、蒸汽轮机、纸网造纸机、轧道机	3,900	176,000
水泥厂	窑筒窑、传送带、电动机、破碎机	2,000	20,000
糖厂	甘蔗处理系统、旋转式真空器、离心机、结晶器、蒸发器	600	23,000
酒厂	谷物处理系统、传动带、蒸发器、再沸器、鼓风机、电机	450	16,000
氨与甲醇厂	蒸汽轮机、裂化和蒸馏系统、压缩机、鼓风机	3,300	45,000
医疗设备	旋转机器		
CT扫描仪	旋转的X射线管臂、旋转的扫描架	52,000	104,000
注：本清单中，(1) 包括液化天然气 (LNG) 设备，(2) 包括蒸汽机和驱动、离心式蒸汽轮机汽化炉、大型燃气轮机、天然气工厂，(3) 计算超过500kW的大型发电机			
来源：多个来源，包括Parks Ltd, IFC-CERA, 石油天然气学报, Clarkson Research, 5E航空与运输, InPetro, 工业数据, IRI, 美国能源部, IRI高炉与转炉大型旋转设备的估计。			
		总计：	3,207,700

根据典型的旋转设备以及用于监控的主要设备进行综合评估，也就是评估工业系统中的旋转设备。所有这些资产都受温度、压力、振动和其他关键指标的制约，而这些指标已经或可以被监测、建模和远程操作以提供安全、提高生产力并节约运营成本。

工业互联网的数据流



工业互联网可以被看作是数据、硬件、软件和智能的流通与互动。从智能设备和网络中获取数据，然后利用大数据和分析工具进行存储、分析和可视化。最终的“智能信息”可以供决策者（在必要时实时）使用，或者作为各工业系统中更广泛的工业资产优化或战略决策流程的一部分。

工业互联网的前景—GE实际案例

✓对于GE客户而言，工业互联网目前能带来的好处至少有两个：一是降低设备运行故障率和故障时间；二是实现设备运行的优化，让设备能够在能耗最低、性能最佳的状态中工作。根据GE的报告，通过持续的数据积累、深度学习和提高洞察力，在全球五大行业（铁路、航空、电力、石油化工、天然气）提效1%，就可在未来15年为世界贡献2760亿美元增长。

✓GE目标是研发一个能够适应大数据时代的工业互联网。基于hadoop的软件平台，适用于大容量、机器数据管理，将为工业企业提供一个集合的架构，将智能机器、传感器和高级分析功能融于一炉。截至目前，GE已推出24种工业互联网产品，涵盖石油天然气平台监测管理、铁路机车效率分析、医院管理系统、提升风电机组电力输出、电力公司配电系统优化、医疗云影像技术等领域。

✓据悉，去年底发布的10个工业互联网产品已为GE带来2.9亿美元的销售收入，订单价值达4亿美元。此外，GE为工业互联网应用建立了名为Prefix的软件平台，可容纳包括从飞机发动机到医疗磁共振设备在内的任何系统和机器的数据，可实现远程管理，并与客户现有软件和数据管理系统结合。

四、能源互联网目前存在的问题

目前能源互联网面临的核心问题：数据共享。上海电气远程监控诊断服务云平台具有发展潜力(如接入 100 个电厂 / 每个 5 万点数据

每秒=500 万点每秒), 但还是面临电厂运行数据分享问题(目前电厂担心电力安全, 不愿意分享数据)。如何建立一个良好的数据分享机制是能源互联网面临的核心命题。怎么激励它们共享数据呢? 所有的传感器都在捕捉数据, 但是怎么分配价值? 游戏规则需要制定, 而在我们讨论能源互联网时, 常常忽略的议题。正在萌芽的智能家居, 分布式能源, 智能微网都会面临同样的挑战。

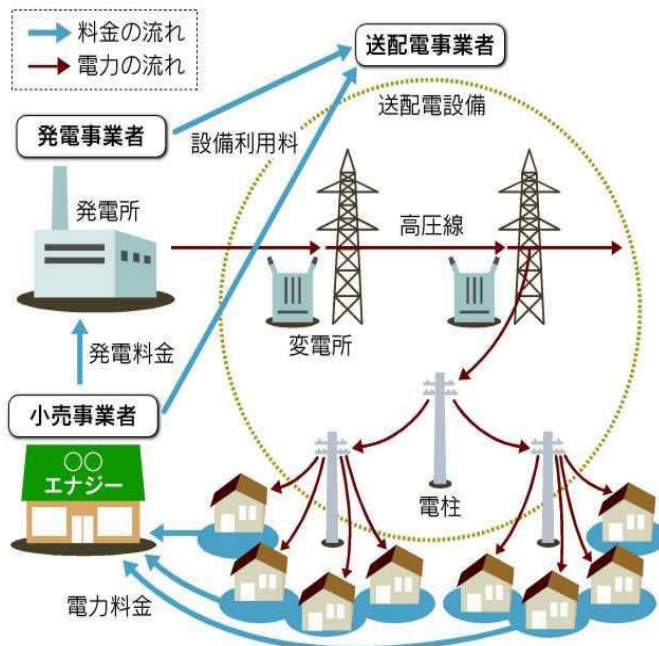
五：相关能源动态：

我国电网现状

我国电网现状：装备智能化水平需持续提升。近年来以来，国网南网公司应用了输变电设备状态监测、故障综合分析告警、配电网自愈等一批先进技术，但整体来说，技术应用的规模、范围和深度仍较低，需要进一步加大推广。同时，需更加注重应用先进的网络信息和自动控制等基础技术，进一步提升电网在线智能分析、预警、决策、控制等方面的智能化水平，满足各级电网协同控制的要求，支撑智能电网的一体化运行。

日本电力改革

送配電ビジネスの流れ



德国能源转型

德国 2050 年《能源方案》明确提出了德国能源转型“行动路线”，成为世界能源转型的先锋。作为世界第五大能源消费国和欧盟最大的经济体，德国政府高调的能源转型战略受保障能源安全供给、经济社会可持续发展、保护气候和环境等多重目标因子的共同驱动。通过“能源转型”，德国的可再生能源得到了飞跃式发展。德国总理默克尔决定在 2022 年前关闭境内所有 17 座核电站，德国也成为第一个明确去核化国家，由此还催生出了德国可再生能源史上的一个历史性计划——2022 年前，将太阳能、风能等可再生能源的比重提高到 35% 左右。这就是如今被世界各国反复借鉴思考的德国“能源转型”计划。有数据显示，在过去的十多年里，德国包括风能、生物能、太阳能在内的新能源电力所占份额达到了 25%，太阳能发电成本下降幅度高达 90%。同时，德国已经实行了厂网分开、输配分开、配售分开和电力交易，四位一体的 100% 的电力市场自由化。在过去三四年间，德国家庭电费平均上涨了 1/4，高出欧盟平均水平 40%-50%。

第 34 辑

(2014.8.5)

中国中小型股份制商业银行海外战略探讨：

“请进来”和“走出去”

【主持】

巴曙松教授（北京大学汇丰金融研究院执行院长）

【主讲嘉宾】

Michael, 宋汝彪, Edward, 叶润, Paul, Ken。

一、嘉宾发言

1. Michael:

Michael 除了是投资家之外还是一名成功的运营者。他曾经在俄罗斯成立了一家商业银行。自从 2008 年开始，他在外蒙古投资了一家小型商业银行，现在是 Teneo 银行的股东。

Michael 有兴趣去帮助小微银行成为全面的银行，作为 Teneo 银行的董事，他主要为跨国企业提供顾问和咨询服务，这些跨国企业对中国市场都很有兴趣。Teneo 银行的主要客户是世界上最大的跨国企业，如惠普、可口可乐、UBS 等，这些公司对自然资源丰富的市场有较大的投资兴趣。

2. 宋汝彪:

宋汝彪从中国科技大学获得学士学位，并从美国西北大学获得经济学硕士学位。他是特许财务分析师 CFA，是摩根大通公司的董事总经理，担任该公司可再生能源投资结构化事务部主管。现在着力于美国可再生能源的投资。他主要负责开发并推行专业投资结构进而货币化可再生能源项目（风电、太阳能、地热等）的联邦税收减免以及其它税收优惠。

他认为，与国内一样，在美国可再生能源也是得到国家政策非常支持，途径主要有两个：1，联邦政府通过税收进行减免支持；2，州政府，例如强制规定部分电力需要从清洁能源中得到。总的来说，美国政府所提供的支持在全世界范围内都是非常高的。从银行角度来说，银行本身有清洁能源的政策。对于可再生能源的投资符合银行的政策，发展势头很猛，投资机会也较多。中国政府也非常支持可再生能源的投资和投入，尤其是内蒙古，值得商业银行关注。

3.Edward:

Edward 来自于富国银行财富管理部门，同时是顾问部的董事总经理。他曾在雷曼兄弟任职，还在瑞士联合银行做过高级副总裁，主要负责财富管理。

现在，富国银行的机构客户主要是欧洲银行和欧洲对冲基金，为机构客户提供研究和产品服务，为个人提供财富管理服务。富国银行可直接为中国公民和企业开户并提供服务。

4.叶润:

叶润 01 年在华尔街工作，06 年加入老虎基金，现在是老虎太平洋资本 TPC 的管理合伙人和首席投资官。该基金由对冲基金传奇亿万富翁朱利安罗伯森出资创立，他曾培训并资助了业内多位著名基金经理。叶润现在掌管子基金，主要面对日本，韩国，中国的股市和二级市场，包括非上市公司。04、05 年投资过新东方教育和当当网，10

年开始投资京东。

他认为国内金融市场上目前有一个很大的机会，就是高端财富管理的机会。受制于国内的金融体制，目前的财富管理渠道相对单一。他认为，在国内真正懂如何做高端财富管理的银行不是很多，所以竞争并不十分激烈，还有机会。

5. Paul

Paul 的财富管理超过 30 年经验，原为花旗 Smith Barney 财富管理的总经理。现为 Constellation 财富管理基金联合 CEO 和创始合伙人，并主要负责制定公司的战略发展，该公司被巴伦金融周刊评为 2014 年最成功财富管理基金之一。该基金主要代理 150 个美国大家族的财富管理业务，管理财富超过 650 亿美元。

他认为在目前状况下进入中国市场比较困难，但是公司已达成共识，不仅要在美国境内提供财富管理服务，也要做好准备为国际上的大家族提供金融服务。他认为公司最大的优势在于其独立性，不附属于任何大银行和大的金融机构。他期待与中国公司展开更多的交流，比如客户、信息方面的共享和交流。公司现在的业务主要是为不同的资产投资做顾问，以及 150 多个家庭遗产及信托方面的咨询工作。作为有独立性的精品的财富管理公司的代表，他认为未来国家和国家之间的限制和区别会越来越少，有机会为更多的国际大家族提供财富管理服务。

6. Ken

Miller 先生是 Ken Miller 资本的总裁和 CEO，该投资银行总部位于纽约洛克菲勒中心，在中国和欧洲都有关联机构，旨在向客户提供战略金融咨询，并偶尔在一些有国际视角的项目中投资。在此之前，他担任美林公司资本市场部以及瑞士信贷第一波士顿银行的副主席。在这两家世界投行工作的时候，他主要担任一些超高净值人士和世界

顶尖企业的财务顾问。现在作为 Teneo Capital 高级顾问，主要负责投资者关系、以及公共事务关系的处理。

他指出，Teneo Capital 在北京香港都有办公室，很热衷于帮助中国公司走出来。他认为，中国公司要想走出来，最好的办法有以下几个：1.买一家美国私人公司，2.持有某上市公司的股份，3.成立合资公司。这样做的好处是可以避开美国联邦政府的审查和其他公司的竞争。

第 35 辑

(2014.8.5)

沪港通对两地资本市场的影响与政策发展前瞻

【主持】

巴曙松教授（北京大学汇丰金融研究院执行院长）

【主讲嘉宾】

香港海通国际证券集团有限公司财务总监张信军、兴业证券投资银行部副总经理顾连书、国信证券投资管理总部投资经理周星果等

一、沪港通带给两地投资者的投资机会

自 2014 年 4 月份中国内地和香港证券监管机构公布沪港通后，内地以及海外投资者和各类市场参与者对沪港通的效应以及未来的演变给予了广泛关注和讨论，尤其是近期 A 股以及港股行情转好、沪港通时间表越来越确定，沪港通的关注度持续升温。沪港通与现行的 QFII、QDII、RQFII 制度有一定类似之处，都是为丰富跨境投资方式，在人民币资本项目未完全开放背景下的资本市场有限开放政策。相比而言，沪港通在投资标的、投资者范围、交易交收等方面均具有直接性和灵活性，预计沪港通开通后，会受到两地投资者的青睐。

鉴于投资标的直接为两地各自开通的股票，包括港股通的 266 只来自恒生大型指数、中型指数成分股以及 H 股，沪股通的 568 只来自上证 180、380 指数成分股以及 A+H 股。根据两地上市公司特色和

估值的差异，中短期内沪港通给投资者带来的机会可能主要存在于以下几个领域：

(1) 首先，带给两地投资者的机会应该存在于两地市场各自有特色的公司标的，比如 A 股市场中的白酒、中药、军工、电力设备等相对港股较有特色，而港股市场中的博彩、娱乐场所、交易所、电信、信息科技的部分龙头型公司等则属于 A 股中稀缺的品种。

(2) 沪港通直接带来了证券行业的新机会，在此背景下，拥有较完善的香港业务平台的证券公司应属投资机会范畴，同时，中资证券公司香港子公司单独上市的标的亦存在增量业务的发展机会。

(3) A+H 股中存在明显溢价或折价的公司。这类公司的折溢价与两地投资者的构成、偏好等有很大关系，随着沪港通的实施，两地投资者投资行为的互相融合，折溢价收窄是可以预期的。

(4) 两地市场对不同行业股票的估值差异亦是一个发现投资机会的角度，比如大型市值公司原材料、电信行业港股估值便宜，中型公司中金融、信息技术、原材料和能源等行业港股估值便宜；而消费品、公用事业、大型金融股、大型信息技术股估值相对贵。从这些角度可以观察，未来一旦 A 股更多融入到国际市场（包括纳入 MSIC 指数），很多公司的估值可能慢慢发生变化。

(5) 以动态变化的角度寻找投资机会：比如，沪港通未来可能向中小市值公司增加开放度、国内深交所股票纳入两地开放政策、两地市场中有向中型指数股晋升的潜力公司、伴随国内资本项目开放要求而可能不断放大交易额等。

其实以上几个可能的投资机会，很多已经在最近的 A 股和港股的行情中得到体现。未来，在沪港通这个制度安排下，有的专家认为港股市场可能蕴含着更多的机会，那就是尚未列入港股通的众多来自中国的中小企业，这些公司的估值在香港由于投资者结构、信息劣势

等因素长期较少受到关注，从而估值一直处于较低的状态，然而随着沪港通的开放，国内众多的投资者会越来越关注和了解香港证券市场，必然会引起更多投资者对尚未进入沪港通名单的公司的关注和分析，也许几年之后很多优秀的小公司的估值将产生质的变化。当然这一切也依赖于中国经济结构转型是否成功等基本面变化。毕竟沪港通政策只是给中国资本市场开放多搭了一座桥。

二、沪港通对近期两地市场的潜在可能影响效应

近期两地市场屡创近期新高，尤其是港股创下近三年的新高，主要是沪港通越来越近带来的影响还是另有其因？这个问题比较难讲，来个各方面的声音都有，前两天，有个机构投资者路演，反馈了部分投资者的基本看法：沪港通的效应越来越明显。现在看来，外资投资 A 股热情高涨，原因包括蓝筹股在 A 股的低估值、美股创历史新高而中国股票一直熊在底部（相伴随的是经济数据并非想象那么坏）等。也有很多观点认为，近期美联储的信息表明加息的步伐并非很快加之美国股市涨幅过大，国际资金回流中国的进行资产配置的需求。

无论是哪个观点，7 月份香港金管局累计向市场注入 650 亿港元的现实、港股创三年以来的高位、以及 A 股最近一个月 10% 的涨幅等都说明国际资金已经持续不断增加了中国股票资产的配置，而且投资标的表现较为突出的似乎也集中在上述沪港通中短期投资机会的板块，那至少可以得出一个结论，沪港通在目前可能至少起到了行情启动催化剂的作用。另外，最近一个月，香港市场 RQFII 额度越来越抢手，A 股指数的 ETF 成交量呈现爆发式增长，并出现较多净申购，而申购集中的 ETF 是 A50 的产品。我们知道，富时 A50 的标的构成中金融股占了相当大的比例，而大型金融股的估值 A 股较港股便宜，由此可以看出，随着国内经济数据企稳和沪港通政策实施箭在弦上，从

套利角度进入 A 股蓝筹股可能也是近期行情走好的重要因素。

在人民币国际化的大背景下，沪港通作为一种技术手段能缩小 A、H 市场的差距。这里面包括 A、H 价差，也包括促进上市公司治理、投资者结构跟国际标准靠拢。讨论沪港通对 A、H 股的影响离不开人民币国际化大背景。在美元回流下，人民币国际化需要资本留在国内。更希望国际资本加大人民币资产的配置比例。还要为今后海外人民币提供回流和投资的机会。这需要中国资本市场的投资回报率具有吸引力，以及国际资本对 A 股投资相对灵活的投资渠道。静态看，A 股的投资价值在逐步凸现，风险主要是大家担心中国经济减速以及货币贬值。沪港通正好提供这么一个灵活投资 A 股通道。未来沪港通的方向应该是向着更为灵活的投资通道发展，吸引更多的国际资本配置人民币资产，为海外人民币回流提供更便捷的投资渠道。看好 A 股的投资机会。沪港通只是一个催化因素，本质是 A 股隐含的投资回报率足够高，国际资本配置人民币资产的强烈需求。

三、沪港通对跨境资本流动的影响分析

沪港通分为南向“港股通”和北向“沪股通”，从南北两向的净买入额度来看，目前初步设定的是北向 3000 亿和南向 2500 亿，从两个方向分别分析：

(1) 北向“沪股通”的资本流动的潜在影响分析

在三个月前，香港与中国内地 A 股指数相关的 26 只 ETF 基金（包括规模最大的安硕 A50ETF、南方 RQFIIA50ETF、华夏 RQFII 沪深 300 ETF、海通国际 RQFII 沪深 300 ETF 等）总规模大概 1100 亿港元。目前，上述基金总规模增长至 1400 亿港元，增幅 27%，确实有海外资金在增加对中国股票的资产配置。在上述基金中，安硕 A50ETF、南方、博时和嘉实 RQFIIA50ETF 占了 79% 的规模，三个月

的增幅达 30%，海外增量资金更注重配置 A 股目前相对港股低估值的大型金融股。在三个月前分析时，静态看沪深指数 ETF 规模和 quota 相比都未用足，而且有很多基金规模远低于拥有的 quota，因此在当时有分析，如果基本面情况不变，可能即使在沪港通开启时，海外投资者对 A 股的需求并不会太强烈。但按照目前国内经济数据以及近期的股市行情动态来看，有可能沪港通会催化对 A 股的资产配置，当然前提是 A 股的估值看起来还便宜。

(2) 南向“港股通”的资本流动的潜在影响分析

从 A 股和港股的市场格局看，在资本流动方面，预期南向直通车的会影响会大于北向直通车。原因包括以下几个方面：

a. 港股市场相对灵活的交易制度对内地部分资金具有吸引力。港股市场采用 T+0 交易及无涨跌幅限制，据市场调查，这一点对于内地强调流动性的职业炒股的散户以及不少私募基金有较大吸引力；

b. 中国内地证券公司对港股的研究覆盖能力提升较快，能够较好服务内地投资者，换言之，“港股通”开放之后，可以刺激内地证券研究人员拓展研究范围；

c. 港股通的自主投资模式符合内地投资者偏好。A 股交易量超过 80% 来自散户，散户认购 QDII 基金的积极性一直不高，还是喜欢自己主动性操控。未来在港股通这一更加便捷完善的通道开通后，内地散户参与港股交易的比例可能会进一步提升；

d. A+H 股从总体来看，港股相对估值低于 A 股，对内地投资者有一定吸引力；

e. 金融危机后，美国经济逐步复苏，美元逐渐触底转强，港币挂钩美元，部分希望持有美元资产的国内投资者可能会选择持有港元资产。

四、中国证券公司“走出去”战略在遇到沪港通新政后应该如何

选择自己的道路？

过去相当长一段时间内，国内证券公司¹在香港开设子公司，基本的思路是依托和开发国内庞大的个人投资者群体，重点做好经纪业务的通道服务，其他业务的开展对多数公司可以说举步维艰。但沪港通政策的推出大幅度减少了直接来香港开户投资的群体数量，这对继续依靠上述发展道路的券商提出了严峻挑战。

香港是一个开放成熟的市场，监管环境较 A 股更为市场化，因此与国内市场状况下导致的证券公司经营范围、发展方式基本无差异化不同，香港的经营平台拥有较宽的自主选择发展路径。通过兼并收购不同特征化主体是一个走向差异化竞争的模式，例如海通证券收购大福证券（后更名为海通国际）、中信证券收购 CSLA 等，当然也有较早根基于香港发展的 CICC、国泰君安国际等，均有各自的特色，但面临新的政策冲击，每家公司在未来的发展方面均需要根据各自已有的特点和优势选择新的发展方向。

有一个观察：香港子公司非常非常着重合规，直接影响香港子公司的创新能力，导致香港子公司只能提供传统成熟产品。沪股通为中资券商香港子公司发展境外客户提供了绝佳的时机，大陆及香港股市的振兴繁荣，理应也会为加快人民币国际化创造积极条件。

同时也要看到，在香港经营，市场化的监管环境以及丰富的产品结构的确给投行和证券公司提供了广阔的竞争环境，但香港对投资者分类管理的指引导致大量的 OTC 产品无法向零售投资者销售，而大部分中资券商的客户是来自内地的散户，这在客观上限制了产品创新。另一方面，中资券商多数还只停留在代理场内产品交易的经纪业务，投行以及产品设计和发行的能力差距还较大，很难做到外资投行目前达到的状态。沪港通确实增加了中资券商海外客户开拓的可能性，但

香港市场散户潜在规模十分有限，机构业务应是发展的突破口和方向，而这一点又恰恰是国际投行独霸多年的领域，难度可见一斑。

五、沪港通政策趋势展望

(1) 合理推测，在“沪港通”试点成熟的条件下应该会逐步放开投资标的范围

目前沪股通覆盖 568 支股票，占沪市股票数量 59%，占沪市总市值 89%，深市 A 股，新三板、交易所上市债券等尚未纳入投资范围；港股通标的证券 266 支，占港股数量 18%，市值的 83%，由于香港证券产品较为丰富，权证、债券、中小市值股票大部分不在投资范围之内，因此未来基于沪港通合作模式的投资标的范围还有很大拓展空间。审慎分析未来市场对沪港通政策的反馈，判断该政策的演进时机，对于我们把握未来的投资机会以及作为市场中介参与者把握商机、选择发展道路至关重要。

(2) 在资本双向流动逐步稳定后逐步扩大并放开沪港通跨境投资额度限制

为防止资本异常流动，“沪港通”对跨境投资总额度和每日额度进行了非常保守的限制。在初期开放带来的双向资本流动相对稳定并积累了一定风险管理经验后，可以考虑采取稳步扩大的措施，具体来说，初期可以考虑取消每日额度限制、放宽总额度限制，并在条件成熟后逐步扩大并酌情取消额度限制措施。

(3) 以良性的市场制度竞争共同提升两地资本市场的国际竞争力

以《证券法》修订以及《期货法》立法为契机完善监管法规，通过沪港通模式逐步打通两地市场投融资限制，通过良性的市场制度竞争提升两地资本市场国际竞争力。譬如投资者保护、香港市场贯彻的

信息披露为本等。

(4) 逐渐与 QFII 制度融合并实现 A 股完全开放

A 股市场相对封闭，受国内流动性环境影响较大，而香港市场相对更开放，同时受国际和国内流动性影响。未来随着沪港通政策实施过程中经验的足够积累，QFII 制度可以逐渐与沪港通政策融合，而这个政策演变的预期对于现在两地中资证券公司的国际业务发展模式即将带来变革式的影响。

希望“沪港通”通的不只是二级市场的交易，但愿能加快国内资本的改革开放，通的是资本市场总统建设的定位、理念、规则等，在估值日趋一致和理性的前提下，在多层次资本市场建设、企业 IPO、信息披露、再融资制度、证券市场衍生金融产品开发方面多与港“互通互同”，加大市场化、全球化改革力度。沪港通也为繁荣香港市场有重大意义。内地公司到香港上市会大幅增加。就像点心债为中资银行提供了进军国际债券承销市场的钥匙和舞台，内地企业到香港发债也会高速增长。从一项制度改革来看，“沪港通”应为加快国内证券市场市场化、全球化起着积极助推作用，包括专家提倡的引导和鼓励国内企业去港上市；此外，此项制度改革也可适度加快我国资本帐户可兑换，一个深度繁荣、互联互通的资本市场也利于人民币（投资工具）国际化进程。

第 36 辑

(2014.8.10)

中美创投发展趋势与行业投资

【主持】

巴曙松教授（北京大学汇丰金融研究院执行院长）

【主讲嘉宾】

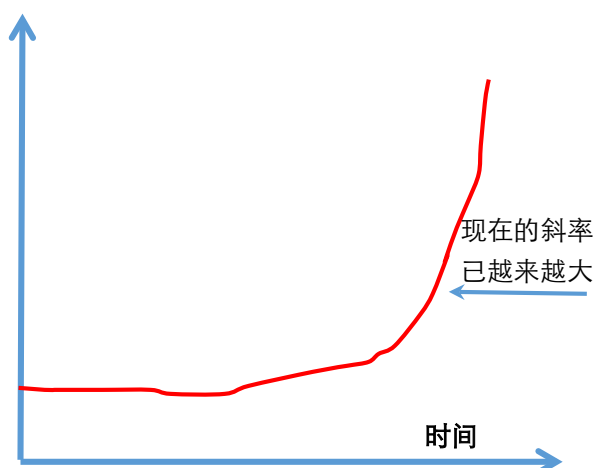
本期纪要是巴曙松研究员等近期对一系列活跃于全球金融市场的顶尖创投公司、以及一些活跃的投资家的交流访谈的综合性纪要，为了总体上体现交流中的各家机构、参与讨论的各位投资家的观点，本纪要不对不同机构和投资家的观点进行区分，仅进行提炼式的、概述式的综述，其中对同一问题的看法，不同机构和投资家的看法自然会有差异和分歧，也不一定正确，但是从综述中依然可以看出全球创投市场带有一定共识的趋势判断。我们感谢达晨创投创始合伙人、董事长刘昼先生等提供的与中国和国际一流创投机构和投资家进行交流讨论的机会，也感谢各位创投机构和投资家的参与讨论。

一、全球宏观世界在加速变化

许多投资家在讨论中指出，在投资中可以深切地体会到，我们生活在一个加速变化的世界中，变化的速率一直在增加，这使得世界的连通性（connectivity）愈加强烈，科技已经渗透到各行各业，社会的各个角落中。

目前看，不管是对城市还是对公司来说，世界的变化首先来自科技从室内向室外的转换。我们以前看到世界花费 1 万亿美元把科技放到办公楼里，现在我们看到世界花费 1.5 万亿美元把科技从办公楼里移出来（搬到云端）。在现在的世界里，几千块钱可以买到老鼠脑袋计算功率的机器；四五年之后，几千块钱就可以买到一个人脑袋计算功率的机器；20 年后，几千块钱可以买到全人类头脑功率相加的机器，想象一下那样的世界将会是什么样的。在过去的九个月里，我们创造出的数据超过了以前所有年份创造数据的总和。再比如，我们拿着的手机以后会成为私人计算机的主机，它可以帮助你做到你以前想都没想过的事情。它可以帮你去掉生活中的无谓损失（deadweight loss），帮你成为一个商人，帮你开车，帮你解决各种事情。所以，我们可以看到，科技在以一种加速的状态在你的生活中传播开来。

所以说，我们面对的是一个发生着难以想象的变化的世界，我们不知道下一个黑天鹅事件是什么。1975 年个人计算机诞生，1985 年互联网开始发展，1995 年 Cisco 路由器快速发展，2005 年手机开始变成日用品。每隔 10 年就会有黑天鹅事件发生，我们也不知道下一个黑天鹅事件会是什么。这种不确定性是贯穿所有行业的。然而，虽然我们不知道下一个事件是什么，但我们确切的知道“变化—时间”曲线的斜率是越来越大的。



快速的变化导致的一个结果、也可以说是全球范围内的一个新的特点是，美国很多大型的公司在自己的领域中没有竞争者。Salesforce stock (NYSE:CRM) 是一家云计算领域的公司，年收入在 40 亿美元，可是市场中却没有它的竞争者。Workday (NYSE:WDAY) 是一家提供人力资源管理和财务管理的软件供应商，它是美国最大的软件服务商，市场资本总值 150 亿美元，竞争对手却是零，这在以前是我们从没遇到过的情况。互联网行业中的公司遵循赢家通吃的游戏规则，既然我们不得不投资，我们最好投资正确，否则会血本无归。股票市场的规则是，资金会在公司间不断轮换，但是只要我们能投准一家像上述举例的这种公司，所获得的收益就能让一家创投公司在激烈的市场竞争中多存活 20 年。

此外，我们现在越来越多的投资者相信世界是平的。2005 年《世界是平的》这本书很流行，2009 年开始许多创投机构开始真真切切感受到了全球化。当然，从不同地区的全球化的影响程度看，有不少投资家认为差异还是很大，例如，有的认为，中国与美国之间的全球化才刚刚开始，印度与美国的全球化进程更快。印度有很多说英语的工程师，他们有更好的语言条件与国际市场接轨。中国有很大的、有活力的市场，所以如果你是一家中国公司，你理所当然的会从本土市场开始发展。但如果你是家做企业生产 (enterprise product) 的印度公司，本土的机会很少，公司被迫走出去。印度的公司已经从以前以外包和出产大量工程师为主的公司转化成主要在美国市场做企业生产的公司。这是非常大的变化，而这种变化是目前位置在中国的企业中没看到的。

另外一个趋势是，美国与世界都涌现出了新的创业中心。传统观念中以硅谷为中心的软件初创企业分布模式已经不复存在。此外，年轻人越来越希望在大城市生活，而硅谷离大城市有一定距离，减少了

它的吸引力，例如，仅仅以美国西岸为例，现在创业人员现在更愿意选择旧金山而不是硅谷进行创业。

二、中观市场看法：亚洲市场

看好印度市场。在过去几年，印度金融监管政策是全球最糟糕的地方，某公司在印度市场没有一单生意挣到钱，发行五年期的债券，政府条款规定国外借贷，印度企业不支付利息，只能到五年期满时，连本付息一并结算。此次印度政府换届，国家领导较为开明，美国的一些创投公司认为印度的金融监管可能会相应地放宽，基础建设的需要，人均消费支出的提高，国民经济积蓄的增长带来新的投资机会。

尽管总体上认为中国市场充满机会，但是美国部分创投公司对于短期内的中国市场看法依然相对比较负面，主要是担心看不透、不明白，风险资金不敢轻易过去。外资公司在中国投资，有的创投指出，其最看重的是破产法，关于资产保护。在中国的投资只有 VC、PE，没有别的投资。成熟市场往往有完善的法律法规，资本结构分为股东权益、次级债、高级债等不同层次。这种金融产品的不完整，也可以说是在中国这样一个高储蓄的国家竟然出现钱荒的根源之一：钱要么全沉淀在房地产上，要么大家都去做风投，没有别的金融产品来做金融缓冲。

中国房地产市场目前看来增长在减缓，有没有全局性的泡沫其实很难说。一方面是因为很多供需不平衡的地方，刚需不一定存在；另一方面，政府能操作的杠杆多，即使泡沫出现，政府可以强制性并购、强制借贷、增量发行债券、不接受破产受理等方方面面的渠道，应当不会出现美国一泻千里的情况，也不会像美国那样一泻千里后第二天急剧上涨，所以自我调整的周期可能会比较平稳，但是也会比较长。

其他行业，比如消费品市场，医疗，环保有刚需。环保有刚需不

言而喻，不管是政府愿意出钱，还是个人愿意出钱，刚需都是存在的。医疗刚需也很厉害。总体来说，中国人正在富裕起来，对于消费品、饮食、衣着等刚需很大，消费品以国外品牌为主，国内企业创造自主品牌、产业整合的过程能带动大量的刚需，支撑中国的 GDP 往上走。只要在政治上相对稳定、开明，主要的创投机构都认为中国不会出现经济大幅下滑情况。

作为投资者，往往无法预测政局走势，但投资本身重点关心两件事：①破产法的制定和完善，②政局稳定。投资经验表明，从长期来看，把钱投到政局稳定但回报率较低的国家，比把钱投到高回报率但高动荡的国家挣得更多。所以许多创投机构强调，只要中国政局稳定，就是很适合投资的环境。

从许多国际创投公司的实际业务感觉看，仅仅从资金需求看，中国现在似乎并不需要大规模的国外资金的投入。05 年之前，中国对国外资金的需求比较大，05 至 07、08 年，有资金需求，但是政府的条条框框越来越多，08 年以后，中国国内资金充裕，外资往往在许多领域投不进去。所以在金融行业，不少国外的金融公司在中国发展总体上感觉举步维艰。

三、PE、VC 投资新趋势

私募股权的发展和演变

过去 50 年的私募股权以及风险投资的发展和演变。1970 年开始出现最早的风险投资者，那时纽约的风险投资刚刚兴起。当时风险投资领域中有一些改革者、创新者 (innovator)，他们发明了垃圾债券，从而扩展出了新的融资可能性，让人们对于债务有了新的看法，收购也成为了当时流行的投资理念。此后，机构投资者如保险公司和养老基金开始介入风险投资领域，这些机构改变了风险投资的特点。风险投

资起始于杠杆收购（LBO），投资者找到合适的公司后，通过借高额债务收购公司，然后让这些公司超负荷运转，同时进行严格的管理。这种严格的管理哲学在现今的风险投资领域已经看不到了。现在的一个趋势就是在行业中寻找合伙人，这些合伙人更接近投资项目，这使得他们可以找到一些增加价值的途径，尝试着在这个竞争残酷的市场中通过正确的估值来获利。

近 30 年最大的变化是行业的分割化和专业化（segmentation and specialization）。私募股权这种资产类别已经形成了一个行业，而且这个行业竞争十分激烈，所以要想取得回报就必须在某一领域有专业化的见解。私募股权业务现在在朝两个方向发展，一种是成为阿波罗这种大规模资产管理公司，另一种是对某一个行业有非常深刻见解的专业化的基金。

零售领域

零售行业现在受到互联网行业的巨大挑战，目前在美国市场上，一般主投高科技企业的基金会去投电子商务公司，但是主投零售的基金不会。某 VC 公司投资的企业有 **Petsmart**，**Petsmart** 是全球最大的综合性宠物服务公司，它集网络食品、用具销售及线下宠物配套服务为一体。其在美国和加拿大合计开店 1045 家之多，目前占有美国 10%~12% 市场份额，加拿大约 8% 份额。之所以投资 **Petsmart**，是因为它是创新型企业，走“实体店+电子商务”的商业模式。一些主流创投公司认为，投资的电商企业需要具备以上特点，企业并不是单纯的把线下的产品放到线上卖，而是要通过不同的方式去卖东西。

举个例子，**Rent the Runway** 也是某 VC 公司投资的企业之一，这是一家做服装首饰租赁的公司，产品均为高档产品，消费者为青少年到 30 岁出头的中年女性。在一般情况下，由于价格的原因，这些消费者不是这些昂贵高档产品的目标客户群，但是这些消费者通过租赁

了解了这些品牌，随着年龄的增加，消费者的薪资势必也会增加，最终会发展成这些奢侈品的消费者。所以说，这家电商企业并不只是在租赁服饰，还在间接上向客户推销了奢侈品牌。此外，租赁一件礼服是一件很麻烦的事情，公司把试穿、打扮、干洗、送货、定价等多个环节一一落实。以试穿为例，网站提供模特试穿每一件衣服，这样消费者就可以知道如何打扮自己，配何种样式的首饰，留什么样的发型等等。同时，由于是名模试穿，使得这些服饰租赁量变高。公司起步于晚装，现在公司开始逐步向首饰、手包等衣橱里的其他物件发展。公司目前做的非常好，成长的非常快。这样的电子商务网站的准入门槛很高，确保了自己的商业模式不容易被模仿。

另外一个例子 **Re-commence**。小孩成长的很快，很多衣服还很新就穿不了了，传统的办法就是把衣服捐给慈善机构，现在家长可以寄给公司，公司再销售出去。许多创投企业喜欢投资这种完全线上的商业模式。市场上有一些低端的线下托管寄存店铺也有类似的服务，它们用的是另外一套商业模型，但是这种线下模式很难做大。

当然，这并不是说非纯线上的企业就没有好前途。如 **Warby Parker** 是一家成立于 2010 的美国眼镜电商网站，专门销售眼镜以及跟眼镜相关的佩带物品。其特色是销售价格极其低廉，号称是要颠覆传统眼镜行业。2013 年进行 A 轮融资后，估值 1.2 亿美金。这家电商网站在积累的口碑和人气之后也在线下开了实体店，效果也很不错。

此外在零售行业，有些年轻的合伙人很有远见卓识，他们的建议非常有价值，这让许多国际创投机构在新的投资活动中必然要对决策者的背景和资历有重新的认识，不能因为他们资历尚浅就忽视掉他们的意见，不然可能会遗漏许多有活力的、面向年轻人的市场。

科技领域

科技领域的趋势，更为关注的是 **SAAS** 领域(**software as a service**)。

历史上，软件卖给了客户，客户拥有软件后需要花高额的维护费，软件的租期会很短。现在，随着云计算技术的发展，世界上的部分地区被 SalseForce.com 这种公司所引领，在网上提供着相同服务的同时，客户无需拥有软件，只需要在网站租用软件，并且维护费变得很低。SAAS 是当今非常强大的趋势，影响着整个软件行业，许多创投基金在背后支持着 SAAS 领域的企业。许多创投公司倾向于寻找更成熟一些的企业，在投资新兴产物时，既面临着机会也面临着挑战，但是 SAAS 绝对是创投企业值得去接受挑战的新兴领域。此外，在未来中国以及亚洲可能会成为软件服务的主要出售地。

传媒领域

在传媒领域，1987 年投资者纷纷投资在收音机、电视、杂志、有线电视台和报纸，在很多年里，两个原因使得这些行业一直是很好的投资机会。第一是这些行业的企业成长性要高于经济的增长，当年一些国际大型创投公司关注的传媒企业很多都是以两位数的速度增长的，当时这种成长速度并不普遍。此外，这些行业有很好的现金流，很多无形资产都具有很好的变现能力，绝大部分公司的现金流可以支持公司的借贷成本。第二个原因是分散（fragmentation），当年，传媒行业的所有权所属于成百上千家电视公司、杂志公司、报纸公司等等。但是现今，行业中的企业合并整合的十分显著了（consolidation）。

当今，传媒行业中有大规模的整合。Comcast 收购时代华纳有线，默多克的 21 世纪福克斯收购时代华纳，这两个例子说明了行业在大规模的整合之中，这客观上使得创投机构的选择减少了。在过去的 10 年之中，一些国际大型创投公司的关注点转换到信息业务，商用业务（business services），医疗信息技术，教育技术等领域，一些国际大型创投公司做的工作与传媒领域相似，就是进行大规模的整合。其中一个例子是汤普森路透社，它的前身是汤普森报纸，现在转向电子信

息配送领域。

现在行业的主流趋势是消费者媒体（consumer media），消费者媒体正在经历着很多变革，包括谷歌、推特、社交媒介的变革。从一些创投机构的观点看，现在这块业务更适合风险投资机构，而不适合私募股权基金，所以一些国际大型创投公司把注意力转移到机构信息领域，例如医院的信息，学校的信息，商业模式是订阅式的（subscription base），而消费者媒体的商业模式是广告式的。

其他领域

在美国的创投市场上，肥胖问题是最近的热门投资方向之一，很多机构都想投资这个领域。肥胖问题在美国很严重，与解决肥胖问题相关的投资方向很多，包括教育、健身、医疗等等，美国 VC 公司关注的是新型的医疗科技。目前通过临床实验已经可以得到很令人满意的结果，人们可以通过手术来移植组织以达到减肥的效果。需要注意的是，风投公司希望开发出可复原（reversible）的手术工序，现在已有的治疗肥胖的技术均为不可复原，不可复原的手术容易引起糖尿病等症。

除了软件，硬件项目也受关注。现在因为 3D 打印技术和传感器技术的发展，硬件企业的成本变低很多，已经不是只有大公司才能做硬件的年代了，其中也涌现出许多的投资机会。

究竟是投资大公司还是小公司

一些创投机构在讨论中指出，中国 BAT（Baidu、Alibaba、Tencent）这样的大公司同时也是一些历史没多久的新兴公司。这些公司之所以是大公司是因为它们在残酷的竞争中胜出了，才成为了大公司，才产生了现在垄断的局面，这是一个样本分布的问题，因为胜出才变大，而不是因为大而有优势。未来会有新的公司进来，打破这种垄断，因为这些大公司在迅速变化的市场面前，同样也会很脆弱。15

年前还没有亚马逊，现在它已经对沃尔玛构成了威胁，所以确实很有优势，谷歌也同样很有优势，但是不用担心这种垄断会一直持续下去。看看微软的情况，1997年美国联邦政府想拆分微软，因为它太大了没人能竞争过它，风险投资家预言技术周期会杀死微软。他们都是暂时的赢家，20-25年内的赢家，到时候会出现新的公司战胜它们，这种技术进步和变动就带来许多的投资机会。

什么样的企业家更能成功？

从风投公司的 portfolio company 来看，在技术领域，大部分优秀的企业家都读过 computer science, 因为一般这样第一个产品是他自己做出来的，他会更了解自己客户的需求，未来能够寻找更好的工程师，这一点比较重要。风险投资家比较不喜欢的情形是创始人认为自己比较年轻，所以找一个读过哈佛商学院、斯坦福商学院的比较年长的人当 CEO。计算机科学（Computer science）并不是一定需要，可是一些国际大型创投公司会更喜欢。如果 CEO 不是 computer science 背景，需要 CTO（首席技术官）是这种背景。一些国际大型创投公司既会看技术的颠覆性，也会看商业模式（business model）。硅谷的风投有时会联系一些斯坦福等高校的 PHD，他们是技术颠覆者（technology destructor），对商业模式不甚了解。有的时候风投公司也会邀请全国知名的大学里的不同领域的专家和教授，因为他们会知道哪些是最好的。如果有些是基于互联网的，但他的商业模式是颠覆性的，那么他的团队可以不是基于技术的。

只投已经开始赚钱的企业吗？

在美国的风险投资家看来，现在已经是完全可以挤挤投资还在亏钱的公司了。举例来说，Avalara 是一家软件公司，某公司投资它的时候它正在亏钱，但是亏钱的原因是因为它花费了大量的资金在快速成长上，所以投资它好让它有更多的钱来获得更多的客户。所以虽然市场销售

成本很高，公司在亏钱，但是获取客户是一项净收入，说明这种商业模式还是很好的。

关注公司的毛利率

从座谈交流中看，美国市场上的 VC 现在很少去关注能源企业，更加关注毛利润（gross margin）高的行业。毛利润很重要，企业可以在盈利能力上作假，在收益上夸大，但是毛利润是往往无法改变的。所以一些国际大型创投公司喜欢投资科技企业，因为科技企业的毛利润高。此外，风险投资家还不会挑选缺少变化的行业，因为小企业需要行业变化起来才有机会，如果行业不变，那么大企业就会一直占据前排，小企业没有出头之日。中国和美国的消费品行业都有减速的趋势，尤其是餐饮业，只有新的技术才能扩大毛利润。

第 37 辑

(2014.8.12)

新生资产管理机构如何逆袭

【主持】

巴曙松教授（北京大学汇丰金融研究院执行院长）

【主讲嘉宾】

沈长征博士，现在监管部门工作，从事期货监管工作多年，具有 CFA 和 CPA 资格。本次讨论仅代表个人内部讨论意见，不代表任何机构的看法。

自 2011 年以来，特别是 2012 年底新基金法颁布和实施以来，资产管理行业正在发生了深刻而积极的变化。这种变化主要表现在行业管制逐步放松，准入门槛降低，投资领域大幅拓展、投资管理方式更加丰富灵活；变化导致的直接结果是行业内资产管理机构数量以及管理资产规模快速上升。据统计，自 2011 年以来国内新成立 29 家基金公司，新设立了近 70 家基金管理子公司，37 家期货公司获批取得资产管理业务资格，同时全国有近 4000 家机构登记为私募基金管理人，全国已备案的私募基金超过 5000 只，管理的私募资产规模超过 2 万亿。

与整个资产管理行业蓬勃发展相比，证监会新颁发业务牌照的资产管理机构却总体上表现平平。以 2011 年以来新成立的公募基金以及证监会新批的 37 家期货公司资产管理业务为例，29 家新设基金公

司管理的公募基金规模共 570 亿元，管理公募基金 71 支，平均每家
公司管理资产规模 19.6 亿元，管理基金 2.45 支；29 家公司管理公募
基金资产规模超过 50 亿的仅两家，规模低于 10 亿元的有 18 家，其
中 6 家公司未发行公募基金，显然大部分新设基金公司在公募基金业
务上难以实现盈亏平衡；全国 37 家期货公司管理资产规模不超过 50
亿元，其中不排除有很大一部分是经纪客户为获取交易所的手续费返
还借资管通道交易。

一、制约新设资产管理机构发展的因素分析

在当前激烈的竞争环境中，造就一家成功的资产管理机构需要天
时、地利、人和等多方面的因素配合，其中天时至少包括市场环境和
监管环境的配合，地利因素至少包括股东背景优势、销售渠道资源、
投资项目储备等等；人和包括股东间之间是否默契和配合、管理层勤
勉、投研团队、销售团队、产品设计与风险控制团队等等。

而对于一家新生的资产管理机构，在成立之初往往难以同时具备
上述所有的有利因素，通常在一个或多个方面存在欠缺，这些欠缺的
条件就成为制约公司发展的重要因素。在这些因素中，成立初期的投
研能力和销售能力是最重要的两个方面；品牌也很重要，但对于新生
资产管理机构而言，除了明星基金经理外，品牌价值可忽略不计。在
各类机构竞合时期，对于资管行业新进入者，定位很重要。尽管资管
行业目前看起来似乎到处是机会，但真正明确自己战略定位并坚定执
行的不多，坚定执行并能成功较快渡过初创期瓶颈期更少。新成立资
管公司，不一定在于股东强大资本实力，更重要的在于股东方是否有
魄力能容受初创期的人财物高投入，是否有胸怀能切实建立起良好的
机制，能创造并建立起一个可持续、能吸引优秀人员加入、可延展的
平台。比如最近两年一些基金公司股权激励、投资事业部尝试，虽最

终发展有待观察，但不可否认切实调动了内部员工积极性和提升了公司对外竞争力，另外国内信托行业绩效机制建立及落实，也切实改变了信托从业者的从业状态，对基金行业及其他资管机构也是很好的借鉴。

与私募资产管理机构相比，证监会颁发牌照的资产管理机构优势与劣势都很明显。优势是由于证监会的牌照管理，有种无形增信与信誉担保的效果，特别是对公募基金，可以向社会大众募集资金，在市场环境好的时候优势明显；同样是由于证监会颁发牌照，因此在内控要求、投资管理方式、激励方式、从业人员管理等方面都进行严格的监管，如果监管过度会导致从业人员离开这类机构，对这类机构也是致命打击。因此，证监会颁发牌照的机构与私募机构的优劣，在于两者之间的平衡。对于普通私募资产管理机构，如果不是基金管理人或明星经理在市场中已经建立良好口碑，在目前社会环境中获得普通大众的认同需要一定时间。因此，总体而言，跟普通的私募资产管理机构相比，证监会颁发牌照的机构还是存在一定优势。

目前证监会对证券、期货与基金三类机构的资管业务监管中，总体上简单比较来说，对基金的监管标准最低，对期货的监管最严，将来监管标准拉平，并有望向基金看齐，个人判断期货公司的牌照价值可能会提升。据了解，相关部门可能正在考虑制定《证券期货经营机构私募资产管理机构业务管理办法》，将来证券、基金和期货在私募资产管理业务上的监管标准许多人预计会拉平。

二、证监会新颁发牌照的资产管理机构成功逆袭的案例

1、财通基金借助期货专户成功逆袭

财通基金管理有限公司注册资本2亿元人民币，注册地上海。自2011年6月成立以来，公司在逐步完善产品线的同时，坚持走差异

化、特色型路线，积极探索商品期货等各类型创新领域，更在专户业务中勇于突破，截至 2014 年 2 月末，已成功发行 201 单专户产品，累计规模近 200 亿元，包括主动管理型专户以及创新型的期货类专户和定增类专户等类型，正在成为期货和定增等领域的行业领跑者。

和众多新生资产管理机构一样，财通基金成立之初面临很多困难。公司成立之初就计划将公募和专户业务并重发展，但是新公司在公募业务上短期内很难显现出核心竞争力，并且在当时并不是所有的基金公司都能够获得资格开展专户业务。根据证监会的要求，获得相关资格的公司必须满足 2 年以上的管理证券投资基金经验、公司净资产不低于 2 亿元人民币，以及公司管理资产规模不低于 200 亿元人民币。此外，公募和专户对人才的要求完全不同，一旦大家都开始重视专业业务，寻找专户人才会较为困难。换言之，专户对新公司而言还是一件很遥远的事情。

为了应对众多进入壁垒，财通基金在 2009 年筹备时即开始着手储备专户方面的投研和项目人才，在逐步完善公募产品线的同时，财通基金在规划中也曾考虑通过固定收益类产品以此达到 200 亿的规模，但意想不到的是在 2011 年财通基金成立后，监管层即对专户业务开闸，中小基金公司同样可以参与专户业务。由于此前在专户业务已经储备了投资经理、项目人员以及其他相关准备，2011 年 12 月财通基金成为“专户”门槛取消之后获得专户业务资格的首批中小型基金公司。

在取得基金专户业务资格以后，正好期货市场放松对基金专户投资商品期货的限制，财通基金如鱼得水，凭借与永安期货的天然联系进行创新，成为业内首批发行商品期货专户的公司，将商品期货作为业务创新的首发阵地，进行了相关交易系统和人员业务的重点投入，因此在发行和收益上都具备领先优势。

目前财通基金的业务模式正在被很多机构借鉴和模仿，但是由于它的先发优势，在业内树立了口碑，因此规模快速增长。记得去年5月份检查的时候专户规模才50亿，目前已经突破200亿。

2、天弘基金借助支付宝迅速崛起

天弘基金是国内成立较早的一家基金公司，但天弘基金被大家知晓应该说是近一年的事。根据报道，天弘基金的成功源于将货币市场基金、网络购物平台和直销这三个看似平凡的事物创造性地融合到一起，产生了 $1+1+1>3$ 的化学反应。一方面，对产品进行微创新，例如降低货币基金的门槛、提高收益分配的频率、网络直销降低成本等等；另一方面，与支付宝做了一个嵌入式营销，将货币基金的功能转移到客户的支付宝账户里面，变成账户的一个特色，在给客户提供理财增值服务的同时，保留了原来的客户体验，让客户感受到熟悉和便捷。这种创新契合时代主题，又能满足受众需要，自然能够助力企业发展壮大。上述报道反映了天弘基金的成功的一个方面，更为重要的是天弘基金将它的产品销售环节的优势转化为投资管理环节的优势，将产品销售能力转化为投资环节的议价能力，形成了在货币市场基金管理中的规模效应。

三、新生资产管理机构逆袭的可能途径及方式

对于新生资产管理机构而言，找准自身定位，建立有效的激励机制，发挥自身优势，弥补自身的短板，另外还需适应市场环境与客户需求变化进行不断的创新。中国资产管理行业还处于发展初级阶段，行业监管职责不清、制度不统一、套利投机明显而创新不足，近年除了以通道为主的信托理财业务，其他并未见实质性增长。但随着新基金法实施，监管机构对准入和业务管制放松，互联网等新技术运用及股权激励的实施，资产管理行业前景可期。其实整个行业才刚刚迈步，

天弘不是特例，这种案例可能会层出不穷。在观念创新、激励制度和新技术运用甚至股东背景上，新生机构反而可能会有优势，曾经生活在制度红利下的老机构自我革命反而更难。牌照价值在降低，人才越来越稀缺，原来行业内的领军人物通过新设机构，通过制度创、机制吸引人才组建团队，如果遇到外部环境配合，新生机构迅速崛起，后来居上也非难事。

第 38 辑

(2014.8.20)

互联网时代日本券商的优胜劣汰

【主持】

巴曙松教授（北京大学汇丰金融研究院执行院长）

【主讲嘉宾】

钱海章，曾在南开大学、复旦大学、日本庆应义塾，Canterbury Business School 等校学习，系复旦大学经济学博士。1997 年至今一直在国信证券工作，现任国信证券总裁助理。

一、互联网券商兴起初期的大背景

从日本证券市场的发展历程看，这个问题讨论的时点在 1997 年以后。首先，从日本宏观经济的角度来看，当时市场已经意识到日本经济已经出现了大的问题。

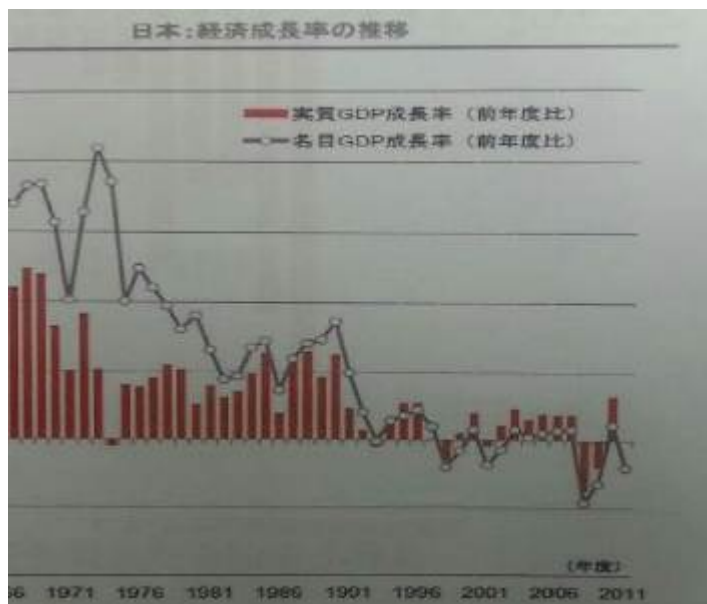


图1 日本 GDP 增长率变化

当时不少人已经充分意识到，在日本经济体系中，为经济大泡沫买单的当然少不了金融机构，但是当时日本的金融行业也很不景气，大量破产。当时，从证券行业来看，二战后，日本是一个典型的二极结构。其中一极是四大券商，山一，野村，大和，日兴；另一极是众多小券商，他们从特定意义上可以说是依附于前述四大券商的。1997年发生了一件事，令这个格局小有改变，那就是11月24日的山一证券破产。这种格局与战后日本的产业、企业和金融格局有关，即在战前财阀基础上形成的“系列”和主办银行制度。“系列”就是通过相互持股而形成的企业群。从行业监管的角度看，日本当时可以说正在经历第一次大规模放松管制的改革，即所谓的日本版的 Big Bang。

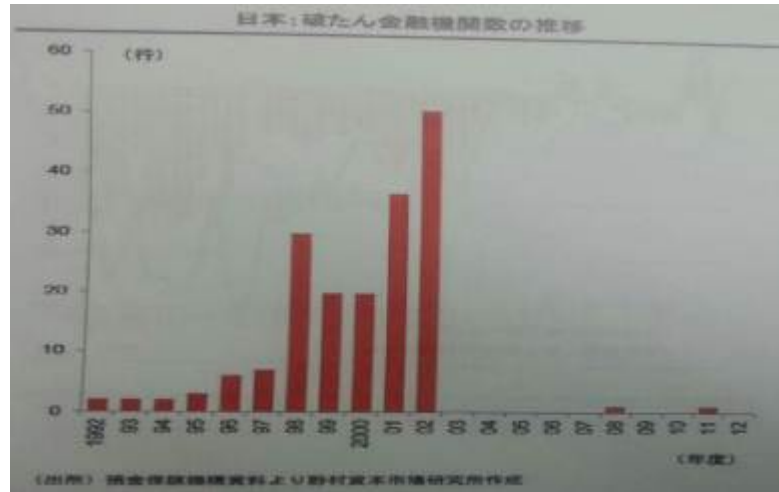


图2 日本各年份的破产金融机构家数

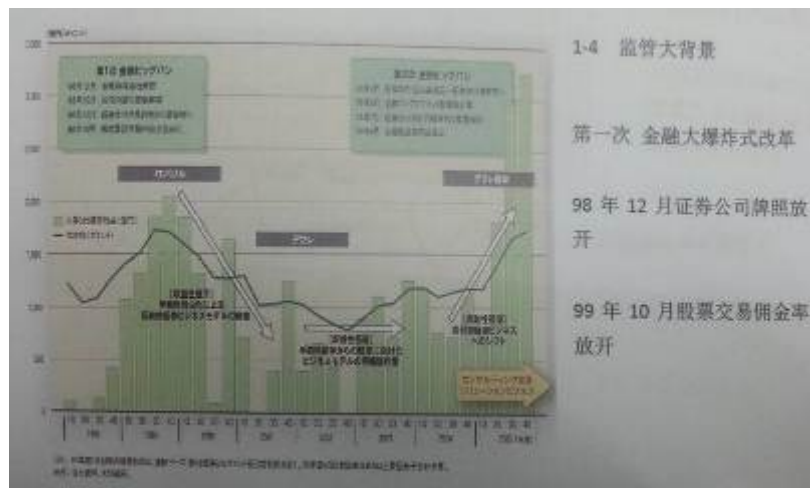


图3 日本两次金融大爆炸式监管改革示意图

图3涵盖了两次金融 Big Bang，现在讨论的是第一次，包括 1998 年 12 月的券商牌照放开，1999 年 10 月的股票交易佣金率彻底放开。还有个背景是日本经济与资本市场的开放与国际化，外国投资者开始大量涌入。

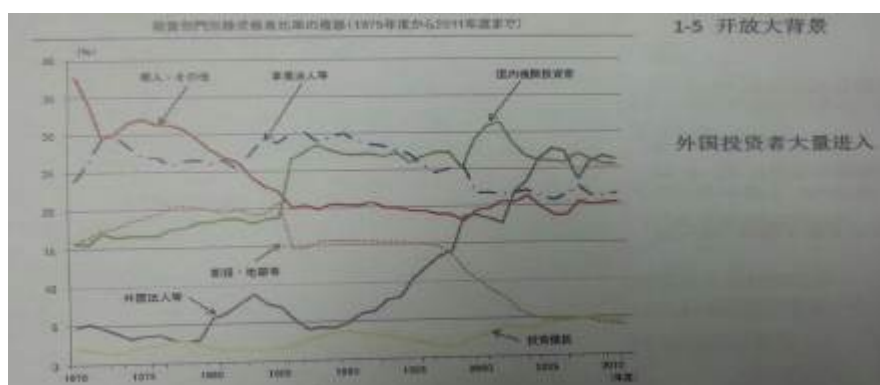


图4 外国投资者大量进入

二、历史考察：日本互联网券商的竞争态势及其带来的冲击

日本传统大券商在开办互联网业务方面走在前面，1996年4月大和证券就率先开始互联网证券业务。

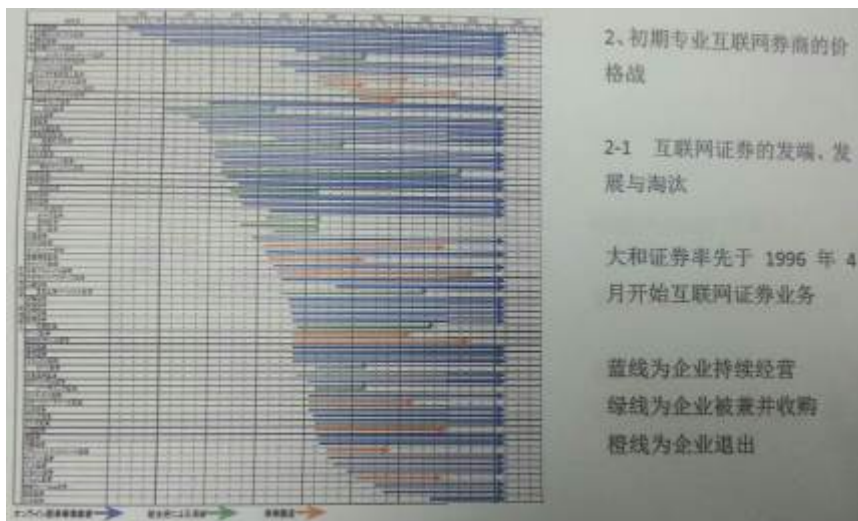


图5 日本互联网券商的进退

图5是1996年至2004年日本涉足互联网业务券商的进退情况，从市场淘汰情况看，竞争非常激烈

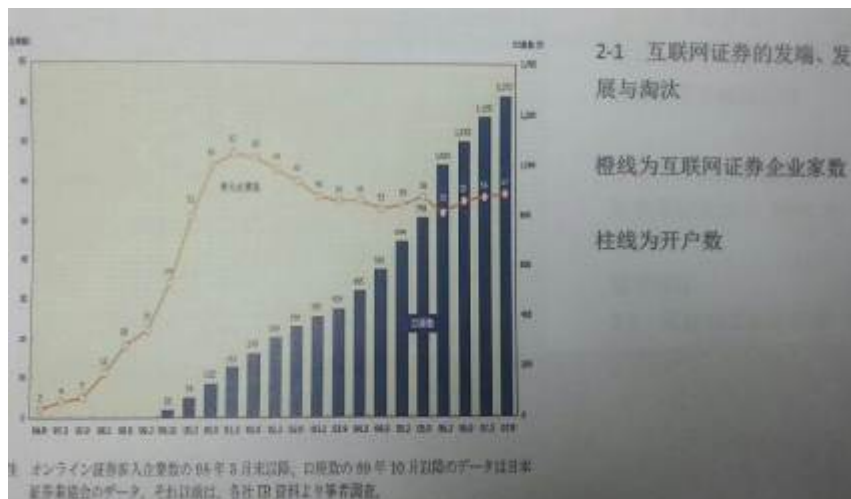


图6 日本互联网券商的发展

图6更加清楚，橙色曲线是互联网企业家数，左侧标尺，柱线为开户数，右边刻度。可以看到2001年之前企业数不断增加。

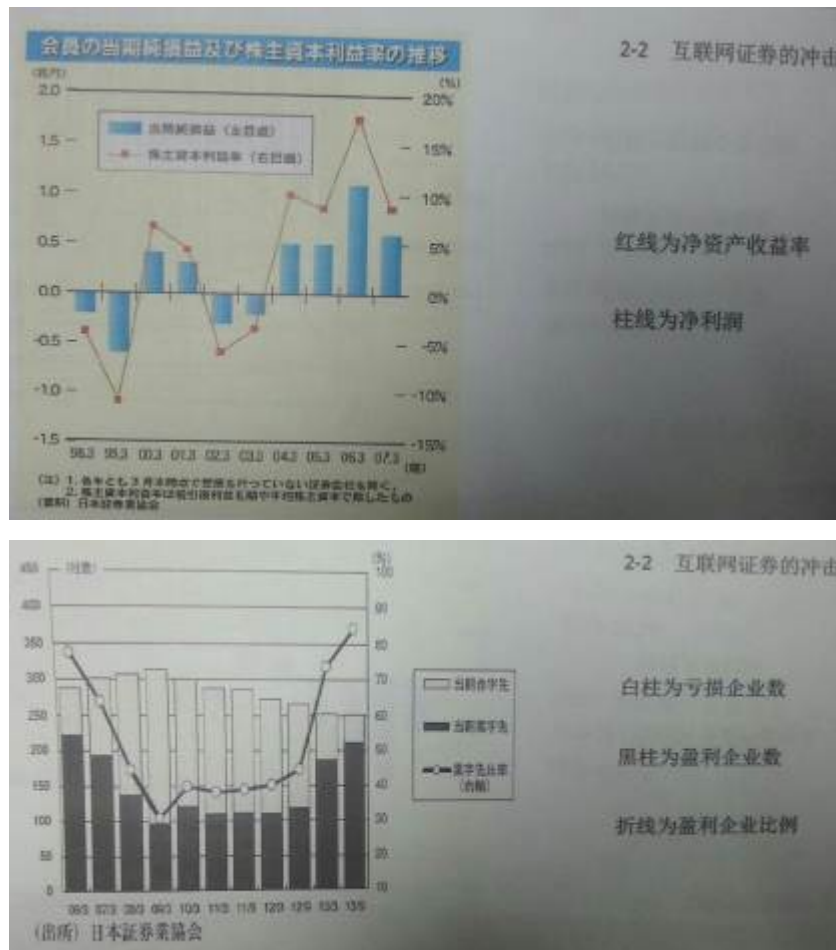


图7 日本互联网证券的冲击

互联网券商对日本证券界的冲击是巨大的，尤其对个人业务。上面二图可以看到其对证券行业的两波大冲击，主要包括：对盈利水平的影响很大，对券商收入构成以及佣金率的也产生了颠覆性的影响。2012年交易佣金在营业收入中的占比已降至16%。行业整体的实际佣金率（整体佣金收入除以成交量）降为0.06%，2002年时为0.2%。野村，大和，日兴三大巨头在2004年前较长一段时间里也受到冲击。

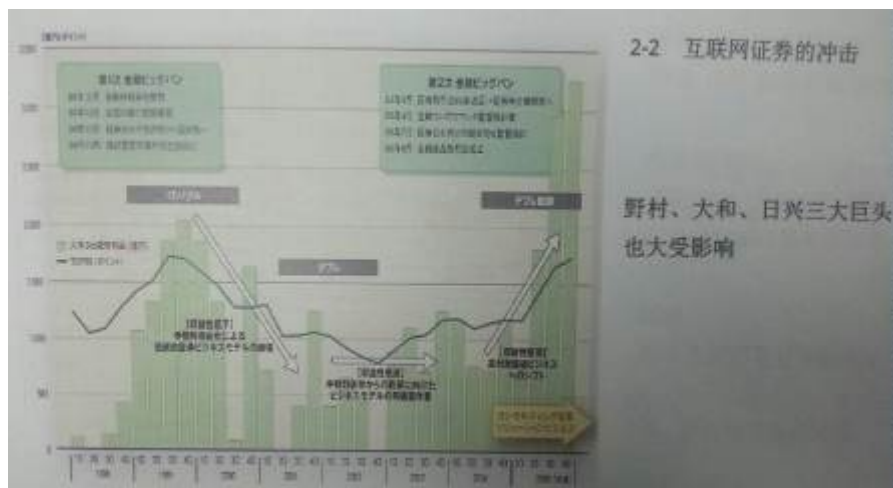


图 8 日本互联网证券对大型券商的冲击

图 8 中柱线是三大券商的合计经常收益。

但 2004 年后日本的主要券商开始进行大的业务调整，情况逐渐好转，然而中小券商在 2006 年后还有一波惨烈的兼并浪潮。如果看一下当时纯互联网券商，排名前六家占据了大多数份额。

六家专业互联网券商

企业名	加入时间	大股东或关联方
松井证券	1998 年 5 月	中小券商
Etrade	1999 年 10 月	外资券商 (Etrade)
DLJ	1999 年 6 月	外资券商 (DLJ Direct)
Monex	1999 年 10 月	其他行业 (索尼等)
日兴 beans	1999 年 10 月	大型券商
股票.com	2000 年 2 月	其他行业 (UFJ 银行等)

图 9 日本专业互联网券商的发展

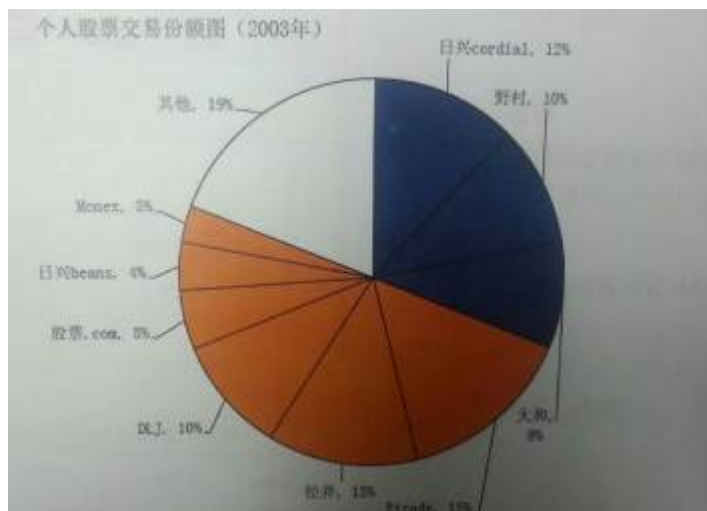


图 10 日本个人股票交易份额 (2003 年)

这些专业互联网券商大多采取了低价竞争战略以夺取新入场客户，他们的理由是，日本个人持股比例低，有巨大的上升空间，和美国的互联网证券开户数相比也有巨大空间。

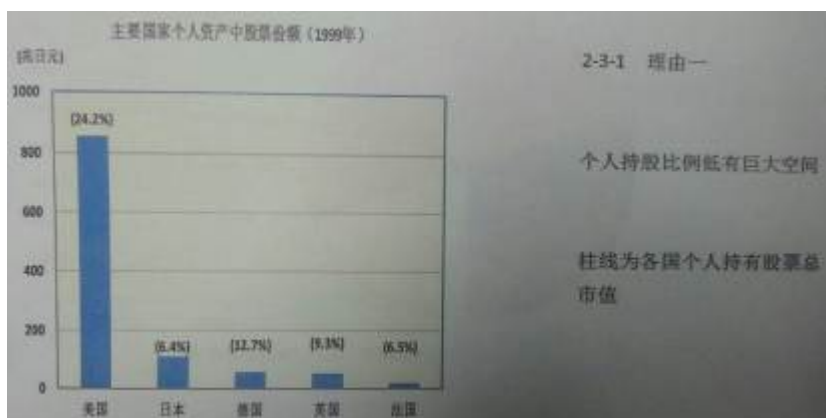


图 11 1999 年主要国家个人资产中股票份额

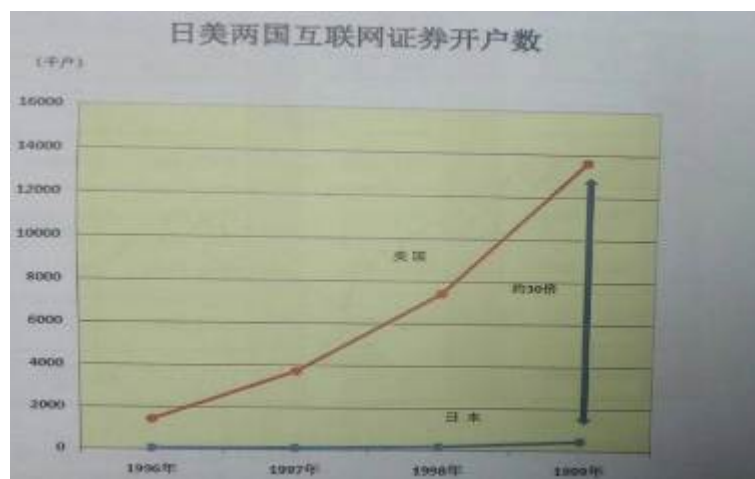


图 12 日美两国互联网证券开户数对比 (1996~1999)

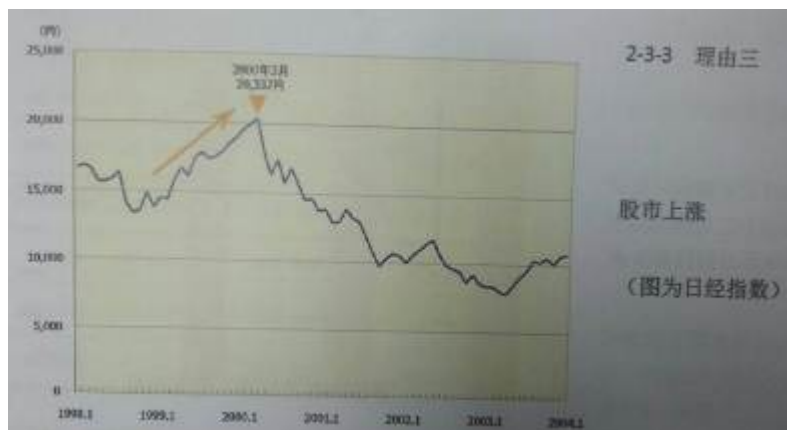


图 13 日本股市上涨（1998~2004）

从当时的市场气氛看，可以说当时还是一个小牛市，其中只有松井证券采取了不限次数的周、月费率制，以吸引频繁交易的老客户。松井的转型相当成功，后来其他专业互联网券商也向它的战略靠拢。从整个证券行业大的格局来看，由于 2004 年以后日本的三大券商进行了大的业务调整，并充分发挥了其优势，可以说最后算是较为成功地保住了其优势地位。

商品	1999年10月		2000年10月		2001年4月	
方式	1日最大10手無料	定額制	1日最大10手無料	定額制	1日最大10手無料	定額制
新発案費	50万円	300万円	50万円	300万円	50万円	300万円
取引証券	-	-	-	1,000円 1000000円	-	1,000円 1000000円
十一ヶ月証券	2,500円	7,500円	300円	4,500円	700円	1,600円
10日中心の取引証券	1,500円	1,500円	1,800円	1,500円	1,800円	1,800円
マネックス証券	1,000円	3,000円	1,000円	1,250円	1,000円	1,150円
日興E-ネット証券	1,400円	12,000円	1,400円	12,000円	-	-
セブチネット証券	-	-	1,500円	1,500円	1,500円	1,800円

3、成功案例：松井証券

3-1 不同的战略不同的定价

松井証券瞄准交易活跃户，定额制最多三次到次数不限

其他五家瞄准新客户低价竞争，至 03 年跟进松井

图 14 松井证券采用的战略

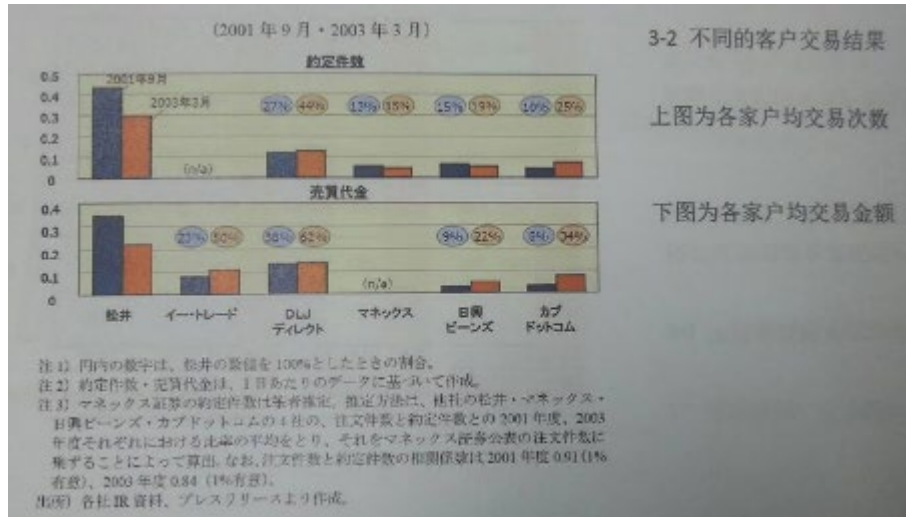


图 15 各家企业不同的客户交易结果

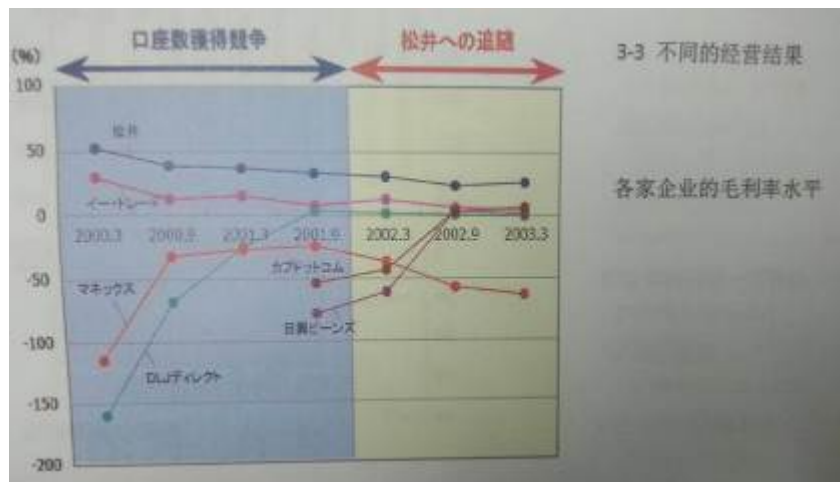


图 16 各家企业不同的经营结果

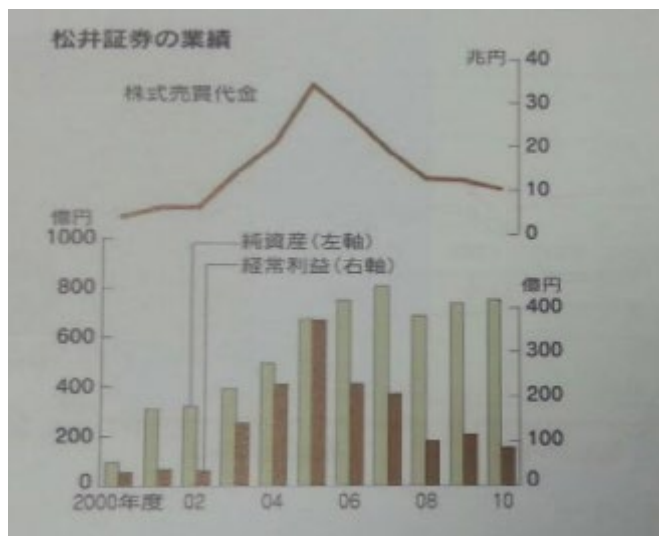


图 17 松井证券的业绩表现一直良好

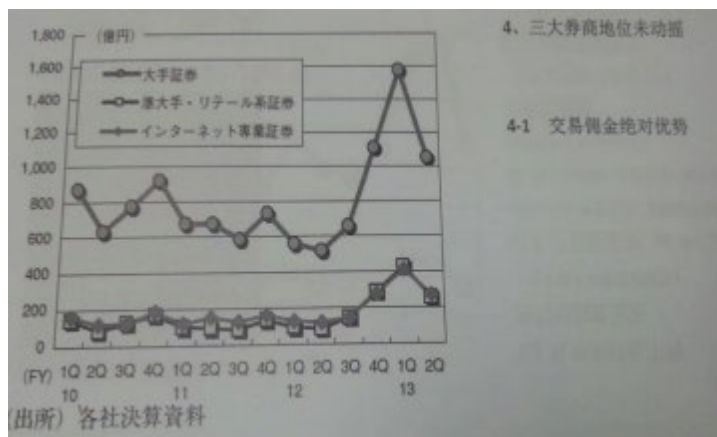


图 18 日本三大券商的优势地位并未动摇

图 18 中的大手证券指的就是三大券商。他们在交易佣金方面比中小券商和专业互联网券商有绝对的优势。在金融产品的销售方面，也是如此。

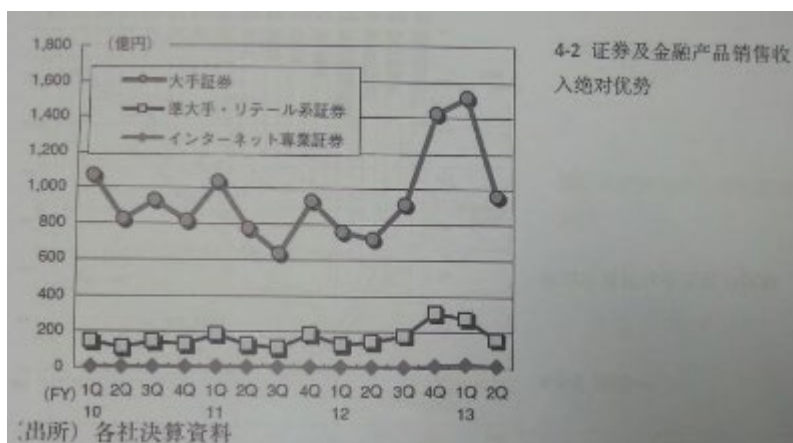


图 19 日本三大券商在证券及金融产品销售方面也有绝对优势。究其原因，其一，传统的机构与企业客户，互联网冲击最大的就是个人客户业务，个人业务市场整体占比常年在 20%，其中 80% 以上又在互联网上交易。

其二，在资本市场国际化的过程中发挥了自身优势。

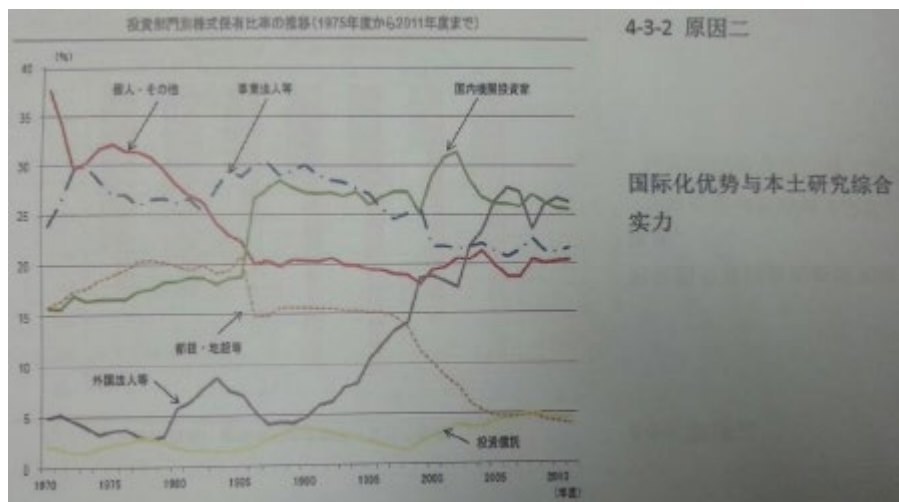


图 20 国际化优势与本土研究综合实力相结合

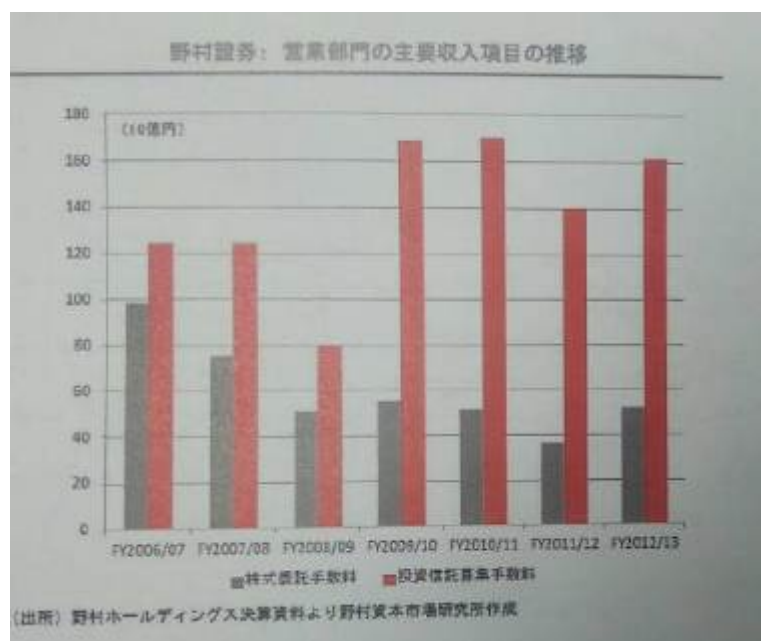


图 21 券商对股票交易佣金的依赖度大幅降低

其三，对股票交易佣金的依赖度大幅降低。从上面野村经纪业务部门的柱线图可以看出，红柱子/卖基金而获得的销售费用收入已远大于黑色柱线/股票交易佣金收入。

其四，他们的主要方向已经是提供金融咨询与金融解决方案。

日本互联网券商的兴起对当前中国券商的启示：

第一，对个人客户经纪业务冲击巨大，此类业务收入占比大，在此背景下不想或不能转型的券商将被淘汰。

第二，证券公司可以加入互联网证券的浪潮，但一定要积极推动

业务结构和商业模式的转型，适应客户的需求转变和市场的结构变化。

第 39 辑

(2014.9.2)

私募投资基金行业监管文件解读与发展问题

【主持】

巴曙松教授（北京大学汇丰金融研究院执行院长）

【主讲嘉宾】

毛奔（信业股权投资管理有限公司董事会秘书）

一、相关监管文件介绍

2014 年以来，中国证监会相继出台或起草了一系列关于私募投资基金行业监督管理方面的文件，分别是 2014 年 4 月左右起草并报请国务院审议的《私募投资基金管理暂行条例（送审稿）》、2014 年 7 月 11 日开始征求意见的《私募投资基金监督管理暂行办法（征求意见稿）》以及 2014 年 8 月 21 日公布的《私募投资基金监督管理暂行办法》。这三个文件的出台都是在近年来中国私募投资基金行业发展较快，对促进中小企业成长，完善资本市场体系，优化社会资源配置发挥了积极作用，但立法和监管相对滞后于行业实践，非公开募集基金的设立和运作缺乏法律依据，相关管理部门的职责亦不够明确的背景下。

2013 年 6 月，中央编办发布通知，明确将包括创业投资基金在内的私募股权基金的管理职责赋予中国证监会，由证监会负责组织拟订监管政策、标准和规范等，解决了管理部门职责不明确的问题，为

相关政策的出台和实施提供了先决条件。

2014年4月左右，中国证监会起草《私募投资基金管理暂行条例（送审稿）》并已上报至国务院。这一文件的性质为“条例”。条例为国家权力机关或行政机关发布的比较全面系统、具有长期执行效力的法规性公文，具有法的效力。《私募投资基金管理暂行条例》最终由国务院颁布后，对于私募投资基金的各项管理规定将直接上升至国家行政法规的高度。但根据过往类似条例最终出台所需的时间，《私募投资基金管理暂行条例》的最终颁布可能还有一年左右或者更长的时间。在这个时间窗口，私募投资基金行业也需要监管层相关文件的指导。

2014年5月发布的《国务院关于进一步促进资本市场健康发展的若干意见》（业内简称“新国九条”）中明确提出发展私募投资基金，并要求按照功能监管、适度监管的原则完善对各类私募投资基金产品的监管标准。为了促进各类私募基金健康规范发展，落实新国九条的要求，证监会研究起草了《私募投资基金监督管理暂行办法（征求意见稿）》（以下简称“《暂行办法》”），7月份开始征求意见8月份正式出台。《暂行办法》属于证监会的部门规章形式，法律效力仅次于法律和行政法规，对于行业的指导意义也是毋庸置疑的。

二、三份监管文件的对比研究

从时间上看，《暂行办法》的征求意见稿出台时间比上报国务院法制办的《私募投资基金管理暂行条例（送审稿）》要晚1个季度或者更长的时间，《暂行办法（征求意见稿）》和《暂行条例（送审稿）》之间的差异，必然体现了国务院其他部门还有证监会自身对于私募投资基金行业监管问题认识的深入、微调甚至较大的变化。通过对于私募投资基金管理人的登记和基金备案工作（2014年1月份发布相关

办法，3月份开始全面展开），证监会也汇聚了关于这一行业的大量一手信息，这也是对相关政策进行调整的科学依据。

站在从业者的角度，对《暂行办法（征求意见稿）》和《暂行条例（送审稿）》之间的监管思路和重点的差异变化梳理主要有以下几个方面：

1、放宽了对私募基金财产投资范围的规定，《暂行条例》里面明确提出的有买卖股份有限公司股票、企业股权、债权、基金份额及其他投资合同约定的投资标的，而《暂行办法》里面已经放宽到买卖股票、股权、债券、期货、期权、基金份额及投资合同约定的其他投资标的；

2、扩大了办法所适用的范围，明确提出证券公司、基金管理公司、期货公司及其子公司从事私募基金业务适用本办法。这在《暂行条例（送审稿）》里面是完全没有的；

3、总则第三条里面明确提出：“对设立私募基金管理机构和发行私募基金不设行政审批，允许各类发行主体在依法合规的基础上，向累计不超过法律规定特定数量的投资者发行私募基金。建立健全私募基金发行监管制度，切实强化事中事后监管，依法严厉打击以私募基金为名的各类非法集资活动。”政策的意图表达得更为明确；

4、专门增加了“合格投资者”这一整章，对于合格投资者提出了明确的量化标准，并明确提出了社会保障基金、企业年金、慈善基金；依法设立并受国务院金融监督管理机构监管的投资计划；投资于所管理私募基金的私募基金管理人及其从业人员等属于合格投资者；。

5、关于资金募集方式给出了更多、更明确的规范要求，明确界定“张贴布告、散发传单、发送手机短信、微信、博客和电子邮件等方式”为向不特定对象宣传推介；明确要求私募基金管理人自行销售产品，应当采取问卷调查等方式对投资者的风险识别能力和风险承担能

力进行评估，要求投资者书面承诺符合合格投资者标准，并制作风险揭示书，由投资者签字确认；明确要求私募基金管理人自行销售或者委托销售机构销售产品，应当自行或者委托第三方机构对私募基金进行风险评级，并向合格投资者说明；

6、关于投资运作所禁止的行为，增加了禁止将其固有财产或者他人财产混同于基金财产从事投资活动、禁止不公平地对待其管理的不同基金财产这两条；

7、删去了“有权自行或者授权派出机构，依法对私募基金管理人、私募基金托管人、私募基金销售机构等开展私募基金业务情况，定期或者不定期进行非现场检查 and 现场检查”这条行政化色彩浓一些的表述，但保留了依照《证券投资基金法》第一百一十四条的规定采取有关措施。有关措施里面包括了“进行现场检查，并要求其报送有关的业务资料”，所以说必要的现场检查还是会有；

8、为创业投资基金的投资“松绑”，并提供一系列鼓励政策。删去了“享受国家财税政策扶持的创业投资基金不得投资于上市企业”、删去了“创业投资基金的闲置资金只能存放银行、购买国债或者其他固定收益类证券”的表述，将投资范围笼统地规定为“应符合国家相关规定”。增加了“对创业投资基金在投资方向检查等环节采取区别于其他私募基金的差异化监督管理”，“在账户开立、发行交易和投资退出等方面，为创业投资基金提供便利服务”的表述；

9、关于法律责任一章，《暂行条例（送审稿）》的第 35-42 条，对于违法条例各类行为处以 10 万元以上罚款的表述可谓比比皆是，兼有撤销从业资格市场、市场禁入的表述。而在《暂行办法（征求意见稿）》里面，经济处罚的表述大大删减，只见到“给予警告并处三万元以下罚款”的表述，不再见其他金额一说。关于处罚和震慑力度，增加了“构成犯罪的，依法移交司法机关追究刑事责任”的表述，这在

《暂行条例（送审稿）》里面是没有的。个人认为这一条是针对非法集资、老鼠仓等行为专门提出，监管层的思路应该有了明显转变，认为刑事处罚的力度和震慑效果要明显大于经济处罚和行业禁入。

《暂行办法》正式稿和征求意见稿之间较大的变化主要有三点：

一是删除了自然人担任私募基金管理人的规定。征求意见稿第二章《登记备案》中，专门提到自然人担任私募基金管理人的，应当报送身份证复印件、个人简历、最近三年信用记录、基金业协会规定的其他信息等。正式稿中，此段全部删去。个人认为，这体现了证监会维持而不降低行业现有门槛的思路转变；

二是明确了关于投资者数量对应的法律规定。征求意见稿中第三章《合格投资者》中，只是笼统地指出“私募基金应当向合格投资者募集，单只私募基金的投资者人数累计不得超过法律规定的特定数量”。在正式稿中，为了便于市场理解，明确“单只私募基金的投资者人数累计不得超过《证券投资基金法》、《公司法》、《合伙企业法》等法律规定的特定数量”；

三是合格投资者认定范围的变化。关于合格投资者认定的第十三条第一点，征求意见稿中的“社会保障基金、企业年金、慈善基金”适当扩展为正式稿中的“社会保障基金、企业年金等养老基金，慈善基金等社会公益基金”。此外，由于银行理财、信托计划、保险资管等对于合格投资者标准要求比《暂行办法》中的要低，为防止监管套利，通过上述计划将非合格投资者卷入，在合格投资者的认定中，征求意见稿中的“依法设立并受国务院金融监督管理机构监管的投资计划”修改为正式稿中的“依法设立并在基金业协会备案的投资计划”。

抛开上面这些针对细节的比较，总体来看，《私募投资基金监督管理暂行办法》的正式出台，明确了行业的正式的法律地位，所体现的负面清单和划出底线的思路有利于行业的创新发展，对于行业确确

实实有着里程碑式的意义。其中合格投资者制度是整个《暂行办法》最大的亮点。

关于合格投资者的认定，可谓堵疏结合。堵的一面，是从资产规模或收入水平、风险识别能力和风险承担能力、单笔最低认购金额三个方面规定了明确、定量的合格投资者标准，划定了投资门槛，将风险识别能力差、风险承担能力低的投资者特别是个人投资者拦在门外；疏的一面，将社会保障基金、企业年金、慈善基金、在基金业协会备案的投资计划、私募基金管理人及其从业人员等认定为合格投资者，且不进行穿透核查，有利于吸引传统机构投资者投资于私募基金行业。

站在从业者的角度来看，关于具体的合格投资者的定量标准与信托、基金子公司等可比细分行业进行比较，标准不低（参见表 1）。

表 1 合格投资者的界定标准汇总比较

	最低初始投资额	机构净资产	满足其一即可		人数限制
			个人或家庭金融资产	年收入	
《信托公司集合资金信托计划管理办法》	100 万	暂无	超过 100 万	个人最近三年年收入超过 20 万；夫妻合计年收入双方最近三年超过 30 万	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 万元以上的自然人和机构投资者数量不受限制
《私募投资基金监督管理暂行办法》	100 万	不低于 1000 万	不低于 300 万	不低于 300 万	根据基金业协会就私募基金登记备案相关问题的回答：私募基金合格投资者数量累计不超过 200 人，以有限责任公司或合伙企业形式设立的，投

资者人数累计不超过
50 人

《证券公司客 户资产管理业 务管理办法》	100 万	不低于 1000 万	不低于 100 万	暂无	合格投资者累计不得 超过 200 人。
《基金管理公 司特定客户资 产管理业务试 点办法》	为多个客户办理特定资产 管理业务的，初始金额不 低于 100 万；为单一客户 办理特定资产管理业务的， 委托的初始资产不低于 3000 万，不高于 50 亿	暂无	暂无	暂无	单个资产管理计划的 委托人不得超过 200 人，但单笔委托金额 在 300 万元人民币以 上的投资者数量不受 限制

可以看出，总体上是比信托、基金子公司、券商资管产品的认定更为严格，门槛更高。在从业者的角度来看是希望直接对照信托，但换位思考，站在监管层的角度，能够理解为什么在征求意见后坚持这一认定：

一是近年来，由于行业的门槛较低，参与者良莠不齐，在行业的高速发展中出现了一系列非法集资、跑路、无法按期兑付的问题，对于行业的整体形象都有伤害。针对近年来有限合伙这一产品形式所出现的风险（相关风险事件梳理见表 2），以 2012 年 11 月著名的某银行代销门为例，对应产品为某投资中心为有限合伙产品形式，从此“类信托”有限合伙基金很难再在银行系统内募集；

二是私募投资基金行业整体的平均实力还是明显低于信托公司、基金子公司；

三是私募投资基金的范围比较广，包括了私募证券、私募股权、创业投资基金等产品，以私募股权基金产品为例，高风险高收益低流动性，对于投资者的风险承受力要求更高（之前发改委规定的投资门

槛是 1000 万元),这从某种程度上拉高了对合格投资者的认定要求。因此,总体来看,《暂行办法》维持对于合格投资者的较高标准,有利于行业的规范发展和优胜劣汰。

表 2 有限合伙风险事件整理

时间	发行方	项目方	所处区域	项目名称
2012.11	通商国银		上海	中鼎财富投资中心(有限合伙)入股计划
2013.1	中金智富(北京)投资基金管理有限公司	中石油	北京	石油产业股权投资基金产品第二期
2013.3	北京中铭源投资管理公司	山西代县兴隆铁矿	山西	中铭源华富矿业股权投资基金
2013.10	北京中金嘉钰投资基金管理有限公司	江苏太平洋三江建设有限公司	唐山市	太平洋建设基金
2013.11	上海乾灏投资管理中心(有限合伙)	浙江正达置业股份有限公司	上海	上海市闵行区动迁安置房项目二期D款
2013.12	深圳融晶股权投资基金	安徽宣城白马山庄	宣城	融晶龙越产业基金
2013.12	融晶投资管理集团有限公司		深圳	融晶玖发定增证券结构化基金产品计划
2013.12		成都市金牛区城建投资公司	成都	中商财富·融典12期私募股权投资基金
2013.12	北京融典投资管理有限公司	成都良友志凯投资有限公司	成都	中商财富·融典13期私募股权投资基金
2013.12		广安嘉和建设投资有限公司	广安	中商财富·融典14期私募股权投资基金
2013.12	华融普银投资基金(北京)有限公司	山东高速股份有限公司	山东	华融普银基金-中国城市建设山东高速项目的有限合伙基金
2014.7	海沧资本	邢台依林山庄食品	邢台	海沧·依林山庄FD项目投资基金三

	有限公司		期
2014.7			依林山庄 FD 项目投资基金二期
2014.7			依林山庄 FD 项目投资基金
2014.7	唐山市华瑞房地产开发有限公司	唐山	海沧华瑞房地产项目投资基金一期
2014.7	唐山瑞泰房地产开发有限责任公司	唐山	海沧·瑞泰房地产投资基金
2014.7	秦皇岛铭亿贸易有限公司	秦皇岛	海沧·河北飞龙房地产投资基金一期
2014.7	河北融投担保集团有限公司	石家庄	海沧·融投保函项目债权集合投资基金
2014.7			海沧·友联光电科技投资基金一期
2014.7	邢台友联光电科技有限公司	邢台	海沧·友联光电科技债权投资基金二期

三、私募投资基金公司面临的问题与应对

当前投资遇到的主要问题有信用环境差、实体经济领域的产能严重过剩、部分领域的政策稳定性不够等。作为微观个体的私募投资基金公司，面对信用环境较差的环境，需要提高尽职调查和投后管理的工作质量，交易架构的设计中安排好能落地的增信措施，同时从自我做起，做好诚信规范；产能严重过剩是挑战也是机遇，需要增加对所投行业周期性的把握，能力强的抄底周期性行业低谷，敬畏市场的话就干脆选择弱周期的行业，产业过剩背景下企业有并购、转型的需求，私募基金可以配合企业发起设立并购基金；政策稳定性不是微观个体能改变，私募基金和地方政府打交道更多一些，可以选择金融生态好、政府市场化程度高的地方进行注册以及壳资源的维护。

《暂行办法》的出台促进了私募投资基金行业的健康发展，而《暂

行办法》所强调、关注的，也恰好是行业作为整体所存在问题的一个侧面体现。以《暂行办法》所强调的合格投资者为例，侧面体现出私募投资基金行业在募资环节有不规范的现象。募资环节的不规范不能简单只归结于个别机构或者从业者的不诚信、短视，还反映了更深层次的问题。其中一个就是全民觉醒的理财意识、投资需求，现有的金融服务和金融产品还不能完全、充分地满足。一个现实是利率市场化的背景下，拿不出 100 万来买信托、买私募基金的投资者也想有一年 10% 左右、偏固定收益的需求，在市场信息不透明、投资者教育不充分的情况下，很有可能选择了打着私募基金或者有限合伙旗号进行非法集资的机构，或者冒着平台跑路的风险买不合规的 P2P 等。

和国外成熟市场相比，国内机构投资者由于各种限制，在私募基金领域的配置不足。一些私募基金管理机构为了自身的生存，只能在拓展个人投资者上面做文章，建立了庞大的销售队伍，销售文化占主导地位。新机构要处理好短期生存、做大，和长期品牌、发展的问题，踏踏实实地提高投研能力和投后管理能力，用投资业绩、退出案例来说话，慢慢地会有机会和机构投资者有合作的空间。市场经济条件下，销售是实现“惊险一跃”的关键环节，但个人认为销售文化不能在私募投资基金公司里面占到压倒一切的位置，否则机构的规范度、对投研投后的重视、长期的品牌和美誉度都可能会遇到问题。

第 40 辑

(2014.9.9)

新形势下中资证券公司发展的问题与机遇

【主持】

巴曙松教授（北京大学汇丰金融研究院执行院长）

【主讲嘉宾】

阎峰，国泰君安国际董事会主席，太平绅士。阎峰先生是国泰君安国际董事会主席、高级经济师、太平绅士，中国社科院研究生院经济学博士及清华大学环境工程学学士。

一、香港中资券商发展介绍

从演变历史看，香港中资券商起源于 1991 年的中国光大证券（香港）有限公司，1992 年万国收购香港上市公司 218.hk 成为第一家在港上市的中资券商。1995 年君安香港成立，形成了中资券商的雏形和起步之一。

中资券商在香港的发展并不顺利。在香港证券大行林立的环境下，目前无论是投行还是经纪业务、资产管理业务都只是市场上的二流券商。2014 年下月即将开通的沪港通，中资券商寄予了很大的期望。香港的客户群以机构为主，后入的中资券商一直处于劣势。而中资券商的优势在中国国内，A 股研究的强项等使得中资券商有可能冲出突围，设法逐步争取蚕食些外资大行的机构客户。

2013 年的 RQFII 给中资基金管理公司注入了活力，使其短时间步入了公募基金的行列，无论是公司品牌还是其产品如：南方的 A50ETF 都在香港步入了一流的行列。站在香港中资券商发展的角度看，只是保护期太短，一年的时间就全面开放给外资，而 QFII 保护了近十年。中资券商在新形势下，应该利用中资的优势，大力开展机构客户，完善 PB 业务。中国内地投资者以散户为主，要利用互联网进行服务。

中资券商目前在港有 30 多家，受惠于沪港通，都有不同程度的增长，目前到港开户人数大增，456 取消后，到港的 IPO 企业也暴增，同时 RQFII 出台后，券商资管业务突飞猛进。

二、在港中资券商发展策略和要素

在港中资券商目前常用的发展策略有：本土化、并购、双边合作、资源共享等，均可考虑，根据自身实际需求，多种形式。核心是专业人才，尤其是适合自身需求的人才；其次是资本，没有资本是很痛苦的，品牌要多年的诚信，替客户着想，努力的结果。企业的经营战略，是一个辩证取舍的过程。有时候，不得不在“快速的成长”与“健康的成长”之中做出抉择。由于人民币升值，人民币境内换汇汇出境外补充香港公司的资本金，则要承担汇兑损失，最好是就地解决资本。香港中资券商在港发债很受欢迎，引进战略投资者则要谨慎；再次是声誉。在港经营，不同内地，要有时间的积累，“心急则吃不了热豆腐”，除非抓住机会，选好标的进行并购。

对于如何增加资本的问题，长债在香港可以做长期资本使用，业绩做上去，上市是最好的方法。大多中资券商均规模较小，募资不多，原打算先做大一些或购并一些后再去上市。但并购香港券商没意义，带来不了利润。资本充足后，利润自然有了。香港市场更关注 PE。券

商业中，发展和自营看 PB，它与杠杆率成反比，与 ROE 成正比，经纪、资管、投行等业务看 PE。

外资投行的合规要求越来越严，有的苛刻教条不近人情，会丢失些市场份额。OFAC 问题，股东背景，都可能让外资行拒绝一些好项目。中资投行如果能加大投资境外资本市场、销售平台，会有大的发展空间。

香港市场中，私行客户都有一定分析能力，上市项目通常都投最热的项目，一般的也不太下订单。与中概美股等不同，港股一般首日涨幅有限，打新热情稍弱。不过高息债 PB 热情还是比较高。高息债更适合高端客户，要分析控制好，机会多多。债权融资广阔，项目多多，关键是要为客户考虑。

三、中资证券公司国际化经营中需注意的问题

所谓国际化经营，可以分为三个层次：业务的国际化，机构的国际化，经营管理的国际化。2013 年的 CSRC 白皮书中详细论述了中资券商走向海外的几种现行模式。判断一家企业是否是一个稳定和成熟的企业，首先要观察的是，它在过去的两到三次经济危机、行业危机中的表现如何，它是怎样渡过成长期中必定会遭遇到的陷阱和危机的，抗周期能力是基业长青公司应具备的基本素质和能力。决定一个经营活动成败的要素有很多，如决策、技术、资金、人才等等，而还有一项却常常被忽视了，那就是时间。时间会把资产变成债务，把利润变成亏损，把优势变成劣势。中国民营企业的成长史一再地证明着这样的一个原理：对一家新兴企业来说，在度过了市场开拓阶段之后，阻碍其成长的最大威胁便是对财务缺乏适当的关注和没有正确有效的财务体系。香港的中资券商发展也是如此。

四、沪港通给中资券商带来的发展机会

沪港通给中资券商带来四个机会：

1. 时间机会，半年可以突击开户，时间不多了；
2. 可以透过在港中资券商买 A 股；
3. 香港市场上目前只能买 266 只，满足不了许多投资者的潜在要求；
4. 掀起投资海外股市热潮，不局限于港股，美，欧，日市场也会增长。

其中一个投资机会是，先投 H 股折让大的股票，沪港通开通后，卖掉 H 股投 A 股，因为 H 股折让的股票是质地较差和小的 A+H，国内投资者主要看小的和投机机会。大的股票一般 A 股有折让，海外机构要沪港通通了之后才能大举买，而且大的涨的慢。

沪港通也有四个方面的障碍：投资标的、限额、交易时间、清算规则。故初期投资者会感不便，还会选择其他渠道。但四大障碍正是中资券商的机会，国内投资者到香港是走向海外投资的起点，而不是终点。以国泰君安为例，上半年公司美股交易上升了 2.5 倍，占经纪业务的 14%。示范效应很明显，相信会掀起热潮。

五、 问答环节

Q1: 内地这段时间“沪港通”很热，监管者据说也表态支持“深港通”，您怎么看？

A1: 大好发展海外业务时机。可以合理合法的到国内宣传，沪港通的作用是将 KYC 延伸到国内了，开发国内客户容易了。

Q2: 内地民营背景非银行金融机构可以来香港发长债吗？人民币债或外资债。

A2: 应该可以，就是回不去，发类似人民币点心债自由返程投资也有难度，最好是香港用。

Q3: 就海外投资而言，国内机构投资者和高端客户的风险偏好差很多吗？

A3: 国内机构投资者目前看主要考虑是不犯错，风险厌恶型。而个人投资者主要考虑赚钱，不怕风险。

第 41 辑

(2014.9.16)

如何看待当前的农业投资：馅饼还是陷阱

【主持】

巴曙松教授（北京大学汇丰金融研究院执行院长）

【主讲嘉宾】

王劲松先生毕业于浙江大学物理系，北大-Fordham 硕士，东北大学博士，CFA，FRM。曾任信托公司、证券公司与上市公司高管。现定居云南，从事金融教学、研究、咨询与实践，在云南大学、云南创新金融研究院等高校和科研机构从事研究工作，对于大农业领域投资有广泛的兴趣及经验。

一、制约新生资产管理机构发展的因素分析

在当前激烈

一、投资农业的背景分析

1、中央农业政策持续支持行业发展

中央在 1982 年至 1986 年连续五年发布以农业、农村和农民为主题的中央一号文件，对农村改革和农业发展做出了具体部署。2004 年至 2014 年又连续十一年发布以“三农”（农业、农村、农民）为主题的中央一号文件，强调了“三农”问题“重中之重”的地位。2013 年中央一号文件提出，鼓励和支持承包土地向专业大户、家庭农场、农民

合作社流转。2014 年中央一号文件则确定进一步解放思想，稳中求进，改革创新的原则，坚决破除体制机制弊端，坚持农业基础地位不动摇，加快推进农业现代化。农业现代化和工业化、城镇化“三化同步”，这是“十二五”期间“三农”工作的重大战略。在新型城镇化的大背景下，包括土地制度改革、城乡统筹发展、现代化农业建设以及农业科技在内的多项涉农政策主张与发展方针，得到了中央的大力鼓励和扶持。国家政策的大力扶持是投资者看好未来农业产业发展的关键原因。

表 1 2004-2014 年中央一号文件政策演变

年份	文件名称	主要政策
2014	关于全面深化农村改革加快推进农业现代化的若干意见	1、加快构建新型农业经营体系，建立最严格的覆盖全过程食品安全监管制度 2、划定生态保护红线，建立农业可持续发展长效机制，健全城乡发展一体化体制机制 3、承包地“三权分离”，落实所有权、稳定承包权、放活经营权，正式提上农村土地制度和产权法制建设层面
2013	关于加快推进农业科技创新持续增强农产品供给保障能力的若干意见	1、落实“四化同步”的战略部署，创新农业生产经营体制、改革农村集体产权制度 2、引导农村土地承包经营权有序流转，探索建立严格的工商企业租赁农户承包耕地准入和监管制度
2012	关于加快推进农业科技创新持续增强农产品供给保障能力的若干意见	1、明确持续加大农业科技投入，确保增量和比例均有提高 2、加快农村地籍调查，基本完成覆盖农村集体各类土地的所有权确权登记颁证。加强土地承包经营权流转管理和服务，加快修改土地管理法
2011	关于水利改革发展的决定	1、提出力争通过 5 年到 10 年努力，从根本上扭转水利建设明显滞后的局面

2010	关于加大统筹城乡发展力度进一步夯实农业农村发展基础的若干意见	1、提出“稳粮保供给、增收惠民生、改革促统筹、强基增后劲”的基本思路方针 2、扩大农村土地承包经营权等级试点范围，加强土地承包经营权流转管理和服务，鼓励有条件的地方开展农村集体产权制度改革试点
2009	关于2009年促进农业稳定发展农民持续增收的若干意见	1、提出了28条措施促进农业发展与农民增收 2、强化对土地承包经营权的物权保护，稳步开展土地承包经营权登记试点，做好集体土地所有权确权登记颁证工作
2008	关于切实加强农业基础设施建设进一步促进农业发展和农民增收的若干意见	1、加快构建强化农业基础的长效机制，抓好农业基础设施建设等 2、加强农村土地承包规范管理，加快建立土地承包经营权登记制度。按照依法自愿有偿原则，健全土地承包经营权流转市场
2007	关于积极发展现代农业扎实推进社会主义新农村建设的若干意见	1、切实加大农业投入，促进粮食稳定发展、农民持续增收、农村更加和谐
2006	关于推进社会主义新农村建设的若干意见	1、统筹城乡经济社会发展，扎实推进社会主义新农村建设 2、健全在依法、自愿、有偿基础上的土地承包经营权流转机制，有条件的地方可发展多种形式的适度规模经营
2005	关于进一步加强农村工作提高农业综合生产能力若干政策的意见	1、坚持“多予、少取、放活”的方针，稳定、完善和强化各项支农政策 2、承包经营权流转和发展适度规模经营，必须在农户自愿、有偿的前提下依法进行、防止片面追求土地集中
2004	关于促进农民增收收入若干政策的意见	1、调整农业结构，扩大农民就业，加快科技进步，深化农村改革

资料来源：德勤中国

2、部分企业面临转型困境加速资本寻找新出路

在企业经营形势不好，资本回报率下降，以及民间资本投资遭遇各种阻碍的情况下，投资农业为资本找到了新出路。投资农业周期比较长，相对来说收益并不高，但是如坚持下去，则可获得较为稳定的

收益，风险较小。尤其在企业面临经营困难的情况下，投资农业是稳健的选择，也成为许多企业主的趋势性选择。从市场发展的角度看，这一轮农业投资热潮的兴起也与目前工业制造业企业的经营在转型压力的低迷有很大关系。

3、中国农业产业现状及发展趋势

目前，中国已经成为世界上最大的农产品生产国之一。近年来，随着经济和行业发展方式进入调整和转变的关键时期，不同产业的生产发展逐渐出现分化。粮食、果蔬等基础农作物的产量增加，经济作物产量小幅增长，而畜产品和水产品持续快速发展。人口增长是推动农产品需求增长的最基本和最重要因素。人口增长导致的农产品需求增长是刚性的，表现为农产品总体消费规模不断增长。同时，随着中国经济实力的提升，城乡居民收入水平不断提高，消费能力不断增强，以食物为代表的农产品整体需求被不断推高。

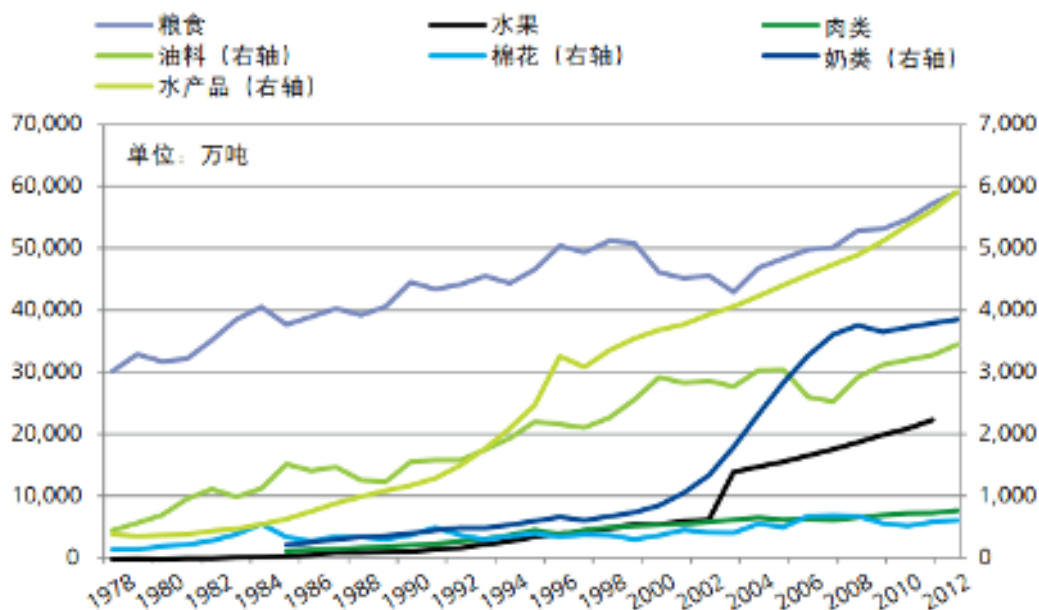


图1 中国主要农产品产量增长示意图（1978-2012）

数据来源：国家统计局，Wind 资讯，德勤分析

随着经济社会的发展和中等收入人群比例的增大，居民消费的农产品更多样化，对加工食品以及其他高价值产品的需求增长快速，更

具营养和附加价值的高消费层次农产品将进一步替代低消费层次的初级农产品。

然而，中国农业资源紧缺，农业土地面积和水资源供应不足。长期以来分散的农地结构是导致农业规模化生产程度以及劳动生产率普遍偏低的重要原因之一。而随着城镇化进程的加快，农业劳动力人口持续萎缩，传统的小规模、分散化的小农经济难以为继，极端天气、自然灾害、疫情等不可控因素更增加了农业生产的风险性和波动性。

中国农业产业面临的挑战，在一定程度上要求整体产业的进一步升级和转型。长期以来的小农经济运营模式在土地流转新政策和其他市场因素的影响下将得以改进，促进规模化经营和产业链的融合。中国农业规模化经营将是现代农业发展的一个重要方向。目前产业链经营已经成为世界农业发展的主流模式，未来中国农业的发展也必须顺应产业化和全产业链控制的历史潮流。农业产业链一体化强调农业生产资料供应、农产品生产、加工、储藏、运输和销售等环节紧密联结，以各个环节的相互协作来提升整个产业的运行效率和效益。例如，联想集团 2010 年开始涉足现代农业领域，2012 年其控股的现代农业公司佳沃集团正式进军蓝莓种植行业，形成一条整合了品种引进、种苗培育、基地种植、果品深加工及销售于一体的完整的产业链，目前在青岛市的蓝莓种植规模已经达到 6.7 万亩。除了引入全产业链策略之外，未来中国农业发展的重要方向之一是将先进技术引入农业的全产业链条中。例如，将现代信息技术应用于流通体系，将生物技术应用于农业生产和防疫领域等等。不仅如此，随着社会经济的发展，新型农业业态的发展也非常迅速，例如有机农业和休闲创意农业。

未来，随着农业品牌和对接市场需求的不断强调，农业产业也将需要根据客户需求对生产模式进行优化，对产品进行包装和营销，以提供差异化的农业产品，提高农业品的价值。

二、农业产品和商业模式创新

1、十大模式

农业部向全国征集到 370 种生态农业模式和技术体系，经专家反复研讨，遴选出经过实践检验，具代表性的十大生态农业模式：第一是北方“四位一体”模式。所谓“四位一体”是在一个塑料大棚中，把绿色植物生产、动物的养殖、沼气的分解转化，有机地结合在一起，形成一个良性的生态循环体系。

第二是南方“猪—沼—果”模式。其实是把北方的“四位一体”模式搬到南方气候更温暖的地方，将塑料大棚去掉。因没有了大棚的空间局限，“猪—沼—果”模式，可覆盖更大的空间区域，在更大范围内建设循环经济。

第三是平原农林牧副复合生态模式。就是把农业生产、林业生产、畜牧养殖有机组合在一起。

第四是草地生态恢复与可持续利用模式。要通过休牧、退耕，合理载畜，对草地进行生态恢复、在恢复的基础上合理放牧，发展可持续畜牧业。

第五是生态种植模式。无论是否采用保护地栽培，生态种植模式的主要特点在于采用各种环境友好型和资源节约型的肥料、技术、节水农机具、物理学设备等。

第六是生态畜牧业模式。随着养殖规模逐步增大，粪便污染问题非常严重。生态畜牧业就是通过引入微生物分解环节，对畜禽粪便污染进行有效的环境治理，实践中一般通过沼气生产将动物养殖和现代农业的种植有机组装在一起，发展循环经济。

第七是生态渔业。生态渔业在中国历史悠久，有比较多的形式，既有种植和养鱼的结合，比如古老的稻田养鱼；也有不同水产品根据

习性一起混养的实践。

第八是丘陵山区小流域综合治理。中国很多地方都有未曾开垦和利用的荒山荒坡，往往交通不便，缺乏灌溉条件，地力条件很差。承包给农户或地方企业，由他们进行开垦，对土地进行平整、改良、熟化，因地制宜进行利用。

第九是设施生态农业模式。主要是在温室或大棚当中进行，这方面的探索很多，包括在设施中把植物跟动物组合生产，也包括将植物和食用菌组合生产，还包括在果树下种植蔬菜花卉等。

第十是观光生态农业模式。主要是在城郊结合部，类型丰富多样，体现观光和生态功能。

下面重点介绍观光休闲生态农业。

2、观光休闲生态农业

休闲农业是利用农业景观资源和农业生产条件，发展观光、休闲、旅游的一种新型农业生产经营形态。统计显示，中国休闲农业产业营收已超 2400 亿元，接待游客超过 8 亿人次，从业人员超过 2800 万，沿海地区、京津唐地区、成都周边已进入成熟的休闲度假时代，相对于休闲农业市场旺盛的需求，到目前为止相关同休闲农业项目的建设运营模式还停留相对粗放阶段，休闲农业市场还是一片值得深度开发的广阔蓝海。

农园游玩度假最主要目的是体验乡村意境和乡村生活，项目的根本在农，核心在体验，因此休闲园区的开发建设要充分体现“生产、生活、生态、生命”四生结合，注重本土自然元素及文化元素原生性的保护和利用，切忌以房地产开发思维大搞城市公园景观和基础设施。云南丽江束河古镇曾经一直靠种地为生，村民人均收入只有七八百元。开展束河茶马古镇旅游项目以来，收入迅速增加，2005 年该镇旅游总收入达到 2500 万元，村民人均收入提高到 4000 多元。云南是农

业和旅游大省，像束河古镇这样的寨子也多，发展前景极具诱惑性，也是投资的极佳选择。

按照中国台湾、日本的成功开发模式，休闲农业园区应利用原有地形地貌，选择性保留原有动植物资源，并大量使用农作物和生态工法进行景观营造和基础设施进行建造。未来，休闲农业行业会出现专业化分工，如专业于提供优质食材原料的生产服务商，专业于提供农产品配送的物流服务商，专业于景区日常管理的景区服务商，专业于农业品牌策划的品牌服务商，诸如此类。因此，大型企业在运作此类项目时应有所为有所不为，即充分利用好公司原有平台优势和资金优势，对外部专业资源进行整合，以弥补产业发展前期实操经验不足、运营团队存在短板的弱势，其一，可以规避和降低项目前期运营风险；其二、可以提高人力资源的利用效率和培养团队的核心竞争力。

三、投资农业的风险与策略

农业作为投资的新兴领域，越来越受到资本的追捧，投资农业成为一个热门的话题。“民以食为天”的人类基本属性是农业发展的根本支撑。相对于钢铁、水泥依靠增量经济推动、对固定资产投资敏感的周期性行业，农业则以人类基本需求为依托，需求较为稳定。随着产业的升级，产业链细分以及规模化发展，现代农业的商业前景越来越被看好。但农业投资热的背后，很多企业在投资时具有盲目性、功利性，只顾眼前利益却忽视长远利益，或者盲目跟风，资金投出去却收效甚微。另外，还有一些企业一直在投资农业的门口徘徊犹豫，虽然很看好农业，却一直没有找到好的切入点。

当前中国农业正处于转型时期，亦即产业升级的初级阶段。有的资金不是找投资项目，而是想投机。有很多企业昨天还是商学院里成功的典范，今天就已面临破产。例如前几年红遍一时的养猪明星企业

艾格菲，上市后股价一度从 8 美元飙升至 20 美元，但 2012 年 2 月，在美国纳斯达克突然爆出摘牌的消息。究其原因是扩张过快，轻资产模式容易快速复制，但扩张过快，对行业了解不够深入，加上对合作方难以管理，猪价低迷之时就潜入了困局。又如，很多农产品电子商务平台投资巨大，但短短几年就败下阵来。可见，专注于企业长期发展、遵循行业运作规律，是避免投资风险的关键所在。随着农业产业升级的推进，企业的规范化、现代化将成为发展目标，农业投资也将从盲目走向理性。

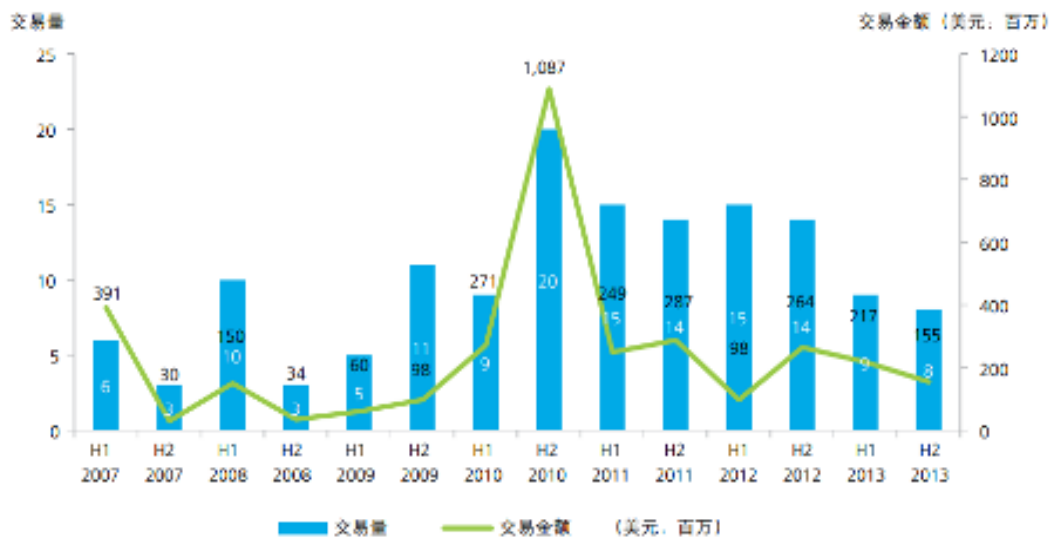


图 2 中国农业 PE/VC 投资情况 2007-2013

数据来源：China Venture，德勤分析

从个人的实践角度看，在投资农业时，应该注意把握几个关键点：

1、长线投资。资本追逐利益，任何投资都希望在最短时间见到最大的效益。但是相比第二、三产业的投资热门行业，农业投资周期长、回报慢，在很长一段时间内几乎是负收益。例如，养牛至少需要 4 年以上的周期才能见到收益；种植果树，需要 5-6 年的周期。可见，在农业投资领域，急功近利的想法是不现实的。要投资农业，必须要有足够耐心，仔细分析农业与其他行业的不同，才能找准切入点。例如“褚橙”是褚时健在经历人生低谷后的转折之作。其成功背后，虽然

褚时健个人的品牌影响与营销力占据了重要部分，但如果当初他决定投资橙子种植时抱着短期投机心态，在投资的前两年就轻易放弃，就不会有今天的成功。

2、投资品牌。中国农业的发展当务之急在于品牌和市场。资本在投资农业过程中，投资品牌无疑是一项更明智、长远的选择。加大对品牌的投资力度，提高市场化水平，不但可以减少投资基地、搞土地种养所面临的多重风险，而且可以把产品优势、资源优势转变为商品优势和市场优势，提高农业的竞争力，从而获得较高的经济效益，是保障投资资本良性循环发展的有效途径。

3、投资专注于规模化生产与社会化服务的企业。农业社会化服务体系是传统上由农民直接承担的农业生产环节越来越多地从农业中分化出来，发展成为独立的新兴涉农经济部门，在市场机制作用下，同农业生产结成了稳定的相互依赖关系，形成有机体。各种与农业相关联的企业，在农业社会化服务体系中发挥着特殊重要的作用，在产业结构的升级上尤为如此。在农业社会化服务的发展方面，中国还处于初步阶段。以农业流通服务行业为例。虽然国内已有新发地、寿光农产品这样的大型批发市场，但沃尔玛、家乐福、华润万家这样的大超市，还是要通过中间环节采购生鲜农产品。而且这些大超市本身就是流通费用居高不下的关键节点，如何改变这一流通格局使其更加优化？其中发展空间很大。

第 42 辑

(2014.9.23)

海外对冲基金——历史回顾，基本特征，投资

策略，风险与回报，商业模式和监管机制

【主持】

巴曙松教授（北京大学汇丰金融研究院执行院长）

【主讲嘉宾】

丁大庆博士是专注于美国资本市场投资、对冲基金和风险管理顾问咨询公司 Solar Wind Capital & Risk Advisors, LLC 的创始人，并拥有超过 18 年的美国华尔街金融企业风险管理的丰富经验。曾在数家著名金融机构担任风险管理的高级职位，历任美国公司 KPMG Peat Marwick LP 全球金融风险管理咨询经理，德国银行 Bayerische HypoVereinsbank 董事和风控副总监，法国证券公司 CDC IXIS Capital Markets North America 董事和风控总监，美国保险公司 John Hancock Financial Services, Inc (现加拿大保险公司 Manulife Global Investment Management) 资深风险官，以及多种策略对冲基金 D.B. Zwirn & Co LP 和全球宏观策略对冲基金 Woodbine Capital Advisors LP 的首席风险官。曾先后担任国际风险管理师协会(PRMIA)大波士顿地区共同董事，大纽约地区指导委员会和顾问委员会委员。

在过去相当长的一段时间内，对冲基金曾被视为极其神秘并扰乱

市场的洪水猛兽。而近二十到三十年来，在全球市场进行投资的人们已经充分认识到上述看法不仅是片面的而且是错误的。恰恰相反，对冲基金在全球市场进行资产配置和投资过程中是一个起着积极作用和不可缺少的重要组成部分。

近年来，在中国市场上对冲基金也纷纷以不同的私募基金形式出现，包括阳光私募，理财专业户等。但是，由于中国金融工具的短缺，相当一部分国际市场上成熟的对冲基金投资策略还一时无法在中国市场上得到应用。因此，大多数中国对冲基金的投资范围和方式还局限于中国的 A 股市场，大宗商品市场，有限的金融衍生品市场和港股市场等。从市场现状来看，以股权投资为主要策略的中国对冲基金行业大致处于海外对冲基金市场在一九七五~一九八五年的阶段。

今天我们一起重温国际对冲基金的发展历史和过程。我们希望通过海外（特别是美国）对冲基金的基本特征，投资策略，风险与回报，商业模式和政府监管机制的了解，对中国投资者（特别是机构投资者和高净值个人投资者）进一步发展中国对冲基金市场和扩大投资海外对冲基金市场起到积极的推动作用。

一、对冲基金的历史回顾

一九二零年代， Benjamin Graham 和 Jerry Newman 建立了最早期的对冲基金 Graham - Newman 合伙人。

一九四九年， Alfred W. Jones 首次开始使用了“对冲基金”这一名词。

一九六八年，全世界共有近二百家对冲基金。

一九六九年，全球第一个对冲基金组合基金(又称对冲基金母基金或对冲基金投资平台)在日内瓦成立。

一九七零年代，对冲基金投资策略单一，多为多空股权投资。

一九六九~一九七零年和一九七三~一九七四年，两次熊市崩盘，对冲基金损失惨重，纷纷关门。

一九八零年代，对冲基金行业开始复苏。

一九九零年代，由于高科技推动的股票市场牛市财富的积累，对冲基金经理与投资人利益一致的商业模式，以及对冲基金获取高回报的潜在能力，使得对冲基金的数量大大增加。

二零零零年代，对冲基金投资策略显著增加，包括信用套利，价值被低估的受困金融债券套利，固定收益套利，量化交易，和多种投资策略等。相对以前以高净值个人投资者和私人家族办公室为主的对冲基金投资人，一大批新的对冲基金投资人开始出现，这些机构投资者主要包括保险基金，主权基金，退休基金，养老基金，和校园基金等。

二零零一~二零零八年，全球对冲基金资产规模增加到 1.93 万亿美元。

二零零八年，全球金融危机，对冲基金限制投资人赎回基金，导致投资者热情下降，全球对冲基金规模下跌。

二零一一年，全球对冲基金规模开始回升，达到 2.0 万亿美元；其中机构投资者约占 ~ 61%左右。

二零一二年四月，全球对冲基金资产规模上升到 2.13 万亿美元。

二零一三年六月，全球对冲基金资产规模达到 2.4 万亿美元。

二零一四年七月，全球共有上万个对冲基金，对冲基金资产规模首次超过 3.0 万亿美元。

根据二零一四年四月 Hedge Fund Alert 全球最大的对冲基金公司资产规模排名：

- 1) Bridgewater Associates: 一千六百一十九亿美元
- 2) Millennium Management: 一千五百六十七亿美元

- 3) Citadel: 一千四百一十五亿美元
- 4) BlueCrest Capital: 九百零五亿美元
- 5) PIMCO: 八百八十三亿美元
- 6) D. E. Shaw: 八百五十一亿美元

大纽约地区，涵盖纽约曼哈顿，康州西南部和新泽西北部，以“对冲基金之都”闻名，在这里聚集了超过 2/3 的全球对冲基金总资产，超过 2/3 的全球最大的对冲基金公司。

二、对冲基金的基本特征

1、股票，债券及现金的投资一般被称为传统投资。而传统投资以外的其他资产类别的投资则被称为另类投资。另类投资是一个非常广泛的概念，除了流动性较高的在二级市场进行交易的对冲基金之外，它还包括流动性较差的私募股权，风险投资，房地产，农场与林场，电影制作，以及稀有文物古董与艺术品的投资。通常说的对冲基金主要从事流动性较高的资产类别投资，例如股权，利率，固定收益，信用，大宗商品，外汇，波动性，结构金融产品和其他金融衍生产品等。近年来随着多样化的对冲基金业务的扩展和采用多种策略的大型对冲基金的出现，对冲基金与另类投资这两个名词常常被人们交替使用。对冲基金虽然以采用对冲技术而成名，然而对冲技术未必时时刻刻都被对冲基金所使用。

2、对冲基金的一般商业模式是有限合伙人制 (Limited Partnership) 或有限责任公司 (Limited Liability Company)。

3、与公募基金相比，对冲基金普遍使用金融杠杆 (Leverage)。

4、与一般的个人投资者相比，对冲基金的投资者往往是所谓复杂的或者合格的投资人，包括高净值个人投资者和机构投资者。在美国，所谓复杂的或者合格的个人投资者的定义是：拥有至少一百万美

元的净资产（不包括自己的主要住宅），或者是在过去的二年中至少有二十万美元以上的年收入（三十万美元以上的年收入，如果是已婚）并且预期今年的年收入维持在同样的水平。

5、作为开放型基金，对冲基金一般可以按月或按季度赎回；然而对于新的投资人来讲，对冲基金往往有一个一~二年的投资锁闭期限制。在此期间，投资人一般不能赎回投资，或者要在付出一笔惩罚性的费用后才能赎回投资。在一些特殊情况下，例如二零零八年全球金融风暴期间，对冲基金经理可以选择“关起闸门”，禁止任何投资人在一段时间内赎回投资。

6、对冲基金经理往往将自己的钱投资于自己经营的对冲基金以期达到与投资人的利益一致。

7、对冲基金以净资产值(NAV)估价，追求投资的绝对回报并设有净资产值的高水纹印(High Watermark)。

8、对冲基金一般收取 2%(1%~4%)的基金管理费(Management Fee)和 20%(10%~50%)的基金回报提成(Incentive Fee)。但是当基金净资产值低于净资产的高水纹印时，基金经理不得提取基金回报提成。

二零零八年金融危机以前，与公募基金和其他类型的投资公司相比，对冲基金缺少严格监管，无需执照，并且运营灵活；只要求在特殊情况下在监管机构注册备案。二零零八年金融危机以后，Dodd-Frank 华尔街改革与消费者保护法案对于净资产值超过一亿五千万美元的对冲基金制定了一系列严格的监管要求。

三、对冲基金的投资策略

1、全球宏观策略

对冲基金根据预期要发生的全球宏观经济事件和趋势在股权，利率，债券，大宗商品及外汇市场上寻找机会并建立较大的风险敞口以

期获取风险调整后的回报。投资策略灵活，杠杆使用普遍，在多个区域市场，多种资产类别建立风险敞口，一般以流动性强并且交易量大的交易所产品和外汇产品为主。该策略属于趋势型投资策略，即可顺势也可逆势，做多与做空并存，希望在牛市和熊市环境中都能获利。投资分析即可定性酌情也可完全系统量化。针对全球宏观策略，进入和退出市场的时机是至关重要的一环。

2、趋势性投资策略

在跨越多个市场选择股票时，趋势型投资利用市场的走向，趋势以及不一致性来获取回报。该策略在分析选股时既可利用量化模型也可依赖基本面研究。相对于市场中性策略而言，这种趋势型投资策略对于市场的波动起伏具有更大的依赖性。在美国和其他国际市场上做多股票的同时，也做空股票或股指期货来对冲风险。

几个常见的投资分支策略包括：

- 1) 新兴市场策略：中国，印度，拉美，东欧，和中东与非洲等。
- 2) 板块策略：健康医疗，生物技术，药物，能源，通讯媒体与高科技，和基本材料等。
- 3) 基本面增长型策略与基本面价值型策略。
- 4) 量化趋势策略，包括具有做空偏见的趋势型策略。

3、事件驱动投资策略

该策略利用与某一特定事件有关的风险来寻求投资机会，如公司重组，兼并，增发股权或债券融资，破产，和清算等。基金经理利用在特定事件发生前后市场估值的不一致性并根据预期的股票或债券定价的走向建立风险敞口以求获利。相对于一般普通股票投资者，对冲基金经理由于本身具有的特殊经验和资源而更擅长于采用事件驱动型投资策略。

特殊的公司事件驱动投资策略一般可分为几类：

1) 价值被低估的受困金融债券策略: 通过债券或贷款投资阻止公司进入破产程序或被银行接管, 以求影响重组结果而获利。

2) 风险套利 (又称兼并套利)策略: 同时做多和做空两家或更多家有关公司的股票 (例如卖出兼并公司和买进被兼并公司) 以求在兼并价格与市场价格的差异中获利; 公开宣布的兼并有可能由于种种原因而最终无法实现而构成潜在的投资风险, 因此基金经理要通过分析研究尽可能准确地预测兼并完成的可能性。

3) 特殊情形投资策略: 公司重组, 业务或资产出售, 债券或股票增发或回购等; 基金经理必须准确估算一个特殊的公司事件是否会增加或者减少公司股权或与股权有关的金融衍生品的价值。

4) 其他还有针对固定收益证券的信用套利策略, 活动家策略, 新药审批投资策略, 和重大法律诉讼投资策略等。

4、相对价值套利策略

基金经理利用市场上不同的证券 (例如股票, 债券, 期权和其他金融衍生品等) 之间的定价差异(Mispricing)来获利。基金经理通过各种手段来分析和识别证券的定价差异, 包括数学模型, 技术分析或基本面分析。相对价值策略往往被认为是市场中性策略的同义语, 一般的相对价值策略具有很少的或者根本没有对市场走向的依赖性 (Beta)。在定价差异不大的市场情况下, 使用相对价值套利策略往往要求用很大的金融杠杆。

相对价值投资策略有许多分支, 其中包括:固定收益套利; 股权市场中性策略; 可转债套利; 资产抵押结构债券套利; 多空信用套利; 统计套利; 波动性套利; 监管套利; 风险套利等。

5、其他投资策略

表 1 其他策略一览

策略名称	操作手法
------	------

对冲基金组合基金	一个多样化的投资组合，投资于外部一批不同投资策略的对冲基金。
多种策略投资	一个对冲基金内部使用多种不同的投资策略组合。
多个经理的基金	类似于一个对冲基金内部运营的对冲基金组合基金。
130-30 基金	做多 130% 的资产同时做空 30% 的资产，即总资产 160%，而净资产做多 100%。
风险对称(Risk Parity)策略	将相同份额的风险配置于不同的投资策略及资产类别以形成一个多样化的资产投资组合。

表 2 全球最大的 200 家对冲基金投资策略分类

(Hedge Fund Alert 2014 年 4 月)

投资策略	家数
多种策略:	77 家
股权类:	51 家
债券类:	42 家
对冲基金组合基金:	13 家
全球宏观:	4 家
管理期货:	4 家
其他	4 家

四、对冲基金的风险与投资回报

投资者利用投资对冲基金来增加投资组合的多样化从而减少投资组合的整体风险。对冲基金经理可以选择使用特殊的交易策略和金融工具来减少市场风险从而取得与投资者风险偏好一致的风险调整后的回报。在理想的情况下，对冲基金的回报与市场指数回报没有或者只有较小的相关性。尽管对冲可以降低风险，对冲基金投资和其他类型的投资一样不是没有风险，就像人们常说的“没有免费午餐”。根据 Hennessee Group 的一篇研究报告分析，对冲基金在一九九三年

到二零一零年之间的回报波动性比标普 500 股票指数的回报波动性小 1/3 左右。

由于缺乏公开信息披露，单个对冲基金的投资回报业绩往往很难获得。因而对冲基金行业指数数据可以提供一些非常重要的信息。

对冲基金指数及投资策略	2014年8月的回报	2014年7月的回报	2014年前8个月的回报	过去1年(12个月)的回报	平均年回报率*	年化回报波动性*	Sharpe 比率**
瑞信对冲基金指数	0.88%	-0.31%	3.42%	9.09%	8.60%	7.21%	0.81
可转债套利	-0.28%	0.06%	2.08%	3.61%	7.28%	6.59%	0.69
做空为主策略	-3.13%	2.00%	-7.51%	-16.00%	-5.71%	16.41%	(0.52)
新兴市场	0.31%	0.45%	0.62%	6.43%	7.33%	14.15%	0.32
股权市场中性	-0.02%	-0.70%	-1.24%	4.77%	4.82%	9.82%	0.21
事件驱动策略	0.12%	-0.59%	5.25%	11.91%	9.52%	6.10%	1.12
价值被低估的受困金融债券套利	-0.48%	-0.19%	5.72%	12.64%	10.53%	6.35%	1.23
多种策略	0.38%	-0.77%	5.04%	11.61%	9.03%	6.60%	0.96
兼并套利	0.22%	-1.40%	1.92%	3.84%	6.33%	4.01%	0.91
固定收益套利	0.18%	0.30%	3.89%	5.77%	5.45%	5.43%	0.49
全球宏观策略	1.13%	-0.01%	2.08%	5.79%	11.06%	9.25%	0.89
多空股权	1.29%	-0.97%	3.40%	12.84%	9.40%	9.53%	0.70
管理期货套利	5.02%	-1.03%	4.57%	9.87%	5.15%	11.50%	0.19
多种策略	0.83%	0.13%	3.88%	9.92%	8.11%	5.15%	1.03
*平均年投资回报率数据始于1994年1月；年化的投资回报波动性是根据月投资回报率数据统计标准方差整理计算而成。							
**Sharpe 比率是基于滑动3个月美国国债短期无风险利率计算的。							

图 1 CS 对冲基金指数及投资策略风险与净回报

图 1 是一组最新的瑞信(CS)对冲基金指数和投资策略扣除各种费用后的净回报数据。平均年回报率最高的三个投资策略是：全球宏观，受困债券，和事件驱动。平均风险（年回报波动性）最小的三个投资策略是：兼并套利，多种策略，和固定收益套利。平均风险调整后回报（Sharpe 比率）最高的三个策略是：受困债券，事件驱动，和多种策略。

五、对冲基金的价值

投资对冲基金不仅是为了要获得较高的绝对回报，更重要的是要获得与股票指数不相关或者不大相关的回报。投资对冲基金追求的是低 Beta 而高 Alpha 的绝对回报。如果能做到了这一点，对冲基金经理就为对冲基金投资人创造了价值。

从下面一组数据我们可以清楚地看到，对冲基金作为一个整体还是做到了为投资人创造了价值的。

从二零零一年一月到二零零九年十二月对冲基金指数每年平均上涨 6.54%，而股票指数投资每年平均损失 2.62%。尽管二零零八年金融危机期间对冲基金表现令人失望，损失 18.65%，但是对冲基金的表现仍然优于或者大大优于其他类型的投资，例如标普 500 损失 37%，股票型共同基金损失 37.6%，国际股票共同基金损失 45.8%，平均板块型共同基金损失 39.7%，中国股市损失 52.7%，拉丁美洲股市损失 57.3%。

六、对冲基金的风险管理

在大多数国家，只有所谓复杂的 / 合格的高净值个人和机构投资者才有资格投资对冲基金。这批投资者对于投资对冲基金的风险以及相关的回报都有充分的理解和认识。

对冲基金行业的风险管理有两个方面：第一，对冲基金经理的风险管理；第二，对冲基金投资人的风险管理。

对冲基金经理会采取一系列的风险管理措施来保护投资者利益。很多大型的对冲基金采用了在资产管理行业最复杂的风险管理措施和最先进的风险管理技术。

很多大型的对冲基金设有专职的首席风险官和风险管理团队。他们在全面企业风险管理的框架下识别，测量，监控，报告和管理投资

风险。不同的对冲基金根据基金的结构和投资策略可以使用不同的风险管理模型，技术和手段。一般风险管理人员不参与日常的投资交易活动。

除了评估市场风险外，对冲基金投资人还亲自采用尽职调查的手段来评估可能导致对冲基金投资损失的运营操作风险，主要包括对冲基金的组织结构，运营管理，投资策略的持久性，和当主管发生意外时基金继续经营的可能性等。

七、对冲基金最主要的合同文件：发售备忘录 (Offering Memorandum)

发售备忘录主要用于向潜在的投资人介绍对冲基金的基本情况：包括管理和投资团队，投资策略，投资方式，杠杆的使用与限制，历史投资回报业绩，和风险管理与控制等。

投资策略一般包括对冲基金市场分析的方式和手段，例如自上而下或自下而上的资产配置；基本面分析，量化分析，或混合式的投资分析手段。

投资的资产类别与金融工具一般包括股权，利率，信用，大宗商品期货，外汇，波动性，结构金融产品和其他金融衍生产品等。

投资决策方式分为定性的基本面分析或系统性的量化投资。

投资多样化的实施方法包括多种投资策略，多种资产类别和金融工具，多个对冲基金，多种区域性市场，和多个投资经理等不同的组合。

市场投资的方向性包括，第一，市场中性投资：试图利用对冲来降低与市场波动的相关性(Beta)；第二，市场趋势型投资：试图利用市场趋势或逆趋势来提高与市场波动的相关性。

八、对冲基金的商业模式

1、基金的组织架构

对冲基金是个投资平台，对冲基金的商业模式(主要是指法律结构)在很大程度上取决于基金注册所在地的征税与基金投资人的纳税情况而定。

以美国为例，针对于美国缴税投资人的岸上(Onshore)对冲基金一般设立为有限合伙人(Limited Partnership)或者是有限责任公司(Limited Liability Company)。有限合伙人和有限责任公司等类似的商业模式保证投资人可以避免在商业税和个人所得税方面双重征税。

在有限合伙人制的对冲基金中，有一般合伙人(General Partner)和有限合伙人(Limited Partner)之分。一般合伙人作为有限合伙人的经理负责日常的基金管理和投资决定并负有无限的责任(Unlimited Liability)。有限合伙人只作为投资者不负责任何日常的基金管理和投资决定。一旦基金经营不利，有限合伙人的损失是以他们投入的资金份额为上限的(Limited Liability)。

在有限责任公司制的对冲基金中，其成员为公司股东并享有一定限度的个人责任保护。与岸上基金相反，离岸(Offshore)基金一般为美国的免税投资人（如退休基金，养老基金和校园基金等）和非美国的投资人准备的。当基金设置在避税天堂国家或地区时，投资人可以避免商业税。

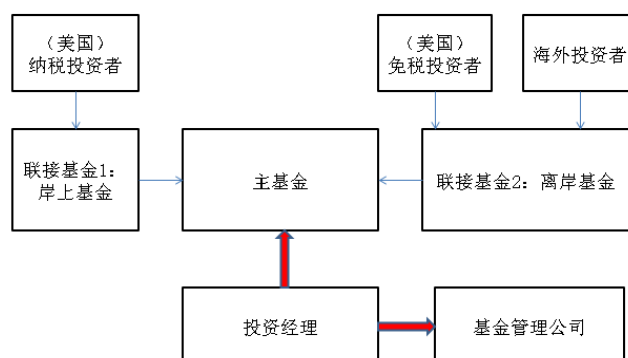


图3 一个典型的联接基金—主基金法律结构

2、管理基金的投资经理

作为管理基金的投资经理(Investment Manager)可以是一个公司或者是其他的组织形式。然而投资经理与基金(Fund)及其资产的投资组合(Asset Portfolio)在法律上和经济上是完全分开的。

对冲基金管理公司(Fund Management Company)一般为基金经理所拥有，基金公司赚的钱也就成了基金经理的利润。

当基金管理费(Management Fee)的全部或大部分用于基金运营时，基金投资回报的提成(Incentive Fee)再加上任何剩余的基金管理费就为基金管理公司的拥有者提供了不仅是高额的而且是低税收的收入。

许多投资经理利用第三方服务商来提供日常的运营支持，他们包括主要经纪，托管银行，基金管理服务公司，销售渠道，会计及审计公司，法律顾问，以及其他外包服务公司，例如人力资源，信息技术，和风险管理系统等。

3、税收与基金注册地的选择

一个对冲基金以什么样的商业模式经营和在哪里注册除了取决于基金投资人的税收身份外，基金监管也是一个需要考虑的重要因素。许多对冲基金选择在离岸中心注册就是为了照顾中国外的免税投资人合法避税的需要。

投资于美国的离岸基金投资人一般需要交投资收入所得税而不用交投资资本增值税。但是基金投资人仍然需要在各自的纳税地区缴纳投资资本增值税。这样的安排也是为了鼓励跨境投资而同时避免对投资人在多个地区重复征税。

美国的免税投资者（如退休基金，养老基金和校园基金等）一般主要投资于离岸对冲基金以保留其免税投资人的合法身份，同时也避免需要交税的非相关业务收入。

在二零一一年，一半左右的对冲基金注册为离岸基金而另外一半

为岸上基金。Cayman Islands 为离岸基金注册的首选之地，约占 34%，美国其次 24%，接下来的是卢森堡 10%，爱尔兰 7%，英属维尔京群岛 6%，和百慕大 3%。

4、投资经理所在地的选择

与基金注册相反，投资经理注册往往选择岸上。一般投资经理设置在一个主要的金融中心，并根据所在国家和地区为基金管理费收入缴税。

美国为首选，是最大的投资经理所在地。在二零一一年底，美国约占 70% 的全球对冲基金资产。二零一二年四月，管理一个或者多个对冲基金的投资顾问中有三千九百家在美国证监会注册。美国的纽约市和康州的黄金海岸一带聚集了最多的对冲基金经理。

伦敦是欧洲最大的对冲基金中心。根据 EuroHedge 数据，在英国共有大约八百家对冲基金，管理大约 85% 的欧洲对冲基金资产。

自二零零三年以来，对冲基金在亚洲也发展很快，特别是在日本，香港和新加坡。尽管如此，英国和美国仍然管理着最多的亚洲对冲基金资产。

在 Hedge Fund Alert 二零一四年四月发布的最新全球最大的 200 个对冲基金的排名中：美国占了 184 席，其中仅纽约，康州和新泽西就占了 124 席；英国占了 10 席；而法国，澳大利亚，香港，百慕大，Jersey 和 Guernsey 各只占 1 席。

5、第三方服务供应商

主要经纪(Prime Broker)一般隶属于投行，负责交易的执行和清算，提供短期融资和杠杆，充当金融衍生品柜台交易的交易对手，并为某些特殊的投资策略提供融券便利。主要经纪还可能为对冲基金的资产提供托管。

对冲基金的管理服务公司(Fund Administrator)负责操作运营，会

计和定价服务。他们提供后台服务支持使得基金经理能集中精力于市场交易。另外他们还负责处理基金订购，赎回以及其他股东服务等事宜。

在美国对冲基金可以不要基金管理服务公司而由投资经理自己完成上述各项服务。但是这样做可能造成利益冲突，特别是在基金净资产值(NAV)的估算。当基金自愿地雇用第三方审计服务时，基金运营的透明度得到大大的提高。

销售渠道(Sales & Marketing)可以是一个发行商(Underwriter)，经纪人(Broker)，或其他参与基金销售的人员。一些基金使用销售渠道来负责向潜在的投资人推销基金。许多基金并不安排销售渠道，而是由投资经理(Investment Manager)本身负责直接推销基金。

大多数基金使用独立的会计事务所对基金资产进行审计，提供税务服务，并对基金账目进行完全的审计。一般年终审计是按照美国的 GAAP 或者其他的会计标准完成的。审计公司负责核对和确认基金的净资产值(NAV)和资产总额(AUM)。但有时审计公司提供的粗略净资产值估算是由投资经理提供的定价信息基础上进行的而不是在独立第三方提供的定价信息基础上完成的。

九、对冲基金的监管机制

过去，由于对冲基金是私营公司，因此不像上市公司那样需要公开披露信息。这就使得人们对于对冲基金产生一种缺乏透明度的神秘感。另外，由于对冲基金经理不像别的投资经理受监管或有注册要求，因而更容易出现投资策略的漂移，不完善的运营和舞弊现象。二零一零年以来，美国和欧洲监管条例要求对冲基金经理披露更多的信息，增加透明度。此外，投资者特别是机构投资者鼓励对冲基金加强风险管理。机构投资者日益增加的影响力导致了对冲基金行业进一步

的透明化。对冲基金开始向投资人提供更多的信息，例如定价模型与技术，投资头寸与风险敞口，和金融杠杆的使用情况等。

对冲基金要遵守所在国家，联邦和州的有关法律条例。过去在美国，由于对冲基金只对复杂的 / 合格的投资人开放，因而省去了许多标准的注册和报告要求。二零零四年十二月，美国证监会(SEC)曾要求所有超过二千五百万美元资产和十四个投资人的对冲基金按照一九四〇年通过的投资顾问法向证监会注册。监管机构的这一要求引起对冲基金行业的强烈不满，其中一家对冲基金公司将证监会告上法院。官司一直打到二零零六年六月，法院判定对冲基金公司胜诉并将证监会的监管要求驳回。这样一来，那些在二零零五~二零零六年期间“自愿”注册的对冲基金也纷纷撤销自己早些时候的注册。

金融风暴以后，二零一零年美国 and 欧洲监管机构实施了一系列新的监管条例和报告要求，其中包括美国的 Dodd-Frank 华尔街改革与消费者保护法案和欧洲的另类基金经理管理条例(AIFMD)等。需要指出的是，新的监管要求大大提高了对冲基金的合规成本。根据花旗银行 2014 年上半年的的一份调查报告，现在一个对冲基金至少要集资三亿美元才能覆盖当今监管合规的各种费用。

表 2 目前与美国对冲基金监管有关的法案法规以及相应的监管机构

相关的法案与法规	负责监管机构	主要监管内容与要求
1922 年大宗商品交易法	大宗商品期货交易委员会 (CTFC)	禁止舞弊和操纵市场。
1933 年证券法	证监会 (SEC)	在公开募集资金前，对冲基金要根据私募条例向证监会注册备案。
1934 年证券交易法	证监会 (SEC)	超过 499 个投资人的对冲基金要向证监会注册备案。

1940 年投资顾问法	证监会 (SEC)	反对舞弊,对对冲基金投资人的个数和种类设立限制,禁止公开募集资金。豁免对冲基金向证监会注册备案的要求,如果合格个人投资者的资产超过五百万美元或者合格机构投资者的资产超过二千五百万美元。
2007 年证监会 206(4) —8 条款	证监会 (SEC)	资产超过一亿美元的对冲基金每季度要向证监会交报表公开披露上市公司股权控股信息;同时还要求对冲基金公开披露信息,如果对任何一家上市公司的股权控股超过 5%。注册的投资顾问公司要定期向证监会和投资人披露重大商业活动信息和监管处罚历史。建立书面合规条例,设置首席合规官并保留所有合规记录以备证监会抽查。
2010 年 Dodd-Frank 华尔街改革与消费者 保护法	证监会 (SEC) 金融稳定监察 局 (FSOC)	资产超过一亿五千万美元的对冲基金要向证监会注册备案,并填写 ADV 表格定期报告资产管理和交易信息。资产少于一亿美元的对冲基金要向所在州监管部门注册备案。资产超过二千五百万美元的海外投资顾问也要向证监会注册备案。对冲基金和私募股权基金要填写详细的 PF 表格定期向证监会报告资产管理,交易头寸和风险敞口等信息。
2010 年 Dodd-Frank 华尔街改革与消费者 保护法 Volcker 条款	美联储 (Fed)	要求银行及其附属机构和控股公司限制与对冲基金的联系,禁止自营交易业务,并限制这些机构在对冲基金中的投资。

十、中国高净值个人和金融机构的海外投资

中国经济过去三十多年的高速发展在金融机构和民间都积累了许多的财富。仅仅投资中国的房地产和证券市场已无法满足中国高净值个人和机构投资者的投资需求。

中国高净值个人和机构投资者都具有强烈的海外投资的愿望。前几年通过合格境内机构投资者(QDII)投资制度,中国金融机构开始涉足海外市场投资。但是,由于种种原因,QDII 产品投资业绩和业务发

展规模都不够理想。

最近的合格境内有限合伙人(QDLP)投资制度在中国高净值个人

和机构投资者投资海外对冲基金方面做了些有益的尝试。但是由于规模有限，QDLP 产品对于解决中国投资者扩大海外资产配置和寻求与中国乃至全球股市具有较小相关性的投资回报问题也仍然还是杯水车薪，远水不解近渴。

资产配置是一个投资策略。它是在分析了投资人的风险偏好，投资目标和投资时间长短的基础上根据平衡投资风险与投资回报的原则来建立的一个完整的投资组合。

一般对国外的高净值个人投资者和机构投资者来说，他们的资产配置是在全球范围内进行的。

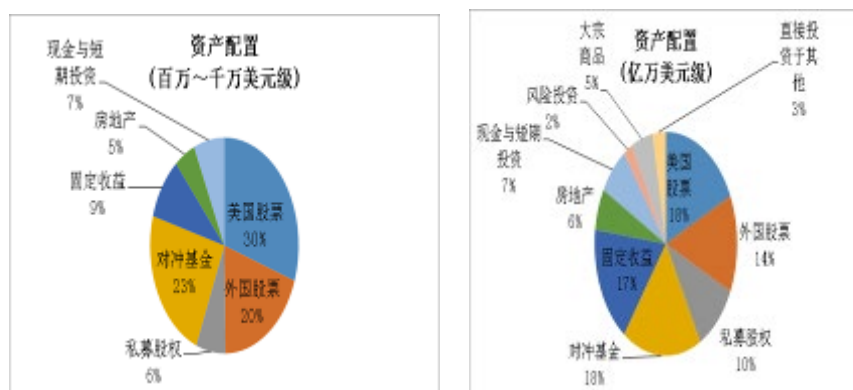


图 4 家庭资产配置（左图为百万富翁家庭资产配置的例子，右图为亿万富翁家庭资产配置的例子）

对中国的高净值个人投资者和机构投资者来说，如何进行有效的全球资产配置是至关重要的。

结语：毫无疑问，海外对冲基金投资将是中国高净值个人和金融机构投资者全球资产配置和投资组合多样化不可缺少的一个重要组成部分。由于人力，物力，以及其他相关资源的缺乏，中国的投资者直接利用对冲基金技术进行海外投资仍然面临很大的困难。在这样一种情况下，对冲基金组合基金为中国高净值个人和金融机构投资海外对冲基金市场提供了一个有利的平台。通过组织，建立和运营对冲基金组合基金，中国的投资者可以分析海外对冲基金市场，研究对冲基

金投资策略，和了解优秀对冲基金经理。通过组织，建立和运营对冲基金的基金，中国的投资者可以培养人才，培育对冲基金投资团队，和建立必要的对冲基金投资的基础设施。最近我们很高兴地看到中国一些金融机构已经在朝这个方向迈进了。通过在战争中学习战争和在游泳中学习游泳，毋庸置疑，在不远的将来中国的投资者中一定会产生出专门从事海外投资的优秀对冲基金经理和团队。

第 43 辑

(2014.9.28)

资产管理新趋势以及互联网发展

【主持】

巴曙松教授（北京大学汇丰金融研究院执行院长）

【主讲嘉宾】

易方达基金管理有限公司董事、总裁刘晓艳一行（易方达基金管理有限公司副总经理范岳、易方达资产管理（香港）有限公司首席投资官章强），Maggie Jiang（Senior director at Credit Suisse’s Asset Finance department），郭胜北(CEO and Chief Investment Officer of GSB Podium Advisors)，曾力(Working at Citigroup’s Global Consumer Bank’s Independent Risk Leadership Core Team)，丁大庆(Solar Wind Capital & Risk Advisors 公司总裁)，李叶(CFA，广发证券执行董事，主管资产证券化业务)，朱江(Capra Ibex Advisors 基金经理，负责公司各类抵押贷款证券产品的投资交易业务(包括 Agency MBS, CMBS 及 CLO))，初放（Rosen Partners 私募基金及地产投资）

一、中国基金投资美国房地产的现状和建议

Maggie: 近年来，越来越多的中国资金进入美国投资，市场热度持续上升。据 2007 年统计资料显示，90%-95%的房地产市场已经饱和。而 2014 年的数据显示，曼哈顿及其附近的房价又创历史新高，甚至超过了 2008 年金融危机以前的房价水平。与此同时，趋热的房

地产市场带动了周围的房地产开发，房地产的存量有望在两到三年内得以释放。

初放：从近期曼哈顿地区的交易数据来看，所有房产中，43%的房产交易价在150万美元以下，23%的房产交易价在100万元以下。在房地产交易越来越热，存量越来越少的同时，买卖双方的犹豫和砍价时间也越来越长。当下正在建设中的房产大部分都属于超豪华型房产，房产价值的不确定性会相应增大。

纽约的房地产市场是一个周期性非常强的市场，大约以8-11年为一个周期。过去的数据对分析现今的趋势有较大的借鉴意义。以曼哈顿为例，近期房地产资本运作有两个显著特点：第一是市场的集中度较高。顶尖的开发商通常都同时掌握有10-15个房产开发项目。因房产开发投资巨大的特点，如果一个项目的资金链断裂，有非常大的可能性会对剩下的项目产生较大影响，发生连锁反应。第二，国际开发商近期有相当一部分进行了资金转移，有超过15%的资金被转移入欧洲房地产市场，试图在欧洲抄底，这也是曼哈顿附近房产偏热的一个信号。

综上所述，曼哈顿附近的房地产价格目前处于高位。尽管如此，整个美国市场仍有不少机会。

我们考察房地产市场潜力主要采用以下四个指标：

1) 过去十年的人口规模及增长速度。一个最典型的例子就是底特律。以汽车产业发家的底特律，在经历了汽车产业的衰退以后，底特律的人口长期处于停滞增长甚至衰减的状态，直接严重冲击了房地产市场的需求，市场陷入萎靡。以至在金融危机以后，底特律政府破产，底特律的房价有个别一度降至1美元却仍滞销。

2) Median household income(户均收入中位数)。如果当地的户均收入中位数较高，意味着一半以上的家庭拥有较高的年收入，相应的

在当地的房地产价格中也会有所体现。

3) 当地是否有超过一家的主要雇主。这一点也可表述为当地的就业机会是否具有多样性。如果当地的就业机会较为多样，一家雇主的经济表现不佳不会对当地的经济造成太大影响，这样当地的房地产价格会趋于平稳，波动小。

4) 当地治安。仍以底特律为例，政府破产后市政建设停滞乃至倒退，局部地区出现了比较严重的治安问题，又反过来迫使市民搬离城市，造成人口锐减，进一步加剧了房地产市场的萧条。

根据对以上四个指标的分析，个人意见推荐关注一些当下比较好的房地产投资地点：华盛顿的商业用房地产，亚特兰大的商业用地和住宅用地，以及中西部的部分地区。

丁大庆：近期亚洲资本进入美国房地产的格局大致如下：全美的房地产投资中，亚洲资金占 15%，而在纽约附近和西部房地产价格相对较高的地区，亚洲资金占总投资的比例约为 25%。

巴曙松：中国的投资者在进行海外房地产投资时，潜在的参照和对比是其在对中国国内持有的房地产价格，例如，复星投资的曼哈顿大通一号，每平方的成本应当不到 5000 美元，对于中国的部分房地产投资者来说是有吸引力的。另外，美国房地产对中国投资者来说，其租金水平相对较高，如果从租金与房地产价格水平相比，中国一些城市的这个指标明显是缺乏竞争力的。

丁大庆&初放：在美国投资房地产除了必要的资金以外，也有很多其他方面的因素需要考虑到。其中尤为重要的是要对当地的规则和情况有所了解。例如定金，在不同的国家有不同的法律限制了定金的各个方面，甚至在美国不同的州之间定金的规定也不尽相同，需要投资者引起重视。此外其他的规则也有可能对投资计划产生较大的影响。例如在过去的一个案例中，一个中国的企业想投资一块美国地产用于

建设一所学校，企业为此作出详尽计划并认为计划具有很强的盈利能力。但是在投资完地产需要建设学校的时候，当地的政府和法律对于这一计划做出了许多限制，最终结果是建起来的学校根本无法达到最初设想的规模，这一投资计划也就失败了。

Maggie: 另外需要特别注意的是，商业用地和居民用地的政策在大部分国家和地区都有所不同，投资之前需要谨慎调查。

丁大庆&初放: 综上所述，投资房地产实体之前需要了解当地的情况。在通常情况下，比较好的方式有以下几种：首先，与当地熟悉市场的优秀的企业合作，寻找一个了解当地情况的合伙人，对于企业投资境外房地产实体会较大的帮助。另外，采用 REITs 的途径进行房地产投资也比较常见。

巴曙松: 与中国的房地产市场比较来看，刚才所说的在美国选择房地产市场的标准，同样也是适用于中国市场的，例如，不同城市的分化，中国的银行贷款对三四线城市的房地产市场发展一直就基于风险方面的考虑而有限制。人口是否持续流入也是影响不同地区房地产市场走势的关键因素之一。中国的流动人口分布是十分分化的，全国前 100 城市就吸引了超过 70% 的流动人口。显然，无论是中国还是美国市场，房地产市场投资的真正机会在于人口持续流入聚集的地区。

二、中国资本市场发展与资产管理行业新趋势

易方达刘晓艳总裁: 中国资本市场近年来的一些变化大致可以概括如下：

1) 放松各种管制的市场化趋势很明显。随着投资限制放开，投资工具与标逐渐丰富，资金进入海外市场的限制逐渐减少，定价机制扭曲的现象将得到更大程度的改善。整体的市场化环境将为资产管理机构赴海外发展提供很好的机会。

2) 多元化趋势逐渐明显。在以前中国的资本市场上，多数资产管理机构都往往只在被动限制的一个小的业务领域做一件事，例如PE，信托，VC，通俗地讲，就是各行各业各干各的，缺乏相互的交流和竞争。现在投资管制政策逐步放开以后，金融机构的业务范围大大扩展。原来只能投资某一特定领域，现在可以进行多元化的投资。目前看来，多元化趋势下的金融机构的发展模式大致会有如下趋势：目前的资产管理公司的业务心态，实际上是一种行政管制推动下的被动的专业化，并不是市场竞争出来的格局；在多元化投资发展的起初，往往都会十分积极进行一些原来没有涉及的领域的探索，进行不同的投资市场的各种尝试，在 5-10 年的尝试实践过程后，不同的资产管理机构在竞争中逐步找到自身有竞争优势的专业领域，在多元化的发展过程中同时逐渐趋于专业化。

3) 国际化程度逐渐提升。国际化趋势明显，投资机会越来越多，开放的国际业务越来越多，不管是对机构来说还是对普通投资者来说都是很好的潜在机会。本来老百姓的资产配置以人民币资产为主；而在近期，人民币持续单边升值告一段落、进入相对均衡的波动区间的信号已经显现，中国经济阶段性转型走弱，美国却在世界主要经济体中率先稳步走向复苏，美元走强的趋势很明显。一些中国的老百姓开始考虑配置美元资产。大量资金都表现出了对美元资产的兴趣，同时也将会给资产管理机构带来大量的机会。与此同时，海外资本也对中国市场表现出了极大的兴趣。即便是在中国经济危机论甚嚣尘土的时候，在资产管理领域，只要是有一定市场判断力的资产管理公司，未来几乎可以肯定的一个趋势时，在客户的资产组合中，基于中国经济和美国经济在全球经济金融体系中的重要地位和影响力，中国资产和美国资产几乎是必须配置的，中美间资金的交互与流动将会给资产管理行业带来非常大的机会，也带来巨大的金融服务和研究的需求。

丁大庆：资本市场没有开放时，中国资本出入境比较麻烦，传统的方式是采用 QDII，有控制地允许境内机构投资境外的资产。现在也有采用 PE 和 hedge fund 的方式进行境外投资，但需要找对方法，在法律许可的范围内进行投资。

巴曙松：中国投资者对资产进行适度的全球化配置，可以降低其组合的波动风险，同时也可以在全球范围内抓住投资机会，例如，2014 年年初到现在的共同基金表现，投资日本的一些高科技产业的公募基金净值得到了超过 90% 的上升，投资印度、欧洲的西班牙等区域性的公募基金表现也非常出色。随着资产配置的全球化，投资者的选择也就更为多元，得益的是投资者以及金融资产配置效率的提升。

郭胜北：借鉴国外的投资和管理的经验也很重要，例如长岛的房地产，之前一直不受市场欢迎，但是之后由于有了业主产权保险、房屋保险等房地产相关的保险产品，持有房地产资产的风险被均摊了，所以流入长岛房地产的资金大量增加。

三、自由讨论

巴曙松：如果从全球化的角度来考察，此次发端于美国的金融危机，其内在的原因之一是金融市场的全球化，与监管体系的国别化之间的不同步。从理性的角度看，在各国将危机的动荡逐步稳定之后，应当从全球范围内共同考虑经济金融体系的治理和监管体系跟进金融市场的全球化问题。但是从现在的趋势看，似乎一些主要的发达国家又开始出现监管体系的国别化、分割化的趋势，似乎都倾向于采用一种以邻为壑的方式来强化监管，不断地通过一些监管举措在不同国家的市场之间、在不同的金融市场之间设置障碍，这实际上是无助于金融体系监管能力的提升的。

曾力：在金融危机以后，美国政府对华尔街的投资增加了很多条

条框框，监管体制整体来，个人以为是倒退的。有的金融机构虽然资本充足，但是基于监管的限制不敢拓展新业务。美国针对资产管理行业的监管机构包括 FDIC、美国财政部的货币监理署(Office of Comptroller of Currency, OCC)以及 Federal Reserve。美国对保险公司的监管也十分严格，与对银行机构的监管差不多。根据监管要求，主要的金融机构不得不花费大量人力财力设计各种没有太大实际价值的 model 来应付监管，近年来各家金融机构招聘中，需求最大的专业人员是从事模型风险管理的，这可能会对强化风险管理有一定的效果，但是会大幅提高合规成本。

第 44 辑

(2014.9.30)

境外人民币债券市场的现状、特点与挑战

【主持】

巴曙松教授（北京大学汇丰金融研究院执行院长）

【主讲嘉宾】

肖华（交通银行香港分行首席人民币债券交易员）

目前来看，境外人民币债券市场还是一个很小的市场。虽然不大，但却有其独特的特点，而且对于中资机构来说，有着非常良好的前景。在研究境外人民币债券市场特点之前首先需要了解的是这个市场发展的一个重要背景——“人民币国际化”。

一、人民币国际化现状

可以从中国国内、国际两个角度来看人民币国际化，首先，从中国国内的角度，人民币国际化可看作是中国改革开放的自然延伸。其中又分为三个层次，第一个层次人民币国际化是实体经济开放与国际化的深化；第二，人民币国际化是金融安全，金融独立，和金融利益的需要；第三个层次，人民币国际化是国家信用、综合国力和国际地位的体现。

其次从国际的角度看，人民币国际化是全球化，多极化的延伸。这个角度也分为三个层次，第一个层次人民币国际化是全球国际经济

贸易越发多边化的现实需要；第二个层次，这是全球国际金融体系改革、重建的重要一极；最后，这也是国际社会多级化的必然趋势。

（一）人民币的国际使用得到全面深化

在国际和中国国内双重宏观背景之下，过去的几年人民币国际化取得了巨大的、深入的、实际的进展。人民币的国际使用得到全面深化，国际化进程明显加快。目前人民币清算行已增至 10 家，境外人民币清算中心已经在除美国和日本之外的世界主要国际金融中心落地。

其次，RQFII 额度增加，截至 2014 年 8 月 26 日，RQFII 额度已增至 2786 亿人民币，比 2014 年初增加了约一千亿。人民币已被包括尼日利亚、俄罗斯、韩国、马来西亚、菲律宾等多个地区和国家列入了外汇储备。英国政府宣布将在 2014 年发行第一笔人民币债券，这是第一个非中国主权体发行的人民币债券，发行所得亦将纳入英国的外汇储备。此外中国还与越来越多的国家签订了相当大金额的双边货币互换协议，还有近期即将实行的沪港通等，这些都是人民币国际化的全面深入发展的重要内容。

（二）境外人民币存款持续快速增长、人民币跨境结算高速强劲

一个更为直观的数据，就是境外人民币存款的增长情况。截止到 2014 年七八月份，境外人民币存款的总量应该已经达大约一万七千亿到一万八千亿人民币。其中最多的是中国香港地区人民币存款在接近一万亿的水平，大概占总体的 55% 左右。第二第三位分别是中国台湾和新加坡都在 2000—3000 亿的规模，这三者加起来约占境外人民币存款市场总额的近百分之九十。第四位是中国澳门，现在的人民币存款已经超过 1300 亿，此后是韩国和卢森堡，都有 700 多亿，其中韩国的人民币存款在过去十八个月里增长了 70 倍。卢森堡拥有欧元区最大的人民币资金池，截至 6 月存款达 794 亿人民币，巴黎的人民

币存款亦达 200 亿元。总体看来，除了中国香港市场存量较大，相对较为成熟，增长较慢外，其他市场大多都在持续、快速增长，有着巨大的成长空间。

此外，人民币跨境贸易结算持续快速增长。其中中国香港地区 2014 年 1—7 月份人民币跨境贸易结算额达 34336.83 亿元，同比增长 25.57%，新加坡 2014 年 1-5 月跨境人民币结算业务额达到 4213.7 亿元。

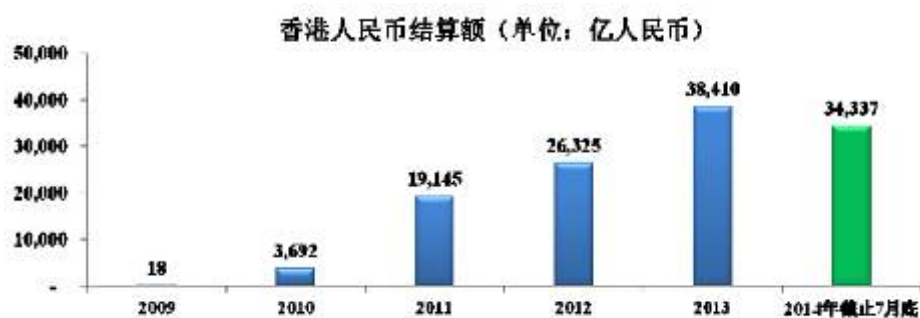


图 1 中国香港人民币结算额

(三) 个人预期人民币汇率将进入强均衡区间

个人认为，人民币汇率在经过了 2005 年以来近 10 年的单方向升值以后，在 2014 年进入了一个相对均衡的波动区间。

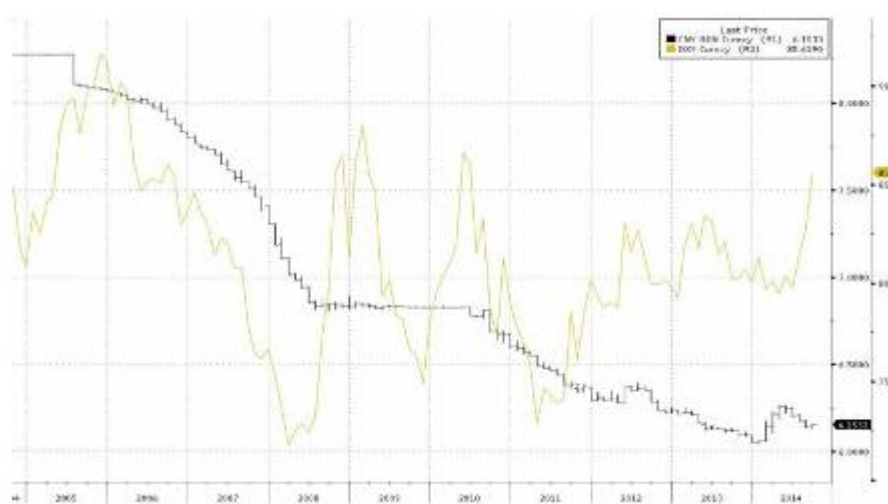


图 2 人民币近 10 年强势升值后，进入强均衡

结合过去十年美元走势和未来判断，以及人民银行近年来对人民

币汇率的公开言论和在公开市场的操作，个人认为人民币目前确实已经进入一个汇率相对均衡的区间。预计 2014 年全年人民币对美元有可能是小幅贬值。但从未来的中长期看，人民币对美元、欧元、日元几种国际主要货币，总体在一个区间内波动走强的可能性较大，波动会较大，但方向仍较强，是强均衡的状态。

二、境外人民币债券市场发展趋势与特点

2014 年以前，境外人民币债券市场的发展阶段可以看作是初生萌芽期。市场初生期的特点可以总结为市场规模较小，它的发展断断续续，忽冷忽热。市场关注的人多，实际参与的少，产品评级定价难有标准，产品发行人也很有限，外生性因素主导市场，市场受境内外经济、金融影响大且直接。

2014 年至今，境外人民币债券市场的发展阶段可以看作是青春期。青春期和初生期的第一个不同，就在青春期的境外人民币债券市场规模不大但持续快速的成长；

第二个特点是市场热情，2014 年以来境外人民币市场供需两旺，一、二级市场交投活跃；

第三个特点是市场已经开始展现出自己特有的规律，比如说债券定价已经开始有规律可寻，而此前这个市场的定价，评级都是很难把握，甚者是比较随意的；

第四个特点现在的市场逐渐显示出其个性，青春期都是有个性化的，同时青春期的个性特点是它经常是一种集体个性，比如发行人有很多的同质性、同类性。而此前市场则比较单一、有限；

第五，青春期的市场已经开始更多内生性成长，外部影响越来越小，越来越间接；而此前市场受外部影响是非常直接的，对外部因素有很强的依赖性。最后，相对此前的初生期，当时的市场经常是处

于一种前景不明，甚至是生死不明的状态。青春期她前景光明，但道路仍可能曲折，未来仍有很多不确定性，具体怎么发展，发展快慢还是受外部金融经济各种因素的潜移默化的影响。

（一）境外人民币债券市场规模不大，持续高速增长

目前人民币债券市场存量规模境外约 5000 亿，境内约 29 万亿，2014 年上半年的发行规模已超过 2013 年全年。

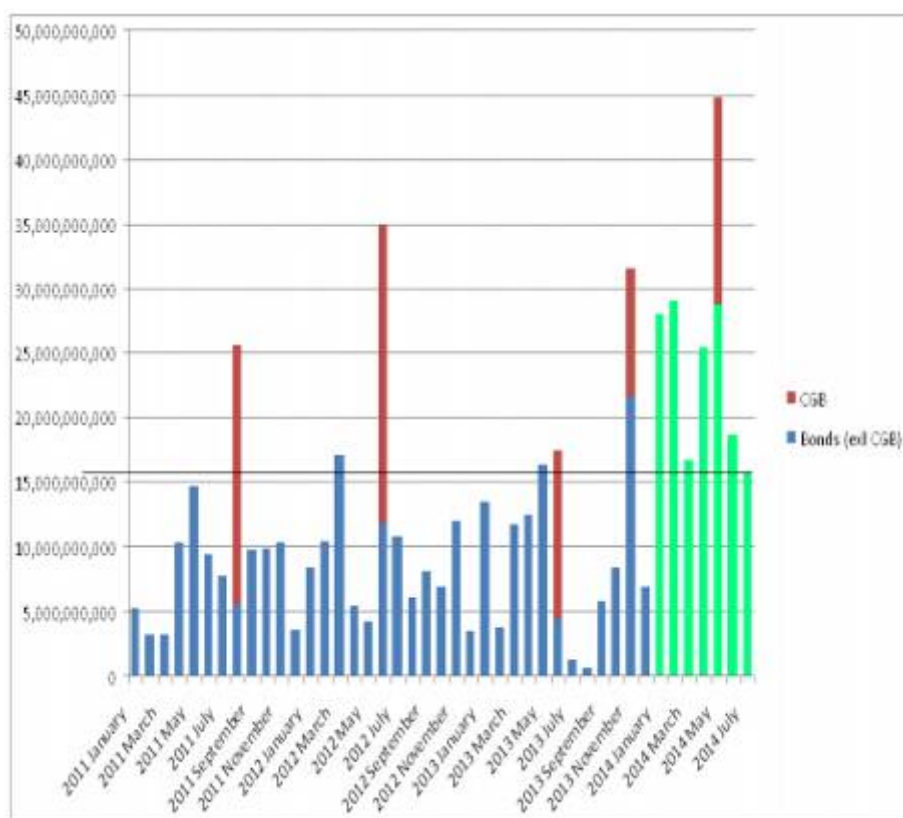


图 3 人民币债券市场发行情况

上图中绿色的部分是 2014 年 1—7 月的月度发行量，蓝色为 2011—2013 年数据，红色的部分是境外国债，可以明显的看到 2014 年每个月发行金额都在 150 亿人民币以上，而 2011—2013 年，每年都只有 1 个月达到或接近这一水平。以上数字不包括存款证，如果包括这个数字大概还要增加一倍多。包括存款证前七个月的发行金额就已经超过了四千亿，超过 2013 年全年 20% 多。2013 年底，有机构专门做过市场调查，市场的投资者认为一三年之前市场发行供给太少是

阻碍他们参与这个市场的一个重要原因。2014 年基本已经解决了这个问题，反而已经开始有些机构担心是不是供应过多。

（二）一、二级市场供需两旺

图 4 为交通银行香港分行编写的 2014 年境外人民币中资银行债（上）和国债收益率指数（下），上半年收益率稳中有降，但近两个月升的较快，市场有变化，主要是跨境流入境内增多。

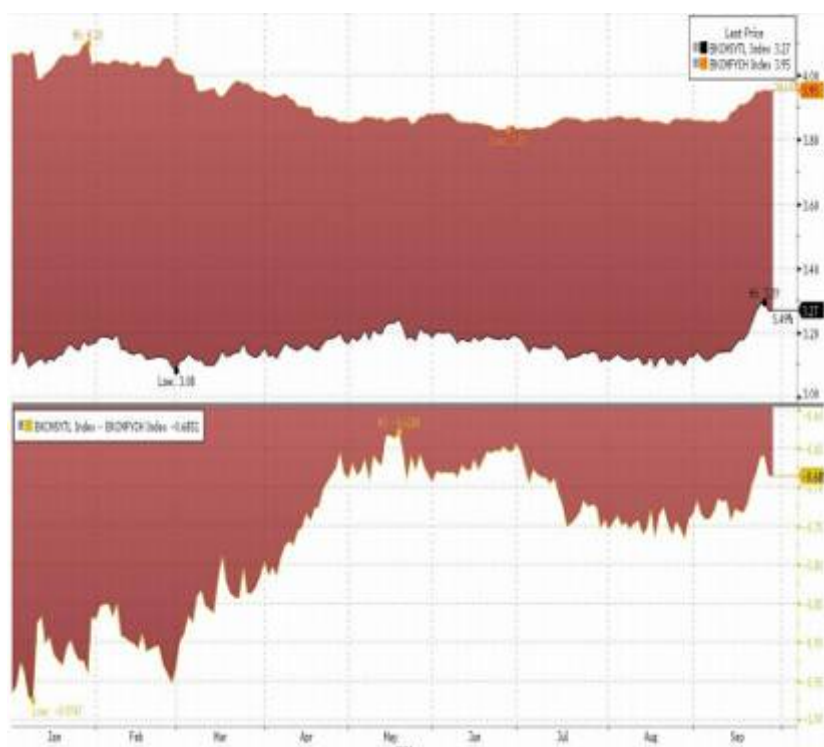


图 4 2014 年境外人民币债券指数走势

除了收益率外，上半年的二级市场也相当活跃，尤其是绝对收益较高的企业债。2013 年约有 60%的境外投资者认为二级市场缺乏流动性是制约其投资境外人民币债券的首要原因，而 2014 年的市场中一级市场火热，二级市场交易活跃，不断增长的供给对应着不断增长的需求，市场消化能力加强。

（三）产品定价初现端倪

境外人民币债券的定价是个很独特的方面。首先是无信用评级企业债很常见。从图 5 可以看到，左上角灰色无评级债占 13%，比例看似

不高，但是如果扣除绿色 AA 级 9% 的中国国债，和深蓝色 A 级（主要中资 5 大行）69% 债券，那么无评级企业债的占比超过一半。

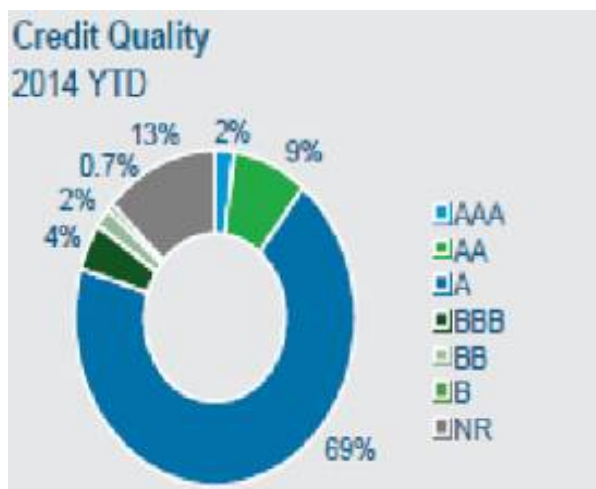


图 5 各评级债券比例

这个特点的背后有着很深层多面的原因。首先中资机构信用风险如何评估这个无论是境内还是境外都无定论。其次现有国际信用评级机构他们的方法论和实践在金融危机中都受到更多质疑，在评估中资机构的时候这个分歧和争议往往就更大。在与国际评级机构的联系之中也发现他们对中资机构的信用评级是逐渐有新的策略和一些重大改变。

总体而言在评估中资机构的信用风险时，除了常规的财务数据基本面的分析外，第一还得看企业所有制性质，中国的国有的还是非国有，国家或者地方政府的支持力度到底有多大？这是中国经济的现实决定的，换句话说，如何用市场评估公有制的风险？现有的方法基本上是“两外一内”三种评级：“两外”是指国际信用评级和中国国内的信用评级，“一内”是指机构投资者对这个发行人的内部评级。

显然这是一种比较复杂的状况，为什么仍能发展，一是市场客观确实与现有标准不同，其次是因为这一市场有着足够大的规模和前景去改变现有规则，这是一个客观情况的妥协，也是主观利益的一个妥协。在这种外部评级的妥协，甚至是缺位之后，还有什么力量影响境

外人民币债券的定价呢？原因也有三方面，第一是中资投资者和中资发行人的了解、互信和互利，第二是国际投资者对人民币国际化的积极态度，第三是易松难紧的国际货币环境。

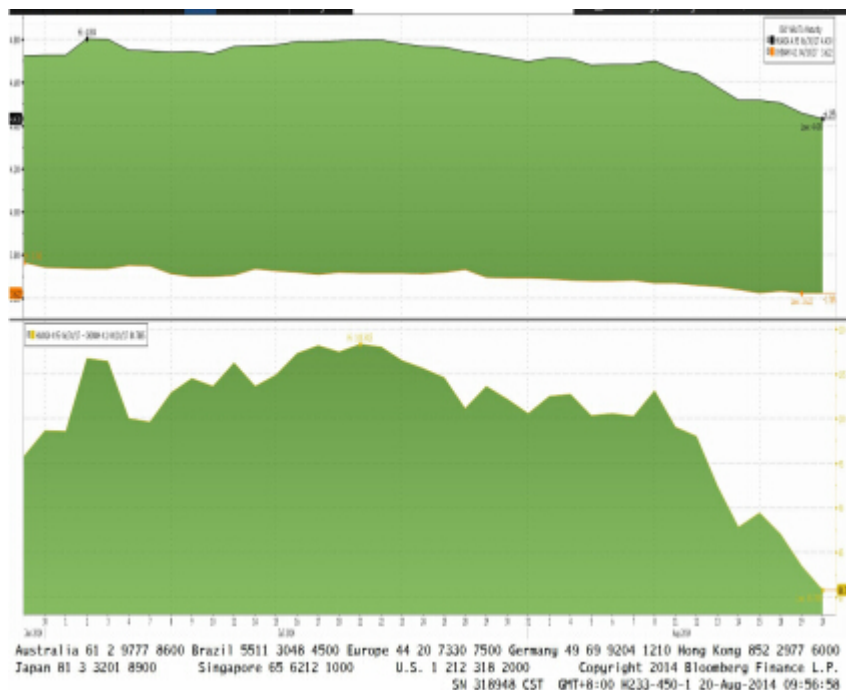


图 6 三年期人民币债券的收益率走势图

图 6 分别是华夏银行和招商银行 2014 年上半年在境外发行的三年期人民币债券的收益率走势图。其中招商银行是和另外的浦发中信大概在 2014 年较早时候发行的，三年期债券收益率大概都在 4.1 左右。华夏银行发行的稍晚，发行利率是 4.95，当华夏银行发行的时候其实招商银行收益率已经在 4 以下，也就是说两个银行之间的利差有一百点。在华夏银行发行以后二级市场上的收益率迅速下跌，和招商银行的二级市场收益率利差很快减少到了 50 点左右。

个人认为，结合其它金融债和企业债的情况，华夏发行利率偏高，原因有以下几点：不利的国际评级（BB，不如没有）；单一的承销人；对市场了解不够。

（四）境外人民币债券的“集体个性”

2014 年以来境外人民币发行债券发行人大多数是第一次在境外

发行，且来自各行各业，简单说具有四大特征：多样的个体（中资机构）；不同的行业（各行各业）；类似的性质（国企主导，接受度高，融资需求较强）；一样的期限（基本3年）。这些债券市场接受度较高，利率风险较低，政策比较支持，发行人需求较刚，比境内成本要低。

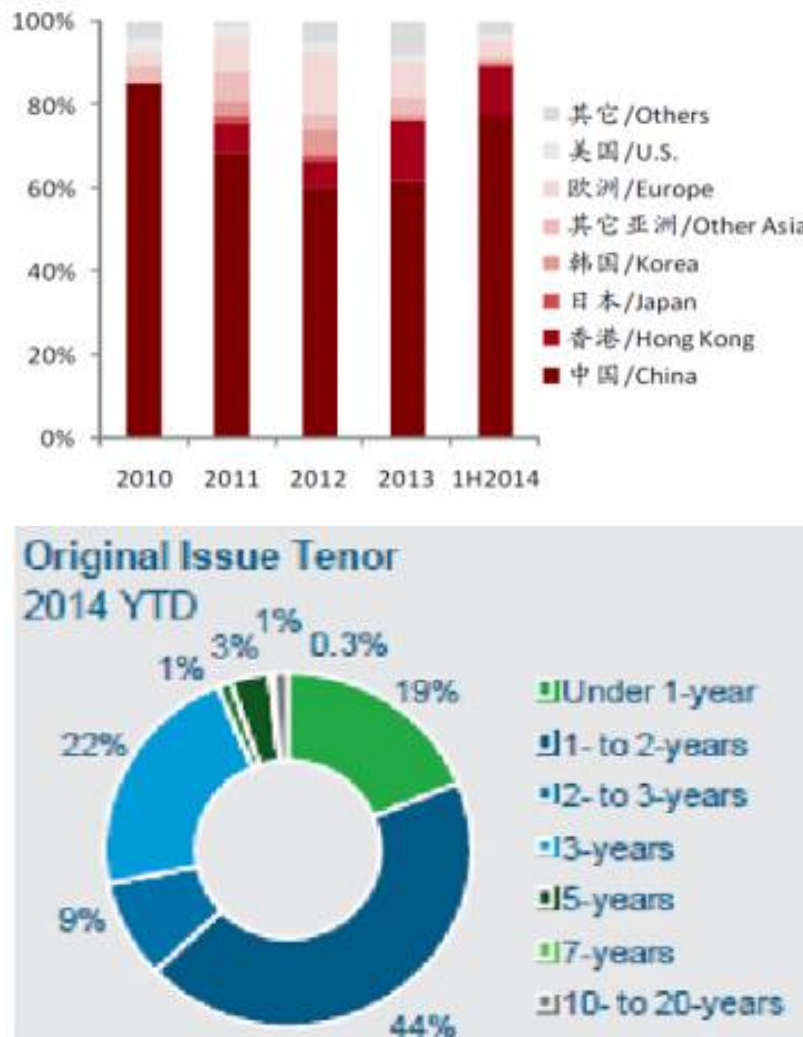


图7 2010-1H2014 离岸人民币债发行情况：国家和地区、年限比例

（五）市场自主性增强，外部性减弱

再看市场的独立性，点心债市场已经开始自成体系，内生发展，成为最大境外人民币投资市场，也是最有潜力的新兴债券市场，促进汇市与债市的相辅相成。与2014年前相比，市场受人民币汇率影响

明显减小，市场基础更坚实（结算带动增加，升值驱动减弱），多中心发展（过去香港单中心），多市场联动（利率、汇率、衍生市场），宏观政策连贯性支持（此前政策间隔大，真空期长）。与人民币国际化有关的国内政策、国际协议相继出台，人民币结算、投资、储备三方面政策相辅相成，特别直观的一个例子是图 8 的中国跨境货物贸易结算中的人民币结算占比，从 2012 年初的 5% 增长至当前约 15%，如果人民币如个人预期般保持强势均衡，这一比例应还有很大增长空间，将为境外人民币市场提供最坚实、充沛的动力。

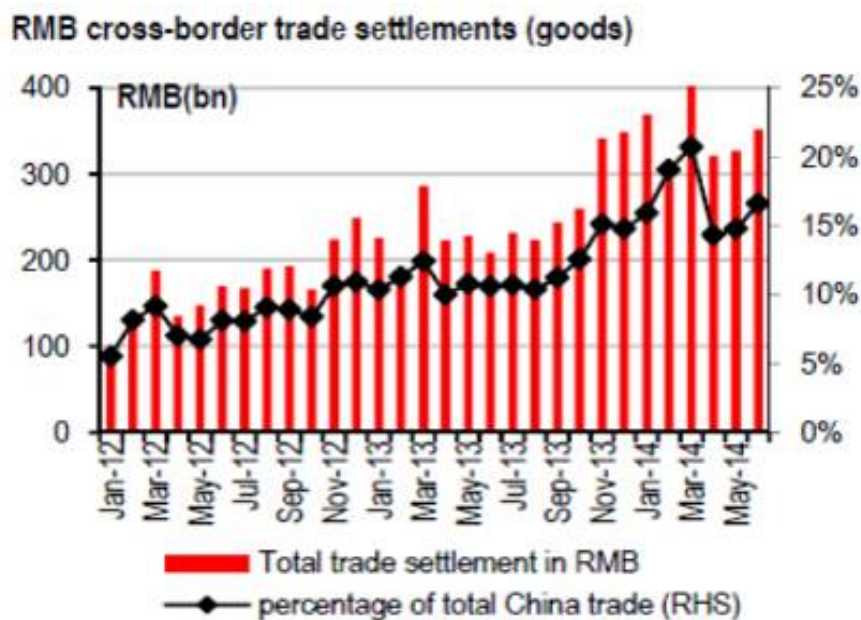


图 8 中国跨境货物贸易结算中的人民币结算占比

（六）市场中的未定因素：外部环境时与势

境外人民币债券市场是一个中西结合的市场，也同时受中国与国际的宏观综合影响。就国内政策而言，中国经济、金融转型路径渐明：发展模式由数量转向注重质量；货币政策改革更加独立化、专业化、精细化和体系化；财税政策开始注重地方债和预算的管理；国有企业重新定位和再次改革；同时利率市场化、汇率市场化、金融监管持续化、体系化，定性分析与定量改造并重。

国际方面，有关国际经济、金融环境认识趋同，期望降低、发展

分化。发达经济体普遍开始货币宽松，这些经济体的共性是高负债、低增长，印钞、降息成为它们的共识绝招，原因可能在于印钞可使股债齐飞，可降低杠杆，减轻负担，改善贸易。虽有长痛，但好过崩盘，好过进入大萧条。通胀虽然可怕，通缩更加棘手。印钞是金融市场的“庄家特权”，印钞者控制市场，收水时也可将风险转嫁出去，但这种花别人的（外币贬值）、用攒下的（信用）和借未来的（透支）的发展模式是不可持续的。

面对新时期的国际经济、金融形势，新兴市场该何去何从？关键在于联合、转型、重建。发达经济体的印钞战略，把风险和成本最大程度的外化，使得新兴经济体的金融不确定性增强，需要寻找到新的锚。同时新兴市场出口发达市场减速，需要提升内需消费。新兴经济体需要更多合作，建立新的国际金融、贸易体系。新常态时代下，全球经济、金融秩序正在重建，而中国在新秩序、新兴市场中无可避免的应扮演重要的核心角色之一。

三、境外人民币债券市场对中资机构的机遇和挑战

首先，中资金融机构第一次在国际金融市场有了不对称优势，本币和本国数据，客户资料，一手信息，占据了一定的主动地位，如何把其演化为、制度化为定价、交易、流通的优势对中资机构来说是一大挑战；

其次，国际资金充沛，需求旺盛，但流动剧烈，人民币国际化大势所趋，如何保持自身稳定，成为流动浪潮中的得利者，而非受损者；

第三，境内外的内生性利差是境外人民币的天然动力，跨境流动良性循环是双赢，但如果不流动，或者过度流动则双输；

第四，市场化、国际化的方向清晰，人民币债券市场将承担投资、融资、定价、流通的多元角色，但境内外两个市场差异也很大，如何

区分和结合，需要明确和综合；

最后，市场的需求、潜力巨大，对产品、交易、流动性、对冲有着综合性需求。其中很多并非中资机构的强项传统，而外资机构也非常看中这一市场，也把其当作是切入中资客户的战略机遇，中资机构必需在客户、产品、交易文化、信息披露、公共关系（负面信息管理）等全方位提升竞争力。

四、问答环节

Q1: 境外人民币债券市场的自我可持续性，你觉得有哪些指标是可以用的？测算的结果有吗？能否更具体一些，例如，目前发展中名列前三位的不确定性因素是什么？

A1: 有根据一些发行的数字，另外就是根据市场价格，交易活跃度，市场参与者的多样化，以及跟其它市场参与者直接交流的感性认识等。

Q2: 看到有研究说，当人民币在香港占到存款基础四分之一时，就基本上达到可以在香港自我循环、不用十分依托国内的人民币在岸市场了。但是也有研究说，伦敦的美元离岸市场，即使到现在，依然还是相当比例是美国的机构在活动。你如何看这个问题？

A2: 个人认为在岸人民币市场是离岸市场的根基，人民币存款和资产需配合发展，在岸市场相当长时期都将是离岸人民币最重要的运用地区，就像美元一样。因此我觉得香港或者其它离岸人民币市场在很长时间内都将与在岸市场紧密相连，离岸之间和离在岸之间双循环。

第 45 辑

(2014.10.7)

对冲基金发展现状及中外对比

【主持】

巴曙松教授（北京大学汇丰金融研究院执行院长）

【主讲嘉宾】

罗佳斌博士现任 Dymon 亚洲资本（Dymon Asia Capital）总裁兼合伙人。公司为近年飞速成长的亚洲本土对冲基金，管理的资产规模约 40 亿美元。罗先生主管公司的运营、投资者关系、业务发展、风险管理、法律合规及所有中后台事务。2012 年加盟 Dymon 后为公司建立起实力雄厚的团队和基础设施。2014 年 5 月，新加坡政府主权机构淡马锡（Temasek）成为 Dymon 的重要少数股东，双方合作的共同愿景是创建一家立足亚洲的另类投资管理平台。此新业务由罗先生全面负责。罗先生毕业于北京大学物理系，并获得美国宾夕法尼亚州立大学化学博士学位。罗先生目前还担任香港中国金融协会副主席和香港证监会产品咨询委员会的委员。

Dymon Asia 是 2008 年雷曼危机前一个月成立的。几位合伙人全是亚洲人。目前是亚洲本土最大的几家对冲基金之一。旗舰产品是全球宏观策略。2014 年五月开始，新设立了一项平台/种子基金业务，目前新加了两个股票产品（L/S Equity）。另外还有一个主要投资于东南亚市场的 PE 基金。我们的投资者基本全是海外的机构。其中美国占 70%。

一、金融危机后海外对冲基金业发展特点

第一，总体规模健康发展，已超过危机前高峰。

第二，行业高度机构化，直接反应在越大的基金越容易融资。变相提高了入门门槛，同时促使了种子基金，基金孵化平台，MoM 的发展。

第三，FoHF（对冲基金母基金）全行业大规模整合，这个过程还在继续中。



图 1 全球对冲基金的发展历史（蓝色：AUM 的存量；绿色：AUM 的增量）

图 1 是全球对冲基金从 1990 年来的资产管理规模(Asset Under Management, AUM)历史。2007 年高峰是 1.8 万亿美元。到 2011 年已经超过危机前的规模。

是谁在投对冲基金？机构投资者占到对冲基金投资者的 65%，这一个观察很重要，这是我们了解海外对冲基金业的一个关键。作为主要投资群体，机构投资者的偏好自然成为了市场发展的主导。

机构投资者的偏好有几点值得一提：

第一，投资目的不是单纯地追求高额回报。机构投资者对回报的“质量”有同样高的要求，也可以说是对回报预期的“理性化”。直接导致 Alpha 高的、与市场相关性低的产品成长快。这也是为什么尽管目前 SP500 指数的走势虽然很好，机构仍然在追加对冲基金的 AUM。虽然这几年对冲基金指数的绝对收益表现欠佳，但是机构对于另类投资的配置没有改变。最近媒体时不时有些噪声，比如加州退休金的退出，但大形势没有变，

第二，投资人懂行，且有资源对基金经理作深入的调研。直接导致业绩最高的基金不一定是最受欢迎的，业绩的“质量”很重要。

第三，对基础设施的要求较高。不赚钱不可怕，出事才是最坏的结果。直接导致无力发展基础设施的小基金成长困难。基础设施包括 ODD（Operational Due Diligence）需要覆盖的内容，包含中后台流程，合规，风控，财务等等。



图2 德意志银行 ODD 覆盖的内容

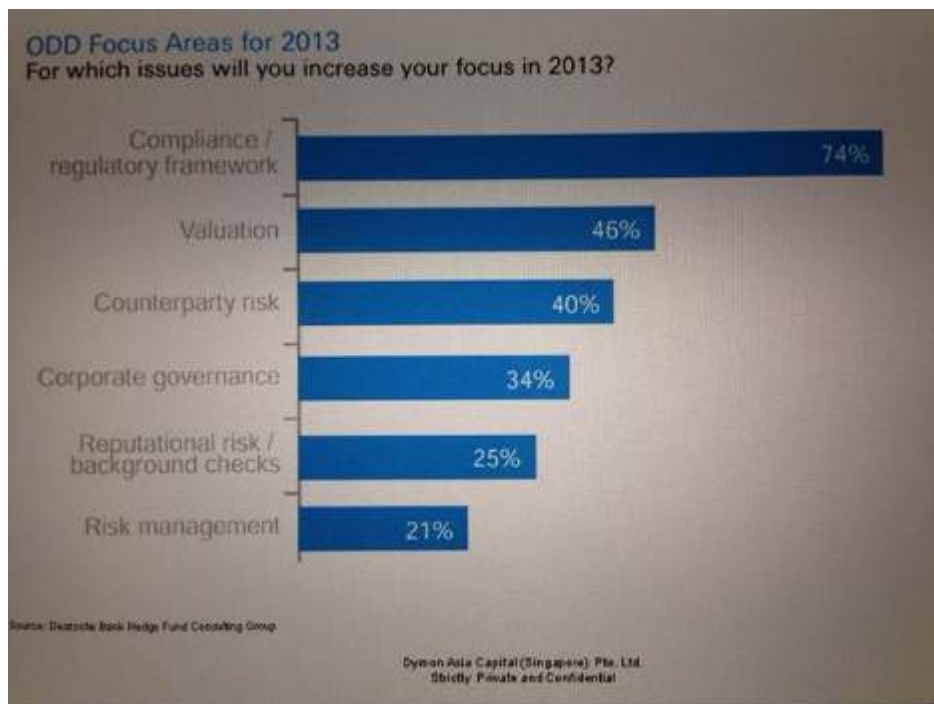


图3 德意志银行关于 ODD 的统计数据

第四，资金较多。每单投资一般最低 0.5-1 亿美金。可是这带来一个问题，一般单个机构投资者不愿意超过一只基金的 10%，直接导致 5-10 亿以下的基金融资困难。

EurekaHedge Indices at a Glance					
Index	Sep 14 (Est)	Aug 14	YTD	13 Return	Ann. Return
Mizuho-EurekaHedge Index - USD	-1.92	0.67	0.42	6.53	5.61
Mizuho-EurekaHedge Index - USD Hedged	-0.82	0.97	2.07	6.33	5.31
Mizuho-EurekaHedge TOP300 Index - USD	-2.29	0.66	0.03	6.38	5.67
Mizuho-EurekaHedge TOP100 Index - USD	-2.01	0.75	0.22	6.06	6.28
EurekaHedge Hedge Fund Index	0.12	1.05	3.98	8.59	9.68
EurekaHedge North American Hedge Fund Index	0.17	1.49	5.59	10.50	10.50
EurekaHedge European Hedge Fund Index	0.00	0.36	1.44	9.23	7.95
EurekaHedge Asian Hedge Fund Index	0.28	0.75	4.66	14.92	8.61
EurekaHedge Emerging Markets Hedge Fund Index	-1.47	1.12	3.67	5.16	12.86
EurekaHedge Latin American Hedge Fund Index	-1.61	1.96	4.10	1.68	14.29
EurekaHedge UCITS Hedge Fund Index	-0.86	0.91	2.46	6.62	4.01
EurekaHedge Long-Only Absolute Return Fund Index	-2.93	2.05	4.65	10.66	8.87
EurekaHedge Fund of Funds Index	0.06	0.82	2.63	8.11	4.53

图4 EurekaHedge 指数表现

二、母基金 (FoHF) 的发展趋势

母基金 (FoHF, 即 fund of hedge fund), 是专门投资对冲基金的基金, FoHF 是投资于单个对冲基金的集合投资工具, 旨在通过专业的组合管理和风险管理控制技术、优中选优、分散单一投资策略、单一风格、单一基金管理人的管理风险, 获得长期稳定的投资回报。FoHF 由于其在专业筛选、分散风险、投资周期组合、增强 LP 的议价能力、促进私券股权流动性等方面所具有的独特优势而受到许多投资者的青睐。

图 5 是母基金最近几年的 AUM 趋势。蓝色是 AUM, 可见行业从金融危机后到现在还没有恢复。红色是每年的净赎回, 可见从 2008 年至今行业仍然是净赎回。最近几年, 不断有母基金的并购, 目前这个趋势还在继续。一般认为, 几年后能活下来的母基金要么靠规模 (如黑石, 贝莱德, UBS, 高盛等等), 要么保持在一个较小的规模, 靠优秀的业绩 (Niche player) 存活。



图 5 母基金资产管理规模的变化趋势

母基金业受到挑战有几方面的原因, 很多母基金危机时受到麦道夫的牵联, 遭到大量赎回, 至今没有恢复。

另外，很多机构虽然一开始通过母基金投资对冲基金，过了一段时间后对相应的技术有所了解，会觉得母基金的收费太高，不如自己直接投。大机构，如哈佛大学、杜克大学、加拿大年金开始雇佣自己的团队进行直接投资。

中小型机构没有资源建立完整的团队，但是可以用比较廉价的专业顾问公司（Consultant）。这与中国国内的情况不一样，国内对冲基金业发展仍处于早期，母基金等模式未来会有一个发展扩张期。

三、中国对冲基金行业发展趋势的分析

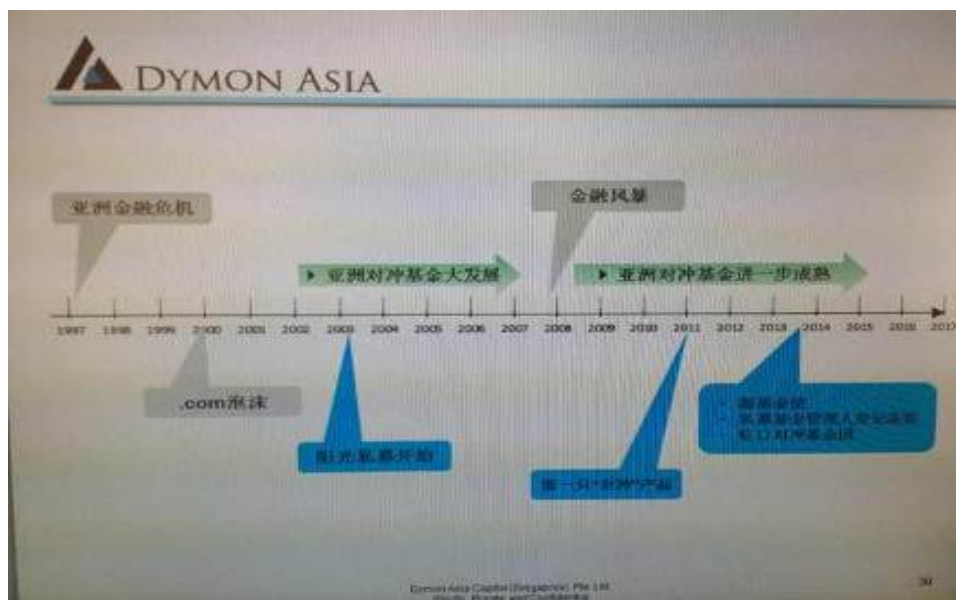


图6 亚洲及中国对冲基金的发展趋势

过去 12-18 个月中国很可能迎来了对冲基金业的一个转折点、起飞点，作出这样的判断主要是基于：

- 第一，投资者对绝对回报这个概念的逐步被接受。
- 第二，投资者对投资回报的逐步理性化。
- 第三，政府监管部门的逐步开放，以及对行业的正面引导。
- 第四，市场的开放，慢慢有了避险的工具。
- 第五，人才的成熟，慢慢有了真正的对冲产品

与海外对冲基金行业相比，中国国内的市场只能算刚起步。主要

的差别来源于市场工具的不足，监管刚刚起步，以及投资者的组成和投资标的不同。

这里最值得注意的是投资者的组成不同。中国国内对冲基金的投资人以高净值人士为主，机构的参与可以说忽略不计。高净值客户的实质是大散户，与海外讲的家族基金还不是一个概念。这和海外完全是不同的，海外市场机构投资人是主导，所以引导了海外对冲基金的一系列发展。中国国内也是一个道理：散户和渠道做主的市场必然引导市场。对散户融资注定了必须通过渠道，也注定了基金经理必须迎合渠道和散户的偏好，这里面有很多弊病。

中国对冲基金行业的发展如果只有散户参与，发展空间是有限的。美国已有先例，第一只对冲基金从 1949 年开始，到 1998 年全行业也只有 3800 亿美金。从九十年代末机构投资者大规模介入后，短短十几年就发展到了两万六千多亿美金。（美国机构大规模投资对冲基金是从耶鲁捐赠基金开始的，David Swensen 开创性地把近 1/3 的资产投入到绝对收益对冲基金里。国内的机构投资者受制于相关政策约束，还不能与对冲基金全面合作。）

四、问答环节

Q1: 请问亚洲的机构投资人和欧美的机构投资者在对对冲基金的投资和选择方面有什么区别？亚洲客户和美国客户在赎回行为上有没有明显区别？

A1: 亚洲的机构比较集中，一类是像中投这类的主权基金，大多很专业，与美国客户没大差别。另外亚洲各国机构投资者的特点都不太一样。比如日本的客户，大家公认为是“最佳客户”，回报要求低，不赎回，但是日本客户有时对细节要很透彻的理解与解释。巴克莱银行最近做了一个很详细的报告，有兴趣的朋友可以查阅。

第 46 辑

(2014.10.14)

A 股投资方法思考及其市场前景

【主持】

巴曙松教授（北京大学汇丰金融研究院执行院长）

【主讲嘉宾】

曹雄飞，承泽资产管理有限公司创始人，北京大学数学科学学院概率统计系理学学士，北京大学中国经济研究中心（CCER，现国家发展研究院）国际金融学硕士。公募基金经验 14 年，管理组合超过 8 年。历任大成基金首席投资官、股票投资总监，研究总监、大成国际（香港）资产管理公司董事（担任 RO 六年，拥有香港证监会 1/4/9 三张牌照）等职务。曾经在不同阶段管理过六只公募基金组合，06 年获金牛基金经理荣誉，多只组合在不同阶段均业绩优秀。曾就职于建信基金、景顺长城基金、鹏华基金、招商证券研究部，担任基金经理、宏观策略及行业研究员、市场部高级经理。目前刚刚离开公募基金，成立“承泽资产管理有限公司”创业。

一、A 股投资方法的思考

对于 A 股的投资，个人有以下几点体会：

第一，A 股投资最难的一点是如何将政府行为放入估值、投资决策、投资操作中去。原因在于：首先是传统的估值方法、研究方法中

基本没有考虑这个因子；其次是这个因子本身极度不稳定、难以测度、影响程度更是无法判断；再次，由于中国的政治经济体制，党的、政府的、中央、地方、部门、军队的，各个有形的手出发点不同、利益不同、方向有时甚至相反，同一只手在今天和明天可能做出截然不同的方向选择。个人的经验是：不做预测，只做应对，尊重市场自身的运行；

第二，个人认为目前环境下，A股最有效的投资方法是基本面趋势投资，无论是在哪个层面，宏观、行业、个股均如此，基本面趋势包含两个方面：营收或利润的增速和增速变化、政府政策的变化方向。估值是次要考虑因素，只在极端点和区间发挥作用。原因在于中国经济过去几十年的波动的频率高和幅度大，且政府的干预力度很强，A股市场历史上的诸多规则更是导致A股绝大多数标的与经济波动高度相关，收入和利润的波动更大。在这种状况下，宏观趋势的判断、产业趋势的判断、个股的（产品价格、营业收入、利润波动方向）的变化价值量更高，基本面趋势对股价更加具有指引意义；

第三，A股股票由于历史原因，占绝大部分市值和数量的股票为国有企业，国有企业常常在一些场景下不以利润最大化为目的，治理结构与一般意义上的市场主题有变异。因此，海外正统的投资理论、研究和估值方法难以直接用于指导A股的投资。所谓的价值投资，尤其是价值股投资，此时可能就成为无源之水，无本之木。个人对此的修正是坚持价值投资理念，但是正常情况下不做所谓价值股投资，其含义如下：坚持基本面研究，但是更多是跟踪和判断基本面趋势，政策趋势；国有企业股票的自下而上研究意义不大，产业板块跟踪研究更具价值。既然是国有企业，就不具备真正意义上的价值评估可能性，就不可能有价值股的含义。不以利润最大化为目的，不考虑股东价值最大化，没有并购的可能、没有退市的制度，价值如何评估和发现？

在讨论个股投资标的时，我关注的顺序是：基本面趋势如何？国有企业还是民营企业？治理结构如何？财务报表的质量如何？估值如何？股指与历史上相比如何？股价过去几个月走势如何？

第四，最近几年，中小板、创业板先后成立并快速壮大，民营企业大批量上市。截止目前，A股标的数已经达到2500左右，基本上覆盖了到了经济的方方面面，股市投资标的的多样性大大增强，能够去自下而上研究并提供价值的标的数量大大增加，专业人士的价值将逐步得到体现。也就是说，A股开始具备让专业人士可以多角度思考、分析、评估，可以踏踏实实进行自下而上研究的基础；

第五，尽管增速持续下滑，但是中国经济GDP总量已经足够大，在这种情况下，在巨大的体量里，总能有部分产业、公司快速增长，结构性行情（实际上是自下而上的个股和行业板块研究）就始终会存在；

第六，由于中国的政治经济制度和股票市场的各种规则（如IPO、退市等），主题投资过去是、现在是、未来也还会是非常重要的投资方法。主题投资与概念投资不同，主题投资是有基本面趋势支撑、也最终很多会落实到营收和利润上来的，主题投资的时间周期也会很长，甚至长达数年，比如智能制造，比如医疗改革，比如军工，比如国企改革等。主题投资的研究，更多的是把经济规律和政府政策相结合，两者权重的不同会导致持股时间的不同。最近几年大家基本上没有再提板块轮动，美林投资时钟，其原因就在于经济的运行、股市的运行，加入了转型和改革的因素且愈来愈重要，经济周期性因素尽管依旧存在，但是权重在下降。国内主题投资很盛行，最简单的例子就是公募基金产业的各类细分市场特色产品，尤其是行业、产业、板块投向的基金，大量发行；

关于主题投资的ETF产品，个人认为主题投资的ETF难以规模

很大，原因在于主题投资 ETF 的标的篮子不够大，容纳不了资金。在当前中国国内的监管环境下，主题投资更应该适合私募产品。公募基金的监管环境，使得主题投资难以发挥到极致。

总结来说，由于政治经济制度和金融市场的制度设计，A 股市场的投资研究难以简单照搬成熟市场现成的书本和发达市场的方法和经验，基本面趋势投资加主题投资，是一种较为合适的方式。最近几年，A 股的可研究性和投资机会在提升。

二、A 股市场的前景预期

对于 A 股前景，个人的看法较为乐观。乐观并不是说指数就会持续大幅上涨，而是说市场会提供较多的盈利机会和可能。乐观的理由：宏观经济总量指标的差的方面已经基本通过指数体现了；经济转型也已经早就开始，最近几年的结构行情改革就是反映；预期继续深化改革 2014 年真正启动，正面的效果会在更远的将来逐步体现，改革的阵痛会马上发生，由于这一点，市场对于改革的反应并不充分。过去两三年，新的金融工具不断出现（股指期货、融资融券、股票期权），新的金融创新（券商和基金专业子公司创设了各种金融产品）、新的投资市场（新三板、沪港通、将来会有的深港通）、新的投资主体（私募基金管理办法带来的私募基金业的爆发成长、RQFII 等）。

讨论中也有专家认为，影响 A 股下个阶段的重要因素有：一是国企改革特别是混合所有制，将从产权制度等根本层面上全面提升资本回报率；二是资本市场本身的改革开放已经步入轨道，规范化和国际化会吸引稳定的国内外投资；三是某些领域的科技创新及创业活动，会给投资者带来不少惊喜。主讲人赞同这些分析，但强调科技创新的投资不具中国特色、尽管在 A 股市场表现得更极端。

期间有讨论者强调经济结构转型必然导致各行业的市值结构变

化，目前传统产业市值占比 70%将会逐步缩水到 50%以下。如果计算全球各市场的中国股票市值结构，传统产业的比例已经大大下降。A 股市场的结构变化可能较慢，原因在于体制和制度。但国企改革并购重组和加快结构调整。乐观一些测算，预期 2020 年传统行业市值占比会降到 50%以下，这个过程大趋势是结构机会大于系统性机会。如果 BAT、京东等之类由于制度约束放松而在国内上市，中国资本市场的市值结构会调整更快，结构性的机会更大。对于国企改革，如果不用主题投资的思路，依据什么原则构建组合，且规避内幕交易嫌疑，目前尚没有讨论出可行有效的方法。

三、问答环节

Q1: 有人比较极端地认为 A 股的投资策略只有一个：内幕交易，你有什么看法？现在的情况跟过去几年有没有明显改变？

A1: 内幕交易可能在每个资本市场上都有，也可能中国目前的发展阶段较其他成熟市场严重，个人认为是特定发展阶段下政治经济体制和 A 股市场制度的产物。就像高换手率。个人感觉是，至少已经有大量的投资者更加注重基本面分析，也有进行基本面分析的可能性和价值了。这两年兴起来大量的量化投资，诸如此类的投资越多，市场上不依靠内幕交易的群体就更大了。过去两年对于内幕交易的严厉打击、依法治国、依法治市，正明显地清洁这个市场。

Q2: 您怎么看即将开通的沪港通？

A2: 个人认为沪港通打开了一扇大门，首先是使得国内的投资者的投资标的范围扩大了，这很重要，进入香港市场，由于香港市场与全球市场直接联通，所以沪港通的意义绝不仅仅是可以投资港股了；其次，A 股市场的很多制度设计是中国特色的，沪港通、深港通开了之后，应该会迫使国内的很多制度设计更加符合投资逻辑；再次，由

于资金的趋利性和高流动性，沪港通和深港通将有利于推动很多产业快速国际化，而不是闭门造车；最后，基于纯粹的价差收窄的或者估值中枢靠拢的角度去做套利，个人觉得是主题投资而已。但是从市场制度建设角度说，增加了一个跨市场套利的盈利模式。过去三四个月的所谓沪港通行情，个人认为就是一个阶段性由于制度变革带来的主题投资而已。长期的好处是制度建设和投资范围扩大，A股资金来源多元化。

Q3：主题投资听上去是趋势投资。如何选择拐点及时撤出？

A3：每一个主题投资都有一个核心逻辑，一旦这个逻辑发生变动，或者现实屡次无法跟上逻辑，个人觉得就应该考虑离场了。举个例子，前几年有一个主题投资：苹果产业链。苹果的产品路径每变化一次，有一批股票就彻底被抛弃了。

第 47 辑

(2014.8.12)

中国资产证券化市场发展、产品创新、发行机制与 定价机制的探讨

【主持】

巴曙松教授（北京大学汇丰金融研究院执行院长）

【主讲嘉宾】

郭杰群，联和金融董事总经理。郭杰群博士 2013 年回国任美国对冲基金 ZAIS 集团亚太区总经理，同年入选上海市政府千人计划专家，现任联和金融董事总经理。此前，就职于美国 IDC 集团全球债券量化和策略部，结构金融证券评估部全球总监；赛尔对冲基金总监；瑞信投资银行全球金融信用产品对冲基金总监，固定收益策略研究部门总监，副总裁。在瑞信资产证券化策略研究部门的四年间均列为《机构投资者》投票选举的全美国资产证券化和资产量化研究最佳团队的成员之一。在加盟瑞信之前，曾任美国房利美信用政策和金融部的经济分析师。在包括《牛津经济学和统计学通报》等学术刊物上发表过近 20 篇学术论文，在《华尔街时报》、《中国金融》、《清华金融评论》等国内外报刊发表了 300 多篇市场分析文章。郭杰群现还任中国绝对收益投资管理协会副秘书长；上海期货交易所博士后站指导专家；上海财经大学、纽约城市大学巴鲁克商学院兼职教授；世界华人不动产学会理事；上海基础建设优化研究会常务理事；全美华人金融协会上

海分会副会长；华尔街华人协会理事；和北师大谢宇教育基金会的董事。郭杰群是美国印第安那大学经济学博士。

一、中国资产证券化市场的发展和存在的问题

中国资产证券化前途非常广阔。“积极发展信贷资产和企业资产证券化，盘活资金存量”是2014年8月证监会为落实国务院常务会议关于缓解企业融资成本高而部署的十项举措之一。资产证券化肩负着盘活存量、分散风险和降低社会融资成本的使命。按照海通证券的测算，截至2013年6月，银行大约有37.89万亿中长期贷款存量可以盘活（约占社会融资总额的38%）。而资产证券化产品总量截至2014年8月仅为0.3万亿左右，占比不到可盘活中长期贷款存量的1%。

中国资产证券化市场的发展具有自己的特点，资产证券化的发展大致会经历三个阶段：政策探索阶段、增量发展阶段和存量优化阶段。第一个阶段为政策探索阶段，始于2004年资产证券化业务试点。中国证监会发布的《证券公司客户资产管理业务试行办法》自2004年2月1日起施行，支持证券公司开展资产证券化业务。2005年4月20日人民银行和中国银监会发布了《信贷资产证券化管理办法》，11月7日，中国银监会又发布了《金融机构信贷资产证券化试点监督管理办法》。但随后的世界性金融危机的发生使得试点被迫暂停。2012年，信贷资产证券化试点重启。2013年试点进一步扩大，同时《证券公司资产证券化业务管理规定》进一步规范了以专项资产管理计划为载体的企业资产证券化，保险资管也开始尝试项目资产支持计划。

2014年起，各大监管机构积极探索新的资产证券化监管方案的可能性，如由审批制改为备案制，实施“负面管理清单”等，这也标志

着资产证券化迈入第二个阶段：常态化的增量发展阶段。在试点过程中，资产证券化业务有了极大的发展，涌现了银行贷款 CLO，车贷 ABS，信用卡 ABS、小额贷款 ABS、RMBS 等多种产品。

但是，目前的资产证券化产品结构设计过于简单，有些情况下为了满足上级任务而发行，并不能真正满足市场发展和融资需要，也不具有流通性。因此，资产支持债券虽然在总量上有所增加，但实际面临进一步发展的技术瓶颈。比如，信贷资产证券化由于入池资产质量较高导致收益率无明显优势、很多信贷或企业资产证券化产品的风险等级划分不明显、期限的选择有限、与其他固定收益产品没有差异化等。这些实际情况导致发行者发行动力有限，投资者购买意愿不足，投资者的构成单调，形成了资产证券化产品“叫好不叫座”的局面，直接制约了市场进一步的发展，限制了资产证券化对经济活动的作用。

二、资产证券化产品、结构设计角度的创新

从产品设计的发展角度，主讲专家认为，资产证券化产品和结构设计的核心是了解市场上投资者的需求，并通过对现金流的划分设计进行满足。资产证券化产品设计应该从市场的需求出发，并随着市场需求的变化而创新，而不是仅仅从流水线上生产复制出简单产品，再推销给投资者。因而，目前中国资产证券化市场迫切需要产品的创新和突破，真正能够满足投资者需求，优化存量资产，为实体经济服务。

从国际经验来看，资产证券化产品的主要投资者有货币市场基金、银行、保险公司、债券基金、对冲基金和私募基金等。这些投资者对风险的偏好各不相同，如货币基金偏好短久期的产品，而寿险则需要投资长久期的产品来匹配负债端的现金流。保险公司主要投资安全性有保障的优先层级，而对冲基金则依托其投研和风控能力青睐风险高的次级产品。同样类型的投资者，也会有不同的投资策略，对利率和

基本面的判断也会有差异。因此，如何设计出多样性的产品，创造性地满足不同投资者的需求成为资产证券化产品创新的核心。而创新的产品又能加大市场对资产证券化产品的需求，从而扩大资产证券化在盘活存量，优化融资难度的作用。

结合美国市场的经验和中国市场的现状，主讲专家提出了一些产品和结构设计的创新方式。包括以下几个方面：

1、货币市场证券

中国目前的金融环境和美国的资产证券化市场的兴起时有很大的类似：流动性通胀、利率管制下的“金融脱媒”和货币市场基金蓬勃发展。在美国，货币市场基金成了资产证券化优先级证券的重要的投资者。主讲专家认为，资产证券化产品的优先级提供了潜在的、优质的和流动性高的投资标的，监管部门应该出台相关政策支持货币基金投资资产证券化产品。

在资产证券化产品设计方面，一方面，资产证券化产品可以设计货币市场证券层级（Money Market Tranche）以满足货币市场基金对流动性和安全性的特殊需求。美国的《1940 投资公司法案》禁止货币基金购买期限大于 13 个月的金融产品，因此很多资产证券化产品，特别是汽车贷款 ABS 和 RMBS 通常会包含一个或多个期限小于 13 个月的货币市场证券层级，以满足监管要求。目前国内的资产证券化产品往往只有一个或两个优先级证券，期限大多在一年以上。

我国《货币市场基金管理暂行规定》规定货币市场基金可以投资剩余期限在三百九十七天以内的债券和期限在一年以内的债券回购。因此，一方面可以发挥资产证券化产品设计的灵活性，比普通债券提供更丰富的短期限产品，甚至增设增强流动的特殊条款，以更好的满足货币市场基金投资者的需求。比如，对优先级进行进一步分层，增设一个货币市场证券层级，期限可以选择三个月、六个月或一年，同

时可以根据货币市场基金对流动性的特殊要求定制回售条款以弥补目前二级市场流动性的不足。另一方面，目前资产证券化产品只能以现券买卖的方式在银行间债券市场交易流通（少数可以在交易所交易），而不能进行回购，这成为制约其流动性的最大障碍，也成为资产证券化产品发展的制约因素。因此，需要监管机构的政策上的支持。

目前，国内货币市场基金也面临可选择性产品有限的现状，扩大资产证券化货币基金证券可以达到一石二鸟的效果。

2、浮动和反向浮动利率型证券（floater 和 inverse floater）

目前中国利率市场一个突出的问题是缺乏规避利率风险工具。对于固定收益债券的投资者，因为缺乏规避利率变动的风险，也不愿投资资产支持债券。因此，在资产证券化产品的设计中，可以考虑把固定票息层级拆分为浮动利率证券和一个反向浮动利率证券，这为满足投资者对利率的做多或做空的多样化要求提供了可能性。

浮动利率证券事先选定票面基准利率及特定利差，并定期调整。其票面利率与基准利率的变动方向一致，由于利率上升会使得一般债券的价格下跌，因此浮动利率证券可称之为“看空”证券。而反向浮动利率证券的票面利率与指标利率的变动方向相反，换句话说，市场利率降低或升高时，债息会增加或减少，因此可做为“看多”证券。“看空”证券可以满足投资者对做空利率或者对冲利率风险的要求，而“看多”债券则可以帮助投资者匹配浮动的资金端。这种结构设计方法，既可以极大地丰富债券市场的产品种类，提高投资者参与热情，也可以反过来促进投资策略的多样性和投资组合的风险控制。在另一方面，此类设计有利于利率市场化的进程和债券市场的健康发展。

3、夹层和次级证券

目前市场上资产证券化产品普遍期限单调，无法满足适合于中长期投资者，如社保基金和保险公司的需求。同时，收益率也无明显优

势，对私募基金和对冲基金没有足够的吸引力。另外，市场普遍产品只有一到两个优先级和一个次级证券，次级证券往往由发行机构自行持有。从而资产证券化的主要购买者还是银行，缺乏多层次的投资者机构，不能实现真正意义上的风险转移。而合理的设计多层次的、久期较长的夹层证券及收益率较高的次级证券，可以有效地拓宽投资者的范围。

另一个重要方面，降低融资成本的必要条件之一是实现风险定价市场化，这也是资产证券化产品设计的一个难点。美国的资产证券化的次级证券（通常是非投资级，评级在 **BBB** 以下）通常由专业的机构投资者购买。在发行产品之前，发行方就需要邀请一些合格机构投资者对资产池做详细的尽职调查。机构投资者会对产品的结构设计和资产池的质量形成自己的独立意见，并出具竞标书。竞标书中说明投标收益率，以及对结构的要求。一方面，次级投资者能够在资产池的质量对发行者形成制约，成为优先级投资者的“守门人”，另一方面，通过竞标的方式折价出售次级证券，可以实现真正的风险转移和市场化定价。因此，设计次级债券的竞标机制有助于完善多层次资产证券化投资者的构成。

4、动态资产池

资产证券化产品的创新的另一个方向是动态资产池的方式。目前国内的资产证券化产品多为静态资产池的模式，极大的制约了入池资产的种类和资产证券化模式的创新。

从入池资产种类上看，一些期限较短或者期限不确定的应收账款，如信用卡贷款，部分汽车贷款和小额贷款都无法入池。目前的信用卡 **ABS** 的资产多为分期付款的形式，本质上是按揭，期限多为固定，不是真正意义上的信用卡应收账款。解决这一问题的方法是发行动态资产池产品，严格设定再投资标准或新资产入池标准，以不断加入新的

应收账款以弥补到期的应收账款的现金流的方式实现资金端和负债端的匹配。

从模式创新上看，美国的资产管理机构可以通过债权或贷款的交易和转让来发行动态的 CLO 产品，运用其资产管理能力，管理资产池的投资组合，为 CLO 投资者创造收益。这种模式为中国的金融机构从通道业务向资产管理业务转型升级提供了可能。同时国内各大金融交易所的金融资产的交易和转让机制的兴起，也为未来形成动态资产池的资产证券化产品准备了前提条件。

三、关于次级证券发行机制的建议

盘活存量是中央政府多次提出的要求。如何利用资产证券化有效地“盘活存量”？主讲专家认为，其核心在于适度“风险留存”下进行“风险转移”，即在风险可控的前提下释放信贷额度，降低融资成本。在国内调研中，发现国内资产证券化实践远远未能达到这个目标。由于资产风险并没有移出表外，机构对资产证券化的动力并不大。

为了达到盘活存量的目标，发行机构必须要实现“风险留存”和“风险转移”的均衡，二者缺一不可。如果风险大量留存，银行和其他发起机构没有积极性发行产品，无法盘活存量资本，同时发起方的风险会随着优质资本出表而在资产负债表中所占比例增加。如果风险过度转移，一方面又会导致发行标准逐渐恶化，无法控制金融产品质量，在另一方面，又给投资者带来损失，甚至引发金融系统风险（我们所经历的 2008 年金融危机就是一个例子）。但如何达到“风险留存”和“风险转移”的均衡？这必须通过合理的次级证券的发行机制来实现。主讲专家结合美国资产证券化的经验和中国实际现状对资产证券化发行过程的难点和重点，即以风险留存和风险转移为核心的次级证券发行机制的发展方向提出一些建议。

自我国资产证券化试点开始以来，围绕风险留存的问题的争论不断。但直到 2012 年信贷资产证券化试点重启后，央行、银监会、财政部三部委联合下发《关于进一步扩大信贷资产证券化试点有关事项的通知》，才第一次明确提出了风险自留原则，要求发起机构持有最低档次资产支持证券的规模原则上不得低于发行规模的 5%。为了鼓励资产证券化的产品的发行，2013 年 12 月 31 日，央行、银监会再次联合下发《关于规范信贷资产证券化发起机构风险自留比例的文件》，并弱化了自留风险比例的要求。文件规定了信贷资产证券化风险自留比例不得低于单只产品发行规模的 5%，同时自留最低档次的比例也不得低于最低档次发行规模的 5%。这一规定，基本和国际规则进行接轨，为适当风险留存下的风险转移提供了前提条件和空间。

金融危机后，美国以参议院银行委员会主席克里斯·多德(Chris Dodd)和众议院金融服务委员会主席巴尼·弗兰克(Barney Frank)为名的《多德—弗兰克法案》中就提出资产证券化发起机构应该保留不少于发行债券 5%的信用风险，同时对证券化发起机构直接或间接地转移或对冲自留的信用风险设立了严格限制。联邦银行监管机构和证券监管机构认为在适当的情况下，风险自留要求可以由证券化机构与发起人分担。同样，在欧盟，《资本要求指令修订版》对资产证券化风险留存的规定为至少自留每一层级证券面值的 5%。值得一提的是，欧美还对风险留存比例都设置了部分豁免条款，这一点目前中国并没有明确规定。美国证券交易法列为可豁免风险留存的资产主要包括具有联邦政府或是政府机构提供担保的住房抵押贷款或其他资产、符合特别规定条件的商业贷款、商业不动产抵押贷款、汽车贷款、学生贷款等。这些特别条件的设立有助于监管部门进行定向释放信贷额度和风险控制。在国内，如果有这些特别规定，政府就可以将资金精准地

投放到需要投放的领域，如三农、小微企业或棚户改造，符合近年来央行定向精准调控的政策思路。

在国内试点重启以来发行的资产证券化产品中，发起机构都至少持有了全部发行规模 5% 的次级证券，甚至在大部分情况下，自行持有了全部的次级证券。然而，当前的风险大部分自留的方式虽然能够给投资者提供防范道德风险的保障，但由于发起机构承担了几乎全部的信用风险，直接限制了金融机构本金的释放，也削弱了相关主体参与资产证券化的积极性。同时，由于次级产品没有在市场上交易，无法实现风险的市场化定价，也为资产证券化产品的风控带来了隐患。另外，由于资产证券化投资者过于单一，主要是银行之前互相持有，缺乏对冲基金、私募股权基金等投研、风控能力相对较强，风险承受能力相对较高的机构投资者的参与，不利于构建多层次投资者和促进资产证券化市场的健康发展，也无法完成风险转移和存量盘活。

风险留存下真正的“风险转移”需要通过合理的设计次级证券的发行机制来实现，这里结合美国的经验，提出次级政策发行的流程、信息披露、尽职调查和投资竞标等关键技术路线。

1、次级证券发行机制设计

资产证券化产品通常会包括优先级（评级一般为 AAA 到 A）、夹层和次级证券（美国市场一般由评级为 B 以下和无评级证券组成，国内一般只有一个无评级的次级证券）。一般而言，资产池的本金摊销和利息偿付会先分配给优先级，而违约损失会从次级开始结算。因此，优先级的购买者要求有足够的信用风险“护垫”，而次级投资者则期望有更高的收益作为风险补偿。次级证券持有者承担风险更大，因而寻找更加合适的投资者，发行过程也更加复杂。

以典型的静态资产池产品为例，发行流程大致分为组建资产池、初步尽职调查、深度尽职调查、优先级发行和定价，以及证券交割五

个阶段。发行人除了与评级公司沟通以外，更重要的是应该在产品发行和设计的早期阶段（即初选和组建资产池之后），邀请潜在的次级证券机构投资者洽谈投资意向并协助其进行初步尽职调查。初步尽职调查完成后，由次级证券投资者出具投资竞标书，给出目标收益率，以及对资产池的独立意见和对产品结构设计的不要求，如次级产品的厚度的要求等。

这种机制设计既有利于次级产品的销售，即在产品设计期间即展开销售工作而不是等产品发行后再进行推销，也有助于提升次级投资者对产品的信心和对风险的全面认识。另一方面，与次级投资者在产品设计时的互动，能够帮助发行者和承销商了解投资者的购买意愿和对产品的认知，也有利于及时发现风险和控制产品质量。但是该机制能否成功依赖于三个关键问题：信息披露、尽职调查和投资竞标。

2、尽职调查

根据信息披露，次级投资者需要进行独立的尽职调查。尽职调查的范围通常包括个体资产的基本信息、借款者的信用情况、过去的运营现金流情况、承销商的现金流预测、市场和行业分析、现场调研以及审阅第三方估值报告等。尽职调查的方法和详尽程度往往和基础资产的种类和数量有关，一般情况下可以采用定性加定量的方法。如果资产数量特大，往往需要运用统计模型预测资产池违约情况，如果资产数量较少，资产的风险聚集度较高，还需要对主要资产进行单个的现金流分析甚至现场调研。次级投资者根据信息披露、尽职调查和建模分析结果，对资产池和次级证券的各种风险，如信用风险、再融资风险、早偿风险、利率风险等做出评估和预期，并进行情景分析和压力测试，测算各种可能情况下的收益率和损失情况。次级投资者尽职调查的过程其实就是对风险进行市场化定价的过程，其进行尽职调查和风险测算的能力也是我国机构投资者迫切需要培养的资产证券化

投研和资产管理能力。

3、投资竞标和次级投资者的重要性

与优先级产品进行公开募资不同，次级证券往往是进行私募交易。次级投资者完成初步尽职调查后，如果有购买意愿，需要提交投资竞标书。投资竞标书中需要阐明竞标利率，对产品结构的意见和对资产池的意见，甚至细化到对某个资产的意见等等。比如，次级投资者可能要求限制某个资产的入池余额、对某个地区的资产比例上限提出要求、对某些资产增加特殊性条款如担保等，甚至要求从资产池中去除某个风险较大的资产。发行者根据投资竞标书中的收益和意见选择投标条款较好并且有独立尽职调查能力的投资者继续完成产品的发行中深度尽职调查工作，并最终敲定入池资产和产品结构。这种机制确保了投资者能够参与产品设计，与发行者进行互动而不是被动接受产品，从而能够对发行者形成一定的制约，成为资产证券化产品的“守门人”。一些资产证券化产品的募集说明书中甚至要求写明次级证券的投资者，因此次级投资者的投研和把关能力，直接影响了优先级产品的销售。

除此之外，次级投资者往往成为资产证券化产品的持有“控股权”的投资者（Controlling Class Shareholder），可以指定和在必要时更换特殊服务商（special servicer），以在将来处置和变现不良资产。这种机制，进一步加强了对投资者权益的保护。

进一步发展资产证券化市场和加强其“盘活存量”的社会融资功能都迫切需要合理的设计“风险留存”和“风险转移”机制，而这一机制的设立与应用需要良好的次级证券的发行机制相配合。主讲专家建议鼓励对冲基金和私募股权基金介入和投资资产证券化次级证券，健全次级产品投资机制，促进形成多层次的投资者构成，使资产证券化产品更好地为实体经济服务。

四、资产证券化产品的定价机制

在资产证券化业务中，合理的定价既是投资者获得投资价值 and 进行风险管理的关键，也关乎着资产证券化市场的健康发展，及其盘活存量、降低社会融资成本以及促进金融结构的调整和优化功能的发挥。合理定价是将不流通、非标准的存量资产转变为流通性好的金融资产的必备工具。表面上看，资产证券化产品的定价是以未来现金流为支撑点，非常明了，但实质上资产证券化产品的定价并不容易。2008年席卷全球的由资产证券化产品引发的金融危机就是一个例子。我国的资产证券化市场正处在常态化增量发展阶段并向存量优化阶段突破，而如何实现市场化定价成为制约资产证券化市场进一步发展的难题。这里根据美国经验，并结合中国的国情，探讨我国资产证券化产品的定价机制并提出发展策略。

（一）我国资产证券化产品定价的现状和问题

目前我国资产证券化的产品相对简单，一般仅包括优先级和次级证券。优先级产品定价一般采用招标的方式。首先由承销商根据优先级评级、现金流分期以及市场利率水平提出各个层级的利率区间，然后经发起人和委托人确认，签订发行价格区间确认书，报中债登备案，最后向投资者招标确定产品利率来定价。目前发行的产品，大多以同等评级和类似期限的国债或中期票据为基准并上浮一定基点的利差来定价，类似于“名义利差”的定价方式。这种方式的缺陷是定价不能完全反应资产证券化产品的固有价值 and 特定风险，如利率期限结构、利率风险、信用风险和提前偿还风险等，同时投资者对不同产品的定价和观点趋于同质化。而对于次级产品，一般来说是由发起人自己留存，一般没有定价。

在资产证券化试点初期，由于投资者对资产证券化产品认知不足、

认购不积极，经常出现机构帮忙“抬轿子”的现象，同时，由于资产池不透明，招标利率的确定大都参照其它债券产品的利率而不强调基础资产的质量。由于基础资产的数据不公开，市场化定价不但无从谈起，对定价的要求也不高。自从信贷资产证券化扩大试点以来，产品发行日趋成熟。仅 2014 年 8 月就有 8 个，约 390 亿元的产品已经发行或发布公告，发行规模是 2013 年全年规模的两倍以上，创造试点以来单月发行最高纪录。此外，随着市场对券商资产证券化“负面订单”的预期落实，企业资产证券化还有望迎来更好的发展机遇。随着投资者的范围的扩大及对资产证券化产品的逐渐认可，定价机制已经成为资产证券化产品流通的关键，其重要性逐渐凸显。

但在当前，我国资产证券化产品市场化定价受到制约，其突出问题包括：

(1) 基准收益率曲线不完善，缺乏实现以收益率曲线为核心的零波动率利差定价；

(2) 缺乏违约历史数据，同时对本土化的模型研究不够深入，对产品的定价大多停留在资产池层级，而不能对基础资产进行深入研究；

(3) 二级市场交易不活跃，流动性差，投资者基本是长期持有，每日资产估值形同虚设。下面将针对以上问题分别讨论在欧美市场以资产证券化产品信用曲线和无风险收益曲线为基准的两种定价方法。

(二) 资产证券化产品定价机制探讨

从理论上讲，固定收益产品的价格等于未来现金流的折现值，因而其定价主要取决于折现因子和未来现金流的预算。而未来现金流的折现值可以通过 (1) 信用曲线和无风险现金流，或 (2) 无风险曲线和风险现金流两种方法来计算。从另一个角度来看，方法 (1) 是“相对定价法”，即根据市场上已有产品发行和交易的利差来定价，而方

法(2)则是“绝对定价法”，通过各类模型测算未来现金流的现值来定价。

资产证券化产品既具有债券的特征，属于固定收益类产品，又与一般的金融债、企业债等有本质不同。如果发起人对资产证券化基础资产进行“真实销售”，即破产隔离，则发起人的其他债权人对这些基础资产没有追索权，即证券化产品的信用与发起机构的信用相隔离，产品的收益仅来源于资产池未来现金流而非发起机构。因此，产品在定价时既类似于债券又有其特殊性。特殊性体现在现金流会受到提前偿还、借款人违约等多种因素的影响，而如何确保预算尽可能与实际相符，则成为定价过程中的关键性环节。

1、信用曲线和无风险现金流的相对定价法

相对定价法通常又包括名义利差法、零波动率利差法和期权调整利差法(OAS)。我国资产证券化产品发行中通常根据相关国债或中票确定利率区间的定价方法实际上就是名义利差法。美国市场中，零波动率利差法更为普遍，其假设特定信用等级资产证券化产品的收益率曲线与基准收益率曲线之间的利差是稳定的，即在任何两点两者的差值恒定为 s ，资产证券化产品的定价为：

$$PV = \sum \frac{CF_i}{(1+r_i+s)^i} \quad (1)$$

在(1)式中， CF_i 为在市场通用假设下该层级证券第 i 个期间的现金流， r_i 为期限为 i 的基准零息收益率。如果 r_i 为常数，则是名义利差法。因此，和名义利差法相比，零波动率利差法考虑了整个利率期限结构。按照美国市场的惯例，机构(Agency)资产证券化产品一般暗含了政府的信用，故以国债收益率曲线为基准，而非机构(Non-Agency)产品一般以更加市场化的无风险收益率曲线，如利率掉期曲线(Interest Rate Swap Curve)为基准进行定价。我国需要进一步完善基于 SHIBOR 和 IRS 的利率掉期曲线，为包括资产证券化产品在内

的固定收益产品提供定价基准。

相对定价法的优点是直接、简便，易于理解和应用。但在应用中的一个难点是难以选定合理准确的利差，一般只能根据同类产品发行利差或二级市场交易信息间接得到。但是，利差往往隐含了大量的信息，如结构风险、信用风险、提前偿付风险、流动性风险等，因此仅仅依赖相对定价法，有可能会产生定价脱离产品的内在价值，使之不能和风险匹配。

2、绝对定价法和风险现金流的测算

未来现金流的现值还可以通过经过风险调整后的现金流和无风险收益率曲线计算，如式（2）。

$$PV = \sum \frac{CF_i'(R,P)}{(1+r)^i} \quad (2)$$

在式（2）中，分子 $CF_i'(R,P)$ 是经过信用风险 R 和提前偿还风险 P 等风险调整后的现金流。一般来说，这种定价方法的关键在测算主要风险对现金流的影响。这里的主要风险包括信用风险、提前偿还风险和利率风险，其中利率风险主要是通过影响折现因子、提前偿还等风险以及信用风险中的再融资风险来影响定价。

信用风险也称为违约风险，简单来讲，信用风险表现为证券化资产所产生的现金流不能及时支付本金和利息。一般的信用违约的形式为期间违约（Term Default）或者到期违约（Maturity Default），前者往往由于净现金流多次无法覆盖当期本息，后者常常由于无法偿付本金或再融资。随着我国资产证券化试点的开展和深入，大量城商行开始发行信贷资产证券化产品。在当前银行不良贷款率逐渐上升的背景下，信用风险的测算和控制尤为重要。同样，信用风险也是汽车贷款、信用卡和小额消费贷款和融资租赁资产证券化产品的主要风险来源。

除信用风险外，提前偿还风险是很多资产证券化产品面临的另一个主要风险。由于提前偿还从本质上说是基础资产借贷者的一种期权，

因此，在市场利率低于贷款的票息时，借贷人通常可以行使提前还款的权利并以较低利率或更为有利的条款对原债务进行重新融资。提前偿还往往是不利于资产证券化优先级产品投资者的，使其会面临现金流不确定和再投资等风险。从国际经验来看，由机构发行的住房抵押贷款支持证券（Agency RMBS）面临的主要风险即为提前偿还风险（违约风险由发行机构承担，从而使得投资者免除任何损失）。从国内来看，邮政储蓄银行于 2014 年 7 月发行的邮元 2014 年第一期个人住房抵押贷款资产支持证券成为试点重启后第一只 RMBS 产品，其面临的主要风险也为提前偿还风险。和发达市场不同，由于我国融资途径不够丰富，再融资成本相对较高。当贷款利率水平低时，借贷人一般难以通过再融资获得提前还款带来的经济效益；反而当贷款利率水平高时，借贷人可能由于消费习惯的原因会加快还款。

根据欧美国家的经验，主要的静态资产池产品，如 RMBS（个人住房抵押贷款资产证券化），CMBS（商业地产贷款抵押资产证券化）等，风险测算可以在资产池总体层面和个体层面。资产池总体层面测算通常使用年化固定违约率（CDR）和年化固定提前还款率（CPR）等指标。以 CPR 为例，美国债券市场协会提供的提前还款模型基准为 100 PSA。该基准情景假设第一个月的 CPR 为 0，随后每月增加 0.2% 直到 6% 并随后维持在 6% 的水平。不同的产品的提前还款速度则表示成基准的倍数，如 120 PSA。宏观经济、贷款利率、借款人信用评分分布、地理位置甚至季节性因素都会影响提前还款的速度。

但总体层面的分析常常不能满足定价精度的要求。一方面，由于无法衡量某些资产的个体风险而无法精确测算资产池风险；另一方面，由于资产池总体层面的分层信息大致相同，投资者对资产证券化产品的分析容易过于同质化，不利于构建多层次的投资者结构和多策略的投资组合。因而对部分产品需要进一步深入到资产个体层面进行测算。

美国市场中，资产池个体层面的常用的模型是贷款转化模型（Loan Transition Model）和决策树模型。前者主要适用于有大量（如几千个以上）资产的资产池，例如 RMBS，而后者主要应用于少量（如少于 100 个）资产的资产池，例如 CMBS。另外，由于发行产品的期限往往长于资产的期限，CLO，车贷 ABS 和信用卡 ABS 往往采用动态资产池的方式。由于动态资产池里的资产在不断更新，通常需要结合资产池个体层面来测算总体的违约损失分布或提前偿还的各种情景。而我国的资产证券化产品有自己的特点，如和美国的动态 CLO 不同，我国的信贷资产证券化 CLO 产品的资产数量一般少于 100 个，且资产池为静态。因此，国内 CLO 产品可以参考美国 CMBS 的方法进行信用建模，而 RMBS、小额消费信贷和车贷 ABS 一般为静态资产池，均可参照 RMBS 的方式进行建模和测算。

一个简化的贷款转换模型分析框架可以使用转变矩阵（transition matrix）：可以把贷款的状态分为正常、拖欠、违约和早偿等，在某个阶段中，从状态 i 转化为另一个状态 j 的概率是 P_{ij} ，满足 $\sum_j P_{ij} = 1$ 。而 P_{ij} 又由资产的参数决定，如借款人信用、杠杆率、利息水平等。概率 P_{ij} 可以根据历史数据构建多因子非线性模型进行估算。通过系统仿真等多种方法，使用转换概率矩阵，可以模拟每个阶段的资产状态，从而测算单个资产或资产组的现金流。值得一提的是，从建模的层面上看，提前还款和违约是一致的，前者可以看成是自愿提前还款，后者可以看做是非自愿提前还款，在建模时只是驱动因子的差异和回收率的不同。因此，在资产个体分析的层面，可以把违约和提前还款归为一个统一的贷款转化模型。

如果资产池资产数目较少，难以用统计数据得到转换模型的参数，可以采用决策树模型。一个简单的例子是，假定违约的最低利息偿还覆盖率阈值为 1.05。如果一个贷款的初始值为 1.2，而在悲观的情景

中，假设利息覆盖率下降 20%，则其利息偿还覆盖率小于 1.05，则可假设其违约。资产池总体层面和个体层面的风险测算结果应该是统一的，如果把个体层面的假设进行汇总，所得到的 CDR 和 CPR 在理论上应该等于总体层面的 CDR 和 CPR。

在得到资产池总体或个体风险假设（预测）后，可以根据产品的结构运行资产池现金流，并得到到各个层级证券的本金和利息。一般来说，中间层级和次级产品的现金流会因为违约和违约回收率而受到直接损失，从而导致价值及价格波动；在合理分级下，优先级的现金流中本息一般不会受到损失，但提早偿还和违约会通过加速优先级的摊销而影响其价格。

综上所述，通过研究信用风险、提前偿还率、违约回收率对于精确估算资产证券化产品至关重要。因此，利用大数据，加强对国内借贷人的还款行为分析在目前是非常欠缺而又是非常必要的。

3、流动性和复杂性溢价调整——两条曲线，一个价格

理论上，两条曲线、两种定价方法应该得到一个价格。如果相对定价法的收益低于绝对定价法，则资产证券化产品的收益低于投资者的投资收益率，对投资者缺乏吸引力；如果相对定价的收益率高于绝对定价法，则又会出现套利空间。实践中，相对定价法得到的定价应该接近绝对定价法定价加上溢价调整的和，即相对定价法得到的收益率应该要略高于绝对收益法的收益率，以对投资者进行流动性、复杂性等的补偿。

溢价调整最重要的一个部分是流动性溢价，指将投资标的转化成现金所需要的时间和成本。如果能在较短的时间以接近市价的价格将资产转换成现金则具有较高的流动性了；反之，则称该资产流动性差。由于目前大多数资产证券化产品的投资者选择长期持有，由此形成的低流动性对二级市场交易机制的形成非常不利，从而提高了流动性溢

价。无论银行间市场还是交易所市场，我国到目前还没有出台专门配套的交易细则。因此，证券公司等资产管理机构如果可以为资产支持证券转让提供双边报价服务将对市场发展极为有利。相信随着投资者对资产证券化产品认可度的提高，以及市场交易机制的完善，流动性溢价应该呈现收窄态势。另外，从国际经验来看，资产证券化产品往往具有一定的复杂性溢价（Complexity Premium），以补偿投资者进行相对复杂的分析以及投研的投入。但这一点也为资管管理机构通过投研能力获得一定的超额收益成为了可能。

综上，资产证券化的定价是影响资产证券化证券流通的一个重要问题，资产证券化市场的发展和完善迫切需要市场化的定价机制。欧美发达市场已经有了一套非常成熟的定价机制和数据体系，但是在我国由于资产证券化仍在发展阶段且我国的国情和市场条件与他国不同，目前还没有一套完整的定价理论和方法。另一方面，我国监管机构对于投资者保护的立法，强制资产证券化发行方公开资产数据方面还远远落后于欧美国家。因此，在当前，一方面，我们需要特别鼓励大力发展市场化的定价机制和多层次多角度的定价方法，另一方面金融机构也应该注重数据的积累，摸索合适的定价模型和方式，完善资产证券化从资产选择、结构分成、数据展示、和风险定价的完整体系。

国内目前对资产证券化在理念上有很多误解。一是认为它是洪水猛兽；二是不清楚资产证券化的本质。一些人将资产证券化理解为众筹。上面所提出的一些产品设计对于改进资产证券化在经济中的作用是有用的。但是，资产证券化的发展依赖监管部门。比如货币基金不允许购买资产证券化的产品，即便该产品只有1个月的期限。

五、问答环节

Q1: 中国资产证券化和海外相比有哪些主要不同?

A1: 不同点很多, 主要是法律上的处理不同, 监管方式不同。当然, 美国资产证券化发展了近四十年, 我们刚刚起步, 在利率市场化还不成熟的今天, 得到目前的发展是不容易的。但明天更好。

Q2: 国内有没有 RMBS, ABS, CMBS 的 Repo? 如没有一般如何 funding? 另外对证券化产品有保险担保市场如何? 有类似 Fannie or Freddie 的机构吗?

A2: 据我了解, 还没有。目前银行是主要发行方, funding 可能不是他们的主要考虑因素。实际上, 银行的资产证券化动力也不大。一些资产是贱卖了。国内没有对资产证券化产品的保险担保市场。

Q3: 感觉非银行金融机构更有动力做证券化, 为什么现在也不多呢?

A3: 主要还是收费问题不够令他们满意。

Q4: 想请教一下资产证券化对金融机构资本金释放方面的问题, 是否也是美国金融机构证券化的一个重要动力? 中国目前的资产证券化在此方面的法规是否配套支持? 以及对人民币浮动利率标准的选择?

A4: 对第一个问题, 是的。这是一个非常重要的因素。目前, 据我所知, 海外资产还没有涉及国内资产证券化产品, 主要对资产性质(不透明), 追溯权存在疑惑。在人民币浮动利率上可能还没有涉及到这个方面。国内资产证券化在法律上还不完善。在海外, 资产证券化的基础是真实资产转让, 有破产隔离的设定。在国内还不能完全做到这点。也就是说国内没有真正的 SPV (特殊目的载体)。

第 48 辑

(2014.10.28)

网络时代的 VC 投资机会

【主持】

巴曙松教授（北京大学汇丰金融研究院执行院长）

【主讲嘉宾】

钟晓林（兴铁富江投资公司总裁/管理合伙人）：钟晓林先生也是华盈创投 (TDF Capital) 执行董事及普通合伙人，以及江南资本的创始管理合伙人。此前他是凯鹏华盈 (KPCB - Kleiner Perkins Caufield & Byers) 中国基金的创始管理合伙人。钟先生在 2007 年入选《环球企业家》和《投中集团》的投资金手指名单；从 2008 年到 2014 年连续被《福布斯》评为中国最佳的创业投资人之一。他所主导的成功投资案例有阳光电源（深圳创业板：300274），CFP 视觉中国（深圳中小板：000681），A8 音乐（香港主板：0800），宇龙酷派（香港主板：2369），等等。在 1999 年开始风险投资生涯之前，钟先生还拥有在不同的高科技公司担任高级技术和管理职务近十年的经历，包括在香港担任上市的航天通讯科技集团副总经理，以及北电中国公司担任系统工程师职务。钟先生在英国爱丁堡获得机器人与人工智能博士学位，获得西安大略大学 Ivey 商学院 MBA，以及华中科技大学工学学士和硕士学位。他还完成了斯坦福大学商学院高级行政人员管理课程。

一、我的 VC 从业经历：从特定角度也许可以算是中国 VC 业发

展进化的缩影

我个人对 VC 是否属于金融领域都还不太确定。至少 VC 的增值绝不是主要依靠金融工程的技巧来获得。我在凯鹏华盈的时候在硅谷的二十几位投资合伙人清一色是工程师背景（包括 John Doerr 先生自己），我们也经常笑称对财务报表最多就能看懂前三行（销售，成本，利润）！，于是，所以我们更看重企业的 Mission/Value Statements，而不是 Financial Statements。

当然在中国的交易环境要复杂很多，VC 合伙人除了对技术产业背景的了解，还需对财务和法律实务较为熟悉。这可能与国内 VC，PE 混合作业的现实也有关系。

本人从 90 年代末加入境外的美元基金，作为所谓的 flight-in VC 在中国国内从事投资；再到 05 年回到上海与其他两位合伙人一起建立可能算是国内第一家、或者至少说是第一批独立品牌、独立运作的美元基金（TDF—Yale 和 Princeton 大学基金为主要 LP）；到 07 年又放弃自己的品牌以加盟的方式与硅谷著名 VC—KPCB 一起创立 KPCB 中国基金；再到 11 年初离开 KPCB 独立在中国国内融资设立人民币基金，本人经历正好与中国 VC 业发展进化十几年历史的几个重要转折点相吻合。时至今日对 VC 不同运作方式还有争论，但回顾过去的风风雨雨，我对 VC 基金立足于本土保持运作的独立性倍感珍惜。

我加入的第一家 VC 是 Transpac Capital，是由四位 MIT 的毕业生（其中包括前香港机场管理局主席冯国经博士）共同创立的亚洲最老的风投机构。由于募资和退出两头在外，在互联网泡沫破灭的 00 年代初都未能再融到新的基金，投资团队也逐渐解散。回过头来看，当时内部被 wrote-off 的投资项目，包括阿里巴巴（首轮投资），真

明丽等在后面都取得了巨大的成功，但我依然记得当时被外国投资人训斥“这里不值得我们花时间过来”的情景。

我单独做的第一单 VC 投资是握奇数据 (Watchdata)，这是一家在北京从事智能卡操作系统 (COS) 嵌入式软件开发的初创公司，其天使投资人龚虹嘉是我们大学同学 (他在海康威视的天使投资让他上了福布斯富豪榜)。尽管错过了上市的最佳时机，但后面与 PE 机构的并购交易还是使当初五百万美元的投资获得了二十几倍的回报。2000 年投资时的初衷是智能卡会无所不在 (ubiquitous)，但我们没预测到真正使智能卡无所不在的是智能手机的 SIM 卡。

当时在中国国内独立运营 TDF 美元基金可以说是最佳的选择，既有最顶尖的 LP 投资人资源，同时又有本土完全独立自主决策的独立性。基金的总体回报也是最好的。我本人所主导投资的几个公司现在在国内上市如阳光电源，视觉中国市值都在 1~2 百亿元间，而当时我们在 A 轮进入时的估值都在 1 亿元左右。当然我们也有不少失败的案例，如比较著名的 PPG。

尽管已有最好的 LP 投资人以及很强的团队投资纪录，我们合伙人可能还是对自己品牌不够自信，但更多可能还是希望与世界上最好的 VC 结盟以期走向更大的平台，我们在 07 年放弃自己的品牌加盟 KPCB，成立了凯鹏华盈 KPCB 中国基金。与 KPCB 的结盟是我们有机会第一手了解硅谷顶尖 VC 的内部运作机制，同时也希望使我们自己的投资风格“更加大胆”。

而人民币基金尽管解决了立足于本土的问题，但 LP 对 GP 事务的干涉，以及不同 LP 对投资风险不同的认识，使得基金的独立性运作无从谈起，这对新设立的人民币基金尤其如此。对尝试混合经济体制与国企共同设立 GP 的基金管理公司，从这一点来推测，预期可能其运作的挑战性更是前所未有，必须要找到可行的解决方式和路径。

在 KPCB 有很多理念对我们来说显得都很“高大上”，在公司文化上强调 **Family First; Partners Second; Ventures Third**)(自己的家庭排第一位，被投资公司才排在第三位！对比一下马云的 **Customers First; Employees Second; Shareholders Third**)。对风险的认识也永远关注于可能的高回报上，而不是一味强调风险，因为 **upside** 的倍数是无上限的，而 **downside** 最多只是投资成本的一倍。他们把自己看作是传道士 **Missionary**，而非纯萃谋利的商人 **Mercenary**，除了挣钱 **making money**，更加要挣出意义 **making meaning**！基金定位为“关系资本 **Relationship Capital**”。

二、网络时代的 VC 投资理念与机会

确实，VC 投资本质上是与企业家和被投资企业建立长久的关系（建立网络链接），而绝非一次性的交易(**Transaction**)。而这种关系是如此之强烈，有时甚至变为非理性并为此付出代价。很多人批评 KPCB 在开创第一代互联网高峰之后几乎失去了整个以社交网络为中心的 **web 2.0**，但很多人并不知道并不是他们对社交网络的到来后知后觉，恰恰相反是因为他们过早布局投资了社交网络如 **Friendster**，所以拒绝了后来 **FB**，**twitter** 的早期投资机会（但在后期又进入了）。很多时候新兴科技行业优秀的公司都出现在第二波，而不是第一波，如谷歌就不是第一波涌现的搜索技术公司，其间充满了不确定性和随机性。

本人对与被投资公司的这种情结也深有体会。我在 02 年投资了国内智能手机开发商宇龙酷派，尽管公司已上市我们也早就退出了，但与公司的关系一直很紧密。在 11 年我出来融人民币基金时他们反过来投资我们的基金。所以当雷军的小米出来融资时我尽管意识到小米将可能很快超过酷派（当时其首轮融资估值已经超过了有 10 多年

历史的酷派），但我依然在情绪上一直捍卫酷派而不看好小米，尽管从逻辑上也可以清晰地了解到，传统上将产品设计，生产和销售捆绑于一身的商业模式很难与集中资源在一个点上的竞争，如小米专注于设计和与用户的沟通上，竞争的是速度经济（economy of speed）。

速度经济（economy of speed）与传统生产制造竞争的规模经济（scale）和销售公司竞争的 economy of scope 都所需要的资源不同。所以个人判断，互联网时代“unbundling the bundled”的趋势不可逆转。

数字化和智能化技术不单是影响深远的使能技术(enabling tech), IT 的创新范式的应用也在其他传统领域产生很多机会。这与十多年前 VC 投资的方向好像没有不同。所不同的是数字化智能化渗入的领域更加广泛。

VC 投资团队是非常重要的，但相比与市场，团队，技术在投资后都是可以完善的，唯独市场，可能只有上帝才可以。但对于所谓颠覆性技术 / 产品的市场评估却是非常难的。如果看 existing 市场就会非常 misleading。我投资了一家生物农药公司，在后面引入投资人时非常艰难，因为大家都认为这是一个非常 niche 的市场，“整个市场几亿的市场，全部给你就这么大了”。但我认为生物农药具有 disruptive technology 的所有属性。事实上公司产品应用由当初的农业经济作物，发展到了森林，草原。其市场前景无可限量。

网络即经济，VC 的生意在本质上也是编织一个网络。在网络时代，价值存在于端，而不会存在于中间(value resides at the ends, nothing in-between). 所以投资的机会是寻找那些“端”（或是离客户最近的“前端”，抑或是基础平台的“后端”）。而要在网络之中成为有价值的“端”就必须有专有的东西（proprietary），这可能是技术也可能是客户关系（强链接），而不要成为网络的通道。

三、问答环节

Q1: 您觉得现在和 99 年科技股时代相比有没有不同，未来会不会有一个泡沫崩溃的时候？

A1: 从创业公司是否 real 这个角度，我认为相比过去现在正在 deliver 原先 Internet 的 promises，很多公司增长都很快，并有 solid 的 business model。但从融资高估值的角度看，现在钱太多，是有一定泡沫的。

Q2: 您对美国和中国金融市场都十分熟悉，从你自己的投资实践看，未来这两个市场之间未来有发展空间的可能合作途径和领域有哪些？

A2: 过去创新公司很多都是从美国 copy to China 的 model。但现在很多中国创新公司则走向硅谷，开拓世界市场。如我投资的海豚，大部分市场都在海外。

Q3: 您对甄选行业和只投行业第一有何理解？

A3: 对行业的选择我比较喜欢“跨界”，寻找交叉学科的创新点，但都有 IT 或是技术的应用或是创新范式的应用。如我投资的 GenSript 生物科技公司，首先这是这是新兴的聚合生物学技术公司，其 gene coding 与 IT 中的 digital coding 一样具有颠覆性。同时我也喜欢起用互联网建立的全球营销和客户关系管理系统。还有在新能源环保领域，我投资了较多应用 IT 半导体技术或智能控制技术于这些领域的公司。

第 49 辑
(2014.11.18)

境外上市中国企业的私有化及红筹回归相关法律问题
分析（上）

【主持】

巴曙松教授（北京大学汇丰金融研究院执行院长）

【主讲嘉宾】

李朝应（汉坤律师事务所合伙人/律师）李朝应律师于 1995 年获北京大学数学学院理学士学位，后于 1996 年获北京大学知识产权学院法学士学位，1999 年获北京大学法学硕士学位。其后，李律师赴加拿大就读于渥太华大学法学院，并于 2003 年获法学硕士学位。李朝应律师从 1995 年起开始从事律师工作，在美国竞诚国际律师事务所北京办事处工作多年，并在加拿大 Gowling Lafleur Henderson 律师事务所实习、工作。李律师曾参与创办博库网（Bookoo.com）并担任法律总监。自 2001 年至 2004 年间，李律师为北京市天驰律师事务所合伙人；李律师还通过担任美国上市公司的董事积累了独到的公司治理经验。作为创始合伙人，李律师从 2005 年 1 月起一直在汉坤律师事务所工作。李律师专长于境内外上市重组、兼并收购、创业投资及私募股权投资、外商投资和知识产权保护等业务，对相关产业政策、架构设计、资本运营、财务安排、产业投资、项目运作等有具体、深入的了解和丰富的实务经验。

一、私有化的相关概念与动因

所谓的私有化是指上市公司的部分股东通过收购或并购等方式，获得公开市场上流通的股份，使公众公司（Public Company）退出证券交易市场，变为私有公司（Private Company）。中国企业境外上市风潮之后，从 2011 年开始出现中概股危机，一些中国企业在境外市场（尤其美国）的表现导致不少境外上市的中国企业开始重新考虑今后的发展道路，而通过私有化退市以使公司得到二次发展成为一些境外上市中国企业的新思路。境外上市中国企业新思路基本路径为：“私有化退市—重组—重新上市”。目前有几十家中国公司从美国私有化退市，包括：中能控股、同济堂、康鹏化学、乐语中国、中消安、安防科技、泰富电气、傅氏、盛大网络、分众传媒、巨人网络、文思海辉、软通动力、创博、展讯、软通动力、Enzo 劳伦斯珠宝、永业和亚信等等。香港市场之前也有阿里巴巴 B2B、小肥羊等退市。总体而言，网络公司私有化的比例不高，因为网络公司特别是互联网公司大部分在美国估值还不错，有些亏损公司比如京东、优酷、去哪儿网等在 A 股不能上市，在美国估值很高。私有化的公司大部分是美国估值过低的企业，包括部分游戏公司，比如盛大游戏最近在私有化，之前巨人网络也私有化了。

私有化的资金来源：1) 大股东自筹资金：大股东自有资金或个人借款；2) 现有投资方提供资金：现有投资方增加出资；3) 引进新的投资方：属于比较惯常的方式，部分基金已经开始将在私有化进程中投资作为新的发展方向；4) 公司资金：公司自有资金或公司向银行贷款。我们的国开行、中信资本等很多大牌都积极参与了海外中国企业的私有化。

私有化的原因和理由：1) 调整公司运营战略：上市后，公司的管理和决策需要受限于证券监督管理机构和社会公众的监督与制约，比如需要进行信息披露；2) 上市公司需要满足一定的业绩和增长要

求，否则可能面临被动退市。案例：阿里巴巴、盛大网络。3) 重新选择资本市场：其已上市的资本市场整体环境较差，特殊原因导致难以获得其已上市的市场的认可，例如文化差异（中国安防、乐语）；4) 境外上市中国企业诚信危机，境外上市估值过低，出现巨大的价值差异，A 股估值原高于美国；5) 降低维持上市成本，审计、年报所需的中介机构服务费用。

需注意，私有化的成本亦相当高，且若不成功可能导致投资者信心下跌，进一步影响股价和估值。

二、私有化的方式

私有化的方式很多，有：1) 收购：即上市公司的主要股东向公众投资人发出公开要约，收购流通在外的公众持股，大股东持股达到上市公司总股份的 90%以上，即可通过简易合并（美国）或强制收购（香港）方式完成私有化。以公开收购要约进行收购的价格通常为市场价格溢价，因而需要比较充裕的现金流；2) 合并即由大股东或者新投资人（也可能通过其全资子公司）与上市公司合并，合并协议中对公众投资人放弃上市公司股份后所获得的对价予以约定，对价通常为现金、债券或可赎回优先股等其他安排。美国还可考虑缩股等方式（如经纬国际）；香港还可考虑协议安排，即，按照上市公司所在地的公司法注销小股东持有的股份。

在美国的私有化，主要就是 2 种方式：1) 要约收购，并且通常在要约收购结束后会再进行一次“后期并购”，或 2) 全面并购，需要根据 1934 年证券交易法下的规则 14A 或 14C 向证监会申报股东说明书。不管美国上市公司选择采取以上哪种方式私有化，公司必须遵守证券交易法规 13(e)(3)，也必须向证监会申报表格 13E-3。如果收购由大股东，管理层，或公司的其他附属关联人发起，或者公

司回购自己的股票，证券交易法规则 13(e)3 要求附属关联人和/或公司向证监会申报表 13E-3。当适用规则 13(e)3 后，公司就根据证监会的规则下市了。

如果任何交易可能直接或间接产生以下之一的结果，这一交易就会受规则 13(e)3 约束：1) 交易使公司在证券交易法第 12(g)条或 15(d)条下注册的股票股东少于 3002，从而根据规则 12(g)4 或规则 12(h)6，公司需要注销注册或者不再承担申报义务；2) 交易使公司在任何全国性的证券交易市场挂牌交易的股票不再能够在相关市场挂牌交易。

美国证监会要求，根据交易的效果，如果上市公司的股东减为 300 人以下，公司可以私有化，并且不再需要向证监会申报季报和年报。这种导致股东人数减少的交易被称为规则 13(e)3 交易或使公司私有化的一系列交易。

一个典型的私有化交易通常都是大股东联合其他投资人或贷款人发起的。此时，往往就是由董事会中的独立董事组成特别委员会来代表小股东。可以理解为，大股东联合投资人是买方，特别委员会代表的小股东是卖方。特别委员会往往还会聘请专业的律师、财务顾问等来协助决策和判断。

因此在一个私有化交易中涉及的主体非常多，每一方经常都需要自己的律师代表自己的利益。大股东会有自己的律师，新来的投资人需要律师，参与的贷款人也需要律师。最终经过谈判、协商和比较，形成一个合理的报价报给股东大会批准。一般要求没参与收购即非关联方的股东过半数表决通过，且前文说的报给美国证监会的文件证监会都通过了，一个私有化才算完成。

三、私有化过程中各方的责任义务与相关法律问题

报给美国证监会的表格 13E-3 需要披露私有化交易的主要内容，

包括：1) 公平性：关于目标公司合理相信交易对外部股东是否公平的陈述；是否有任何董事不同意进行这一收购，以及他的身份和原因；这些陈述都要详细展开。2) 决定公平性的因素：一个详细的关于公司在决定公平性时考虑的因素的说明，以及每个因素所占的比例。3) 股东的同意：说明该交易是否需要经外部股东的大部分同意。4) 外部股东的代表（特殊独立委员会）：说明外部股东的大部分是否成立了特殊独立委员会代表外部股东的利益，并参与了交易条款的协商和谈判，并参与准备了交易是否公平的说明。5) 董事的同意：说明交易是否经过了独立董事大部分的同意。6) 其他议案：说明在过去两年内，目标公司是否收到了其他第三方想收购或兼并公司或购买公司实质资产的议案。7) 对价的合理性：说明对价是否对外部股东合理，包括：i. 目前市场价；ii. 历史市场价；iii. 净资产值；iv. 后期价值；v. 清算价值；vi. 最近两年收购人购买目标公司股票支付的价格；vii. 关于价格合理性的任何报告，意见书或评估书；以及 viii. 关于过去两年内目标公司收到的其他对公司有兴趣的人的报价。8) 报告，意见书或评估：说明目标公司或关联人是否从第三方收到关于交易的任何报告，意见书或评估报告。报告，意见书或评估报告的准备：关于任何报告，意见书或评估或特殊委员会的协商和谈判，请说明：i. 报告准备人的身份；ii. 报告准备人的资质；iii. 报告准备人是如何确定的；iv. 过去两年，报告准备人与公司有没有任何重大联系并收到过薪酬；v. 如果报告是关于对价的合理性，说明对价是由目标公司决定的还是特别委员会或其他外部人员推荐的；vi. 关于报告的总结，包括：(A) 采取的程序；(B) 发现和推荐；(C) 取得发现和进行推荐的理由，方式和依据；以及 (D) 公司对调查或报告过程中的约束，限制。9) 可获得的材料。说明是否可以要求获得报告，以及相关的信息是否已送达目标公司的执行总裁，股东等。

私有化过程中，股东在要约收购中通常对其他股东不承担义务，可以就自己持有的股票根据自己的利益最大化做出决定。但根据特拉华州的案例，“大股东或对公司有控制权的股东对其他股东有诚信义务”。因此，在私有化中，目标公司大股东对小股东有诚信义务。

董事对股东有诚信义务，在私有化中他们必须按照诚信义务的标准行事。董事会通常受“商业判断规则”约束。但是，在私有化中，如果小股东对于整个私有化有意见，则需要适用交易“整体合理性”的原则对整个交易行为进行审批。整体合理性审批适用于由目标公司管理层或大股东发起的收购，从而确保交易中的所有参与方履行了诚信义务。整体合理性要求收购人证明交易中的两个基本元素：i.“交易合理性”关于整个交易的审批程序，如关于交易时机选择的分析，关于交易是如何发起的，如何协商的，如何架构的，如果获得董事和股东的同意，以及披露是否充分。ii.“价格的合理性”包括股东获得经济利益以及私有化完成的可能性。整体合理性审批经常用于全面收购和缩股，这两种交易形式都需要董事会先审批，再递交股东同意。为了避免利益冲突，特别是收购人包括大股东、管理层或董事时，公司应任命一个由独立董事组成的特别委员会。如果不这样做，董事会需要证明私有化交易是完全对小股东公平的。同样，在全面收购中，大股东和公司的关联人也有诚信义务提出一个合理的价格，整个交易受制于整体合理性审批。

即使如此，伴随着私有化，经常还是要考虑集体诉讼的问题。大家都知道，美国证券市场维护公平的一个重要武器就是集体诉讼，很多律师以此为生，专门征集代理小股东起诉，然后迫使公司出钱和解。尽管注意到前面的交易合理性，很多小股东还是可能认为自己买的股票价格高于私有化价格因而权益受损，会起诉公司和大股东。

一个成功的私有化交易的关键要素包括：1) 任命一个独立的勤

奋的董事会特别委员会，经过董事会充分授权在交易中进行谈判；2) 特别委员会聘请一个独立的法律顾问和财务顾问，有很好的名声，尽职和知识丰富。3) 以公平的方式进行谈判协商，过程是很重要的；4) 关于交易的董事会和特别委员会会议的详细会议记录，一个关于谈判协商，交易开展情况和程序的详细和准备的记录；5) 精心和仔细的准备证监会的披露文件；6) 一个可以证明其合理性的收购价格。

一个典型的私有化交易的时间表（非真实案例）：大股东物色资金伙伴（投资人和贷款人），准备好后，开始启动。之后进入私有化过程：

第 1 天：整个董事会开会，正式开始整个私有化进程。公司的独立董事成立特别委员会负责评估提议的私有化议案的合理性，并授权特别委员会聘请独立的法律顾问和财务顾问，特别委员会需要定期向董事会报告。公司公布新闻宣布私有化方案和特别委员会的任命。

第 2-5 天：特别委员会谈判聘用合同，聘请法律顾问和财务顾问。特别委员会要求公司提交与私有化方案和公司估值的所有相关材料。

第 5-18 天：财务顾问就公司的估值和私有化方案中的经济方面的条款进行尽职调查。

第 19 天：财务顾问就初步结果向特别委员会汇报。特别委员会考虑方案，并决定是否接受或提出反要约。

第 20-25 天：特别委员会就私有化的价格和条款与收购人进行谈判。

第 26 天：财务顾问向特别委员会递交关于合理性的最终意见，特别委员会决定私有化方案是否合理。

第 27 天：特别委员会向董事人报告是否认为方案的条款对其他股东合理。公司和收购人签署收购合同。公司发布新闻，申报表格 8K，并通知股票代理记录日。

第 27-42 天：公司发布初期股东投票征集书和“进行私有化”的声明（表格 13E-3）。

第 42-72 天：证监会审阅和提问（假定为两轮）。

第 72 天：董事会同意召开股东会特别会议，并确定股东会议股东记录日。邮寄最终的股东投票征集书。

第 97 天：股东特别会议。

第 99 天：完成并购/私有化，在完成前：确认停止公司股票挂牌交易。

大家注意，这些进程表是在假设前提的，而且是以一切进行顺利为前提的。许多公司在私有化进程中会面对各种不同的问题，交易的复杂和简单程度也会影响时间的进度，一般中国股市都比这个时间长很多，一般要 6-9 个月，有时可能长达 1 年多，比如中间需要进行特别的资产重组、处理反垄断申报、处理集体诉讼等等。

第 50 辑
(2014.11.25)

境外上市中国企业的私有化及红筹回归相关法律问题
分析（下）

【主持】

巴曙松教授（北京大学汇丰金融研究院执行院长）

【主讲嘉宾】

李朝应（汉坤律师事务所合伙人/律师）李朝应律师于 1995 年获北京大学数学学院理学士学位，后于 1996 年获北京大学知识产权学院法学士学位，1999 年获北京大学法学硕士学位。其后，李律师赴加拿大就读于渥太华大学法学院，并于 2003 年获法学硕士学位。李朝应律师从 1995 年起开始从事律师工作，在美国竞诚国际律师事务所北京办事处工作多年，并在加拿大 **Gowling Lafleur Henderson** 律师事务所实习、工作。李律师曾参与创办博库网（**Bookoo.com**）并担任法律总监。自 2001 年至 2004 年间，李律师为北京市天驰律师事务所合伙人；李律师还通过担任美国上市公司的董事积累了独到的公司治理经验。作为创始合伙人，李律师从 2005 年 1 月起一直在汉坤律师事务所工作。李律师专长于境内外上市重组、兼并收购、创业投资及私募股权投资、外商投资和知识产权保护等业务，对相关产业政策、架构设计、资本运营、财务安排、产业投资、项目运作等有具体、深入的了解和丰富的实务经验。

一、红筹架构简介

1、红筹产生的背景、概念和种类

经历了 2010 年华尔街的“中国年”，自 2011 年起中国概念股股价低迷、赴美上市战绩惨淡之后，海外上市的中国企业开始探索新的经营方式，早先火热的海外上市潮开始冷静，一股私有化风潮逐渐兴起。企业通过私有化，完成退市，一方面集中企业决策权，有利于企业内部改革，实现新的发展，另一方面，便于调整企业架构，使企业能够重新选择更适合于自身发展的资本市场。

而中国 A 股市场的逐步成熟更吸引了一大批已经完成海外上市或拟进行海外上市的中国企业重新考虑今后的发展路径。鉴于中国的监管政策，为实现海外上市，中国企业往往需要搭建相应的境外架构，红筹架构是最通常采用的一种形式。然而，该种架构并不符合企业在 A 股市场上市的要求，因此若实现 A 股上市，已完成红筹架构的企业便需要通过一系列的重组以使企业架构满足 A 股上市的要求，即所谓“红筹回归”。

红筹产生的背景主要是中国公司赴境外上市需要获得中国证监会的批准（常常难度较大，难以获得）。相比较来说，境内市场对于上市的要求比较高（主体资格，财务，盈利）。

红筹的概念以业务范围为标准：上市公司的主要业务及大部分盈利在中国大陆；以权益所属地为标准：上市公司的大部分股东权益直接来自大陆或者具有大陆背景。

红筹的种类分两种：大红筹，指以境内法人控制的海外公司在海外上市，通常为国有企业（需获证监会审批）；小红筹，指以境内个人控制的海外注册的公司海外上市，民营企业上市的通常途径。

红筹概念简而言之，就是“两头（大股东和业务运作公司）在内、中间（资本和上市）在外”的模式。

2、红筹架构的基本框架和基本模式

红筹架构为中国企业实现境外融资和境外上市所采用的一种最通常的模式。在该架构下，创始股东在境内设立运营实体，经营公司业务，在境外设立壳公司作为融资和上市的主体，境外公司通过收购、新设公司等方式持有境内运营实体的股权权益，即返程投资。根据中国国家外汇管理局外汇 37 号文，境外壳公司亦被定义为特殊目的公司(SPV)，而境外壳公司在境内的投资被认定为返程投资。

出于避税的考虑，境外公司通常有三家：BVI 公司、开曼公司和香港公司。其中开曼公司为融资上市的主体，即上市公司；BVI 公司和香港公司为开曼公司的全资子公司，在境内设立外商独资企业（WFOE）。创始股东在开曼公司（一般通过其设立的 BVI 公司）持有权益，开曼公司通过 BVI 公司、香港公司全资持有境内 WFOE 以及境内的其他实体。由于中国外商投资产业政策限制或者禁止外商投资特定产业（典型如经营性互联网业务），以及受其他中国其他外商投资政策的限制，部分企业可能无法通过 WFOE 在境内进行实际运营，因此采用了一种变通协议安排的方式。

据此，红筹架构可以分为两种主要的模式：直接持股模式和协议控制模式。

（1）直接持股模式

直接持股模式中，红筹架构的直接持股模式搭建后的公司架构如下图所示：

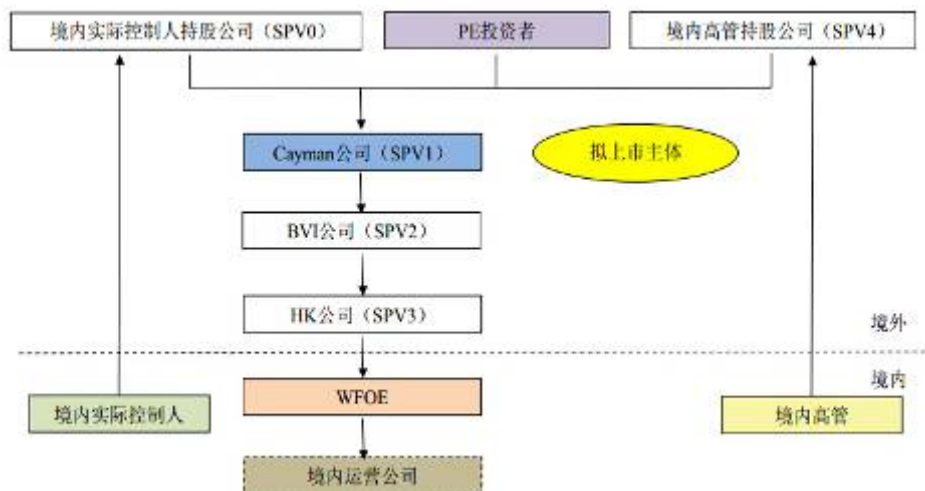


图 1 直接持股模式

开曼公司为上市主体，香港公司在境内设立外商独资企业（WFOE），WFOE 直接在境内运营业务或由其直接持有股权权益的境内子公司运营业务，特殊情况下，WFOE 亦有可能是 JV（因外商投资产业政策等原因，创始股东也可能直接在境内公司持股，境内公司即成为中外合资公司）。上市公司对境内公司直接享有权益，受外商投资产业政策的限制，2006 年 9 月 8 日后，受 10 号文关联并购审批和跨境换股审批的限制。

（2）协议控制模式

协议控制模式下（见图 2），WFOE（有时候为香港公司或开曼公司）将与境内股东和内资公司签署一套协议控制文件，通过该协议控制文件，WFOE 将完全控制内资公司及境内其他运营实体，且境内其他运营实体的运营利益也将百分之百的分配给 WFOE。境外的大部分国家都认可这种协议控制，并且允许在会计上将境内其他运营实体的利润合并到开曼公司会计报表中。

内资公司通常为境内公司的控股公司，控制境内其他运营实体。境内股东为代持股东，根据协议控制文件，境内股东并不实际享有或者行使内资公司的股东权利。

在红筹回归时，上述协议控制文件将被全部终止。

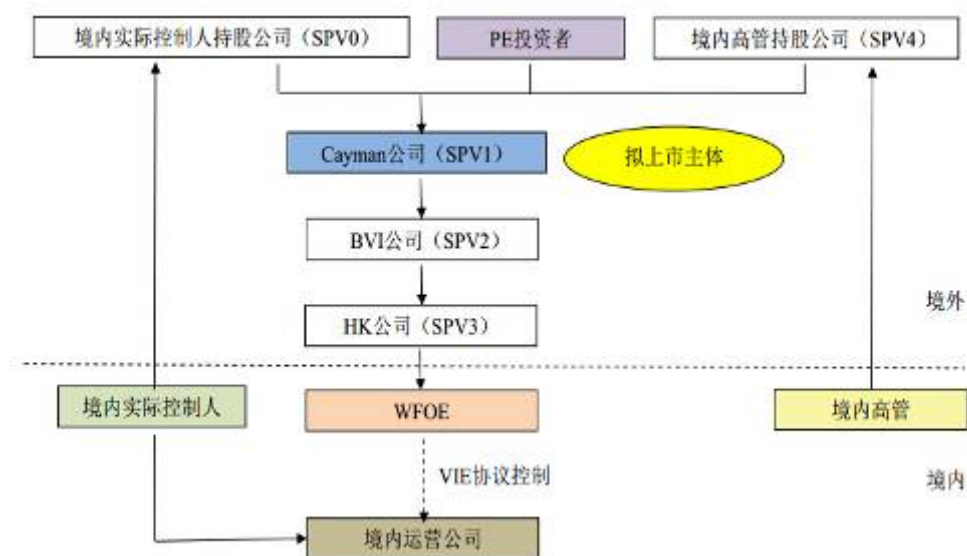


图 2 协议控制模式

二、红筹回归的概念与基本架构

1、红筹回归的概念、原因和基本形态

笼统而言，红筹回归是指将原先以境外上市为目的的小红筹结构调整为由境内上市为目的的上市主体及其控制架构，并最终由该主体实现境内首次公开发行 A 股股票并上市。业内俗称：“红筹落地”、“红筹架构回归”、“拆解红筹架构”、“取消红筹架构”、“红筹回归”等等，尚无统一的业内俗称。

红筹回归可能存在多方面的原因，一部分已经或基本搭建了红筹架构的中国企业可能决定放弃境外上市而改为境内上市。

红筹回归后的基本形态：上市主体为在中国境内设立的股份有限公司（中外合资公司或者内资公司）；控制权回归境内，即股权控制权在中国境内（证监会的要求）。

2、红筹回归后的基本架构

由于红筹回归是为了实现境内上市，拟在境内上市的公司应当是

依法设立且合法存续的股份有限公司，因此红筹回归后的架构应当满足境内上市的基本要求。简单来说，红筹回归的主要步骤即创始股东和投资人通过收购、增资增方式取得红筹架构中境外公司所持有的境内公司权益。通常而言红筹回归完成后，企业的架构有如下两种架构形式：

(1) 合资公司模式

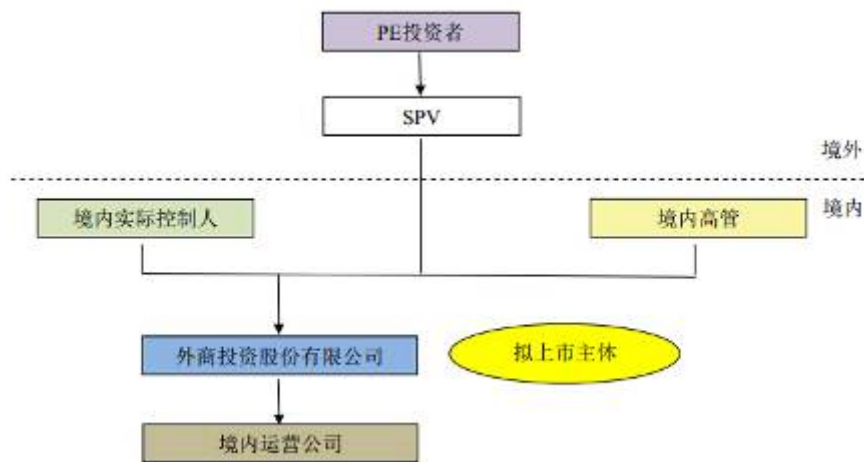


图3 合资公司模式

投资人将作为外资股东在上市主体中持有权益，多数接受外资背景基金投资的公司都选择该模式，创始股东（或者与部分管理人员共同）作为境内股东在上市主体中持有权益上市主体为外商投资的股份有限公司。

这种模式的不利之处在于可能受到外商投资产业政策的限制，但亦有有利方面，即存在继续享受外商投资企业可享受的税收优惠的可能。

(2) 内资公司模式

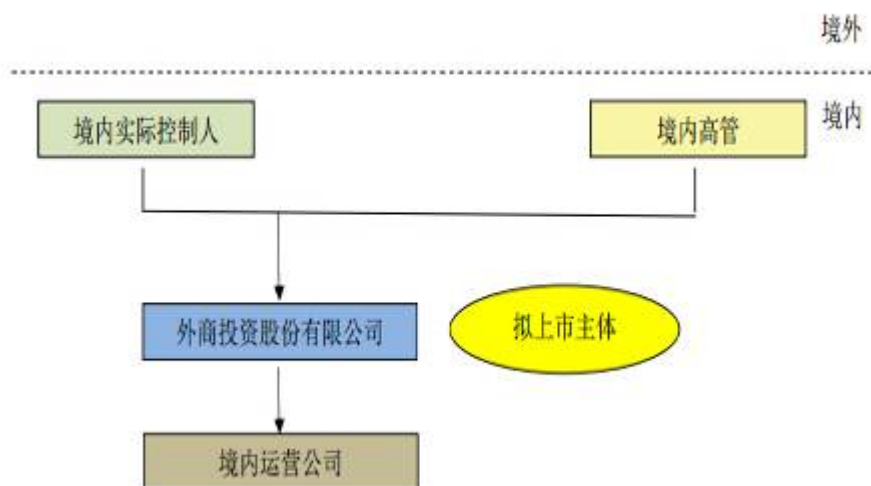


图 4 内资公司模式

若投资人在境内有合适的主体，则投资人与创始股东可共同作为内资股东在上市主体中持有权益，上市主体即为内资的股份有限公司。

投资人将选择合适的境内主体作为境内股东与创始股东一起在境内持有权益，上市主体即为内资的股份有限公司，全体股东需有合适的境内实体(如二六三，其所有股东的实益所有人基本皆为中国人)，资金的进出境可能存在障碍，不受外商投资产业政策的限制。

三、红筹回归的基本步骤

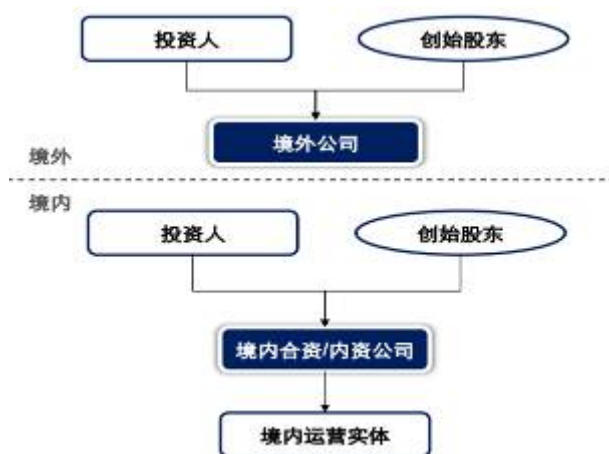
通常而言，从红筹架构完成红筹回归大致需要经过如下三个重组步骤：

1、变更上市主体为境内公司



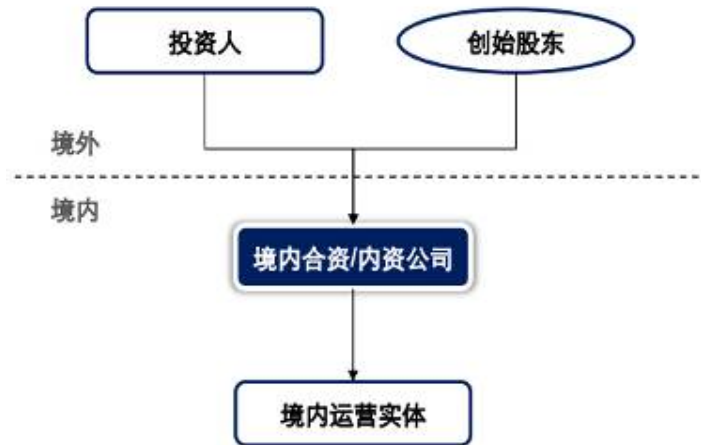
境外公司（香港公司）可以通过股权转让的方式将其所持有境内公司的股权转让给创始股东和投资人。一种方式，是采用股权转让的方式。若是直接持股模式，通常选择 WFOE 作为今后在境内上市的主体，则由香港公司直接将 WFOE 的股权转让给创始股东和投资人。若是协议控制模式，通常选择内资公司作为今后在境内上市的主体，则由境内股东将内资公司的股权转让给创始股东和投资人。关于上市主体选择的注意事项，我们将在本备忘录的第三部分进行更进一步的分析和说明。由于境内上市对上市主体的注册资本要求较高，亦可考虑由境外公司或境内股东将境内公司的权益全部转让于创始股东，投资人通过增资的方式取得境内公司的股权权益。

2、终止协议控制（如有）及其他红筹架构中的相关文件



终止协议控制（如有）及其他红筹架构中的相关文件，包括所有代持协议等。在协议控制模式下，需要终止控制协议，同时可能需要进行相应的境内重组。如，若 WFOE 已经开始运营实际业务，则可能需要收购 WFOE 的股权或资产。

3、注销境外公司



出于 37 号文登记的考虑以及保证境内架构的独立性，防止被质疑存在任何关联交易或利益冲突等，为红筹架构搭建的相关境外公司最好于红筹回归后全部注销。考虑到注销时间可能较长，亦可考虑将该等公司转让于非关联的第三方。

四、红筹回归中的法律问题

对于完成红筹回归再进行境内上市的企业，除通常的审核之外，中国证监会会较多地注意该企业在红筹回归的合法性和合规性，拟上市企业需要清楚地描述红筹回归的重组过程，特别是在这一过程中的股权变动情况。本部分将详细说明红筹回归过程中常遇到的法律问题。

1. 历史及红筹回归重组过程的合规性

历史股权变更中的合规性以及红筹回归重组过程的合规性是证监会审查的重点之一。境内上市相关法律规定，上市主体不得存在的情形中包括最近 36 个月内违反工商、税收等相关法律法规，收到行政处罚且情节严重等等。上市时，公司需要在招股说明书中详细地说明公司的历史变更，搭建境外架构以及终止境外架构的全过程，如启明星辰。在红筹架构搭建以及红筹回归过程中，主要可能产生以下三类问题：

(1) 外汇问题

● □ 37 号文登记

根据中国境内居民设立境外特殊目的公司需要进行相应的外汇管理登记，同时需要就特殊目的公司发生股权变动等重大事宜进行变更登记。在境内上市的审查中，由于会严格审查历史股权变更的情况，企业在过往的融资过程中是否按照 37 号文登记的要求严格完成相应的初始登记、变更登记将会成为证监会审查的对象之一。另外，在红筹回归重组过程中，在境外公司持股的中国境内居民，亦需要就红筹回归的过程中涉及的股权转让、VIE 协议的终止等事项进行 37 号文变更登记。在完成红筹回归后，境外公司将被注销，在境外持股的中国境内居民同时需要完成相应的注销登记。

● □ 外汇结汇

根据外汇 142 号文，WFOE 资本金结汇所得人民币资金，应当在政府审批部门批准的经营范围范围内使用，除另有规定外，结汇所得人民币资金不得用于境内股权投资。然而在红筹架构搭建的过程中，作为壳公司的境外架构搭建完成之后，需要将境内实际运营主体纳入其架构之内，则可能在境内进行一系列收购，且上市后募集的资金通常用于境内扩张，也需要通过 WFOE 进行一系列境内收购。而在境外的融资及上市后获得资金一般为美元货币。境内公司将上述美元货币结汇为人民币时应当遵守相关的外汇管理政策。

● □ 股权转让跨境支付

红筹回归中的股权转让为证监会着重关注的部分，企业可能需要对股权转让中的对价支付、资金来源进行详细的说明。股权转让中的跨境支付也需要符合外汇管理的规定，防止被认定为逃汇。

(2) 税收问题

● □ 税收优惠的补缴

在红筹架构下，境内公司作为外商投资企业通常能享受到一定的

税收优惠。红筹回归之后，若采用内资公司的架构，即上市主体为一家全内资的公司，则税务机关可能要求上市主体将补缴之前所享受的税收优惠。在这一问题上，相关的税收法律在实践中的操作存在一定的不明确性。但，证监会在审查境内上市时并不会对税收优惠的补缴做出任何实质性的审查或者提出实质性的意见。因此是否需要补缴税收优惠，尚需与相关税务机关进行确认。如日海通讯，便经过深圳市南山区国家税务局出具的证明文件，证明无需补缴其于外商投资企业时所享受的税收优惠。

● 股权转让

建议换一种说法，即按照中国法律规定，股权转让需要缴税，且税务部门有权核定转让价格。同时，境外投资方退出亦有税的问题，具体涉及 698 号文。

(3) 关联并购问题

根据十号文，境内公司、企业或自然人以其在境外合法设立或控制的公司名义并购与其有关联关系的境内的公司(下称“关联并购”)，应报商务部审批。当事人不得以外商投资企业境内投资或其他方式规避前述要求。在红筹架构搭建的过程中，若境外架构于十号文生效日(即 2006 年 9 月 8 日)之后搭建完成，则 WFOE 在收购境内运营实体之时就应当按照上述要求报商务部审批。然而，截至目前，尚未有一个成功获得审批的范例。若 WFOE 无法收购境内运营实体，则境外架构将完全为壳公司，因此红筹架构中可能采用协议控制模式或者其他较为迂回的方式。

2、上市主体的选择

(1) 外商投资产业政策

上市主体在运营中应当符合外商投资产业政策。若上市主体主要经营的业务为限制或者禁止外商投资的产业，则在红筹回归中应当选

用内资公司架构，或者股权比例符合相关要求的合资公司架构。

(2) 实际控制人和管理层未发生重大变动

境内上市要求最近三年内董事、高级管理人员无重大变化，实际控制人没有发生变更（若在创业板上市，则需要在最近两年内满足上述要求）。通常而言，红筹回归的核心在于将境外的股权结构变更为境内的股权结构，因此公司的实际控制人通常不会发生变更。但是，红筹架构搭建时，创始股东为规避 75 号文登记（当时适用的法规为 75 号文，即目前 37 号文的前身）及关联并购可能会为了架构搭建通过代持或信托安排控制境外上市主体，则需要详细说明实际控制情形。另外，若协议控制架构中，在境内的代持股东与境外的实际控制人存在不一致，也需要特别考虑是否需要选择 WFOE 作为上市主体，或者需要对相关情况予以特别说明。董事及高管人员的一致性也受到了证监会一定程度上的关注。同济同捷境内上市未能成功的原因之一，即为其董事发生变更，被认为存在重大变化。

(3) 主营业务无重大变化

境内上市要求上市主体在最近三年内主营业务没有发生重大变化（若在创业板上市，则需要在最近两年内没有发生重大变化）。对于本身即因为希望调整公司战略而进行私有化退市的公司而言，可能需要在退市后继续运营一定的期限，以满足境内上市的要求。主营业务发生变化亦是同济同捷境内上市未能通过审批的原因之一。红筹回归中，在选择上市主体时更需要特别考虑是否会构成主营业务发生重大变化。例如在协议控制模式里，WFOE 的经营范围通常为技术咨询、技术服务等，并不涉及公司的主营业务，若以此为上市主体，则有可能被认为主营业务发生重大变化。

(4) 持续经营和盈利要求

境内上市要求上市主体持续经营满三年，且在最近三个会计年度

内持续盈利（若在创业板上市，则为最近两年持续盈利）。在选择上市主体时需要充分考虑上述因素。其中关于盈利的要求，对于协议控制模式可能产生一定的障碍。在协议控制模式中，内资公司需要根据协议控制文件将其百分之百的利润支付给 WFOE 作为 WFOE 提供咨询等服务的服务费。该等安排在红筹架构中旨在于保证境外架构能够完全获得境内收益，但有可能导致内资公司在过往的财务记录中盈利为零。这时，则需要向证监会详细说明之前的盈利情况。当然该等说明能否获得认可亦存在不确定性。在启明星辰的案例中，保荐人、发行人律师、申报会计师等中介机构通过核查相关协议及其执行情况，确认未导致启明形成控制权和利益转移的情况，并予以相关说明。证监会亦为对此提出任何之一。然而需要注意，启明星辰之前并未完成境外上市，而上市后的公司情况可能不同。

3、股权变动的注意事项

（1）股东人数

根据中国法律法规，在上市前，股份有限公司的股东为二人至二百人。而证监会在审查上市主体的股东人数时，将进行实质性审查，股东不可通过设置有限合伙、信托等机构来规避股东人数的上限。在红筹架构中，由于境外法律通常无此类要求，实际的股东人数有可能实际上超过 200 人。对于已经向员工或者签署员工激励计划的企业，更有可能存在此类问题。由于境内上市严格禁止代持情况，在红筹回归中的股东人数清理也是重要的问题之一。

（2）股权清晰

根据中国法律法规，境内上市要求上市主体的股份股权清晰，不存在重大权属纠纷。本规定明确禁止了上市主体中可能存在的股权代持情况以及投融资协议的对赌条款等可能造成股权不稳定的情况。因此上市主体在红筹回归重组中，应当完全清除架构中的代持情况。

4、红筹架构中的特殊情况

(1) 创始股东的国籍变更

创始股东可能在公司运营过程中变更了国籍，亦有可能在红筹架构的搭建过程中，为规避 37 号文的登记以及十号文，创始股东可能变更国籍。由于中国不承认双重国籍，变更国籍的创始股东将无法作为中国境内股东设立公司，在上市主体的性质上会存在问题。同时由于境内上市的架构严禁代持。变更国籍的创始股东可能需要特别考虑主体的设置。

(2) 员工期权激励计划

红筹架构搭建的过程中，通常会为员工设立员工激励计划。在红筹回归并进行境内上市的时候，则需要终止所有的员工激励计划，已经行权的员工可能需要在境内持股或者由员工在境内设立境内持股公司，如启明星辰。

五、案例分析

下面一些实际案例有的不是退市的红筹回归，而是原来搭建过海外架构融过美元的私募的红筹回归。

根据主讲专家的公开搜索，目前尚未有在美国通过私有化退市，完成红筹回归，并实现境内 IPO 上市的成功案例；当然借壳等重大资产重组的有一些。一方面，通过多数公司通过私有化退市的时间不长，而红筹回归本身也需要一定的时间来完成重组以及清理相关法律问题，同时境内上市对公司业绩和盈利的要求较严格，公司需要一定的时间来达到境内上市的要求。以下，我们将通过个别案例来说明红筹回归的过程，然而下列案例主要为红筹回归后顺利完成境内上市的案例，而非通过私有化退市后再进行相关步骤的企业。

目前美国私有化或退市与 A 股关联的案例主要有(不完全统计):

原在美国上市的中国安防私有化退市后借壳飞乐股份；宏图三胞的大股东三胞集团收购私有化后的乐语（原在美国上市）；原在美国上市千方集团借壳联信永益上市；清华紫光集团接连 100%收购两个在美国上市的中概股锐迪科和展讯；仍在美国上市没退市的永新视博和同达创业进行重大资产重组等等。境外机会多一点，纽交所退市公司古杉环境能源 2014 年早些时在香港挂牌上市。类似的还有阿里巴巴 B2B 在香港退市，然后阿里巴巴集团整体在美国又成功上市。

案例一：退市再上市的实践——南都电源（300068）

上市地点：创业板

上市时间：2010 年 4 月 21 日

原上市地点：新加坡

退市时间：2005 年 2 月 22 日

行业类型：电器机械及器材制造业

特点说明：

- 南都电源曾于 2000 年通过间接方式在新加坡实现上市，2005 年宣布退市。
- 南都电源的境外架构搭建早于相关监管规则的出台，因此红筹架构通常面临的问题在南都电源的项目上并未获得充分体现。尽管如此，证监会对南都电源的历史股权变更仍然给予了较多的关注，并且要求南都电源予以详细说明。
- 证监会同时关注了南都电源在境外上市是否遵循上市规则。



1998 年，南都电源创始股东周庆治等人通过股权转让的方式获得了 Pakara Investments 的全部股权；

1998 年至 2000 年期间，Pakara Investments 通过认购新股及换股的方式获得了一家 1988 年于新加坡上市的上市公司 59.85% 的股权，并将该公司更名为 Pakara Technology；

上述换股的方式指，Pakara Technology 向 Pakara Investment 发行新股以收购 Pakara Investment 所持有的 Kastr Investments 的 90.86% 的股权，当时 Kastr Investments 持有杭州南都 60.53% 的股权，而杭州南都持有南都电源 69.90% 的股权；

2005 年，Pakara Investments 向公众发出现金要约并于同年完成私有化；

2008 年 11 月，创始股东收购了 Kastr Investments 所持杭州南都的股权，南都电源与境外公司彻底脱钩；

上市时，境外三家公司正在办理注销手续，并在招股书中清楚披露。

案例二：直接控股模式——中南重工 002445

中南重工于 2010 年 6 月 29 日在深圳中小企业板上市。根据其招股说明书的披露，2006 年初，中南重工为实现在新加坡上市的目的，搭建了红筹架构；2006 年 9 月，10 号文的出台使中南重工放弃新加

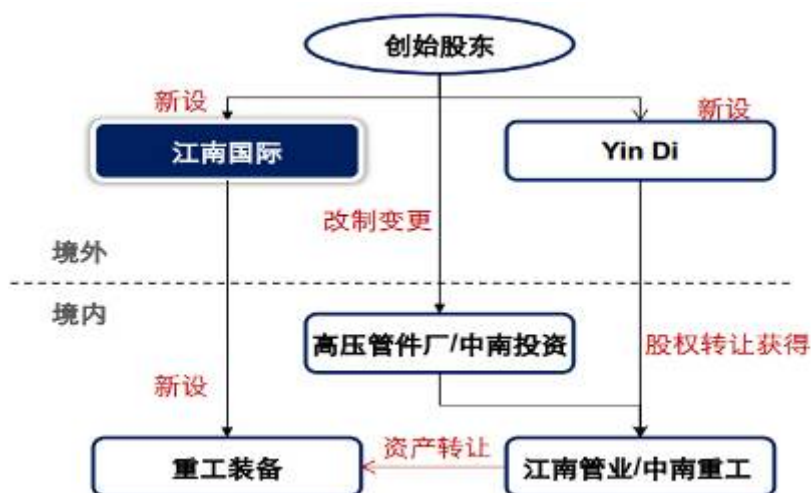
坡上市的计划，转为境内上市。

(1) 红筹架构的建立

设立境外拟上市主体：2006年7月22日，中南重工实际控制人陈少忠在新加坡设立全资子公司—江南国际，作为新加坡拟上市主体。

设立境内子公司：2006年8月22日，江南国际在中国境内设立全资子公司—重工装备，作为资产并购的主体。

资产收购：2006年8月28日，重工装备与江南管业（中南重工改制前的公司）签订《资产和业务收购合同》，根据《资产和业务收购合同》，重工装备以2800万元的对价收购江南管业全部的经营性资产和业务。至此，红筹架构已经搭建完成，通过将境内主体江南管业的实体注入江南国际的全资子公司，以间接在新加坡上市。



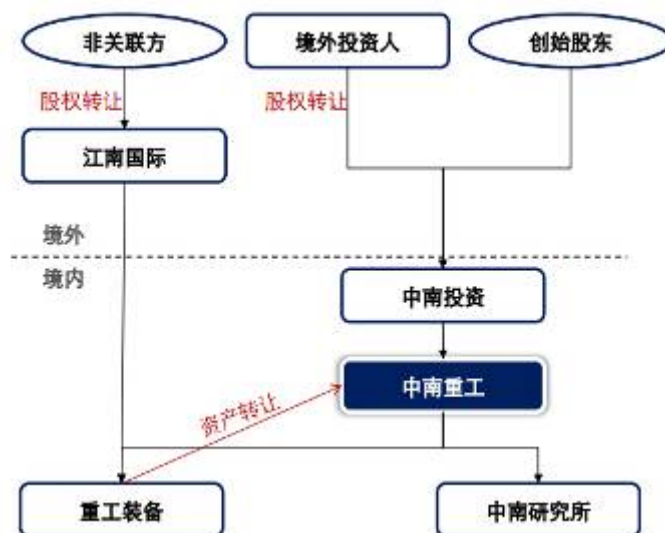
(2) 红筹架构的拆除

停止资产收购：2007年10月20日，江南管业与重工装备签订了《<资产和业务收购合同>的补充协议》，约定解除江南管业与重工装备于2006年8月28日签署的《资产和业务收购合同》，已解除的合同中尚未履行的部分不再履行，已经履行的部分，由江南管业与重工装备另行约定。

资产回购：由于重工装备的业务与江南管业的业务存在不可分性，

为保持经营资产的完整性，江南管业收购重工装备的资产，并收购了其 75% 的股权。

转让境外特殊目的公司：为使股权结构清晰，陈少忠将其持有的 100% 的江南国际的股权转让给非关联方。



案例三：直接控制模式——日海通讯 002313

日海通讯于 2009 年 12 月 3 日在深圳中小企业版上市。根据其招股说明书的披露，日海通讯于 2003 年完成红筹架构的搭建；于 2008 年拆除了其红筹架构。日海通讯比较特殊的一点在于，其采用的红筹架构为直接持股模式的变体，即境外公司在境内设立的并非 WFOE，而是外商投资的合资企业。外商投资的合资企业的股东为初始股东和投资者在境外设立的壳公司以及初始股东与部分高管在境内设立的持股公司。外商投资的合资企业从主体角度而言是可以改制为股份有限公司并进行境内上市的。在红筹回归的过程中，重组的步骤也相对较为简单，通常境外特殊目的公司将股权转让于投资人和初始股东即可。但，在早先进行境外上市的时候，若无特殊理由（如外商投资产业政策的限制），境内利益是无法完全合并财务报表，并且会受到境外证券监管机构的质疑。

日海通讯的红筹回归具体步骤如下：

(1) 红筹架构的建立

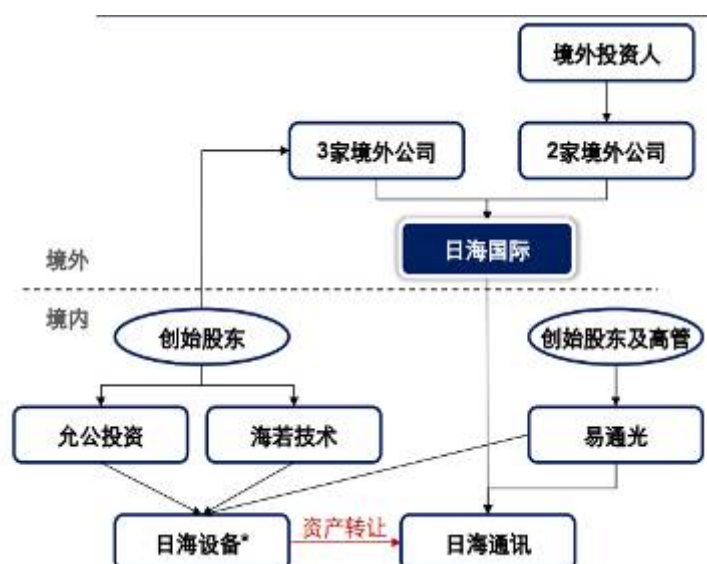
搭建背景：日海通讯原先的运营主体为深圳市日海通讯设备有限公司（下称“日海设备”），成立于1994年9月，主营业务为通信网络物理连接设备的生产销售。

设立境外公司：

- 境内的持股公司（易通光）的设立：2001年，创始股东王文生先生和周展宏先生与日海通讯中高层管理人员设立易通光。
- 境外壳公司（日海国际）的设立：2003年日海国际为王文生先生、周展宏先生和投资人IDG在BVI注册设立日海国际。
- 境内主要控股公司（日海通讯）的设立：2003年，日海国际与易通光共同设立境内主要控股公司日海通讯。

境内重组：日海通讯有限设立后，通过收购日海设备、五洲讯、海延实业等公司经营性资产的方式继承了经营业务，完成境外公司对境内运营实体的控制。

日海通讯红筹架构建立后的股权结构图简化如下图所示：

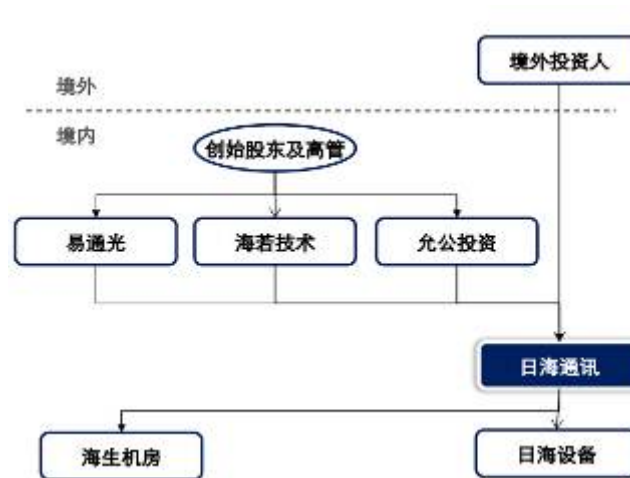


(2) 红筹架构的调整

重组：为进一步提高日海通讯股权结构的透明性和稳定性，在保持日海通讯实际控制人及其他主要股东的实际控制人不变的前提下，

日海国际将其持有的日海通讯股权转让于境外投资人和创始股东。具体如下：2008年9月18日，日海国际与投资人签订股权转让协议书，日海国际将持有的日海通讯39.5%、25.5%和15%股份分别转让给海若技术、允公投资、IDGVC。至此，取消了创始股东在设立的境外公司，境内自然人王文生、周展宏直接通过其境内公司持股日海通讯，投资人IDG则通过其香港子公司持股日海通讯。

红筹回归后的股权结构图：



案例四：协议控制模式 ——启明星辰

启明星辰于2010年6月23日在深圳中小企业板上市。根据其招股说明书的披露，2005年，启明星辰计划在境外上市，2008年，终止该计划，转而寻求国内上市。

（1）红筹架构的建立

设立境外上市主体：2005年3月23日，拟境外上市主体——唯圣控股在开曼群岛注册成立。

设立返程投资企业：2005年11月1日，唯圣控股在北京设立外商独资企业——天辰龙源。

拟境外上市主体私募融资：2005年11月30日，唯圣控股与境外5家投资者签订股份认购协议，约定5位境外投资者可分两次认购唯圣控股A类优先股股份共计160,000,000股。

协议控制：2005年12月12日，天辰龙源与启明星辰签订独家业务合作协议等使唯圣控股合并启明星辰报表，实现唯圣控股境外上市目的的协议。

启明星辰的红筹架构搭建完毕的公司架构如下图所示：

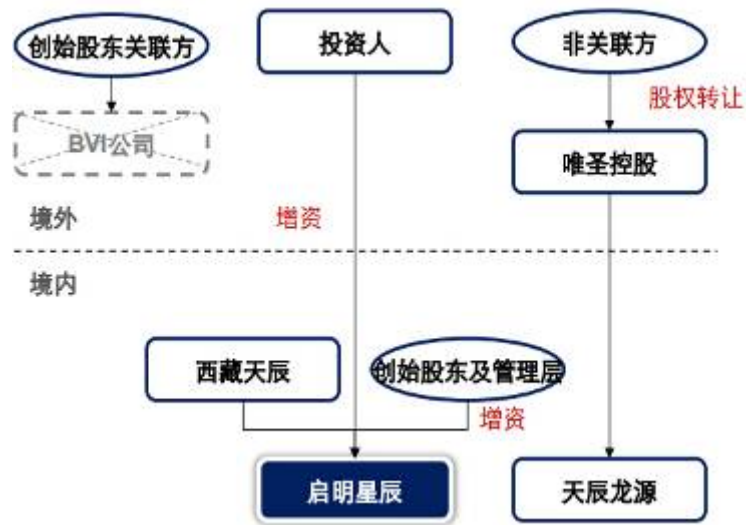
(2) 红筹架构的拆除

投资人的境外股权利益变更为境内股权利益：启明星辰的案例中，唯圣控股通过回购的方式将投资人在境外的股权利益全部收回。随后投资人通过增资扩股的方式对启明星辰进行增资，使启明星辰变为外商投资的合资企业。具体如下：2008年2月，唯圣控股与5位境外投资者签订回购协议，约定唯圣控股回购5位境外投资者所持有唯圣控股的全部A类优先股股票。2008年2月5日，同日，启明星辰与届时的启明星辰股东和投资人签署了《增资扩股合同》，合同约定公司增加注册资本16,859,123元，本次增资采取的方式为发行总量为16,859,123的新股，每股面值人民币1.00元，全部由香港注册的投资者以自有资金认购。

解除协议控制：2008年2月5日，控制协议的相关签署方签署终止协议，终止天辰龙源与启明星辰之间的控制协议协议。

境外公司的终止和注销：2009年12月11日，BVI公司与无关联第三方签署一系列股权转让协议将BVI公司持有的唯圣控股的全部股权以及其间接持有的天辰龙源的股权全部转让于无关联的第三方。转让完成后，BVI公司于2010年注销。考虑到境内公司的注销可能耗时较长，在协议控制的模式下将境内公司的股权全部转让于无关联的第三方也是解除创始股东与境外架构联系的便利快捷方式之一。

红筹回归后的股权结构图：



第 51 辑 (2014.12.2)

量化投资的主要特点与发展趋势

【主持】

巴曙松教授（北京大学汇丰金融研究院执行院长）

【主讲嘉宾】

库超（九章资本管理公司创始人、CEO 及 CIO）：库超博士创办九章之前曾任 Two Sigma Investments 的董事总经理和 Two Sigma advisers 的 CIO。库超博士于 90-94 年就读于北大数学系，并随后在加州理工学院获得数学博士。九章资本是成立于 2012 年，总部在新泽西的一家系统化（量化）投资管理公司。

一、 量化投资的特点分析

系统化投资策略，或者量化投资策略，过去二十年里在欧美国家的实践中已经被证明为一种行之有效的投资策略。最近几年在国内也取得了良好的发展。以下介绍几个量化投资的主要特点：

1. 收益与风险。很多对冲基金投资人的初衷是希望基金管理人在各种市场环境下都要取得正收益。实际上因为大部分传统投资策略本质上跟市场回报有很高的相关性，这一目标很难实现。有别于传统投资策略，好的系统化投资策略通过有效的数学方法真正能获得与市场不相关的超额收益，从而大大提高了在各种市场环境下都能取得正收益的可能性。在风险管理上因为屏蔽投资组合里大部分

市场和行业风险，以及通过开发大量模型以及在众多的投资工具中构建小仓位来分散风险，这也被认为是系统化投资的一大优势。简言之，好的系统化投资策略可以给投资人带来稳定的与市场不相关的正收益以及严格的风险控制从而把投资风险降到相对最低。长期的风险/收益比(夏普比)是衡量策略优劣的一个试金石。

2. 系统化投资策略一般用于构建市场中性的投资组合并使用杠杆来放大收益(同时也放大了风险)，但作为一种投资方法，也完全适用于管理不同收益标底与风险特性的产品(比如看多类产品，无杠杆类产品)

3. 伴随系统化投资策略的往往是相对高的换手率以取得短期超额收益，从而提高整个策略的夏普比。这是传统投资方法所不能提供的。需要指出的是交易频率和策略容量往往成反比。另外高的换手率也不等同于一些完全靠比拼速度的高频交易。

4. 成功的系统化投资策略的构建有三大基石：广博的数据采集，严谨的数学方法，和计算机技术的广泛运用。三者缺一不可。

5. 2008年金融危机后系统化投资的实践环境发生了很大的改变。以前三两个人，四五个模型即可为投资人和管理人带来暴利的盛世不再了。原因包括市场更加有效，监管机构对管理人的资质及合规要求更严，投资人更谨慎等等。在新的环境下管理系统化投资策略，需要有好的团队，强大的技术支持和不断的创新积累才能为投资人提供长期优质的投资服务。

6. 互联网时代信息传输和投资决策的方式不断更新，新的数据大量产生；云计算，大数据的广为运用和计算机技术不断拓展；人工智能机器识别等方法的普及推广，决定了系统化投资策略还有很广阔的发展空间。我们希望有投资需求的朋友可以充分考虑，慎重调研，最终找到优秀的系统化投资管理人来管理好自己和客户的财富，实现价值的增值。

二、问答环节

Q1: 你提到交易频率和策略容量往往成反比，有什么特定的市场原因吗？能不能介绍一下还有哪些其他的主要因素决定策略的容量？

A1: 最主要的原因应该是短期的交易机会通常利薄且市场交易和冲击成本高。冲击成本随着交易量的增加会非线性增加，最终超过盈利机会。

Q2: 您管理基金的主要投资人是美国本土的机构投资人吗？你觉得国内机构投资人或高净值人群投资美国对冲基金的时机是否成熟？

A2: 我们的投资人主要是境内外一些大型机构投资人。国内的投资人学习能力很强，投资美国对冲基金时机很成熟。

Q3: 你们策略测试中通常测 **capacity** 吗？还是看到交易量影响到有效性后再做调整？投资策略创新中是否包括更新市场中性策略和开发新的策略？

A3: 策略测试会考虑各种技术指标, 包括容量。创新方面其实在我的开场总结最后一条里有所涉及。大部分量化投资模型都会随时间的推移而衰减。半衰期因模型而异。所以更新模型和创新是必须的。一些曾经非常成功的团队后来消失, 跟缺少续航力不无关系。

Q4: 反思“大部分量化投资模型都会随时间的推移而衰减 ...”, 是原来模型有问题还是金融环境变化太大? 在模型发展方面那些是带有些突破性的吗?

A4: 主要是市场环境的变化和竞争的结果。

Q5: 九章如投资国内 A 股, 不知道是否会采取类似的量化投资策略? 您认为国内的量化策略在国内市场的发展前景和方向是什么?

A5: 也会是量化的方法。国内市场方面, 因为交易规则的不同, 做法上会有些不同, 但基本思路是可以不变的, 数据, 架构, 和严谨的方法

Q6: 量化和非量化如何互动衔接有什么趋势性变化吗?

A6: 其实做投资的人都看数据。差异性在于做量化投资更偏重于在历史数据中寻找统计意义显著的规律并期望在未来一段时间还会重复。投资决策实际上是在研究过程中已确定好, 通常不太需要再加入主观判断

Q7: 模型的调整现在有多少能建入模型中, 还是主要还需人的干预? 有无感到机器在做更多投资决策?

A7: 不是感到。从交易本身来说就是机器在决策。

Q8: 目前有不少机构投资(比如 **pension funds**) 被监管要求 **de-risk**, 从股票投资转移到更多的固定收益, 你怎么看这种趋势, 对你们的策略有什么影响?

A8: 至少量化投资在风险管理上的优势为这些机构投资人提供了一种有效的投资工具。

第 52 辑
(2014.12.9)

境外上市中国企业的私有化及红筹回归相关法律问题
分析（下）

【主持】

巴曙松教授（北京大学汇丰金融研究院执行院长）

【主讲嘉宾】

唐劲风（德意志银行资产负债管理部门总监）：唐劲风先生现任德意志银行（Deutsche Bank）资产和财富管理公司的资产负债管理部门总监。他主导资产负债委员会并负责管理公司逾三百亿美元资产和负债的融资结构，流动性和市场风险，包括住房和商业地产贷款，结构性贷款，各类存款产品及证券投资。同时，他负责设计并执行公司战略，包括金融衍生生物和资产证券化的运用，以实现资产组合的最佳风险回报并提高资本的运作效率。此外，他曾为公司开拓在美国的私人银行高净值中国客户市场并为客户提供定制的财富管理方案和服务。在 2007 年加入德意志银行之前，唐先生在贝莱德资产管理公司（BlackRock）任职三年；在 2001 到 2004 年期间，唐先生就职于摩根大通银行（JP Morgan Chase）。唐劲风先生于 2001 年获得哥伦比亚大学（Columbia University）的金融工程硕士学位并于 2000 年获得佐治亚大学（University of Georgia）的工商管理硕士学位。他于 1993 年和 1996 年从华东理工大学分别获得化学工程和国际商务的学士学位及经济学的硕士学位。唐劲风先生是亚洲金融协会（Asian Financial Society）的董事。他同时是注册金融分析师（CFA）和注册金融风险

经理（FRM）。

一、 构建一个有效风险管理体系的重要性

2007-2008 年的金融危机充分暴露了整个金融体系中存在的巨大风险，以及很多金融机构的风险体系中存在的严重弊端。这些暴露出的金融风险包括我们日常工作中面对的市场风险和信用风险，也包括平时不太受到重视的流动性风险和运营风险。而金融机构风险体系中存在的严重弊端主要表现在两方面：不能识别或准确衡量重要的金融风险；承担的金融风险超过了自身的资本承受能力。

在金融危机之中，很多风险管理欠缺和承担过多金融风险的机构或破产，或被收购，或被政府注资救助。众所周知的投资银行雷曼兄弟公司就是因为在房屋抵押债券产品上承担太多的风险而成为历史上最大的破产金融机构，导致了美国自大萧条以来的最大金融危机。美林证券，贝尔斯登和华盛顿互惠银行相继被其它银行收购。友邦保险，房地美和房利美由政府注入巨资而维持在生命线上，至今仍处在艰难的恢复阶段。

金融危机后，风险管理已成为各国在金融法律和监管最重视的领域。美国和欧洲采取了众多措施，以减少金融机构承担的风险并提高他们应对风险的能力。美国国会通过了多德-弗兰克(Dodd-Frank)法案，其中最重要也是最有名的一个条款是“沃克尔法则”(Volcker Rule)，该法则禁止各银行进行绝大多数自营交易，并限制其投资于风险较高的对冲基金和私募股权投资产品，从而有效地降低银行自身的资本风险。国际清算银行也推出了巴塞尔协议三(Basel III)，提高了各银行的资本

充足率标准并更严格地定义合规资本，同时也增加了与流动性风险和金融杠杆相关的指标。各金融监管机构同时加强了对所管辖公司的考察和监控，如美国联储向各大银行派驻工作组，对它们的风险管理体系进行全方位和更深入细致的考核。

为应对监管的要求和提高自身风险管理的能力，银行和其它重要金融机构开始在风险管理方面进行大量的投资。虽然迫于盈利的压力，这些机构在许多业务领域大幅裁员以降低运营成本，但是在与风险相关的领域，它们却增加了人员编制和资金投入。可以说，现阶段在华尔街找工作，各业务领域的机会很少，但在监管合规和风险管理领域，却仍有大量的机会。

中国的金融业尚处于发展初期，金融投资产品相对比较简单，银行的主要业务仍以存贷为主，和海外发达资本市场的关联程度较低，这也使得中国的金融业和经济没有受到美国和欧洲金融危机的严重冲击。随着中国资本市场的深化，人民币汇率和利率浮动的幅度将加大并最终实现自由浮动，各类资产证券化产品和金融衍生产品将陆续出现并持续增长，国内各金融机构对海外的投资将进一步加大。这些变化都将对国内金融机构风险管理的能力提出严峻挑战。如果它们不能有效地提升风险管理体系的质量和功能，就无法适应资本市场的发展并抓住发展中的机遇。如果这些机构在缺乏对风险的理解基础上盲目地寻求发展和投资，甚至可能导致下一个金融危机。

主讲专家自 2000 年以来，在一些主要的金融机构进行风险分析和管理方面的工作，尤其是涉及较复杂产品如房屋抵押债券和各类利

率/信用衍生产品的市场风险和流动性风险。在摩根大通银行和现在的德意志银行，管理的是银行自营资产和负债的利率风险和流动性风险；在贝莱德（BlackRock），为一些大的金融机构客户，如花旗银行和汇丰银行，提供风险分析和对冲策略相关的咨询服务。

贝莱德在短短十年内从 2004 年管理二千亿美金到今天管理超过四万亿美元资产，成为全球最大的资产管理公司。贝莱德成功的关键原因之一是它拥有很好的风险管理理念，并从公司成立之初就构建了以风险管理为核心的投资系统平台，取名叫阿拉丁(Aladdin)。阿拉丁风险管理和投资系统，不只用来支持贝莱德管理的已经十分庞大的资产，并且被作为一种服务产品提供给其它金融机构使用。在阿拉丁平台上管理的金融资产已经超过十万亿美元。

二、 如何构建有效的金融风险管理体系

主讲专家认为，要构建一个有效的金融风险管理体系，应在以下六个大方面特别注意并把握好：

对业务流程的理解是基础和前提

在金融风险领域工作的朋友都知道，风险管理流程包括四个环节：风险识别，风险衡量，风险监测和风险控制。风险识别是风险管理的第一步，也是对风险管理体系进行有效规划的基础和前提，从而确保系统能支持覆盖主要的金融风险。而是否能很好地识别主要的金融风险并清楚地认识系统应具备的功能，关键取决于对业务流程是否有足够的理解，并是否能建立清晰一个有效的业务流程。

在很多金融机构里，存在的一个现象是“IT 技术人员不懂风险，而风险人员不懂技术”，而构建风险管理系统的主导人员属于 IT 技术部门。这些 IT 技术人员对产品和业务流程的理解不深，同时他们和系统最终使用者，如投资经理和风险经理的沟通不够密切，导致构建的系统不能很好地满足用户的需要。

以下的截图是贝莱德的阿拉丁系统支持的投资流程。这个投资流程和其中的系统图标是 2005 年去给中国金融机构做演示时用的。这么多年过去了，阿拉丁系统的功能应大大加强了，但这个投资流程应该没有太大变化。



从这个截图，可以了解到一个好的投资流程应具备的主要环节，以及系统是如何支持流程中每一个环节，并对各类金融风险进行管理的。一个清晰有效的投资流程对管理运营风险尤其重要。市场风险，信用风险和流动性风险基本是可以定量分析的，主要在“风险分析和管理”环节（右上角）进行管理，但运营风险渗透在投资流程的每一个环节，对运营风险的有效管理需要建立一个清晰有效的投资流程。

实际上，在贝莱德为机构客户实施阿拉丁系统的过程中，首先是帮助优化客户的投资流程，以充分利用阿拉丁系统的风险管理能力。

建议一：构建风险管理体系应首先对业务流程有较深的理解，并建立一个清晰有效的业务流程。项目团队应采取以风险管理部门为主导，IT 技术部门为辅助的结构。

数据，数据，数据

谈到数据，很多人都觉得非常乏味和枯燥，但现实中数据是风险管理体系中最重要的部分，也是在很多金融机构严重不足和被忽略的部分。可以说，有了良好的数据管理，风险管理体系的构建就完成了一半。

良好的数据管理表现在三方面：

完整性 - 重要的数据是否都存在，例如股票和债券的设立所需信息，收益率曲线，市场交易价格，头寸，等等；

准确性 - 数据是否切实可靠；

及时性 - 数据是否反映最新的市场和业务动态。

要建立一个良好的数据管理体系，需要做到以下几点：

- (1) 建立一个中心数据仓库，将所有数据集中起来以便管理。
- (2) 成立一个数据管理的专业团队。这个团队的成员是数据专家，对重要数据都有很深的理解。
- (3) 对不同员工数据处理的权限进行很好地划分，如录入，修改，删除，等等。

(4) 对数据的改变能进行及时追踪，以便能在出现问题有效地进行审计。

贝莱德投资了大量的人力来管理和维护投资流程所需的数据。阿拉丁系统的一大优势在于它的数据管理能力。所有的数据都集中存放在一个中心数据仓库内，由一个专业团队叫“Data Integrity Group”(DIG) 加以管理。由于数据管理和系统维护的成本很高，而且各个投资机构所用的很多数据基本相同，所以贝莱德最初决定将阿拉丁变为一个单独的系统产品提供给其它的投资机构来使用，以分担其数据管理和系统维护的成本。没想到，最后阿拉丁成了贝莱德成长最快的业务部门之一。

在主讲专家工作和接触过的金融机构里，能把数据管理做好的非常之少，尤其是在中国的金融机构。记得 2006 年我曾为一个中国保险公司的投资部做一个风险分析报表的演示，需要他们给我提供代表其投资产品的数据。他们花了两个多星期的时间才把数据准备好，原因是不同投资产品如国内外股票，国内外债券，存款产品等分散在不同的系统里(包括一些投资经理自己维护的电子表格)，而且很多已有的数据不完整，不符合分析的要求。

建议二：应建立一个中心数据仓库，并由一个专业团队来管理，保证数据的完整性，准确性和及时性。

由下而上的风险分析方法

风险分析方法可以分为两大类：

由上而下的方法 – 从宏观角度对投资组合或资产负债表进行分析，比如根据投资组合在大类资产，如股票，债券和房地产，上的配置，及资产负债在证券投资，贷款和存款间的分布，对宏观经济和市场变量，如 GDP，利率，股票指数，等的影响进行分析。

由下而上的方法 – 从单个证券，贷款和存款开始进行风险分析，然后逐个层次进行汇总，最终达到对整个投资组合或资产负债表风险特性的了解。

由上而下的方法简单快速，成本较低，但因为不区分同类资产或负债中不同证券，贷款和存款的风险特性，无法透彻了解整个投资组合或资产负债表的风险。相比之下，由下而上的方法对数据管理和风险模型有很高的要求，分析计算的成本也很高，但可以完整透彻地了解整个投资组合或资产负债表以及各个层次的风险特性，可以将绩效和风险归因分析做到最底层的单个证券，贷款或存款。金融机构在资源和成本允许的情况下，应尽可能采用由下而上的风险分析方法。

当然，在实际操作中，根据需要，为减少计算量和节约成本，可以首先将一些证券，贷款或存款合并成少量的组，然后再进行风险分析和逐步汇总。比如，对房屋贷款组合的风险分析计算量巨大，涉及到用 Monte Carlo 模拟产生几百个可能的利率曲线情景，然后在每个利率曲线情景下，计算现金流并通过折现计算价值。所以为减少计算量和成本，一般的做法是将类似的房屋贷款先合并起来，然后再进行风险分析和汇总。

建议三：应尽可能采用由下而上的风险分析方法。从单个证券，贷款和存款开始进行风险分析，然后逐个层次进行汇总，最终达到对整个资产组合或资产负债表风险特性的了解。

模型分析的一致性和模型假设的有效性

对金融风险的分析离不开定量模型，如利率模型，提前偿付模型，流动性模型等等。每一类模型又有很多不同的选择，例如利率模型分为单因子模型和多因子模型，再进一步还可分为 Ho-Lee model, Hull-White model, B-K model, Libor Market Model, HJM model, 等等。每一个模型都有自己的优点和局限性。对建立一个有效的风险体系而言，是不是模型越复杂，包含的因子越多，就越好呢？主讲专家的答案是否定的。模型越复杂，包含因子越多，固然有可能提高模型反映现实的准确度，但会增加分析计算的成本，同时会分散对主要风险要素的注意力。

在贝莱德工作的时候，其风险分析所用的利率模型只是单因子模型，究其原因，是因为花费人力财力去建更复杂的多因子利率模型，所产生的效益不大，并不能显著地提升其风险分析的能力。相比之下，贝莱德将大量的资源投到提前偿付模型的改进上，因为其拥有大量 MBS/CMO 的投资，而提前偿付模型的好坏，对 MBS/CMO 的风险分析有着至关重要的作用。

对数量模型而言，主讲专家认为最为重要的是模型分析的一致性和模型假设的有效性。所谓一致性，是指用同样的模型来分析同类的金融产品，比如对不同利率衍生产品的分析应使用同样的收益率曲线

和利率模型。在很多金融机构里，经常会出现不同部门的人员使用不同的模型来分析同类的金融产品。这样，会造成风险分析结果的冲突，将这些风险分析结果汇总将不能很好地反映整个公司的风险敞口。

关于模型假设的有效性，风险分析时应考虑模型假设是否能反映可能出现的情景。这要求分析人员不能仅仅将假设建立在过去几年或十几年的历史数据上，还有考虑未来可能出现的风险情景。

在金融危机之前，很多分析房屋抵押债券信用衍生产品的模型都假设房价会每年以一定的速度向上增长，因为那是在之前的十几年内房价的基本走势。此外，很多模型用基于历史数据的资产回报关联系数来分析 CDO/CDX 等信用衍生产品的风险。这些假设虽然是基于对历史数据的统计分析，但严重低估了这些创新金融产品的风险——房价的大幅下跌以及基础资产回报关联度的大幅上升最终导致了自大萧条以来最大的金融危机。

模型假设的有效性是动态的，在一个时期有效的假设在另一时期就可能需要根据市场的变化及时更新和调整。最近几年碰到的一个典型例子就是分析房屋抵押贷款及债券产品的提前偿付模型。在金融危机以后，房屋抵押贷款的提前偿付行为和危机之前有了很大的不同，在以前模型中假设的一些关系，如一级市场和二级市场房贷利率的关系，也发生了重大变化。这些都要求对模型及其假设调整和改进。

建议四：应根据成本和收益的衡量来决定最适合的定量模型。应保证模型分析的一致性，用同样的模型来分析汇总同类的金融产品风险。应定期检查模型假设的有效性。

风险管理是防守，不是进攻

风险经理或投资经理需要牢记的是：风险管理是投资管理过程中的防守，而不是进攻。由此，风险管理需关心的不是如何提高投资回报，而是如何防止或减少不利情景下的投资损失。可以说，最成功的投资经理并不是在市场好的时候赚钱最多的人，而是在市场不好或危机时能很好地规避风险和减少损失的人。

这和现实生活中很多其它竞技运动是很相似的。踢足球和打篮球的人都知道防守的重要性。德国能赢今年的世界杯，最重要的原因是德国队水泄不通的钢铁防守。例如主讲人是高尔夫和德州扑克的爱好者。打好高尔夫最重要的一点是估计每次击球的风险，争取在一杆没打好时，还能稳定情绪，补救回来。德州扑克可能是和投资交易最接近的脑力运动了。德州扑克的高手不是在运气好时赚钱最多的人，而是在有风险时能规避或控制损失的人。否则，在运气好时即使赚钱再多，在运气不好时可能一次就全部输光。

应该如何才能建立起投资过程中的坚强风险防线呢？主讲专家认为应该做到以下几点：

(1) 充分考虑和分析投资过程中可能出现的最坏风险情景。既要考虑过去曾出现过的危机情景，还要考虑未来可能出现的风险情景；

(2) 建立有效的风险额度体系。每个公司的风险额度体系应反映其投资组合或资产负债的主要风险，其对风险的偏好程度以及其承受风险的能力。一个有效的风险额度体系还表现在风险额度被违反时，是否能及时地采取有效措施，使风险能回到额度允许范围之内；

(3) 严格控制投资交易新的金融产品，每一个新产品的引入都应经过严格的审核。在像德意志银行的很多大公司里，有专门的新产品审核委员会，有来自各个相关部门的资深员工组成，如风控，财务，法律，税收，等等。不要触碰对其风险特性不了解的金融产品。这次金融危机的一个重要原因就是很多机构投资交易一些风险特性复杂很难分析的新产品，如次贷 CDO，甚至出现了 CDO²,CDO³ 等无法准确了解其风险特性的金融产品。贝莱德在这一点上做到很好。在金融危机之前，由于公司没有很好的分析次贷产品风险的模型，就没有大量投资这类金融产品。虽然公司没有抓到次贷产品危机前几年高速增长带来的盈利机会，但是规避了次贷危机爆发时带来的巨大经济和名誉损失。

建议五：风险管理关心的是如何规避或减少不利情景下的投资损失。一个有效的风险体系需要充分考虑和分析投资过程中可能出现的最坏风险情景，建立有效的风险额度体系，并严格控制投资交易新的金融产品。

不要忽略银行账户(Banking Book)中存在的潜在风险

根据持有时间和目的的不同，金融机构的资产负债可分为两大类：交易账户(Trading Book) 和银行账户(Banking Book)。交易账户包括短期持有或以交易为目的的资产负债。银行账户包括长期持有的资产负债。交易账户需要每日根据市场价格计算账户盈亏，而银行账户则按照历史成本来记录其中资产负债的账面价值，并不反映它们的真实市场或经济价值。

因为银行账户中的资产负债的账面价值很稳定，它们经济价值的变化不体现在公司的会计报表上，长期以来金融机构的风险分析主要都集中在交易账户上。在一些公司内，甚至出现一些人认为银行账户没有风险的错误观点。实际上，虽然银行账户的经济价值变化不体现在目前的会计盈亏上，但会反映在未来时期的会计盈亏上。这也是这次金融危机的一个重要原因。很多金融机构投资的资产，由于放在银行账户里，它们的潜在风险被隐藏起来，没有被很好地分析了解。危机之后，监管机构开始要求各金融机构加强对银行账户的风险管理。

银行账户的风险管理要求金融机构对资产负债的帐面盈亏和经济价值盈亏进行统筹兼顾。一方面，要将银行账户纳入管理交易账户的风险分析系统和过程，对每一类资产负债的经济价值和风险进行分析。另一方面，除了经济价值风险的分析之外，还需要分析预测银行账户在不同情景下未来各时期的账面盈亏，主要包含净利息收入（NII）和信用损失（credit loss）。

美国监管机构如美联储最近几年要求各大金融机构提交两个项目下的压力情景分析结果，以帮助评估每个机构在不同危机情景下资本的充足性和其应对风险的能力。一个项目是 Dodd-Frank 压力测试，另一个项目是全面资本分析和评估（CCAR）。这两个项目都要求各金融机构充分分析其银行账户中资产负债所包含的风险，提交在三种不同程度的压力情景下未来至少九个季度内的盈亏和资本预测分析。从过去两年的提交结果来看，很多金融机构的风险分析能力还存在很

大的不足，像花旗银行这样的几个大机构都没有能够通过美联储的审批，以致不能向股东派息和执行股票回购等资本计划。

建议六：不要忽略银行账户中存在的潜在风险。应将银行账户和交易账户一起纳入公司的风险分析系统和过程。风险分析系统不但要能够分析经济价值风险，还要能够预测公司在不同情景下未来各时期的账面盈亏和资本充足率。

三、总结构建一个有效金融风险管理体系的六条建议

建议一：构建风险管理体系应首先对业务流程有较深的理解，并建立一个清晰有效的业务流程。项目团队应采取以风险管理部门为主导，IT 技术部门为辅助的结构。

建议二：应建立一个中心数据仓库，并由一个专业团队来管理，保证数据的完整性，准确性和及时性。

建议三：应尽可能采用由下而上的风险分析方法。从单个证券，贷款和存款开始进行风险分析，然后逐个层次进行汇总，最终达到对整个资产组合或资产负债表风险特性的了解。

建议四：应根据成本和收益的衡量来决定最适合的定量模型。应保证模型分析的一致性，用同样的模型来分析汇总同类的金融产品风险。应定期检查模型假设的有效性。

建议五：风险管理关心的是如何规避或减少不利情景下的投资损失。一个有效的风险体系需要充分考虑和分析投资过程中可能出现的最坏风险情景，建立有效的风险额度体系，并严格控制投资交易新的金融产品。

建议六：不要忽略银行账户中存在的潜在风险。应将银行账户和交易账户一起纳入公司的风险分析系统和过程。风险分析系统不但要能够分析经济价值风险，还要能够预测公司在不同情景下未来各时期的账面盈亏和资本充足率。

以上是主讲专家认为构建一个有效金融风险体系最重要的六个大方面。当然，风险管理体系的建立涉及很多细节，需要投入大量的人力和资金。但是，在现在复杂的金融市场中，这些投入对金融机构的长期稳定发展是非常必要也是有巨大价值的。

四、提问环节

Q1: 请问在 blackrock 的风险管理阿拉丁系统中，资产管理的投资组合策略也在其中吗？投资组合策略和风控有没有直接的互动？

A1: 不同投资策略有不同的风险特性。一个好的系统像阿拉丁会覆盖不同的投资策略。

Q2: 现在商业银行在信用风险管理方面已经积累了丰富的经验，随着社会融资多元化，银行必须面对市场风险和流动性风险等，但是习惯上，董事会也好，高管层也好，都会习惯性地笼统说一句，要全面风险管理，但是在风险管理体系的人力资源配备、系统开发方面没有什么新的投入，原有的体系都是适应信用风险管理的，你如何看待这个问题？

A2: 这个问题很大不好回答，但仅就德意志银行为例，这种银行它的风险部门其实作用是很大的，很多新产品或者新的业务都需要风控部门的批准，风控部门的参与在董事会里面也是有代表的。我觉得

如果要建一个好的风控系统的话，董事会的重视是非常必要的，不只是说一说是必须要做的。

Q3: 有一个很现实的问题，可能同样资历和水平的专业人员，如果是在前线直接做业务，和到中后台做风险管理，在许多银行，收入水平有巨大的差异，有的偏向前线的银行，可能相差 10 倍，你认为这个差距多大合适？是否有什么可以参考的机制？

A3: 风险意识的提高需要最高层的重视，也需要大量的资源投入。

Q4: 比较国内的商业银行，在董事会风险委员会是否参与具体项目的审批上，做法差异很大，有的根本就不参与什么具体项目审批重点在于风险管理战略与制度，有的银行的董事会风险委员会则参与很深，批的项目不少，在这个方面，有什么可以参考的意见？

A4: 要建立一个好的风险文化或者建立一个有效的风险管理体系，董事会的重视是至关重要的，比如说在德意志银行这种大银行里面其实他董事会下面是设有风险管理委员会的，而风险管理委员会的成员都是董事会里面的重要成员，所以说这种风险意识、风险文化必须从最高层的培养，然后向下传达，这才有可能把这个风险管理体系做到实处，真正的做到有效管理。

Q5: 现在主要的商业银行基本上都是多元化经营的，下面往往设立了信托、基金、租赁等等子公司，母银行的董事会在管控这些子公司的风险方面，应当管到什么程度合适？

A5: 关于多元化经营的这些银行我的一个主要的建议是母公司它应该对每个子公司的总体风险都应该有比较好的、比较准确的认识，

能够在这个大的方面能够设一些有效的额度进行管理，当然母公司不应该过分的参与子公司的这种日常运行。但在大的这个风险指标上总体的风险指标上进行把握。这就是为什么要建一个由下往上的这种风险管理方法，这样的话就是比较容易对各层的风险进行控制。

Q6: 运营风险是如何度量的？

A6: 运营风险的衡量一般来说很难用一些定量的模型来分析，现在也有一些根据过去的运营数据来分析运营风险的模型，但主要的还是通过对流程各个不同关键点的控制来实现运营风险的管理，涉及很多细节的东西可以私下聊。

Q7: 在一些大的金融机构如宏观策略和经济学家部门，应该是由上而下的分析模型，那么是否与由下而上的风险模型相冲突？如何协调能达到最佳组合效果？

A7: 个人认为由上往下的分析，还是比较宏观的比较高的。如果你要做一个这种快速的对公司的风险的了解的话，由上往下就可以很快的就可以做到，相对而言，由下往上呢因为它能够做的更细致，对风险的了解更深刻，这两者之间应该不会产生太大的距离，如果产生太大的距离的话，说明他们由上往下采取的方法或者由下往上用的这些模型可能都存在一定的误差，所以才导致这些不一致。

Q8: 如一些 PE 等独立机构，募投管退可能要横跨一二两级市场，这一类机构的风控措施和主导模型会集中在哪方面？是否和贝莱德一样应采用提前偿付模型？

A8: PE 的风险管理我不是很熟，个人觉得 PE 的风险管理可能很难用定价模型来分析，提前偿付模型主要用来分析房屋抵押贷款或者房屋抵押贷款债券的模型，跟你说的 PE 可能不是一回事儿。

Q9: 根据新的监管要求以后所有的衍生品将会在结算中心 (central counterparty) 上结算，请问这点对其相关的风险管理会有什么样的影响？准确的说是大部分的主要的衍生品。

A9: 如果一个好的公司好的金融机构它的风险管理能力非常强风险分析能力非常强的话，这个 central counterparty 作用可能对他风险管理不会有太大的影响，我想这个 central counterparty 最大的作用就是防止这些金融机构违约，他们可以为每日资金结算，然后进行 collateral posting，所以说对这种风险管理能力不强，或者风险承担能力过多的这种金融机构还是会有很大的影响。另外的话我认为 central counterparty 他的一个作用主要是帮助这个监管机构更好的来了解和金融衍生品市场相关的风险，因为现在大部分的金融衍生品都是在每个公司里面单独的管理，它的信息不公开不透明，有了 central counterparty 以后他们的这些金融衍生品的这些风险就更透明了，这个对金融监管是非常有好处的。

Q10: 想问下怎么平衡模型的复杂性和准确性？

A10: 个人认为，模型不是越复杂，就越准确。复杂达到一定程度后，再增加反而会降低模型的价值。应使用 80/20 法则。用 20% 的投入，达到 80% 的效用价值。任何模型都不能完全准确地反映现实。最重要的是，模型能较准确地反映主要因子的逻辑关系，并且模型的

应用能保持一致，模型的假设能有效。投入是指数据收集，模型设计和计算的成本，效用是指模型对于投资组合风险管理产生的价值。比如，对于 MBS 投资而言，提前偿付模型比不同利率模型选择更重要，更有价值。20/80 法则指应用较少量的投入实现大部分价值。剩余的价值实现需要大量的投入，所以商业效益不大。

第 53 辑 (2014.12.16)

巴塞尔银行监管委员会 239 法则 (BCBS 239) 概述

【主持】

巴曙松教授（北京大学汇丰金融研究院执行院长）

【主讲嘉宾】

Scott Chang 现任纽约梅隆银行集团风险管理部管理董事总经理 (Managing Director MD), 主管一亿美金的集团风险集成项目, 带领团队负责完成美联储 FRB, 巴塞尔 BCBS, 和 Dodd-Frank 等规范的实施。他曾任美洲银行美林证券管理董事, 信用风险估值对冲量化部 (CVA Quantitative) 全球总裁, 带领五十多人的团队, 负责 CVA 盈亏计算流程设计 (P&L Explains process) 和 CVA 资本分析和压力测试 (CCAR & Stress Testing) 等等。Scott Chang 曾任高盛和雷曼兄弟风险部副总裁, 拥有 15 年华尔街大公司团队管理经验, 拥有深厚的资本市场风险管理知识和经验。Scott Chang 是清华大学硕士和纽约斯坦恩商学院 EMBA 优生。

一、 BCBS239 的背景介绍

BCBS 239 是用来监管风险数据整合集成和风险汇报的 14 个法规原则。当前华尔街的大银行都在落实该法则的规定和要求。美国 2007 年开始的金融危机之后, 华尔街得到的一个重要教训就是各大银行的 IT 信息系统以及数据体系结构 (Data architecture) 难以胜任

风险管理的要求，不能很好地支持全面的金融风险管理。这体现在两个方面：

1、IT 系统非常散乱（fragmented），不是一个有机结合的生态系统；

2、数据很散乱。

举一个例子来说明，在雷曼兄弟倒闭之前，鲍尔森希望靠几家大银行私下救助雷曼（private solution），当时主讲人在高盛工作，高盛 CEO 需要马上看一下该公司对雷曼的风险暴露。高盛的信息技术算是各大银行中首屈一指的，但是在评估雷曼风险暴露有多少时算不出来，当时整个团队做了一个晚上，别的银行需往往可能要的时间更久。

上述第一个方面，IT 系统的基础设施是分散独立的，涉及到一个问题：当时华尔街各大银行每年对信息系统的投资都是几十亿美元，为什么效果仍很差？有几个原因：1、很多银行都是通过长期兼并而来，各公司之间系统都没有集成好，就急于上马做业务，这些遗留的系统只能是凑合使用；2、IT 信息系统在华尔街一直被认为是成品化的，属于 commoditized cost center，不再是一个竞争优势。所以很多情况下，业务部门和 IT 管理部门缺少一个长期的共识，没有一个共同的战略计划，IT 部门没有与业务部门的长期战略紧密地结合在一起。总之，现实情况是，全球 30 家系统性重要银行（SIB）信息系统程度不同地存在同样的问题，它们的 IT 系统无法支持很好的金融风险管理。

第二个方面，数据的问题更加严重，在各家银行中非常散乱，任何一个大的银行都缺少很好的数据分类，即使是高盛和摩根斯坦利这类优秀的机构。比如到一个图书馆很容易找到一本书，但是到这样一家如此复杂的大银行、世界级的金融公司，想要找到某一个特定领域的的数据往往是很难的。简单的例子，违约概率（PD）或违约损失率

(LGD)，这些数据会散落在各个不同系统中，比如在资本计算系统和 CVA（信用风险对冲）系统中都存了同一个数据的不同版本，这两个版本很可能是不同的。另一个例子是，目前在华尔街业界有一个大的合作项目称作 **Legal entity identifier**，整个工业界缺乏一个统一的 **identifier**。

上述两个方面，强调的是 IT 系统和数据体系结构目前在华尔街是相对缺乏的。基于这样一个现实，巴塞尔委员会和其他国家的监管机构以及业界一起，在 2013 年 1 月份正式发行了 **BCBS 239 14 条法则**，旨在有效管理风险数据整合集成和风险信息披露报告。主要目的是解决各大银行缺少整合集成风险报告和高效识别风险集中点能力的问题。

二、BCBS239 的主要内容

BCBS239 全名叫有效风险数据整合集成和风险报告的法则。它明确给了 14 条法则，来规定银行风险数据集成和风险报告的实行过程。旨在加强大银行风险数据整合集成(**RDA**)和风险信息披露(**RR**)的实施。

14 条原则可以分为四大类。第一类，称为全方位管理法则 (**Overarching principles**)，包括 1) 公司内部数据管理 2) 数据体系结构和信息技术基础设施；第二类，**RDA** 风险数据整合集成的能力，包括 4 条原则：1) 精确性 2) 完整性 3) 及时性 4) 灵活性；第三类，**RR** 风险报告或披露；第四类，监管原则 (3 条原则)，针对监管人员。**BCBS239** 最开始面向大型银行，第一步是 30 家全球系统性重要银行，中国有三家上榜，中国工商银行，中国银行，中国农业银行 2。2016 年 1 月份要满足这 11 条法规 (3 条法规是针对监管人员的)。同时，第二层 **Domestic** 至关重要的银行，在全球系统性重要银行满

足法规之后的三年内也要满足这些法规。

三、 BCBS239 涉及的法规详细介绍

十四条法规原则中，三条是针对监管人员的，有十一条适用于银行和金融机构。针对银行和金融机构，这些法规分为三大类，第一大类是全方面的两条原则，第一条是管制框架（Governance），强调每个银行要有稳健的风险数据和风险汇报控制过程，管理框架需要公司董事会来查阅批准，有的人称 BCBS 239 有点像当年的萨班斯-奥克斯利法案（Sarbanes-Oxley）。第二条强调数据体系结构和 IT 基础设施，主要是如何设计、建造和保持公司的数据体系结构和 IT 基础设施，来支持有效的 RDA and RR 实施过程，还要在经济形式不利的情况下（stress time）系统高效地运作，有可靠的数据和系统来支持决策过程。

RDA 下面有四条法规。1、强调数据精确性，风险管理传统上对数据精确性要求不高，这条是严格要求风险数据的精确性，至少是与 G/L 数据的精确性相同。2、数据的完整性。很多公司的情况是是每个业务部门都有很好的风险数据，但是在集成层面是不完全的。例如在某华尔街的银行，主讲人在做集团的风险集成时竟然发现该系统没有包括一个主要的子公司。3、及时性。很多银行能够做到风险的整合集成，但是时间耗费很大。比如在某银行，两年以前在多德-弗兰克改革法案出来时，多德-弗兰克法案 165 条有一条规定，对单个交易对手的整合风险暴露需要每天检查，公司对其风险暴露不能超过资本的 25%。当时某银行的系统做不到每天检查，只能求助于手工的计算，当时的系统只能做一个月，设计是每个月产生一次报表，后来该银行投入了很多人力物力把它改造成一个每日产生报告的系统。及时性不单单是要求当日的要求，有些时候甚至是要实时的，当时主讲人在高

盛做过一个对冲基金客户保证金索取的系统（Margin Call），当时市场波动很大，就需要一个接近实时的系统。所以及时性是根据不同的风险报告的要求来决定的。4、灵活性。例如，当时某银行将 repo 合同数据传给风险部时，现金和抵押品的数据都没有体现，只有一个最终计算得到的数值。如果监管有变化时，风险部需要对抵押品进行模拟，数据就不支持了。所以数据的灵活性需要很大的提高，不仅支持正常情况下的风险分析，在经济不利的情况下也能够支持风险汇报，如果有监管规则和框架变化时，还能够产生临时需要的报告，能够通过我们的数据源灵活地支持。

五条关于 RR（Risk Reporting）的监管原则。1、风险汇报的精确性。风险汇报需要给董事会看的，所以数据应该是准确的。2、综合性，风险报告应包括所有有风险的业务部门。报告应该是面向未来的，要有前瞻性，可支持不同情景的情况。3、清晰性和有用性，不单单是给出很多数据来，还要有一些定性的分析。比如说报告的 VaR 值，就需要说明这个值的变化代表了什么样的风险意义。4、风险报告产生的频率，需要根据不同的观众来定的，比如高层管理人员；还有一些根据反应的风险性质来定，例如美联储规定需要提交日间风险报告，某银行日间发放很多信用，在收盘前款项回来，但是日间风险是很大的，这种风险报告必须做成实时的，日间的风险已经是很大的暴露，当时做的是每十五分钟刷新。5、报告的传递和发放，第一强调及时送到当事人的手中，第二强调机密性，该报告反应了公司的风险政策，需要平衡机密性。

BCBS 239 是银行风险管理的基石，所有压力测试、资本规划、上限监控，都是在数据整理好的基础上才能做好。

四、当前各大银行实施 BCBS 239 的进展以及自我评估结果

巴塞尔委员会在 2013 年 7 月份要求 30 家全球系统重要性银行做一个自我评估，看看这些银行在数据方面做得如何。2013 年 12 月巴塞尔委员会发表了这个评估结果，发现很不尽人意。当时巴塞尔委员会在这些原则下细分了很多小的问题，按照四分制，1 分是不能满足，2 分是很大程度上不能满足，3 分是很大程度上能够满足，4 分是完全满足。整体来看，几乎没有完全满足的，而且完全满足也是集中在风险披露这一块，而 IT 基础设施和数据体系结构这些内容的得分很低。所以这 30 家全球最大的银行总平均分是 2.8 分，尤其是数据和 IT 基础设施方面非常差，在风险汇报这方面在 3.1-3.2 分。但是有一个问题，没有数据，那么为什么风险汇报会做的很好？这其中的原因是很多数据是用手工处理整合，甚至很多银行用 spreadsheet 进行手工计算，某银行很大程度上就是这样。

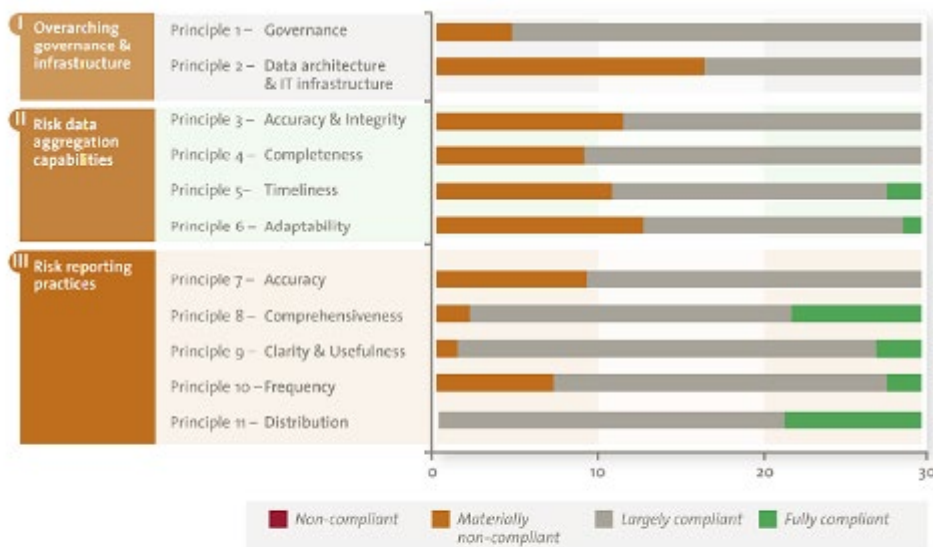


图 1 第一次评估结果 BCBS 239 (by 30 G-SIBs , conducted by July 2013, published by Basel in Dec, 2013)

这是第一次自我评估的结果，一年后巴塞尔委员会要求再进行一轮评估并给出修正方案。目前巴塞尔委员会还没有正式发行此次评估的结果。麦肯锡公司也同时做了调查，调查了同样这三十家银行，有二十七家银行返回了结果。总体来讲，分数比 2013 年略微下降，结

果与 2013 年的比较一致，在 RDA 这方面分数比较低，但是 RR 的分数还不错。同时有一半以上的大银行可以在 2016 年 1 月满足 BCBS239，但是也有 22% 的银行表示不能做到，他们正在经历很大的挑战。可以看出，华尔街的大银行在满足这些规则方面投入了很大，27 家银行投资超过 2 亿美元，大规模的信息系统项目已经启动，有 15 个项目需要 50 个以上的全职员工。目前已存的项目也被联入 BCBS239 这方面，通过加强来满足这方面的要求。另外，大银行都在很积极地与当地的监管机构进行交流。针对 BCBS 239 具体怎么做，这些银行有些地方还有些疑惑，所以他们需要与监管机构沟通，把这些地方搞清楚。很多人都认为 BCBS239 属于一个祝福型的法规（a blessing to industry），因为它强调的 IT 基础设施和数据体系结构在各大银行确实都很弱。由于很多银行业务部门比较贪婪于短期的利益，经常把 IT 基础设施和数据放在第二位，BCBS239 是一个很好的机会让大家把这个问题改正，打好基础，长远来看这对风险管理人员来说是一个好事情。

五、提问环节

Q1:请介绍下 1、239 会是个独立的项目还是分布在各已经启动的风控项目中去实现的？**2.CEO、CRO、CIO、CDO** 间在数据问题上在贵行是如何分工协调的？风险报告数据与其他数据在贵行是在一起还是由分别主管分别负责？**3、**在贵行董事会，他们被告知了 239 对董事会的要求了吗，反应如何？

A1:1、239 是独立的项目和专门的机构，主要负责协调管理，但真正的实现是分布在各个地方的，比如风险系统、IT 系统有很多工作要做，已存的项目与 239 是殊途同归的。各大银行新成立了 CDO（Chief data officer），专门负责管理数据的，以前不多见，例如某银

行就是因为 239 法则才设立了这个职位；2、在某银行由 CRO 负责 239, 各个业务部门成立了数据管理委员会, 专门负责本部门的数据, CRO 负责整合各个部门的数据并协调；3、董事会明确知道, 239 的所有框架需要高层管理人员来签名。

Q2: 对中国几家系统性重要银行有什么建议?

A2: 对中国这几家大银行内部的 IT 与数据系统没有多少了解, 但是与某区域性银行有交流, 建议在早期发展时要把 IT 和数据系统的基础打好, 这样以后如有新的金融产品和业务进来就可以在这个统一的基础之上发展。比如高盛在早期使用了一个 SecDB 技术, 从 IT 和数据角度来看, 在一到两年前是华尔街的一个楷模, 把数据和 IT 整合在一起, 所以在做风险数据集成时, 高盛比其他公司有很大优势。传言高盛在巴塞尔委员会的评估中各项指标都是第一名。

第 54 辑 (2014.12.17)

2015 年美国利率前景及交易策略

【主持】

巴曙松教授（北京大学汇丰金融研究院执行院长）

【主讲嘉宾】

Michael Ning（First Eagle Asset Management 基金经理）

Michael Ning, CFA, Michael joined First Eagle Investment Management, LLC in April 2013. He is a portfolio manager of First Eagle's Multi-Asset Absolute Return and Tail Hedge strategies.

Prior to joining the firm, Michael was a portfolio manager and Director of Research for the Absolute Return Group at AllianceBernstein, including the Enhanced Alpha Global Macro, Tail Hedge and Unconstrained Bond strategies. Before joining AllianceBernstein in 2004, Michael spent six years at Citigroup as a senior research analyst. He has expertise in the research, development and management of trading strategies across credits, rates and currencies. Michael received his PhD from Oxford University. He holds the Chartered Financial Analyst (CFA) designation.

一、2014 年市场概况和交易策略介绍

过去一年中，很多的模型都是使用美元利率曲线的运动背离了固有体系的平衡，表明市场非常的 **Broken**，在这种情形下交易需要非常小心。美国作为国际金融体系中的一个中心国家，它的利率水平和利率曲线受到美国国内经济和国际宏观环境两个方面的影响，一方面现在它的长期利率远远低于联储的预期，另一方面又远高于欧洲和日本

的水平，市场缺乏明显的估值参照，投资者难以达成共识。参照今日（美东时间 2014 年 12 月 17 日，下同）的 FOMC 会议，美联储在货币政策导向上措辞虽然谨慎，但收紧银根的方向是明确的。尽管像 Bill.Gross 这样在市场上有影响力的大牌投资者认为 2015 年不会升息，个人认为 2015 年升息依旧是大概率事件，特别是今天 FOMC 会议后利率市场和外币市场的反应证明了这一点。市场普遍认为即使美联储启动升息，运作也会极为有限和缓慢，但个人认为，历史表明，市场往往低估美联储的终极目标和步伐。

在 visibility 很低的情形下，个人认为交易策略应该是看空不做空，看多不做多。体现在四种主要利率交易手段，第一种是 Directional trade。长期经济增长的力度及通胀的前景不明朗，在联储启动升息、全球经济恢复趋势明显之前，10 年期国债收益率将在 1.9%-2.5% 间震荡；即使目前利率较基本面略低，一般不建议过早做空；相反，逢回车做长更有获利前景；

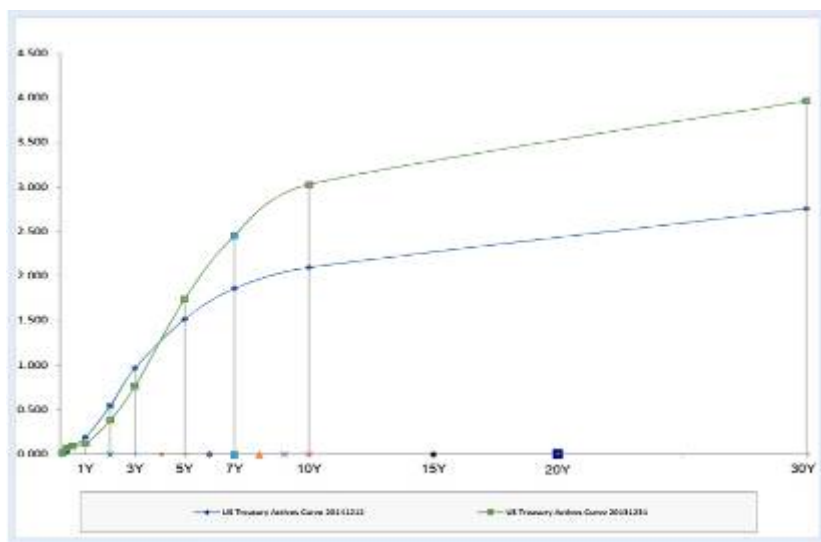
第二种交易手段是 Curve trade，对联储升息的预期会进一步推动收益率曲线走平；同时，联储的任何犹豫不决的表现都会吸引套利交易，诱发曲线大幅度变陡；利率曲线交易策略面临挑战；

第三种是 selling volatility。利率掉期期权隐含波动率远远低于利率曲线曲率所展示的不确定性，基于前几个联储升息周期的经验，沽空利率波动性一类操作必须重视风险管理。建议在联储进入升息周期之后再作沽空利率波动性操作；

最后一种是 Inflation trade，损益平衡通胀率 (BEIs) 虽已达到 2014 年来低位，但当前通胀水平下的套利空间有限，在联储表明对通缩担忧之前，交易风险较大，这就是所谓“看多不做多”。

二、2014 年市场回顾

回顾 2014 年，美元长期利率大幅度降低，收益率曲线大幅度走平。10 年利率是 5 年利率和 5Yr5Yr 远期利率的几何平均。2014 年以来，在 5 年利率基本不变的情况下，5Yr5Yr 远期利率由 2014 年初的 4.6% 跌至年底的 2.7%。在 1.9% 的跌幅中，大约 1.4% 是实际利率下降造成，远期通胀率只降低了 0.5%。



Source: Stoerber As Of Dec 12, 2014

2014年初曾达到历史水平的远期实质利率在年终又回到新常态

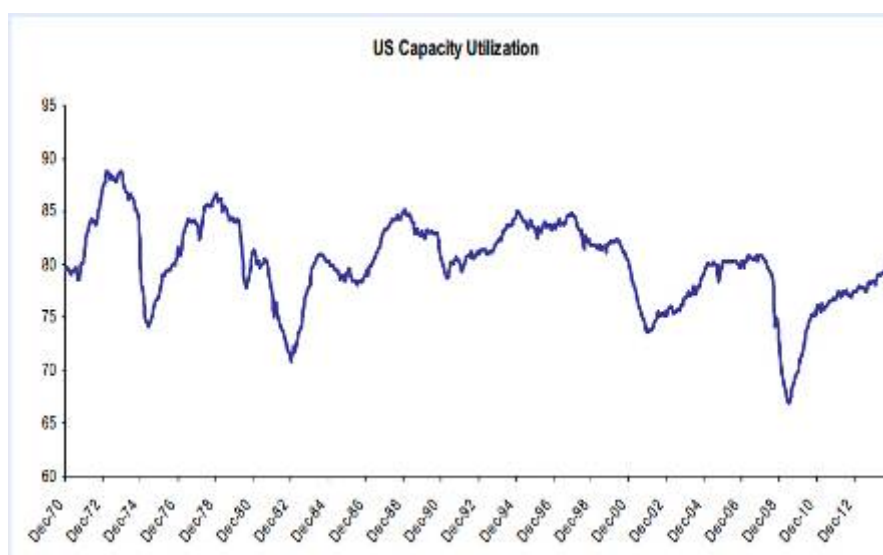


实际通胀水平至 11 月份为 1.3%，但是核心通胀约 1.7%，虽然疲弱但是距离联储的目标相差不远，投资者 5Yr5Yr 远期通胀预期还

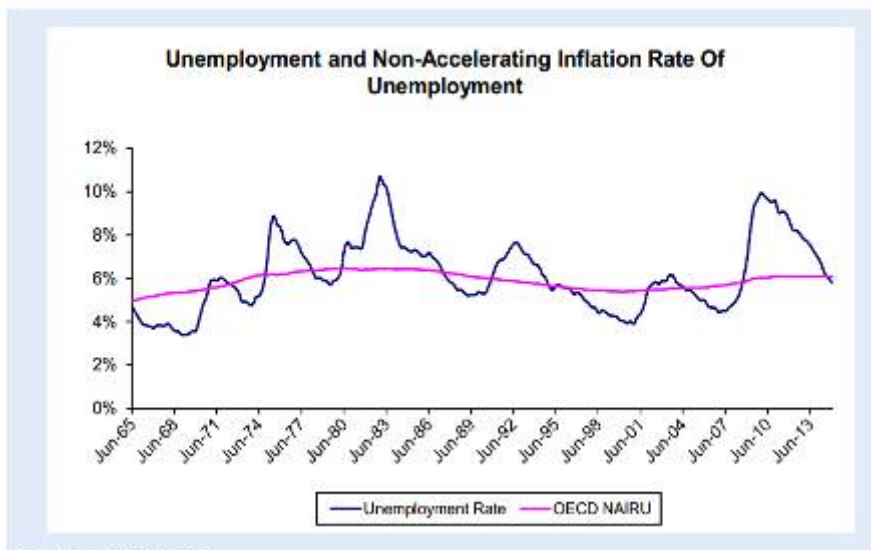
维持在 2% 以上，美国不是欧洲，通胀还不是最大的风险。

远期实际利率从年初 2% 下降至年底的 0.6%。通胀预期的下降可以理解，大宗商品消化了很多。但实际利率暴跌则是联储不愿看到的。格林斯潘时代的“大缓和”的成果是将远期实际利率降为 2%。伯南克一直坚守这一水平，即使 2008 年金融危机和 2010 年 QE2 也没有动摇。远期实际利率跌至 0 水平的直接原因是欧债危机。可以观察到的一点是，伯南克执政晚期通过一系列运作（联储预测、削减量化宽松规模等等）将远期实际利率提升到接近 2%。

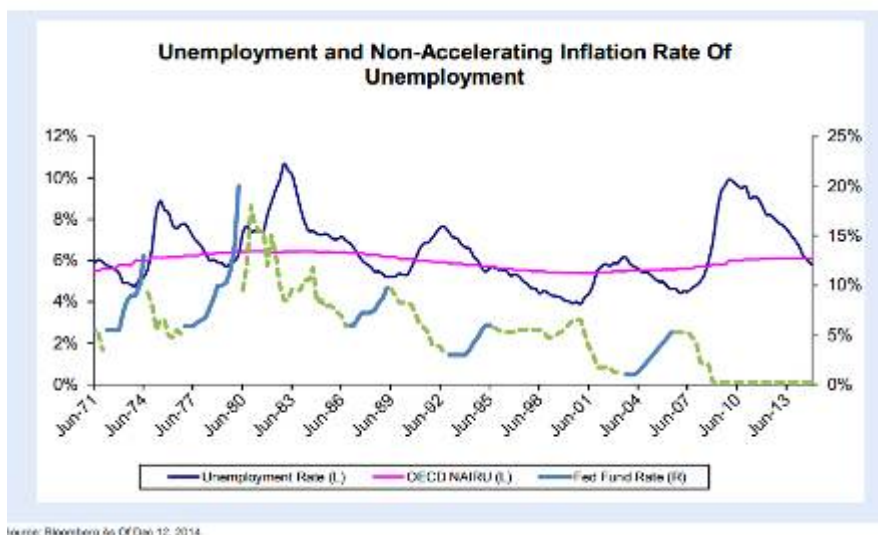
之所以认为远期实际利率太低是因为看基本面，12 月 15 日更新的美国生产能力利用系数（Capacity Utilization）标志着美国经济增长已接近潜能。联储从声明稿里完全剔除“considerable time”就应该是时间的问题。联储货币政策的目标是充分就业、稳定的价格，包括预防通货膨胀或通货紧缩，温和长期利率为维持金融体系的稳定。联储认为近年来大宗商品价格波动引起的通膨或通缩是供给方造成的，不应在货币政策中过多考量，充分就业其实是其主要操作目标。



美国劳动力市场持续发力，已逼近充分就业

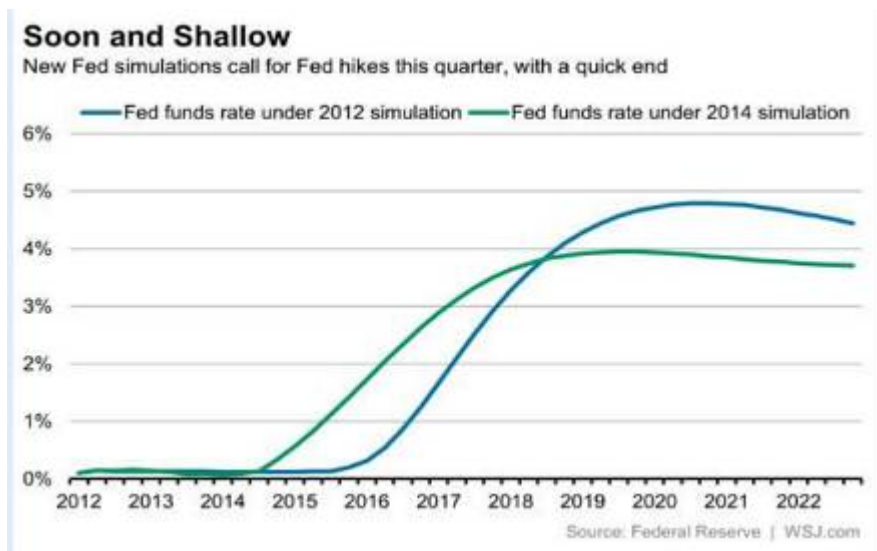


历史上每次当失业率向下穿越自然水平都会触发联储改变货币政策，大规模的升息



从历史经验对比看，过去 40 年间，美国每次社会达到充分就业，联储都对货币政策做出了调整。目前失业率达到 5.8%，个人认为升息是就在眼前的事。

以上是个人的观点，接下来看美联储自己的观点：下图为美联储最新发布的最优控制模型，表明 2014 年第四季就应该开始升息。



市场对美元利率走势的预期远远低于联储的设想

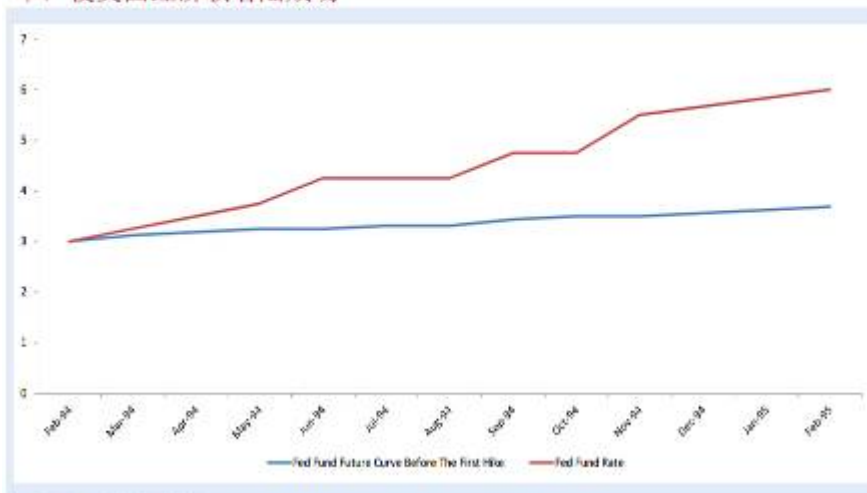


联储 3 年中性利率目标为 3.625%，虽然远远低于历史水平，但是大大高于 (>150bps) 市场预估。今天耶伦发表讲话说接下来几个会议都不会升息，市场解读为要到 2015 年 4 月份都不会升息。联储和市场对升息时间表都没有异议，都预计在 2015 年年中第一次升息。但在升息力度上，联储在过去六个月先对利率走势向上做了调整，12 月 17 日又作了下调：2015 年底 1.125%，2016 年底 2.5%，2017 年底 3.625%；而短期利率市场先是全无反应，今天却大幅走弱。

接下来的两幅图表明前几次升息周期（1994，2004），市场都在开始阶段低估联储的终极目标及步伐。一次接近 300 个点，一次接近

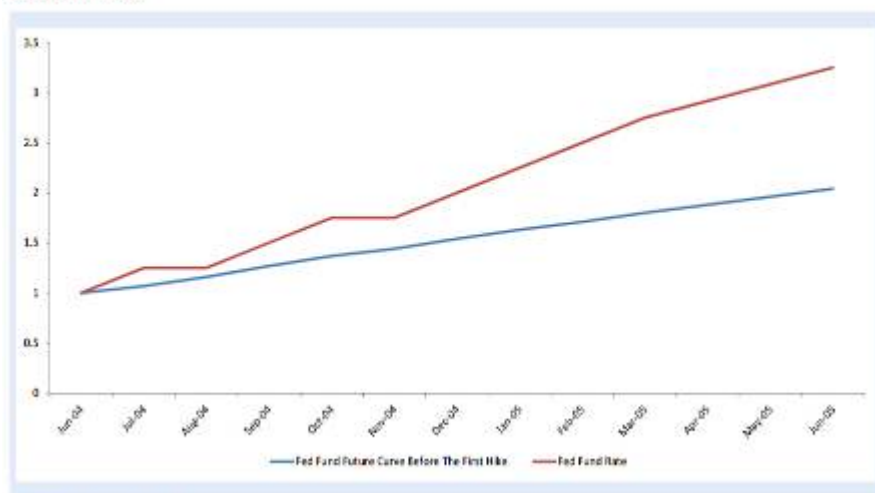
250 个点。

1994年格林斯潘在不顾民意及政治压力下，连续七次调高联邦基金利率，使美国经济软着陆成功



Source: Bloomberg As Of Dec 12, 2014

2004年六月至2006年，联储将联邦基金利率从1.00%提升425基点，各种质疑层出不穷

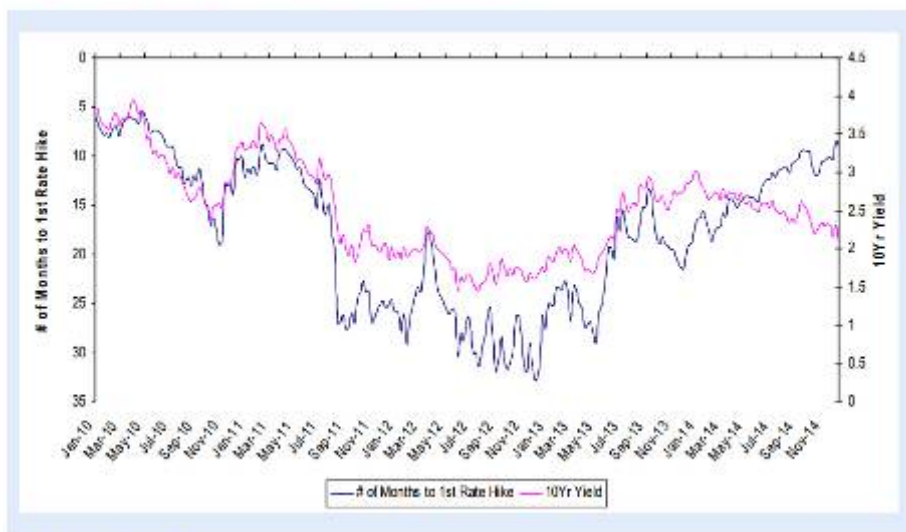


Source: Bloomberg As Of Dec 12, 2014

以上是短期利率的情况，下面看看长期利率。从前几年的历史看，美国长期利率和联储升息的时间表关联非常紧密。这一关联在 2014 年突然不复存在，可能主要由以下几点原因造成：

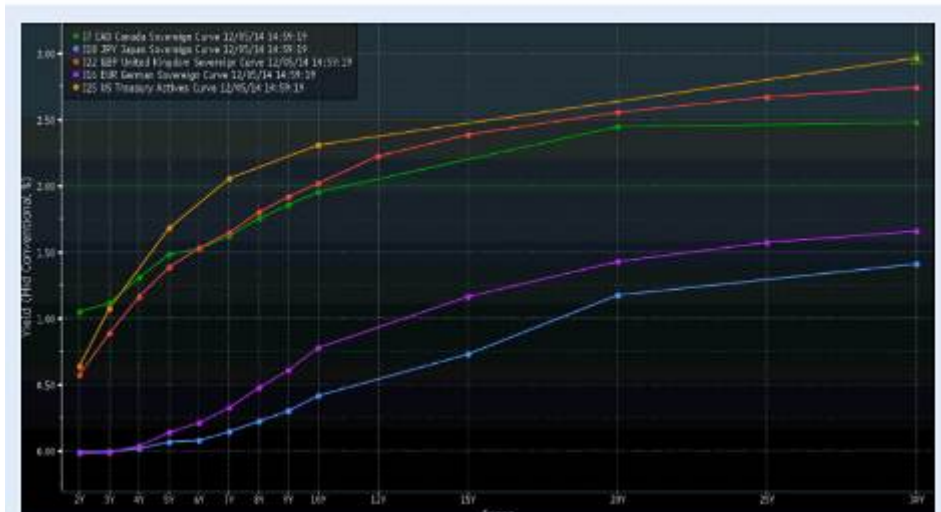
- 1) 美国中长期利率远较 G4 债券为高；
- 2) 美国利率曲线上比其他市场更为陡峭，杠杆套利的回报率的优
势巨大；
- 3) 由于欧洲日本长期利率趋于 0 值，国际负债驱动投资 (Liability-
driven investment “LDI”) 对美元中长期债券趋之若鹜。

美国长期利率似乎和联储货币政策已然脱节



Source: Bloomberg As Of Dec 12, 2014

美国利率市场较其他主要经济体更具吸引力



Source: Bloomberg As Of Dec 10, 2014

三、主要交易策略

1、Directional Trade

十年利率大大降低，由于利率曲线趋于平坦，滚动（Roll Down）大幅度降低，套利交易空间被压制，但做空长期利率的成本大为下降。许多 2014 年债券牛市中踢空的投资者似乎不急于买入。CFTC 数据表明，投行及对冲基金在年底建立了大量空仓，2014 年获利颇丰。个人观点认为：长期经济增长的力度及通胀的前景不明朗，在联储启动

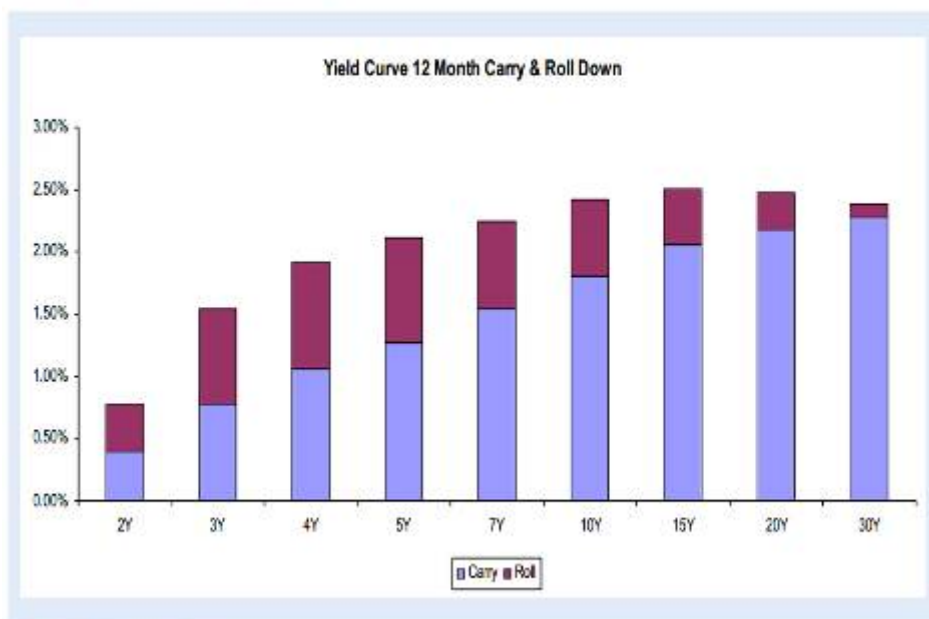
升息、全球经济恢复趋势明显之前，10年期国债收益率将在1.9%-2.5%间震荡；即使目前利率较基本面略低，一般不建议过早做空；相反，逢回车做长似乎更有获利前景。

虽然长期利率高于2013年5月，由于利率曲线趋于平坦，滚动（Roll Down）大幅度降低



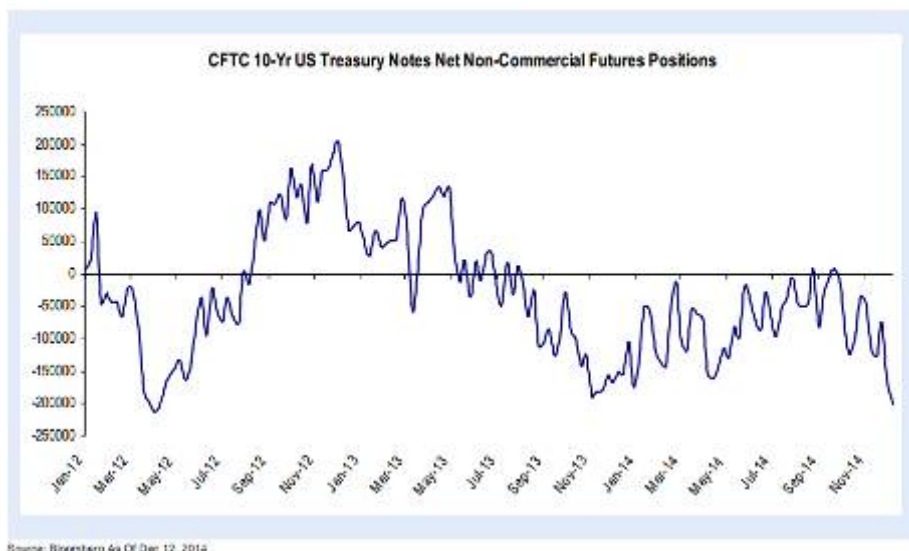
Source: Bloomberg As Of Dec 12, 2014

套利交易空间被全线压制



Source: Bloomberg As Of Dec 16, 2014

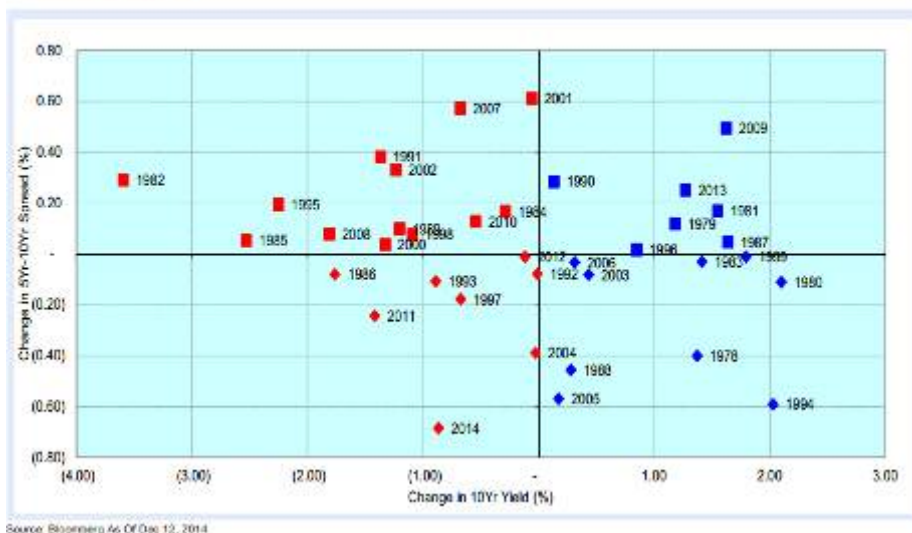
长期国债期货市场空仓头寸达到近年高位



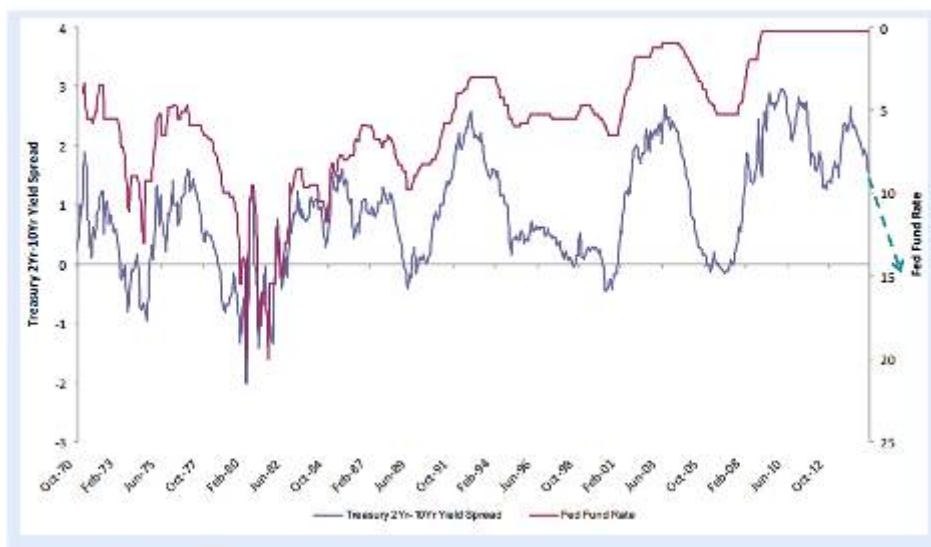
2、Curve Trade

2014 年美元利率曲线走平的幅度惊人，在低利率的环境下创年度记录。美元利率曲线在历史上以“bull steepening”（利率降低，曲线变陡）或“bear flattening”（利率升高，曲线走平）为主。在久期中性（duration neutral）的前提下，固定收益对冲基金最惯用的套利交易手段是做多中短期利率、做空长期利率（curve steepener）。美元利率曲线历史上的“bull flattening”（利率降低，曲线走平）大都发生在大量期限错配的投资需要去杠杆化，利率市场流动性出现扭曲的阶段。

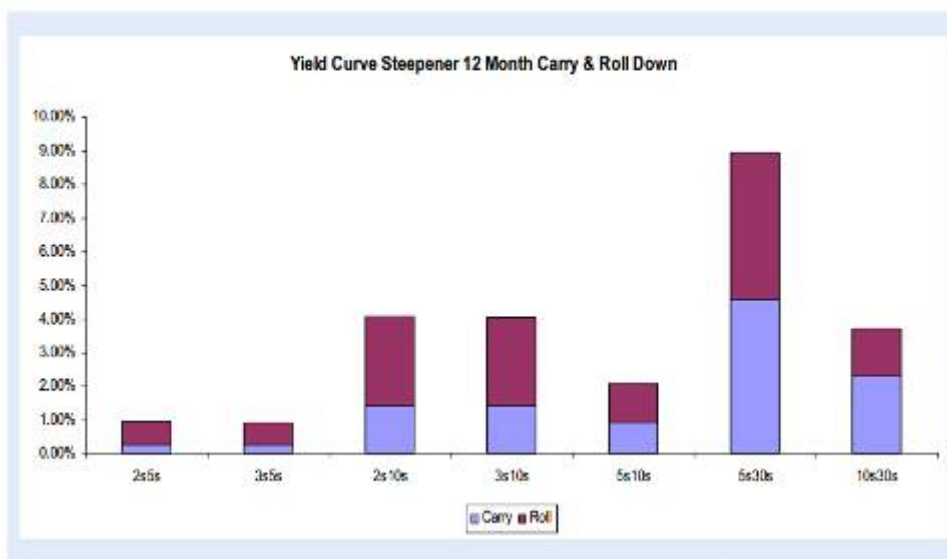
2014年利率曲线的运动背离了固有体系的平衡，表明利率市场在结构上有破碎的倾向



鉴于联储将要转换货币政策以及全球经济增长前景暗淡,美元利率曲线将继续走平



美元利率曲线Duration Neutral Steepener套利交易空间巨大, 尤以5s30s最为显著



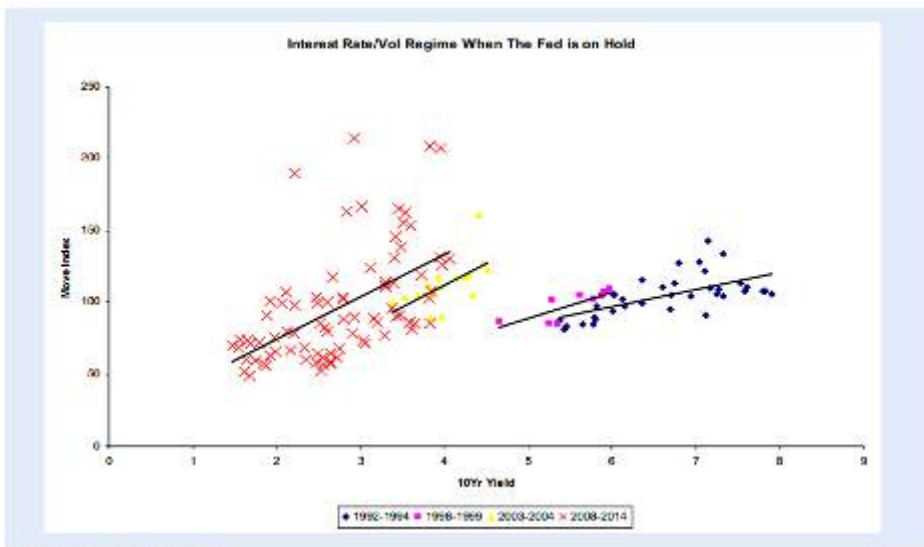
市场展望：对联储加息的预期会进一步推动收益率曲线走平——主要靠短期利率提升来推动；同时,联储的任何犹豫不决的表现都会吸引套利交易, 诱发曲线大幅度变陡, 利率曲线交易策略面临挑战。

3、Volatility Trade

Selling Volatility 是一种经典的 Carry Trade。正常利率曲线向上负凸状 (Concave), 中期利率通常要高于长期与短期利率的平均值, 用以补偿中期债券所缺乏的凸性 (Convexity)。中期利率同长短期利

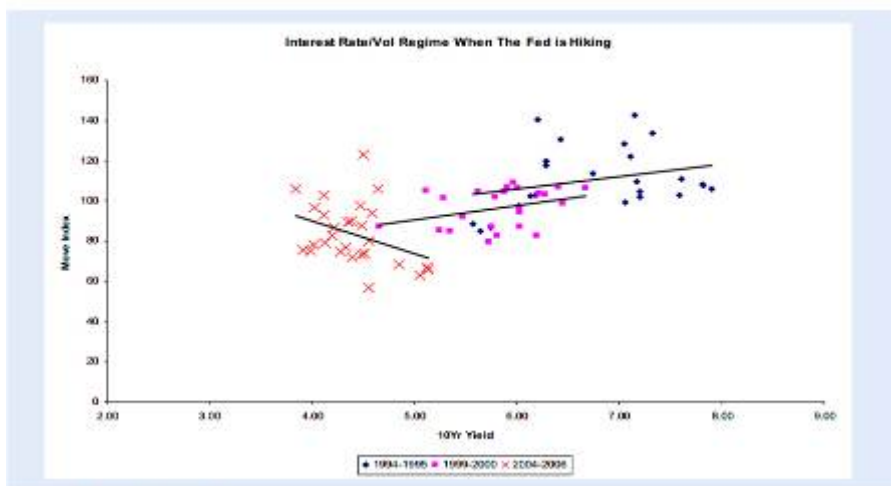
率均值之差 (Butterfly Spread)体现了市场对利率风险的感受。现在的 Butterfly Spread 是在比较高的阶段，但另一方面现有利率掉期期权隐含波动率 (Implied Volatility) 处于历史的低点，远远低于利率曲线曲率所展示的不确定性。基于前几个联储升息周期的经验，市场都在开始阶段低估联储的目标及步伐，沽空利率波动性一类操作必须重视风险管理。

在市场等待联储升息的时期，利率同利率掉期期权隐含波动率基本成正比



Source: Bloomberg As Of Dec 15, 2014

当联储开始升息之后，利率同利率掉期期权隐含波动率的关系往往不明显



Source: Bloomberg As Of Dec 15, 2014

特别是考虑到联储升息周期开始前，利率同利率掉期期权隐含波

动率基本成正比；在利率同利率波动率都处在低水平的今天，建议等到联储升息之后才考虑沽空利率波动性。

4、Inflation Trade

6月以来美元指数、大宗商品价格以及市场对通胀的预期表现出强烈的联动性，许多人对通胀表现出忧虑，个人认为美国是一个富裕的国家，工资增长是长期通胀的主要推动力，大宗商品价格对美国长期通胀水平影响不是很大。就现在就业市场而言，已经接近充分就业，以往的逻辑是随之而来将是工资的提高。损益平衡通胀率 (BEIs) 虽已达到 2014 年来低位，但当前通胀水平下的套利空间有限，在联储表明对通缩担忧之前，交易风险较大。在 2010 年、2011 年当通胀预期降到 2% 左右时，联储都进行了干预。这一波通缩似乎同美元升值及大宗商品价格急跌有关，联储并不十分担忧。

个人认为现在等待机会，一方面等通胀稳定下来，CPI 开始上升，或另一方面联储表现出忧虑，那时可能是个好的进入时点，损益平衡通胀率 (BEIs) 目前比较 cheap。

6月以来美元指数、大宗商品价格以及市场对通胀的预期表现出强烈的联动性



Source: Bloomberg As Of Dec 15, 2014

持续改进的就业市场 行情似乎预示若工资的大幅度提高



四、提问环节

Q1: 如果 2015 年油价维持低位，你认为会不会延迟 fed 升息步伐？

A1: 不会，我不认为大宗商品价格会向下影响 core inflation 。

Q2: Liability driven investment (LDI) would also be benefit from the rate increase since the discounted liability is reduced. What do you feel the current low rate environment would impact LDI strategies?

A2: LDI has no choice. In a low rate environment, because lower discount rate, the duration of their liability also extend longer. They have to by long dated bonds somewhere.

Q3: Do you think energy related high yield debt will cause any stress to the market, and thus cause fed to reconsider their stance on rates increase? What about Russia? Would fed consider the possibility of Russia default and the shock to the market?

A3: No. 18% barclays high yield index are energy. It could damage the HY sector. In 99-2000 cycle, the fed didn't stop hiking because of high yield defaults. Did they take Asian countries and Russia into consideration

when the fed hike rates in 94-95? I guess they are happy to see 170bln flow to the U.S. in September alone.

Q4: What do u mean by the Street is well positioned this time? Positioning the rate hike? or the other way around?

A4: Yes. From the movement in swap spread, it doesn't seem like the street is busy adding hedges today.

Q5: But doesn't today's FOMC meeting sending a signal of Fed holding on rate hike in 2015? Is that due to that the street expects the rates is going to hike soon so comfortable with some positions unhedged if in favor of hike?

A5: Europe is a totally different story. I don't really today's FOMC that dovishly. I see most dealers have slightly bearish tone lately.

Q6: Any possible black swan events in your mind in 2015 to share with us? Tks.

A6: The worst will be a sudden slowdown in the U.S. Then we talk about a global currency war. Right now the U.S. is comfortably watching a rise of USD. If the unemployment is moving higher, all dollar bets are off.

Q7: what will cause the U.S. Slowdown? Impact from Europe? Thanks a lot.

A7: Many things, an early rise in rates, a slow housing market and a global slowdown. I am carefully watching the 5s30s spread. I hope it doesn't flatten to 0.

第 55 辑 (2014.12.30)

两房的资产管理和利率风险对冲策略

【主持】

巴曙松教授（北京大学汇丰金融研究院执行院长）

【主讲嘉宾】

吴荣文（美国最大金融机构之一全球资产负债管理高级总监）：吴荣文博士拥有 15 年丰富的美国最大金融机构的综合资产负债管理和风险管理经验，对众多复杂金融产品和衍生品的估值及风险都有深刻和独到的研究。现于美国最大银行集团之一担任全球资产负债管理 (Treasury and Balance Sheet Management) 高级总监。在此之前，他在美国房地美公司任职 12 年，在“投资和资本市场部”和“风险管理部”先后担任高级研究分析师，高级经济学家，总监和高级总监。他主管房地美所有投资组合的经济资本配置策略，包括 8500 亿美元按揭证券的市场风险和 1.7 万亿美元房贷证券化的信用风险。与此同时，他还负责利率风险对冲和资产负债管理的量化策略。他从量化角度系统地提出了房地美利率风险管理限额架构，领导创建了公司第一个投资组合盈利归因系统，和第一个以风险为本的交易对手信用限额架构，开发研制了众多利率风险对冲方案和以模拟为主的经济资本模型。他在国际一流学术杂志上发表了多篇金融专业论文，经常受邀为金融同行国际会议作讲座。吴荣文博士本科毕业于中国南开大学数学系，并获美国马里兰大学金融数学博士学位，现任美国大华盛顿地区南开校友会副会长，应邀为 Sigma Xi 科学研究荣誉协会和 Phi Kappa Phi 荣誉协会会员。

一、背景介绍

1、历史背景

房利美和房地美是美国最大的两家住房抵押贷款融资机构，也是得到美国联邦政府赞助的特殊金融公司。两家机构分别创立于 1938 年和 1970 年，历经美国不同的经济发展周期，两房经过长期的市场开拓，共同缔造了美国房地产贷款的二级市场，公司经营的宗旨主要是为美国房地产贷款二级市场提供流动性，降低购房者贷款利率，从而为美国房地产市场资金提供了稳定的支持。

进入 90 年代以来，两房规模极速增长，对美国经济的发展产生了积极的作用，以致后来竟然在国会预算局公布的批评两房的研究报告中也不得不承认它们对美国经济的重要性。随着抵押贷款规模的不断增大，房利美和房地美两家机构总计拥有或担保了高达近 5 万亿美元的住房贷款，占有美国所有抵押贷款余额的近一半比例，由此可见这两大机构在美国房地产市场中的举足轻重的作用。毋庸置疑，美国金融市场和居民购房离不开这二房的有力支持，对其依赖程度已相当高。

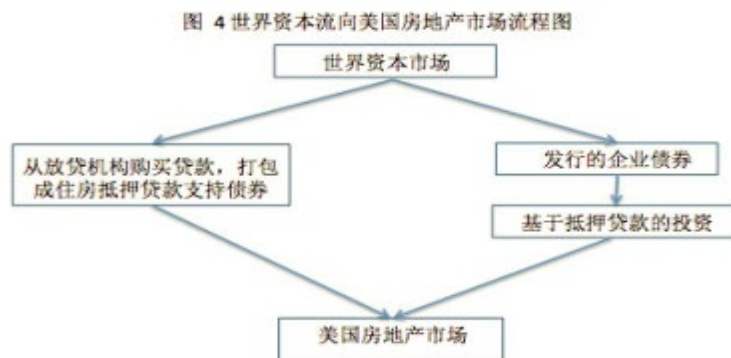
2008 年，次贷危机全面爆发，两房经受了一次重大考验。当时房地产市场一度陷入极端低迷，低信用借款居民违约率急剧攀升，两房深陷亏损 149 亿美元的困境。最终，美国财政部于 2008 年 9 月 7 日宣布接管了濒临破产的房地美和房利美，一方面向两房注资并同时收购相关优先股，接管其日常业务，重新任命公司领导人；另一方面给予政策倾斜，放宽了对两房等金融机构融资、准备金额度等方面的限制。试图以此挽救房地产市场，并遏制次贷危机蔓延。

在美国政府采取了一系列积极的救市政策措施后，2012 年上半年，美国楼市终于开始反弹，随着美国经济的逐步复苏和就业市场稳

步改善，居民个人收入水平回升和被压抑的购房需求的释放，“两房”开始逐渐摆脱危机，收入显著回升。2013年，房利美和房地美分别以年利润 839.6 亿美元和 486.7 亿美元的骄人业绩远超苹果、EXXON 石油这些商业巨头，成为美国最新 500 强中最赚钱的两家公司。两房从绝境中重生，不仅仅是依靠政府支持、市场回暖，更和它们自身的经典资产管理模式、市场运作模式和风险对冲策略密不可分，非常值得中国房地产市场借鉴。

2、经营模式

两房经营模式主要分为两种：第一种为担保业务，第二种为投资业务。图 4 显示两房如何有效利用这两种模式将全球资本传输给美国房主的。



2.1 担保业务

图 4 的左侧显示了担保业务的资金流线图。两房并不直接发放贷款，而是从抵押贷款公司、银行和其他放贷机构那里购买住房抵押贷款，并将买进的贷款打包成为住房抵押贷款支持证券（MBS），然后出售给银行、保险公司或养老基金等投资者。在这贷款证券化过程中，两房只承担贷款的信用风险，并从中收取一定比例的担保费，而抵押贷款证券的其他风险都由投资者承担。两房通过执行严格的贷款准入标准和风险缓释策略来确保收取的担保费能够基本覆盖任一房主潜在的拖欠、违约贷款带来的损失，同时为股东提供可观的收益率。实

际上，08年的两房濒临破产是因史无前例的房价大跌，违约率急剧攀升，导致担保业务巨量亏损造成的。

2.2 投资业务

图4的右侧显示的是投资业务的资金流线图。两房通过发行自己的企业债券募集而来的资金投资于房屋抵押贷款或房贷证券。在这种经营模式中，因为贷款现金流被保留在房地美的资产负债表上，而不是卖给投资者，所以也被称为“保留资产投资组合”。在投资业务中，两房从二级按揭市场上购买房贷证券并长期持有，同时，为了满足全球投资者的需求，设计了多种债券发行，包括子弹式债券和可赎回债券等。正因为两房的审慎经营及其信用较可靠，吸引了全球大量的投资人，其为全球资本市场提供了有流动性的，且回报率大于美国国库券的企业机构债券。

与担保业务不同的是，投资业务靠的是赚取投资的房贷证券的收益和两房发行的债券利息之间的差价来获取利润。在次贷危机前，该业务的盈利占两房总盈利的三分之二。它一般不考虑信用风险，但必须承担潜在的现金流错位和利率风险。这是由于按揭贷款允许提前还款，比如当房贷市场利率下降或房主搬家时，将造成资产负债表价值的波动，因而存在资产负债风险。相反，担保业务不需要考虑利率风险，因为两房在将房贷证券化后，转手将房贷证券卖给投资人，从而将利率市场风险转移给了投资者。因此，为了应对和管理投资业务所承担的利率风险，在整个融资、对冲利率风险的过程中，两房研究并发展了复杂的风险管理工具、系统以及策略来保护剧烈利率风险变动下的股东利益。

值得一提的是，两房对美国金融市场的正面效应是能够起到稳定金融市场和给美国房主提供稳定资金来源的积极作用。纵观美国的债券历史可以看出，1998年长期资本管理公司倒闭时，风险溢价是如此

之高，很多投资者对债券市场退避三舍，房地美却加紧收购贷款，进而稳定了抵押贷款资金市场。2008年楼市爆跌后，把贷款打包成证券出售的银行纷纷消失和撤退，谨慎的投资者对即便是最安全的证券也是尽量避让，私人融资最大的来源-证券化-基本上灰飞烟灭。但是两房住房抵押贷款支持证券却比从前任时候更受欢迎，即便收益极低。实际上，两房的市场占有率几乎达到80%。



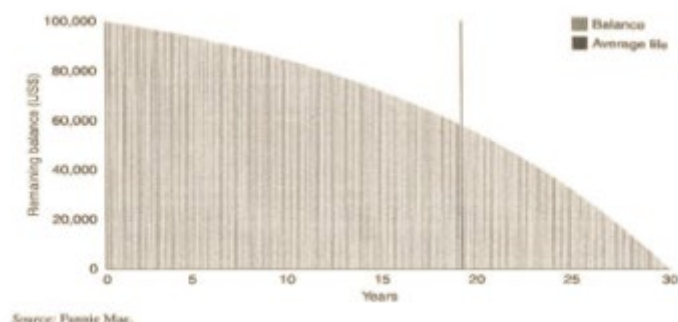
图 5 具体描述了两房投资业务的投资管理架构。总体上，投资业务管理基于两个核心的原则来最大化股东利益：第一，投资必须给股东资本带来有吸引力的回报；第二，必须遵循严格的风险管理体制来确保股东资本回报率。投资业务管理可细分为：资产管理，利率风险对冲和管理，债券发行管理。主讲人主要讨论针对投资业务如何进行资产管理和利率风险对冲。在讲这两个主题之前，为有助大家对后面内容的理解，主讲人先简要介绍了投资抵押贷款支持证券的市场风险。

3、抵押贷款投资的市场风险

抵押贷款投资的市场风险来源于抵押贷款现金流的不确定性。借款人通常每月偿还固定的金额，其中包括利息和本金。前期还款中利息所占比例较高，随着贷款余额逐渐减少，还款中本金比例才逐渐增大。如果所有还款都根据预定日期偿还，则贷款余额将会像图 6 所表示的曲线一样逐渐下降。抵押贷款一般先被组合为贷款池，再被打包证券化成为抵押贷款支持证券（MBS）。对于 MBS，我们通常用一

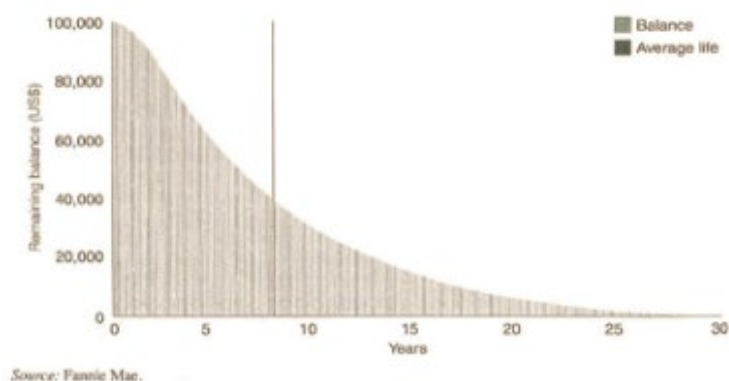
些平均统计量来形容整个贷款池的特点和现金流属性。比如说，一个贷款池的平均寿命指的是贷款池中所有贷款的本金偿还时间的加权平均。在给定的提前还款假设下，我们可以计算一个抵押贷款的平均寿命。比如图 6 中假设不存在提前还款情况下，其平均寿命为 19 年。

图 6 假设不存在提前还款，抵押贷款余额变化情况



尽管每个借款人都可以按部就班地分期偿还贷款，但是很多人还是会因为出售了房子而提前付清，或者偿还更多的本金从而缩短自己的负债时间。这样就导致了即便市场利率不变，抵押贷款池余额也会比预期下降得更快。比如图 7 中，平均寿命会从 19 年缩短为 8 年。

图 7 假设部分借款人出售房子情况



如果市场利率上升，借款人会更不愿意卖出他们的房子，因为买个新贷款买房，利率变高了。所以他们不愿意提前还款，相反，会选择把手里的余钱用来其他投资。这就会导致抵押贷款池余额也会比预期下降得更慢。比如图 8 中平均寿命会缩短为 10 年，比没有提前预付的情况下平均寿命短，但比假设利率不变情况下的平均寿命长。如

果市场利率下降，借款人就会以低点的利率再融资买房。这就会导致抵押贷款池余额极速下降。比如图 9 平均寿命会缩短为 4 年，比利率不变情况下的平均寿命短得多。

图 8 假设市场利率上升，抵押贷款余额变化情况

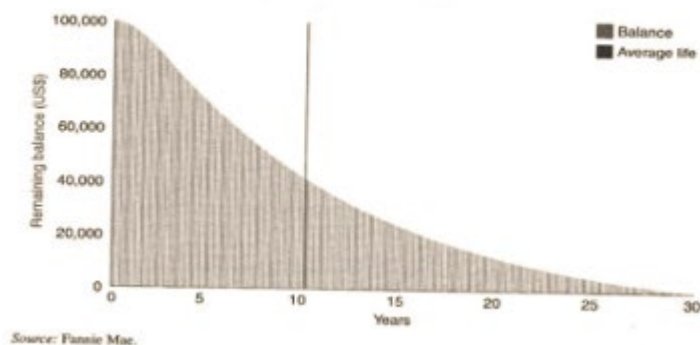
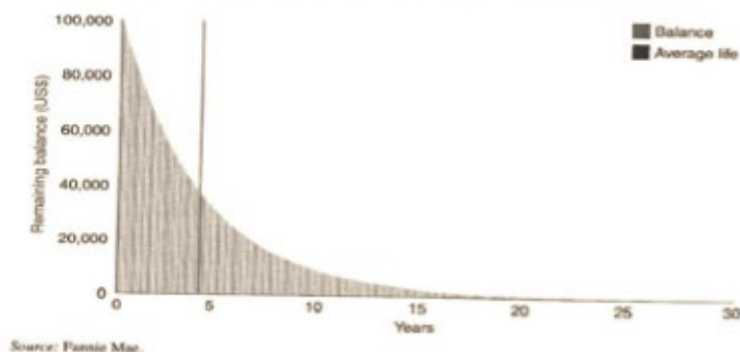


图 9 假设市场利率下降，抵押贷款余额变化情况



所以，抵押贷款的投资者实际上是卖给了借款人一个期权。当市场利率下降时，借款人就可以行使期权提前还款，以当前市场下更低的利率再融资。抵押贷款的投资者就面临再投资风险，提前收到的还款必须以当前市场下更低的利率投资出去。相反，当市场利率上升时，借款人可以选择不提前还款。因此，抵押贷款池中的贷款利率不能收回再以当前市场上的高利率投资，抵押贷款的投资者面临巨大的利率风险。

二、资产管理

1、资产管理架构

资产管理涉及到对各种抵押贷款产品的现金流和相对价值的深入理解。如图 5 所示，两房的投资业务基本以股东权益最大化为宗旨。资产选择首先以风险调整后的资本收益率为标准。对于每个可能的抵押贷款投资产品，第一，两房使用后面将讨论的模型来计算期权调整后的利差（Option Adjusted Spread, OAS）。第二，估计每个产品的资本配置额；这里资本配置以经济资本为主，虽然有时也会考虑到监管资本的影响；第三，结合这利差和相应的资本配置额，我们就可以计算每个投资的预期风险调整后的收益率(ROE)，同时根据公司董事会设置的临界收益率（hurdle rate）和相应配置的资本水平来估计该笔投资可带来的股东增值大小。各项投资的资本配置额是基于对边际投资的风险进行详细评估后而得出来的，主要考虑了该新的投资对现有的整个投资组合利率风险、流动性风险、基差风险和模型风险的影响。这种计算资本收益率的方法最终将使整个投资组合的风险在调整后的资本收益率最大化，换句话说，也就是夏普比例（Sharpe Ratio）最大化。总而言之，边际投资分析在一个综合框架下，评估了任何一种投资对现有的投资组合盈利能力和风险（利率，基差，流动性，模型）的正面及负面的影响，同时隐性地对这新的投资机会进行大量的敏感性分析。

所以，对任何一个新的投资机会，如果风险调整后的收益率低于公司董事会批准的临界收益率，两房是不会配置资本的。但是，值得一提的是预期收益率也绝对不是唯一需要考量的因素。除此以外，资产选择还需考虑市场条件（收益率曲线、市场波动性等），市场供求关系，以及更细节的敏感性分析结果等。

在确定购买某一资产之后，两房会立刻对整个投资组合的宏观面进行风险认证及评估，包括整个投资组合的久期、凸性等各项风险指标衡量的大小。资产负债管理方法的挑战性就在于确定无论利率如何

剧烈变化，购买时的预期收益率基本上能实现。在这一点上说，风险管理策略就像是一种保证股东实现其购买的任何资产的预期回报率的保险政策。

2、资产选择的重要性

首先让我们看看利差和资本配置对整个投资收益的影响。假设有 1 亿美元的抵押贷款投资机会，税率为 35%，1% 的无风险收益率，税后的门槛收益率为 9%。

Table 1. 资产选择案例分析

	利差 (OAS)	资本配置 额 (%投资)	税后回报率 (%)	息 差期限	税后股东增值
产品 a	70 基点	6%	8.2	3 年	\$ -138,000
产品 b	50 基点	3%	11.5	5 年	\$372,500

产品 a:

假设一可投资产品 a 的期权调整后的利差 OAS 为 70 基点，资本配置额为投资大小的 6%，则税后回报率即为： $ROE(a) = (70/6 + 1) * (1 - 35\%) = 8.2\%$ 。所以这投资的预期收益率低于门槛收益率，两房不会购买此类产品的。

产品 b:

假设产品 b 的期权调整后的利差 OAS 为 50 个基点，资本配置额为投资大小的 3%，则税后回报率即为： $ROE(b) = 11.5\%$ 。上述预期收益率大于门槛收益率，两房可能会投资这类抵押贷款。如果投资了，税后股东增值量 = $(11.5\% - 9\%) * 5 \text{ 年} * \text{资本配置量} = \$372,500$ 。

从预期收益率的角度可以看出，相对于产品 a，产品 b 更值得投资。可见在这个计算过程中，如何准确估计利差和资本配置额显得尤为重要。这就需要对各种产品的提前支付速度的特性有准确的预测。举个例子：

下面是三个同样息票产品：息票率（4.5%），三十年期，但有着

不同类抵押贷款价格和提前还款速度。因此，如何评估这三个产品的相对价值，从而得到高风险调整后的回报率是关键。两房花了许多成本来建立这方面的模型和系统。

图 10

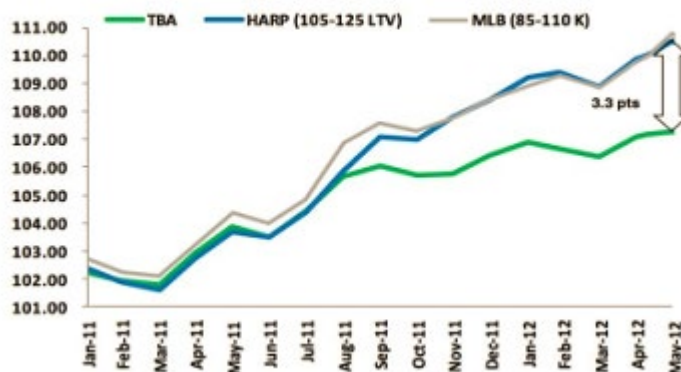
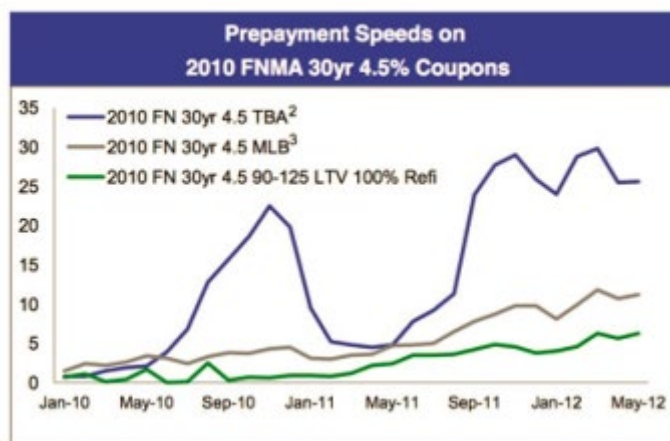


图 11



TBA：支持证券的实际抵押贷款池不在交易时指定，而一般在交易结算日的 48 小时之前才被公布。

HARP：一般是 LTV(Loan to Value)在 105%到 125%之间的产品。

MLB；一般指初始贷款规模在 8.5 万到 11 万美元之间的产品。

三、市场风险对冲和管理

市场风险管理是两房投资业务的神经中枢，起着协调资产管理，发行债券，利率风险对冲等相关业务的作用。风险管理系统在每个工作日结束后更新所有资产、负债及对冲产品的市场价格，通过两房内

部的模型计算各个风险指标，随时根据利率变化追踪利率风险的大小。这套系统融最新的数据库、估值模型、金融理论和计算机技术为一体。建立和运行这套完整的风险管理系统要求两房承担的任何投资风险必须具有以下特征：1，可测量性；2，可管理性和可控性；3，能够可靠透明地公布。

1、风险测量

固定收益投资的价值受到多种因素影响，包括收益率曲线，波动性等等。在衡量固定收益投资价值相对于各个影响因素的价值敏感性时，通常假设其他的因素不变。通常来说，抵押贷款产品受到预付行为假设的影响，因此预期之外的预付行为也是一种风险因素。同时，市场利率的波动性水平也影响任何和利率有关的期权产品，因此波动性也是一种很重要的风险因素。常用的风险统计量有：久期缺口(Duration Gap)，有效久期(Effective Duration)，收益率曲线久期(Partial Duration)，有效凸性(Effective Convexity)，波动性久期(Vega)等。这些风险指标量大都可以直接通过投资组合市场价值(PMV)的公式计算，具体对应的含义如下表所示。

Table 2. 两房资产负债管理常用风险指标量

测量风险指标量	Greeks	意图
有效久期	Effective Duration	衡量所有利率平行移动产生的线性影响关系
收益率曲线久期	Partial Duration	衡量收益率曲线不平行移动产生的线性影响关系
有效凸性	Convexity	衡量所有利率平行移动产生的非线性影响关系
波动性久期	Vega	衡量波动率平行移动产生的线性影响关系
基差久期	Basis Duration	衡量只移动一条收益率曲线，其他不动时的线性关系
模型久期	Prepayment Duration	衡量提前支付行为变化产生的线性变化关系
久期缺口	Duration Gap	衡量利率变化带来的资产负债净值变化差值的线性关系

久期衡量了资产或负债的价格随利率变动的百分比而引起的变动的百分比大小，即价格弹性。比如一个久期为一年的金融产品，随利率变化1%，其价格也变动1%。久期随着利率增大而增长，随利率减小而缩短，这种性质被称为“负凸性”，并通常被与利率变化紧密相

关的提前付款预期所驱动。负凸性通常会使得抵押贷款组合的风险比久期缺口所显示的大很多。久期缺口即是用来衡量这种资产、负债和对冲的利率风险差异或价格敏感性的方法，通常用资产市场价值相对应地年数来表示，一般没有考虑抵押贷款资产的负凸性和杠杆对所有所有者权益的影响。

由于当市场利率发生变动时，资产负债的净值也依据其相对期限的不同发生不同的变动。比如，当利率上升时，资产久期大于负债久期的投资组合遭受的损失会大于资产久期小于或等于负债久期的投资组合。也就是说，当久期缺口为正，投资组合净值随利率反方向变动；当久期缺口为负，投资组合净值随利率同方向变动。当缺口为零时，投资组合市场净值则不受利率风险影响。因此，两房利用久期缺口管理、调整资产负债结构来尽量实现正的市场净值。对于大多数抵押贷款债券来说，简单的用线性关系测量久期的方法来估计价格变化时并不十分有效，需要考虑凸性风险。由于凸性是衡量久期变化的量，因此投资组合市场价值保持一个较低的凸性水平意味着投资组合市场价值的有效久期将会在不同利率水平下保持相对稳定。

衡量波动率变化的风险一般是通过计算波动率改变引起的市场价值的改变量。基差风险是用来衡量抵押贷款利率变化但掉期市场利率并没有发生变化时对投资组合的影响。模型风险指实际预付行为区别于预付款模型假设所带来的风险。比如，技术出现超预期进步导致贷款提前偿还，税法变化使贷款偿还延缓等。在这些情况下，抵押贷款的现金流将会区别于模型中假设的现金流。

2、风险模型

2.1 预付模型

两房利用预付模型预测不同产品提前还款的速度。预付模型的核心是“S曲线”。建模过程中，需要大量的研究和数据分析。每月获得

新数据后都要重新估计模型的准确性，此外还要不停地和其他市场参与者进行比较。所有的这些行为都是为了保证模型在任何状况下都能尽量准确地为我们提供预测信息。

2.2 利率模型

预付模型使得预测基于任何利率路径的抵押贷款现金流成为可能，因此利率模型的任务就是预测未来利率路径。像一切期权估值模型一样，一个抵押贷款估值模型必须结合对未来抵押贷款 / 融资利率的不确定性来对房主的预付期权进行估值。对此，两房实行了两个步骤：1. 为未来市场（掉期）利率不确定性建模；2. 将抵押贷款利率与模拟掉期利率挂钩。此外，利率模型也用来估值所有非抵押贷款产品，包括衍生品。

3、风险管理和控制

风险管理和控制需要风险管理系统能够持续识别两房目前的风险状况进而快速指出如何交易来减少风险。风险管理团队负责通过交易策略性地实现将风险控制在管理层限定的范围内。这些交易一般运用简单的、流动性高的金融衍生品来减少利率风险。这些金融衍生品反过来也会产生一些交易对手风险，也需要良好的监控和管理。为了保证透明性，所有风险管理系统的变化和资产负债管理的活动都由一个独立地第三方风险监督部门监管。

如前所述，两房利用债券发行、回购和购买期权来对冲大部分抵押贷款组合风险，使得投资组合市场价值的久期稳定并且保持在合理的范围内。然而，市场条件会发生变化，把风险指标推至极限，这样就需要有一动态灵活的交易机制来重新平衡、调整风险水平。比如说，能够联合影响风险的因素有：利率水平，收益率曲线形状，利率波动率水平，不同收益率曲线之间的关系等。当这些条件发生时，两房会执行一些对冲交易，把风险水平带回合理风险范围中。尽管这些再平

衡的动态交易是不可避免的，两房还是更倾向于通过提前规划和对冲来尽量减少这种动态交易。

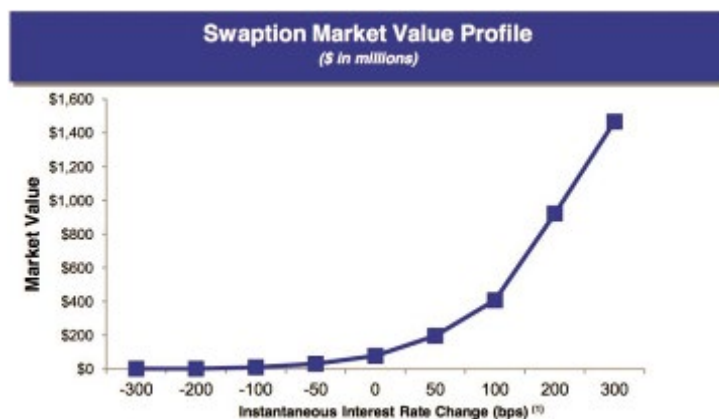
因此，为了减少这种动态对冲，详细的计划是十分必要的。两房通过仔细研究投资组合市场价值风险在不同情况下的表现来制定这种计划。实际上，我们的目的是模拟预测未来的投资业务表现，进而识别出什么情况下风险指标有压力控制在可接受的范围内。一旦能够识别这些情况，就可以马上准备好用来减少风险的金融工具和交易策略。大部分情况下，分析会建议通过购买可回购债券和掉期的形式购买期权来降低风险。这种风险模拟和对冲行为让两房在大范围利率波动的情况下仍可维持稳定的风险。

尽管购买期权的确很大程度上减少了动态对冲的需求，但是投资组合市场价值的久期还是能够从房利美期望的零水平偏离。原因有两点：1. 抵押贷款隐含的期权并没有 100% 被对冲；2. 收益率曲线、市场波动率等外界因素的变化能够引起投资组合市场价值久期变动。因此，房利美通过交易简单的无期权的衍生品再把久期对冲为零。

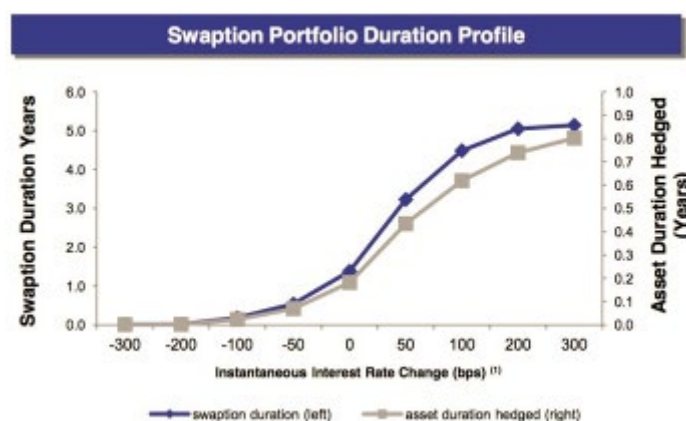
两房使用的衍生品种类都很常见，使得估值、定价和风险评估都相对容易。几乎所有两房使用的衍生品都属于以下三种之一：伦敦银行同业拆借利率和以国债利率为基准利率的掉期；期权以及期货合约。

3.1 为何用掉期期权来对冲抵押贷款的利率风险

当市场利率大幅上升时，抵押贷款投资组合的市场价值会大幅下降，而掉期期权组合则用来防止资产市场价值随利率上升而下降。比如下图所示，当市场利率上升 3% 时，掉期期权组合的市场价值从 78 百万增长为 1500 百万。



同时，当市场利率上升时，投资组合的久期也会变长，而掉期期权组合会对冲掉部分久期增长。比如下图所示，当市场利率增加 3% 时，掉期期权组合的久期从 1.5 年增长为 5 年左右，其中市场利率增加 1% 时，掉期期权对久期的对冲作用最大，使投资组合的久期少增加来 0.8 年。



4、风险汇报

两房致力于在利率风险公布和风险管理绩效方面都居于领先地位。这一部分表现了房地美风险管理框架三种公开披露方法的结果：投资组合市场价值敏感性分析（PMVS），资产、负债久期缺口，以及联邦住房企业监督机构的压力测试结果。

房地美的风险管理系统每天都计量投资组合市场价值（PMV）对市场利率变化的敏感度，对收益率曲线形状的敏感度，以及对波动性和基础风险的敏感度。房地美披露的投资组合市场价值敏感性（PMVS）测量的是在给定的市场利率变化下，房地美将会损失的市

场价值。具体来说，PMVS 是通过计算市场利率增加或减少 0.5% 时投资组合市场价值（PMV）的变化得到的。将利率增加或减少 0.5% 时，投资组合市场价值（PMV）损失更大的那个用百分比的形式表示，就是投资组合市场价值敏感性（PMVS）。比如，一个 400 亿美元的资产有一个 3% 的 PMVS，意味着当利率上下浮动 0.5% 时最多可能损失 12 亿美元。与久期计量不一样，投资组合市场价值敏感性分析（PMVS）既考虑了久期风险又考虑了凸性风险，这对于估计抵押贷款投资组合风险非常重要。

房地美也会每月公布资产负债的久期缺口。这种计量风险的方法不考虑凸性风险，因此更为简单，是通过将投资组合资产价值在利率上下浮动 0.5% 时的投资组合的平均改变量标准化来计算。这个结果实际上可以认为是资产久期和负债、对冲共同久期的差值，它提供了一种投资组合价值变化的线性估计方法，能够用普通方法来表示。比如说，一个 9000 亿美元的资产组合的久期缺口为一个月，当利率改变 1% 时，投资组合市场价值将会损失 7.5 亿美元。这种计量方法的准确性取决于该投资组合的凸性风险大小，凸性风险越大，用久期缺口衡量风险的准确度越低，只有当利率变化非常小时，凸性风险才不会对久期缺口计量风险的准确性有太大的影响。

第三种公布风险方法即为“压力测试”，用于评估风险资本的充足率，一般每季度测试一次。这种方法是由监管两房联邦住房企业监督机构设计的。“压力测试”主要针对于在严重不良信用条件下，以及市场利率大幅度的、永久性的改变情况下，以目前资本为基础的现金流在未来 10 年的存活能力。“压力测试”的目的是提供一种风险驱动的方法测量资本充足率，进而补充资本达到最低要求。尽管不同于房地美风险管理系统所使用的市场价值方法，不合理的风险敞口也一定会影响压力测试结果。

四、结论和启示

最后,主讲人引用房地美一位前任董事会独立主席 Shaun O'Malley (曾是普华永道主席) 对即将离任的首席执行官的评价来结束今天的讲座:“我们要感谢 Greg Parseghian 对这公司的杰出贡献,首先是首席投资官最近是首席执行官, ..., 在 Greg 的领导下,房地美采纳的风险管理策略今天已经变成这行业的黄金标准。这种风险管理的方法将会一直是完成我们被赋予的使命的核心...”

两房既要完成帮助尽可能多的美国人低价购房的使命,同时又要在相对保守的风险水平下提供给股东较高的收益。这其中使用的原则和策略,对中国房地产和金融市场都有十分积极的借鉴意义。

五、提问环节

Q1: 对两房在金融危机前后采取的风险管理变化有何评?

A1: 实际上两房投资业务一直在赚钱,哪怕在次贷危机中。所以它们的策略并没有变化。

Q2: 能否提问现在两房的法律地位? 他们都是美国的国有企业吗?

A2: 现在应该是。个人觉得美国还是继续需要两房以某种形式存在。

Q3: 没两房的话, mortgage cost 会升高多少?

A3: 不同的研究论文有不同说法,抵押贷款利率会高 10-100 个基点不等。

第 56 辑 (2015.1.13)

担保贷款凭证 (CLO) 交易与 PE 投资

【主持】

巴曙松教授（北京大学汇丰金融研究院执行院长）

【主讲嘉宾】

林华（厦门市创业投资有限公司总经理、金圆资本管理（厦门）有限公司总经理）

与信用卡类似，CLO 属于滚动型循环购买型的交易结构。信用卡的滚动购买更多是为了实现短资产来支持长负债，而 CLO 的滚动循环购买更多是为了体现资产管理人的资产管理能力。从资产管理人回报的角度来看，CLO 的结构和管理人回报和 PE 非常类似，有投资期和退出期，以及超额收益分成。比如投资期为 5 年，退出期 3 年，投资期内的管理费和退出期有所不同；从资产管理人的角度看，PE 投资和 CLO 刚好处在经济的不同周期，美国很多 PE 公司也介入 CLO 业务，对现有的业务是一个补充。

一、银行贷款证券化简介

（一）银行贷款证券化的发展

银行贷款的证券化是资产证券化中另一个重要的分支，其主要形式是担保贷款凭证（CLO）。从证券化的分类上来讲，CLO 是担保债务凭证（CDO）的一种，主要是以银行贷款作为基础资产。这里所指的银行贷款是狭义上的银行贷款，主要包括银行或金融投资公司发行的风险较高的非房产类商业贷款，如杠杆贷款，联合贷款和非投资级

商业或工业企业贷款。中小企业私募债为基础资产发行 CBO，中国的高收益债券也可以考虑设计成 CBO 产品，来部分化解中小企业融资难的问题。



上图可以说明一个问题，很多杠杆收购的贷款的退出渠道是 CLO 交易，这可以部分解释在金融危机之前银行敢于发放高风险并购贷款的原因。

发行人可以用 CLO 实现多种目的：（1）实现贷款资产和证券债务间的利差；（2）把资产挪到表外，转移风险，提高资本充足率；（3）丰富融资渠道，降低融资成本；（4）保留高收益的股权来提高资本收益率。

资产管理人可以通过 CLO 来（1）增加资产管理规模，充分利用服务设施，实现规模效应；（2）创造稳定的管理费和奖励分红；（3）通过部分股权投资，用杠杆参与分享赢利空间。

对投资者来说，CLO 证券提供了不同风险和回报组合的投资机会；和其他传统投资产品相比，CLO 的投资回报率更高；投资者可以通过购买高级的证券来“安全”地参与相对高风险，高收益的商业贷款投资。而且，他们有机会选择自己信赖的资产管理人来进行投资。

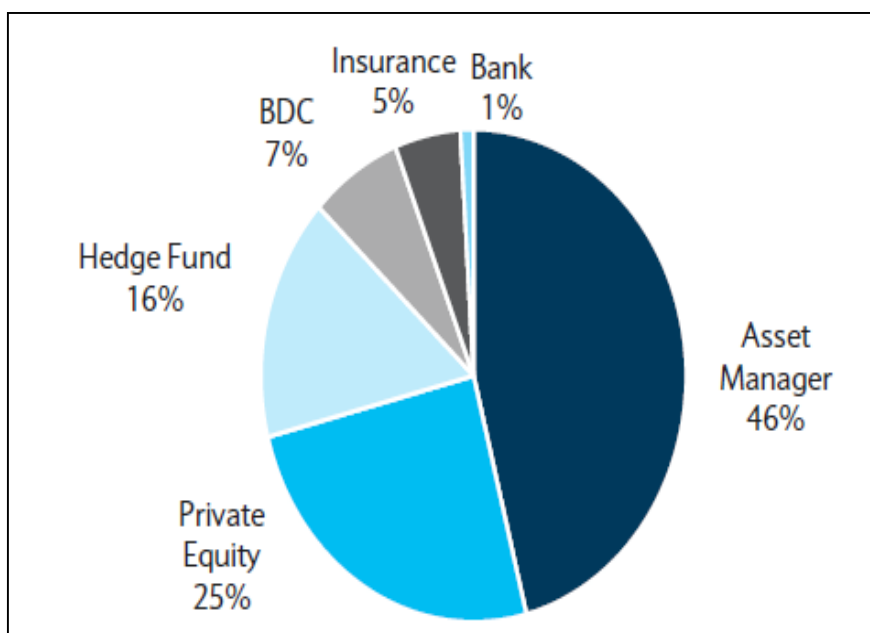
从 1996 年开始，CLO 市场迅速成长，2005 年 CLO 全球余额总量达到两千亿美元，成为银行杠杆和联合贷款最重要的融资渠道。

2006 和 2007 年更是 CLO 突飞猛进的阶段，全球 CLO 余额总量超过四千亿美元。

（二）危机和恢复

CLO 在 2007 年开始的次贷危机和经济大萧条中遭受重大打击。作为 CDO 的一种，投资者对 CLO 谈虎色变。在风声鹤唳的 2009 年，CLO 市场由于恐慌而进入冰封期，AAA 级证券的市场收益利差从低于 30 个基点飞涨至高于 600 个基点，BBB 级证券的利差更是从 250 个基点飙升至骇人听闻的 2200 个基点。

2007 年金融危机后，CLO 的投资者和资产管理人结构有了新的变化，私募基金和对冲基金看到了 CLO 投资回报的潜力，更多地参与发行和投资 CLO；同时，资产管理人的整合和购并也在加速以实现规模效应，这些都给 CLO 市场注入了新的活力。

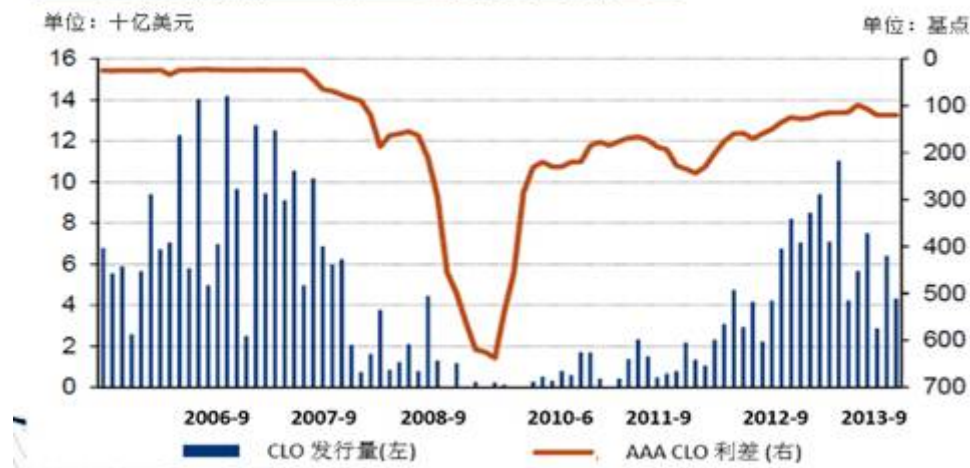


上图为 2007 年的经济危机后 CLO 管理人的市场份额，银行作为资产管理人的比例在下降，PE 和独立资产管理人的份额在增加。

从 2012 年开始，借着超低的利息环境，CLO 市场开始强力反弹，AAA 级证券的市场收益利差回到 150 个基点以下，发行量迅速回升。

美国 2012 年 CLO 的发行量达到 550 亿美元，2013 年前 10 个月的发行量已超过 575 亿美元。

CLO每月发行量和AAA级CLO证券的市场利差：



随着利差的下降，CLO 的发行量也逐渐增加，单笔 CLO 的平均交易发行规模也开始回到金融危机前的水平，达到 5.5 亿美元左右。

（三）CLO 的分类

从发行人角度，CLO 的发行一般有两个目的：（1）资本市场套利，称为套利 CLO；或（2）风险或本金的释放，称为资产负债表 CLO。

套利 CLO 主要是为了实现银行贷款在二级市场的价格和以此发行的证券的价值间的差异，这在结构上主要表现为评级较差的资产的高收益率和评级较高的负债的低成本之间的利差。在套利 CLO 交易中，资产管理人一般从公开市场上购买收益率较高的资产，并以此发行评级较高的证券，而自己保留风险最高的股权来赚取利差。

资产负债表 CLO 中，交易的发起人是资产的原始持有人（即贷款的发行人）。发起人出于减少资本金要求，增加放贷能力，降低融资成本，分散融资渠道或管理信用风险等目的，把贷款转让给 CLO 发行人，以证券的形式把资产的大部分移出自己的资产负债表。

从形式上来讲，CLO 一般可以分为三大类：

(1) 现金流 CLO。现金流 CLO 是通过特殊目的实体来购买银行贷款，并以此作为基础资产来发行不同档次证券的交易。基础资产所产生的现金流会被用来按一定次序支付给不同档次证券的投资人；

(2) 合成 CLO。合成 CLO 是利用衍生金融工具来达到和现金流 CLO 一样的证券架构和资产风险，但交易中不需要真正购买和转让银行贷款或其它基础资产。合成 CLO 也是通过特殊目的实体发行不同档次的证券，但不是同时买入资产，而是卖出以一定信用资产为参考的信用保护（互换）合同；证券出售的所得和信用保护合同的收入是交易的“基础资产”，这个合成的“基础资产”在扣除信用保护合同的损失偿付后会被用来按一定次序偿还给不同档次证券的投资人。

合成 CLO 的基础资产 = [国债+CDS]

(3) 市价 CLO：市价 CLO 和现金流 CLO 类似，也是通过载体发行证券并以所得的资金来购买基础资产。不同的是，市价 CLO 载体发行的证券面额的依据不是基础资产的面额，而是基础资产中各类资产按一定的抵押折扣率折算后的价值。证券发行后，资产管理人会根据基础资产的市场价值的变化进行资产买卖和证券偿付来维持证券面值和基础资产市值间的折算关系。

证券面额 = 基础资产面额 * 折扣率（折扣率保持稳定）

根据目前的实际情况，主要介绍应用潜力比较大的现金流 CLO。而在现金流 CLO 中，有不少交易的基础资产除了银行贷款外，还会有非银行贷款，资产抵押证券和 CLO 证券。把低级别的 CLO 证券或资产抵押证券加入基础资产来发行 CLO 证券的交易也被称为“CLO 平方”（是“CDO 平方”的一种）。这种结构牵连多层交易，基础资产复杂，风险很难估算，其副作用在 2007 年的经济危机中体现无疑。

二、 银行贷款基础资产分析

（一）CLO 基础资产的特点

CLO 的基础资产主要是银行发行的风险较高的非房产类商业贷款，期限一般为五到八年，利率一般是浮动的。这类贷款主要包括杠杆贷款，联合贷款和非投资级的商业或工业企业抵押贷款。和其它证券化中所用的资产相比，CLO 所用的银行贷款有自身的特点：

1、高风险贷款

美国 CLO 所用的银行贷款大部分是杠杆很高的非投资级贷款（BBB 及以下），平均的信用评级一般在 B1/B+。这类资产的风险比较高，流动性比较差。除了优先级抵押贷款外，一般的 CLO 中还允许加入一定比例的高风险或特殊贷款，比如 CCC 级贷款，非优先级贷款，破产贷款，参与贷款，过桥贷款和条件宽松贷款等。一般给予 CLO 管理人的高风险贷款比例上限都很高（目前是 50-70%，大部分资产管理人不会用足这个上限）。

一般的银行贷款合同都会要求借款人在贷款期内满足一定的财务状况条件。贷款人可以根据借款人定期提供的财务信息进行财务状况测试和经营表现评估来监督借款人的表现。

条件宽松贷款的贷款协议中没有对借款人的财务状况的约束条款。在借款人出现问题时，贷款人无法及时了解情况并采取措施（如重组贷款）来降低损失的程度，所以条件宽松贷款比一般的贷款风险高很多。

讨论点： 与其他证券化不同，CLO 交易的基础资产评级和风险比较高，CLO 设置再投资期间更多是为了体现资产管理人的管理能力。

2、涉及的行业多样

银行贷款的借款人是商业和工业企业或其投资人，种类繁多，涉及各个行业。不同行业的借款人和担保资产在经营上各不相同，对经

济的敏感度也有很大差异，所以贷款的质量也会呈现不同的表现。

3、贷款条款差别很大

银行贷款的条款比较灵活多变，可以根据借款人和担保物的情况量身定做，所以贷款间在条款上差别很大。不同的银行贷款有不同的抵押担保，偿付模式，付款频率和时点，利息类型，利息基准和调整，贷款期限等。

4、很多联合参与

很多大的银行贷款的贷款人不是一个银行，而是一个由多个银行或投资公司组成的联合体，属联合贷款（或财团贷款）。联合贷款一般由一个主要银行牵头发起和承销，其他银行参与购买一定的份额。由于联合贷款的贷款结构和法律关系比较复杂，其出售或转让过程和方式要比单独的贷款复杂。

5、流动性差

杠杆贷款等非投资级银行贷款的市场没有房屋抵押贷款等标准化贷款产品的市场那么大，参与者有限，流动性不高。低流动性会给证券化交易的资产筹备，再投资和资产转让等关键操作带来压力和风险；特别是当资产池中的资产出现问题需要出售时，流动性差会增加损失程度和现金流的回收速度。这个特点导致 CLO 交易经常安排筹备期（ramp up period）。

（二）CLO 基础资产的分析

和商业房产抵押贷款证券化类似，银行贷款证券化的资产分析中，发行人，信用评级机构和投资者更多的是运用单个贷款基础分析和资产池的多样性分析相结合的方法。单个贷款的基础分析主要是对资产池中的每个贷款的条款和质量状况进行分析以估测其收入，风险和信用质量：

（1）贷款余额、利息和收入；

- (2) 借款人的信用评级或资产的风险级别；
- (3) 贷款期限和还款计划；
- (4) 贷款在借款人资本结构中的位置（优先级）；
- (5) 交叉抵押条款；
- (6) 抵押物或担保的介绍；
- (7) 抵押物的价值（如果是评估值，评估的方法和日期）；
- (8) 利息和期限调整的选择权；
- (9) 其他特殊选择权（如赎回，转化等）或条款。

分析了解每个贷款的状况，质量，风险和预期表现（包括预期现金流）。CLO 中的资产数量不大（一般低于三百），每个资产的表现都可能对资产池的总体信用表现产生影响。如果借款人过于集中，会进一步降低资产池中借款人的样本量，从而使单个借款人对资产池的影响过大，不利于风险的分散。资产池的多样性分析要看资产之间的表现相关性，风险集中度和整体的现金流预期（包括数量和时间）。

以下是 CLO 资产池分析中几个常用的指标和方法：

- (1) 资产的信用评级分布
- (2) 借款人数量和借款人平均，最高和最低所占的比例
- (3) 资产的行业分布
- (4) 资产的地域分布
- (5) 资产的期限分布
- (6) 资产的收益率（利差）分布

三、银行贷款证券化的结构和特点

（一）CLO 的交易结构

CLO 的基本交易结构和其他证券化类似，先由卖方发放或购买贷款组合，然后转让给一个破产风险隔离的特殊目的载体（发行人）；

发行人以此作为基础资产发行不同级别的证券并出售给对风险和回报率有不同偏好的投资人。

CLO的交易结构



CLO 的交易结构见上图，与其他交易不同，资产管理人在整个交易中是资产管理和服务人的作用。滚动的资产池情形下，给予资产管理机构的授权：

由于 CLO 交易中贷款筹备期，再投资期或统和信托的使用，CLO 的资产池一般是开放和变化的。为了保证资产池的总体质量和多样性，信用评级机构都会建议发行人会对资产池的各项指标设立最高值。在资产池的构建和调整时，银行贷款的选择和替换一般需要考虑以下各项指标也确保这些值不会超过设立的最高值：

- (1) 优先级抵押贷款，现金和高级别投资产品以外资产的比例；
- (2) 次优先级贷款，优先级非抵押贷款和银行抵押债券所占的比例；
- (3) 最大借款人和前五位最大贷款人所占的比例；
- (4) CCC+评级以下所占的比例；
- (5) 付款频率低于每季度所占的比例；
- (6) 固定利息资产的比例；

(7) 破产贷款所占的比例。

资产管理人的权力很大，被授予很大的资产买卖的自由度和操作空间。讨论点：与信用卡的循环购买为了通过短期资产循环购买支撑长期债券发行不同，CLO 的再投资期间设计更多是为了体现资产管理人的资产管理能力和实现资产管理人的价值。

这些指标会在 CLO 交易的过程中会不断变化，需要进行定期观察和分析。所以，CLO 的资产分析不是停止于证券的发行，而是一个动态和长期的过程。

正是由于银行贷款的特点和资产池的变化模式，CLO 交易从贷款购买和发放到资产池的构建和维护过程中都可能存在逆向选择题。为了降低借贷双方，贷款买卖双方，投资人和资产管理人等之间的信息不对称问题带来的风险，基础资产的选择标准设计，对资产池的跟踪观察和分析 and 证券交易结构的设计都至关重要。

(二) 资产管理人

CLO 交易一般都授权资产管理人对基础资产进行积极管理，资产管理人来决定资产的选择和替换，还负责再投资期间的资产买卖来实现增值收入和降低损失，并在交易所限定的范围内对资产池的质量结构进行维持或调整。为能及时抓住市场机会并对信用事件做出快速反应，资产管理人在资产的处理和资产池的结构改变上被赋予了非常大的权利。所以资产管理人的经验和能力对 CLO 交易的表现至关重要，是 CLO 中最重要的因素。资产管理人的投资回报和 PE 机构非常类似。

由于资产管理人的重要作用，给资产管理人的管理费设计也是相当重要的，需要考虑到成本，优先级和激励作用等多个方面。CLO 中资产管理人的管理费一般有三个组成部分：(1) 优先级资产管理费；(2) 次级资产管理费；和 (3) 奖励管理费。优先级资产管理费和次

级资产管理费都是根据管理的资产规模按一定的比例提取，不同的只是在现金流分配中的优先次序。而奖励管理费则是一种利润分成，一般只有当股权投资人的累积年收益率达到一定水平以上才可以把股权人的所得按一定比例（如 20%）分给资产管理人。

CLO 和传统的资产证券化比，有几个重要的不同点：

（1）再投资期：

CLO 交易中“再投资期”的设计决定资产池不是静态封闭的，而是开放变化的。和信用卡应收款不同，银行贷款的期限一般为五到七年。CLO 证券化也运用了再投资和循环购买资产的方式更多是为了实现资产管理人的投资管理能力。资产池所产生的本金现金流在循环期（再投资期）内将会用于购买新的资产而不是直接偿付证券。所以，在再投资期内，资产池的贷款组成，结构和质量都可能会变化。一般的资产支持证券化都是封闭式被动管理的投资载体，所谓封闭式被动管理，就是基础资产在发行时确定后，不会有所改变，基础资产产生的现金流直接用于证券的偿付。

（2）贷款筹备期（Ramp-up Period）

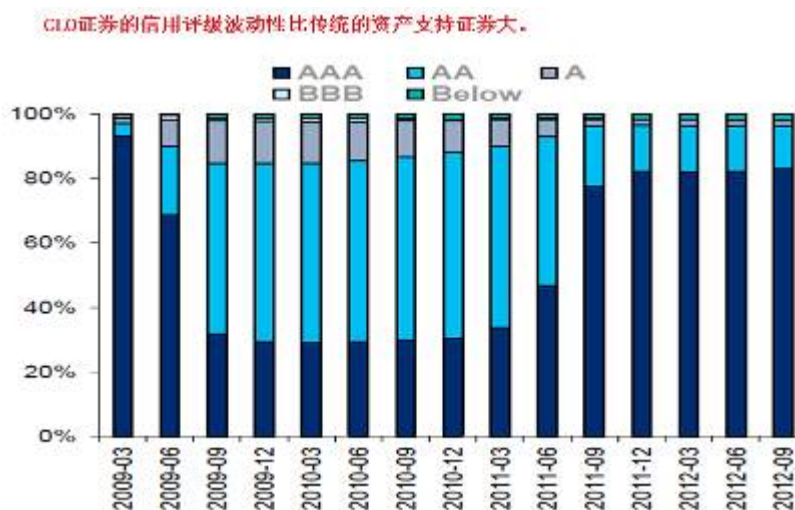
基于银行贷款市场的流动性考虑，CLO 交易初始阶段往往会设有一个的贷款筹备期（Ramp-up Period），一般三到六个月。在 CLO 交易开始时，证券已经发行，但资产池中的贷款资产可能还没有全部到位；资产管理人会在这个贷款筹备期内继续购买贷款来完成资产池的构建。贷款筹备期的设计可以减少 CLO 前期的准备时间（主要是贷款组合的积累），同时给资产管理人更多的时间和机会来购买目标资产以保证质量并实现资产池的多样化。如果筹备期内无法买到符合条件的贷款，则需要把现金支付给投资人，这个安排给资产管理人更大的自由度和灵活性。

（3）特别股权顾问

有些 CLO 交易中还指定特别股权顾问来保护一部分初始证券投资者的利益。这部分初始证券投资人在证券发行时会购买大部分股权凭证和信用评级最低的证券。根据协议，特别股权顾问对资产管理人的交易行为有一定的约束和监督作用。特别股权顾问购买了大部分股权档证券和次级档证券。

(4) 评级

传统的资产支持证券的评级一般是根据资产池已发生的质量表现而变化，只有当资产的违约或实际损失增加时，证券才会被降级。而在 CLO 中，证券的表现和评级更容易受其他多种因素影响，比如资产的评级变迁，资产管理人的资产买卖行为，违约的时间和严重度和违约资产的损失回收度等。有时虽然资产池还没有出现损失，但是评级机构可能会根据资产池中资产的信用评级变迁而把 CLO 放入观察档或直接降级。这种信用评级的波动在 2007 年的经济危机中体现无疑：虽然实际损失很低，但 CLO 证券在 2009 年被大幅降级，三分之二的 AAA 级证券被降级，而这些被降级的证券在 2011 年后大部分被升级为 AAA 证券。



从上图可以看出，CLO 资产的评级波动在金融危机前后的比较。PE 投资管理人如果在经济下行周期介入不良贷款的投资，与传

统业务结合是一个不错的选择。另外，国内目前还没有一单严格意义上来说的 CLO 产品，目前国内大机构发行的 CLO 产品都是优质的银行信贷资产，资产管理人的作用无法显示出来，基本属于过手的范畴。

(二) CLO 的结构设计

1、证券结构

CLO 的基本证券结构是简单的分档和优次证券组合结构，证券的档次可以分为优先级，次优先级，中间级，次级和股权（或称支持凭证）。CLO 证券结构中除股权外，一般都会有信用评级，其中优先级（A 档）一般为 AAA 级，次优先级（B 档）一般为 AA 级，中间级（C 档和 D 档）一般为投资级（BBB 级或以上），次级（E 档和更低档）一般为非投资级（BBB 级以下）。这些有信用评级的证券一般都是基于 LIBOR 的浮动利息证券；其中中间级和次级证券的利息一般是可累计递延的。

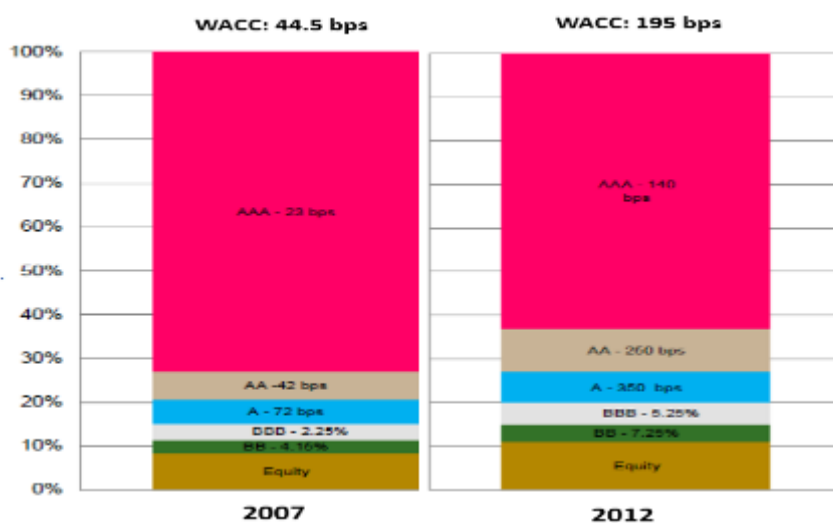
次级档债券的利息可以递延，这个与基础资产贷款的特性密切相关。在金融危机之前所发放的并购贷款，为了能满足利息覆盖倍数，经常含有 PIK 特点，即企业无法支付利息时，贷款的面额增加，产生负摊还现象。相对应的 CLO 次级债券也设计成利息可递延。为了满足一些投资者的偏好，有些 CLO 证券结构中还会发行一些特殊档的证券，比如信用额度证券（Delayed-draw Note），组合证券（Z 档证券），保本证券（P 档证券）和优先级股权。

信用额度证券是投资者授予 CLO 一定的信用额度以供需要时提取，在交易发行时一般不会全部提取。已提取的部分是证券的面值（按该级别证券利息付息），未提取的部分为未用信用额度，按一定的信用额度利息付费。信用额度证券给 CLO 发行人在融资上提供一定的弹性。

探讨： 信用额度证券是否可以使用在 PE 投资中

中国的银行目前是无法给私募股权投资基金提供贷款的，但是如果可以把私募股权投资基金设计成优先和次级，由金融机构持有优先级别浮动本金档，也可以变相是给股权基金授信额度，这个操作方式是否可以考虑。这个方式使资产管理人可以对市场机会快速作出反应。

2007 年的经济危机后，CLO 的证券结构比例更趋谨慎。经济危机前发行的 CLO 交易常被称作 CLO 1.0，而经济危机后发行的则是 CLO 2.0。以下是 2007 年和 2012 年两个时期典型 CLO 证券结构的比较。CLO 2.0 对信用支持的要求更严格，利息升高。同样是 AAA 级证券，CLO 1.0 中的所需信用支持在 27%左右，而在 CLO 2.0 中则需 37%左右的信用支持。这个结构比例的变化也是 CLO 总的融资成本升高的一个重要因素。

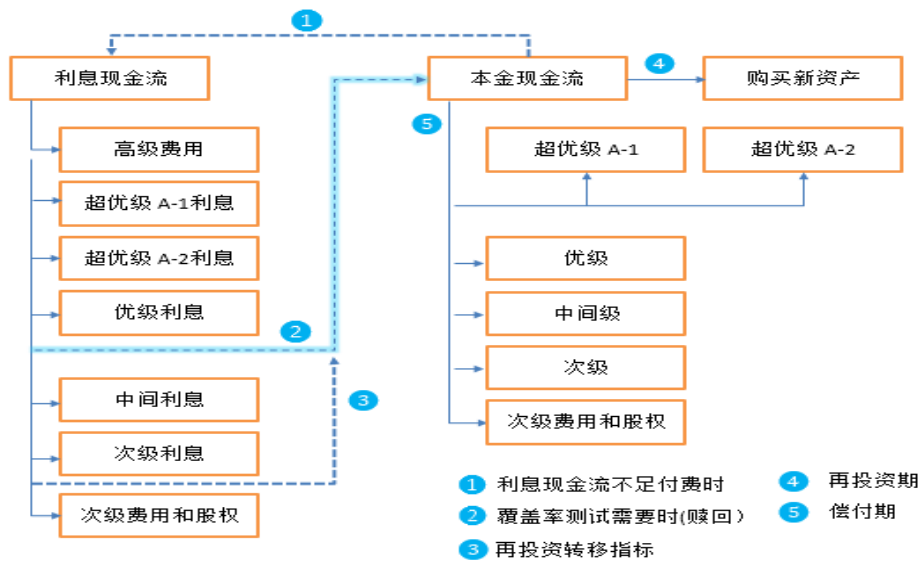


2、CLO 现金流的分配

由于 CLO 中有再投资期和赎回锁定期的设计，超优级的证券的提前偿付的风险很低，所以主要风险是信用风险。

CLO 一般也是采用简单的优次级按顺序分配的结构，所有的现金流都是先用来偿付高级别的费用，利息和本金，只有当高级别的证券偿付需求得到满足后，低级别证券才可以得到分配。而损失的分配次序则相反，由低级别证券向高级别证券进阶。这种简单的顺次结构

也是 CLO 最主要的信用增级方式。



在正常的情况下，资产池产生的现金流会按利息和本金分开进行分配。利息现金流的分配规则一般如下：

在满足各项交易规定的测试时，利息现金流会用来按次序偿付各种费用，对冲合同支出和证券的利息，多余的利差分配给股权投资人。如果某一级的证券没有通过覆盖率测试，那么利息现金流在付完该级证券的利息后不会用于下一级证券的利息偿付，而是会被“转移”出来支付按次序对各级证券进行提前赎回，直到满足覆盖率测试要求。在再投资期内，如果交易没有满足规定的再投资转移指标，一部分多余的利差在支付次级费用和股权前会被“转移”出来作为本金现金流，用以购买新资产。

本金现金流的分配规则一般如下：

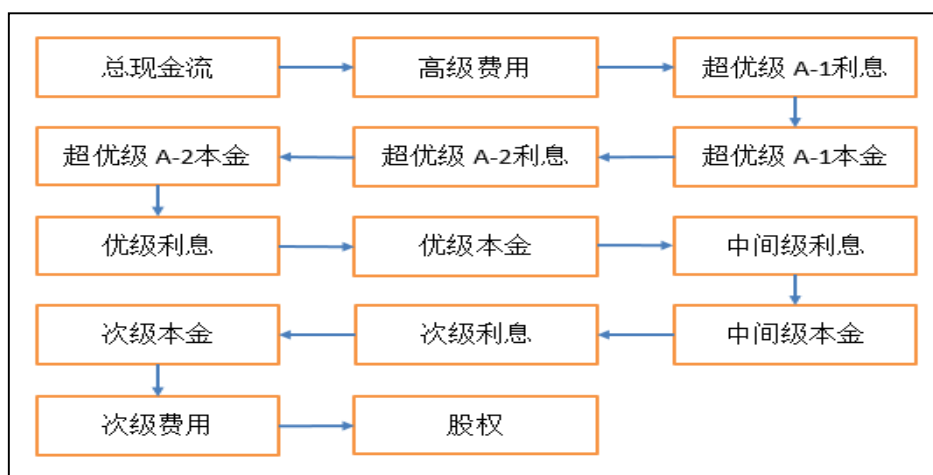
在再投资期内，如果各项交易规定的测试都达标，本金现金流会先用来按次序偿付由于利息现金流不足而没有付完的各种费用，对冲合同支出和证券的利息。剩余的部分会用于购买新的资产。

在再投资期内，如果某一级的证券没有通过覆盖率测试，那么本金现金流在付完该级证券的未付完利息后不会用于下一级证券的利息偿付或购买新的资产，而是会被“转移”出来支付按次序对各级证

券进行提前赎回，直到满足覆盖率测试要求。

在再投资期后，本金现金流会先用来按次序偿付由于利息现金流不足而没有付完的各种费用，对冲合同支出和证券的利息。剩余的部分会用于按次序偿付各级证券。

在 CLO 交易出现违约加速，赎回或证券到期的情况下，资产池产生的现金流不再分成利息和本金进行分开分配，而是集中在一起进行统一分配；现金流的分配严格按照证券和费用的级别和优先次序进行。具体现金流的分配规则一般如下图所示：



3、CLO 的信用增级

CLO 的信用增级方式一般有：证券分档的信用支持；超额利差；现金抵押或储备账户，和外部担保。

- 证券分档的信用支持

CLO 交易中最重要信用增信方式是证券的分档分档，由股权凭证和低级别证券为高级别证券提供信用支持。资产池的损失首先由低级别证券吸收。这种信用支持的程序主要由超额抵押率（OC）来衡量，一般表现为资产池的资产面值和有信用评级的证券面额的比例。一个证券享有的 OC 越高，用来支持该证券的低级别证券就越多。

$$OC \text{ Test Ratio} = \text{总资产} / \text{所有有评级债券}$$

CLO 交易一般都会要求 OC 测试来观察交易的 OC 比例是否保

持在最低要求以上。如果 OC 测试结果失败（OC 低于最低要求），就可能引发现金流的分配变化，加速证券的偿还以避免或减少损失。每个档级债券都有一个 OC 目标值。

- 超额利差

超额利差是指基础资产的利息收入在扣除投资者利息支出，服务费和相关费用之后的盈余收入。

盈余收入一般属于股权投资人，当资产的现金流不足以支付证券的利息和本金时，超额利差可以被用来填补空缺，增加流动性或吸收损失。

在有些 CLO 中，超额利差在一定条件下还可以用来购买抵押资产或建立储备账户，给证券提供信用支持。超额利差的水平体现了交易的总体盈利水平。CLO 一般是通过利息覆盖率（IC）来观察这个水平的。IC 测试就是计算资产池利息收入和有信用评级的证券的利息支出加高级费用的比例。如果 IC 低于 CLO 交易规定的最低标准（即超额利差水平下降），也会引发现金流的分配变化，加速证券的偿还。

$$\text{IC Test} = \text{资产池利息收入} / [\text{有信用评级的证券的利息支出} + \text{高级费用的比例}]$$

- 现金抵押或储备账户

储备账户的起始资金可能由发行人在证券系列发行时全部存入或先存入部分，然后由超额利差慢慢充实，直到达到目标水平。现金抵押或储备账户的资金一般投资于流动性和质量都很高的资产，在资金不足时用来偿付证券。但是由于储备账户的投资回报率很低，一般低于证券的利息，所以会引起“负持有”现象，融资效率不高，现在已不常使用。【信用卡使用投资者额度，设计成次级债券形式存在】。

- 外部担保等

外部担保是由信用良好的第三方（如保险公司，担保公司或母公

司等)为资产的信用或证券的偿付提供担保。在资产担保中,如果资产出现损失,发行人可以向第三方担保人索取损失赔偿。而证券担保则是对证券偿付的直接担保。如果证券出现损失,投资者可以向第三方担保人索取损失赔偿。但是,这种信用增级的强度受限于担保人本身的信用级别。不管是资产担保还是证券担保,成本都比较高,而且愿意或者有能力提供 AAA 级担保的担保人现在也很少,所以这种方式现在也已不常使用。

4、锁定期和提前主动赎回

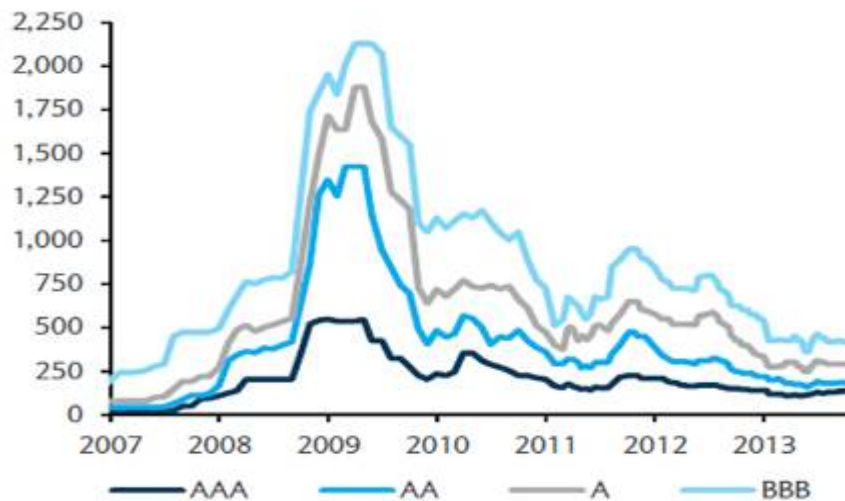
锁定期的设计是为了降低高级别证券的提前偿付风险,锁定期为两到三年,在锁定期后,如果获得足够的控制级或股权持有人的赞成,可以选择赎回一个,多个或全部证券级别。

而提前赎回的设计主要是为了降低发行人的融资成本从而提高股权投资人的收益率。由于 CLO 交易采用顺次偿付结构,利息低的高级证券会先付完,剩余证券的总体利息会升高,整个交易的融资成本会上升。所以,当高级证券付完时,股权投资人就会重新评估剩余 CLO 的成本结构。许多 CLO 2.0 交易允许 CLO 发行新的证券并以发行所得的资金来赎回以前发行的证券,这种赎回也称作 CLO 的再融资。

这种提前赎回一般发生在 CLO 证券的市场利差下降的时候,发行人可以用新的成本较低的证券来替代旧的成本较高的证券,从而降低 CLO 的总成本,使次级证券和股权投资人受益。在经济危机后,随着 CLO 证券结构的变化,还有一些发行人通过提前赎回全部证券并重新发行新的证券来转换资本结构,把 CLO 1.0 转化为 CLO 2.0。

美国不同评级的 CLO 的市场利差趋势(基点)与赎回,导致 CLO 交易在锁定期后的再融资。

美国不同评级的CLO的市场利差趋势（基点）与赎回



（三）CLO 的信用评级

信用评级要解决的问题不是保证证券的质量，而是评测一定级别的证券在到期日或之前本金和利息全部得到偿付的可能性（或概率）。和其他证券化的信用评级一样，信用评级机构在给 CLO 评级时也会对每个交易的以下各个方面进行评估：（1）基础资产的质量，（2）法律和监管风险，（3）证券结构和现金流分配设计，（4）运作和管理风险，以及（5）对家的风险。但是，由于 CLO 的基础资产和交易结构的特点，信用评级机构所用的具体评级分析方法和其他证券化的评级有所不同，这里介绍一下 CLO 评级中的一些有特色的分析。

1、基础资产分析

CLO 资产池在储备期和再投资期都处于变化的状态，评级机构需要对资产池进行跟踪监督和定期测试。由于 CLO 资产池中的贷款数量有限，风险的分散尤为重要。

每个资产池在特定时点都会在借款人，种类，期限，区域和行业等方面有一定程度的集中度；CLO 中储备期和再投资期的设计会使资产池在不同方面的集中度不断变化，这会增加集中度风险，从而使

证券更容易受某一借款人，区域或行业的经济条件的影响。评级机构一般会从多个方面来评估资产池的风险分散和质量水平，这其中包括：

重大或主要借款人：如对前十大借款人的贷款额，类型，行业，信用级别，历史表现等的分析；

行业分布：行业的分布分析和资产池目前行业分布和交易的目标行业分布之间的比较；

地区分布：美国（按州），非美国，特定地区或国家（如欧洲信用危机国家）的比例；

信用级别分布：分析资产池中的各个贷款的信用级别分布，特别是 CCC 级以下的比例；

特殊贷款比例：对各类特殊或高风险贷款的比例分析，如条件宽松贷款，过桥贷款，参与贷款，信用证，非优先级贷款，固定利息贷款，破产贷款，第三方信用等；

贷期日分布：资产池各个贷款的期限长短和分布；

贷款利差分布：资产池各个贷款的利差高低和分布。

2、交易结构分析

主要是看交易资产（资产池）和负债（证券）的平衡和负债方的结构，主要分析覆盖率测试，即超额抵押率（OC）测试和利息覆盖率（IC）测试。一般 CLO 交易中每个级别的证券都设有最低的 OC，IC 和最低要承受的违约率和损失度。

3、重要交易参与方的分析

银行贷款的高风险和低流动性加上资产再投资的设计使得 CLO 的表现高度依赖于资产管理人和服务商的质量和水平。

资产管理人的资产池管理水平和服务商的收款能力对 CLO 的现金流有决定性的影响，也是信用评级中一个重要的考虑因素。

信用评级机构还要考虑到在交易指定的资产管理人/服务商出现

问题的情况下，受托管理人的掌控水平和寻找替代资产管理人/服务商的风险。

信用评级机构会分析资产管理人/服务商的管理费的设计，包括管理费的数量计算和各层管理费在现金流中的优先次序。如果管理费太低或激励措施不够，那不但会影响指定资产管理人/服务商的表现，还会增加寻找替换资产管理人/服务商的风险。

四、美国银行贷款证券化案例分析

中型企业杠杆贷款证券化的案例：**Knightsbridge CLO 2007-1** (“KB CLO 2007-1”)

KB CLO 2007-1 是一个由德意志银行牵头发起的以中型企业杠杆贷款为基础资产的 CLO 交易。从类别上属于现金流型的资产负债表 CLO。这个交易发生在 2007 年底，正好是经济危机已经开始但还没有全面爆发的时候，所以对产品的要求要比 2007 年初苛刻许多；KB CLO 2007-1 中优先级证券的信用支持超过 31%，高于年初平均 25%的水平；KB CLO 2007-1 中 AAA 级的利差是 2007 年初相同评级的 CLO 证券的两倍。KB CLO 2007-1 可以说是 CLO 1.0 向 CLO 2.0 过渡中的一个例子。

(一) KB CLO 2007-1 主要交易方如下：

1、发行人：Knightsbridge CLO 2007-1 Limited

成立于 2007 年四月十八日，是一个在开曼群岛注册的免税有限责任公司，名义上的注册资金是一千美元，其唯一的目的是购买或发行支持贷款和发行相关的证券；

2、共同发行人：Knightsbridge CLO 2007-1 Corp.

成立于 2007 年四月二十七日，是一个在美国特拉华州注册的特殊目的公司，名义上的注册资金是十美元，其唯一的目的是和发行人共同发行投资级的证券。在这个 CLO 交易中，共同发行人的股权由

发行人控制。

3、资产管理人：德意志中型资本（DB MidMarket Capital）

德意志银行美国信托部门下的一个分公司。这个公司是德意志银行的中型企业杠杆贷款的放贷平台，主要为息税摊销前利润小于五千万美元的中型公司提供企业购并，杠杆买断和业务扩张相关的融资服务

4、特别股权顾问：联合资本（Allied Capital Corporation）

特别股权顾问代表的是一部分初始证券投资人的利益。这部分初始证券投资人在证券发行时会购买 70%的支持凭证和所有的 E 级证券。特别股权顾问对资产管理人的交易行为有一定的约束。KB CLO 2007-1 的资产投资协议中规定了一些特别股权顾问财务条款，如果资产管理人要购买一些不满足这些条款的资产，就必须获得特别股权顾问的同意。

5、受托管理人：汇丰银行（美国）；

6、承销商：德意志银行证券部和德意志银行伦敦分行

（二）KB CLO 2007-1 发行的证券如下：

KB CLO 2007-1 发行的证券全部为浮动利率证券，法定到期日都是 2022 年；其中包括五个投资及证券（A-1，A-2，B，C，D），一个非投资级证券（E）和一个未评级的支持凭证（股权）。非投资级证券（E）只有来自支持凭证的 9%的信用支持而最高级的 A-1 则有 35.4%信用支持。

KB CLO 2007-1 中有评级的证券每个季度付一次利息。C，D 和 E 级别的证券的利息是可递延的；如果因为付款次序的先后问题而使得这些低级别证券的利息没有按期得到偿付的话，那么这些没有被偿付的利息将会递延到下一期，利息也将滚动累计。支持凭证没有指定的利息，但是有权获得交易中所有没有被吸收使用的超额利差。

(三) KB CLO 2007-1 的证券赎回条款

1、赎回锁定期：3 年，从 2007 年十二月到 2011 年一月

2、可选择赎回

一般赎回：赎回锁定期后，如果获得大多数支持凭证的书面同意，资产管理人可以利用资产变卖所得和相关信托帐户里的资金来赎回全部证券。证券的赎回必须是全部而不是部分证券。

税务赎回：在赎回锁定期中或之后，如果出现税务事件（由于税务变化而减少投资者可分得的现金流的一些状况），在获得大多数支持凭证的书面同意或大多数因为税务事件而没有得到及时偿付的证券的书面同意的情况下，资产管理人可以利用资产变卖所得和收款来赎回全部证券。

清理赎回：如果有评级的证券的总面额降低至发行时的 10%或更低，资产管理人可以利用资产变卖所得和相关信托账户里的资金来赎回全部证券。

再融资赎回：赎回锁定期后，在证券发行条款允许的情况下，资产管理人代表发行人通过借款或发行替代证券来再融资，并以所得的资金来全额偿还某一系列或全部的证券。

支持凭证赎回：当有评级的证券全部付完后，如果获得大多数支持凭证的书面同意，资产管理人可以利用资产变卖所得和相关信托账户里的资金来赎回全部支持凭证。

3、特别赎回

在再投资期内，如果资产管理人连续 30 个工作日内找不到合适的资产进行再投资，资产管理人可以通过书面形式通知受托管理人这种情况并以信托收款账户中的资金来提前偿付证券。

4、强制赎回

在初始投资期结束后，如果交易的任何一项覆盖率测试没有达标，发行人必须在相关的支付日用支付账户中的资金按次序偿付证券，直到所有覆盖率测试都达标。这个交易的覆盖率测试包括 OC 比例测试和 IC 倍数测试。（具体指标见后面的“KB CLO 2007-1 的资产要求”部分）。

证券级别	最低oc比例要求	最低ic比例要求
A和B	126.50%	120.00%
C	116.60%	110.00%
D	112.12%	105.00%
E	107.78%	100.00%

（四）KB CLO 2007-1 的现金流分配

KB CLO 2007-1 的贷款储备期为 180 天，再投资期为 6 年。在贷款储备期和再投资期内，如果没有赎回和加速偿还，一般只有资产的利息现金流会被分配给各级证券，而本金现金流一般都会用于购买贷款资产。KB CLO 2007-1 资产池的利息现金流的分配次序如下：

优先次序	偿付项目
1	税，登记费，申报费，托管和信托管理费，其他管理费用（有上限）
2	流动性储备帐户和基本管理费
3	一般对冲合同付款
4	对冲合同终止付款
5	A档证券的利息
6	B档证券的利息
7	如果A/B覆盖率测试不达标，按次序偿付证券
8	C档证券的利息和递延利息
9	如果C覆盖率测试不达标，按次序偿付证券
10	D档证券的利息和递延利息
11	如果D覆盖率测试不达标，按次序偿付证券
12	E档证券的利息和递延利息
13	如果E覆盖率测试不达标，按次序偿付证券
14	在再投资期间，购买额外的贷款以满足再投资转移指标（金额不超过所剩的利息的一半和E档证券OC达到109.43%所需的资金）
15	项目1和3中未付的款项
16	次级管理费
17	支持凭证（直到内部年收益率达到18%）
18	20%给奖励管理费和80%给支持凭证

KB CLO 2007-1 资产池的本金现金流的分配次序如下：

优先次序	偿付项目
1	利息现金流分配项目1到13中未付的部分和为满足所有覆盖率测试对项目8, 10和12的付款
2	如果发生特殊赎回, 按次序偿付各级证券; 在再投资期内, 由资产管理人用于购买资产
3	按次序偿付各级证券
4	利息现金流分配中未付的第15项
5	未付的次级管理费
6	支持凭证 (直到内部年收益率达到18%)
7	在再投资期后, 20%给奖励管理费和80%给支持凭证;

一旦证券进入加速付款期, 基础资产产生的本金现金流和利息现金流不再按照前述次序分开分配, 而是由信托管理人汇总到一个付款账户里统一进行分配。这种情况下, 总的现金流的分配次序和前述的利息现金流的分配次序相似, 不同的是在付完每一级证券的利息后, 必须付清该级别证券的本金后才可以偿付下一级证券的利息和本金, 所以是更严格的按级别顺次分配。

资产管理人的管理费在现金流分配中有不同的优先次序。和其他CLO交易类似, KB CLO 2007-1的资产管理费也分为三档: (1) 基本管理费, (2) 次级管理费, 和(3) 奖励管理费。其中, 基本管理费和次级管理费都是按照每个付款期间期初的总资产的一定比例提取。在再投资期间, 基本管理费和次级管理费分别为0.20%和0.40%; 而在再投资期过后, 这两个管理费分别降为0.075%和0.175%。而奖励管理费是一种和支持凭证一起分红提成的奖励, 其分成的比例是20%, 但是只有当支持凭证的累积年收益率达到18%后才可以参与分享。

管理人的回报与PE投资机构基本相同, PE管理人可以通过CLO业务实现跨周期操作, 当然在监管方面需要进一步探讨。

(五) KB CLO 2007-1 的资产要求

KB CLO 2007-1 的资产池在证券发行时大概构建完成了 70%，剩余的 30%需要在之后六个月的贷款储备期内购买完成。该交易所购买的贷款基本都是非投资级的中型企业杠杆贷款，风险很高，流动性很差；资产池的平均信用评级为 B 级。资产池中超过 90%的资产为优先级抵押贷款，但也有一部分优先级无抵押贷款，次级贷款，非投资及债券和 CLO 证券等。

为了保证资产池整体的质量水平和风险分散度，KB CLO 2007-1 的发行协议中包含了多项对资产的要求条款。发行人在购买，发放和转让资产时，必须考虑到这些条款的要求，并且要定期对资产池进行测试。这些测试包括（1）基础资产质量测试，（2）资产组合风险测试和（3）覆盖率测试。

KBCLO 2007-1 的覆盖率测试包括对 OC 和 IC 两项的测试：

覆盖率测试主要是用来决定按正常次序本来要分配给非优先级证券和支持凭证的现金流是否要改变次序用来偿付优先级证券的利息和本金。在 KB CLO 2007-1 中，如果交易的 OC 和 IC 不能达到以下最低指标，证券就会进入强制赎回：

证券级别	最低oc比例要求	最低ic比例要求
A和B	126.50%	120.00%
C	116.60%	110.00%
D	112.12%	105.00%
E	107.78%	100.00%

（六）KB CLO 2007-1 的信用评级

在发行时，KB CLO 2007-1 各级证券的信用支持和评级如下。为了通过标准普尔的评级中现金流测试，评级资产违约率损失临界点必须高于评级需要承受的资产违约率。

证券级别	信用评级	信用支持	该评级需要承受的资产违约率	该评级资产违约率损失临界点
A-1	AAA/Aaa	35.4%	67.40%	78.28%
A-2	AAA/Aa1	31.3%	67.40%	73.94%
B	AA/Aa	25.1%	64.38%	69.75%
C	A/A2	18.0%	61.61%	63.89%
D	BBB/Baa2	13.5%	56.33%	56.88%
E	BB/Ba2	9.0%	49.08%	49.58%

随着经济危机的全面爆发和 CDO 市场的崩溃，KB CLO 2007-1 的信用评级马上受到了影响。在发行后不到一年时间，标准普尔把 KB CLO 2007-1 中的全部证券放入负面观察档；2009 年三月，穆迪把几乎所有非最优级的 CLO 证券放入负面观察档以待决定是否降级，C，D 和 E 级证券降级至 Baa3，Ba3 和 B3 级，同时把 A-2 和 B 纳入负面观察档。

受市场条件和评级变动的影 响，市场要求的回报率在 2009 年达到历史高点：KB CLO 2007-1 中的 E 级证券和支持凭证的市价在 2009 年底的市值大约分别是票面值的 61%和 41%。

2010 年五月，阿瑞斯资本公司（Ares Capital Corporation）通过购并联合资本公司（特殊股权顾问）取得了 对 KB CLO 2007-1 的控制和管理权；由于阿瑞斯资本公司在 CLO 投资和资产管理中的丰富经验和历史表现，此次购并和资产管理人变更没有对 KB CLO 2007-1 证券的评级带来影响。

至 2011 年中，KB CLO 2007-1 的资产表现比预期的好。2011 年六月，穆迪把 KB CLO 2007-1 中的 A-2, B, C, D 和 E 级证券放入观察档以决定是否升级；2011 年十一月，穆迪把 KB CLO 2007-1 中的 C, D 和 E 级证券升级至了 A3, Baa3 和 Ba2 级，同时确认了 A-2 和 B 级证券的评级。

2012年，KB CLO 2007-1的资产表现继续得到提高，资产池中CCC级资产在2012年三月为三千七百万美元，比例小于8%。标准普尔于2012年五月确认了KB CLO 2007-1中各级证券的信用评级。

（七）KB CLO 2007-1 的赎回

从2010年十月到2013年十年的三年间，有大约两百个CLO 1.0交易被全部付清，其中三分之二是由股权投资人选择的提前赎回。KB CLO 2007-1的赎回锁定期于2011年一月结束。阿瑞斯资本公司并没有在赎回锁定期一结束就赎回KB CLO 2007-1，而是于2011年底先提前赎回KB CLO 2007-1的姊妹交易KB CLO 2008-1。原因可能是KB CLO 2008-1的融资成本比KB CLO 2007-1高。

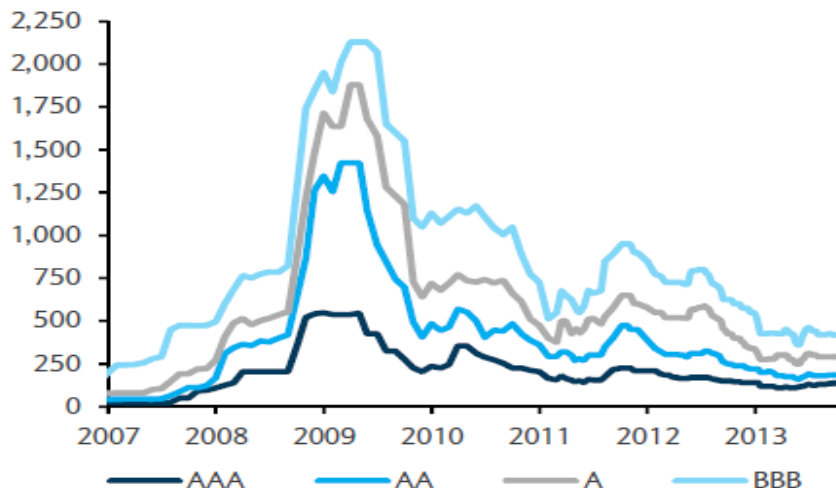
2013年十月二十五日，KB CLO 2007-1的证券被全部提前赎回。虽然阿瑞斯资本公司并没有公开提前赎回KB CLO 2007-1原因，但是2013年CLO市场的继续回归和银行贷款二级市场的活跃无疑给了提前赎回充分的理由。标准普尔美国杠杆贷款100指数显示，2013年三季度，杠杆贷款的市场价在98%左右，比阿瑞斯资本公司低价兼并KB CLO 2007-1时（2010年一季度）的市价高很多，导致了资产池的升值和再投资的高成本。

标准普尔美国杠杆贷款100指数



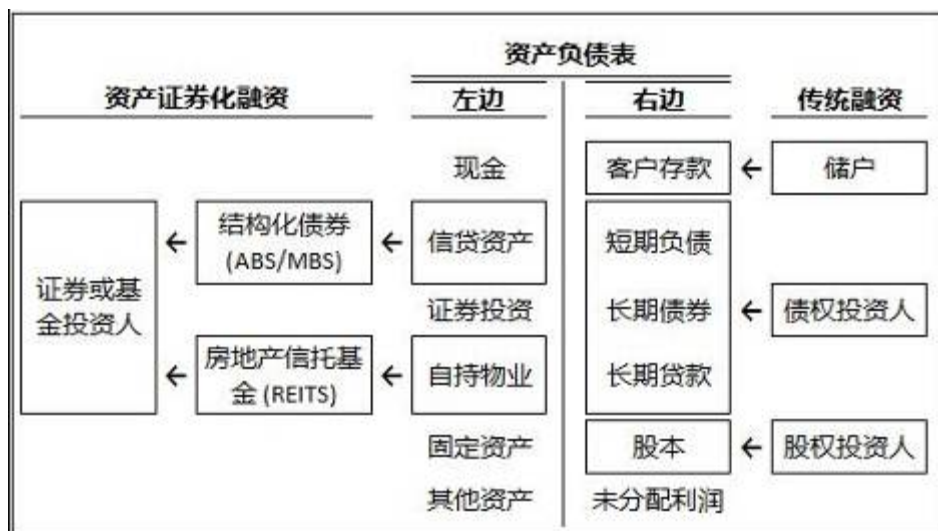
CLO 证券(特别是非优先级证券)的市场收益率在降低，导致了

CLO 负债价值的上涨，阿瑞斯资本公司通过提前赎回锁定利润并寻求更好的融资机会是水到渠成的事。美国各级 CLO 证券的市场利差：



五、PE 投资基金与 CLO 业务的对比

与公司融资侧重于报表右边不同，资产证券化重点在资产负债表的左边，把企业资产负债表左边的应收账款出售进行融资。以信托为主体，在设立的第一天就明确信托的终止日期，属于结构金融 (Structured finance)。



其中信贷资产证券化有两个类别，静态摊还结构和循环购买型结构，循环购买结构中有一个主要的分支，一个为信用卡，另外一个为 CLO。与信用卡的循环购买目的不同，CLO 循环购买最主要的目的不是为

了管理资产负债久期，而是体现资产管理人对信用事件作出反应的能力。

CLO 资产管理人的回报与 PE 投资机构类似，我们可以考虑借鉴 CLO 交易的结构创新提高资产管理和创新能力，同时 PE 股权投资和 CLO 投资可以进行跨经济周期操作，当然其中一些监管问题需要去讨论。个人体会是目前中国的证券化最缺的是次级投资人，PE 管理机构没有硬性的资本约束，如果能进入证券化领域，作为次级投资人，乃至成为 CLO 的资产管理人。

六、提问环节

Q1: 基于高风险贷款的 CLO 的风险是不是也很高，是不是主要吸引高风险偏好的投资者购买呢？

A1: 银行贷款虽然评级较低，但是违约后的回收率相对比较高，另外通过优先和次级的安排，优先级的债券信用还是不错的，但是由于循环购买的操作，资产池会受到经济周期的影响，整理评级的波动性比其他债券要大一些。

Q2: 国际上 CLO 发展很快，而中国 CLO 则处于起步阶段，这种差异的主要原因是什么呢？是中国高风险贷款相对较少，如很多银行主要做风险较低的业务，还是市场成熟度方面的原因，还是交易结构设计技术方面的原因？

A2: 个人观点： 证券化的三个主要驱动因素是套利，调整报表满足资本监管要求，以及具有更强的投资能力使报表的资产端快速迭代从而提升资产评级降低融资成本三个原因。目前中国的银行信贷资产的出售，有时是因为资产的利息不足，资产证券化产品由于刚性兑付期望回报率比较高，资产出售形成负利差，不利于当期利润。出售贷款后的投资机会可能还不足； 以及替代的融资渠道如存款等。利

率市场化之后，报表右边的融资成本会不断提到，证券化产品的流动性溢价不断下降，以及资产管理人的发展。这个业务应该会发展。

Q3: 您前面提到，单笔 CLO 的平均交易发行规模为 5.5 亿美元左右，是不是 CLO 主要适合大规模的贷款。对很多金融机构来说，中小企业贷款也需要快速周转，中小企业贷款可以组合打包成 CLO 么？

A3: 可能我没有说清楚，单笔交易 5.5 亿美元在证券化中是比较小的，CMBS 交易的规模要比 CLO 大很多。规模小我个人理解主要是 CLO 的基础资产的信用评级比较低，资产池的贷款甚至需要重组，过大的规模对资产管理人的压力比较大。中国国内的中小企业贷款可以做，但是并不是严格意义上的 CLO（当然按照美国的标准），比如设置有再投资期等。

Q4: 那中小企业贷款证券化，在国外有什么好的做法么？发展怎样？

A4: 中小企业贷款的定义两个国家不同，美国有 SBA loan, 可以做成证券化产品。

第 57 辑 (2015.1.20)

传统制造业等周期性行业 2015 年是否会迎来供需 关系逆转的拐点年

【主持】

巴曙松教授（北京大学汇丰金融研究院执行院长）

【主讲嘉宾】

任志强（兴业证券研究所钢铁和有色行业的负责人，曾就读于浙江大学和上海财经大学，先后任职于安信证券和兴业证券）

一、2015 年传统制造业的供求关系拐点之辩

不管宏观分析师还是行业分析师站在一年年底年初之时都会对下一年的需求和供给做一个展望，尤其在 A 股年底的行情下，也有不少宏观分析师和行业分析师逐渐变得乐观起来。如果对于传统制造业、大宗商品等周期性行业，也有观点认为经历过过去几年产能的逐步退出，加上环保压力的增大，产能收缩逐步看到，认为会在 2015 年迎来周期的拐点。

这种观点判断的主要依据有几点：（1）实体经济最近一次投资扩张发生在 2010 年下半年到 2011 年三季度，如果以 2011 年三季度作为一轮投资的高峰，按照两年的产能投放周期，那么在供应层面上最大的压力，就是发生在 2013 年上半年，因此现在的供给压力已在逐步缓解。（2）如果从数据支持来看，2014 年在一些中游制造业，看到了毛利率和净利率的改善，认为这是在需求下滑的背景下实现的

盈利扩张，这是来源于产能收缩带来的供需关系的转变。（3）再叠加 15 年的环保压力等外部因素，认为 15 年供需缺口会更加明显，制造业的盈利改善更加确认，并会迎来私人部门投资的反弹。

上面这些观点有很多值得借鉴的地方，但是主讲人还是认为传统制造业、大宗商品等周期性行业仍未迎来供需关系的拐点。

首先从第一点理由来看，确实从产能投放的高点来看，2013 年上半年就结束了，但是很多行业只是产能增速的下降，绝对量还是在增长的，即使有些行业增速也变为 0，但绝对存量还是很大。在需求平台式下滑的背景下，很难会出现长时间供不应求的格局。

从第二点理由来看，要看到部分制造业毛利和净利润在 14 年扩张的同时，资源品价格大跌，上游原材料价格下跌，利润必然会出现下移，要不然就是留存在中游制造业，要不然就是到了下游终端房地产、汽车等行业或者居民那里。主讲人所观察到的原材料价格下跌所带来的利润下移只有一小部分是留在了中游制造业这个环节，而大部分是到了下游终端房地产、汽车等行业、或者居民那里。以钢铁行业为例，14 年毛利和净利确实看到改善，但是如果从改善幅度来看，13 年重点钢铁企业 220 亿的利润总额，14 年 300 亿的利润总额。反观铁矿石价格的跌幅，从 13 年底至今价格跌了 500 元，如果按利润下移的幅度，整个钢铁行业仅铁矿石成本一项节省的成本开支就有 6400 亿（按时点价格计算，非全年均价），相比之下，利润改善的幅度显得杯水车薪。因为供需格局显示了对上游和下游的议价能力，如果供需格局迎来了拐点，那议价能力应该很强，成本下移应该有很大一部分会留存在中游制造业这个环节，但是实际上中游制造业盈利的改善显得有些杯水车薪，所以确实我们观察到了产能增速放缓的迹象，但是还没有说迎来供需关系拐点的时刻。

从第三点理由来看，环保压力倒是确实值得关注，这可能也是一

个较大的外生变量，毕竟 15 年新环保法实施，政策和政府导向上对环保都有趋严的迹象。但是环保能不能趋势性逆转供需格局，这一点存疑。毕竟现在是经济下行周期，如果环保真的一刀切严格执行，那经济、就业等压力肯定不容忽视。

从微观调研层面来看，严格按照新环保法要求，仅仅钢铁行业的环保投入就要 1000 亿，对于一个年利润 300 亿的行业，让他去这么大的环保投入也不大现实。所以大部分企业，即使是环保核查的重镇河北，企业在环保投入上也没啥大的变动，也都并不认为环保会真刀实枪来一刀切的弄。如果按照极端情形来看，APEC 蓝，对周边企业的关停非常多，但是如果观察关停期间的价格，实际上大部分上游或中游产品的价格都没有上涨，这也反映了供需格局还是比较恶劣的。当然 APEC 蓝的整治时间也不够长，但是如果放在以前产能紧俏的时期，那必然会有很多品种价格暴涨，尤其是一些弹性好的化工品。所以从环保的角度来看，对产能收缩的贡献应该是边际上的贡献，并不会产生逆转性的影响。

总结上述针对支撑“传统制造业、大宗商品等周期性行业迎来供需关系的拐点”的三个论点的不同意见，主讲人认为供需拐点还未到。从历史上一些数据来看，中国产能的调整周期可能在 5 年左右。现在供需关系确实比较微妙，不管需求出现新的强劲增长点，或供应由于某些外力出现大的收缩，都有可能迎来供需关系的大拐点。主讲人认为如果按照 5 年的周期，以 12 年作为开始调整的第一年，那乐观的话有可能 17 年会有中游制造业大的供需拐点出现。

二、美国钢铁行业产能周期调整的案例分析

在 20 世纪七八十年代，美国钢铁行业也出现严重的危机。这段时期里，粗钢产量出现了大幅下降，美国各主要钢铁公司出现了亏损，

并迫使一些企业关闭。美国钢铁行业应对危机主要采取了：（1）提高生产效率。美国通过裁员并不断寻求技术、设备上的突破，人均粗钢产量也从 1982 年的 189 吨/人提升至 1990 年的 358 吨/人。（2）产能实质性收缩。1980—1982 年美国经济危机期间，钢铁行业也步入“低谷”。需求的崩溃使得 1982 年美国粗钢产量大幅下滑 38%，产能利用率仅为 46.5%，钢厂全部大幅亏损，1982 和 1983 年美国钢铁行业共亏损 67 亿美元。美国钢铁行业的大量产能闲置，大规模的去产能也由此开始，由 1973 年的产能高点至 1988 年的产能低点，产能收缩幅度达 40%。

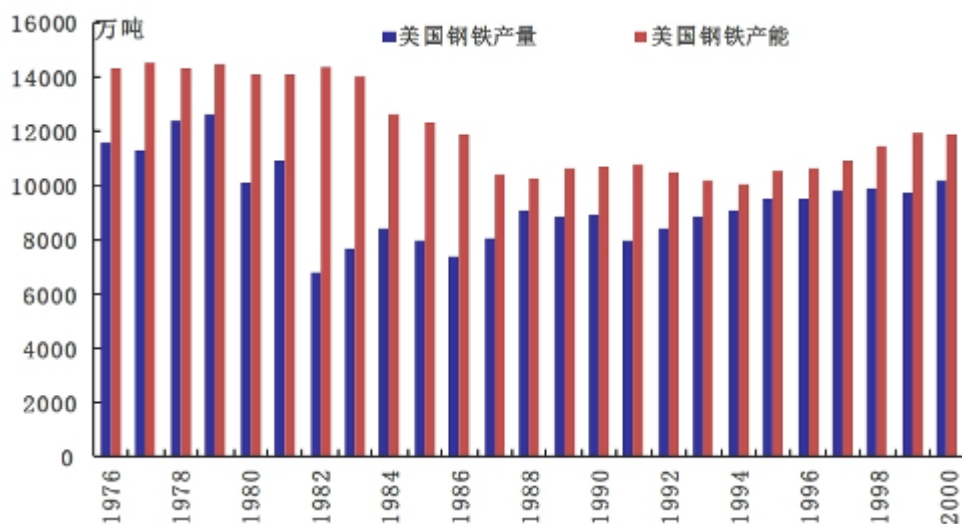


图 1 美国钢铁行业产能调整

图 1 是美国钢铁行业产能调整的图，美国的钢铁行业能在 70、80 年代出现非常大幅度的去产能化，由 1973 年的产能高点至 1988 年的产能低点，产能收缩幅度达 40%。

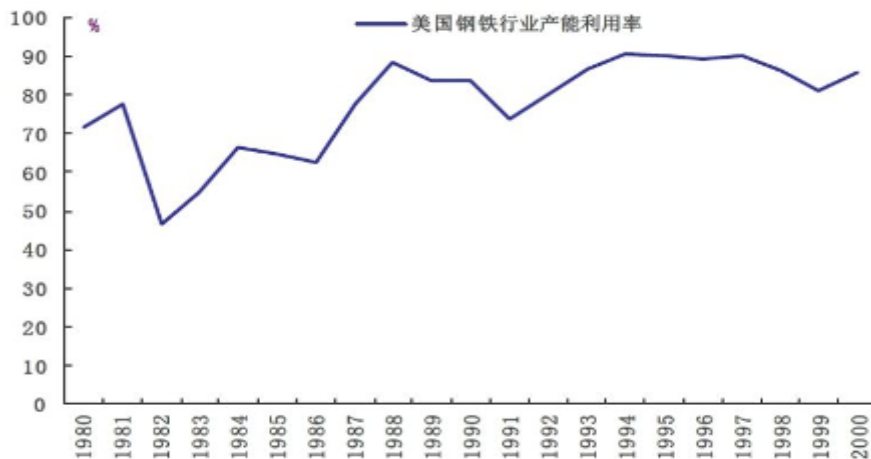


图2 美国钢铁行业产能利用率

图2是美国钢铁行业产能利用率的图，产能周期调整结束后，产能利用率后来逐步抬升，钢铁行业的产能利用率在1993年提升至87%，并且钢铁行业90%左右的产能利用率一直持续到1998年。钢厂满负荷生产说明钢铁行业的供需情况良好，且提供了钢材涨价的基础，量价齐升带来美国钢铁行业盈利最为丰厚的时期。



图3 世界粗钢产量



图4 美国钢材进口量

如果从全球范围来看，全球的粗钢产量在 70、80 年代也出现了下滑，主要是当时两次石油危机还有经济萧条，如果从美国来看，美国不仅是产能和产量下滑，而且贸易保护政策直接导致了美国进口钢材量的快速下滑。所以美国当时需求的下滑速度是很快的，刚开始产能周期的调整肯定没这么快，所以产能利用率也掉的厉害，最低只有 47%，但经过长达十几年主动的去产能，终于迎来了供需关系的拐点，即使需求仍然疲弱的背景下，产能利用率也出现了提升。需求一旦复苏，产能利用率提升到临界值以上，便出现了 90 年代利润的井喷期。

中国现在的传统制造业的产能周期处在什么位置呢？主讲人认为产能还没调整结束，尤其在需求还在继续下滑的背景下，没有像美国当时那样大开阔斧的产能去化，拐点还没能这么快就到来。还需要继续等待产能的调整，观察的指标就是各行各业的产能利用率，如果上到了一个临界点，就要引起重视，可能新一轮制造业井喷就要来了。

仅从数据的角度，美国去产能的一条经验是市场化的产能调整：比如（1）裁员：钢铁行业职工人数从 70 年的 62 万多人锐减到 1990 年的 27 万多人；（2）产能的市场化退出和兼并重组。钢铁联合企业，无论规模大小，在这段时期都经历了亏损和产能的收缩。美国钢铁行业的粗钢生产能力迅速收缩。美国的大型钢铁联合生产企业期间大幅度削减粗钢产能，以美国钢铁公司为例，1979 年关闭 16 个钢铁厂，解雇 13000 名工人。其产能从 70 年代最高的 3000 万吨级降到了 90 年代的 1000 万吨级。70 年代末期，美国第二大的钢铁公司伯利恒钢铁公司关闭了 Lackawanna 和 Johnstown 的工厂。80 年代初期，伯利恒遭遇了财务困境，不得不进一步消减产能，关闭了 Lackawanna 出了焦炭厂和轧钢厂以外的所有业务，并把它在 Steelton 的工厂转型为电炉生产。到 1988 年，伯利恒钢铁仅拥有 3 个联合生产钢厂和 2 个

短流程钢厂。其他的钢铁联合企业也都进行了类似的削减产能和裁员。LTV、Wheeling-Pittsburgh 和 McLouth 经历了破产重组后，产能大大减少。

美国钢铁行业非常市场化，退出的阻力和成本相对较小，经年累月的亏损最终使得众多钢厂退出。当然，这些都仅是数据层面的经验，毕竟中国地方政府还要考虑 GDP，税收，就业等诸多问题，解决起来确实需要大智慧。

三、2015 年大宗商品很难迎来供需拐点

刚才讲的主要是中游制造业，这也是有比较大市场分歧的关注点；如果对于大宗商品，主讲人认为大部分大宗商品 2015 年也很难迎来大周期的供需关系的拐点。

从大宗商品分类来看，如果是之前盈利一直很好的大宗商品，比如铁矿石和铜，供过于求的格局才刚刚开始。比如铁矿石，一般海外的矿产都是 5 年的建设周期，从 13 年底开始有巨量释放，而 14 年碰到中国钢铁产量仅有 0.9% 的增长，供需矛盾一下子就显现了。但是铁矿石未来每年 1 亿吨的产能释放还会延续几年，而钢铁产量也不会起来，供需矛盾会使得铁矿石 5 年左右的大周期内都可能是产能过剩。如果是之前一直盈利很差的品种，如铝、锌等，可能 15 年的格局会好些，但是依靠市场自身力量调整毕竟过程比较慢。除了像印尼这种限制出口的很强的外力，可能使得 15 年镍供不应求，靠市场自身调整的品种的供需拐点的大周期还没这么快。

四、关于“一带一路”政策对消除传统制造业过剩产能作用的探讨

目前一带一路政策从金融、人民币国际化、地区大国博弈等角度讨论的比较多，实际上这一政策提出的最初驱动力是化解钢铁等行业

的产能过剩。但是，一带一路从对中国大宗商品等过剩行业的拉动来看，短期内看效果可能不大。比如钢铁，历史上看到的对钢铁需求快速增长的国家，无一例外都是自己国家的钢铁产业大发展，不仅不需要进口，还有大量出口，比如美国、日本、中国过去都是这样；再从中国自身的出口潜力来看，像过去两个月钢材出口占比已经达到产量的15%，历史上一直在10%以内，很难指望出口占比在目前15%的占比下还能进一步大幅提升，而且贸易冲突不断，中国还刚刚取消了含硼钢材的出口退税。对于水泥等有运输半径的大宗商品，更不会依靠一带一路拉动需求。对于其他大宗商品，有很多品种中国的资源自给率不高，原矿要进口，成本端不具有优势，一带一路想拉动也比较难。有些原矿的进口国就是这些一带一路的国家，比如印尼等。

我们也看到一带一路的一些有前景的案例。现在观察到不少案例，就是在印尼建镍铁冶炼厂，因为印尼限制镍矿的出口，要加工成镍铁，中国既有镍铁的技术，又有资金实力，又有不锈钢的需求。中国不少企业去印尼投资，比如青山不锈钢，恒顺电气，新兴铸管等。

所以，一带一路想拉动大宗商品比较难，但如果采用海外建厂或基础设施等的模式，确实是有潜力，如果能把中国的优势（比如资金、技术等）和国外的优势（资源禀赋等）能够很好的有机结合起来，这块的空间挺大的，而且也是两国互惠互利的结果，具有可持续性。但是如果仅是在一带一路背景下做的生搬硬套，可能效果也不大，国内钢厂在国外建厂、国内矿企在海外收矿，很少有好结果的。关键还是要把中国的优势（比如资金、技术等）和国外的优势（资源禀赋等）能够很好的有机结合起来，这样的行业可能是最受益一带一路政策拉动的。

五、关于铁矿石产能过剩导致国产矿衰落以及废钢冶炼的探讨

有钢铁行业业内人士认为，再过十年，中国的铁矿山都永久性没价值了，因为废钢重新冶炼足可支撑中国的需求了。这个是有可能的。这是因为：（1）美国现在主要是靠废钢来冶炼，因为废钢已经足够多了，按现在中国一年 8 亿吨的产量，完全有可能再过 10 年，中国也变成了大部分用废钢冶炼，铁矿石没啥需求。（2）即使不看那么远的未来，从当下来看，2014 年铁矿石也是进入了供需关系的拐点年，产能出现严重过剩，而且产能的增量大部分来源于低成本的海外矿山，所以价格一跌再跌，既有过剩的影响，也有边际成本曲线下移的影响。中国大部分矿的成本很高，这样的价格下很难维持经营，关停不少。从钢厂进口矿和国产矿的配比来看，之前进口矿，国产矿是 6:4，现在是 8:2。

第 58 辑
(2015.1.27)

大类资产配置逻辑与 A 股走势

【主持】

巴曙松教授（北京大学汇丰金融研究院执行院长）

【主讲嘉宾】

洪灏（交银国际董事总经理兼首席策略师）

一、全球利率环境及其形成因素

今天讲的主要是 A 股的情况，先从国际市场开始。第一个先讲利率的环境和利率环境形成的主要因素，请看图 1。

债务高企使增长停滞，然而市场回报率却较高（下图）

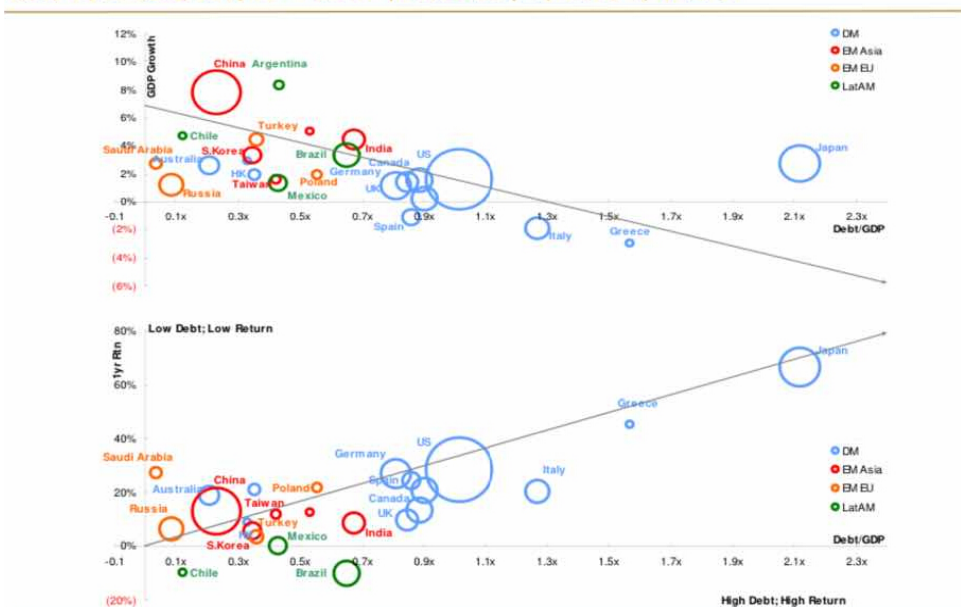


图 1 债务高企使增长停滞

这个图中有两个子图，上图主要比较的是全世界各个主要国家的 GDP 增长速度和债务负担情况，其中债务负担用债务占 GDP 的比重

表示，蓝色圆圈代表世界主要发达国家，红色圆圈代表金砖国家，其他是新兴市场国家，圆圈的大小代表这个国家 GDP 的大小。图中显示的国家债务负担与 GDP 增速呈反相关关系，基本上债务越高，GDP 增长速度越慢，反之亦然。蓝色圆圈代表的发达国家，由于他们的债务负担比较高，GDP 增速也比较慢。下图中，圆圈颜色代表意义不变，横轴代表的仍是每个国家的债务负担，纵轴变成了各个国家资本市场过去 5 年的平均回报，可看出一个国家债务负担越重，资本市场表现越好，反之亦然。可以看到高债务发达国家的资本市场表现要比低债务负担发达国家好，这是一个违反常识的现象。

全球央行货币政策（利率高低）决定大类资产表现

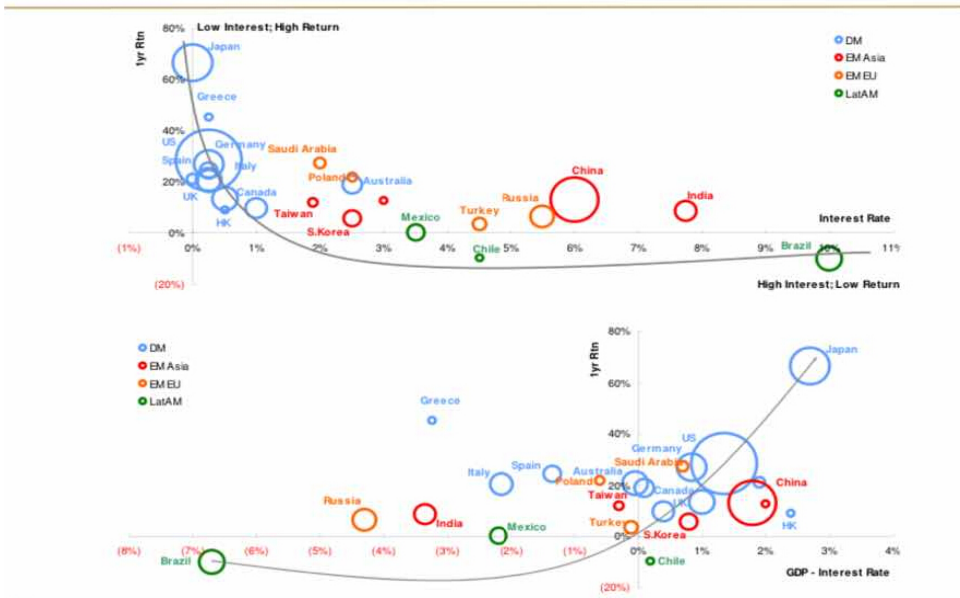


图 2 全球央行货币政策决定大类资产表现

出现这种现象的原因要看图 2。仍有两个图，圆圈颜色和大小代表的含义与图 1 相同，两个图比较的是利率与市场回报之间的关系，发达国家由于债务高企，不得不以滚动债务的形式发新债，以新债续旧债，同时央行压低了发行利率，以使这些国家能够在高利率的环境下继续发债，这是非常重要的一个线索。

所以上图中蓝色圈子代表的发达国家的利率非常低，同时资本市场收益率很高，其他发展中国家利率较高，而资本市场回报则差强人

意，这个图充分显示了过去几年中各个国家利率和资本市场走势之间的关系。这个关系从过去几年一直延续到现在，我们需要知道的是低利率的环境是否能够延续下去，如果能够延续下去，基本决定了各个国家未来是否能够保持低利率、宽松的货币政策。

全球投资回报大周期见顶；全球产能过剩；大宗商品、新兴市场超级周期结束

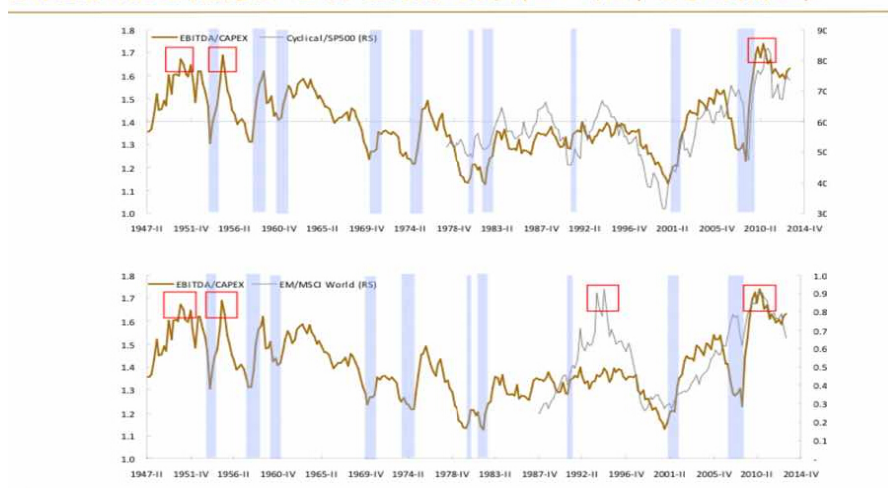


图3 全球投资回报周期见顶

现在大家讨论较多的一个热点是通缩的压力。不仅是欧洲和日本，中国经济也出现了比较明显的通缩压力，需要研究的是我们的通缩压力来自哪里，通缩目前处于周期的什么位置，以及它对大类资产走势的影响。

图3中黄色的曲线代表了全球资本市场回报率的周期，从60年代到现在，大约50年，蓝色的区域代表美国经济衰退的时期，有意思的是，2010、2011年的时候，黄色曲线达到了一个历史的高点，前两次出现高点是在40到50年代。50年代左右美国出现投资回报率比较高的原因与战后重建有关，2011年前后的资本市场回报率比较高的原因是2009年后以中国为首的国家实行宽松货币政策，开始资金流入，产能恢复和扩建，后期逐渐导致产能过剩。所以从投资周期看，投资回报已经边际递减，进入下降的周期，前期产能过剩对价格的压力开始在实体经济中凸显，这是一个全球的现象。

比较一下，黄色的线是投资回报的周期，灰色的曲线代表大宗商品回报的周期，两者息息相关。

下图是新兴市场表现和全球投资回报的相关性，两者关系紧密，第一次投资回报的顶点在 1995 年前后，那时正逢拉美出现债务危机，最近一次就是 2011 年，2011 年 4 月包括中国股市出现了一波回调走势，A 股从三千多点回调到 2014 年中旬的两千点左右才有像样的反弹，种种现象表明由于产能过剩，表现在投资边际回报继续递减，产能过剩继续持续，继续对大宗商品价格施压，这是 we 看到的从数据上表现出的一种形式。贯穿 2014 年全年的现象是大宗商品开始暴跌，从 900 多元跌到 400 多元，中旬以后铜和石油开始暴跌，现在基本跌了 50%，2015 年可能有熊市反弹，但长期下行的趋势没有改变，因为全球的现金投资回报率周期已经见顶，这个顶是历史的高点，之前的高点可以回溯到 4、50 年代美国战后重建时期。

综上所述，由于全球的投资回报率周期长期已经见顶，过剩的产能需要长时间来消化，对全球产生通缩的压力，利空大宗商品和新兴市场。同时通缩压力和债务高企，各国央行有必要和有能保持低利率货币宽松的环境，而风险资产表现和利率高低息息相关，如果低利率的环境能够持续，发达国家的股市仍有可能有比较好的表现。

二、全球流动性来源及大类资产配置逻辑

再来具体分析中国的情况，如前所述，包括了国际通缩和产能过剩，以及大宗商品和新兴市场相对表现的影响。

先来看大类资产配置的核心逻辑。如图 4 所示，配置时主要考虑市场整体流动性的供给，以及各个资产类别、实体经济运行对资金的需求情况，从需求和供给的情况来决定大类资产的配置。

资产配置最根本的逻辑：流动性的供应和配置

✓ **The importance of money flows from it being a link between the past and future. – Ch21, (The General Theory) John Keynes**

✓ **流动性的来源—央行和商业银行的信贷和储蓄。**信贷主要取决于央行的货币政策；储蓄可以来自于国内和国际储蓄。两者之和决定了流动性的来源。

✓ **流动性的配置—各种大类资产如现金、股票、债券、房地产及实物类投资。**它们的配置最终取决于实体经济对大类资产回报前景的预期。

✓ **危机以来国际市场的经验 – 流动性来源：**发达国家央行宽松，同时吸引了国际储蓄的流入 – 发达国家流动性增强；发展中国家央行投鼠忌器，国内储蓄率下降伴随国际储蓄流入减少 – 发展中国家流动性边际递减，新兴市场相对收益自2010|11年来见顶回落。

✓ **危机以来国际市场的经验 – 流动性配置：**全球产能过剩；继续投资实体经济回报边际递减；经济减速减少对现金需求，因此流动性配置到股票、债券和房地产。

图 4 资产配置的逻辑

总结一下市场流动性的来源和流动性在各个大类资产中的分配情况。流动性的主要来源是各个国家央行的货币政策、国际和国内储蓄，这三者之和决定了国内市场的流动性的总供给。

流动性的分配主要包括几个类别：实体经济对资金的需求，从存货的周期表现，还有房地产、股票、债券、实体投资如建立厂房、买卖地基等等，这些都表现了对资金的需求。现在面临的情况是经济在不断放缓，实体经济对资金的需求在减少，因为企业主对建立库存，投资厂房等的需求在减少。另外就是几个资产类别之间对资金的竞争性，竞争性主要体现在中国投资者如何在几个资产之间分配资金，主要包括房地产、股票和债券。最近有人认为现在应该卖掉房产，买入股票和债券，这样的说法有待斟酌，但确实看到 2014 年资金通过理财等渠道进入房地产的速度在放缓，转而进入股市。所以随着经济的放缓，企业对资金的需求在减少，更多的资金从实体经济转到虚拟经济中，从房地产调出，进入股市和债券市场，主要体现在近几个月来居民存款增速在下降，理财市场的资金流入也在下降，说明资金从别

的渠道快速地流入股市。

流动性的来源：危机后国际储蓄不再流向中国、日本；而回流欧、美



图 5 流动性的来源

图 5 表示流动性的供应情况，体现在国际主要国家经常项目账户的变化情况。灰色曲线代表中国和日本加总的经常项目变化，黄色曲线代表欧美国家情况。中国和日本经常出现贸易顺差，欧美除了德国外都是经常项目出现逆差，图 5 体现了国际储蓄在进口国和出口国之间的流向。灰色曲线表明中国和日本经常项目顺差在 2007 年 10 月和 11 月达到顶部，同时在往下走。值得注意的是，这个经常项目的顶点对应了 A 股股市 6000 多点的顶点，这不是一个巧合，从时间上看，正反映了国际储蓄流入中国的量在边际递减，由于国际流动性流入量的减少，在需求没有发生大变化的情况下，A 股由于缺乏流动性难以上涨，这是一个非常重要的原因。同时黄色曲线代表的欧美国家在 2008 年年底出现了逆转，对应美国股市在 2009 年一季度走出了低谷，这表明国际储蓄的流入和国内储蓄的增加使得资本市场流动性增加不是偶然，欧美国家和中日经常项目走势的拐点同时对应了两地资本市场的高点和低点，从时间的高度吻合上看，图 5 表明了国际国内储蓄变化情况是决定资本市场走势的重要原因。

流动性的来源：欧美国内储蓄在增加（左）；日本国内储蓄急剧减少；中国开始减少

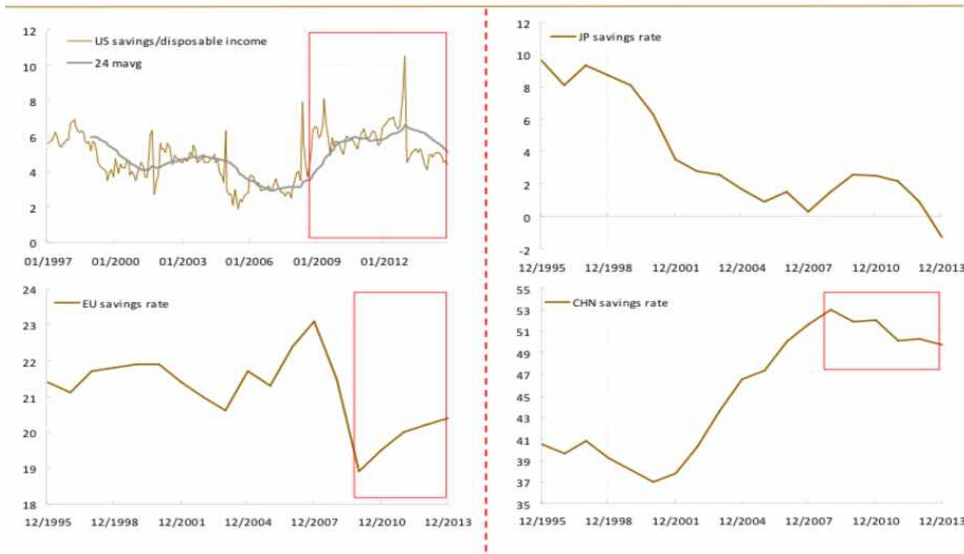


图 6 各个国家国内储蓄的变化情况

再分开看各个国家国内储蓄的变化情况，见图 6。左边是欧美，右边是中日情况，表明中国的国内储蓄率在边际递减，银行存款增速开始放缓尤其最近几个月在急速下降，日本的储蓄率基本是负数，表明日本不再是一个高储蓄国家，变成一个消费大国，同时是一个资本输出国家。欧美在危机后储蓄率不断上升，尤其是美国国内私人部门在美联储的帮助下资产负债表修复有了大幅进展，这些国家的储蓄率上升导致的国内流动性增加，有利资本市场表现。

流动性的来源案例：美国私人部门的资产负债表已修复，抵销政府储蓄的下降

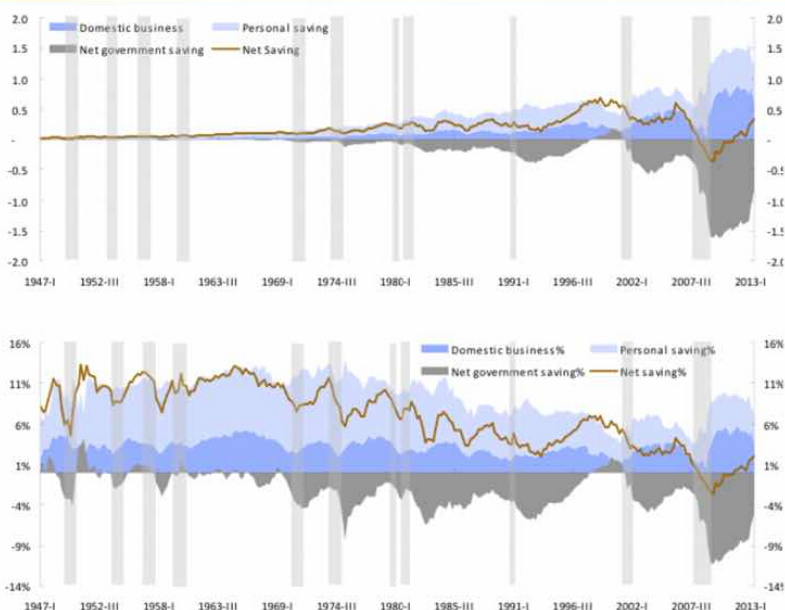


图 7 美国储蓄变化

单独看美国储蓄变化。图 7 中把三大部门的储蓄率作比较，蓝色代表私人部门，灰色代表政府公共部门，私人部门又细分成企业和个人家庭两部分，可以看到美国个人家庭储蓄率在不断增加，政府的赤字在不断加大，而在观察时期内私人部门储蓄的增加正好抵消了政府开销的增加，虽然政府债务高企，由于私人部门资产负债表的修复，国家整体对外的负债是均衡关系。

综上所述，发达国家国内储蓄增加同时引入国际储蓄，且货币政策保持宽松，维持低利率环境，因此资本市场有很好表现，而新兴市场由于愈演愈烈的资本流出，部分国家由于通胀压力无法大幅宽松货币政策，导致资本回报率在 2011 年之后不及发达国家市场。

三、流动性分配与 A 股关系

以上是运用概括的理论分析验证各个国家经历的实体经济和资本市场情况，现在具体看中国。最近中国的市场对股市热情很高，尤其 2014 年降息以来股市迅速飙升，不到半年时间上涨了 60%，成为全球表现最好的市场之一，由于股市上涨和人气的提升，人们对股市的点位有很多的猜测，目前在 3400 点遇到了非常强大的阻力，尝试考据一下为什么。

自由流通市值与广义货币的比例=15%曾是股市见顶的标志

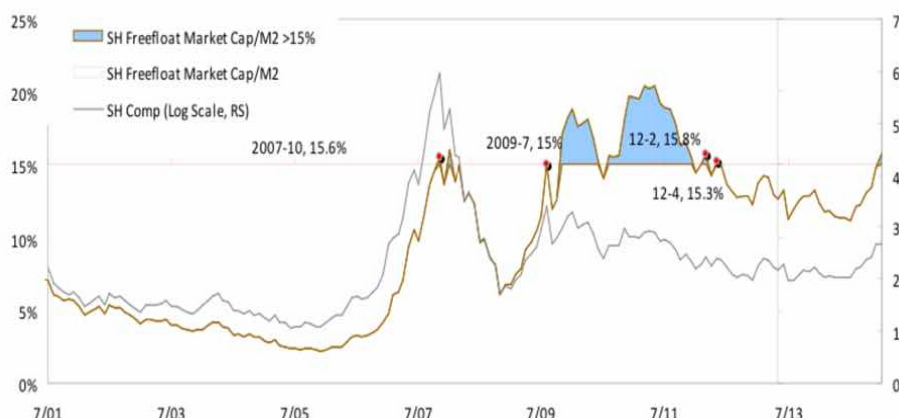


图 8 自由流通市值和广义货币供应的比率

图 8 中黄色曲线代表的是自由流通市值和广义货币供应的比率，上面的红点代表的是比值达到 15% 左右，灰色数字是上证点位，每个红点恰恰对应的是上证指数见顶的日子，比如 2007 年 10 月份，2009 年 7、8 月份，2013 年 4、5 月份的红点位置，尤其是 2007 年 10 月份的历史性大顶，这说明股市并不是可以无限野蛮生长，股市的成长也是在不断测试自身的极限。目前代表股市见顶标志的自由流通市值和广义货币供应量 15% 左右的比率，对应的点位在 3400 点左右，这也表明了目前股市遇到强大的阻力。这个比率也体现了中国居民是如何分配家庭财产，基本投入股市的资产配置比例在 15% 左右。如果资产配置概念不能转变，那么历史上 15% 的比率是很难突破的。

黄色线上蓝色部分代表自由流通市值和广义货币供应的比率超过 15% 的时候，分别对应了上市的高峰，2010 年 2011 年的农行上市和后续的流通股解禁等，由于股票供应上升，使得流通市值快速膨胀，自由流通市值和广义货币供应的比率超越了 15%。值得注意的是虽然比率超过了 15%，灰色曲线仍在走低，说明这些自由流通市值扩张是无效的。

举例来说，2007 年时自由流通市值 8 万亿左右，目前沪深总市

值 35 万亿左右，创业板 1 万多亿，种种迹象表明股市本身也是流动性平衡的情况，广义货币总量如何分配在股市，以及未来在特定条件下如何突破 15% 的比率，这将是未来 A 股走势的一个非常重要的决定因素。这取决于资本配置方式需要发生改变，目前有迹象表明资本市场配置方式确实在发生改变，但发生的速度有多快以及注册制何时到来，种种因素制约着流动性的供给和需求，影响着资本分配，也决定着 A 股的走向。

中国股市市值在全球总市值的占比已经见顶



图 9 中国股市市值在全球总市值的占比已见顶

再来看下别的一些制约条件。图 9 把中国股市的自由流通市值和全球所有股市的自由流通市值做了一个比较，主要观察一下国际投资者在全球投资组合中是如何分配在中国股市的投资，可看到黄色曲线基本在 8% 左右见顶，这表明投资者对中国股市的投资基本占全球投资组合的 8% 左右。

所以要突破 8%，国际投资者的资本配置比例需要发生改变，未来沪港通以及深港通有助于改变国际投资者对中国投资的想法，投身于境内债券投资市场，提升中国市场的资产配置比例在全球投资组合中的比重。目前我们正朝正确方向发展，但发展速度有多快，是否能满足对市场开放的预期则是另一个问题。现在市场对 A 股进入 MSCI 指数的期望很高，并入的标准包括国外可投资、对外国投资者一视同

仁、资本回流也没有太多障碍等，但主讲专家个人认为 2015 年 A 股能够并入 MSCI 指数仍是一个小概率事件。所以让国际市场增加对中国市场的配置需要时间，目前国际市场的配置基本在 8% 左右，已经是历史的顶部。这也是目前 A 股需要挑战的历史极限，只有相关投资环境、国际投资配置的比例发生改变，才能下结论说这次的情况和历史不一样。

不可交收利率掉期和金融板块充分反映降息预期



图 10 NDIRS 和金融板块充分反映降息预期

图 10 主要比较的是市场对降息的预期和金融板块的表现，最近市场对央行进一步宽松的预期非常强烈，主要表现在金融板块的相对强势，值得注意的是，不可交收利率掉期（NDIRS）的走低，价格的走强已经到达 2009 年 3 月份的低位，而金融板块 financial relatives 已经到了 2009 年 7、8 月份历史性的高位，这些迹象表明市场对降息的预期非常强烈，当这些预期不能兑现时，市场波动会非常大。由于中国市场的杠杆率不断提高，所以整个市场的波动性在不断增加。比如说今天（注：讲座当天是北京时间 2015 年 1 月 27 日）央行做了一个 28 天的逆回购，利率比大家想像的要高，同时有可能可以满足农历新年对流动性的需要，接下来可能不会像市场期望的在春节前降息，这样一来，市场对央行进一步宽松的期望很可能会落空。同时最近央行

通过不同渠道隐约表现了不愿马上进行下一步量化宽松的意愿，短期市场预期的落空，表现在股市中 3400 点处的强大阻力，以及金融板块在 1 月份第一个星期达到顶峰，之后再不断回落。至于预期能否兑现，是带动金融类权重强势板块以及大市进一步走强的重要条件，如果这一点不能满足，近期的主力位会非常明显，只有等到前述的资产配置决策过程发现改变，以及央行的宽松预期得到满足，才能出现比较有效的突破。

流动性的配置出现显著分歧：实物资产投资意向下降；金融资产投资意向上升

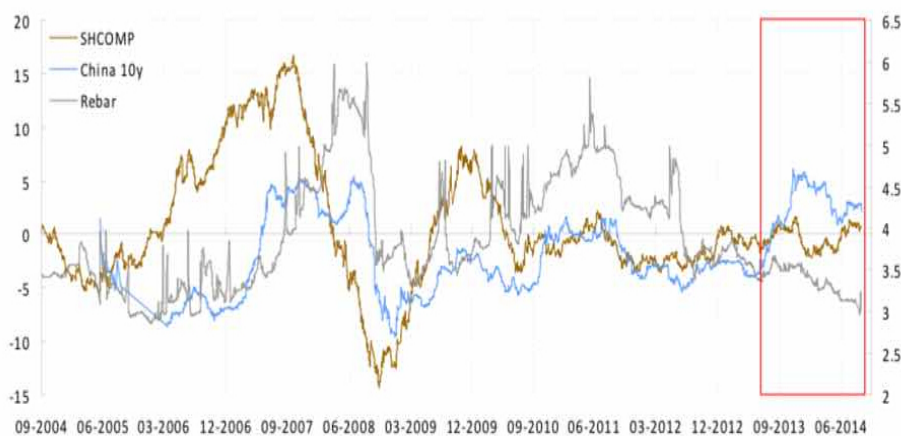


图 11 流动性配置出现显著分歧

图 11 比较了三个大类资产的表现，黄色曲线代表上证指数，蓝色曲线代表 10 年债收益率，灰色曲线为螺纹钢的表现。可以看到三条曲线从 2014 年以来出现了非常明显的分歧走势，螺纹钢在不断走低，金融资产类债券和股票在不断的走高。这也反映了之前所述的流动性分配理论，由于经济放缓，实体经济的投资回报率在边际递减，这时往实体经济投钱，它的回报是非常小的，所以资金进入了股票债券市场。由于中国目前短期看没有通胀的压力，经济增长非常缓慢，所以会看到金融类资产相对出色的表现，实物类资产越走越低，甚至很多人把有“小期指”之称的螺纹钢当作做多的对冲，这时导致了金融

资产和实物类资产的分化越来越严重。

图 12 美元强势、核心商品相对收益接近历史性超卖水平

2014 年大宗商品的相对弱势已走到历史低点,从配置角度考虑,由于 2014 年以来的强烈抛压,大宗商品已经进入历史的低点,所以 2015 年 A 股要继续往上走,需要满足很多条件:

一是国内资产和国际投资者的资产配置比例要发生变化,分别突破 15%和 8%,这样股市才会有比较充分的突破;

另一个是市场对宽松的预期非常充分,已经反映在 NDIRS 和 Financial relatives 中,2015 年需要把预期进行消化,要么通过央行的宽松,要么通过 price correction,否则金融类强势权重板块仍会遇到一定阻力。

同时大宗商品由于 over corrected 原因长期向下的走势不变,美元在 2015 年可能会有强势行情,但并不妨碍大宗商品的强势反弹机会,同时中国经济放缓,没有通胀压力,各个国家不断进行量化宽松的大环境下,债券收益率仍会继续走低。

四、问答环节

Q1: 如何看待高盛对大宗商品走势的判断?

A1: 个人认为他们的报告如果现在出来讲,可能是讲的有些晚了,的确大宗商品的超级周期已经结束 但是最大的最确定的收益阶段已经过了。油、铜、铁矿等主要品种已经跌了很多了。

Q2: 前些天群内也对黄金有些讨论,但对黄金的分歧不小,而且最近欧洲 QE 和瑞郎脱钩以及希腊选举告一段落后,黄金价格波动,您如何看后续黄金的走势?

A2: 黄金在美元强势、大宗商品暴跌的背景下保持平稳,如果把黄金作为一个货币来看,它是美元强势里为数不多的没有贬值的货币。

看看以卢布、日圆、欧元计价的黄金价格，市场共识不看好黄金，因为美联储升息的大背景，但是黄金作为尾部风险的对冲预计在 2015 年将大放异彩。

Q3: 请问如何看待人民币走势？

A3: 我个人觉得人民币贬值应该是个大趋势。经常性账户顺差，但是外汇储备减少，显示资本账户调整的风险。因此央行或者降息并贬值或者必须容忍比 7% 低得多的增长。但是有序贬值并不一定是一件坏事，希望避免形成贬值预期导致资本大量外流。

第 59 辑 (2015.1.28)

有关中国资产证券化的探讨：现状，趋势，以及有待 突破的瓶颈

【主持】

巴曙松教授（北京大学汇丰金融研究院执行院长）

【主讲嘉宾】

李叶博士（广发证券股份有限公司产品中心总经理）：李叶博士，注册金融分析师 CFA，2014 年 3 月加入广发证券，担任广发证券股份有限公司产品中心总经理、广发证券资产管理（广东）有限公司金融解决方案部负责人。在加入广发前，李叶博士长期在美国华尔街从业，曾任 Cantor Fitzgerald 公司的董事总经理/合伙人，从事证券交易和市场开发；曼氏全球（MF Global）的策略师；黑岩（Black Rock）和汇丰（HSBC）的房贷/房市的资深研究员。美联社多媒体技术总监，1999 年率领技术团队，获得 Smithsonian 新技术革新奖。于 1987 年清华大学毕业，获得李政道博士的 CUSPEA（中美物理联合招生）奖学金赴美求学，获得罗格斯大学的物理学博士学位。

一、有关中国资产证券化现行政策的讨论

截至 2015 年 1 月 24 日，中国金融市场上已发行的资产证券化产品共计 147 只，发行总额为 4723.10 亿元。其中，中国银监会主管 ABS 共 103 只，发行总额 4002.64 亿元，占比为 84.75%；中国证监会主管 ABS 共 45 只，发行总额 724.38 亿元，占比为 15.25%。其中 CLO 发

行约 3458.45 亿元，占银监会主管 ABS 的 86.40%。与基础建设有关的 ABS 产品共计 245.48 亿元，租赁租金产品共计 161.17 亿元，分别占证监会主管 ABS 的 33.89%和 22.25%。其中，中国私募资产证券化创新很快，包括银行的房贷、公司贷；陆金所的平安车贷、信用卡；租赁公司的教育板块资产；阿里小贷等等；甚至有地产基金的管理费收入证券化项目。私募创新速度快且数量大，基础资产也很好。

从政策角度来看，当前中国国内资产证券化的“去监管化”的趋势，对国内证券化业务有什么样的利好？行业参与者包括银行，券商，基金，信托等有需要哪些核心竞争力？

- 政策一：2014 年 11 月，银监会宣布将信贷 ABS 业务由审批制改为业务备案制，即取消逐笔审批，发起机构获批业务资格之后，产品发行实行备案制；
- 政策二：2014 年 11 月，证监会发布《证券公司及基金管理公司子公司资产证券化业务管理规定》及配套规则，改事前行政审批为事后备案，将管理人范围由证券公司扩大至基金子公司，将租赁债权纳入资产范围，并新增新三板为交易场所。

主讲人认为，备案制的出台，意味着国内资产证券化的“去监管化”，积极意义在于以下几点：

1、基础资产的扩充：备案以及负面清单制的实施，使得对入池基础资产类型的选择有了更多的自主权，投资者更有可能获得较高投资回报率的产品。如海南航空以 BSP 票款债权为基础资产，五矿以贸易应收账款为基础资产等。

2、发行周期的缩短：备案制新出阶段，产品发行周期较审批制阶段有可能缩短到一个月左右，随着审批及设立发行流程的标准化，成熟的基础资产类型的资产证券化项目审批时间有可能缩短到一星期左右。

3、参与主体的增多：在某种程度上，通道价值和牌照红利成为不确定因素。银行与券商（包括券商资管）的合作、券商（包括券商资管）与基金子公司的竞争等同业格局关系，都将变得更加复杂深刻。券商（包括券商资管）与基金子公司等要在竞争中获胜，需要拥有定价和销售上的核心竞争力，尤其是长端资产上的销售。

二. 未来的资产证券化格局和趋势

国内资产证券化现在格局怎样？券商/基金子公司是不是银行的通道？租赁在中国的证券化市场有没有特殊的意义？美国的今天是不是中国的明天？在讨论时，我们暂且撇开 SPV 的法律缺陷等。

针对上述问题，主讲人认为：

1、从规模和市场格局上看，国内资产证券化基本上两类，即信贷 ABS 和企业 ABS。无论是国内还是海外成熟市场的现状来看，信贷资产是中国长时间的证券化基础资产的主流。

2、券商/基金子公司在做证券化业务时并不承担基础资产的风险，从风险承受的角度来看，券商/基金子公司现在是，将来很长时间也是银行/企业的通道。这个状况要在市场非常成熟之后才会改变。

3、美国的今天不是中国的明天，而是后天。在美国的市场，绝大多数的证券化的基础资产都是个人消费类(包括房产)的信贷资产。由于中国的行业集中不高，许多企业并不能主要靠发行债券来融资，直接融资能力不强，而需要贷款，所以 CLO 还需要存在相当时间。现行的国企改革若出现国退民进的趋势，行业集中度会进一步降低。企业证券化也会存续相当时间。根据 Wind 显示，中国近年来直接融资占比虽然呈增长趋势，但始终未超过 20%。相比之下，美国直接融资占比一直在 80%以上，日本、德国直接融资占比亦保持在 70%左右水平。

4、企业证券化的模式将有很大的改变。过去的模式是项目型的操作方式。由于企业个性化太强，项目型的操作方式不可复制，也就不可规模化。最近的五矿的案例很有可能成为新的模式，也就是说，有一个高品质的主体，充当服务商，归集资产，并提供外部增信。这个主体必须对相关的实体行业有足够的渗透，对企业有相当的风险评估和把控能力。这种主体可以是银行/大型国有企业/租赁公司。

5、过去的券商的资产证券化最主要的是涉及租赁和基础建设。虽然海外的租赁很发达，租赁资产证券化几乎不可见。而租赁在中国的资产证券化方面却有特殊的地位。租赁也可以作为一个通道，以获得一些便利，比如隔离资产本身的不完善。例如，当公路的固定资产（路面路基）已经被质押出去，此时公路的收费权是不完善的。用租赁作为通道，我们可以得到一个权利完善的租赁合同债权作为基础资产。同样，这样通道适用于信托，之前海印广场商业物业租金资产证券化中就用到了信托作为通道。

三. 未来可能的突破方向与目前的投资者群体分析

抛开 SPV 的缺陷，刚性兑付的打破，主讲人认为证券化发展的瓶颈主要体现在流通性的缺失。能助力 ABS 提高流动的制度安排主要有三点：一是合理实现现有流动实现的互通，同时增加交易平台，如新三板等；二是推进落实做市商制度，即券商等发行人/管理人为 ABS 提供双边报价服务，按照交易场所的规则为产品提供流动性服务；三是支持 ABS 杠杆化，如支持 ABS 作为质押标的的投融资业务等。

从投资群体角度来看，ABS 产品一般来说是复杂产品，只适合机构投资者。个人投资者也是通过理财产品间接投资 ABS。如果把 ABS 按久期来分，银行投资前端，资产管理投资中端，保险/养老/退休等

投资长端。在中国，ABS 的销售能力往往是引进险资和外资的能力。相对于海外，中国的非机构力量是很强的，所以在中国，ABS 销售还得考虑个人投资者，特别是高净值个人。高净值个人一般可能会买 6 个月到期，年化收益率 7% 的产品。

四、问答环节

Q1: 在中国，租赁 ABS 目前还主要集中在真实的租赁资产融资上，而且非常依赖租赁公司的资产管理能力。作为通道的情况较少见，主讲人对租赁公司真实持有和管理的基础资产的 ABS 前景怎么看？

A1: 根据与有关交易所的沟通，他们今年重点工作之一就是租赁资产证券化。理由也很简单，1、租赁资产债权明晰，是“类贷款”，本身适合做资产证券化。2、融资租赁行业快速发展，由于有杠杆比例限制，对融资，资产出表动力很强。3、由于现在操作项目的标的物的所有权没有转移给 SPV，一旦出险对标的物的处置有问题，因此租赁公司的资产管理、风险控制能力非常重要。同时以后产品设计上考虑内部增信，增加入池资产数量，提高分散度，劣后由非原始权益人购买等等，使原始权益人能够实现出表。总而言之，看好真实租赁的资产证券化！

Q2: 个人认为中国资产证券化最大的问题是资产的透明度的缺乏。在中式 CLO 中，监管资产池资产的是信托公司，其利益是和托管人也就是银行一致的，而不是与证券投资者一致。国外的 CLO 起关键作用的是 CLO Manager，代表证券投资者，由他挑选和决定入池资产。没有各个单一资产的透明度，和挑选的权力，要职业的甚至欧美 CLO 投资者参与提供流动性，以中国机构的信誉记录，无异于天方夜谭。您认为如何？

A2: 国外的 CLO 和中国的 CLO 有很多的不同点。国外的 CLO

基础资产主要是 M&A 产生出的高收益贷款。中国的 CLO 基础资产主要是对公贷款，是中国直接融资的占比太低的产物。中国的 CLO 产品往往有很高的集中度，优先劣后的结构往往不能为优先提供足够的保护，而需要外部增信。

Q3: 可否谈一谈将海外资产证券化在国内发行的前景？出发点是为国内投资者提供全球资产配置多样化的产品是否可以通过资产证券化来解决。

A3: 海外的 ABS 产品是充分市场化的，回报率和国债挂钩，利率对中国投资者没有吸引力。中国投资者可能更愿意用流通性的缺失换取高回报。海外的另类投资可能更是中国人想要的海外资产配置。

第 60 辑 (2015.2.5)

信用卡资产证券化与电商金融

【主持】

巴曙松教授（北京大学汇丰金融研究院执行院长）

【主讲嘉宾】

林华（厦门市创业投资有限公司总经理、金圆资本管理（厦门）有限公司总经理）林华，特许金融分析师、美国注册会计师、注册风险管理师，中国财富管理 50 人论坛固定收益首席研究员，厦门国家会计学院客座教授，著有《金融新格局-资产证券化突破与创新》。

一、信用卡贷款基础资产分析

美国的信用卡证券化资产池基本是每天进行一次信用卡应收账款的销售，发行方资产的快速转动可以大大节约发行方的资本金，对大部分电子商务企业而言，可以通过小贷或者村镇银行支持销售，通过证券化提高资产周转率，弥补杠杆不足。

从财务角度，持卡人每次用信用卡付费或提款，就是一次向发卡银行的贷款行为。持卡人到商户持卡消费或提现时，并不自己直接付款，而是由发卡人过后代为支付，持卡人在规定的付款日之前向发卡人支付应付的款项。持卡人无需每月缴清所有应付款项，只需付最低应缴金额即可，余下金额可根据自己的意愿决定偿还金额和时间。最低应缴金额是根据持卡人的新消费额、未偿余额、发卡人垫付余额、融资费用和年费等因素决定的。

信用卡贷款有以下特点：

首先，信用卡贷款是一种循环信用贷款，一旦获得审批，就可以在获准的额度内随借随还，再接再还，无须多次审批；

第二，信用卡的发贷方对借款方在资金的用途上一般没有限制；

第三，信用卡贷款是一种无担保信贷；

第四，信用卡贷款是一种高利率高风险的贷款，信用卡贷款的坏账率一般比其它贷款类型高，平均在 5% 以上，而且随经济的周期变化会有大幅波动。以下是美国各银行发行的优质信用卡的历史坏账记录：

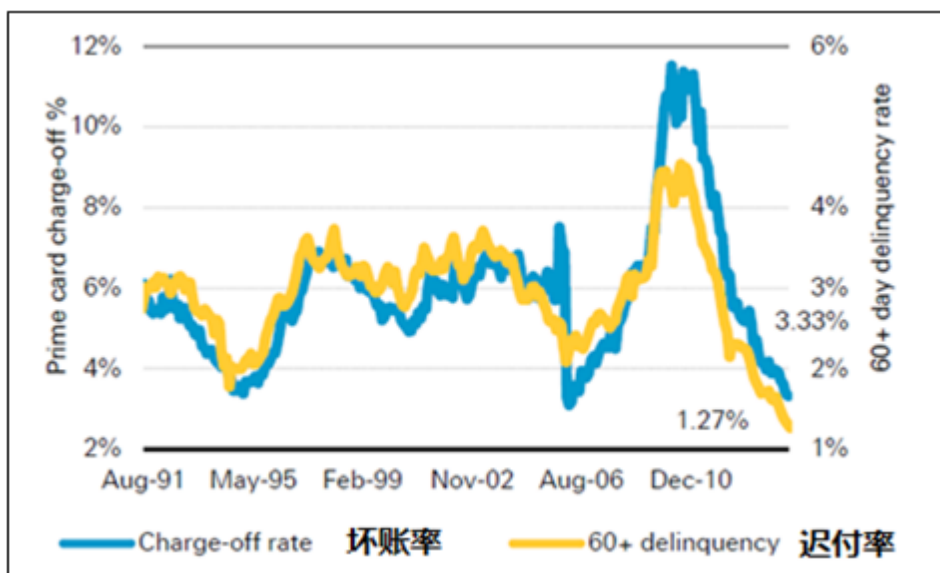


图 1 美国各银行发行的优质信用卡的历史坏账记录

第五，信用卡贷款的还款期相对其种类的贷款来讲是很短的，一般在一年以内。按照还款行为方式，信用卡持卡人可以分为两种：一种是便利使用者，把信用卡作为一种支付工具，而不是借款工具；另一种是周转借款者，这类持卡人是真正的“信用”借款人，他们一般不付清所有余额，而是每月根据财务状况，偿付最低还款额或略多一些；

第六，信用卡贷款的收入来源多样，除了信用卡利息，发卡人还获得以下费用：

互通费（Interchange）：每一笔信用卡消费，信用卡公司都会从

付给商户的款项里面扣一定比例（一般是交易额的 1-2%），由发卡人，信用卡系统公司，合作银行一起分享。

迟缴费（Late Fee）：持卡人因为没有按时偿付最低偿付额而被罚的费用。

其它如年费，余额转账费(Balance Transfer Fee)，提现费(Cash Advance Fee)，国际交易费(International Transaction Fee)，支票弹回费(Returned Check Fee)，停止付款费(Stop Payment Fee)等。

信用卡贷款的循环，短期，无担保，浮动余额和无预定还款期等特点，用于打包住房贷款，汽车贷款和学生贷款等的封闭式还本型的构架无法用于信用卡贷款的证券化。

信用卡证券化核心在于解决资产负债期限错配问题。通过对短期应收账款的循环购买，支持一个中期或长期债券发行。

二、信用卡资产证券化的构架特点和演变

（一）循环购买和多次发行运作模式

信用卡资产证券化创新使用循环购买，多次发放和卖方权益吸收。这个模式的可行性基于几个前提：

- （1）短期资产必须要有持续稳定的供应；
- （2）短期资产的质量要有有效控制；
- （3）循环购买的操作成本不能太高；
- （4）短期资产的收益率要足够高；
- （5）合理有效的短期资金积累以偿付大额到期额。

1、统和信托/双层信托

为了避免每次资产转让都要设立一个新信托的问题，信用卡公司一般采用统和信托模式（Master Trust）而不是单一信托模式。统和信托不是封闭的，可以长期不停地购买信用卡应收款，并以汇集的信用

卡应收款资产池作为支撑，多次发行证券系列。每个证券系列都可以分享这个统和信托里的信用卡应收款的权益。

虽然统和信托可以直接发行信用卡证券，但更多的发行人采用了双层信托的方式来进行证券化。在双层信托模式下，卖方一般先把信用卡资产转让给一个统和信托，然后由统和信托发行信托权益凭证（Certificate），并把凭证卖给一个发行信托，最后由发行信托以信托权益凭证的现金流作为基础资产来发行证券。

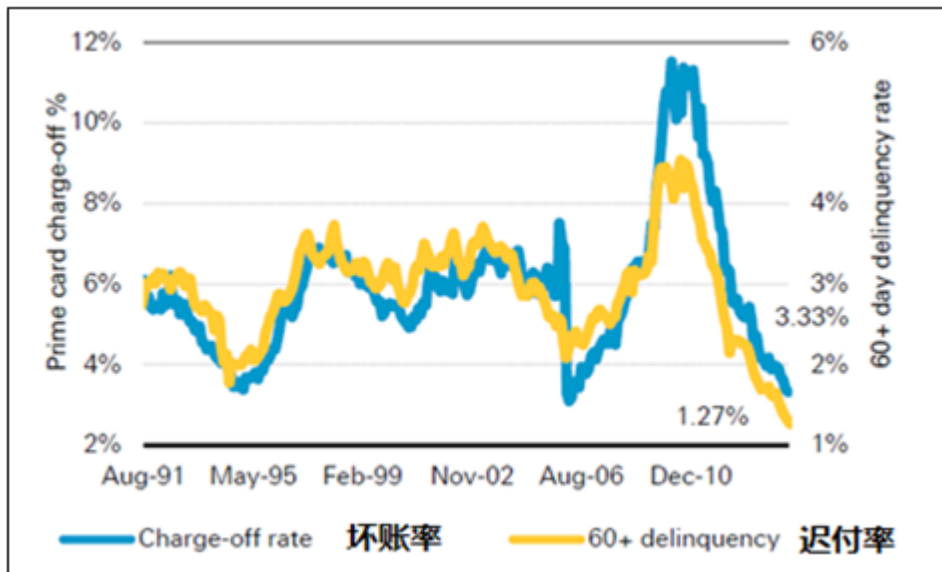


图 2 信用卡资产证券化的特点和演变

2、卖方权益（Seller's Interest）

卖方一般会放入足够的信用卡应收款到统和信托以支持投资者权益凭证（Investor Certificate），并额外多放一部分应收款作为卖方权益（Seller's Interest）。卖方权益代表着卖方对已转让到统和信托里但还没有出售部分额外资产的权益。卖方权益在会计上不算作已出售资产，而应保留在卖方的资产负债表上。

$$\text{卖方权益} = \text{信托资产} - \text{投资者权益凭证} > 0$$

信托发行的投资者权益凭证的面额是固定，指定给信托的信用卡账户的余额会不断变动，需要一个浮动目标来的平衡（即卖方权益），以确保账户应收账款余额大于投资者权益凭证的面额。以下是

卖方权益在证券生命周期中的变化示意图：

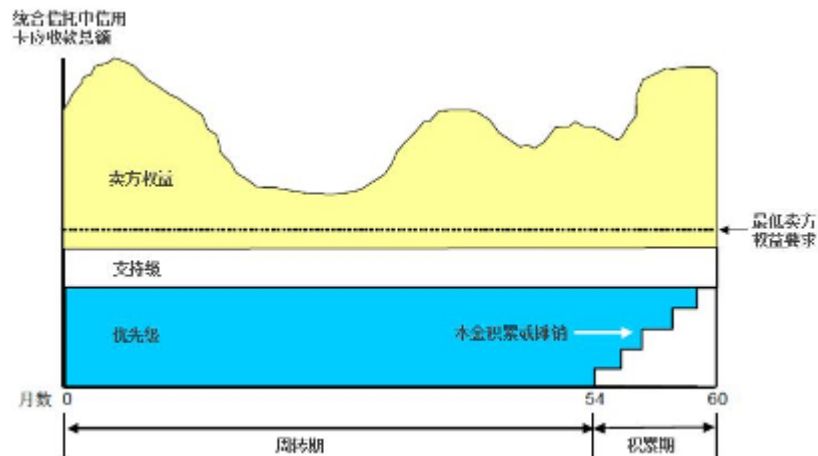


图3 卖方权益在证券生命周期中的变化

（二）现金流的使用和分配

1、常规分配设计

（1）用短期和无定期信用卡贷款现金流来支持相对长期的债券（一般是三，五或十年），现金流的使用和分配十分重要。目前信用卡证券化现金流一般分为两段：

- 周转期（Revolving Period）；
- 控制摊还期（Controlled Amortization Period）或控制积累期（Controlled Accumulation Period）。

（2）统一信托层面的现金流分配

投资者权益和卖方权益的按比例分配，没有优次级的差异。投资者权益分得的现金流会进一步分成本金现金流和融资费用现金流。服务商会把投资者权益分得的现金流分别存入两个收款账户：一个本金账户，存本金收款；一个融资收入账户，存融资费用所得。

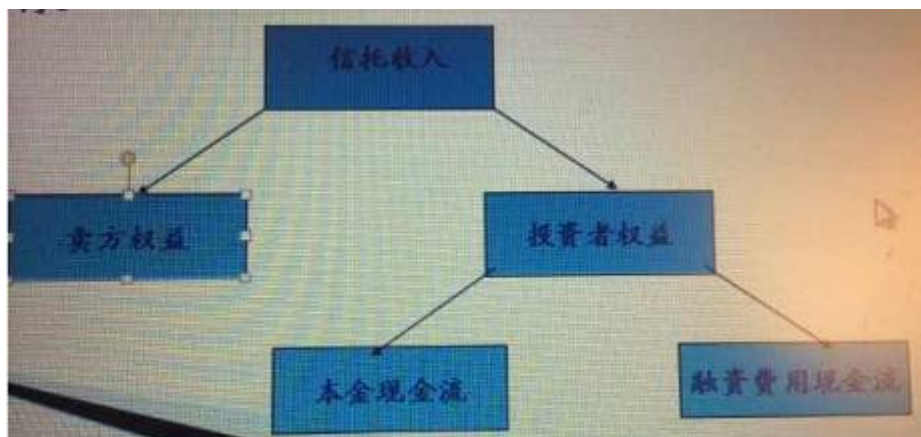


图 4 统合信托层面的现金流分配

(3) 周转期 (Revolving Period) 现金使用分配

融资费用现金流账户：冲销款项的补偿、投资者的利息收入、信托费用从融资收入账户中提取，剩余的部分返还给卖方；

本金现金流账户：用于购买指定信用卡账户里新产生的信用卡应收款。



图 5 周转期现金使用分配

(4) 偿还期 (Post revolving period) 现金使用和分配

控制摊还 (Controlled Amortization Period)，本金账户里该系列债券债券的本金收款用来直接偿付该系列证券；

在控制积累期 (Controlled Accumulation Period) 方式下，本金账户里相应的本金收款会被存入特定的信托账户，用于短期投资。这些

短期投资就是该系列证券的基础资产，它的价值会随着逐渐的积累和再投资而增长，直到足以一次付清该系列证券。

在偿还期，信用卡本金收款会以直接或积累的方式偿还债券，卖方继续转入信托的新信用卡应收款会更多地被卖方权益吸收。业内常称这种现象为“应收款回归资产负债表”。

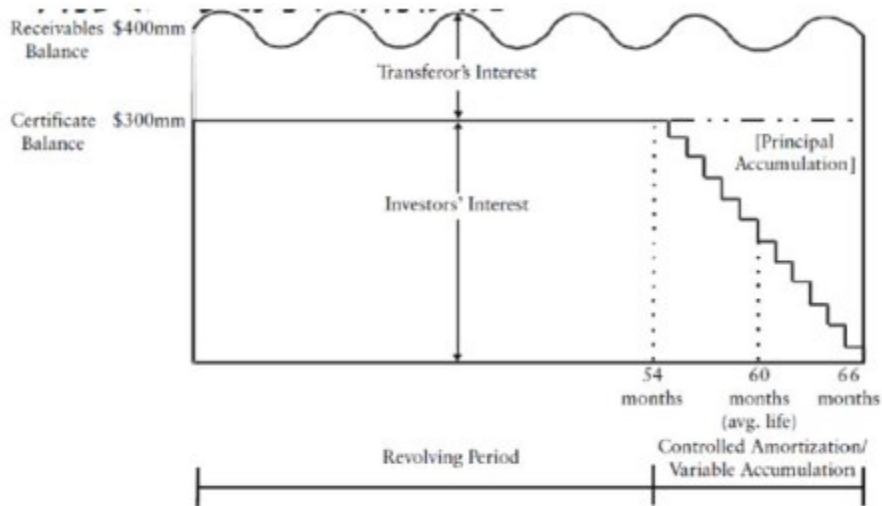


图 6 偿还期现金使用和分配

2、加速偿还设计

由于信用卡资产证券化周转期的使用，信用卡支持证券不会因为基础资产的提前偿付而出现证券提前还款的情况。为了确保投资者在信用卡基础资产出现严重问题时能够尽快收回投资，信用卡证券信托都设有特定情况下的提前分期偿还机制。是为保护投资者而设置的一个信用增级方式。

发行文件中一般都会规定进入提前分期偿还期的条件或事件，比如：

- 超额利差低于规定的最低水平，一般为零；
- 月支付率低于规定的最低水平；
- 卖方权益低于规定的最低水平；
- 基础资产的本金余额低于证券投资额；

- 卖方，运作人或相关方出现作假，违规，违约，无力偿还或破产等；
- 信托没有足够的现金来按要求存储到指定账户或支付给投资者

最主要的一项是超额利差的水平，一般是通过连续三个月的平均超额利差水平来判断是否要进入提前分期偿还。如果超额利差为负，那就说明当期基础资产所产生的收入无法满足信托所需的各项费用要求，那其它信用增级设施就得用来填补这个“亏损”。如果超额利差持续为负，那么信托里的信用增级设施会被逐渐耗尽而导致投资者最后受损。

一旦提前分期偿还期发生，信用卡证券的周转期就马上结束，所有分摊到投资者权益凭证的本金收入将会全部用于偿还证券投资者，而不是用来购买新的信用卡应收账款（导致优质客户流失，违约率上升）。

在提前分期偿还期内，用于偿还投资者的本金收入的分配不是按照各个证券的法定或预期到期日，而是按照证券的优先级档次来安排。

信用卡信托进入提前分期偿还期的情况是比较少见的。从信用卡资产证券化开始至 2013 年，提前分期偿还发生过不超过十次，包括：Advanta, Chevy Chase FSB, Conseco, Spiegel, RepublicBank (Delaware), Southeast Bank, Next Card, Providian National Bank, First Consumers National Bank。其中有的是因为资产质量恶化（如 Advanta），有的是因为卖方的信用级别降低（如 Providian）或者破产（如 Conseco）。

鉴于信用卡信托进入提前分期偿还期的严重后果，有关各方都会竭力避免这一选择。华盛顿互通银行（Washington Mutual）的信用卡信托在 2008 年差点因业绩不良进入提前分期偿还期，后来该银行被摩根大通银行（JPMorgan Chase）购买。摩根大通银行为了避免该信

用卡信托进入提前分期偿还期，对该信托注入了大量高质量的信用卡应收款进行强行外部增信，最后避免了悲剧的发生。

3、信用增级方式

和其他资产证券化一样，为了使信用卡资产证券达到信用评级机构和投资者的要求，多重增信方式的组合使用是必须的。增信的目的是转化基础资产的风险和收益以达到融资的最优化。针对信用卡资产的特点和使用的信托架构，以下几个增信方式常常被组合使用：

(1) 内部信用增级

信用卡资产证券化的内部信用增级主要有超额利差（**Excess Spread**），利差账户（**Spread Account**），超额抵押（**OC**）和分级证券结构（**Senior/Subordinated**）。

- 超额利差：是防止投资者证券出现损失或提前分期偿还期的第一道防线，是最主要也是最普遍的内部信用增级方式：

超额利差 = 基础资产的收益 - 投资者利息 - 服务费 - 损失和相关费用

超额利差取决于：信用卡应收款的融资收入、信用卡会员费和其他费用、**Interchange** 收入、坏账和冲销率、投资者的利息等；资产服务合同会规定是直接返还给卖方还是在统合信托中和其他证券系列共享后再返还。超额利差收入一般属于卖方，其价值会以仅付利息债券（**IO**）或剩余利息（**Residual Interest**）为形式出现在卖方的资产负债表上。

- 利差账户

资产服务合同中也会要求利用超额利差来储备一部分资金以降低证券的信用风险。当基础资产的质量表现指标低于所设定的标准时，部分或全部超额利差就会先被用来储备利差账户，剩余的部分才返还给卖方。利差账户里的资金将会被用来填补投资者证券的损失。如果

证券到期付清，利差账户的余额才会被全部返还给卖方。

超额利差水平	利差账户目标资金（占发行规模比例）
4.01 - 4.50%	1.00%
3.51 - 4.00%	1.50%
2.51 - 3.50%	2.50%
1.51 - 2.50%	4.00%
0.01 - 1.50%	6.00%
0.00% 或更低	7.00%

图 7 超额利差水平

- 超额抵押

跟其他资产证券化不一样的是，卖方权益不是真正意义上的信用增级，卖方权益和投资者证券凭证在信用风险的分担上是平等的，没有次优级别的差异。卖方权益的地位低主要体现在它必须吸收基础资产和投资者证券凭证间面值差额，核心是承担期限错配的风险，在流动性方面处于从属地位。

- 分级证券结构

信用卡资产证券化也都采用优先/次级结构对发行的证券进行分档，每个证券系列一般都会有优先级（Class A），次优级（Class B），次级（Class C）和权益级。在信用评级上，优先级、次优级和次级一般是 AAA、A 和 BBB，而权益级一般都没有正式评级。不同的信用卡信托设计下，分级证券间的信用支持也会有所差异。有些信用卡信托下面的各个证券系列是独立的，低级别证券只给本证券系列的高级别证券提供保护。而现在更多的信用卡信托采用的是一种社交关系结构，信托里低级别证券会给所有信托内的高级别证券提供保护，不管是不是同一个系列。即“非关联结构”（D-linked Structure）或“共产型”（Socialized）结构。

（2）外部信用增级

- 第三方信用证

第三方信用证是利用信用比较高的第三方担保人的贷款承诺来

为信用卡证券提供有限的偿付担保，是较早期信用卡资产证券化中使用的一种增信方式。第三方信用证一般根据基础资产的质量而确定一定比例的投资者证券面额作为担保额。与其他信用增级方式比较，第三方信用证的成本比较高。而且，投资者要承担第三方的降级和拒付风险。

- 现金抵押账户

现金抵押账户是一个独立信托账户，由发起人或第三方银行在信用卡证券系列发行时存入。现金抵押账户里的资金会在超额利差降为负数时用来填补利息，本金和服务费；现金抵押账户是信托向第三方资金提供者的借款行为，要承担贷款利息费用，超额利差的现金流只有在支付了现金抵押账户的利息后才可以发放给卖方；从现金流的分配上来讲，现金抵押账户利息的优先级处于最低端。当基础资产的表现良好时，现金抵押账户的本金会随着相关证券的本金减少时也相应得到偿付；现金抵押账户是没有进行投资的信托借款，会降低信托资产的加权平均回报率。

- 资产投资额度

与现金抵押账户不同，不是由卖方或第三方存资金到信托账户进行增信；而是通过发行 C 档 (C Tranche) 债券，进入次级投资者进行增信。和现金抵押账户一样，资产投资额度的优先级低于其他优先级证券，在超额利差降为负数时用来填补其他证券的利息和本金等的付款不足。资产投资额度的优势在于提供信用支持的同时扩大了投资者范围和增加资产的利息收入。

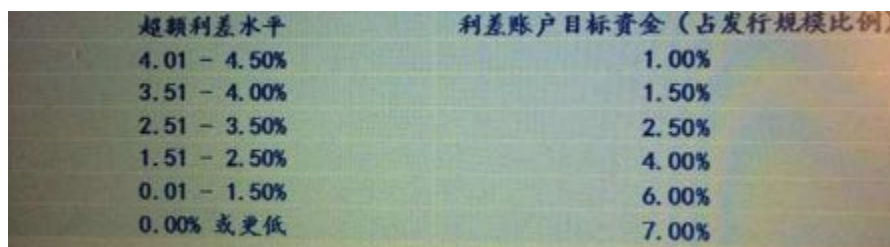
- 储备金账户

有时也会单独为次级证券 (Class C) 设立储备账户。这种储备账户的起始资金可能在发行时存入部分，然后由超额利差慢慢充实，直达到目标水平。储备账户的资金一般只在资产收入分配后不够支付

次级证券的利息时才可以使用，用于填补利息不足的空缺。如果证券到期付清，储备账户里的资金也会被返还给卖方。

● Class D

一般的做法是由统合信托发行两个不同级别的信托权益凭证，其中高级的那个将会转让给发行信托以用于发行投资者系列证券，而另一个低级别信托权益凭证则会在投资者系列证券现金流出现问题的时候以自己分享到的资产现金流去填补空缺。



超额利差水平	利差账户目标资金 (占发行规模比例)
4.01 - 4.50%	1.00%
3.51 - 4.00%	1.50%
2.51 - 3.50%	2.50%
1.51 - 2.50%	4.00%
0.01 - 1.50%	6.00%
0.00% 或更低	7.00%

图 8 Class D

● 资产票面折扣

在一般的信用卡资产证券化中，资产的转让都是按照应收款的面额来进行的，没有折扣或溢价。 在一些特定的情况或阶段，有一些信用卡资产证券化发起人（一般也是卖方）会以打折的方式把信用卡应收款转让给信用卡信托并把折扣部分的收款作为融资费用现金流以供证券分配和共享。信用卡信托的超额利差就会因为额外的“融资费用”收入而得到提升。2009 和 2010 年期间，美国多个信用卡信托使用了资产票面折扣的增信方式来渡过难关，避免了因超额利差过低而带来的一系列流动性问题和交易加速偿还危机。

信用评级机构进行这部分评测主要包含两个步骤：（1）对证券的发行文件进行研究和（2）利用数理模型进行现金流的分析测试。目的是为了估计基础资产的现金流和相关的信用增级是否足够来按时支付证券的利息。

4、运作和管理风险

评估证券化的参与各方是否有能力管理好整个证券化的全程。证券化中最主要的“管理者”是服务商，受托管理人，资产管理人，付款代理等。

5、对手风险

信用评级机构需要对证券化中交易对手的责任和能力进行分析和评测。

（二）信用评级中所运用的分析

对信用卡资产支持证券的信用评级最主要包含以下三个分析：基础资产的分析、证券设计和现金流结构。

1、基础资产的分析

信用卡资产的表现和经济，监管，法规和文化有直接或间接的关系。信用卡贷款的发行人的发行程序，风险管理，收款能力和客户服务水平也是决定信用卡资产质量的重要因素。信用评级机构一般会把各个因素对信用卡基础资产的影响归结为对以下四个重要表现指标的评测：收益率，坏账冲销率，本金付款率和购买率。

（1）收益率

信用卡资产池的收益率是每月收入所得除以当月初信用卡应收款总额的年化后的比例。信用卡资产的收益主要包括融资费用收入（利息），互通费和其它收费三项。一般来讲，借款人信用越好，相关的利息和费用就越低。

$$\text{Yield} = \text{Finance Charge} / \text{Receivable (年化)}$$

信用评级机构会对信用卡资产池的收益率进行压力测试，信用卡资产的收益率会因为多种情况而降低，比如迟付或坏账，市场利息的下降，竞争引发的利息下调等等。

收益率下降可能引起超额利差不足的问题。

(2) 冲销率

信用卡资产池的冲销率是每月发生坏账除以当月初信用卡应收款总额的年化比例，主要用于衡量资产的信用水平：

$$\text{Charge Off \%} = \text{Charge Off \$} / \text{Receivable (年化)}$$

发行人的放贷标准，收款能力，监管制度，法律环境和经济因素会对信用卡贷款的冲销率产生影响。

应收款的冲销会减少本金的现金流，这部分损失会由融资收入的现金流来填补。但如果融资收入不够的话，一般就会引发提前分期偿还期和证券损失。

(3) 本金偿还率

本金偿还率是每月收到的信用卡应收款本金付款占月初信用卡应收款余额的年化比例，用于衡量信用卡借款人还款的速度：

$$\text{Pmt Rate} = (\text{Pmt} - \text{Finance Charge}) / \text{Receivable}$$

还款速度影响因素包括最低付款额度，最低付款借款人的比例，便利使用者和周转借款者的比例等。不同的信用卡发行人的资产池在这些方面会有很大差别。针对低端大众客户的资本第一银行（Capital One）只支付最低付款的借款人比例要比针对高端客户的美国运通高出至少一倍，而每月全额付款的便利使用者的比例却低很多。

在压力测试中，一般会假设证券信托进入提前偿付期，卖方出现财务困难而取消信用卡的使用，资产池中的便利使用者的比例会急剧下降，而剩下的大部分是信用相对比较差的借款人，资产池会出现低偿还率，以及高损失率。

(4) 购买率

购买率是每月新入池的应收款占信用卡应收款余额的年化比例，用于衡量信用卡的使用率：

$$\text{Purchase rate} = \text{New Purchase/Receivable}$$

购买率跟收入和消费有关，也和信用卡本身对用户的价值有关，当信用卡对用户的价值减少时，客户不使用该信用卡，新的购买就会减少或中止，比较多见于联名信用卡。

购买率与信用卡公司的财务状况也有关系，特别是在信用卡信托进入摊销或提前偿付期的时候，由于资产现金流将用于偿付证券而不是购买新的应收款，如果发行人没有能力购买，则购买率降低。

在压力测试中，评级机构会对偿还期的购买率进行不同的假设来估测其对证券的影响。这些假设可以介于购买率保持恒定和购买率为零，相应的结果是资产池的规模稳定或全线降低。

2、证券设计和现金流结构

- 现金流结构和增信
- 服务费和服务商

由于信用卡贷款的期限很短，如果服务出现问题，很可能就会导致证券的损失。评级机构会对服务商的质量和财力、服务费水平、服务商的更换条件进行分析和评估。

四、美国信用卡资产证券化案例分析

案例：花旗银行信用卡信托

花旗银行的信用卡业务规模在全美一直名列前茅，是最早也是最大的使用信用卡资产证券化金融机构之一，在信用卡资产证券化的推广和创新中起着非常重要的作用。1991年五月，花旗银行设立了花旗银行信用卡一号综合信托（Citibank Credit Card Master Trust I, “CCIMT”）开始其信用卡资产证券化之路。

从 1991 年五月到 1999 年十二月间，CCIMT 一直承担了信用卡资产证券化的直接发行工作。从 2000 年九月开始，花旗银行建立了花旗银行信用卡发行信托（Citibank Credit Card Issuance Trust, “CCCIT”）开始使用它来替代 CCIMT 直接发行所有信用卡证券。花旗银行的 CCIMT 和 CCCIT 双层信托结构一直沿用至今。

2013 年九月，CCIMT 中的信用卡应收款总额约为 358 亿美元，其中 354 亿为本金，4 亿为融资费用应收款。同时，CCCIT 里一共有 38 个未到期证券，总面额达 252 亿美元，其中 Class A 219 亿，Class B 14 亿，Class C 19 亿。

花旗银行信用卡资产证券化的几个主要参与主体分别为：

花旗银行：信用卡的发起人，贷款方，卖方，服务商和发行信托的经理人

CCIMT：抵押权益凭证的发行人

CCCIT：信用卡证券的发行人

德意志银行美国托管公司（Deutsche Bank Trust Company Americas）：CCIMT 的受托管理人和 CCCIT 的合同受托管理人

纽约梅隆银行托管部（BNY Mellon Trust of Delaware）：CCCIT 的受托管理人

（一）花旗银行信用卡资产证券化的结构设计

花旗银行信用卡资产证券化的结构如下图所示：

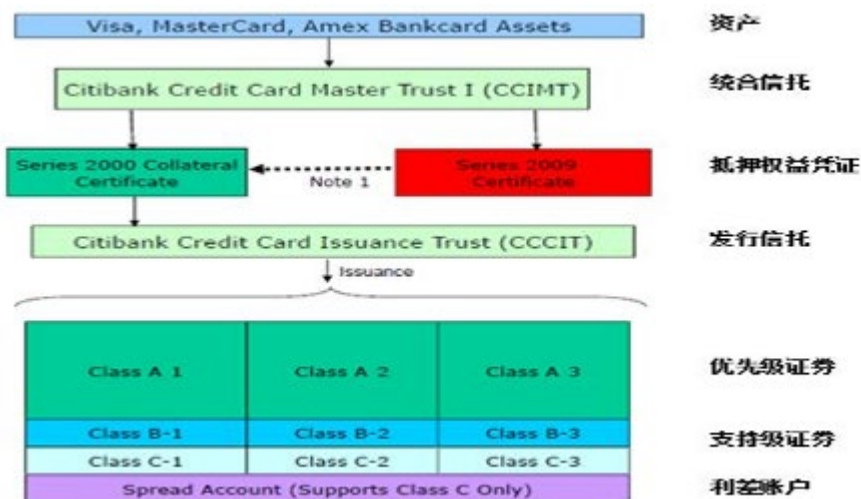


图 9 花旗银行信用卡资产证券化的结构

1、首先把符合合同规定的信用卡应收款转让给 CCIMT，花旗银行保留对信用卡账户的所有权和服务权；

2、CCIMT 以这些信用卡应收款作为抵押，发行了 2000 号抵押权益凭证并转让给 CCCIT；于 2009 年 5 月 1 日发行了一个抵押权益凭证：2009 号抵押权益凭证，即 Class D 证券；

3、CCCIT 以 2000 号抵押权益凭证的现金流为抵押发行不同级别的信用卡证券。

2000 号抵押权益凭证和卖方权益在信用和现金流的分配上是平等的；

2009 号抵押权益凭证与卖方权益不同，它的优先级别是低于 2000 号抵押权益凭证支持的各个系列证券。

2009 号抵押权益凭证的发行是花旗银行在应对由金融危机引起的 2009 年信用卡证券危机的强行增信措施之一。

花旗银行的 CCCIT 是一个“共产型”（Socialized）的信托。CCCIT 发行的证券在现金流的分配和风险的承担上实行统一管理，统一分配的原则。一个证券系列下的低档证券会为所有系列下比它级别高的证券提供信用支持。

共产型信托为卖方机构的融资提供了更多的弹性。在独立证券系列的框架下，不同优次级的证券一般必须同时发行。没有 Class B 和 Class C 证券的同时发行，Class A 证券不可能发行。而在共产型信托下，发行信托可以先发行 Class B 或 Class C 证券，然后发行 Class A 证券。这些弹性使得卖方和发行人能够提前准备，然后根据市场需要，快速反应，利用机会进行有效的证券发行和融资。

（二）花旗银行信用卡资产证券化的信用增级

花旗银行信用卡资产证券化的信用增级包括以下方面：

1、优次级证券结构：CCCIT 发行了三的级别的多系列证券：Class A, Class B 和 Class C 证券。Class B 和 Class C 证券支持 Class A 证券，Class C 证券支持 Class B 证券。Class A 要求的最低信用支持是 18.5%，Class B 要求的最低信用支持是 13.62%，Class C 要求的最低信用支持是 7.12%。

超额利差：花旗银行发行信托所有发行的所有证券都会享有超额利差的信用支持

2、提前分期偿还期：花旗银行发行信托的证券会因为信用卡资产池的质量问题，信托实体的性质变化或相关交易方（如卖方，发行人，服务商，托管人等）的违约或破产等合同指定的情况而进入提前分期偿还期。

3、利差账户：根据超额利差的水平，利差账户里要存入并保持一定比例的资金。以下是各个超额利差的水平下利差账户的资金要求（按证券面额的比例）：

利差率水平	利差账户目标资金
4.01 - 4.50%	1.00%
3.51 - 4.00%	1.50%
2.51 - 3.50%	2.50%
1.51 - 2.50%	4.00%
0.01 - 1.50%	6.00%
0.00% 或更低	7.00%

图 10 利差率水平

4、资产超额抵押：以卖方权益形式存在；

5、Class D： 2009 号抵押权益凭证为 CCCIT 发行的证券提供信用支持，凭证的面额会波动，但总体维持在 CCCIT 下证券余额的 7.66865%左右。

6、资产票面折扣：在 2009 年三月到 2011 年三月的两年间，花旗银行运用了资产折扣的方式为 CCCIT 发行的证券进行强行增信。这两年间，花旗银行以 1%的折扣把信用卡应收款转让给信托来提高资产的质量指标。在这 25 个月的困难时期，由于这个资产折扣的使用，花旗银行发行信托的超额利差平均提升了 2.17 个百分点，得以保证超额利差在 4.5%以上。

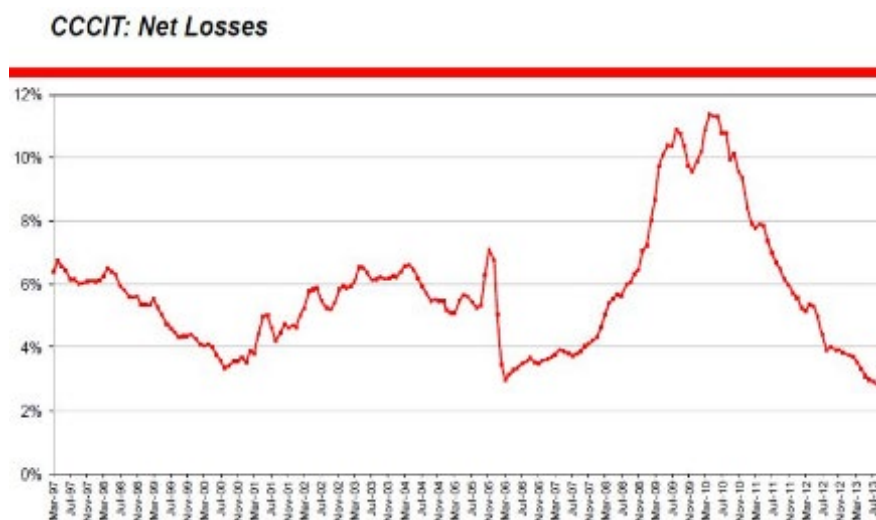


图 11 花旗银行发行信托的净损失率趋势图

CCCIT: Gross Yield



图 12 花旗银行发行信托的总收益率趋势图

CCCIT: Excess Cash



图 13 花旗银行发行信托的超额利差趋势图

(三) 花旗银行发行信托的发行案例：于 2013 年四月二十九日发行的 2013-A1 证券

Citibank Credit Card Issuance Trust
Issuing Entity

\$1,750,000,000 Floating Rate Class 2013-A1 Notes of April 2015
(Legal Maturity Date April 2017)

Citibank, N.A.
Sponsor and Depositor

The issuance trust will issue and sell	Class 2013-A1 Notes
Principal amount	\$1,750,000,000
Interest rate	one-month LIBOR plus 0.10% per annum
Interest payment dates	24 th day of each month, beginning June 2013
Expected principal payment date	April 24, 2015
Legal maturity date	April 24, 2017
Expected issuance date	May 6, 2013
Price to public	\$1,750,000,000 (or 100.00%)
Underwriting discount	\$ 3,500,000 (or 0.20%)
Proceeds to the issuance trust	\$1,746,500,000 (or 99.80%)

The Class 2013-A1 notes will be paid from the issuance trust's assets consisting primarily of an interest in credit card receivables arising in a portfolio of revolving credit card accounts.

和花旗银行之前发行的多个证券系列一样，此次发行只有单一级别，即优先级(Class A)，面额是 17.5 亿美元，预计期限是两年，法定期限是四年，利率基于一个月的 LIBOR，利差为 0.10%，每月的二十四号为付息日。

这次发行的 2013-A1 证券会和 CCCIT 已经发行的或以后要发行的其它 Class A, Class B 和 Class C 证券一起并称花旗证券系列 (Citi series)，是 CCCIT 的负债。

花旗证券系列里每个证券的级别，期限和利息是根据发行时的市场情况而定的，所以不尽相同。2013-A1 证券的利息很低，利差只有 0.10%。如果根据发行日的 LIBOR 来算，花旗证券系列中 Class A 证券的平均年利息是 2.42%，而 2013-A1 证券的年利息只有 0.2982%，接近历史低点，这和投资者在经济危机之后对信用卡证券的信心回归和花旗银行发行信托的质量表现是分不开的。

五、中国信用卡资产证券化与电商金融

根据前瞻产业研究院 2013 发布的《2013-2017 年中国信用卡市场调研与投资预测分析报告》显示，截至 2013 年上半年，我国信用卡授信总额达到了 3.98 万亿元，期末应偿信贷总额为 1.53 万亿元，信

用卡授信使用率达到了 38.50%，高于美国的信用卡授信使用率。这说明了我国现有信用卡用户对信用卡的依赖性是非常高的。随着信用卡的进一步普及和产品的丰富，中国的信用卡市场在未来几年内还将高速增长。所以从总量上讲，中国信用卡市场已经具备了证券化的规模要求。

阿里巴巴的类信用卡资产证券化

由于小贷公司没有吸纳存款的能力，在证券化之前只能向金融机构贷款，资金来源是非常不畅通的，不仅融资效率低，费用高，而且杠杆很短，只有 50%，这在很大程度上限制了其业务的发展。通过证券化渠道来融资，阿里巴巴可以转移信用风险并获得更多的资金来支持其小贷业务和最终的实体微小企业（如淘宝、天猫等客户），融资率高达 90%，而且融资成本比向金融机构贷款低。

2013 年中国证券化最大的突破是阿里的“类信用卡”证券化的成功。2013 年七月二十六日，阿里巴巴的小额贷款资产证券化产品（东证资管-阿里巴巴 1 号专项资产管理计划）正式开始发售。2013 年九月十八日，东证资管-阿里巴巴 1 号和 2 号专项资产管理计划正式在深交所挂牌上市。“东证资管-阿里巴巴”不仅是首只公开发行的券商信贷资产证券化产品，也是首只小额贷款资产证券化产品。



图 14 阿里小贷

六、信用卡资产证券化挑战及会计处理

（一）中国信用卡资产证券化的挑战

中国信用卡资产证券化在过去确实存在很多障碍因素，包括规模限制，技术处理，法律监管，会计税收等方面。

首先，由于信用卡资产的无抵押，循环和期限不定的特点，信用卡资产证券化的结构和程序要比其他资产证券化复杂，对技术的要求比较高。很多商业银行在专业人才方面仍有很大的局限性，没有一个有竞争力和创新能力的团队来策划，实施和维持信用卡资产证券化。

第二，中国的商业银行在自身的运营水平上还有待提高，信用卡资产证券化不只是单笔交易，而是一个包含循环购买，多次发行的长期过程。这其中涉及到了持续的资产转让，服务，收款，跟踪，风控，报告等运作管理。

第三，信用卡的风险定价和投资者的预期还有一定差距。中国信用卡业务现在主要是针对一些信用比较好，质量比较高的客户群体，还没有渗透到高风险高收益的群体。虽然信用卡的授信使用率很高，但目前这部分客户的全额还款率也比较高，所以没有把信用卡的使用真正转化为融资利息收入，所以信用卡业务的总收益率不是太高。市面上各类理财产品的高收益哄抬了投资大众对证券的收益率要求。

（二）信用卡证券化的会计处理

1、IFRS9 关于资产的终止确认的规定如下：

要满足资产转让的定义，转让方必须：

- (1) 将收取资产的现金流的合同权利转移给另一方；或者，
- (2) 保留收取所转移的资产的现金流的权利，但承担将收取的现金流支付给最终收款方的义务，同时必须满足以下三个条件：

□ 从该资产收到对等的现金流时，才有义务将其支付给最终

收款方。由转让方进行的短期垫付款，但有权全额收回该垫付款并按照市场上同期银行贷款利率计收利息的，视同满足本条件；

根据合同约定，不能出售该金融资产或作为担保物，但可以将其作为对最终收款方支付现金流量的保证；

有义务将收取的现金流及时支付给最终收款方。转让方无权将该现金流进行再投资，但按照合同约定在相邻两次支付间隔期内将所收到的现金流进行现金或现金等价物投资的除外。转让方按照合同约定进行再投资的，应当将投资收益按照合同约定支付给最终收款方。

2、《企业会计准则第 23 号—金融资产转移》

(1) 将金融资产转移给另一方，但保留收取金融资产现金流量的权利，并承担将收取的现金流量支付给最终收款方的义务，同时满足下列条件才能视为金融资产转移

- 从该金融资产收到对等的现金流量时，才有义务将其支付给最终收款方；企业发生短期垫付款，但有权全额收回该垫付款并按照市场上同期银行贷款利率计收利息的，视同满足本条件

- 根据合同约定，不能出售该金融资产或作为担保物，但可以将其作为对最终收款方支付现金流量的保证

- 有义务将收取的现金流量及时支付给最终收款方；企业无权将该现金流量进行再投资，但按照合同约定在相邻两次支付间隔期内将所收到的现金流量进行现金或现金等价物投资的除外

(2) 企业已将金融资产所有权上几乎所有的风险和报酬转移给转入方的，应当终止确认该金融资产；保留了金融资产所有权上几乎所有的风险和报酬的，不应当终止确认该金融资产

(3) 在采用保留次级权益或提供信用担保等进行信用增级的金融资产转移中，转出方只保留了所转移金融资产所有权上的部分（非几乎所有）风险和报酬且能控制所转移金融资产的，应当按照其继续

涉入所转移金融资产的程度确认相关资产和负债

3、对资产证券化中资产转让的销售确认在会计上的处理如下：

(1) 把资产的销售所得（扣除交易费用和相关负债）和资产的帐面价值（扣除溢价和折扣，资本化的费用和收入，价值准备和损失减值准备等）的差额计入当期损益；

(2) 把交易中获得的新资产计入原资产的销售所得，并以市价计入资产负债表（比如证券投资和服务费权等）；

(3) 把交易中获得的新负债作为原资产销售所得的减项，并以公允价值计入资产负债表（比如担保，回购责任，互换合同，承诺或其他金融衍生工具等）。

金融定价模型的是资产证券化相关资产或负债的公允价值不可或缺的一部分。以会计为目的的价值评估和真正经济价值评估不同，必须只考虑已经转让的资产，不能把将来的资产转让考虑进来，比如循环类贷款资产的证券化，如信用卡应收款。

例子：信用卡资产证券化交易（假设符合终止确认的条件）

该交易为统合信托发行系列证券之一，资产的转让也是该信托循环购买中的一次。本次转让的基础资产为面额为 1.2 亿美元的信用卡贷款，帐面价值为 1.19 亿美元，发起人保留 0.2 亿美元的卖方权益并出售所有的有信用评级证券（A 级和 B 级证券）。同时，发行人还出资 150 万美元建立现金抵押帐户来为证券进行增信；现金抵押帐户和超额利差（剩余利息）归发起人所有。该次发行的总交易成本为 100 万美元，本次资产转让所占的比例预计 25%。

交易构成	面值	市价	市值
A级证券	95.00	100.00%	95.00
B级证券	5.00	100.00%	5.00
卖方权益	20.00		20.00
初始现金抵押存入			(1.50)
现金抵押帐户权益			1.10
超额利差			1.20
交易成本 (初始销售分摊25%)			(0.25)
总的交易价值			120.55

项目	金额	会计分录	借方	贷方
证券出售的所得	98.25	现金	97.50	
卖方权益市价	20.00	卖方权益	20.00	
现金抵押帐户权益市价	1.10	现金抵押帐户权益市价	1.10	
超额利差市价	1.20	超额利差	1.20	
销售净所得	120.55	未分摊的交易费用	0.75	
减：资产的帐面价值	(119.00)	资产的帐面价值		119.00
资产销售收入 (税前)	1.55	资产销售收入 (税前)		1.55

销售收入：98.25=100-1.5-0.25；

新增资产：PO,面值 1.5，市场价格 1.1；

超额利差：市场价格 1.2

小结：未来几年我国的个人征信体系会逐渐完善，如果银行的信用卡部门通过个人的征信分数去发放信用卡，然后进行证券化，将会对现有的 P2P 公司带来很大的挑战。

七、问答环节

Q1：为什么觉得国内 P2P 的客户更多的给个体户和小微企业服务的而不是象在美国针对个人的？

A1：国内确实有这种情况，但是个人比例也不少。国内 p2p 是征信体系不完善二形成的机会，但是如果银行信用卡部门发信用卡，加证券化，加上有完整个人征信体系建设，p2p 会很难做。

第 61 辑 (2015.2.17)

美国大型金融机构的财务风险宏观管理及当前监管环 境下的转型

【主持】

巴曙松教授（北京大学汇丰金融研究院执行院长）

【主讲嘉宾】

赵颖女士（Christine Zhao），美林美银财务总监风险部董事总经理，掌管全银行资本管理风险监控。拥有丰富的华尔街顶级大型金融机构财务风控及战略领域高层管理经验，历任摩根大通亚太区交易银行财务总监，北美及拉美企业银行高级业务经理及总运营官，全球资金管理部执行董事。之前并曾在高盛投资银行及美国运通战略部等任职。在纽约，伦敦，香港及新加坡均工作过，管理团队跨四大洲。赵女士拥有哈佛大学工商管理硕士及复旦大学世界经济学士学位，并是美国注册金融分析师（CFA）及北美华人金融协会董事（TCFA Board member）。

一、美国大银行的基本财务及风险管理准则、架构与管制

(Principle, Framework and Governance)

1、财务管理指标与准则

美国的大银行纵然管理上参差不齐，组织结构上也经常改组，但是内部的财务管理客观上讲是非常严谨的。最大的特点是非常重视以数据说话，以指标评估业绩。银行主要的评估的指标包括收入，成本，

资本占用，股本回报率（ROE）以及其他相关或衍生指标。在危机之前，业务收入增长及相关的资产增长是硬指标，这一点非常明显；但是在危机之后，业务增长固然仍然很重要，但是更重要的是风险控制下的业务增长，对资产的增长有了相当强的约束，在某些领域甚至要求负增长。

银行更看重的是股本回报，这不仅是因为现在对资本的严格要求，其实在危机之前，银行对 ROE 或者是 RAROC（Risk adjusted return on capital）就非常重视，只不过那时的资本一般是从经济资本的角度，而不一定是从监管资本（regulate capital）的角度来衡量。根据主讲人所做的研究，金融机构股价与 ROE 的正比关联最紧密，高过其他任何指标，包括 P/B ratio。这主要是因为银行是一个杠杆的生意，银行的主要竞争力在于能够有效地支配杠杆，产生风险控制的盈利。所以如果说银行在金融危机前不重视资本回报率，这是不客观的，只不过当时相对来说这种指标可以有稍微长期的容忍性（Tolerance in longer horizon），并且看起来 Economic capital 是 99.97% 的小概率事件所需要的资本，而 Regulate capital 是 99.9% 的小概率事件，稍微低一些。并且 Economic capital 假设有多种业务互相支持可以相互抵消风险，这个在 Regulate capital 上是不允许的。

根据主讲人多年财务管理的经验，分享几条银行财务管理的基本准则：

第一，必需把全部成本算入到产品中，包括资金成本，才能掌握好产品的盈利率。

第二，争取把占用资本分摊到交易前台，不是所有的银行都做到，但是如果能做到会更好。

第三，风险限制应该分担到交易台层次，这一点在 London Whale 的事件上有深刻教训。

2、风险监控架构与管制

银行一般有一份严格制定的、由董事会批准的风险控制架构，详细阐述并以此作为理论准则执行对一些主要风险的管理，包括战略风险、信用风险、市场风险（包括利率、汇率风险），统称为业务风险，在传统上受到很大的重视。近年来其他几种风险更为显著，自然也越来越被重视，包括流动性风险、运营风险、合规风险、声誉风险，其实这些风险历来都存在，只是在近年来显得愈发巨大。雷曼的倒闭更多的是因为流动性丧失。在危机期间，各大银行的运营行为违规，以及常年的不慎搅入洗钱赔偿金已经高达天文数字，所以银行对这些风险的控制非常严格。

在风控架构中，除了对管制理念以及架构的阐述外，还涵盖了很重要的两个部分，一个是对各种主要风险的最高承受程度(Risk appetite statement)定义，另一个是对独立风控挑战的期待与授权(Independence risk challenge)。针对这两点，不同的银行做法不同，但是都是各个银行风险架构的主要构成部分，并且各个银行应该都比危机前在这两个方面有长足的进步。

二、应对危机的金融监管框架与目的

危机后金融改革的目的可概括为，防止银行大而不倒、需要纳税人买单的情况再次出现。其框架及思路包括以下五点：

降低银行倒闭的概率。监管指标包括：一级普通资本比率(CET1)、流动性覆盖率 LCR、净稳定融资率 NSFR，还有监控市场及运营风险、评估风险加权资产的相关指标。

去掉大银行可能享有的竞争优势。要求大银行满足高于其他银行的资本充足率 G-SIB buffer。

降低系统复杂性和关联性。要求降低杠杆率，将衍生产品的交易

向中央清算中心靠拢等等。

美国特有的，沃尔克法则。很大程度上禁止银行从事自营交易，避免伤及储蓄人。与此相关的有由来已久的 **Regulation W**，分割存款银行与交易券商部门。

保证如果银行真的不行了，监管机构可以顺利接手，并且有序地关闭银行。主要通过制定生前遗嘱（**living will**）实现，要求银行每年都要做一个这样的计划交给监管机构。

三、金融监管框架下的重要法规介绍及其影响

监管部门对银行内部风险管理已经大大提高了要求。在危机之后，全球几个监管机构陆续发布了四、五个法规，阐述了对银行内部自身风险管理大大提高的要求，包括更严格的风控管制，以及要求风控与业务部门更紧密的联系。

其中，2014年下半年 OCC 发布了 **Heightened standard**，要求风控由三级组织共同执行：第一梯队是前台业务部门，第二梯队是独立风控，第三梯队是审计。在这个条规中，最重要的一点是，前台部门的定义中不仅包括了所有可以产生营收、降低成本的部门，还包括了所有为客户与前台提供运营服务和客户支持的部门，所以说这个定义扩展了很多，明确规定了前台部门本身也有风控的职责。并且要求总风控官有不受干扰地与董事会直接通话的权利，鼓励总风控官与总裁在意见相左的时候直接向董事会汇报。

这些法规释放的信息显示，要求风控部门能够独立的、有效的挑战前台业务部门，并且要详细记录显示各个级别的挑战，从董事会到高级主管，到部门之间的挑战。

这样的规定不是一个很突然的现象，而尤其是在 **London Whale** 事件之后的一个很重要的经验。现在监管部门要求银行内部要有足够

强的制衡力，这在近年的年度压力测试、以及各个部门收到的监管部门反馈信件中反应的比较明确，一再强调独立有效的挑战。

1、资本管理的演变及影响

主要的趋势包括提高资本充足率和资本质量，精简资产负债表，从监管合规转变到战略必需。危机之后，资本管理领域出现了各种法规，包括巴塞尔协议III，多德-弗兰克法案，资本压力测试，以及生前遗嘱等等，都是围绕资本展开的。

银行对这些法规最直接的反应是，很快地增加了资本金，资本的质量和资产负债表的组成进一步被优化。举例来说，从2007年到现在，高盛的资产负债表减小了24%，但是普通股翻了一倍。美国主要银行的一级普通股资本金在2014年上半年就增加了500亿美元，这个速度非常惊人。这些现象体现了银行在积极地根据监管资本的影响重新评估他们的商业模式、核心产品和收入渠道。所以说资本管理已经和运营和战略计划等紧密地联系在一起，成为了不可或缺的战略必需，显示在下面几点：

第一，评估商业模式和产出。风险限度包括了资本指标，商业决策的制定需要考虑监管资本指标，例如风险加权资产在任何交易中的影响都需要仔细考虑。另外，前台部门与客户谈判中会争取对资本更有利的条款，比如降低贷款限额，增加贷款抵押。还有逐步退出资本率重的非核心业务，例如富国银行的关联交易(Correlation trading)需要很重的资本成本，他们决定退出这一业务；还有eurobond的做市庄家转向做中间人，因为资本金要求太高；JPMorgan以及Morgan Stanley都已经从大宗商品收入交易中退出，也是很大程度上出于资本的考虑。

第二，逐渐把衍生产品从一对一的OTC交易转向中央清算，也会考虑多收抵押来减轻资本金的要求。总的来说，各个部门对资本金

要求较高的业务都在重新定价，提高 Spread。

第三，为了应对日益增长的资本充足率需求，新的资本工具应运而生，例如 CoCos(contingent convertible bond)。当发行银行资本率低于某个事先定好的门槛时，它可以被转换为股权或者被全部对冲掉。这个新发明是 2009 年产生的，但是发展非常快，目前已经发行了 2880 亿美元，仅 2014 年一年就有 1740 亿美元。其中欧洲的银行占了 50%，亚洲的银行占了大概三分之一，中资银行占了亚洲份额的大部分。

第四，银行内部改进：改进数据、数理模型以及分析能力。这三项是监管机构对于评估银行风险控制能力很直观的指标，如果这三项哪个不合标准，那么资本金计算就会按照保守处理，例如调整风险权重。所以银行有很强的激励来提高这三项指标。

另外需要提一下系统重要银行的额外资本要求 G-SIB Buffer 的影响。对全球三十家大银行适用。根据目前的规定，有五个评估 SIB 的指标，包括资产规模，跨境业务，相互关联性，可替代性以及复杂性。最近有一个新的提案，将可替代性换成短期批发融资比率。这个指标是按照融资期限、交易对手方以及抵押品种类来计算权重，对手方如果是金融机构，权重会高一些。通过计算，业界估计，新的提案会把 G-SIB buffer 提到到 1-4.5%，这比之前的指标 1-2.5%高了很多。美联储估计大部分美国的 SIB（除 JPM 以外）已经符合要求，但是根据主讲人的研究，大部分的银行或多或少都会受影响，尤其是高盛和 Morgan Stanley 这样比较倾重交易的银行。

新的法规有两条重要的影响，第一，由于这个指标中风险加权资产是分母，现在的银行想降低风险加权资产，会不小心增加 G-SB 的这项 ratio。第二，对业界的影响会更大。如果 G-SIB 想通过降低分子，会对短期融资市场很重大的影响，其中最主要的就是回购市场。数据显示，SIB 对于回购的头寸已经从 2012 年的 11%降到 2014 年中

的 8.5%。回购市场的做市商数量也大大缩小，几乎从 2008 年缩小了一半左右。这个市场流动性的减小会影响很多合约标的资产的定价，例如国债，Agency 和 MBS (Agency and MBS spread over Treasury 会更高)。

2、流动性法规的影响

主要促使银行更重视融资结构以及资产负债的流动性。有两个主要的法规：流动性覆盖率 LCR 和净稳定融资比率 NSFR。LCR 主要衡量 30 天压力情景下高流动性的资产能否覆盖流动性的流出，NSFR 主要衡量资产负债表上流动性有没有 mismatch。这两个法规对于银行的资产负债表有很大的影响，主要影响了资产和融资的组合，银行需要多样化融资渠道，对短期融资的依赖性大大减少，长期债券的比例大大提高，持有的资产大大倾向于比较安全的、但是比较低收入的资产，对贷款的增长起了一定限制。这两个法规对于 repo 和有抵押融资有很大影响，尤其是 NSFR 法规对做市商 matched book positions 形成很大挑战，，例如 3 个月的 Reverse repo 放款必需要配套有一个 6-12 个月的 repo 借款才能平衡这个指标，经济上是很不划算的，所以庄家市场会大大减少，由此这个产品的定价与客户的盈利率都会有很大的影响，长期来说会减小市场的交易量。

在流动性方面有一个新的提案，全损失吸收能力 (TLAC)，目的是能够让银行在出现困难时有更多的损失吸收能力，让系统更安全。这个提案是 2014 年 11 月份提出，预计在 2019 年实施，新兴市场可能要求的实施期限可以晚一些。从初步的研究来看，这个法规对储蓄银行影响最大，缺口最大。全损失吸收能力的定义是一级资本加上优先股， TruPS 以及银行控股公司的 1 年期以上无抵押次级债与风险加权资产之比达到 16%-20%左右，再加上 G-SIB buffer。另外，33% 以上的 TLAC 资产必须是债券，保证股权消耗掉后还有第二级的资产

来吸收损失。研究显示,在未来五年内,30个G-SIB需要再发行5000-9000亿美元的非抵押次级债才能达到这个要求,可见这个法规的影响程度。受影响最大的估计是中国银行、工商银行等存款充裕的银行,大概有1000-2000亿美元的缺口。在美国则是富国银行缺口较大。比较讽刺的是,对于这个指标要求,以短期交易为主的银行更容易满足这个法规的要求。

3、杠杆的影响

在巴塞尔协议III中引入了补充杠杆,分母中还包括了表外资产。巴塞尔协议III只要求3%,但是美国要求控股银行在5%以上,而储蓄银行在6%以上。有相当高的交易和衍生品业务的银行,会压缩他们的衍生品头寸,对银行内系统的监管会倾向于用面值来管理,以前更重要的是估计风险头寸。对业界的影响来说,很多企业会转移到交易所交易产品。

4、压力测试的影响

压力测试已成为真正的管理工具而不是纸面上的分析了,比资本充足率更多地成为了银行资本发放的限制因素。在美国有一年一次的压力测试CCAR,还有CLAR对于流动性方面的压力测试。但是通常银行也会进行每半年或季度测试。美联储表示这些压力环境设计并不代表预测,只是测试银行对某一些压力环境的承受力。监管机构对银行自身设计的压力环境有很高的要求,最重要的一点是必需对自身特有的弱点来进行压力测试。总的来说,一年比一年的要求要高。2014年的CCAR测试,三十家银行中有五家没有通过,其中花旗银行是最大的一家。花期没有通过,不是因为没有达到资本充足率,而是因为美联储对其整个压力测试的质量上有怀疑,认为它不一定能够准确预测压力环境下其全球盈亏,并缺乏严谨的内部控制及文件记录。所以可以看出,总的趋势是更重视总体测试的质量,并不只是数量的合规,

要显示出能整合资本管理、战略计划和风险最大额度的制定，把这些体现在压力测试中，才能接近监管的预期。还有数理模型的评估和验证，也是美联储在压力测试中多次强调的。

三、金融监管法规对中国银行业的影响

中国对最低资本充足率和合规期限的要求都可以说走在世界前沿，一级核心资本充足率的要求是 5%，并且 2013 年就要合规，而且 G-SIB 的要求也已在 2013 年就加进去了。由于这些比较高的要求，中国的银行界在资本发行方面也走在世界前列。2014 中国银行业融资的 98% 是由债券发行的，其中 22% 由 CoCos 发行。中国银行业的趋势其实不乐观，利差越来越低，宏观宽松的环境对费用收入有一定的限制。此外，中资银行在内部数据管理方面也需要有更进一步的加强。

四、总结

监管总体趋势：1、外部监管更紧，内部相应资本流动性和风险管理更紧；2、资本要求高，流动性差的产品，价格会升高，市场规模会下降；3、资本分布趋向倒钟形，偏向集中在高质量但是低收益的产品上，及一些高风险高收益产品。总体来说，银行业股本收益率会降低，因为很多资金会分布到安全资产上，而且合规成本在进一步增加。4、市场份额整合趋势会上升，大的机构才能有足够的量来化解价格和合规成本的压力，总的来说银行业兼并收购的趋势会下降，因为兼并收购对于资本的要求很高。所有的监管都是指向于限制大银行变得更大，但是这些监管措施中有些会让强者更强。

五、问答环节

Q1: 在银行监管加严的形势下，对于其他金融公司，如资产管理公司，有什么挑战和机会？

A1: 有很大的机会和挑战。挑战包括很多产品由于市场交易量会受大银行影响从而降低，影响定价和市场流动性，很多市场的参与者都会面临这个挑战。机会也较多，大银行退出的产品中很大一部分会流向其他金融机构，包括资产管理公司，例如衍生品、大宗产品、交易所交易产品等。

Q2: 监管机构期望看到大银行机构今后出现分拆的趋势吗？

A2: 很难讲。在监管部门中也有激烈争论，监管法规的整体思路是争取稳定，并不一定要拆。但是 2014 年美国监管机构将所有银行递交的生前遗嘱全都 fail 掉，说这些遗嘱不够可信。监管机构在最后提出了强烈的要求，如果在今年 7 月份新递交的方案中如果仍不达标，可能会采取强迫分拆的措施。

Q3: 对中国银行业海外并购或拓展海外业务有什么建议？

A3: 并购比较艰难，美国对银行业并购持比较排斥的态度，资本要求也比较高。扩张的方面，要注重对美国的法规比较了解，美国的法规很多在细节上比巴塞尔协议更严格一些。

第 62 辑

(2015.2.27)

复合基金 (FoF) 投资和风险

【主持】

巴曙松教授（北京大学汇丰金融研究院执行院长）

【主讲嘉宾】

刘武博士是 GBS & Co 公司业务合伙人，拥有 15 年华尔街金融从业经验。先后作为董事总经理，公司风险主管，投资委员会成员，公司业务主管负责人，服务于华尔街投资银行和资产管理公司，包括瑞士信贷第一波士顿(Credit Suisse First Boston)，纽约银行(Bank of New York)，天琴资本(Lyra Capital，管理资产 19 亿美元)，远见集团资产管理公司(Provident Group Asset Management)，常青藤资产管理(Ivy Asset Management，管理资产 140 亿美元)，全球商业战略咨询公司 (GBS & Co.，多策略投资和复合基金解决方案)和金融投资咨询公司。作为全球商业战略咨询主要业务，刘博士专注发展对冲基金投资产品和复合基金投资平台，为顾客提供全方位服务包括资产配置、基金组合、绩效评估、投资谈判和风险管理。自 1991 至 1996 年，作为纽约哥伦比亚大学研究科学家和博士后访问学者，刘博士在哥伦比亚大学从事研究、教学和商学院学习。刘博士毕业于江西理工大学，拥有东北大学硕士学位和德国亚琛大学与北京科技大学联合培养博士学位。

一、2014 年的黑天鹅事件

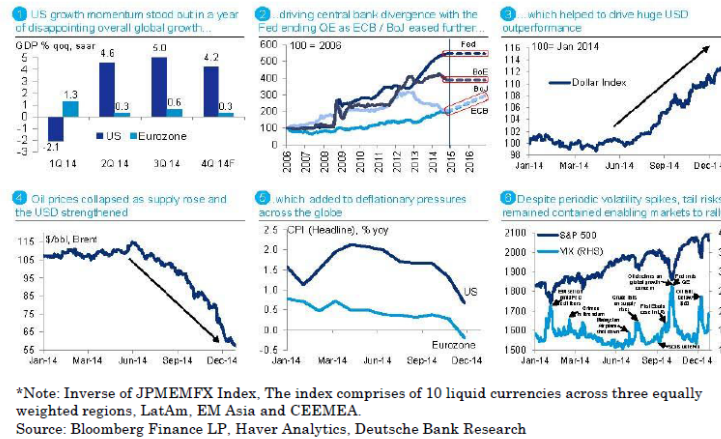


图 1 2014 Picture in Six Charts

主讲人认为图 1 中左上角图让人非常振奋，美国 GDP 从第二季度开始大幅增长。让对冲基金经理非常兴奋的是左下角的图，国际油价大幅下降。我们可以看到右下角图中，整个市场在 2014 年出现了彻底的分化，股市和大宗商品市场走势极端背离。当然这是让对冲基金经理尤其兴奋的事情。

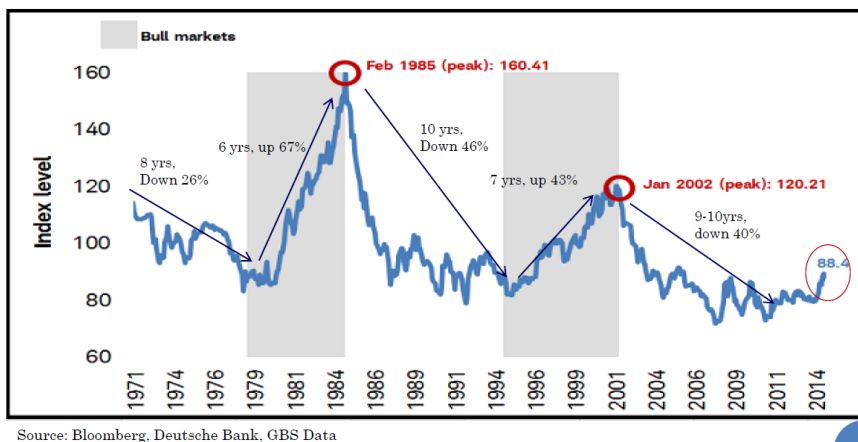


图 2 美元历史走势图

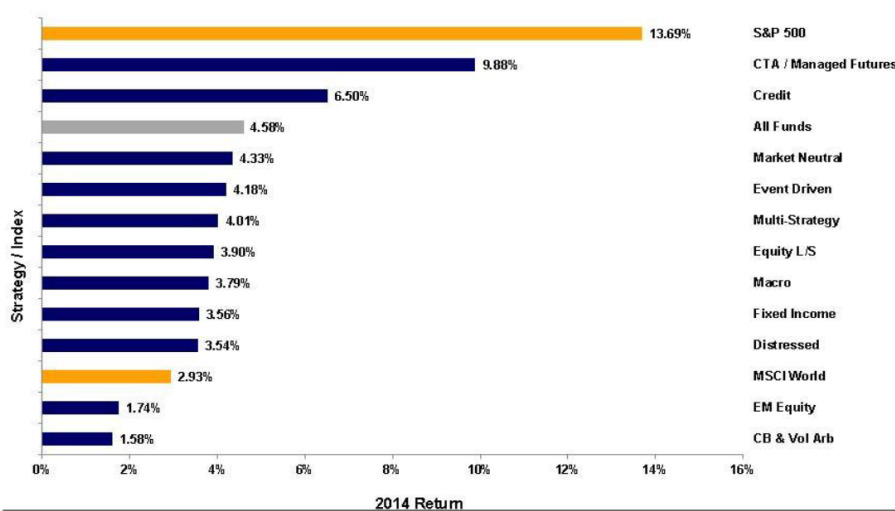
图 2 中显示美元的上下周期在 6-10 年左右。从 2014 年开始，显然美元汇率开始上行，主讲人认为美元正处于多年上升周期的前半段。



Source: Bloomberg, Deutsche Bank, Hedge Fund Intelligence, and GBS Data

图 3 全球对冲基金策略总杠杆趋势

2008 年以前，对冲基金被谴责滥用高杠杆系数操作。根据图 3，显然最近杠杆的运用极为平淡，一般的策略都在三倍以下，除了统计套利策略用到了较高的六倍。



Source: Bloomberg, Deutsche Bank, Hedge Fund Intelligence

图 4 2014 年的中位对冲基金业绩

从 2014 年的数据来看，对冲基金综合回报没有跑过 S&P500，油价和美元很大程度上帮助了基金经理。其中有一个地方让人们很失望，2014 年中国股市上升了 50% 以上，新兴市场策略的表现并不是太好。但是对冲基金经理还是赚了很多钱。

二、2015 年的开局影响

2015 新年开始，希腊债务危机、瑞士法郎汇率机制变化、欧元区 QE 启动和潜在的人民币增加流动性，都对市场有一定影响。对开局影响最大的仍是美联储是否在 2015 年夏将启动加息。市场在调整作准备，来应对美联储加息会给信贷，利率，美元，股市，波动性和流动性带来的影响。希望因此导致市场发生的动荡不会破坏正在进行的全球经济恢复。

美国形势：受石油价格跳水影响，一月份新屋开工量和 PPI 双双下降，经济放缓。周四公布的美国 1 月耐用品订单环比大增 2.8%，明显高于预期的 1.6%。油价正对通胀构成下行压力。美国 1 月 CPI 环比下滑 0.7%。如果过完年中国开始降低汇率加大对美出口，美联储预计的 2015 年 2% 通胀率恐难实现，会对年中加息形成负面影响。

中国形势：一月份进出口均大幅下降，继续衰退式贸易顺差，2014 年 12 月和 2015 年 1 月主要经济数据继续偏弱，跨境利差交易失去吸引力，资本外流压力加剧。昨天首个交易日，人民币兑美元中间价报 6.1384，创近一个月新低。而在岸人民币兑美元(CNY)收盘跌 0.08%，报 6.2598 元，为 2012 年 10 月 16 日以来最低收盘位。全球金融危机已过去六年有余，新兴经济体和发达经济体的央行仍在持续空前宽松的货币政策。欧元区万亿量化宽松超预期，俄罗斯，澳大利亚，瑞士，加拿大，印度等纷纷降息。人民币会继续下跌可能性大。

在主讲人看来，美联储是最主要的影响因素之一。个人认为，2015 年的加息政策推出是肯定的，但是时间点会受到通胀、就业率等参数的考虑。预计 3 月 6 日很好的失业率报告会出来，3 月 18 日 FOMC 的报告中如果去掉“Patient”这个词，则是另一种情况了。从 4 月到 6 月，美联储会静静地坐下来听市场和经济的反应。对冲基金应该准备的是，6 月或 9 月如果联储调整利率，接下来市场波动对股市、对外汇、对固定收益等套利机制的影响，是对冲基金经理一直在考虑的问题。

题。如果 6 或 9 月加息，美联储也会观察加息后市场的反应，9-12 月联储会看市场反馈的数据，如果数据与美联储的预期符合的很好，他们很可能会采取进一步的行动。

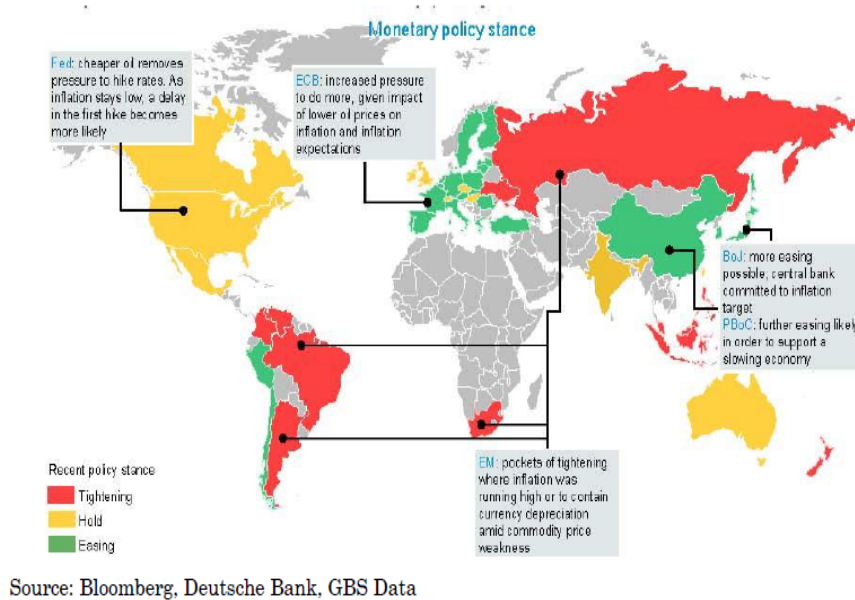


图 5 Monetary policy: Low inflation, exacerbated by cheaper oil, has led many central banks to ease monetary policy

图 5 中体现的是全球有影响力的经济实体都在采取货币管理措施，地图中红色部分会收紧货币政策，如乌克兰，俄罗斯，南非，巴西，阿根廷等，采取的措施会与中国、欧洲部分等国家截然相反。

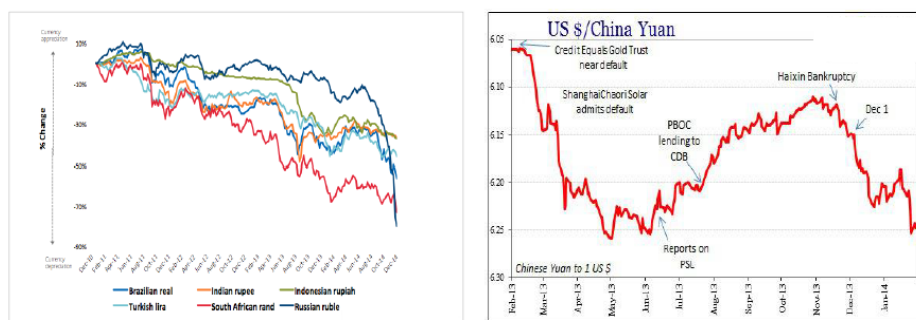


图 6 Extreme Currency Volatility Ahead

瑞士信贷银行发布的《2014 年全球财富报告》显示，中国内地财富总额达到了 21 万亿美元，排名世界第四；大约 118 万人资产达到或超过 100 万美元，其中资产超过 5000 万美元的有 7600 人，仅次于

美国，排名世界第二。另一方面，中国经济经过多年高速发展后，目前正在进入“新常态”，即经济增速逐步下降，未来中国的资本回报率也会下降，再加上美元的持续强劲，而其他货币将走弱，包括预计未来人民币汇率。对中国投资者来说，这意味着投资于美元市场的附加优势。

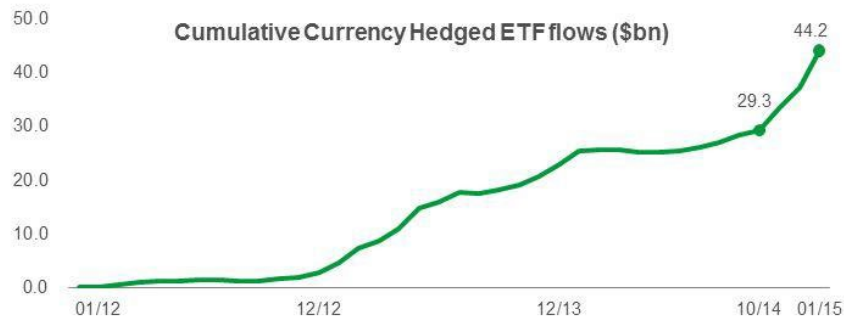


图 7 货币对冲 ETF 交易俱增

图 7 显示，两个月时间不到，市场上有 150 亿美元的 ETF 交易，一月份就有 70 亿美元，显然大家都在为所谓“货币战争”做准备。

对冲基金的大部分交易还是在股市上，美国股市表象下实际上比较脆弱。如图 8:



图 8 股市比表象要脆弱

图 8 是 2008 年以后美国 S&P500 指数与 QE 政策的关系。当然，需要强调的是，美联储不会根据股市的走动调整利率，而是股市反过来会对美联储的动作做出反应。可以发现，在 QE1 和 QE2 之后，都

有将近 20% 的市场回调，也就是说现在的市场表面上看得比较好，其实表象下还是比较脆弱的。当然，并不是说 2015 年股市会不好，只是说在美联储加息后股市可能会有一个回调，这是我们最关注的事情。

关于美联储加息对市场的冲击影响，我们估计：

- FOMC 会议纪要是一个强硬的信号，预计短期利率走高接近美联储的中间点。至于时间点，密切注意最近几个月的核心 PCE 和核心 CPI。
- 因为美联储加息的背景必是稳健的经济基本面，海外的影响应该不会很大，包括美国高就业率和高工资。这一切也预示着美国企业收入增长，尽管波折会比 2014 多，企业收入增长是正面促使股市继续升高。
- 由于美国经济复苏比其他世界经济体包括欧洲的复苏较早较快，这将扩大美国 and 国外之间短期利率的差值，促使美元继续升值。
- 随着美联储加息，预计信用利差(credit spread)扩大，尤其是对 IG 市场。因为它是一个更接近 Rates 的替代品。
- 美联储加息和越来越紧俏的劳动力市场将会抬高长期利率。
- 随着美联储加息开始，市场上会出现更多的分歧，包括美联储是否会继续加息，如何加息等，这样，都会引出更多的市场波动，导致所有资产类的波动性将往高走。目前在市场上有很多的看法，对于 FoF 投资者来说，我们关心的是大的局面和后续的影响，具体的针对股市、固定收益等，我们交给对冲基金经理来做，这些策略他们应该掌握的更好，更适合当前的市场。

三、对冲基金面对挑战

我们还关注投资者的资产在哪里，哪些资产会交对冲基金来管理，
如图 9:

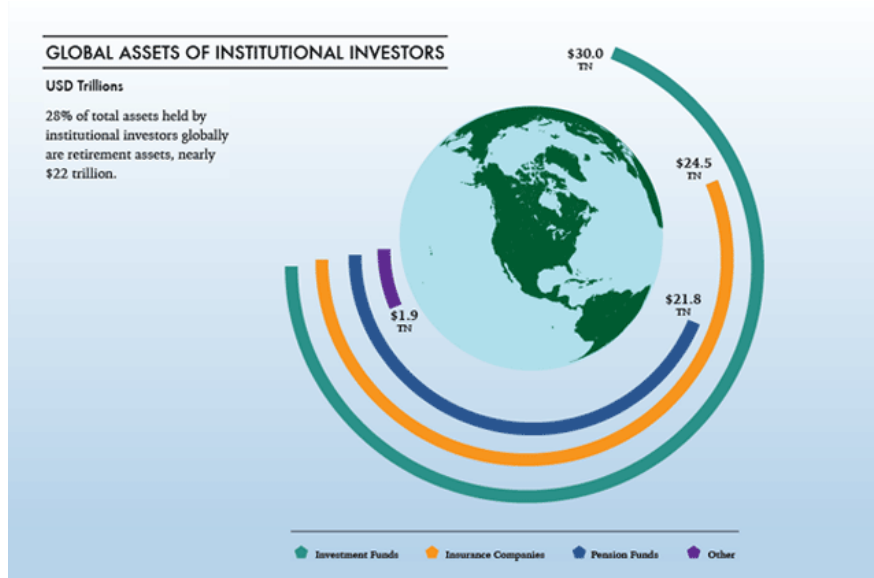


图 9 机构投资者的全球资产概况

2013 年年底，全球机构投资者总资产约为 80 万亿美元，其中投资基金管理约 38.4%，保险公司管理 31.3%，养老基金管理约 27.8%。

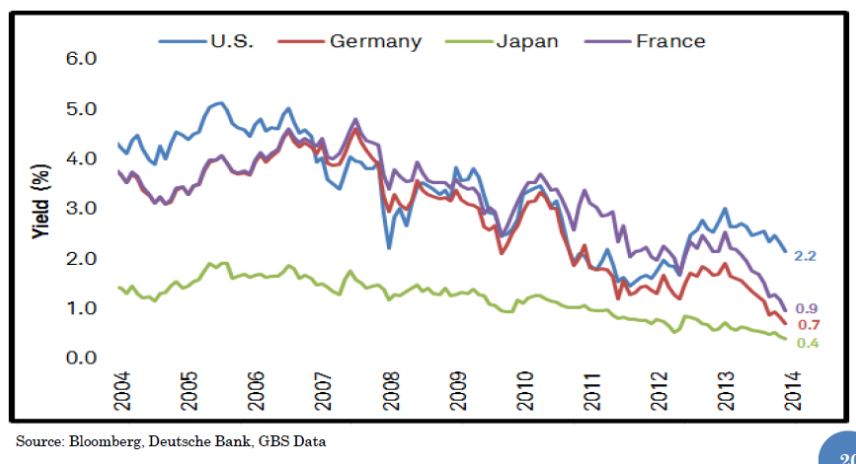
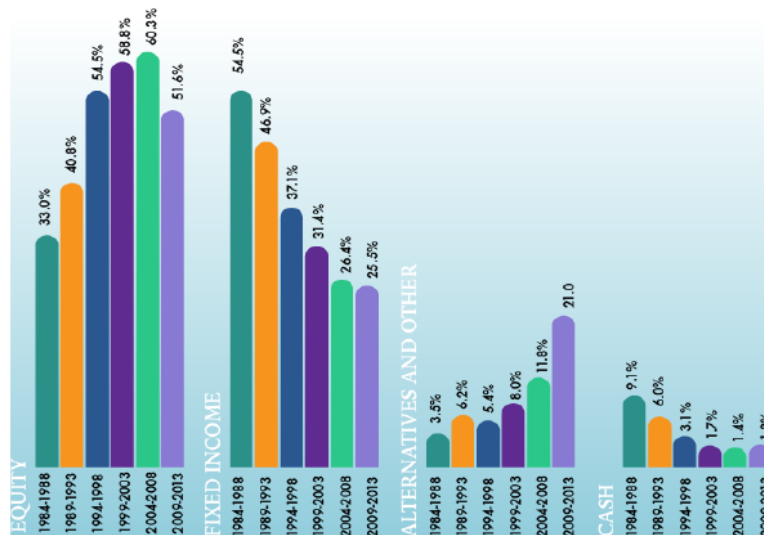


图 10 十年期国债收益率

国债收益率的下行迫使很多投资者将钱移出了固定收益，转到对冲基金，这个趋势在美国的养老金当中非常明显。



美国公共退休金固定收益 (DB) 计划平均资产配置(1984-2013)

图 11 美国 DB 退休金计划平均资产配置 1984-2013

美国公共退休金固定收益计划 (DB) 从 1984 到 2013 年的平均资产配置, 另类投资迅速从 3.5% 增加至 2013 年的 21%, 有些退休基金的对冲基金投资已经超过其投资组合的 25%。一些纽约市的小 DB 基金, 在对冲基金上的配置, 已经有超过 40%, 这是一个令人吃惊的数据。

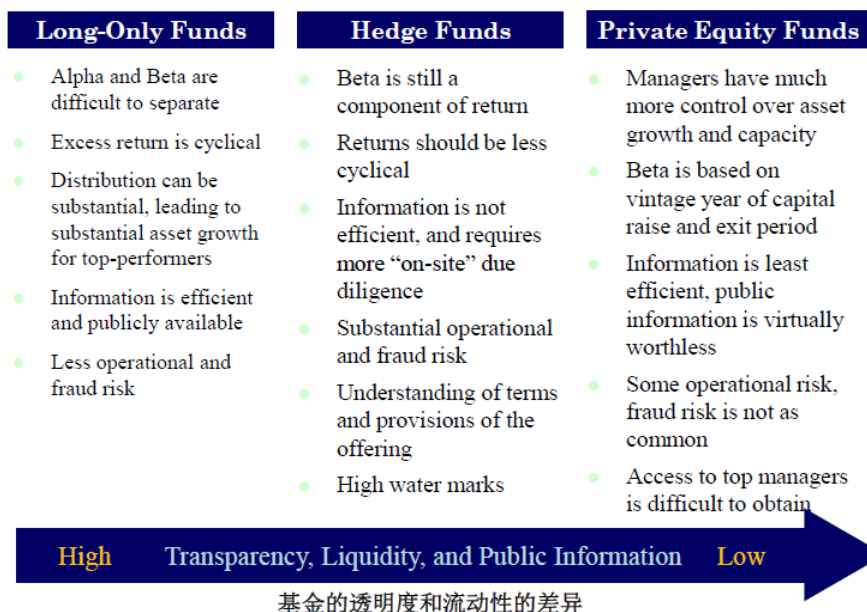


图 12 基金资产的分

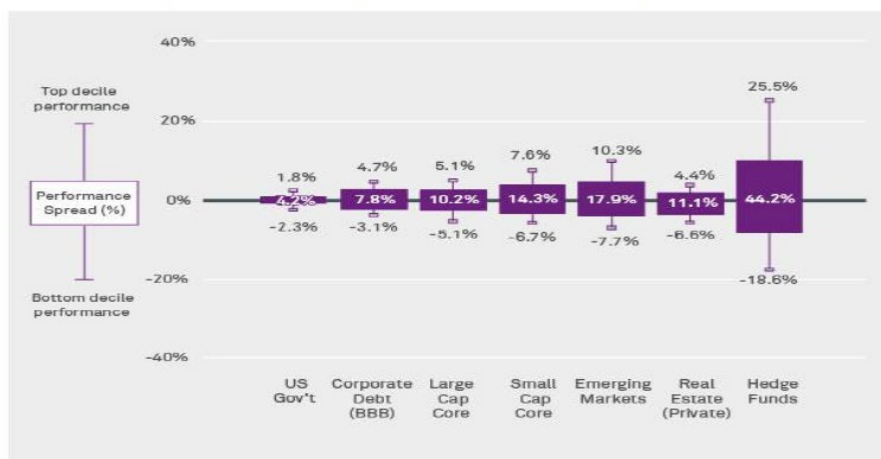
关于对冲基金行业的范畴, 报纸新闻上关于对冲基金的报道都不

太可靠。随着债券收益率超低，股市连创新高，新兴市场可预期不稳定，投资者急需找更多其它投资选择。对冲基金投资时，一般会认为其投资复杂，高杠杆，操作隐蔽。应该强调的是，相对于私募股权基金而言，对冲基金及其派生的共同基金产品的透明性，流动性，以及信息公众化越来越好。对冲基金行业范畴是包括对冲基金的资产管理规模(aum) 和资产咨管规模(aua)。对冲策略投资的产品包括传统基金(classic HFs and FoHFs)，另类共同基金(alternative mutual fund or liquid alternative funds)，单独管理帐户(separately managed accounts)，交易所买卖策略基金(strategy ETFs)，对冲策略复制产品(strategy replication products) 以及家族财团和信托管理下的对冲策略产品。从另类到主流，在不太远的未来，多数对冲基金产品将不可避免成为公众可投资的产品。对机构投资者，对冲基金不再是另类选择，而是投资组合里必须的。保守估计，对冲基金行业到 2015 年预计将增长过五万亿美元。

为什么数据会这么大？因为一般情况下，一些对冲基金研究人只能用半公开的公共数据库，主讲人用的 30%的对基金数据在这些数据库中都找不到的。

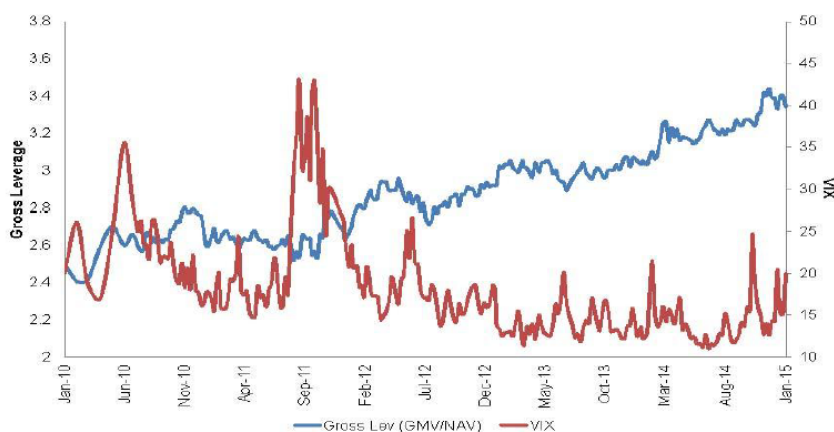
日益增加的对冲基金产品和对冲基金策略，提供了越来越多的投资对冲基金机会。对冲基金投资组合或投资业务平台一般具有复合基金特点。对采用复合基金模式感兴趣的动机是，投资者能够在行业优秀的基金之间进行选择投资，对冲基金投资业务的回报和风险以及回报波动性可以通过相关基金的连贯组合进行更好的管理，从而增加多样化的基金投资，降低波动性，增加投资者投资回报。复合基金是财富管理和资产管理比较可行的管理或产品模式。

Performance spread between top and bottom deciles managers



Sources: Blackrock, Morningstar, TASS database, and NCREIF

图 13 对冲基金之间的巨大差异



Source: Bloomberg, Deutsche Bank, Hedge Fund Intelligence, and GBS Data

图 14 对冲基金总杠杆与 VIX

对冲基金面临的另外一个挑战是最近两三年股市波动一直较低，为了提高回报不得不提高杠杆倍数，如图 14 所示。

四、新常态下复合基金投资对策和风险

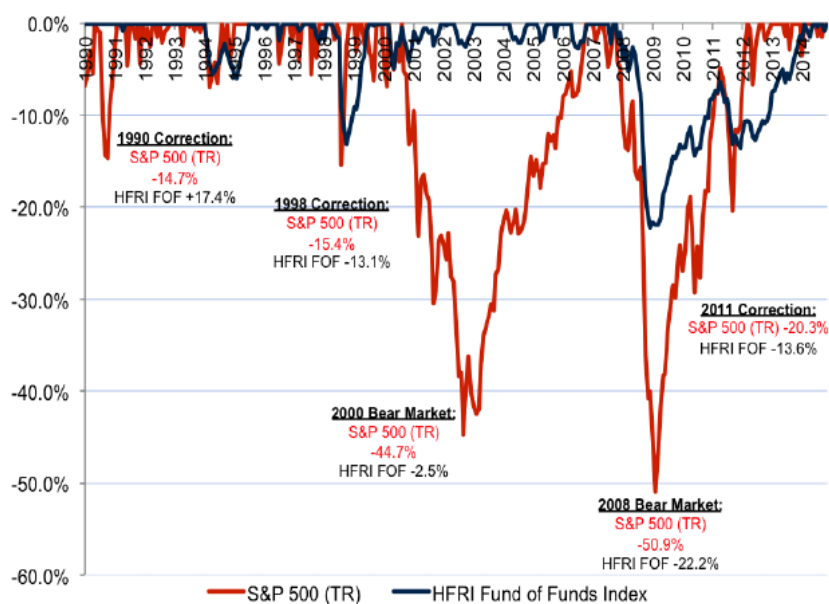
1、FoF 的模式演变与核心作用

新版《证券投资基金运作管理办法》已经正式实施，其中一大亮点是基金的基金（FoF）正式放行，为国内公募基金和广义的资产管理、财富管理行业提供新的生长空间。

- FoHFs, FoFs, FoETFs, FoPEs**
- Models of investing in hedge funds**
- Commingled fund
 - Single investment fund
 - Managed accounts directly with the manager
 - External managed accounts platform (commingled)
 - External managed accounts platform (customized, non-commingled)
 - Your own internal managed accounts platform
- 混合基金
 - 单投资基金
 - 基金直接管理帐户
 - 外部管理帐户平台(混合)
 - 外部管理帐户平台(定制,非混合)
 - 内部管理帐户平台
- Methods used to invest Day 1 or early-stage (within the first 6 months or AUM<150 mm)**
- Anchor investing (no revenue share or equity stake, maintain a passive role)*
 - Founders share class with preferential fees and terms
 - Standard share class
 - Acceleration capital
 - Platform**

图 15 复合基金模式的演变

小基金和早期基金的投资，有很多 FoF 专门的产品来做。一般是对冲基金刚开门，或早期（开始的 6 个月），或 AUM 小于一亿五千万美元时，FoF 就投资进去。好处包括管理费打折，但是一般不会得到 equity。



Source: Bloomberg. S&P 500 (TR) and HFRI Fund of Funds composite index on a monthly-basis

图 16 FoF 的核心作用是降低风险

FoF 本身的目的不是提高回报，而是降低另类投资领域的风险。图 15 所示，1990 年以来每一次熊市，几乎每一次 FoF 下滑的幅度都不及 S&P 的一半。例如 2009 年，不同于图中所示的指数数据，在真

正操盘指数中，FoF 仅仅丢了 15%左右。这种对抗下滑风险的特征是 FoF 最擅长的。2015 年的情况大家很担心会像 2007 或 2000 年时，所以 FoF 应该会成为比较流行的产品。

2、对冲基金的策略选择

在投资管理学的资产配置和证券选择之间，交易策略选择增加了一个中间层次。近二十年，对冲基金灵活地适应新市场的兴起和市场结构的新变化而发展，新的交易策略不断开发出来。人的主动创造性加上信息技术的发展，使得交易策略选择在投资管理过程中的功能作用已举足轻重，基金组合投资，策略为第一考量。股市投资对冲基金策略粗略估计有近三十种，新策略新技术仍在不断增加。每天同一时间在股市上，包括长仓基金经理在内，基金经理们运用自己的策略操盘，投资管理，而交易策略的不同导致投资绩效差异很大，即使在熊市中，当交易策略使用得当，我们仍会赢得市场。

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Equity Hedge	58.4%	12.2%	29.2%	37.5%	34.9%	23.4%	16.1%	16.4%	28.4%	41.8%	17.4%	1.5%	8.9%	22.2%	9.07%
FoHFs	34.6%	9.0%	1.0%	28.8%	15.0%	11.7%	16.0%	14.8%	-5.4%	25.8%	11.9%	1.3%	7.4%	15.9%	4.40%
Equity Market Neutral	18.0%	6.7%	1.0%	25.4%	13.3%	10.6%	15.3%	12.4%	-5.9%	25.0%	10.4%	0.4%	7.2%	14.3%	3.41%
EH: Quantitative	14.6%	2.8%	-0.9%	25.3%	7.7%	9.9%	14.2%	11.7%	-16.7%	24.6%	9.4%	-2.1%	6.3%	12.5%	3.35%
Directional	9.1%	2.8%	-1.5%	20.5%	7.7%	7.5%	13.9%	10.5%	-21.4%	14.3%	8.8%	-3.3%	5.6%	11.0%	2.35%
EH: Energy/Basic Materials	6.8%	2.7%	-1.8%	11.7%	6.9%	7.3%	11.7%	10.3%	-21.8%	12.0%	5.7%	-5.7%	4.8%	9.0%	1.80%
EH: Technology/Healthcare	6.7%	1.4%	-4.3%	11.6%	5.4%	7.3%	11.0%	7.1%	-22.9%	11.7%	5.2%	-7.2%	3.0%	6.4%	1.75%
EH: Short Bias Index	4.1%	0.4%	-4.7%	7.5%	4.2%	6.3%	10.4%	6.6%	-24.4%	11.7%	4.6%	-8.3%	2.8%	4.7%	0.93%
Event-Driven (Total)	-9.0%	0.4%	-8.5%	2.4%	4.1%	6.2%	7.3%	5.3%	-26.6%	1.4%	2.9%	-8.4%	-5.6%	1.0%	-3.98%
Merger Arbitrage	-15.3%	-12.8%	-16.5%	-21.8%	-3.8%	5.5%	-2.7%	4.7%	-38.3%	-24.0%	-18.6%	-16.7%	-17.2%	-18.6%	-6.39%
Eurekahedge EL/S															
FoHFs															
Max Diff	73.6%	25.0%	45.7%	59.3%	38.7%	17.9%	18.8%	11.7%	66.7%	65.9%	36.0%	18.2%	26.1%	40.8%	15.5%

图 17 股票对冲基金指数表现

图 17 所示是部分 HFR 股市投资策略指数的回报在 2000-2014 年之间排名表，表的最下一排红色数据所示是当年投资策略指数回报之间最大差值，在 2000 年的策略指数回报差高达 73.6%，十五年的回报差平均值为 37.3%。

对冲基金交易策略选择和策略组合为当今投资，为开发资产管理和财富管理产品提供了新方向和新机会。通过基金交易策略来分散风

险和提升回报，职业经理人将有更多的工具和渠道，来设计和开发更多的资产“混搭”和策略“混搭”的产品，以满足客户的风险/回报/市场相关性/流动性等要求。

3、对冲基金经理的选择流程

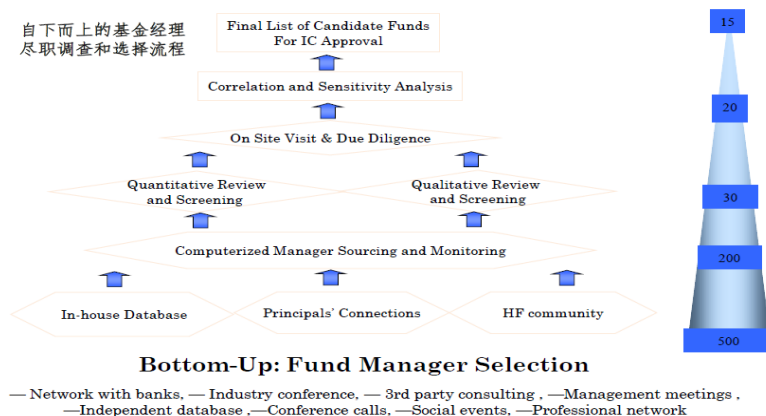


图 18 基金经理选择流程

- | | |
|--|----------------|
| ● Competitive edge | ● 竞争优势 |
| ● Background and experience | ● 背景和经验 |
| ● Investment process and transparency | ● 投资过程和透明度 |
| ● Risk management procedure and system | ● 风险管理程序和制度 |
| ● Organization and legal structure | ● 组织和法律结构 |
| ● Infrastructure | ● 基础设施 |
| ● Prime brokers, administrator and auditor | ● 主要经纪商，管理员和审计 |
| ● Reference and legal checks | ● 参考和法律检查 |
| ● Investor base | ● 投资者基础 |
| ● Fund fee structure | ● 基金的费用结构 |

图 19 定性尽职调查标准

目前，对冲基金数超过 2 万。在规范相对宽松，容许基金经理自由发挥的对冲基金领域里，诚信和审慎是基金经理最重要的两项特质。选择理想基金经理的十点理想属性：

- 1) 具有良好的诚信和为投资者服务的职业道德
- 2) 能够吸引和留住顶尖人才
- 3) 有效风险管理，到位的风险对冲管理控制
- 4) 谨慎保守地使用杠杆

- 5) 资金运用效率高
- 6) 有多次市场周期的基金盈利记录
- 7) 业内同行的认同
- 8) 有可继续扩展的基金业务结构
- 9) 具有适应市场不断变化的灵活性和捕获上攻的能力
- 10) 有足够的经验，表现出良好的专业判断力和良好的行业各部门关系。

4、对冲基金风险结构和管理

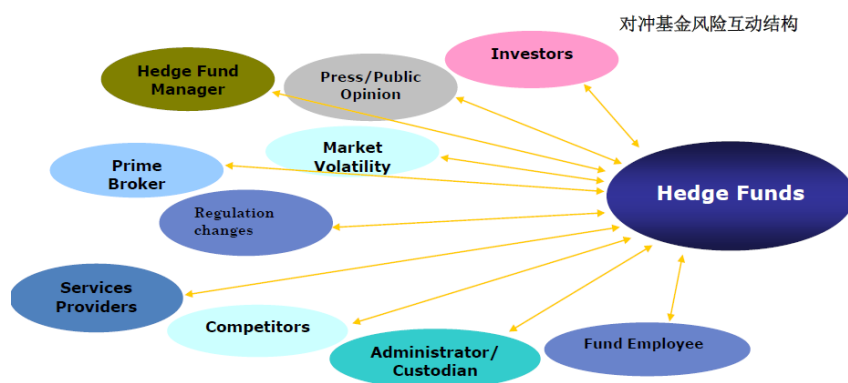


图 20 对冲基金风险结构和管理

对冲基金风险往往被误认为是与其他类型的投资风险相似。虽然一些用于定量计算风险参数指标程式是相同或类似，但由于独特的操作模式，环境互动结构，业绩的评估和经理人定性分析的特征，投资对冲基金的风险分析要更复杂。常看到的市场波动仅仅是对冲基金的风险组成部分之一。从基金关键人变更，券商经纪操作，市场波动变化，监管变化，媒体头条负面新闻，投资者进出，到服务提供商质量，任何对对冲基金的操作的负面冲击影响，都会造成意想不到的投资风险。

聚焦在投资组合上，风险究竟为何？风险衡量依据的是客观的方法，它是在许多前提假设下用现今所知道的数据知识为依据，并假设我们知道未来可能发生和曾经已发生事件的概率分布相似来计算风

险因素、模拟投资情境或针对投资组合进行压力测试。而这没包括未来无法被计算的任何情况和不确定性。这类分析结果只能代表风险管理复杂度的一部份，而非全貌。

主要风险调查关注点:

- 1) 基金经理的职业道德风险
- 2) 基金操作的风险
- 3) 基金规模能力风险
- 4) 公司管理的风险
- 5) 市场系统性风险

关于风险量化参数测量和确定，市场上有很多风险相关的计算方法。评估单个对冲基金回报风险，常用的风险量化指标参数有：标准偏差 (Standard Deviation)，风险价值(VaR, MVaR, CVaR)，压力测试(Stress testing)，市场相关性(Correlation)，下行捕获(Downside Capture)，阿尔法(alpha)，贝达(beta)，杠杆比(Leverage ratio)，赎回比(Redemption ratio)，流动性(Liquidity)，最大缩水跌幅(Max Drawdown)，最大缩水持续时间(Max Drawdown Duration)。

5、FoF 的产品形成及决策过程

复合基金产品形成决策过程方面，投资团队依靠基金层面的分析和宏观经济的观点，采用由下而上以及由上而下两个过程配合来搭建投资组合。团队执行任务包括投资策略，宏观经济研究，建模，风险分析和相关性整合，以确保投资组合不断为投资者的投资创造价值。从上向下过程，是充分把产品或客户的风险/回报/市场相关参数的要求作为首要考虑。投资组合里的策略或基金的权重是根据产品或客户的风险/回报/市场相关的参数调整。在投资组合层面，将定期进行投资组合性能的计算和分析，例如同业间相关性，基金组合总合相关系数，夏普比分析，投资欧米茄曲线形状，风险归因分析等。虽然市场

上有很多风险模型和商业风险系统可用，但投资团队应该每日做风险曲线定量分析和定性监测。同时，在基金平台的水平，应有一个风险监控到位的独立监测。

复合基金投资平台的结构要素方面，不同的投资者有不同的投资目的，有不同的偏好。有些投资者希望拓展投资对冲基金的广度，有些则独钟特定投资风格的基金。有偏好非方向性的绝对回报策略，也有钟情于长短仓方向性的对冲基金经理和策略。对冲基金策略分类广泛，因而可构建出不同的投资组合来达到投资目的。对冲基金投资可采用外部复合对冲基金，独立管理账户的基金平台，多经理基金管理平台，和其他混合型基金平台。投资业务平台设立和管理基本上由审查和挑选基金经理，构建投资组合，风险管理和投资者服务四部分组成。

- □ 理想基金经理人尽职调查和选择
- □ 投资者服务和基金管理运作
- □ 投资组合建立和管理

基金投资风险管理对冲基金投资者针对对冲基金经理进行的评选与实务调查以及持续监控，是整个投资流程中最重要的。其后，构建投资组合并且小心管控其中的风险，是这个多元并且多变的行业的一项长期艰巨任务。与行业早期发展的状况相比，尽管现在对冲基金行业的信息透明度和信息流动性已经与时俱进，改善许多，但是，评选适任的基金经理以及对其持续观测都仍然是个困难及耗费人力的任务，拥有大量研究资源的投资者更有优势。

五、对冲基金行业展望

1、2015 值得关注的主要趋势和基金策略

由于过去 5 年来市场的突出表现，投资者担心股价过高，债券收

益率过低和现金无所作为。2015年投资者会继续把他们的钱转移出，投入对冲基金。作为“避风港”的对冲投资，对冲基金的需求和容量将继续增长。

可以预期，对冲基金行业（对冲基金的资产管理规模 aum 和资产咨管规模 aua，对冲基金策略的产品包括 Alt 共同基金，交易所买卖策略基金及策略复制产品）到 2015 年将增长到五万亿美元。在不太远的未来，多数对冲基金产品将不可避免成为公众可投资的产品。

2015 年环境应有利于三种类型的对冲基金策略，第一是事件驱动(Event Driven)，基金经理可以利用更多的兼并、收购、管理层变动等可能的企业活动来交易。二是宏观策略基金(Macro)，让基金经理押注在美国紧缩的货币政策与欧洲，日本甚至中国加大刺激之间的宏观经济差异走势。三是市场中性策略(Market Neutral)。

2015 年，会有更多的机会，但是会伴有较高波动性和低相关性。主讲人预计，资本市场未来波动加剧，市场的相关性下降。较大的价格变动更容易为熟练的对冲基金经理通过证券选择更迅速地达到目标价格，从而腾出资金在其他机会进行再投资。

CIO 外包业务会大幅增长。由于投资人手开支成本上升同时回报低下，越来越多的投资机构会将外包他们的投资业务给外部投资官(OCIO)来管理。

全球对冲基金的策略扩容领域：Alternative Mutual Funds、Hedging Strategy ETFs 、Hedging Strategy Replication Funds。

2、指导原则

1) 量身定制解决方案，以客户的投资目标和操盘结果为导向来设计产品

2) 由于市场极为不稳定与对冲基金的参差不齐，严格投资纪律，避免行为偏差

3) 限制下行风险和已知风险头寸

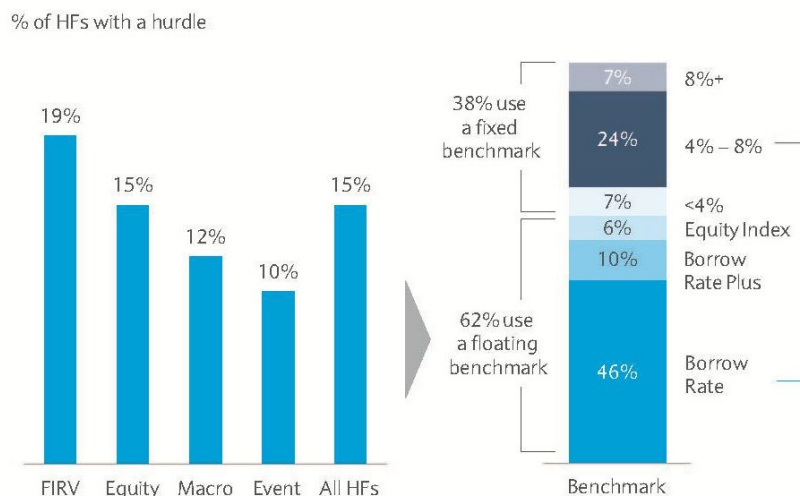


图 21 回报基准(Hurdle Rate)采用和结构

对冲基金行业发展的价值主张

- 1) 道德标准是最低要求
- 2) 投资表现和客户资产增值是最重要的
- 3) 改进透明度，降低被管制的程度
- 4) 对冲基金正在更多的被主动性资金管理者所接收。

六、问答环节

Q1: 最近几年之内，FoF 业务是在不断好转呢还是保持平稳？

A1: 总的 FoF 资产总额仍在增加，但是从单个 FoF 的角度来说，在显著缩水。兼并很厉害，纽约前十大 FoF 基本上只有一家独立在外，其他的都已被保险公司、PE 公司等兼并了。

Q2: 在设计 FoF 时，是根据客户需求来寻找和选择对冲基金吗？

A2: 是的。客户的要求除了回报、风险指标，甚至还包括需要哪类策略。机构客户或 family office 会有一些很特别的要求。

第 63 辑 (2015.3.3)

商业地产贷款证券化与 REITs

【主持】

巴曙松教授（北京大学汇丰金融研究院执行院长）

【主讲嘉宾】

金圆资本管理有限公司总经理林华先生简介：CFA、CPA、FRM，金圆资本管理有限公司总经理，兼任厦门国家会计学院客座教授，中国财富管理 50 人论坛固定收益首席研究员，中国微金融 50 人论坛成员，《资产证券化的突破与创新》主编。

一、商业房产贷款证券化的发展简介

美国商业房产抵押贷款额约为 3.14 万亿美元，占总的房产抵押贷款余额的 25%左右。商业房地产抵押贷款的证券化也分为代理和非代理两部分。代理交易通过三个“代理机构”，即 Ginnie Mae, Fannie Mae 和 Freddie Mac 发行，主要以符合条件的多家庭住房抵押贷款（multi-family mortgage）为基础资产，操作和代理住房抵押贷款的证券化类似（由代理机构收购贷款，以代理机构名义发行），此类证券余额大约在 3050 亿美元左右（2013）。

本讲所讨论的是非代理的商业房产抵押贷款证券化，其操作跟代理交易完全不同，基础资产的种类也更多。2013 年底，美国市场上的非代理的商业房产抵押贷款证券化（以下简称 CMBS）产品的余额为 6247 亿美元左右。

在上世纪九十年代的经济危机前，由于商业房产抵押贷款的投资回

报率比较高，贷款人不愿意进行证券化；另外，CMBS 的投资人有限，也导致商业地产证券化发展动力不足。

上世纪九十年代初，美国房地产价格的崩溃引发了房产抵押贷款的严重损失，导致了著名的储蓄银行危机。三千多家储蓄银行中倒闭了七百四十七家。美国政府的资产管理公司——解决信托公司（Resolution Trust Corporation）——负责关闭这些储蓄银行并处理它们账上留下的近四千亿美元的资产，其中很大一部分是商业房产抵押贷款，主要的创新渠道即是通过证券化。

这一危机也刺激了商业银行和保险公司对商业房产抵押贷款的成本和风险进行重新审视，特别是在九十年代“基于风险的资本要求”（Risk-based Capital Requirements）推出之后，商业银行和保险公司意识到持有商业房产贷款的资本成本很高，流动性很低，提高了贷款人的证券化意愿。

2000 年以后，非代理机构证券发行量从 2000 年的不到 500 亿美元飙升到 2007 年的 2300 亿美元，占当年新发行的商业房产抵押贷款总额的 45%。但是，商业房产抵押贷款的贷款发放标准也被一降再降，平均的贷款价值比例（LTV）从 2002 年的 100% 涨至 2007 年的接近 125%，仅付利息（IO）贷款的比例也从 10% 左右升至接近 90%。这些低标准的贷款大部分以证券化的形式被转化成了证券。

2007 年经济危机爆发后，对经济非常敏感的商业房地产的盈利和价值急速下滑，投资者纷纷抛售商业房产抵押贷款证券。曾经被评为 AAA 级的超优级证券的市场利差（在 LIBOR 基准上）从 50 个基点年飙升至前所未见的 1600 个基点。

随着美国经济的缓慢复苏，商业房产抵押贷款的证券化也重新开始。经济危机后，随着监管和风险管理的强化，商业房产抵押贷款的放贷标准得到严格控制，新发行的贷款质量水平普遍提高。

二、商业房产贷款证券化基础资产分析

（一）基础资产的特点

美国商业房产抵押贷款主要以有收入的商业不动产作为抵押的贷款，一般无追诉权，固定利息，期限为七到十年。按照贷款的融资渠道和发放目的，美国商业房产抵押贷款可以分为自留贷款(Portfolio Loan)和管道贷款(Conduit Loan)：

- 自留贷款是商业银行和保险公司发放并准备长期持有的贷款；
- 管道贷款是为了合并出售给特殊目的管道用来发行商业房产抵押贷款证券的贷款。

1、相对于住宅抵押贷款，商业房产贷款有以下特点：

- 抵押房产种类多样

商业房产贷款的抵押房产种类很多，可分为办公楼，公寓，购物中心，酒店，工业用房和多用途房产等贷款。

- 贷款额度较大

商业房产抵押贷款的贷款额范围很广，根据项目的大小，可以小到几万美金，大到几亿。

- 气球型付款

商业房产贷款一般是气球型贷款，分期付款期一般是 20-30 年，到期日却一般在 10 年内或更短。如果抵押房产的盈利和价值降低，借款人可能在到期日无法再次融资，从而可能引起贷款违约。

极端情形：仅付利息贷款（IO）也一度流行，在 2007 年占当年新商业抵押贷款的近 90%。

- 以房产收入为基础

住宅抵押贷款的还款来自于借款人，其基础是借款人的收入水平和信用。而商业房产抵押贷款的还款来源是抵押房产的收入而不是借

款人，其基础是商业房产的效益和价值。商业房产抵押贷款，特别是用于证券化的商业房产抵押贷款，一般没有对贷款人的追索权。所以，商业房产抵押贷款的信用质量主要是由抵押房产的质量决定的。

- 非标准合同

针对每个抵押房产和借款人的不同情况，商业房产抵押贷款的合同内容一般都有所不同，所以合同很多是非标准化的，并且可能含有特殊条款。

2、提前偿付处罚条款

对于投资者来讲，除了信用风险外，贷款的另一个风险是提前偿付风险。为了避免提前偿付风险，商业房产抵押贷款都会有提前偿付处罚条款。提前偿付处罚条款一般有以下几种形式：

- 禁止提前偿付期（锁定期）

禁止提前偿付期是指借款人在合同开始的最初一段期间内（如 2-3 年）不得提前还贷。这是最严厉的赎回保护形式。

- 收益保证金

如果借款人提前还款，就必须向贷款人支付一定的罚金以保证贷款人的收益率和借款人按合同规定还贷的情况等同。这个罚金一般是 ① 贷款按合同规定的剩余现金流的现值和 ② 本金提前偿付额的差值。利率下降的情形下，差值方为正数。

- 废止条款

废止条款和收益保证金有类似之处，目的都是为了使贷款人获得的收益率和借款人按合同规定还贷的情况等同。和收益保证金的操作不同，废止条款中借款人不是将罚金付给贷款人，而是用高质量的证券（如美国国库券）来替换原合同中的抵押资产，并以这些证券的现金流来继续按原合同偿付贷款。

- 提前偿付罚金

提前偿付罚金是最简单直接的提前偿付处罚条款。一般是按照提前偿还的贷款额和一个百分比来决定。这个百分比会随着贷款年份的增长而减少。商业地产抵押贷款由于有以上提前偿付处罚条款的使用，风险远低于住宅抵押贷款。

3、商业房产抵押贷款和住宅抵押贷款的不同特点比较如下：

住房抵押贷款证券化 (RMBS)	商业房产抵押贷款证券化 (CMBS)
贷款抵押物的种类和性质单一	贷款抵押物的种类和性质多样
贷款个数很大，一般以千或万计，单个贷款所占比例很低	贷款个数不多，一般15到300个，且一部分贷款的金额则在资产池中占很大比例（前十五个大额贷款占资产池总额的50%或更多）
单个贷款的违约或坏账不会对交易的表现产生太大影响	单个贷款的违约可能会对某级别的证券产生重大影响（包括损失）
贷款的文件比较单一，标准化程度很高	每个借款人和贷款文件都可能具有特性，标准化程度不高
资产表现一般可以根据资产池的整体指标和历史统计数据来评估和预测	由于抵押物和贷款人的特性及历史记录的有限，不适合基于历史统计数据进行分析方式

（二）全面的基础资产分析

在商业房产抵押贷款证券化的资产分析更多运用单个贷款基础分析和资产池的多样性分析相结合的方法。

1、单个贷款的基础分析

单个贷款的基础分析主要包括三个方面的评估：

- ① 房产的财务状况和偿债能力
- ② 房产的价值和风险
- ③ 贷款人的信用质量

在对商业房产贷款证券化中，由于贷款的转让一般都是非追诉的，贷款人本身的信用质量不是最主要考虑的因素。决定贷款表现和风险的是房产的盈利水平和价值最重要的三个指标：

① 不动产的价值 (V)

不动产的价值 (V) = 净现金流 (NCF) / 资本化率 (CAP)

商业房产的价值是由盈利水平和市场收益预期决定，盈利水平一

般以净现金流（NCF）来衡量，市场收益预期以资本化率(CAP)来衡量。

② 贷款价值比率 (LTV)

贷款价值比率(LTV)= 贷款额度(L)/不动产的价值 (V)

用来衡量资产借贷的杠杆大小，这个指标用来预测违约情况下贷款损失的严重程度（Loss Severity）

③ 收入贷款倍数 (DSCR)

收入贷款倍数（DSCR）=净现金流（NCF）/贷款还贷支付比例

用来衡量现金流是否足够用于正常的还贷，很大程度上决定了违约的可能性(Frequency of Loss)。如果持续小于 100%，就说明房产的现金流收入将无法满足还贷所需的支出，必然会导致违约。

以上三个指标的计算和预测中，净现金流（NCF）和资本化率(CAP)是最重要的两个变量，净现金流（NCF）的计算如下：

	总可能收入
-	闲置准备
=	实际总收入
-	营业费用
-	管理费用
-	维修费
-	其他费用
=	净营业收入
-	资本支出和准备
=	净现金流

一般用净现金流（NCF）来衡量房产的盈利水平和价值，而不用净营业收入（NOI），是因为商业房产的长期成功运作对资本的投入要求非常高，NOI 不考虑资本支出,不能反映商业地产的长期盈利和现金流水平。NCF 估值不反应空置房产的价值，保守的 CAP Rate 和稳健的 NCF 对房产估值经常会导致 LTV>100%。

资本化率(CAP)的现值可以根据当前同类房产的市场价值和净现金流水平得出。资本化率受经济周期，利率环境和资本市场变化影响很大。由于商业房产的表现受经济周期的影响非常大，在具体分析和

预测净现金流（NCF）和资本化率（CAP）的时，必须考虑目前市场在整个经济周期中的位置，然后相应的对目前房产的表现和市场的收益率加以调整以得出可持续的指标。

2、资产池的多样性分析

前面所述的商业房产抵押贷款的个性问题，如何在资产池层面进行多样性组合来分散风险是商业房产抵押贷款证券化中的另外一个课题，一般会考虑以下四个方面：

房产类别：每类房产都有自己独特地运作模式，市场导向和风险特征，对不同经济指标的敏感度也差异很大。

地域位置：通过把不同地区的房产贷款组合在一起，可以降低因为某一特定地区出现的房产问题对总资产池的影响。

经济关联：资产池中地域的多样化虽然可以中和不同地区经济差异的影响，但是有时不一定真正能实现经济影响的分散。

贷款面额：贷款面额的分散在商业房产抵押贷款证券化中非常重要。商业房产抵押贷款证券化可能是所有资产证券化中资产额度最分散的。

三、商业房产贷款证券化的结构和特点

（一）CMBS 结构

商业房产贷款证券化的证券结构也在一直演变和优化，CMBS 交易的分档不断趋于精细。以下是三个不同年份的商业房产贷款证券化的典型证券结构：



在 2004 年以后流行的分档中，出现了如 A-M, A-J, A-1A, A-3FL, A-AB 这样的特殊 AAA 级证券以满足不同投资者的投资偏好。其中：

1、A-M 是中超优级证券，评级也是 AAA 级，但优先级上低于超优级，属超优级的支持证券，自身的信用支持一般是 20%左右，低于超优级的 30%。

2、A-J 是次超优级证券，评级也是 AAA 级，但优先级上低于超优级和中超优级证券，信用支持一般低于 15%。

3、A-1A 是针对基础资产中公寓型贷款的超优级证券，是从总资产池中剥离出单独一块作为支持资产的一个证券分系列，主要卖给 Freddie Mac 和 Fannie Mae；

4、A-3FL、A-4FL 是浮动利息的超优级证券，利息是浮动的，一般以 LIBOR 为基准；

5、A-AB、A-SB、A-PB 是分期付款的超优级证券，按计划每月有一定的本金分摊，在正常的情况下其每月的计划本金偿付额在现金流分配上有优先权。

6、除了超优级证券，还会发行投资级支持证券（BBB-AA 级），非投资级支持证券（B-BB 级），无评级支持证券（NR）和 X 档证券（AAA 级）来为超优级证券提供信用支持。

2006 年摩根大通银行发行的 JPMCC 2006-LDP6 的证券结构：

证券级别	票面	信用评级	信用支持	平均年限	利息	本金回收期	优先级/档位
A1	59.9	Aaa	30	3.01	5.16	1-58	超优级
A2	155.9	Aaa	30	4.9	5.379	59-61	超优级
A3B	55.7	Aaa	30	7.14	5.559	81-96	超优级
A3FL	100	Aaa	30	6.71	L+16	81-81	浮动超优级
A4	819.3	Aaa	30	9.85	5.475	110-120	超优级
ASB	103.7	Aaa	30	7.08	5.49	58-110	分期付款超优级
AI	205	Aaa	30	8.28	5.471	1-120	公寓类超优级
AM	214.2	Aaa	20	9.96	5.525	120-120	中超优级
AJ	163.3	Aaa	12.38	9.96	5.565	120-120	次超优级
B	48.2	Aa2	10.13	10.02	5.702	>120	次优级
C	18.7	Aa3	9.25	10.04	5.722	>120	
D	34.8	A2	7.63	10.04	5.775	>120	
E	21.4	A3	6.63	10.04	5.775	>120	
F	29.5	Baa1	5.25	10.04	5.775	>120	
G	21.4	Baa2	4.25	10.04	5.775	>120	
H	21.4	Baa3	3.25	10.04	5.775	>120	次级 (B档)
J	10.7	Ba1	2.75	10.04	5.155	>120	
K	10.7	Ba2	2.25	10.04	5.155	>120	
L	5.4	Ba3	2	10.04	5.155	>120	
M	5.4	B1	1.75	10.04	5.155	>120	
N	5.4	B2	1.5	10.04	5.155	>120	
P	8	B3	1.13	10.11	5.155	>120	
NR	24.1	NR	0	12.53	5.155	>120	
X1(Comp)	2,142.1	Aaa	N/A	8.58	0.04		仅付利息
X2(PAC)	2,036.7	Aaa	N/A	5.53	0.255		

* 名义票面 数据来源: Bloomberg

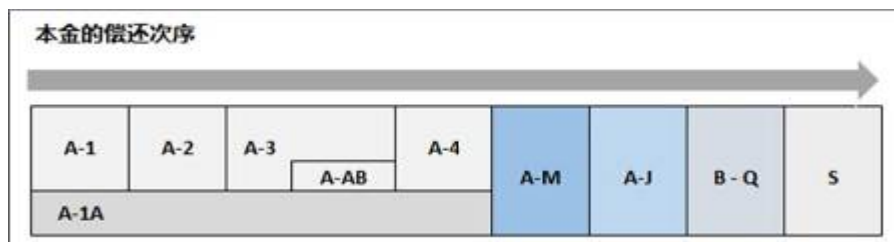
(二) CMBS 的信用增级

由于商业房产贷款的提前偿付保护，证券的提前偿付风险很低，主要风险是信用风险。

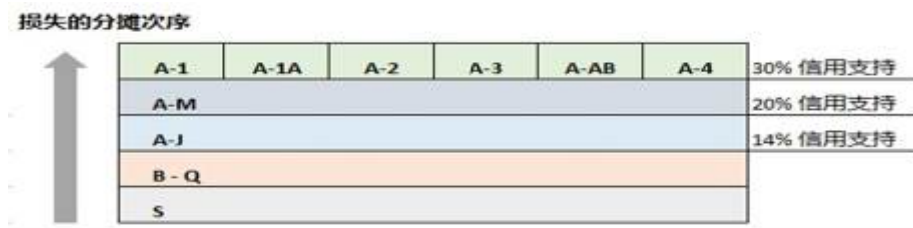
资产池中的优质商业房产贷款容易获得再融资而先于质量差的贷款提前偿还退出。随着优质贷款的提前偿付，资产池的整体信用质量会降低。同时，资产的多样性也会随着资产的减少而降低，风险也随之升高。CMBS 交易一般都采用优次级按顺序分配的结构来降低优先级债券的信用风险。在优先次级顺序分配的结构下，资产池的本金现先用来偿付最高级别的证券，当高级别证券全部得到偿付后，低级别证券才可以分到本金。

在按序偿付下，即使总的资产池规模会减少，风险会提高，但优先得到本金分配的高级证券的余额也在减少，来自低级证券的信用支持比例也会不断升高，所以风险得到了中和。

商业房产贷款证券化一般情况下的本金偿还次序。由于 A-1A 跟资产池中的公寓类资产直接关联，它跟其他优级证券在分配上属于平行。而 A-AB 分期付款证券，虽然它的总体本金偿还次序在 A-3 之后，但是它的分期付款部分优先级最高，优先于 A-1，A-2 和 A-3。



当资产池质量出现严重问题时，上述次序会发生变化，所有优级证券（A-1 到 A-4，含 A-AB）的现金流分配次序将设为同一等级。



如果按照超优级，中超优级和次超优级的信用支持比例为 30%，20%和 14%，只有当资产池的损失达到 30%时，超优级证券才有可能出现损失。而当资产池的损失达到 14%时，次超优级证券就可能出现损失。

（三）法律结构和交易主体的特点

商业房产贷款证券化(CMBS)在结构上和 MBS 和 ABS 类似，体现在发行信托和卖方的风险隔离和。

在交易中，一般会有两个同时进行的买卖：

（1）由贷款人（卖方）把贷款出售给一个跟贷款人关联的储贷方；

（2）储贷方把贷款卖给由储贷方按照资产组合服务合同而成立的一个信托（发行人）。

商业房产贷款证券化中的发行人信托大多数会选择房产抵押投资管道（REMIC）的实体形式，REMIC 有税收优势，在发行人层面不用交美国联邦税。

几个交易结构上的注意点：

1、服务商

一般至少有两个服务商：总服务商和特殊服务商，有时还有副服务商。

总服务商负责常规的贷款管理工作，如现金流的管理，房产信息的收集，经营状况的监管，跟借款人的沟通和定期的实地检查等。总服务商有时还会按合同要求在贷款违约时垫付证券的利息或本金。一旦贷款出现违约，贷款的管理和服务事务就会马上交由特殊服务商；

特殊服务商在贷款违约后接管贷款，有很大的决策权；

有时还有副服务商（分包服务商或贷款主服务商），一般是贷款发放人，在资产转让给发行人后继续保留其对贷款的服务权。副服务商一般负责直接与借款人联系，向总服务商承包一部分与贷款管理相关的事务，如每月的账单和收款，利息的调整，房产税和保险和基本的贷款情况报告等。

2、控制级（指导权所有者/类似于 CLO 的股权顾问）

底层支持证券的投资人常被称为“指导权所有者”或“控制级投资人”。这些投资者一般购买评级为 **BB/B** 或没有评级的证券，有时也称为“**B** 证券购买者”。

控制级是证券结构的最底层，如果资产出现损失，首先会被用来吸收损失。作为第一损失承担者，控制级往往被赋予对资产坏帐损失处理的决策权。很多情况下，控制级可以对特殊服务商的贷款处理提供指导。在信用评级机构认同的情况下，控制级有权力辞退特殊服务商和指定替代服务商。控制级投资人有时也作为特别服务商。

由于 **CMBS** 贷款单笔规模大，把服务权进行分拆，主讲专家认为对资产出表应该是有好处的。这一点可以展开讨论，服务权的设计和出表是一个值得探讨的话题。

3、流动性机制

商业房产贷款证券化中会建立一定形式的流动性机制，在资产的

现金流不足以支付证券的利息，流动性机制就会被用来垫付这些资金短缺。一般是（1）服务商或托管人垫付，（2）第三方流动性提供者，或（3）流动性储备账户。

流动性机制 VS 过渡垫付问题

服务费和流动性垫付在现金流的分配中享有最高次序，如果垫付过多，可能造成在某一个月用垫付款来支付低级别证券利息后，下一个月因为优先偿还垫付款而没有资金来支付高级别证券的情况。

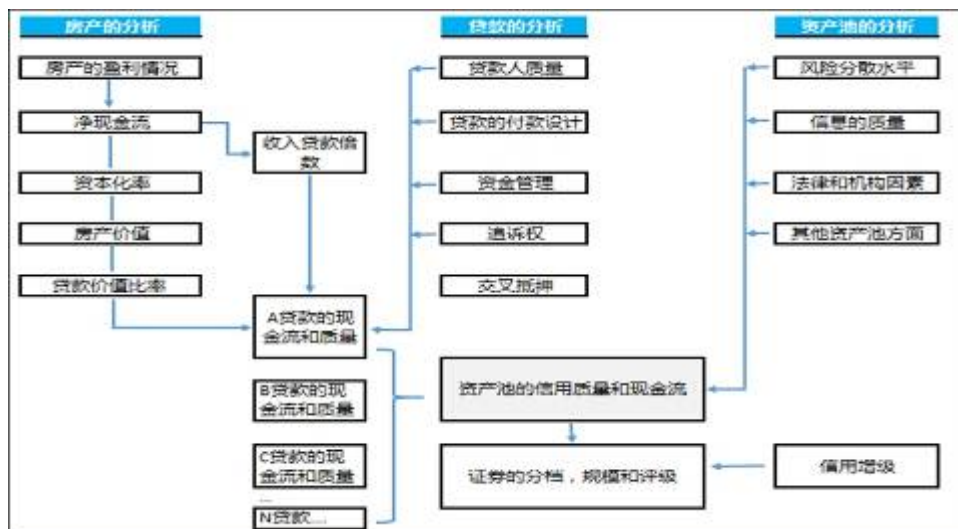
为避免这一风险，商业房产贷款证券化会设立一个评估减值机制：当贷款出现违约时，先根据资产评估值测算出可能的损失，针对这部分损失来限制垫付额度以保证今后有足够的现金流来偿还垫付额和偿付证券本息，从而避免因过度垫付造成的高级证券信用支持的减少的情况。

（四）信用评级

商业房产抵押贷款证券的信用评级都会包括两方面的分析：（1）商业地产和贷款的分析（单个贷款和资产池分析）；（2）证券化的结构分析。

商业地产的分析主要是对资产池中的每个贷款及其抵押资产进行详细的分析，评估资产的质量并测算出预期损失和现金流。而证券化的结构分析则是对证券的结构，信用增级，损失可能（包括损失的概率，时间和严重程度）和交易的结构和法律风险等方面的评估。

商业地产和贷款的分析包含对房产，贷款和资产池三个层面的分析。这是决定商业房产贷款证券化所需的信用支持量和信用评级的基础。



1、房产分析：

评级机构会根据每个抵押贷款房产的年份，建筑质量，地段，市场和出租情况等指标进行评分。这类评分一般是 1 到 5，分数越低，地产质量越好，相应的风险就越低。对资产的评测中，评级机构会收集和分析以下多类文件：

- □ 房产的财务报告和预算（一般三年财务报告和一年预算报告）
- □ 房产的租赁报告
- □ 房产的资产评估报告
- □ 房产的工程报告
- □ 地震报告和保险
- □ 大风和洪水保险

商业房产抵押贷款的信用风险大小主要是由两个因素决定的：

（1）贷款违约的可能性（概率），主要由贷款的收入贷款倍数决定（DSCR）；

（2）违约情况下损失的严重程度，主要由贷款价值比率决定（LTV）。

收入贷款倍数和贷款价值比率这两个指标是根据预计净现金流

(NCF) 和资本化率(CAP)计算的来。所以，信用评级机构的工作就是对资产的可持续净现金流 (NCF) 和资本化率(CAP)的分析。

在信用评级分析中，除了对每个贷款的信用进行分析外，还要分析资产池的多样性,以判断整个资产池的风险和现金流的稳定性和可预测性。包括对每个房产类别的比例，主要区域的集中度，大额资产所占的比例，贷款年份的分布，特殊贷款的比例等方面的分析。

2、结构分析：

下图是一个 CMBS 交易中各个信用级别的压力测试参数、级别越高，压力测试的参数越苛刻。

信用评级	规模 (百万美元)	违约可能性	损失严重度	净损失	所需信用支持
AAA/Aaa	\$70.00	60.0%	50.0%	30.0%	30.0%
AAA/Aa2	\$5.00	50.0%	50.0%	25.0%	25.0%
AAA/A2	\$5.00	50.0%	40.0%	20.0%	20.0%
BBB/Baa2	\$5.00	39.0%	38.5%	15.0%	15.0%
BB/Ba2	\$6.00	30.0%	30.0%	9.0%	9.0%
B/B2	\$5.00	20.0%	20.0%	4.0%	4.0%
NR	\$4.00				第一损失

四、美国商业地产贷款证券化案例分析

高盛抵押贷款证券 2007-GG10 (GS 2007-GG10) 是金融危机前典型的美国商业地产贷款证券化例子，设计和构架反映了美国商业地产贷款证券化鼎盛时期的特点。

(一) 交易的证券结构

2007 年 6 月，高盛抵押贷款证券信托发行了总额为 75.63 亿美元的商业地产贷款证券，交易名为 2007-GG10，其中超优级证券为 52.94 亿，最低信用支持 30%；中和次超优级证券为 12.76 亿，最低信用支持 13.13%；投资级支持证券为 7.09 亿，最低信用支持 3.75%；非投资级支持证券为 1.42 亿，最低信用支持 1.88%；无评级支持证券为

1.42 亿；X 仅付利息证券名义面额为 75.63 亿。具体结构如下图：

证券级别	发行票面	信用评级	信用支持	优先级/档位
A-1	75,000,000	Aaa	30.00%	超高级
A-2	725,300,000	Aaa	30.00%	超高级
A-3	246,609,000	Aaa	30.00%	超高级
A-AB	72,000,000	Aaa	30.00%	分期付款超高级
A-4	3,661,032,000	Aaa	30.00%	超高级
A-1A	514,000,000	Aaa	30.00%	公寓房超高级
A-M	756,277,000	Aaa	20.00%	中超高级
A-J	519,941,000	Aaa	13.13%	次超高级
B	75,628,000	Aa1	12.13%	次高级
C	94,535,000	Aa2	10.88%	
D	56,720,000	Aa3	10.13%	
E	56,721,000	A1	9.38%	
F	75,628,000	A2	8.38%	
G	75,628,000	A3	7.38%	
H	103,988,000	Baa1	6.00%	
J	94,534,000	Baa2	4.75%	次级 (B档)
K	75,628,000	Baa3	3.75%	
L	37,814,000	Ba1	3.25%	
M	18,907,000	Ba2	3.00%	
N	28,360,000	Ba3	2.63%	
O	18,907,000	B1	2.38%	
P	18,907,000	B2	2.13%	
Q	18,907,000	B3	1.88%	
S	141,802,702	NR	0.00%	
X *	7,562,773,702	Aaa	N/A	仅付利息

* 名义票面
数据来源：Bloomberg

GS 2007-GG10 几个主要参与主体为：

卖方：RBS 格林威治资本，高盛抵押贷款公司，雷曼兄弟，美联银行（Wachovia）

总服务商：美联银行（富国银行收购美联银行后成为总服务商）

特殊服务商：CWC 资本资产管理公司（CWC Capital Asset Management LLC）

受托管理人：富国银行

B 档购买人：CWC 资本（CW Capital）

承销商：RBS 格林威治资本，高盛

（二）基础资产

GS 2007-GG10 的基础资产是 203 个商业房地产抵押贷款。贷款的抵押物包括在美国各地的 355 处商业房产。在证券发行时，这个资产池的平均收入贷款率（DSCR）为 1.14，贷款价值比例为 123.8%。产类型多样性：办公楼的集中度很高，占资产池的 64.8%。

类型	比例	收入贷款比率	市场资本率	初始贷款价值比例	最终贷款价值比例
办公楼	64.8	1.07	8.87	129.1	128.6
购物中心	10.2	1.26	8.93	117.6	115.1
酒店	8.7	1.42	11.6	119.3	113.4
公寓	7.0	1.00	8.3	125.7	122.6
工业	1.4	1.26	9.25	110.3	104.1
仓储	1.3	1.46	10	109.4	105.6
电影院	1.2	1.12	10.25	119.6	109.8
多功能	1.0	1.06	8.25	128.3	128.3
其他	4.5	1.35	8.52	112.9	111.4
综合/平均	100	1.14	9.09	125.5	123.8

为什么 LTV 经常大于 100%?

- 1、CAP Rate(高估资本化率)，导致房产价值下降；
- 2、采用 NCF，不考虑空置房产价值。

贷款的集中度：

最大的五个贷款占资产池的 29.5%，最大的十个贷款占 41.1%。

有五个州占的比例超过 5%，其中以加利福尼亚州集中度最高，为 28.3%；

仅付利息贷款占 96.6%，其中 80.4%的仅付利息期为贷款期。

房产名	类型	比例	收入贷款比率	市场资本率	初始贷款价值比例	最终贷款价值比例
Shorenstein Portland Portfolio	办公楼	9.1	1.2	9.2	132.3	132.3
Wells Fargo Tower	办公楼	7.2	1.0	8.5	132.8	132.8
Two California Plaza (加州二号)	办公楼	6.1	1.0	8.5	134.8	134.8
TIAA RexCorp New Jersey Portfolio	办公楼	3.5	1.1	9.3	125.1	125.1
400 Atlantic Street	办公楼	3.5	1.3	9.0	121.0	121.0
2 Herald Square	地	2.5	1.4	7.5	110.3	110.3
TIAA RexCorp Plaza	办公楼	2.4	1.0	8.8	127.9	127.9
InTown Suites Portfolio	酒店	2.4	1.4	12.0	120.9	112.7
550 South Hope Street	办公楼	2.2	0.9	8.8	128.4	128.4
Harbor Point Apartments	公寓	2.1	0.9	8.3	128.9	123.7
平均值	—	41.1	1.1	8.9	128.5	127.8

(三) 金融危机和交易问题

2007 年金融危机爆发，美国住宅房地产迅速崩盘，商业房地产也紧随其后。随着经济的萎缩，商业房产的价格下降，入住率下降，资产池的贷款的价值比例持续高，收入贷款率不断下降。

从 2007 年 10 月到 2013 年 6 月，原资产池中的二十二个贷款发生违约并被清算，平均损失严重度为 39%，导致一亿九千六百万美元的损失。在剩下的贷款中，31 个贷款经因为迟付被特殊服务商 CWC 资产管理公司接管，总额达 13.48 亿美元，占资产池的 20%。最大的特殊服务资产来自于资产池中的第三大贷款：加州二号大厦（Two

California Plaza)，贷款余额 4.68 亿美元。

（四）证券结构对高级证券的保护

虽然 GS 2007-GG10 的资产池已发生了严重损失,但是 A-1、A-2、A-3、A-AB 保持 AAA 评级,这和采用优次级证券结构设计是分不开的。

GS 2007-GG10 中的 A-1 已全部得到偿付,A-2 也偿付了大部分,A-AB 的分期付款按时得到了偿付,A-1-A 也得到了对应于公寓资产的本金分配;而支持者证券中的 N 到 S 级已全部损失,大部分 M 级也已损失。GS 2007-GG10 中各级证券的偿付和损失情况(截至 2013 年 10 月):

证券级别	利息种类	原发行额	余额 (2013.10)	付款/损失	分配/利率
A-1	Fixed	75,000,000	0	75,000,000	↓ 本金付款
A-2	Fixed	725,300,000	306,544,355	418,755,645	
A-3	Variable	246,609,000	246,609,000	0	
A-AB	Variable	72,000,000	55,428,354	16,571,646	
A-4	Variable	3,661,032,000	3,661,032,000	0	
A-1-A	Variable	514,000,000	446,790,579	67,209,421	
A-M	Variable	756,277,000	756,277,000	0	
A-J	Variable	519,941,000	519,941,000	0	
B	Variable	75,628,000	75,628,000	0	
C	Variable	94,535,000	94,535,000	0	
D	Variable	56,720,000	56,720,000	0	
E	Variable	56,721,000	56,721,000	0	
F	Variable	75,628,000	75,628,000	0	
G	Variable	75,628,000	75,628,000	0	
H	Variable	103,988,000	103,988,000	0	
J	Variable	94,534,000	94,534,000	0	
K	Variable	75,628,000	75,628,000	0	
L	Fixed	37,814,000	37,814,000	0	↑ 损失分配
M	Fixed	18,907,000	2,191,278	16,715,722	
N	Fixed	28,630,000	0	28,630,000	
O	Fixed	18,907,000	0	18,907,000	
P	Fixed	18,907,000	0	18,907,000	
Q	Fixed	18,907,000	0	18,907,000	
S	Fixed	141,803,000	0	141,803,000	
X	Variable	0	0	0	

加州二号大厦的住户情况:

主要租户	信用评级	面积		每平方租金	租约到期日
		(平方英尺)	比例		
Deloitte & Touche (德勤)	无评级	342,094	25.7	15.25	2015.3
PricewaterhouseCoopers (普华)	无评级	160,784	12.1	17.71	2013.5
Aames Financial Corp. (阿梅斯)	无评级	151,561	11.4	22.59	2012.3
Mayer Brown Rowe (美鄂)	无评级	81,411	6.1	20.62	2017.3
Merrill Lynch (美林)	AA-	65,605	4.9	18.25	2013.6

坐落于加州洛杉矶市中心的 52 层办公楼有 1,329,810 平方英尺

使用面积，由于入住率持续降低而无力还款，在 2010 年底被特殊服务商 CWC 资产管理公司接管，并于 2012 年 10 月通过止赎而占有。该大楼在 2012 年底的出租率为 73%，但是随着其第二大租客普华永道会计公司（占 12%）在 2013 年 5 月合同到期而搬出，该大楼的出租率已降为 61%。

还没有违约的贷款中，四十五个贷款被总服务商列入重点观察名单，总额达 28.67 亿美元（剩余资产池的 42.3%），包括第一，第二和第四大贷款（DSCR 在 0.9 到 1.05 之间，LTV 超过 130%）。

GS 2007-GG10 交易抵押房产表现的持续恶化导致了证券的损失和一系列的证券降级：截至 2013 年 10 月，GS 2007-GG10 中除了 A-1,A-2,A-3 和 A-AB 保留了最初的 Aaa/AAA 评级外，其它证券都已经被降级或损失殆尽。其中，中超优级证券(A-M)和次超优级证券(A-J)都被降为非投资级；而大部分还未被冲销的支持证券已经被降为最低的违约级（C/D 级）。

证券级别	发行票面	2013.10票面	初始评级	2013.10 评级
A-1	75,000,000	-	Aaa	Aaa
A-2	725,300,000	306,544,355	Aaa	Aaa
A-3	246,609,000	246,609,000	Aaa	Aaa
A-AB	72,000,000	55,428,354	Aaa	Aaa
A-4	3,661,032,000	3,661,032,000	Aaa	A3
A-1A	514,000,000	446,790,579	Aaa	A3
A-M	756,277,000	756,277,000	Aaa	Ba3
A-J	519,941,000	519,941,000	Aaa	Caa1
B	75,628,000	75,628,000	Aa1	Caa2
C	94,535,000	94,535,000	Aa2	Caa3
D	56,720,000	56,720,000	Aa3	Ca
E	56,721,000	56,721,000	A1	C
F	75,628,000	75,628,000	A2	C
G	75,628,000	75,628,000	A3	C
H	103,988,000	103,988,000	Baa1	C
J	94,534,000	94,534,000	Baa2	C
K	75,628,000	75,628,000	Baa3	C
L	37,814,000	37,814,000	Ba1	C
M	18,907,000	2,191,278	Ba2	C
N	28,360,000	-	Ba3	
O	18,907,000	-	B1	
P	18,907,000	-	B2	
Q	18,907,000	-	B3	
S	141,802,702	-	NR	
X*	7,562,773,702	-	Aaa	Ba3

* 名义面值

总结：

1、GS 2007-GG10 例子证明了证券结构设计的合理性和对信用风险化解的重要性。更证明了基础资产分析的重要性：如果对基础资产的质量表现没有合理的预测，证券结构的设计也就失去了意义；

2、CMBS 债券的风险在于房产收入(NCF)下降导致的 DSCR 的下降，提高基础资产的违约概率，以及违约后损失；

在贷款再融资时点的空置率上升（NCF 下降），以及市场风险厌恶（Cap Rate 增加），导致房地产价值和偿债能力下降对贷款再融资造成的压力。

五、中国商业地产贷款证券化的现状，挑战和案例分析

（一）挑战和优势

面临的挑战：

1、首先，中国的商业地产贷款在“质量”和流动性上有待提高，非标准和统计难特点在中国商业地产贷款上更为突出。银行给房地产开发商以及物业经营商提供的贷款时，在发放标准，合同订立，合约条款和信用评级方面存在很大的差异,总体上没有达到证券化对基础资产在统一性和标准化上的要求。

2、中国商业地产贷款的二级市场还没有达到很好的水平，流动性不够。一个成熟的和可持续发展的商业地产贷款证券化对二级市场的成熟度和流动性有很高的要求，发起人可以通过二级市场购买和积累所需的基础资产，而资产管理人可以借助二级市场对基础资产进行调整和优化，包括购买，出售和替代等。

优势：

1、CMBS 与其他融资方式相比，具有融资成本低、流动性强、产品多元化、对发起人无追索权、增强盈利和表外融资等优点。另外，在政府需要利用收紧银根来整体经济进行调整和控制，但又不想打压到商业地产的发展的情况下，有针对性的对商业地产贷款的证券化进行扶持无疑是一个很有效的措施。

2、从美国的经验看，商业地产贷款的证券化也是处理银行不良

资产的有效工具。美国商业地产贷款的证券化的发展最先是由美国政府处理银行不良资产而真正开始的。

3、从投资者角度来看，中国投资人对 CMBS 这种固定收益类的证券的需求是很有潜力的。从国外的经验来看，CMBS 的购买者主要是一些养老基金、人寿保险、互通基金和对冲基金等机构投资者，它们需要购买 CMBS 这类风险相对较低，收益稳定，期限较长的产品。机构投资者还可以通过购买 CMBS 间接参与对商业房地产的投资，提高投资组合的多样性。

但是，对这个新产品的接受也会经历一个较长的过程。由于 CMBS 是一个相对新而且复杂的产品，中国的投资人可能会因为无法理解和评估其风险而保持观望态度。

(二) 中国商业地产贷款的证券化的政策和法律法规的环境

1、中国目前的信息披露制度不是非常健全，资产和交易的信息的可靠性还有待提高，不利于证券化的实施和操作。

2、商业地产贷款的违约率比较高，其证券化交易需要有明确的权利和义务保障和有效的破产清算程序。

3、中国的税收制度也可能是制约资产证券化的一个原因。怎样避免双重纳税，交易的印花税，相关的红利税和所得税将怎样处理都将对资产证券化进程产生影响。

4、目前中国有关外资投资中国房产的政策在不断变化，这可能会影响到外资进行房地产交易的有效性，收入的汇出也可能会受外汇政策的影响。

(三) 国内 CMBS 和 REITs 相关案例

今天讨论的主题是 CMBS 和 REITs，这两个产品在中国有自己独特的特点，与美国的标准化的操作方式有很大的不同。目前有类似于 CMBS 的交易，是通过信托受益权的模式来完成的；另外中国做的两

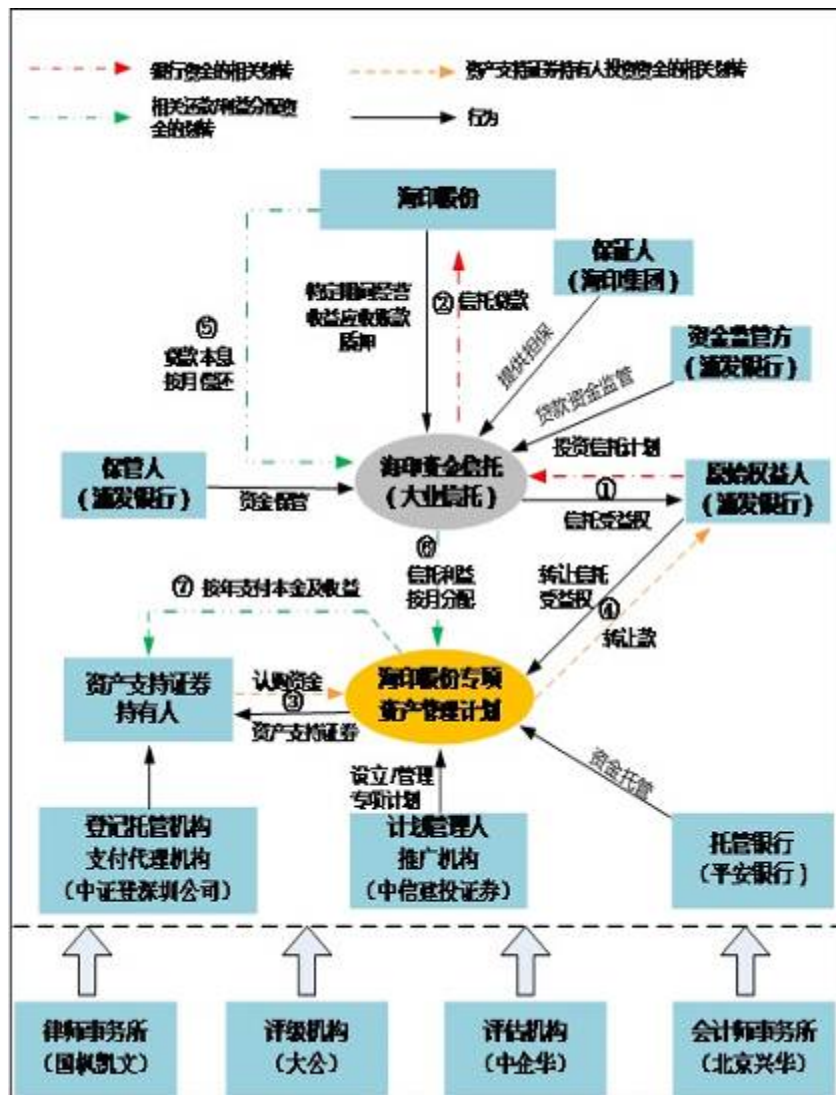
个 REITs 基本都是通过 CMBS+REITs 的方式来完成，大债加小股的，主要目的是为了减少税收成本。以下是国内几个相关案例的总结：

案例 1：类 CMBS（海印股份信托受益权专项资产管理计划——国内首单“非标转标”的 ABS 产品）

2014 年 8 月 14 日，海印股份信托受益权专项资产管理计划成功设立，原始权益人为浦发银行广州分行。本期专项计划的总规模为 15 亿元，其中优先级资产支持证券 14 亿元，分为 1-5 年五档产品，产品评级均为 AA+；次级资产支持证券 1 亿元，由海印股份全额认购。

本期专项计划的基础资产系指计划管理人根据法律规定和协定享有的特定期间的海印资金信托的信托受益权。该信托受益权收益基于信托贷款的质押物，即为海印股份及其旗下运营管理的 14 家商业物业未来的租金及其他相关收入。本期专项计划是国内首单以信托受益权作为基础资产的企业资产证券化产品，是通过资产证券化实现“非标转标”的典型样本。以下介绍海印股份 ABS 项目的具体情况，资料主要来源于《海印股份信托受益权专项资产管理计划之计划说明书》。

1、交易结构



发行总额 (亿元)	15.00					
起息日	2014-08-14					
法定到期日	2020-08-13					
证券分级	优先级					次级
	海印 1	海印 2	海印 3	海印 4	海印 5	次级
规模 (亿元)	2.20	2.50	2.90	2.10	2.30	1.00
规模占比	14.67%	16.67%	19.33%	20.67%	22.00%	6.67%
信用评级	AA+	AA+	AA+	AA+	AA+	无
期限 (年)	1	2	3	4	5	5
利率类型	固定利率					无票面利率
付息频率	按年付息					按年分配制 余额摊还制 资产的 50%
本金偿还方式	到期还本					到期分配本金 到期余额摊还 计划资产

案例 2：私募 REITs (CMBS+REITS) 大债加小股的模式，主要是为了节约税务成本(中信启航专项资产管理计划——国内首单私募 REITs 项目)

中信启航专项资产管理计划成立于 2014 年 4 月 25 日，总规模为 52.10 亿元，投资标的为北京中信证券大厦及深圳中信证券大厦。该基金由中信金石基金管理有限公司管理，退出时，该基金计划将所持物业出售给由中信金石发起的交易所上市 REITs 或第三方。

中信启航针对不同偏好的投资人采用结构性设计，产品分为优先级和次级两类。优先级主要针对类固定收益投资人，收益主要来自物业日常的租金收益，产品退出时分享增值收益的 10%，优先级评级为 AAA；次级部分主要针对权益类投资人，退出时分享增值收益的 90%。以下介绍中信启航私募 REITs 项目的具体情况，资料主要来源于《中信启航专项资产管理计划受益凭证募集说明书》。



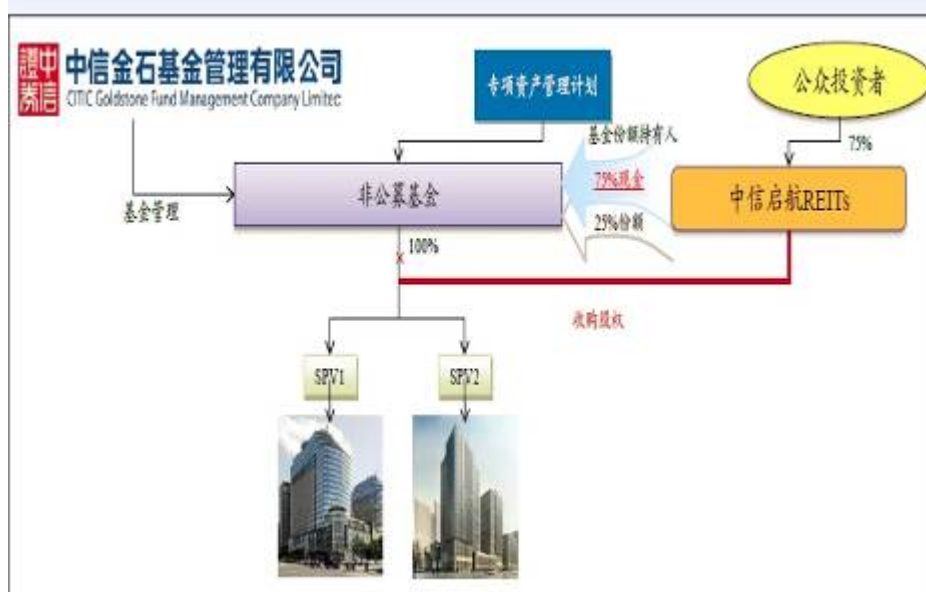
3、产品结构

中信自融专项资产管理计划产品要素		
发行总额(亿元)	52.10	
起息日	2014-4-25	
首个支付日	2014-12-31	
证券分档	优先级	次级
金额(亿元)	36.50	15.60
占比	70.06%	29.94%
产品期限	预期3年,不超过5年(产品有权提前结束)	预期4年,不超过5年(产品有权提前结束)
评级(中债债证)	AAA	无评级
预期收益率(基础收益)	7%	日常收入满足优先级基础收益后的剩余收益
基础收益分配时点	每年最后一个工作日分配,分配金额为完整年度的基础收益 (首年分配金额为产品设立日到12月31日的应计利息)	

退出方式:

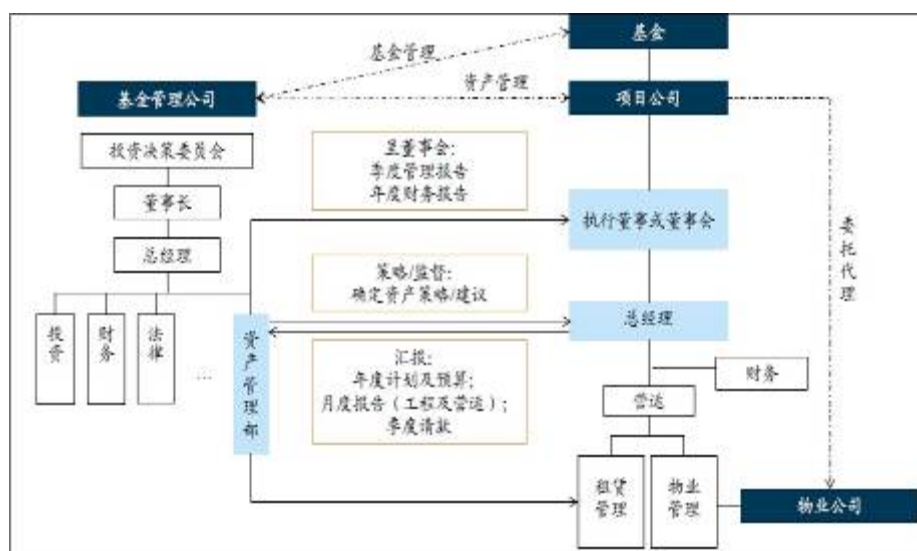
本产品以公募 REITs 方式退出。退出时点,非公募基金将所持物业 100%的权益出售给由中信金石基金管理有限公司发起的交易所上市 REITs。根据当前沟通,对价的 75%将以现金方式取得,剩余 25%将以 REITs 份额的方式由本基金持有并锁定 1 年。在此安排下,优先级投资者将在 IPO 时点以全现金方式全部退出,相应次级投资者获得部分现金分配及 REITs 份额。□

除公募 REITs 方式退出外,基金还可以当时市场公允价值出售给第三方实现退出。投资物业所在北京、深圳商圈的租金及售价在未来五年预计有较好的升值空间,出售给第三方是 REITs 退出方式的重要补充。



资产管理架构：

本次项目设计了比较健全的资产管理架构，有利于在可控风险基础上实现稳健收益。为保证租金定价和资产估值的公允，项目团队引入独立第三方机构对交易的公允性提供充分证据以有效避免可能的不利影响。在未来物业运营和处置环节，基金管理人也将充分利用独立第三方的专业服务机构，将物业管理服务外包并聘请专业资产评估机构进行全面评估。



目前中国 REITs 的最大挑战：税务（土地增值税）、份额（私募的性质）、租金和售价比例低，由于这三个限制，主讲专家在考虑光

伏资产和 REITs 方案结合，美国的 REITs 业务很难完全照搬中国。大概想法如下：

首先，可以仿照苏宁 REITs 做成“售后返租”模式，相当于资产持有人先把光伏项目公司股权所对应的私募基金份额转让给专项计划管理人，基金管理人与资产持有人签署租赁合同以继续经营。中间可以构造委托债权，债权 REITs 和股权 REITs 搭配。即从证券化原理角度是没有问题的。

接下来是实务操作，有三个问题，电力一般是国有资产居多，如果是国企股权转让需要进行资产评估、履行国资委审批流程并履行产权交易所挂牌（可能是形式上的）流程，程序比中信启航或苏宁要繁琐（中信集团只持有中信证券 20% 多股权国有控股没有那么强流程可能稍微简单一些，苏宁是民企龙头不涉及这个问题）。

另一方面是税收问题，项目公司股权转让可能涉及到所得税和印花税，光伏电站不同于商业物业，增值没有那么明显但如果最初是成本法计价的话则建成后价值也可能有所增加转让的话可能会涉及一定的所得税（具体金额需要拿到项目后进行研究），印花税应该规避不了。中信证券和苏宁做私募 REITs 是为了美化报表因此对交了几个亿的税收不是太在意，如果是国企这方面需要设计严密的避税方案。

第三个方面是投资者的认可度问题，由于中信启航和苏宁 REITs 的商业物业处于核心地段且商业物业变现性较强，光伏电站具有专用经营的特点对运营方有资质和门槛要求，未来通过公募 REITs 退出或以市场价格向第三方转让的方式存在较大不确定性（监管上及市场转让环境），产品需要更多依赖于外部担保（比如国企担保）。由于这类资产比较创新尚需要进行深入探讨，对于光伏发电收入直接做成收益权证券化可行性很高，可以发个 10 年期或 15 年期产品（每 3 年或 5 年开放一次降低融资成本），只要最长期限在特许经营或现金流

衰减之前就行。

六、房地产投资信托

房地产投资信托 (REITs, Real Estate Investment Trusts) 是房地产资产证券化的一种,它将众多分散的资金集于一体,并通过专家经营、专业化管理的方式,专门从事房地产领域的开发、买卖、租赁、管理等活动。

(一) REITs 发展的海外经验

1961 年,第一家 REITs 进入美国市场。2013 年 4 月全球 REITs 市值总额共计 11295 亿美元,其中美国是世界上最大的 REITs 市场,拥有 213 只 REITs,基金总额达到 7031 亿美元。全球范围内,美国 REITs 份额占比超过 60%,这个数字需要再验证。

美国立法机构针对 REITs 的发起设立及相关运作都做了严格的规定,美国《税收改革法》对 REITs 的限制性要求:

限制性政策类型	具体限制内容
组织形式	由董事会或者基金托管人管理,并以美国纳税法人公司形式纳税
股权结构	股东人数在100以上,最近半个会计年度内前五大个人股东所持股份不超过股份总额的50%
资产构成	75%以上的REITs资产需以房地产资产、现金及现金等价物、政府债券构成
收入	95%以上的收入需来自股息、利息、租金或资产出售;75%以上的收入需来自租金、抵押贷款担保债权产生的利息、资产出售及投资其他REITs所得收入
红利分配	90%以上的应纳税收入需用于分配,上年超额分配部分可用于抵扣本年应分配股利

作为一个税收中立载体必须要强制分配,REITs 公募的性质会保证其在强制分配的情况下,可以通过不断增发来获取新资产。REITs 大规模发展也需要依赖于相关法律法规的修改。

REITs 按照盈利模式可以细分为权益型、抵押型和混合型：

(1) 权益型 REITs 主要投资并运营地产项目，业务范围包括房地产开发、租赁、物业管理等，收入来源包括租金收入和房地产买卖价差。对于商业地产商而言，引入权益型 REITs 可以使开发者完成开发后将地产资产变现，加快资金周转，而物业则可由 REITs 专业的管理团队管理；

(2) 抵押型 REITs 并不直接拥有房地产物业，而是在不动产抵押的条件下，通过直接向房地产物业所有者发放抵押贷款，或者购买不动产抵押贷款、CMBS，取得不动产抵押贷款债权以获取收益。

(3) 混合型 REITs 则结合了权益型和抵押型两种 REITs 的特点，既参与物业直接投资开发又通过从事抵押贷款投资而获取收益。

三种 REITs 在运作模式、收益来源、投资风险方面有显著差异：

REITs 类型	运作模式	收益来源	投资风险
股权型	投资并运营地产项目，持有物业股权，组合投资，专业化管理	租金、服务费用收入，地产升值	收益稳定性弱，风险更高
抵押型	向地产商直接发放抵押贷款(信托贷款)或向银行购买抵押贷款债权及CMBS	利息收入，CMBS价值变动	正常情况下收益更稳定，风险更低
混合型	购买物业股权并运营，直接发放抵押贷款，购买抵押贷款债权及CMBS	股权型和抵押型REITs的结合	风险适中

股权型 REITs 给予投资者享受租金收益和商业地产升值收益机会，逐渐成为美国 REITs 市场的主流方式。2012 年底，美国共有 5,444 亿美元余额的股权型 REITs，而抵押型 REITs 只有 590 亿美元，平均每只基金的规模也不到股权型的一半；混合型 REITs 则几乎可以忽略。

(二) 中国 REITs 发展的挑战

首先，税收障碍：在美国，REITs 无需缴纳公司税，而 REITs 投资的房地产也属于免税资产。而中国，在 REITs 方案的重组过程中，因物业交易将产生相当多的交易税费，且由于 REITs 主要涉及物业的出租，房地产税的缴纳也将不可避免。

另外，在现行规定下 REITs 投资者还需要纳所得税。如中信的（CMBS+REITs）混合型结构，大债加小股，租金收入比不足，资产池的创新，租售比不足，主要在于土地，刚刚讲到了 Solar Asset，免税载体的强制分配呼吁放开 REITs 的公募性质。

其他问题包括：

地产项目产权障碍：国内很多房地产项目即使在竣工后都未获得产权证，不能满足 REITs 对房地产项目必须具备完整业权的要求。另外，部分地产项目将大产权分割成小产权出售给业主，增加整合产权的难度，使具备经济效益的房地产项目无法通过 REITs 上市融资。

复合型人才缺乏：REITs 跨越房地产市场和资本市场，需要既懂得金融投资，又熟悉房地产的开发和投资运作，还要有一定的法律知识的人才。这样的复合型人才在中国并不多，需要经验的积累和跨业的培养。

最后两个是比较容易解决的问题。

七、问答环节

Q1: 在美国发 REIT 是个 SEC 监管的 IPO 过程。在国内发 REIT 是否会走同样的路？

A1: 我想应该类似，个人想法，载体，税收，功能三位一体，这个载体应该需要有特别的税收处理方式。

Q2: 感谢分享。一点个人看法，国内一线商业地产 cap rate 很多低于基础利率，导致 cap rate spread 为负值，股权型 REIT 可能

近期比较难发展起来。

A2: 是的。国内证券化发展有三个问题：技术、市场、环境。技术最容易，市场问题最核心其实就是副利差，环境如税务等。

第 64 辑 (2015.3.10)

美国长期国债投资的个人经验分享

【主持】

巴曙松教授（北京大学汇丰金融研究院执行院长）

【主讲嘉宾】

王川，1987 年考入中国科技大学少年班，1993 年获得罗切斯特大学材料硕士学位，1994 年获得乔治亚理工学院计算机硕士学位，2008 年曾在加州大学伯克利分校金融工程硕士班学习。1994 年底开始在北加州硅谷地区工作至今，经验跨越软件设计，房产融资，股票，债券和高科技初创公司天使投资。2002 年成立房产融资公司 Marvel Financial，累计成交近三十亿美元的房产贷款。王川现在专注个人投资，公众号 investguru，他希望以微信公众号为依托，建立投资社区和平台。

在整理纪要的过程中，我们发现，这次专题讨论引发的争议十分激烈，观点分歧也非常大，这也正是我们组织此类专业讨论的目的之一，就是希望通过不同专业背景、不同经验的专业人士的交流，增强我们对金融体系的理解和把握能力。王川先生强调自己的讲座主要是基于个人投资者身份的经验，一些在大型金融机构的专家则可能持明显不同意见，因此本次报告更有趣的是可以提供一个引发讨论的专题，具体的结论需要不同机构站在不同角度进行具体分析。

一、个人投资经验分享

美国七十年代末国债利息大幅上涨，到 81 年八月三十年国债利

息一度超过 14%。长期债券的市场价值一度缩水将近一半。这段经历给当时的这一代人心理上留下深深的痕迹，使得人们对通货膨胀和持有长期债券有一种莫名的恐惧。

和许多债券投资经理交谈，一提起长期债券，无息债券，(zero coupon bond) 他们的反应通常是“风险太大，无息债券内在杠杆太大。”许多基金经理看衰美国长期债券，大举卖空，但过去三十多年卖空美国长期国债的路上，无数基金经理尸横遍野。日本国债也是类似情况。

长期债券的回报主要在于长期利息的下降。打个比方，你如果买了一个 30 年期的国债，利息 5%，如果突然长期利息降到 4%，那么你马上就会有大约 15% 的回报。如果利息下降是在一年的过程中慢慢实现的，那么你还有债券本身的一年的 5% 的利息，总共回报大约 20%。

还有一类债券叫做 zero coupon bond，中文翻译为“无息债券”，如果你买了这个 30 年期的 zero coupon bond，利息从 5% 降到 4%，你的回报将会达到 33%，再加上一年的 5% 的利息，实际回报达到 38%。

具体债券价格计算可以参见著名投资家 Gary Shilling 的书，“The age of deleveraging”，第 430 页的表格。根据 Gary Shilling 的计算，从 1981 年开始，如果持有 25 年期（注意不是 30 年，30 年的回报应当会更高一些）的无息债券，并且每年不断置换成新的 25 年期的无息债券，那么截止到 2010 年，年平均回报大约 18.8% (ok not yet 20% but we are close). 同期标准普尔指数回报大约 12%。

国债的风险比股票小很多，但 30 年来年均回报要比股票高出将近 7%，这应当也是投资界许多人不知道的，让人大跌眼镜的秘密。

截止到 2015 年一月十六日，美国 30 年国债利息降到 2.44%。2014 年一月一日到 2015 年一月中，30 年无息国债回报大约 61%。2011 年 30 年无息国债回报大约 59%。2008 年 30 年无息国债回报

大约 54%。有句古话：“三年不开张，开张吃三年”，这很有点道理。

主讲专家认为，美国长期国债的利息会不断起伏，但大的趋势持续走低，除非发生不可预见的 **major geopolitical event**。对于美国长期国债的利息会持续保持低位的原因，主讲专家认为美国许多公司的杠杆非常高，各行各业 **excessive capacity** 非常厉害，另外全球化和移动互联网又使资源共享更容易方便，大家工作效率空前地提高，许多行业几乎看不到通货膨胀。

以后随着通讯技术继续进步，大家都向这个方向发展，高速路上车流至少减半，餐馆的生意也会变少，能源需求还会下降，但工作效率只会更高。今天通过微信群交流，就比以前大家坐在一个会议室讲话要要高效地多，几乎不会消耗任何实体资源。可以预见商业房地产包括写字楼，零售店等等的需求长期增长会低于其他经济点，甚至会萎缩。总体看，全球通缩的趋势还会继续。

长期来看，美国国债利息还会降到多低？主讲专家认为，日本和欧洲的现在，就是美国的未来。甚至短期局部的负利息也是可能的。实际操作上会看到，当联储局做 QE，**expand balance sheet** 时，导致更多钱涌入 **corporate bond, stock market**，所以长期利息会暂时上升。但当 QE 结束，或者开始 **taper**，也就是 **defacto tightening** 时，长期利息反而回落。这个周期，实际上 2010 年 QE1 结束，2011 年 QE2 结束，2014 年 QE taper 后都见到过。

2003-2007 年由于美国的影子银行 **shadow banking system** 制造了很多虚假的信贷，导致股市房市繁荣，但 07 年随着联储局不断升息，紧缩，导致次贷泡沫破灭，然后长期利息迅速下降。1998-2000 年美国高科技泡沫，也一度导致信贷扩张，30 年长期利息超过 6%，但随着联储局加息，高科技泡沫破灭，三十年国债利息从 2000 年三月一直不断下跌到 2003 年六月才见底。

什么样的情况下长期利息会上涨呢？主讲专家认为，必须要有下述条件中的一个满足：

1. 美国公司和个人的 **leverage ratio** 要大幅度下降，房市平均 **loan to value ratio** 大幅度下降，**home equity** 大幅度增加。这样给未来 **leverage up**，信贷增加准备好条件。这必须要许多公司和个人破产，把坏账消掉才可以实现。目前看来政治上几乎不可能，因为经济稍微有点萎缩，美联储就会继续重启 **QE**，然后多出的流动性又会产生经济上的 **excessive capacity**。

2. 美联储不再信守 2%的通胀目标，而是在通胀超过 2%之后继续大规模 **QE**。

3. 再出现类似于次贷一样的金融产品，通过影子银行大规模扩大信贷，导致 **massive credit expansion**。

现在这些因素都没有看到。美联储基本上还是说到做到，信守 2%通胀目标，而不是像某些阴谋论者号称印钞会导致 **hyperinflation**。

如果真的象七十年代那样，长期利息超过 10%以上，那怎么办？主讲专家认为，首先，不会有 **permanent loss of capital**，只是暂时 **mark-to-market** 价格下降。即使是七十年代末八十年代初那种情况，过了两三年市场价格很快又回来了。

第二，如果真到那一步，股票的下跌幅度可能比债券还有大。许多公司举债成本大幅度攀升，甚至无法举债，纷纷破产。这又为下一波长期利率下降打下基础。

第三，美国建国两百多年历史，长期利息超过 10%的情况只有七十年代末那么一次。两百多年，大部分情况下，长期利息一直在 6%一下。七十年代末的情况非常特殊。

关于投资，有个简单的做法，大部分时间睡觉，练练太极拳，资金放在短期国债里，挣个 0.5-1%的利息。平均每隔三年有一次长期国

债的机会，抓住这个机会，获得 30% 的回报，不要用任何金融杠杆，然后继续三年不开张，开张吃三年。可以超过大部分债券投资经理的长期回报。

对于中国国债市场，主讲专家认为从理论上来说，随着中国经济增速放缓，长期国债利率应当也会下降，购买长期国债应当也会有不错的回报。

二、问答环节

Q1: 如何控制长期回报的中短期回撤风险？

A1: 不可能完全控制。因为是个人的投资，我不用金融杠杆，不借钱买债券，所以不着急。绝对值来看，30-yr yield 如果在 4% 左右，风险不是太大，就像 2013 年底时。我不为他人理财，所以短期波动，对我无所谓。

Q2: 如何选择进出时机？需要量化模型还是只是对宏观预期的研究？

A2: 一般如果 fed 开始收紧，而长期利息处于相对高位，可以考虑入场。当然这里面还有些 nuance 和我的个人经验。

Q3: 历史上高位都是相对的，我们现在站的点是高还是低，长期看比较清楚，中短期没有那么简单。

A3: 个人觉得由于 fed 定了 2% 的通胀目标，如果长期利息达到 4%，就属于偏高位。

Q4: 随着人口老龄化加重，直接影响储蓄率和金融产品结构，进而导致持续的低利率，比如先是日本，然后是欧洲。你如何看人口老龄化与利率水平？

A4: 人口老龄化，这个问题我没有详细研究。我觉得最主要的问题是科技进步导致各行各业的 excess capacity. 一个人干活，可以养更

多的人。移动互联网，使得很多服务难以涨价。

Q5: 随着绝对利率越来越低，虽然仍有周期机会，但未来预期回报率是否也越来越低？

A5: 目前还不是问题，但是说的有道理。

Q6: 欧洲和日本当前情况，长债投资价值如何？

A6: 我不会碰欧洲和日本。美国国债利息比那两处都要高不少。

Q7: 不碰欧洲日本债券，似乎越来越是共识，那么传统欧日的投资者会转向美债，从而产生重大影响吗？

A7: 目前美债收益比欧日还是要高不少，所以还没有重大影响，但肯定还是有的。

Q8: 预计“一带一路”基础设施融资资金需要高达 8000 至一万亿，这些中长期资金需求估计更多需要通过债券市场，但亚洲普遍债券市场不发达，你有什么好的建议吗？

A8: 我对债券政策这块不熟。但是如果政府债券有抵押，法律完善，可以保护投资者利益，作为买家我会有兴趣。就怕实际操作上，债权人利益无法获得保障，而被 wipe out.

Q9: 对长久期资产的投资需要看长期价值，以短线方式获取差价是时机选择范畴，不确定较大，需要你这样的人。

A9: 这是我个人风格，对大多数资产管理者不一定合适。

Q10: 30-yr zero coupon bond 没有任何 convexity, 在 IR 尚低的环境下未必是好的投资。

A10: 对，看什么价位。但看熊债券价格，过去三十年一直是主流观点。但此观点一错再错三十多年。

Q11: fed 升息后，IR volatility 一般才会触底。

A11: 我个人认为 fed 不太会升息，即使升息，也会很短暂，然后 backoff, 因为升息会影响 corporate bond 的融资成本，对股市也有

冲击，我们拭目以待。

Q12: bell weather swap 50yr 也有很长的久期， swap market 市场大小是国债的十倍。

A12: 这个似乎是投行 Barclay 的产品，有 counter party risk。2008 年时投资银行自身难保，但同期三十年无息国债回报大约 60% 左右。

Q13: 2008 年美国国债有回报 60% 吗？

A13: 2008 年初，美国三十年国债利息 4.35%，年底降到 2.69%，你可以大致估算一下如果一个 29 年期的无息国债，一年以后变成 28 年期，同时利息下降了，会升值多少。2008 年 vanguard 有推出一个久期大约在 25 年多的无息国债的 etf，代码 EDV，从一月二十八日开始交易，到年底总共涨幅超过 50%。

Q14: 94 年联储局迅速上调利息， on-the-run zero coupon bond 下跌 47% 左右，到时候 zero coupon bond 没有 bid，你不一定撑得住。

A14: 我没有 leverage, I don't care about mark-to-market, 因为我 最坏会 hold to maturity, I will not suffer any permanent loss of capital, 可以放在那里不卖。晚上会睡得很香。而且你说的回调似乎是最大的幅度，最坏的情况。我操作上一般分期分批入场。所以这种回调的最坏情况对我来说不会幅度那么大。

Q15: 许多单个 zero coupon bond 市场存量相对较小，有的只有六十亿美元。

A15: 对，这个对大的机构投资者，操作上有一定挑战。但如果只有几百万，几千万美元的散户，影响不大。而且我不是频繁交易。

Q16: 这些 zero coupon bond 的波动性太大，是股票的三倍，risk adjusted return does not make sense.

A16: 我觉得我们看问题的参照系不一样。We can agree to disagree.
波动并不等同于风险。

第 65 辑 (2015.3.17)

美国个人消费信贷和证券化

【主持】

巴曙松教授（北京大学汇丰金融研究院执行院长）

【主讲嘉宾】

胡大鹏（贝莱德集团 MD）

一、美国个人消费信贷市场简介

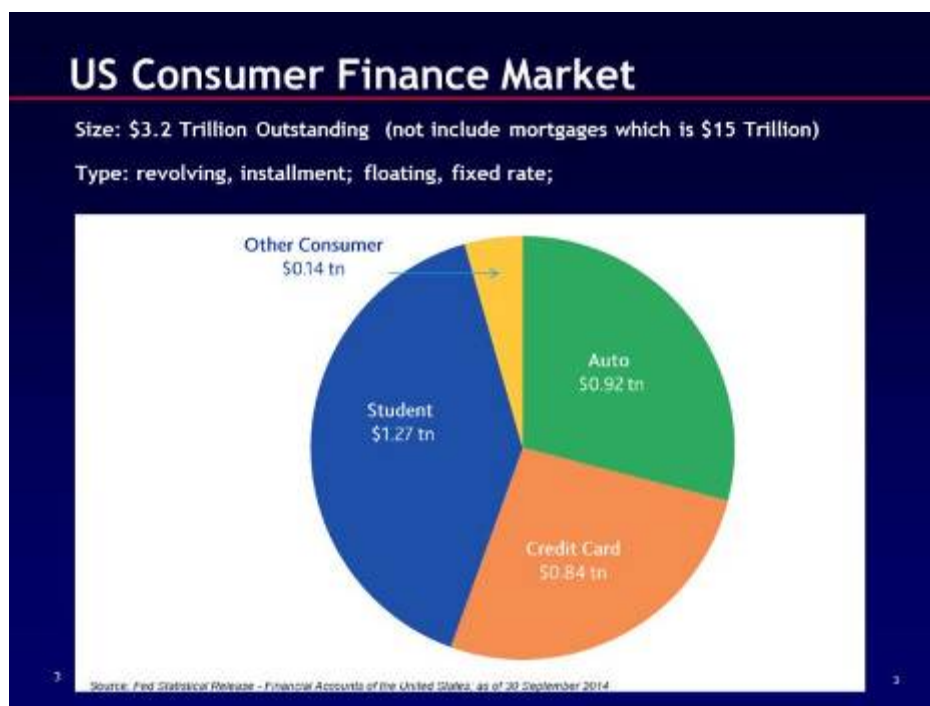


图 1 美国消费借贷市场规模

美国个人消费金融非常发达，这个市场的总规模目前有 32 万亿美元。主要的种类包括学生贷款、信用卡、汽车贷款以及其他贷款。总体来看，个人无抵押消费信贷贷款在美国市场中占比不大，但是这个业务已经有百年历史；为什么现在又突然热门起来了呢？主要因为：

1) 随着技术进步，P2P 平台以高效和低成本的优势冲击了传统上的个人信贷业务；2) 证券化，传统个人消费信贷公司在 P2P 平台新技术的冲击之下，开始尝试一些证券化。

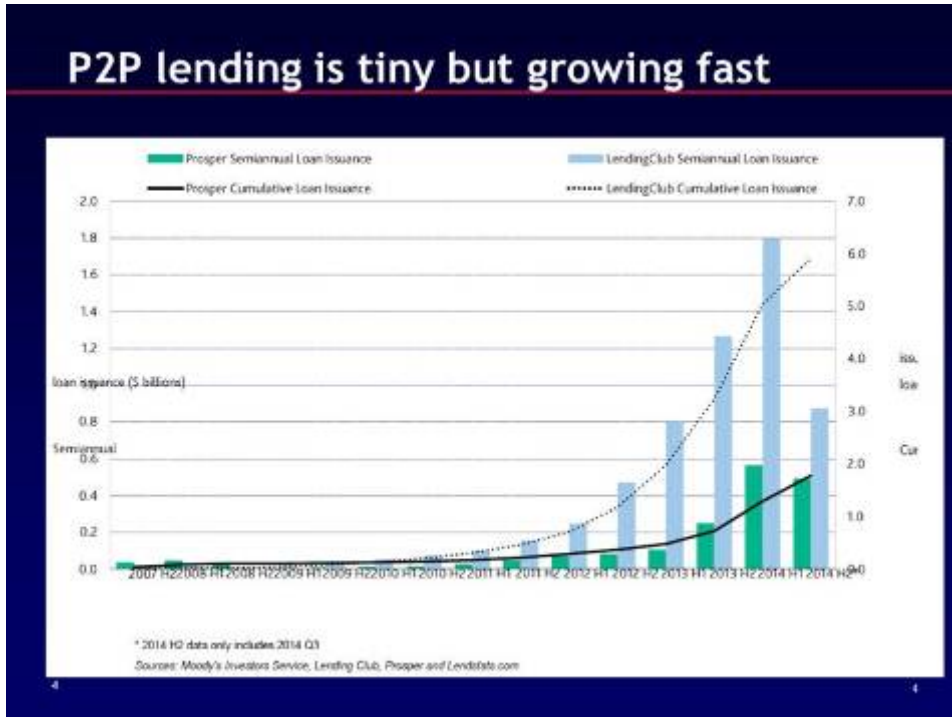


图 2 P2P 借贷的发展态势

如图 2, 可看出虽然 Prosper 和 LendingClub 累积的贷款规模还不小, 但是发展非常迅速, 近乎于零的边际业务成本令 P2P 平台非常有竞争力。从借款金融来讲, 一般从 1000-20000 美元; 从贷款人的信用上来看, 一些贷款人信用资质不佳, 借不了房屋抵押贷款, 只能借次级贷款或高利贷。

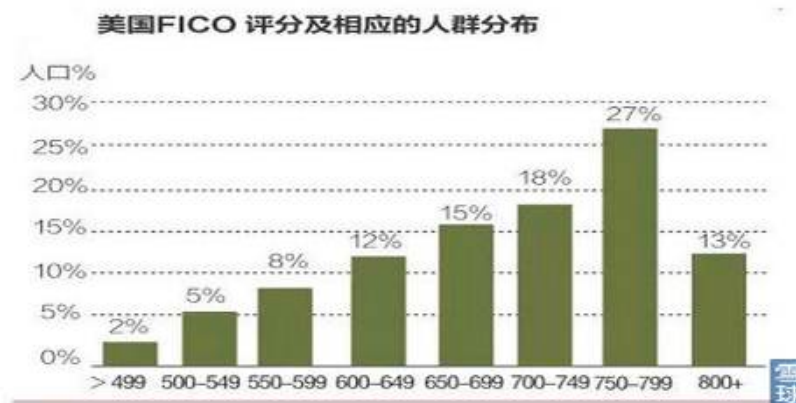


图 3 美国居民信用分数的分布情况

如图 3，信用得分 700 分以下的人应该无法通过抵押贷款买房的审批。这部分人群是个人信贷的主要借款人，他们的借款渠道很少。另一方面，从贷款用途来看，大部分个人信贷用途是个人耐用消费品、牙齿保健、旅游、房屋修缮等。主要的贷款机构，传统上来讲是社区银行、金融公司等。在贷款审批方面，线下的贷款机构需要见到贷款人、调查信用分数、提供报税单等资料、面试等，从审批手续上相对比较严谨；线上的贷款平台，手续相对简单很多，主要用到的方法就是查阅信用分数。有一些 P2P 公司逐渐开始用大数据建模以及社交网络的资料支持审批过程，但是主要还是依赖信用分数，也最有效。

二、从宏观角度看个人消费信贷的市场需求

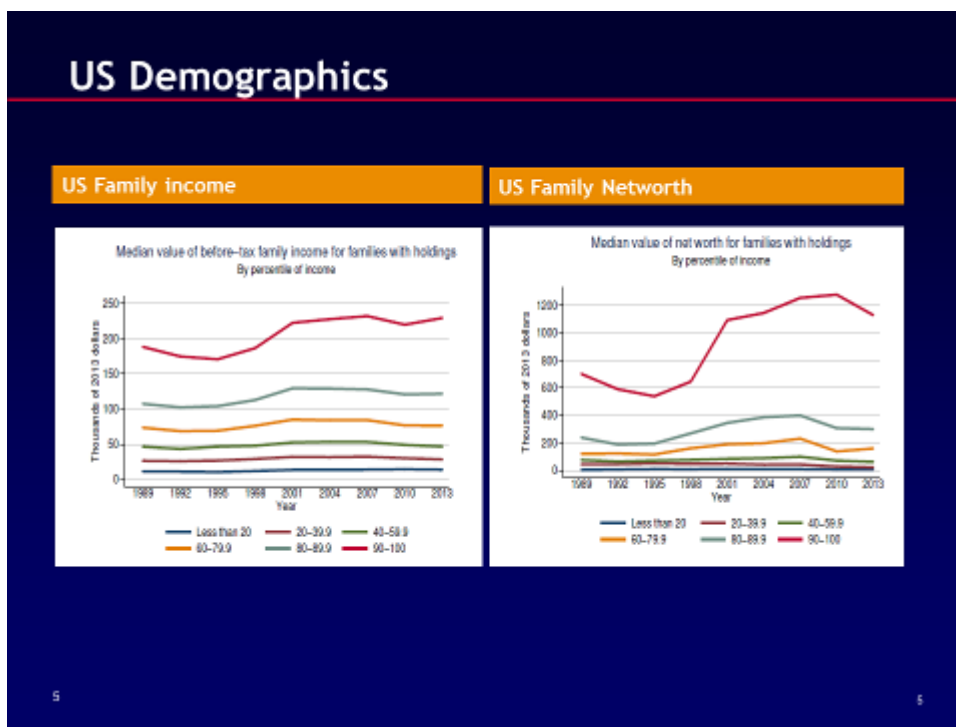


图 4 美国人口收入与家庭净资产情况

总体来看美国的贫富差距相对不大，80%以下的家庭收入在 8 万美元以下，90%以下的美国人低于 40 万美元，所以说美国人虽然收入高，但是存款较少。可见，美国消费者存钱较少，借钱非常方便。



图 5 美国有个人贷款的家庭分布情况

如图 5，90 年代以前 20%-25% 的人都在借个人信用贷款，但是 90 年代开始这项数据下降了。这是因为美国房地产贷款从 90 年代开始推出了房屋贷款，因为有抵押，所以利率比个人消费贷款低很多。从年龄分布来看，65 岁以上的人群中借个人消费贷款的较少，未退休的人群中基本都有 12%-15% 的有个人消费贷款经历。

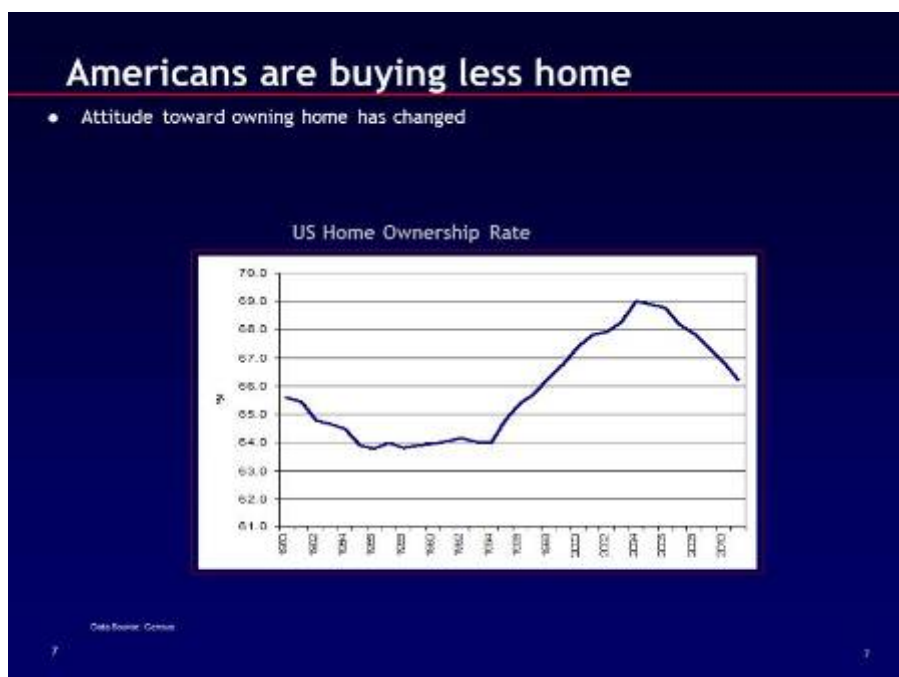


图 6 美国房屋自有率在金融危机后一直下降

近几年一个新的趋势是美国家庭在去杠杆，但是主要集中在房屋贷款。如图 6，美国房屋自有率在金融危机后一直下降，已经下降到 80 年代的水平。所以买房少了，更多的人去借个人消费贷款，这几年个人消费贷款的增长很快，逆势而行。此外，随着美国经济复苏，美国消费者信心增加了。

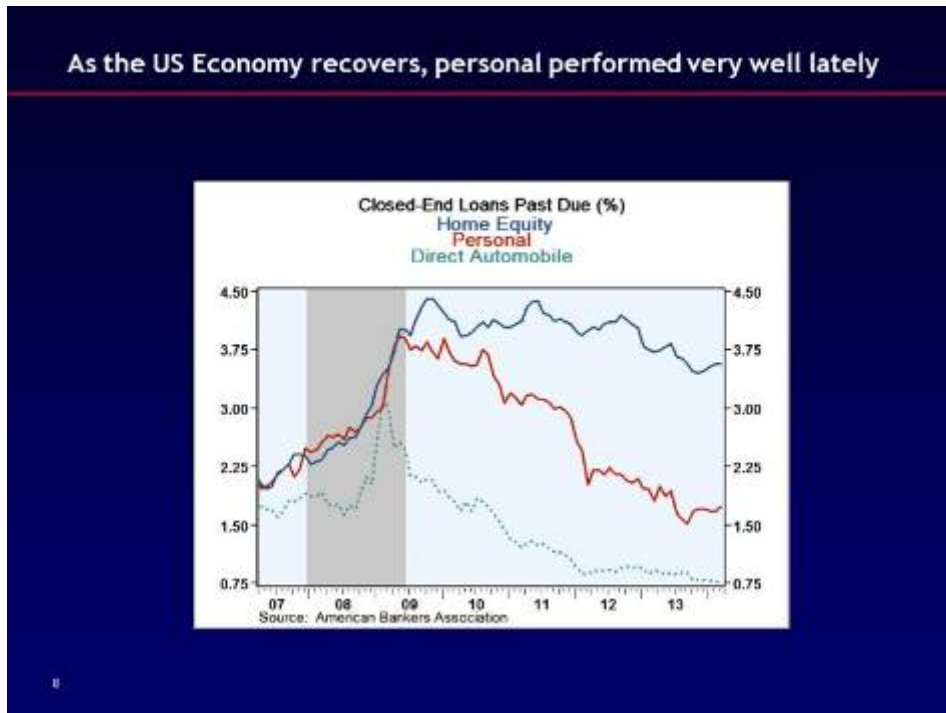


图 7 个人消费贷款违约率大幅下降

如图 7，个人消费贷款违约率大幅下降，已经降到了历史最低水平。由于汽车贷款有抵押，所以汽车贷款的违约率最低。主要归功于股票市场和就业市场，刺激了消费者信心上升。违约率下降后，对贷款人有很大的鼓励作用，有效收益升高了很多。

三、个人消费贷款证券化和投资回报与风险

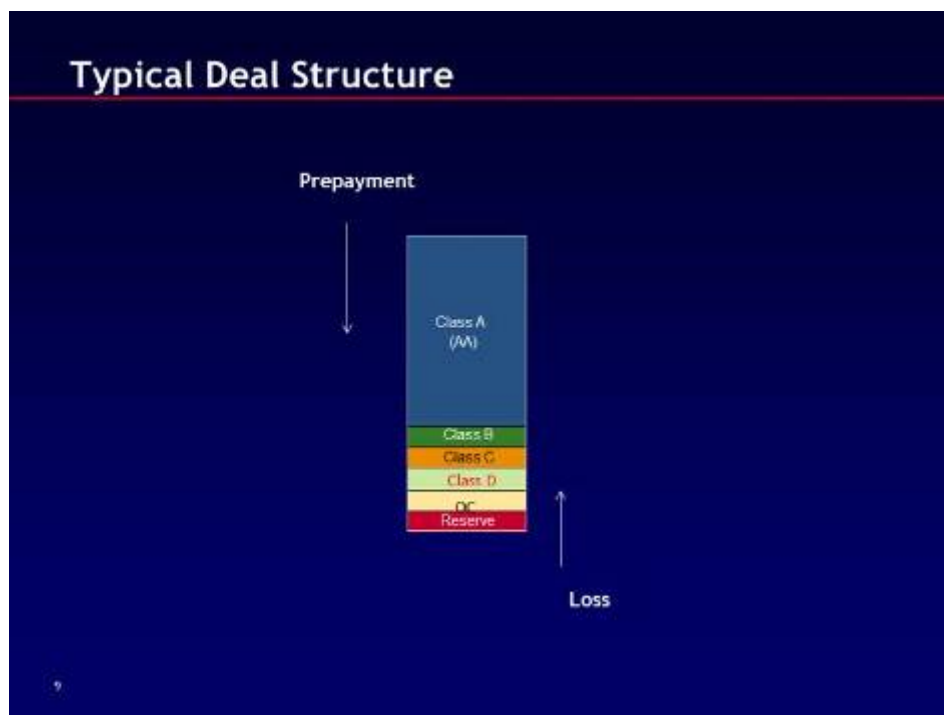


图 8 典型的资产证券化结构

个人消费贷款资产证券化的第一笔业务是在 2013 年。最近美国消费者保护局 CFPD 对银行制定了很多制约条款，所以银行在这方面的业务发展并不灵活。个人信用贷款与信用卡有些类似，但是证券化的机构有很大不同。由于信用卡是有大银行发行，所以通过大银行本身的信用作为担保，购买信用卡证券化产品时不用太担心违约风险，只关注提前偿付风险就可以了。对于个人消费贷款，无论是线上还是线下的公司，都是独立的金融公司，没有足够的资本，只能通过结构化来提供信用增级（Credit enhancement）。一般产品分为 Class A-D，会有一个 Over collateralization，贷款的金额要比债券发行的金额要大。此外还有 Reserve account 的结构。如果有提前还款，会从 Class A 提取；如果有损失，会先从底层进行支付。

Deal Comparison: Traditional vs Online

Deal	SpringLeaf Funding Trust 2015-A			Consumer Credit Origination Loan Trust 2015-1		
	% of Pool	CE (%)	Rating	% of pool	CE (%)	Rating
Class A	74.5	26.5	AA	77.5	23.5	BBB-
Class B	9.0	17.5	AA	12.5	11	BB
Class C	6.2	13.3	BBB	5	6	NR
Class D	5.3	8.5	BB			
OC	7.0	1.0		5		
Reserve	1.0			1		

图 9 交易比较：传统公司 VS 线上公司

从传统公司 SpringLeaf 这个交易来看，分为 A-D 层，Class B 应该是 A，而不是 AA。AA 有 75%，25% 是信用增级。对照来看，线上公司 Prosper 的产品结构中，评级很低，最高才是 BBB-，是投资级中最低的。从信用增级来看，Class B 的评级比 A 还要高，这主要是因为评级机构对产品的怀疑态度。虽然线上 P2P 公司名声很大，但是历史很短，数据比较少，没有经过危机的考验。由于最近几年消费者信用比较好，即使评级并不高，但是由于价差（Spread）比较高，所以卖的很好，在路演时就已经有十倍的 Over-subscribe。

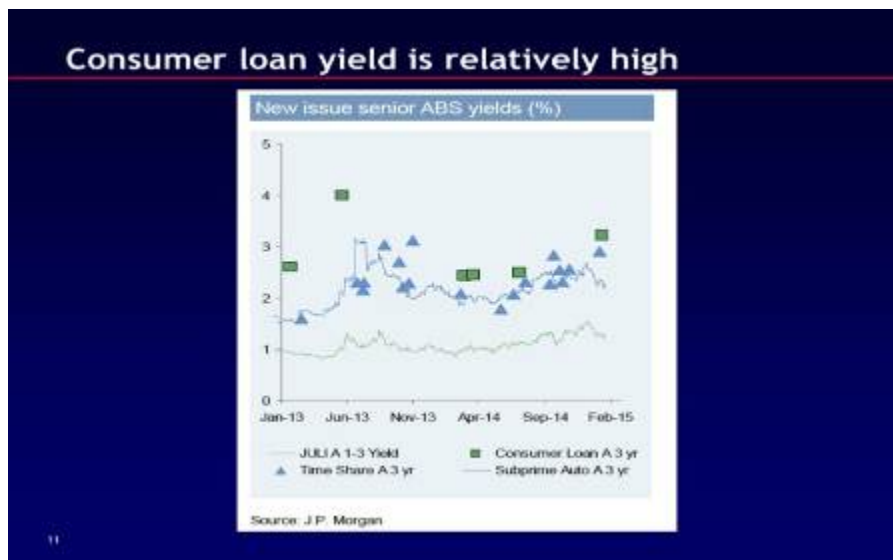


图 10 个人消费贷款收益率

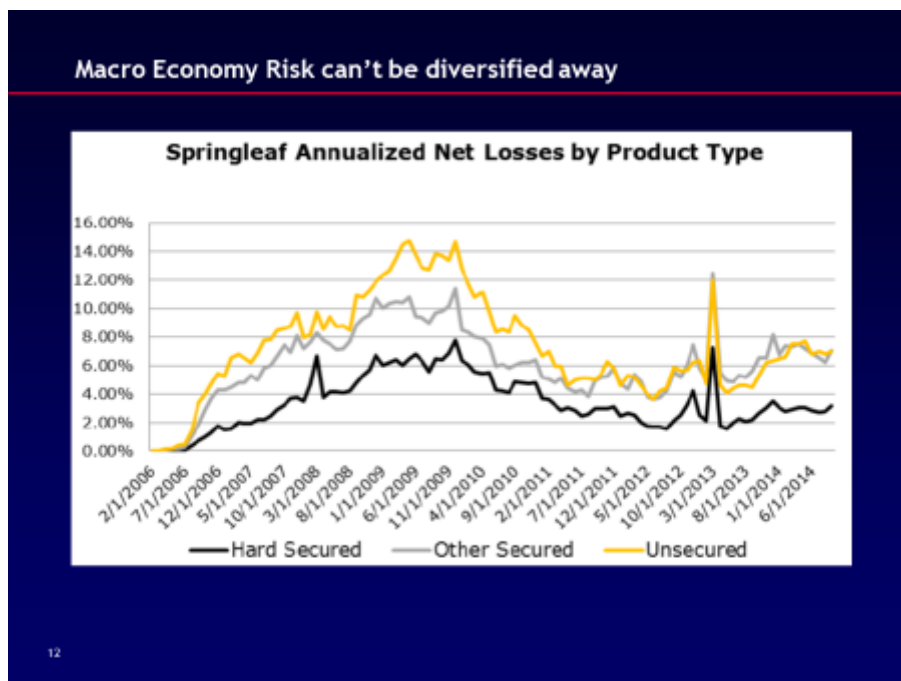


图 11 个人消费贷款的历史违约率和损失率

线上 P2P 平台的历史比较短，所以用传统公司 SpringLeaf 作为一个参考。SpringLeaf 有三种产品：Hard Secured（理论上用消费品做抵押），Other Secured（有其他担保人等），Unsecured。线上 P2P 公司没有 Hard Secured 产品。2014 年无担保贷款的违约率还较低，在 4% 左右。但是看 2008-2009 年，损失率高达 14%。另外，宏观经济带来的风险，是不能通过增加持有的贷款笔数被分散的。每个贷款之间

的相关性其实是很大的，违约很大情况下是由于失业和消费者信心造成的。

个人消费贷款的审批标准，一般分为 A-E，A 是信用分数至少在 720 以上，B 也是信用比较好的。E 是信用非常糟糕。不同的信用等级，相应要求的利率也不同，A 的比较低 8%，D 和 E 一般在 20% 或以上。所以审批放松有两种方式，一种是信用分数标准不变，但是增加了 D 和 E 的量，令更多的消费者能够借款，每个级别的利率和审批标准不变；第二种就是将每个级别的信用级别标准降低，这样危害性比较大，对投资者的潜在影响很大。

四、问答环节

Q1: 目前黑石的 Prosper deal performance 如何？与预期符合吗？

A1: 比预期还要好些，主要是因为失业率下降了。

Q2: 目前净损失率已经接近 2007 年的水平，外加每股已经连续牛市六年了，有什么需要注意的吗？

A2: 主要是现在等级 E 的量增加了，这个等级在 2007 年时是很少的。确实风险很大，但是失业率还在进一步下降。

Q3: 对于目前国内 P2P 频繁出现问题，您怎么看？

A3: 中国没有个人信用记录，征信局的记录大多是高端人士，八成的 P2P 借款让你没有征信数据。所谓的大数据优势其实根本用不上，美国也有人试图用大数据建模，但是不很成功。经历过这一轮的洗牌之后，才能看到经历一个小周期后的可持续的商业模式。

Q4: Prosper 的 reps 很弱，那么投资人如何保护自己呢？

A4: 用高利率。关注 Risk adjusted yield 更加合理。另外我们的证券化产品 Credit enhancements 很高。

Q5: 中国国内关于网贷优势的宣传之一，就是可利用大数据等

工具创新信用风险评估方法，比传统金融方法更能够实现信息对称，风控效率更高，成本更低。但是美国的网贷公司似乎仍以社会征信系统为主控制信用风险，与传统金融雷同。这是因为美国公司技术能力不够，还是有关创新在实践中尚不能证实有效、所以国内宣传只是纸上谈兵甚至是“忽悠”呢？

A5: 美国这边在探索如何利用大数据，但是目前还只是利用大数据的存储和分析技术，没有用到社交媒体和非结构化数据。有很多所谓用大数据只是泛指用统计分析而已。从统计分析建模方面美国个人信贷或投资人都是一定要做的。目前都是利用 Fico 信用评级和其他个人征信指标。

第 66 辑 (2015.3.24)

互联网金融的草根观察和创业体验

【主持】

巴曙松教授（北京大学汇丰金融研究院执行院长）

【主讲嘉宾】

陈恳（梧桐理财网 CEO）

一、互联网金融的宏观观察

来自 3 月 22 日新闻联播的数据，2014 年新上线的 P2P 平台就有 1228 家，P2P 年末贷款余额超过 1000 亿。128 家众筹平台覆盖了全国 17 个省。通过 269 家支付机构，在 2014 年，仅手机移动支付就发起了 45.24 亿笔业务，总金额 22.59 万亿元，同比分别增长 170% 和 134%。这是一个快速增长的行业。

1、互联网金融的大周期和小周期

如果简单进行一个历史的类比，个人认为，以 30 年的周期看，互联网金融类似 30 年前的温州鞋。发端于草根，早期毁大于誉，最终预期还是市场力量夺得天下。看的是进步和市场的力量；

以 15 年的周期观察，互联网金融类似 15 年前电子商务。从 B2B，再到 C2C，B2P，再到支付宝，不断迭代，不断升级，最终成大气候。看的是互联网+的力量；

以 5 年的周期观察，互联网金融类似 5 年前的团购。猛然崛起，千团大战，一地鸡毛，最终到 O2O 闭环，形成壁垒。看的是模式和团队的力量。

因此，看中国互联网金融，不同的眼光长度，看到的风景不同。是不是要有一个更长的眼光，客观讲，也许需要更大的视野。

大平台和小平台之争，谁最后会胜出？大平台做不了小平台的事，大象踩不死蚂蚁；小平台要长大，需要有大平台的格局。

2、为什么互联网金融在中国特别有前途？

过去：金融抑制，没有足够好又多的服务；金融分割，民间和传统金融各有各的地盘，民间和官方利率差距巨大。

现实：客户越来越接受（甚至喜欢）互联网金融的方式，未来的消费人群是互联网人群，80后，90后和00后，一定会告别银行柜台、券商营业部和保险代理人。即使面对支付的瓶颈，平台跑路的风险，客户的迁移是无法逆转的趋势。同时金融本身可以没有物流，仅有现金流和信息流，最有可能实现由实入虚的互联网转换。

未来：如同温州鞋的发展历程，最终国有的鞋厂可能在竞争压力下会倒闭，虽然金融有其行业的特殊器，但是市场趋势应当是如此。

3、什么是互联网金融？互联网金融的主战场在哪里？

互联网金融在中国像亚马逊丛林，物种特别丰富。仅用单一概念，例如P2P、普惠金融等都无法涵盖。

互联网金融可能是互联网+存、贷、汇，以及社交和大数据金融。存是指理财（债权资产，固定收益）或者投资（股权资产，浮动收益），以及众筹；贷是指各种融资需求，以及资产变现（再融资）；汇包括支付、搜索和征信等；社交金融和大数据金融是最有潜力的地方，属于移动互联网和互联网数据创造出的新生态和新机会。

互联网金融的主战场是利率市场化和资产证券化，前者抢的是银行的生意，后者抢的是证券的生意，前者做的人人数多，后者做的人规模大。

此外，还有一个主战场。很有可能，挖矿的没有赚到钱，而是卖

水的做大了。平台策略和生态策略可能分到最大的蛋糕。

4、互联网金融是互联网，还是金融？

这是一个没有标准答案的斯芬克斯之谜，如果是互联网，其最终的格局是赢家通吃；如果是金融，则可能是百花齐放。

个人的感受是，一个平台的早期是互联网能力，需要快速获取客户；中期是金融能力，不能出资产的风险；长期是两个力量的合力，最终形成一个物理的四边形。

目前观察，在中国的市场上，互联网金融主要有四种人。一种人在做贷款，一种人在卖资产，一种人在流量变现，一种人在坐吃资源。

5、互联网金融企业取得大成功的三个方向猜测

高频、社交和大数据。高频是基本需求；社交是生活方式的变化，比如微信；大数据创造有竞争壁垒的新产品和服务，比如京东白条；现在的大数据，未来都是小数据，从未来的巨大发展空间看，现在积累也不迟。

6、互联网金融和传统金融的相向而行

互联网金融是由虚入实，传统金融是由实入虚。

个人的感受，同业业务，股票业务可拿的钱越来越多，越来越便宜。但是，实体企业可拿的钱越来越少，越来越贵；一有风吹草动，几乎都是釜底抽薪。

互联网金融和传统金融相向而行，反而创造出机会。

7、互联网金融是推高了利率，还是减低了利率？

表面看，互联网金融的利率是高的，但是并不意味着推高了利率。

短期看，互联网金融将民间利率（月息 2-3 分）显性化，民间利率原来一直就是高利率；长期看，市场的竞争会显著降低利率，助推利率市场化。同时，如果央行 2015 年开放资本项下的管制，海外便宜的资金可能就会进入，可能会进一步加剧这一过程。

因此，个人认为，互联网金融的利率市场化的商业机会是短暂的，资产证券化的商业机会是长期的。

二、互联网金融的行业观察

接下来是行业部分，尝试去理解这个行业的几个问题。

1、为什么 2015 年坏账和跑路的比较多？

第一，市场主体鱼龙混杂。好人和坏人都很多。

第二，目前观察看，高息、自融、输血房地产，三大病灶。

第三，重流量，轻风控的任性做法撞了南墙。

第四，小贷资产，担保风险爆发。

2、如何看待流量平台转型做金融？

第一，几乎所有的流量平台都希望做金融。

第二，流量+资产全链条的模式，对于流量平台很重，风险很大。所谓新浪模式不得不转型。

第三，流量+强担保模式是目前最具爆发的做法，比如招财宝和陆金所。

3、如何看待金融机构做互联网金融？

第一，需要解决左右手互博的问题。就像苏宁转型电商一样。

第二，需要解决持久激励的问题。尤其是国企降薪之后，如何吸引人才。

第三，需要解决持续创新的能力。互联网是充满荆棘的长跑，一时领先不可能一世领先，上了这船就下不来了。就像如果微信是另外的一个团队，腾讯会怎么样一样，包括阿里等巨头在内，都无时无刻不面对新团队和新模式的竞争。这就像非洲草原的奔跑，永不停歇。

还有一种状态，金融机构如果没有长久战略，至少可以选择被互联网收购。从而市场出现，由互联网领头的金控集团。

4、互联网金融下半场的特点？

互联网金融上半场的特点是拼爹、拼胆和拼快。拼爹是解决信用背书问题，拼胆是解决卖什么的问题，拼快是解决如何获取客户的问题。

下半场以上是不够的，互联网的残酷在于，客户不一定有粘性，上半场教育的客户，被下半场的收割。典型的比如余额宝。

下半场要拼慢和拼实，实现模式的平稳转型。拼慢是解决客户经营和客户黏度的问题，拼实是解决资产安全的问题。

三、互联网企业的经营观察

1、互联网金融企业的经营理论

关于互联网金融企业，各种说法不少，例如，有风论，猪论，粉丝论，以及羊毛出狗身上熊买单论等，这些概念深入人心，但是，个人认为创业者不能被其忽悠。

创办企业，带领团队，如同寒窗苦读，无耕耘，无收获。

但是，有几个道理，个人认为可以探讨：

第一入口论，金融是客户的入口，只有持久经营才有未来。

第二富士康论，互联网金融企业最需要成为精细化经营的典范。同时只有精细化经营，才能活得下去，粗放经营基本没有前途。所以互联网金融注定是一个苦活累活。

第三跨界论，真正改变行业的不是行业专家，而是来自行业外的菜鸟。比如改变出租车行业的不会是出租车公司，而是来自滴滴和快的的外来客。

2、互联网金融企业主要的经营瓶颈是什么？

第一是支付成本高。

第二是PC端流量垄断，获取流量的成本高企。但是，移动端的

流量碎片化，依然有低成本获取的机会，不过，需要精耕细作。

3、互联网金融产品的升级？

从宝宝类的货币市场基金升级到固定收益产品，组合资产，以及各种众筹。

4、互联网金融企业与线下人海战术？

商品、服务和金融，是互联网逐次改变的行业。商品部分催生电子商务，服务部分催生 O2O，金融部分催生电子商务和 O2O 两种形态的结合。前者满足较低客单价，广域服务，人数众多，标准产品；后者满足较高客单价，分众服务，人数有限，非标产品。

如果错位，例如用人海战术去服务中低客户。这种模式，短期有效，长期失效。因为其类保险的高额佣金体系和金字塔组织本身就是互联网应该去打破的。

5、互联网金融企业的微笑曲线？

互联网金融存在微笑曲线，一端是流量和客户经营，一端是资产和风险控制。

但是互联网金融的微笑曲线可能还有第三极，就是这个大底部，底部成为“数据+平台+生态”，最终形成大价值。

以上为企业部分的观察。如果说互联网金融企业的根本是什么，个人认为根本还是对于人的经营，一方面是让客户体验好；一方面是把团队经营好，激发团队的能动性和创造力。互联网企业的经营是一场长跑，最通透的状态是取势，明理，得道，人人参与创造。

四、问答环节

Q1: 关于互联网金融，很多人现在的心态还是觉得投资要保本，你觉得这个心态在未来会有改变吗？

A1: 人之常情。但是客户知道，出了风险可以报警，不会上访。

Q2: 现有的互联网金融中，仅仅把民间借贷搬到网上的，大概占多大比重？

A2: 感觉和中小企业的现象类似。主体数量众多，规模占比 3 成左右。因为几个大平台，几乎是海量的吸纳能力。

Q3: 互联网信贷业务，是否应基于大数据分析？包括社交媒体如何在这里发挥作用？

A3: 目前市场的风控思路，长枪大刀都有。除了几家支付数据沉淀的平台，基于大数据或者社交的运用实战案例不多。

Q4: 做为互联网金融，是利用互联网的便利性获得更多的资产重要，还是获得更多的投资者重要？您怎么看？

A4: 目前看，还是线下资产，线上资金多。

Q5: 做为金融机构，如何利用互联网获得更多的更好的生息资产，还得向大数据靠拢。

A5: 赞同，数据有价值。

Q6: 我昨天见的一个 P2P 公司 80 后创始人。公司 100 人，50 人线下找项目，50 人线上团队，风控洞门大开。

A6: 常见现象，但是两线作战，成本太高。

Q7: 按照目前的资金成本，低风险的业务很难有利，所以风控水平与能力决定生存和发展。大数据运用形成过程其实是个大规模淘汰过程。

A7: 倾向同意您的观点。

第 67 辑 (2015.3.31)

历史，将怎样看今日之中国

【主持】

巴曙松教授（北京大学汇丰金融研究院执行院长）

【主讲嘉宾】

林义相，天相投资顾问有限公司董事长兼总经理，法国巴黎第十大学经济学博士，天相投资顾问有限公司董事长兼总经理，曾任《证券法》、《证券投资基金法》起草组顾问。

一、对中国目前一些经济与社会现象的理解

我思考这个话题的起因是我观察到的一些现象，让我很困惑，很迷茫，很矛盾。我怎么也想不通其中的逻辑和道理，但这些现象却实实在在地反复地发生着。不识庐山真面目，只缘身在此山中。我尝试着跳出天天见到的、听到的、读到的并纠缠于其中的人和事，试图从历史发展的过程来看今天的中国。或许，这样可以给我一些新的视角，一些新的思考，可能帮助我认识身在何处，身处何境。无从猜测后人在写中国历史的时候，会怎样描写我们活过的今天。但是，从经济发展的历史来说，几乎可以肯定，我们活着的、我们活出来的是非常重要的章节，必是浓墨重彩书写。在此我谈一点个人的意见和看法，不代表任何机构，仅供大家参考讨论。

这一章的主题是什么呢？我想，很可能是中国经济的再次起飞，或者是中国经济的现代化，以及，与此相关所引发的方方面面。我们今天碰的正是这样的方方面面。如果借用经济制度的用词，我们所生

活的很可能就是中国再次资本主义化的过程。“再次”，是指1949年中断以后，1980年代重新开始。

关于资本主义这个词，对于今天的西方各国来说，与一百多年前的情况就已经很不一样了，与马克思批判的资本主义也很不一样，与我们从历史书上读到的几百年前原始积累时候的资本主义更有天壤之别。我对资本主义的简单化的理解就是个人的权利，包括个人对于其人身和财物的权利，能够得到法律的认可和保护。个人的人身权利，才有雇佣劳动，个人的财物权利，就是财产所有制。与此相对的是封建主义，其最重要特征是，普天之下，莫非王土；率土之滨，莫非王臣。

尽管在改革开放的过程中，坚持共产党的领导，坚持社会主义，但不可否认，与此同时，个人的权利得到了更多的尊重，人身的权利，尤其是体制外的人的人身更加自由了，个人的财物，从改革开放前的几乎为零到了目前的大量的私人财富的积累，乃至私人巨富的出现。正是主要从这两点来说，这是中国再次资本主义化的过程。

如果说这是一个再次资本主义化的过程，那么我们所处的就是一个资本原始积累的过程。说是“原始”，是指从无到有，从小到大的过程。说是“原始”，同时意味着，规则、方式和结果等方方面面的原始，说白了就是一定意义上的丛林规则，弱肉强食，社会鸿沟。

更进一步，我认为可能不仅仅是资本的原始积累过程，而且是更广泛意义上的私人财富的原始积累过程。私人财富的原始积累，比私人资本的原始积累更加不择手段，更不公平，更加血腥，这是因为，资本还有资本的一些规则和属性，而财富就是钱，除了钱，没有其他的边界和底线。

当然，这不是一个单纯的过程，也不是一个线性的过程。原始的冲动与理性、公平、正义交织在一起，由此我们就可以看到很多矛盾

的现象，以及人们，包括政府、舆论等等对于很多现象的矛盾的评论和判断。

从社会运行和私人财富积累的规则来看，有几种因素同时在其作用：

- 1、从改革前延续下来的意识观念和规则，
- 2、不论白猫黑猫让一部分人先富起来而释放出来的人的逐利本性，
- 3、社会的承受能力，
- 4、在第三方眼中的评判。

从改革前延续下来的意识和规则，一直占据着主导的地位，但按照这些规则，不可能有私人财富的积累，因此，现实不按这些规则运行，这些意识和规则在现实中表现为“立法过严、违法普遍、执法必松、法外特权”。

不论白猫黑猫让一部分人先富起来的逐利本性的释放，这是中国改革开放 30 多年经济奇迹以及相当多的问题的原始动力和根源，私人财富的原始积累，主要是在这样的意识和规则下形成的。

社会的承受能力，主要指社会财富的分配的失衡状况，这是在私人财富积累过程中必须考虑的一个界限，或者说是约束条件，一旦突破这个限度，私人财富就无法继续其积累过程，积累起来的财富也可能无法继续保有。

这几个因素在不同情况下所起作用的相对大小会有所不同，应当说，从大方向上看，是在朝着好的方向发展。但是，在私人财富原始积累的过程中，法制肯定是不健全的，这有一个逐步规则的过程，公平正义只能时隐时现，并且要看对谁。因此，我们可能要懂得接受现实中的好的和不好的东西，尽可能向着好的方面努力和推动，一味的否定并不一定是理性的，也不一定会有好的结果。

如果我们承认这是一个原始积累的过程，就相当于承认了很多我们本来不愿意承认的东西，我们就没有理由在参与原始过程的同时，要求一个成熟理性的社会。马克思说，“资本来到世间，从头到脚，每个毛孔都滴着血和肮脏的东西”，个人认为，今天中国的大部分私人巨富也不可能是完全干净的。在西方原始积累的过程中，我们常常听到对“羊吃人”的谴责，“羊吃人”是因为纺织业在当时最有利于资本原始积累才发生的，如果不是纺织业而是房地产业，一定会发生“房吃人”的现象。只是，我们生活在文明进化了羊吃人几百年以后的今天，我们知道房地产的暴利会造成房吃人，但我们怎么能够不预防、不制止房吃人呢？

今日中国，在房地产、在资本市场上的私人巨富，以及与金融体系、乃至一般性地与国有企业联手形成的私人巨富，与权力相关，特别是与政府投资、政府采购、行政审批等相关而形成的私人巨富，几乎可以肯定，其中的相当部分都不是清白干净的。

即使看起来最为干净的私人财富，比如 IT 和互联网创业企业形成的私人财富，在它们达到一定的程度以后，也不可能保持出生时候的清白与干净。因为，当他们形成巨大的财富的时候，就可能会有其他原始积累的人以原始的方式，从他们这里获取原始的财富。他们除了要么自己变成原始或者被原始同化，要么被原始吃掉。我不能肯定没有仅仅因为勤劳、运气或者冒险而实现的私人巨富，但可以肯定这样的私人财富可能比较少，并且，它们一定越活越艰难。个人的观察看，他们要么自己变成原始或者被原始同化，要么被原始吃掉。

在这个过程中，循规蹈矩、技术至上的企业经营理念或者个人的规范职业理念不容易积累巨额的私人财富，幸运的是，随着经济的发展和市场化程度的提高，收入的增加和生活的改善是可能的，并且确实实现了。个人的观察，这是大多数中国人的状况。

但是，这样的人是无法实现财富的原始积累的。那些能够不择手段把他人的财富变成自己的财富的人，逻辑上讲就可能反对法律保护他人的财富。这里说的他人，包括政府的，也包括个人的。

我们当然注意到了国有资产的保护好像非常有力，但是，那些打着保护国有资产旗号的人中，不乏以此把国有资产保留在自己的控制之下，以便于在其自留地上把国有资产转变成他们小团伙的私有财富；还有另一些人，他们自己没有办法或者没有机会把国有资产变成自己的私人财富，他们一定是极力主张保护国有资产的。但是，近期打掉的老虎和拍掉的苍蝇显示，被侵害的最厉害的财产，其中之一，可能就是国有资产。

只有当掌握着社会规则主导权的人群意识到，以非法方式积累私人财富获得的好处少于被其他人（或者社会）非法剥夺而遭受的损失的时候，才有可能推动保护私人财产的法制建设，实现依法治国。当然，从历史发展看，一些优秀的大政治家是例外，他们有历史使命感，有理想的追求。

一个社会历史过程的设计者、推动者、主导者和控制者，我把他们简单化地称作“有权者”。有权者肯定是这个历史过程的积极参与者。中国改革开放过程的“有权者”，最初期形势不明朗的时候，最积极的参与者是有权者。中国的改革是一个稳步推进的渐进过程，政府在这个过程中拥有绝对的权威，政府官员们在目前的政治制度下可能是适度地或者过度地行使着政府的权力。如此，随着改革逐步深化，风险和收益逐步明朗，政府官员和国有经济的控制者们成为改革过程中的“有权者”。

但是，一般而言，有权者一定要从这个社会历史过程中获得比其他社会群体更多的利益，不论他们所宣示的理想是什么，有多么崇高。个人认为，从特定角度看，所谓维稳，在维护老百姓避免动乱灾难的

同时，维护着有权者的权力地位以及与此相关联的巨大利益。

社会稳定和持续发展的必要条件是权力结构与财富结构在总体上的协调，只要这样的协调没有达成，那么这个社会的结构要么调整，要么动荡。不论什么人执掌权力，对于老百姓来说，能够让他们的生活更好的执政者，就是好的执政者。反正，老百姓的财富始终是处于从属地位的，有权者的财富总是与其权力相对应，主导着社会的财富结构。

1949 年以来的中国社会的权力结构与财富结构之间的关系的调整和演变。打土豪分田地，取得了政权。但打天下的人，从他们个人来说，是没有财产的。不如呆在家里的农民，分得了田地，不如城市里的居民，至少也还有一些私产。顺利成章的续集，是剥夺有产者，所以就有了集体化，就有了社会主义改造。

激情可能会创造奇迹，但这样的奇迹难以持续。中国 30 多年前的改革开放，起因于国民经济处于崩溃的边缘。极其糟糕的国民经济，是因为不可维持的财富结构。当时的财富结构的问题是，全国人民几乎无人拥有私人财产，这一点不符合人的经济本性；有权者相对于老百姓而言，虽然因为他们借助府的一些权力并因为政府的财产而具有一定的优势和优越感，但由于没有私人财产依然得不到满足。

这样的权力结构与财富结构是不合理的，也是不协调的，改革由此成为必要。人性是永恒的，只有符合人性的，才是可以持续的。改革过程中的权力结构与财富结构进行协调的基本逻辑是：谁参与改革，谁先获得改革带来的好处；谁在改革过程中的权力越大，谁获得的利益就越大。

由于改革是一个有风险的过程，从机会成本的逻辑可以解释中国改革依循了“从边缘到核心”的路径。权力结构和财富结构的改革，都如此。先是农村，后到城市；在城市中，先是（返城知情等）无业

人员、投机倒把分子、劳改犯等以及“官倒”等在流通领域开始改革；接下来是亏损的集体企业和国有中小企业，改革的主导人群是这些企业中的管理层；再接下来是一般性的国有中小企业，改革的主导人群是国有企业领导以及一些政府官员；最后才是国有大型企业乃至垄断央企，改革的主导人群是掌握国家经济和行政权力的中高层领导，并且，后来的级别越来越高、权力越来越大。改革中获得的利益，从一开始的“万元”（户），中间经历过千百万，再到后来的亿万，直至近期暴露出来的“巨富”和巨贫。

改革到核心的时候，权力结构中就涉及到高权力阶层，财富结构中就涉及到了事关国家和社会的根本利益。如果核心层面的权力结构与财富结构是协调的，那么继续改革就不再必要，更不是迫切的了，否则，核心层面的权力和利益的改革就是难免的。既然是核心层面的，我们可以想象利益争夺之巨大，同时，核心权力与核心利益交叉在一起，就很难将公权力排除在利益纷争之外，公器私用的风险也是难免的。如果在一年多以前，这些都是猜测的话，这一年中爆出来的打老虎的许多实例，证明这样的逻辑推理是成立的。

这是私人财富的原始积累过程。既然是一个原始的过程，就无法避免原始的特征，以原始的方式攫取的，就有可能甚至应当以原始的方式被剥夺。那些以原始的方式攫取权力和利益的人，从整体上来说，也会以原始的方式维护他们的权力和利益。如果拘泥于以想象中的未来正常的方式，其结果很可能是原始的胜过文明的，就像一群强盗拿刀枪杀人，被杀者拿法律来抵挡一样。

中外的历史证明，在巨大的利益面前，法律、道德、文化等等往往都会显得苍白无力。至少在这个过程的前期和中期都会如此。我们只能寄希望于财富积累的中后期，法律、文化和道德等等才会慢慢地取得其应有的位置，并且逐步发挥越来越大的作用。

一个文明人，或者自认为受过文明熏陶的人，在丛林中，看到老虎吃羊鹿，能心安理得吗？如果面临自己被老虎吃掉的时候，还讲动物保护和选择文明的方式自卫吗？我相信，在今天，一些人就可能面临这样的矛盾。

回到开头的话题，我思考这个话题的起因是我观察到的一些现象，让我很困惑，很迷茫，很矛盾。这就是我个人对矛盾的解释。

二、中国现阶段私人财富积累的特征分析

我们可以从历史书上读到，西方的资本原始积累是通过殖民掠夺、羊吃人、血汗工厂、赶尽杀绝印第安人等方式实现的。这些原始积累方式，对于现阶段的中国来说，要么需要改头换面，要么就根本不适用。大家很容易区分，哪些是改头换面后在中国依然发生的，哪些是中国的特色。

中国私人财富原始积累的特色来自于中国的政治经济制度特点。虽然不方便直接描述这些制度的特点，我们可以从有些现象的描述和接下来的分析中找出这些特点。

中国私人财富积累过程可以说几乎是从零开始的。那时候只有公有财产，为了便于描述，我们就借用习惯了的国有资产的说法。国有资产是中国私人财富积累的最重要源泉，只有极少数的私人巨富不是从国有资产起家的，并且在此后持续积累的过程中，越有能力获取国有资产的人，其私人财富的积累速度越快，积累的规模越大。如果有例外，也是极个别的现象。

国有资产在政府的控制之下，政府官员行使着政府的权力。因此，个人的观察是，离政府越近，与政府官员的关系越密切，私人财富的积累就越快、越多。我们可以理解，巨大的私人财富和财富集团，常常是围绕着权力集团和政府官员而形成、发展。

权力控制的资源，除了直接的经济金融资源之外，权力的审批同样控制者巨大的资源。简政削权，同样是反腐，是比打老虎拍苍蝇更深一层的反腐。

个人观察，中国有一些在台面上很活跃的富豪，但更多的富豪确实隐形的，越是隐形的富豪，越是真富豪。

私人财富积累的另一个途径是把社会财产“漏出”到私人腰包。这里所说的社会财产泛指非个人所有的财产，比如说公司（特别是由多个互相独立的股东组成的公司）的财产可以被认为是一种形式的社会财产。个别股东或者公司内部控制人把公司的财产“漏出”的私人腰包，这也是私人财富积累的重要方式。

在充分相信绝大多数老百姓的财富积累，是正当的、合理的同时，个人认为，把国有资产“漏出”到私人腰包，是中国迄今为止的私人巨富积累的十分重要、有效的方式之一，把社会财产“漏出”到私人腰包的积累方式还不是私人巨富积累的主要方式。

但是，随着市场经济的发展和社会财富的积累，保护社会财产、保护公司法人财产、保护股东利益，对于促进投资、推动经济发展、维护社会公平和稳定将发挥越来越重要的作用。

国有财产和社会财产都是集聚起来的财产，私人财富的积累是把这些集聚起来的财产“漏出”到私人腰包。垄断行业集聚财富的逻辑是“买路钱”逻辑。

我们在小说里面经常读到：“此山是我开，此树是我栽，要从此路过，留下买路财”。如果某些人凭借某种权力以某些方式占有某个山头，并且把大家都赶到这个山里，必须经过这个路，同时在这个路上设关卡，在关卡上收费，这样就可以收到很多的钱。收费项目越多，收费标准越高，收到的钱就越多；聚山头、开路、建关卡、设收费项目、定收费标准的权力，就是聚财的权力，就意味着财富本身。开路

条、免交买路钱的权力，也自然有了价值，也是财富的某种对等物。

一个个山头都在收买路钱，头目们根据地位高低、权力大小、胆子大小和贪婪程度不等等分钱，小喽啰们在收取买路钱的过程中，也会冒着风险（有时是杀头的风险）把收来的买路钱占为私有。海陆空三路全收，江（水路）山（陆路）有钱，雁过拔毛。我们到处都会碰到关卡，到处都要付钱，没有付买路钱的地方，就很难通过。人们在自己的地盘上设卡收费，形成灰色收入；到别人的地盘上，被人卡住，要富买路钱，很不爽。所以，个人观察，似乎人人都在抱怨，人人都在逼着别人抱怨。

我们可以设想一幅图画来形象地描述以“漏出”方式积累私人财富的情景：

在社会大地上竖着一个大桶，有很多的吸管以这样那样的理由和权力从大地上吸取油和水，桶上装有一些水龙头，有几只黑手控制着这些水龙头，决定着把桶里的油水放给谁、放多少、怎么放、何时放。在这些黑手上面，还有一只手在控制着它们。吸管的多少和大小决定了桶里油水的来源和数量，同时也意味着大地承受榨取的程度和被吸走的油水的多少。“漏桶”现象使得雨露不再滋润万物，被水龙头浇到的地方会泛滥，浇不到的地方即没有烈日暴晒也会干旱。

私人财富的原始积累，在一定的程度上扭曲了我们正在经历的伟大时代，在某种意义上导致了“改革成果的个人化，改革成本的社会化”。如此积累起来的私人财富及其影响，渐渐成为社会无法承受的重压，需要某种方式的纠正。目前看来，私人财富至少看面临着如下几种风险：法律风险，制度风险，政治风险，社会风险，经济风险和市场风险。

权力结构与财富结构的基本对应的转换是平稳过渡的必要条件，而这两个结构的形状及其相互关系将决定着它们的强度、力量和生命

力。个人观察，西方资本国家已经进入了第三个阶段的成熟期，但是，资本主义社会会不会像有些理论预期的那样发展到第四阶段，即财富独霸、决定一切呢？我觉得有可能，但也很不一定。

西方资本主义国家在完成了肮脏、龌龊和血腥的原始积累之后，再经历了数以百年记的痛苦摸索、折腾，演变至今，似乎已经成为当今人们公认的相对“好”或者相对“不坏”（让我们模糊地理解好坏这两个字吧）的社会。至少，他们有很多的经验教训值得中国借鉴。

个人观察，中国没有避免，至今也不完全知道如何避免私人财富的原始积累过程。但我们能否吸取前车之鉴，在面对和接受原始积累过程的不可避免性的同时，尽可能地抑制住、管理好这个过程的“坏”的方面，缓解这个过程的痛苦，降低社会和人类的代价？在面对未来的发展前景上，我们能否把它们历经数百年的痛苦过程尽可能地缩短，尽快地吸收它们的成果，尽快地建立我们自己的具有社会主义特色的市场经济？

中国共产党推翻了私有制，建立了公有制，改革开放过程中私人财富进行着原始积累，又形成了新的私有制。今天的私有制，不应该重复西方几百年前的私有制，毕竟，人类文明进步了几百年。因此，与当代文明接轨，结合中国传统和现实加以优化，应该是中国改革开放进程中风险较小、具有现实参照的一种选择。

我在想，如果把这么多的国有资产用于社会保障，即可减少“漏出”的来源，又可以大大增进社会的福祉，在此基础上，实现政治的民主和经济的市场化。

显然，私人财富原始积累过程涉及的远远不只是经济的问题。从前面所述“漏桶”现象以及其中的“漏出”机制来看，有三个基本的要素，1、“漏出”的来源，来源越多，桶里的油水越多，漏出的影响越大、后果越严重；2、“漏出”的决定因素是权力，权力介入经济越深、

权力越不受制约，那么，“漏出”越疯狂，后果越不公平，社会越不稳定；3、“漏出”的运作的平台和机制，就是我们说的“漏桶”，我们是要尽量修补“漏桶”，尽量“堵漏”。如果打烂这只桶，油水流得满地都是，会不会天下大乱？没有这只桶，拿什么来聚集、储存并进而分配社会财富呢？修桶，还是缩桶，还是砸桶？

一些主张重大制度改革的人们，大多在 1960 年代及以前出生；而 1990 年代及以后出生的人们，不但对前述 60 即 60 前人群的主张漠不关心，甚至反感和抵触。1970、1980 年代出生人群构成了代际的拐点，70 后更接近 60 后及 60 前，但带有 80 后的特点，80 后更接近 90 后，但带有 70 后及 70 前的一些特点。

一个有意思的悖论可能会是：60 及以前的主张可能会由讨厌他们的 90 及以后的人群来实现，而 90 后的人群将无意识地实现他们在漠视甚至讨厌的 60 及以前的人们的主张和向往。

伟大领袖毛主席在上个世纪五十年代就说过，希望寄托在年青人的身上；而在同一个时期，太平洋彼岸的一个美国人也说过，希望寄托在第三代第四代人身上。一个是基于理想的期望，一个是基于人性的推测。

不论白猫黑猫让一部分人先富起来的逐利本性的释放，这是中国改革开放 30 多年经济奇迹以及相当多的问题的原始动力和根源，私人财富的原始积累，主要是在这样的意识和规则下形成的；

设想，历史怎么看我们生活的时代，可以帮助我们认识到主流是什么，什么是浪花，什么是主旋律，什么是噪音，也可以帮助我们接受什么，避免什么。

回到我们的题目，历史将如何看今日之中国？我们套用狄更斯在《双城记》的版本，假冒伪劣一下：

“这是最美好的时代，这是最糟糕的时代；这是智慧与希望的时

代，这是愚蠢与绝望的时代；这是考验信仰、追求理想的时代，这是人无底线、事无规范的时代；这是有人直上天堂的时代，这是有人堕落地狱的时代。”

总之，这是通往新生的浴火岁月。

三、问答环节

Q1：发达国家财富积累过程与中国对比有何异同？

A1：发达国家当初的财富积累与今日的财富已经很大不同了。今日的与我们的肯定也不同，个人认为，我们的特点是“漏出”是积累财富的很重要，甚至最重要的方式之一。而创造财富的人很多，每人贡献一些，或者被收了买路钱，成就了少数的大财富。这只是第一轮的财富现象，下一轮应该是对第一轮的否定，让财富更加文明和谐一些。



北大汇丰金融研究院
公众号

