

华宝财富

HWABAO FORTUNE

2016年12月 第二十九期

关注华宝信托官方微信
扫一扫，资讯快一步



2017年宏观经济大势展望 P05

FOF 的优势与挑战 P25

是谁推动了人工智能第三次革命的浪潮? P43

上海观复博物馆——隐于云间的文化宝库 P53



华宝信托
HWABAO TRUST

兑现财富的每一种可能

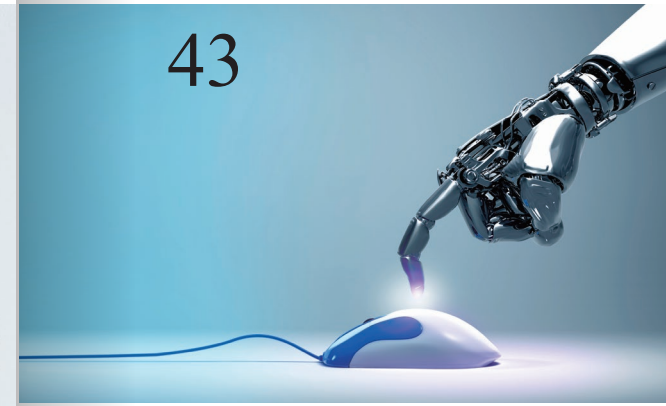
中国宝武集团成员企业



05



31



43



59

CONTENTS 目录

宏观视界

- 05 观点
 - 稳中求进调结构
 - 乘风破浪会有时——
 - 2017 年宏观经济大势展望
- 07 深度
 - 人民币汇率走势前瞻：
 - 贬值空间还有多大？
- 12 纵横
 - “深港通”开通在即，
 - 将如何影响资本市场？
- 15 策论
 - 市场化债转股的
 - 实施逻辑和投资机遇

华宝论衡

- 19 风口上的 FOF
- 23 揭开海外 FOF 面纱——
- 海外发展现状及典型案例
- 25 FOF 的优势与挑战
- 27 华宝信托面对面：聊聊 FOF
- 那些事儿

华宝风采

- 31 产品
 - 华宝信托 2017 年
 - 主推产品展望
- 37 业务
 - 华宝信托推出“医疗产业基
 - 金”布局大医疗健康产业
- 39 海外
 - “全球化资产配置时代”
 - 系列之三：从 QDII 看信托
 - 业海外布局之路
- 41 动态
 - “钢铁航母”——
 - 中国宝武钢铁集团启航
 - 华宝信托与上海宝冶集团
 - 签署战略合作协议
 - 华宝信托参展“第十二届
 - 北京金博会”

财富解码

- 43 热点
 - 是谁推动了人工智能
 - 第三次革命的浪潮？

45 趋势

- “保守主义时代”的
- 留学政策
- 47 故事
 - “摩拜向左，ofo 向右”
 - 看资本角逐共享单车
 - 市场
- 49 案例
 - 日家用电器，你升级了吗？
- 51 课堂
 - 保护自己远离洗钱

写意人生

- 53 品藏
 - 上海观复博物馆
 - 隐于云间的文化宝库
- 57 养生
 - 体检报告拿到了，该怎么看？
- 59 无疆
 - 盘点亚洲最受欢迎的
 - 滑雪度假酒店
- 63 乐活
 - 蓬皮杜和现代艺术大师们

策 划：任华林、严怡峰、梁蓉、张璐
 采 编：黄梅、李圆圆、丁雪磊、金宜康、王琳玉、乔冠东
 视觉设计：沙勇兵
 内容合作：环讯传媒
 华宝信托：中国（上海）自由贸易试验区世纪大道 100 号 环球金融中心 52 层、59 层
 邮 编：200120
 客服热线：40088-40098
 公司网站：www.hwabaotrust.com
 微信公众号：hwabaotrust

如果您对《华宝财富》有任何疑问、意见或者建议请拨打：021-68506916，或发送电子邮件至：liang_rong@hwabaotrust.com
 本刊物内容仅供内部学习交流，任何媒体、网站或个人未经授权不得转载，据此操作风险自担。

信托讲堂 (11)



图：黄桅 本栏目由华宝信托财富管理中心策划 热线电话：40088-40098



宏观视界

观点 稳中求进调结构 乘风破浪会有时
——2017年宏观经济大势展望

深度 人民币汇率走势前瞻：贬值空间还有多大？

纵横 “深港通”开通在即，将如何影响资本市场？

策论 市场化债转股的实施逻辑和投资机遇

- 华宝信托财富管理中心是华宝信托有限责任公司在信托行业中率先为高端客户推出的财富管理品牌，依托中国宝武集团华宝系（包括华宝投资、华宝信托、华宝兴业基金、华宝证券）强大的资产管理能力和广泛的投资渠道，为高端客户提供优质的财富管理服务。
- 欲了解更多产品信息，请登录我们的网站（www.hwabaotrust.com）或关注我们的微信（公众号：hwabaotrust）。

稳中求进调结构 乘风破浪会有时

——2017年宏观经济大势展望

文 | 郭冰 华宝信托信托资产管理部

2016年是我国宏观经济结构性改革取得实质进展的一年，经济运行总体平稳，去产能、去库存、降成本、补短板等供给侧结构性改革取得相应进展，去杠杆新举措开始实施，金融市场平稳运行。2017年我国将继续推进供给侧结构性改革，适度扩大总需求，经济增长将延续从高速向中高速转变的发展新常态。

供给侧结构性改革持续推进

中央提出推进供给侧结构性改革之后，经过近一年的稳步推进取得了明显的进展和效果。去产能方面，煤炭和钢铁行业去产能目标预计都将按计划完成。2016年煤炭和钢铁价格回升幅度较大，企业经营状况得到明显的改善，发改委也强调要坚定不

移推进去产能。预计2017年煤炭去产能规模目标可能会有所调整，钢铁去产能规模目标不低于2016年目标，两行业推进去产能的方式会更多考虑市场化方式，重点推进企业的兼并重组。

2016年，一二线城市房价上涨幅度较大，房地产库存明显下降。10月份，多地区陆续出台了限购限贷政策，金融监管部门也出台了相应的房地产融资限制政策，但是三四线城市的房地产库存仍较高。2016年10月国务院办公厅公布了《推动1亿非户籍人口在城市落户方案》，更加明确了通过城镇化和农业转移人口市民化的方式来将资金引入三四线城市，帮助三四线城市去库存。预计2017年去库存的重点将转向三四线城市和县城，主要措施可能有棚改货币化安置、引导农民进城、引导高校毕业生流

向三四线城市等。

2016年10月国务院发布《关于积极稳妥降低企业杠杆率的意见》，并建立了由发改委牵头的降杠杆工作部际联席会议制度，积极稳妥推进债转股试点。本次债转股明确了正面清单和负面清单，以市场化方式为主，将首先支持周期性波动较强的行业债转股，面临暂时困境的周期性行业最有可能参与债转股，其中典型的周期性行业包括大宗原材料，如钢铁、煤炭等。预计2017年将进一步推进企业降杠杆，积极稳妥处置僵尸企业，加快实现市场出清，预计政策层面也将会推出相应的税收优惠支持，货币政策将谨慎实施并进行适时微调，以促进债转股。

增长总体平稳，财政政策或将更积极

出口方面，美国大选候任总统可能重启贸易保护等措施，政策立场存在较大不确定性；2016年12月美联储大概率启动加息周期，或将引发全球资本流动；英国脱欧流程被再次拖延，金融市场不确定性将长期存在；意大利修宪公投结果，以及欧洲央行量化宽松的决议都将对欧盟市场的稳定带来影响。虽然2016年三季度以来主要发达经济体景气度有所回升，出口略有改善，但是2017年中国经济面临的外部环境不确定性因素增多，出口预计与2016年基本持平。

政策方面，2016年10月开始的地产调控可能较为持久，房地产调控对投资领域的影响将陆续显现，房地产投资可能进入下行周期，或拖累整体经济。预计2017年财政政策将在稳增长中发挥主要作用，在经济企稳基础尚不扎实的前提下，基建和财政将是经济稳定的主要贡献力量，同时需要后期财政政策发力以及货币政策的配合，后续关注积极财政政策的落实，重点关注PPP项目的落地率、城投、专项金融债等准财政的补充。同时，财政政策有望从减税和增加补贴两方面促进居民收入和消费增长，以及增加教育、医疗和扶贫等方面的公共支出。

汇率方面，自2015年8月汇改以来，人民币对美元汇率持续下行，特别是2016年人民币对美元中间价接连刷新6年低点，引发市场对人民币单向贬值的担忧。人民币对美元汇率下跌主要是受美元走强影响，短期内这样的压力恐将持续。从国内看，中国外汇储备下降，资本维稳压力上升；从国际看，美联储加息概率持续攀升，人民币汇率压力仍将突显。不过，未来人民币汇率双向浮动将成常态，考虑到中国经济基本面依然稳健及人民币国际化进展，2017年人民币并没有趋势性贬值基础。

CPI有上行压力，坚持稳健货币政策

2016年三季度以来，上游大宗商品价格受需求稳健、限产及低基数叠加影响急剧上涨，也推动了其他工业品价格上涨，同时受到去年同期基数相对偏低的影响，CPI和PPI显著回升。目前部分行业需求保持相对平稳，供给相对偏紧，供给侧改革推进叠加环保等因素，对物价有一定支撑，特别是PPI可能继续上升，预计2017年通胀总体将维持较为平稳向上的走势。

央行在三季度货币政策执行报告中提及，在结构调整期和结构性矛盾较为突出的环境下，货币政策总体应保持稳健，既要支持实体经济的有效资金需求，防止总需求出现短期过快下滑，也要避免过度放水，推升债务和杠杆水平。

2016年四季度以来，物价短期有上行压力，在货币政策相对实体经济阶段性实质偏紧的现实下，货币政策既要配合稳增长政策，又要有效协调国内外多重制约，人民币贬值压力再次加大，货币政策难以放松。对市场流动性的调控上，央行重启长期限逆回购有防范资产负债期限错配和流动性风险的考量，并提醒市场更多关注“利率”指标而非“量”的指标。综合来看，2017年央行可能将继续坚持稳健货币政策，注重抑制资产价格泡沫和防范经济金融风险，货币政策宽松的空间有限。■





人民币汇率走势前瞻： 贬值空间还有多大？

文 | 李迅雷

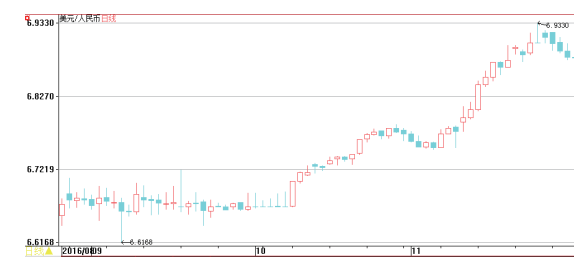
► 作者简介

李迅雷，前海通证首席经济学家，中国首席经济学家论坛副理事长。研究领域为跨国公司、汇率、国债及国债期货、证券市场。自 1988 年起发表了百余篇论文、研究报告和课题，出版多部专著，其中有多篇论文和课题获得学术机构和政府部门的各类奖励。

无论从人民币国际化，从抑制资产泡沫的角度，还是从防通胀、缩小贫富差距的角度，都应该严格控制货币规模，这与供给侧结构性改革的目标完全吻合。

当下人民币贬值的预期依旧很强烈，2016 年 11 月底，在岸人民币兑美元跌破 6.9。为此，央行对人民币资本项下的管制也进一步加强，但管制或许又会强化了贬值预期。外贸顺差、外汇储备及经济增长前景等是否是影响汇率的主要因素？中国作为全球第二大经济体和外汇储备第一大国，贬值空间究竟还有多大？本文尝试探讨这些问题，尽管无法得出一个令人信服的结论，至少对有关汇率决定因素中一些似是而非的观念提出了质疑。

图 1: 美元 / 人民币日线走势图



来源：和讯网 数据区间（2016.9.1-2016.11.30）

心 CPI 能否持续维持在 2% 以上。而日本央行更是把 CPI 提升至 2% 作为货币政策的目标，在目标没有实现之前，继续实行宽松的货币政策。可见，过去人们厌恶和恐惧的通胀，如今居然成为奢望。自 2011 年之后，随大宗商品价格的回落，我国也步入了 CPI 回落、PPI 近五年为负的通缩时代。

2016 年初，大宗商品价格出现反弹，不少人认为新一轮经济周期将启动，通胀将上升至 3%。通过研究 90 年代至今的四次通胀，我发现 CPI 与 GDP 增速之间的关系更为密切，却与 M2 增速的关联度不大。也就是说，中国只有 GDP 增速提升了，CPI 才会上行。但 2011 年之后，中国及西方国家都没有出现过明显的通胀。尽管 2007 年之后中国的劳动力成本已经大幅提高了，但由于全球性的产业转移和国际贸易规模的扩大，使得很多商品的成本不升反降。随着人口老龄化和城镇化进程的放缓，今后中国经济增速下行的可能性更大，故 CPI 也很难有较大幅度的上行。

只有 CPI 上行，才有可能出现商品牛市，实体经济才会高增长，中低收入阶层的收入水平才能提高。若 CPI 上不去，经济也疲弱，于是政府就要求央行执行宽松货币政策，但大部分货币或会流向资本市场，因为一般而言，实体经济的投资回报率较低才是经济减速的原因。这就是 2016 年前三季度欧美、香港等股市走强，中国楼市大涨的逻辑。美国加息一再推迟，日本、欧盟的负利率和量化宽松货币政策及中国市场利率水平的下行等，成为资本市场和房地产市场繁荣的重要原因。

决定汇率水平的最主要因素是货币供应量

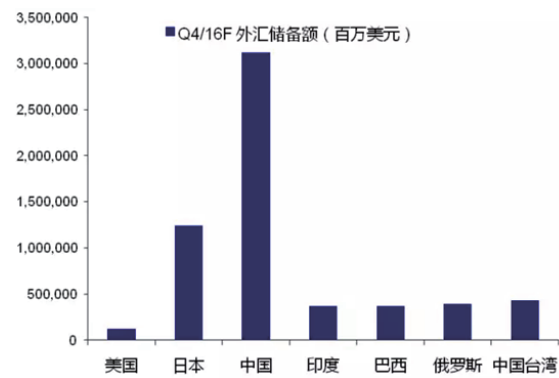
从一般意义上理解，外汇储备越多，说明对应的外币资产越多，那么，本币的稳定性就越好。但事实上新兴经济体的外汇储备并不算少，尤其是金砖四国，但名义汇率都大幅低于实际汇率。即便

经济持续下行，通胀渐成奢望

美国 2015 年末加息一次之后，不少经济学家在年初预测 2016 年将加息四次，然而美国迄今仍没有继续加息，加息与否的一个重要考量因素是核

像中国台湾这样一个外汇储备全球排名第三的地区（4340 亿美元），名义汇率也是超贬的。

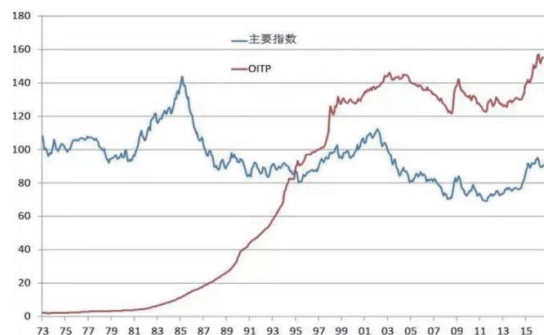
图 2：外汇储备与汇率之间关系不大



资料来源：海通宏观研究于博提供

我的前同事王晓东专门研究了 1973 年年初至今的美元指数（major，指对欧元、日元、英镑等 7 个主要国际货币）的走势，发现美元指数至今只贬值了 15% 左右；但对中国、俄罗斯、印度、巴西、南非、墨西哥等约 20 个国家货币的美元指数（OITP）同期升值却超过 70 倍。尽管相对于 major 国家，OITP 国家的经济整体上蓬勃向上，但汇率却无一例外地出现超大幅度贬值。

图 3：1973-2016 年美元指数（major 和 OITP）走势



资料来源：王晓东提供

为何美元指数（OITP）的升值幅度如此夸张呢？如果既非外汇储备不足的原因，也非经济增长缓慢的原因，那只能是货币超发原因了。因为汇率从本质上讲，就是一种货币对另一种货币的供需关系。如印度这两年的经济增速在全球领先，已超过中国，海外直接投资规模也超过中国，成为全球第一，但印度卢比却依然维持贬值的走势。

美元相对于其他发达国家贬值只 15%，变化幅度之小真是匪夷所思，说明发达国家大多没有滥发货币。如日本这些年来，无论是经济增长还是出口都非常乏力，且还实行负利率，但日元对美元却没有出现趋势性的贬值或升值，如目前美元兑日元在 106 左右，与 10 年前的汇率水平（100 左右）相差很小。

日本 2006 年末的 M2 为 714 万亿日元，如今只提高至 940 万亿日元，10 年的 M2 累计只增长 32%。为何日本的货币增长如此之慢呢？原因是这 10 年间日本的贷款余额在不断下降，尽管 GDP 总体仍是上升的。但中国这 10 年的 M2 大约增长了 345%。无论是日本还是美国，它们央行在货币投放上都很疯狂，但商业银行却都很节制，这是发达国家币值稳定的根本原因。

但新兴经济体却不一样，如中国央行的基础货币投放并不算多，今年 8 月，央行总资产为 33.4 万亿（2008 年为 19.9 万亿），过去八年总资产规模才增长了 67.8%，且大部分基础货币投放都是因外汇占款而产生的（约为 26 万亿），这说明央行并没有明显做大资产负债表的意愿。但是，中国商业银行则是在法定准备金率高达 15% 的情况下，依然大肆扩张信贷规模，如 2000 年年初中国信贷余额只有 9.3 万亿，如今已经达到 108.3 万亿，扩大了 10 倍以上。信贷扩张的速度远超 GDP 增速，其结果是上市银行的净利润总额要超过所有上市公司净利润的一半以上。

因此，决定汇率变化的最主要因素应该是货币



供应量。只是货币超发的过程未必会通胀，也有可能通缩；未必会引发资产价格泡沫，或许还会出现资产价格的低估；不一定马上出现货币贬值，也有可能升值。但从长期看，货币超发肯定会导致资产泡沫、通胀和货币贬值。

至于经济增速、外贸顺差和资本流入规模等对汇率的影响，可能比较间接些，也很难定量。或许它们对实际汇率的影响更明显些，如体现在购买力平价上。但实际汇率的“实际意义”似乎不大，因为绝大部分人只关心名义汇率，并以名义汇率来衡量财富和参与相关的经济活动。

管制之下人民币贬值空间究竟还有多大

中国加入了 SDR，说明人民币成为国际货币的前景进一步明朗，但汇率形成机制和资本账户开放的进展似乎总比预期的要慢，尤其当人民币贬值预期抬升之后，外汇管制也随之加强。

管制的加强究竟会减弱预期还是会加强预期

呢？人民币有离岸价和在岸价，离岸价总是高于在岸价，但价差并不大，似乎表明在不管制的情况下汇率的贬值空间也不大。但毕竟人民币在资本项下还不能自由兑换，外汇也不能自由进出。这就给人民币自由兑换和资本项下开放条件下的贬值幅度还有多大留下了悬念。

不少人在寻找人民币的“均衡汇率”，均衡汇率水平只有在外汇市场充分开放条件下，通过汇率长期不断波动之后才能形成一个阶段性平衡点，但在管制条件下均衡汇率难以形成。那么，有没有可能计算出一个“理论”上的均衡汇率呢？

王晓东认为，可以通过 M2 与 GDP 之间的比价关系来找到“合理”的汇率水平。如以 2000 年为基期，当初人民币兑美元的汇率为 8.28:1；同时，GDP 按 2000 年作为不变价计算（按目前修正后数据，下同），2000 年的 M2 规模为 13.5 万亿，1 元人民币 M2 对应的 GDP 为 0.77 元，如今，1 元人民币 M2 对应的 GDP 为 0.27 元。美国 2000

年 1 美元 M2 对应的 GDP 为 2.6 美元，如今 1 美元 M2 对应的 GDP 为 1.3 美元。若按此比值关系，那人民币兑美元汇率为 11.6:1。

依据这种挂钩 GDP 与 M2 的比值变化来推算人民币合理的汇率水平，显得有点“简单粗暴”。首先，2000 年的时候，人民币汇率 8.28:1 是否属于均衡汇率也是要打问号的，尽管当时的外汇黑市价与官价都很接近了。

其次，不仅因为中国的 GDP 与美国的 GDP 在计算口径上存在差异，从而导致中国的 GDP 有所低估，而且中美两国产业结构上的差异使得 GDP 缺乏可比性，如中国 GDP 中第二产业的占比比较高，过去一直超过 50%，而美国不足 20%，第二产业的产出中，大部分是可贸易品，属于全球定价的，而第三产业的产出中，大部分是不可贸易品。因此，GDP 统计口径和结构性差异也可以从两国的购买力平价上体现出来。

第三，选择不同的基期，M2 与 GDP 之间的比价关系又会出现差异。正如王晓东又以 2006 年作为基期（人民币步入升值阶段），那人民币兑美元汇率应该为 9.5:1。

尽管用 M2/GDP 的比值关系来推算理论汇率存在很大问题，却反映了一个毋庸置疑的事实，即过去 20 多年来货币供应量相对于 GDP 的规模来说，多得有点离谱，尤其在 2009 年之后的货币增速继续高增长，因为经济增速与货币增速之间的剪刀差不宜过大，如前所述，通胀、资产泡沫

和贬值都是货币过量投放的多种表现形式。

GDP 作为产出指标，必须关注其背后的投入量究竟多少，是否合理。比如，2014 年的 GDP 目标为 7.5%，M2 增速目标为 13%；2015 年 GDP 的目标为 7% 左右，M2 的增速目标是 12%；2016 年 GDP 的目标为 6.5%—7%，但 M2 的增速目标却提高至 13%，显然是投入多产出少，目前，货币过量导致的问题至少在资产和汇率两个指标上都体现出来了。

同时，我们还需要关注的现象是，量化宽松的货币政策还会导致贫富差距过大。如美国次贷危机之后，M2 增速也大幅上行，美国全部储户的基尼系数已经高达 0.48，这或许也是导致川普大选获胜的重要原因，因为奥巴马在过去 8 年的执政期间过多利用了金融手段来刺激经济，导致中低收入群体去“占领华尔街”；川普则主张多用财政手段，通过减税和增加基础设施投入，让中低收入群体受益。

因此，无论从人民币国际化，从抑制资产泡沫的角度，还是从防通胀、缩小贫富差距的角度，都应该严格控制货币规模，这与供给侧结构性改革的目标完全吻合。相应地，我们可以预料，今后外汇管制会进一步加强，毕竟防风险是首位的，故人民币贬值还会是渐进式的，如果货币规模扩大能够得到有效控制，则贬值的幅度应该有限，尽管 GDP 增速会相应减慢；如果货币规模难以有效控制，则贬值之路还可能很漫长。✚

“决定汇率变化的最主要因素应该是货币供应量。只是货币超发的过程未必会通胀，也有可能通缩；未必会引发资产价格泡沫，或许还会出现资产价格的低估；不一定马上出现货币贬值，也有可能升值。但从长期看，货币超发肯定会导致资产泡沫、通胀和货币贬值。”

即将启动的深港通，将开启一个新的时代，可以称之为“共同市场时代”，由上海、深圳和香港的三个交易所连接而形成的互联互通平台成为一个新的共同市场。



“深港通”开通在即， 将如何影响资本市场？

文 | 巴曙松

作者简介

巴曙松，中国银行业协会首席经济学家，香港交易所首席中国经济学家，哥伦比亚大学高级访问学者，研究员，博士生导师。

深港通问题无疑是最近资本市场最关心的话题之一。两年前沪港通的启动，直接引发了全球范围内交易所之间互联互通的热潮。2016 年 8 月，国务院又批准了深港通。而今，深港通已开通在即，在这个时点上，我们来聊一聊即将开启的“深港通”，聊一聊它将对市场带来哪些影响。

从沪港通到深港通：市值达 70 万亿的共同市场基本成型

深港通可以说是沪港通的一个延伸，但是在具体方面有一些新的突破。

第一，整个股票范围扩展到了深圳市场。

第二，非常关键的一点：总额度取消了，这

是非常大的一个突破。在沪港通项下有总额度的时候，我们做市场调查的时候发现，市场的机构投资者对总额度非常在意——他们担心在做市场布局时，会发生额度缺失的情况，导致许多策略不方便去实施。总额度的取消能够吸引这些资金进行中场的布局，也增强了不同市场的联系。

第三，利用现有市场的基础设施，来减低实施的成本，即最低成本原则，每一个原来的投资者还沿用他原来的交易习惯、交易渠道和平台。

深港通启动，再加上总额度的取消，实际上就把香港市场、上海市场和深圳市场连接成了一个共同体。从交易量、市值来看，上述三个交易所在全球的市值里面排在前十位，取消总限额联合起来以后，这三家交易所加起来就是一个70万亿市值的流通市场，其交易量总和直逼纽交所。所以取消限额之后的互联互通，有非常大的创新意义。

在这个港深沪的共同市场框架下，整个投资者基础极大地扩张了，不同角色形成一个优势互补的格局，为投资者提供更多的选择，同时也提高股份的流通。

深港通开启后，内地与香港市场依然还会保持各自的特色与优势

从历史脉络上来说，中国资本市场的开放分为几个阶段。

第一个阶段是1993年到2000年，主要方式是国内企业海外上市，其中绝大部分是在香港上市，筹集国际资金进入中国市场。从1993年到现在，国内企业在香港筹集的资金大概有5万多亿港元。

第二个阶段是从2001年到2010年，重要进展是引入合格机构投资者，也就是QFII和QDII。其背景是内地资本市场快速发展，股权分置改革取得突破。

目前已经进入第三个阶段，在人民币国际化的大趋势下扩大开放，典型的事例是一些QFII从二



级市场开始转向直接投资。

而即将启动的深港通，将开启一个新的时代，可以称之为“共同市场时代”，由上海、深圳和香港的三个交易所连接而形成的互联互通平台成为一个新的共同市场。在沪港通项下，因为在启动初期，对于可能产生的市场冲击可能还需要观察，所以当时设定了限额，这对当时市场平稳运行有一定的价值。但是对于很多中长线布局的资金来说，这种限额可能就会带来一些疑虑，因为如果进行中长线布局，万一中途额度用完，这个策略就很难很好的实施。因此深港通总额度的取消，再加上互联互通从原来的上海延伸到深圳，实际上把三个大中华地区的交易所联系起来，成为了一个事实上的共同市场。所以我们评估深港通、沪港通的影响，需要放到“共同市场”的大框架下去看。

比如，在沪港通刚开始启动的时候，因为当时两地的A股和H股之间存在明显的差价，所以部分市场投资者预期，原来两个不连通的资本市场，通过沪港通连通之后，就像两个水面有差异的湖面联通后，水面可能会逐步拉平。但是有趣的是，沪港通开通之后相当长的一段时间内，这二者之间的

差距不仅没有缩小，反而扩大了。这让不少投资者和研究者大跌眼镜。

为什么会出现这种情况？深入研究可以发现很多有意思的判断，例如，因为沪港通项下的额度限制，使得海外资金进入上海市场以及国内上海资金进入香港市场占的交易比例非常小，远远不能达到改变当地交易习惯、估值水平和估值习惯的程度。所以估值的差异在连通之后反而扩大，显示出实际上联通的两个市场的市场估值的波动周期是决定各自估值水平的关键因素。

如果刚才的推理成立的话，现在互联互通延伸到深圳，三个交易所的连通即将进入一个共同市场时代，总的交易限额取消了，那么这个估值的差异是会继续扩大或是会继续保持，还是会缩小呢？现在看来主流的看法还是倾向于认为缩小的可能性相对比较大，一是因为相互进入对方市场的交易占比在上升，二是因为限额的取消以及机构投资者的入场，如保险资金可以进入沪港通市场。

但是，因为投资者群体的差异，交易制度和监管制度的差异，内地和香港市场即使在深港通启动之后，还会保持各自的特点，保持一定的差异。

沪港深共同市场发展的需求动力

如果说深港通实际上全面开启了深、沪和港市场的互联互通，共同迈向一个共同市场的时代。那么这个共同市场的需求动力来自于哪儿呢？

第一，中国的金融结构、中国的产业转型，需要金融结构做出调整。比如要激励创新，靠银行的贷款融资来激励创新不容易，所以要发展直接融资。融资结构要做出调整，同时中国的居民企业投资的产品需求要多样化。目前中国居民财富的持有结构具有很突出的一个特点：财富集中度较高。经过30年改革开放积累的财富，中国居民持有形式最多的资产类别之一是房地产，之二是停留在银行体系。这样的资产结构怎么转换成其他金融产品，

怎样进行适当的跨境配置？这是整个金融市场下一步很重要、很实际的需求。

从企业层面来说，中国企业已经发展到从原来主要以吸引国际投资为主，转变为逐步拓展对外的投资，2016年中国对国际市场的投资首次超过外商在中国的直接投资。目前，中国企业已经产生了国际跨市场多元化配置的诉求。同样，机构投资者、个人投资者也有同样的诉求，进行国际化的配置，比如保险公司。现在国内的机构投资者普遍面临的“资产荒”，并不是指有钱买不到资产，而是指在目前低利率的环境下，负债成本下降缓慢而资产收益率下降迅速，所以要在市场上找到能够覆盖负债成本和期限的适当的资产，不仅难度越来越大，而且过分集中在单一货币——这将带来很大的汇率风险。

中国资本市场开放也意味着更多国际资金可能进入中国市场，所以沪港通、深港通提供了资金双向流动的渠道和平台。从2015年到2016年，国际资产管理行业有一个很重要的特点，即主动型管理的资金大幅流出，流到了被动型的、指数型的投资。这是因为在动荡的市场条件下，这些标志性的指数往往还能够提供一个与市场大致一致的表现；另外一个重要的原因是这些指数的影响力在扩大，越来越多的被动型的基金跟踪一些标志性的指数，使得只要被纳入到特定的指数里，全球参照这个指数进行跟踪配套的基金，就会相应地买入市场的金融资产，资金就会相应流入。

综合以上几个因素，沪港通、深港通的启动，对于内资以较低的成本进行国际配置，外资能够顺畅地进出中国市场提供了一个不错的通道，也有助于推动中国加入具有国际标志意义的金融市场指数中，进而吸引新的国际资本流入。通过互联互通，香港交易所不仅继续成为全球投资者进行投资的目的地市场，也逐步成为内地和国际投资者相互投资的门户市场。■

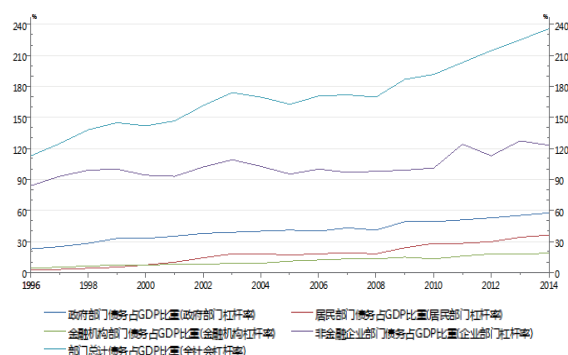
市场化债转股的实施逻辑和投资机遇

文 | 丁雪磊

2016年10月10日，国务院发布了《关于市场化银行债权转股权的指导意见》。新一轮债转股将更多地着力于缓解企业压力，有望使阶段性经营困难的优质企业迎来生机，同时，实施机构（主要为资产管理公司 Asset management companies，以下简称 AMC）的市场发展机会将被长期看好。

近年来，我国经济面临下行压力大、国际环境日趋复杂的局面，企业负担和经营困难明显加重，企业杠杆率高企（见图表1）、债务规模不断膨胀，债务违约风险时有发生。为了帮助发展前景良好但暂时遭遇困境的企业重回健康发展轨道，2016年10月10日，国务院发布了《关于市场化银行债权转股权的指导意见》（以下简称《意见》），新一轮债转股大幕将正式拉开。

图表 1: 中国企业部门杠杆率高企 (%)



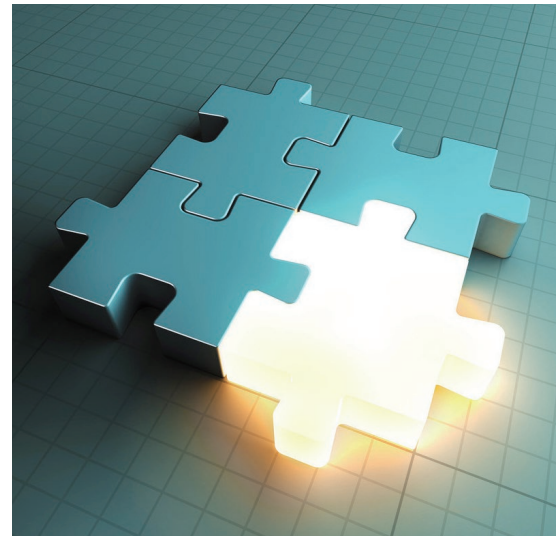
数据来源: WIND 资讯

债转股的推行逻辑，阶段性困难企业迎来生机

在方正证券任泽平看来，本轮债转股的实施逻辑首先是降低非金融企业杠杆，推进国企改革。本轮债转股虽不限于国企，但重点还是在于大中型国企。自2014年3月“超日债”违约以来，债券违约频率加快，涉及金额增大。国企的违约债券数量虽然较民企少，但金额较大；并且，由于国企融资较为容易，一旦违约后续处置较难。

去杠杆是供给侧结构性改革的五大任务之一，债转股可以让企业的付息债务变为无息股权，降低企业杠杆率。企业杠杆率太高，高负债运营，经营性现金流无法覆盖还本付息支出，是债转股政策出台的直接原因。我国很多产能过剩行业的国有企业，尤其是在钢铁、煤炭等产能过剩行业，资产负债率过高。

据估算，前十大钢铁企业的资产负债率约为71%，前十大煤炭企业的资产负债率约为65%。虽然这些数字从常态上看已经不低，但是，所有者权益中法定资产重估增值、企业合并带来的商誉等无形资产等占比不低，实际资产负债率更高。企业能



产生效益、作为基础资产撬动杠杆的资本太少。反而由于近几年国家限制信贷资金投向的调控，债务成本居高不下。

对于《意见》实施后最先面世的方案对困难企业的积极影响，市场往往寄予厚望，并认为具有标杆意义。总结前述的三个方案，不难发现初期的债转股方案多以高负债、强周期的大企业贷款债权为主，并且都有可以做善后的退出主体——上市平台。对此，天风证券固收分析师孙彬彬团队认为，“对于银行来说，银行希望债务转股后有退出渠道保障，并能看到未来退出的获益，因而，集团拥有上市平台可以作为未来退出渠道的保障，而集团下拥有优质资产或者未来企业盈利能力转好的企业更容易受青睐。”

任泽平认为本轮债转股实施的另一个逻辑是有利于化解防范银行不良风险。

2012年6月以来，商业银行经营业绩明显下滑，账面不良贷款余额从4564亿元增至2016年9月的14939亿元，创2005年6月以来新高，年均增长超过30%；不良贷款率从0.94%升至1.76%；拨备覆盖率从290.18%降至175.52%，

日益接近150%的监管要求。由于实际操作中的贷款展期、借新还旧、表内外腾挪等，商业银行的真实不良贷款率更高。

本轮市场化债转股对减少银行不良资产会起到正面作用，尤其是引进了第三方实施机构，能对银行起到风险隔离的效果。此外，市场化债转股还有利于增强市场流动性宽松的预期，缓解市场对信用债违约事件风险的担忧，进而提振市场情绪和投资者风险偏好。

实施机构机会被长期看好

与上世纪九十年代通过政府主导从政策上盘活商业银行不良资产的债转股不同，本轮债转股意在突出“市场化”、“法治化”，并明确规定银行不得直接债转股，要通过第三方实施机构把债权转为对象企业的股权，更多是为了缓解企业压力。

本轮债转股的具体实施效果如何还有待市场的进一步检验，但无疑，新一轮债转股大幕的拉开将在不同程度上影响各市场主体，其中蕴含的投资机遇也值得期待。由于《意见》明确了银行将债权转为股权时要通过实施机构来实现，这会让实施机构获得参与机会和盈利空间。

中国金融四十人论坛的专家认为，债转股需要实现对债务企业和债权银行的隔离，由资产管理公司或者第三方机构来操作，不能让银行来主导。由第三方机构来主导的关键是要实现市场化运作。

上一轮债转股实施机构主要为信达、中国华融、中国长城和中国东方等四大AMC，本轮债转股实施机构除了四大AMC外，还包括地方AMC、保险资管、国有资本投资运营公司或银行子公司。不过，实施机构的市场仍然以AMC所占份额居大。对于AMC在新一轮债转股中的机会，很多券商都发出了自己的声音。

招商证券马鲲鹏认为，“不良资产管理行业未来将持续放量，具体转股企业以市场化方式选择，

对 AMC 公司意味着价格不会受干扰，债转股将直接利好 AMC。”安信证券赵湘怀认为，“AMC 公司作为最专业的不良资产处理公司，将成为未来债转股的主要实施机构，在此轮承接银行债转股业务中获得广阔发展。”

本轮债转股并不局限于不良资产，企业的正常和关注类贷款都可以转股，因此未来市场空间较大。根据目前国有企业 128.8 万亿元的资产规模，中国中投证券估计本轮债转股的规模在 4 万亿。

上述专家表示，市场化应该包括三个方面，首先，参与主体包括债务人、债权人、转股方、将来的投资人，都应该是市场化的；其次，转股的价格也应是市场化的。市场化的定价就是对企业进行偿债能力分析，如果某企业只有 60% 的偿债能力，那贷款本金就要打六折。打折将会是个痛苦的过程，但不打折就只是财务游戏；最后，在债转股中，资产回收率是衡量市场化程度的关键指标。

如前文所述，选择拥有上市平台的企业作为债转股对象，实际上也是债权银行市场化选择的重要体现。而本轮债转股的最大亮点就是把市场化和法治化上升到了前所未有的高度，企业转股的债权、转股的价格以及实施机构等都可以由市场主体自主协商确定。

债转股的挑战与风险

在多数券商对债转股持乐观态度时，也有少数券商表达了谨慎的观点。比如中信证券提出，“从债转股、去杠杆的顶层方案出台后，关于银行和企业之间的债转股案例如同雨后春笋，尤其是以建设银行牵头做了几个标杆案例，不过从真正意义的不良贷款债转股，成功的案例仍然鲜有。目前公开市场债券发行人关注的中钢、渤海、桂有色、东特钢的债转股进程仍在艰难推进，利益协调复杂。”

资料显示，美国政府自 20 世纪 80 年代以来处置不良资产的努力，并没能从问题企业中培育出代表未来美国经济创新方向的企业。中国可能也很难

例外。

以中国历次的债转股历程看，包括鞍钢、武钢、首钢等钢铁企业，以及有色、汽车制造等行业的国有企业，都曾受到债转股的支撑，但这并没有改变这些行业本身的运行轨迹。

任泽平则提出另一个担忧，债转股的道德风险，中央政府、地方政府、银行、实施机构、债转股企业之间的利益及目标存在差异。比如，虽然中央政府明确禁止将僵尸企业等作为市场化债转股对象，明确各级人民政府及相关部门不干预，但僵尸企业如何界定，地方政府作为地方国企的出资人以及出于地方维稳考虑，具体情况可能会不一样。

在实施机构方面，大多希望短期临时持股、尽快退出，这与债转股企业存在一定的激励不相容问题。在企业方面，债转股企业面临的最大问题是公司治理，但企业通常愿意通过债转股减少利息支出，但可能不愿意改变其主导的公司治理结构。

债转股具体配套措施仍有待出台，具有不确定性。在本轮债转股指导意见出台前，一些企业已经通过各种形式在进行债转股；比如，2014 年底的长油航运债转股、2016 年 3 月的熔盛重工债转股。如果市场能自发推进包括债转股在内的不良资产处理，就不需要政府发文推进。目前已经出台了一些政策，但仍不明朗，尚待进一步观察。

债转股结果与经济发展前景及行业发展周期具有相关性。如果经济仍旧下行，且债转股行业未来几年仍处于低迷，那么债转股结果短期很难乐观。

有专家指出，地方政府所扮演的角色也不容忽视，甚至将在很大程度上决定着债转股等不良资产处置的成败。不良资产如何定义和处置，必然涉及企业、金融机构、中央和地方政府等多主体的利益博弈，地方政府在此进程中扮演的角色具有多面性。✎



华宝论衡

风口上的 FOF

揭开海外 FOF 面纱——海外发展现状及典型案例

FOF 的优势与挑战

华宝信托面对面：聊聊 FOF 那些事儿

风口上的 FOF

文 | 倪春桦

从长远着眼，公募 FOF 的诞生有利于完善我国金融产品体系，理顺基金公司投资逻辑，推动差异化竞争格局的形成，并将逐渐吸引增量资金入场。

若以我国首只券商 FOF (Fund of Funds) 的诞生为起点，那么 FOF 出现在中国资本市场的时间已超过 10 年。此间券商、私募等机构纷纷推出 FOF 产品，但投资标的多圈定在私募证券投资基金的领域内。

2016 年 9 月 23 日，证监会正式发布并实施《公开募集证券投资基金运作指引第 2 号——基金中基金指引》(以下简称“FOF 指引”)，为公募 FOF 的亮相奠定了政策基础。酝酿已久的投资机构随即启动了对公募 FOF 的系列筹备。

FOF 在中国的发展历程

2005 年，我国基金业开始进入新一轮规模的高速扩张；同年招商证券推出国内市场首只 FOF——“招商基金宝”，这标志着 FOF 在我国资本市场正式登场亮相。目前中国 FOF 或“类 FOF”产品的管理人包括保险、券商、信托、私募、第三方理财管理等。

国内 FOF 法律监管体系的发展可追溯到我国

《证券法》的起草及出台(图 1)。但 1992 年起草、1998 年获国家立法机关通过并于次年 7 月实施的《证券法》，并未明确涉及 FOF。最早为 FOF 奠定未来发展基础的，是 2002 年实施的《证券投资基金法》。其第五十九条规定：“基金财产不得用于买卖其他基金份额，但国务院另有规定的除外。”2012 年修订后的《证券投资基金法》将相应条款改为：“基金财产不得用于买卖其他基金份额，但国务院证券监督管理机构另有规定的除外。”此条款为 FOF 的发展预留了一定的法律空间。

券商 FOF 主要以集合资管的形式存在。2012 年 10 月，新的《证券公司集合资产管理业务实施细则》发布，允许限额特定资产管理计划(俗称“小集合”)投资集合资金信托计划、证券公司专项资产管理计划、商业银行理财计划等。这类“银证信”的合作模式随后在业内迅速铺开，表现活跃。

信托公司很早就察觉到了 FOF 业务的商机，并开始布局该领域。信托公司参与 FOF 业务主要有两种模式，其一是作为“通道”，其二是主动管理、

自主决策。值得关注的是，FOF 的分支之一 MOM (Manager of Managers) 尤其得到信托公司的青睐，信托公司纷纷打造 MOM 信托服务平台，并依托 MOM 业务基础，向细分特色同业资产管理业务转型。

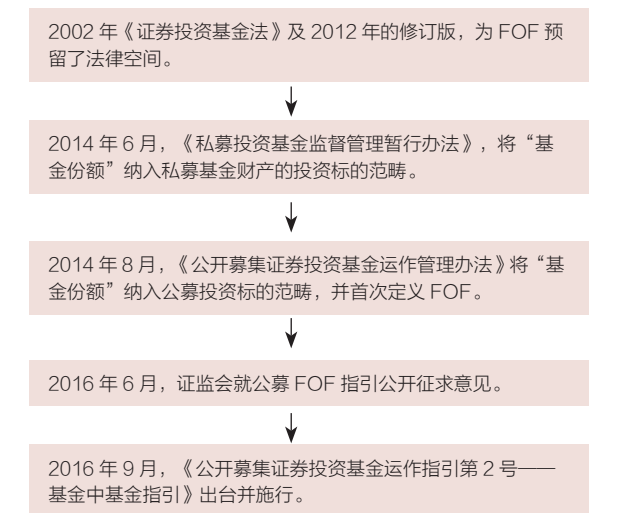
国内率先将 FOF 发扬光大的，还数私募 FOF。总体来说，国内的私募 FOF 更多是围绕股票及相关投资产品进行精选、再精选。2014 年 6 月《私募投资基金监督管理暂行办法》出台，将“基金份额”纳入私募基金财产的投资标的范畴，使我国私募 FOF 获得了明确的法律地位。此后私募 FOF 井喷式增长。基金业协会的数据显示，截至 2015 年末，我国证券类私募 FOF 的规模约为 400 亿元，占证券类私募基金行业比重约 2.6%。

保险 FOF 主要用于保费资产投资，并不对外募集资金，也无公开统计数据。据业内人士粗略估算，目前几大保险资管公司中，仅权益投资 FOF 组合的总规模已达千亿级。

2014 年 8 月，《公开募集证券投资基金运作管理办法》开始施行，其第三十条第五款明确将“基

金份额”作为投资标的，并初步将 FOF 定义为“80% 以上的基金资产投资于其他基金份额的基金”，由此确定了公募 FOF 的法律地位。到 2016 年 9 月《FOF 指引》正式出台，公募 FOF 进入实质性操作阶段。

图 1：我国 FOF 相关法律法规发展进程



资料来源：证监会公开资料

FOF 指引解读

《FOF 指引》从定义、投资操作、风险控制、投资范围、信息披露、费用、净值估算等角度，对公募 FOF 做了详细规定。

一、FOF 定义的变迁。《FOF 指引》定义“基金中的基金”为，将 80% 的基金资产投资于经中国证监会依法核准或注册的公开募集的基金份额的基金，并在后续条款中将 ETF 联接基金的属性明确为一种“特殊的 FOF”。

与 2014 年《公开募集证券投资基金运作管理办法》相比，新定义将 FOF 投资范围限制为“公募基金”，规避了母基金通过私募子基金通道绕开《FOF 指引》各项规范的可能性，有利于降低 FOF 的投资风险。不过，私募系 FOF 等其他 FOF 的投资范围并

无此限制，这意味着公募 FOF 与其他类 FOF 之间或将形成不同的评价体系。此外，新定义进一步界定了 ETF 联接基金的属性，令 FOF 的外延更清晰。

值得注意的是，《FOF 指引》在第二条特别添加了“持有人利益优先原则”，这是此前《征求意见稿》中所没有的内容。同时，在第六条中则添加了新内容，要求 FOF 代表持有人行使投票权之前，先征求托管人的意见，以此约束 FOF 管理人的权利。

二、《FOF 指引》第四条用 7 个具体条款框定了 FOF 的具体投资操作规范，包括禁投标的范畴。相对《征求意见稿》的版本，本条内容的新增、修订之处较多。

首先，FOF 的可投资目标为“其他基金”和“股票、债券等其他金融工具”两类。对前者有严格限制，如“运作期限不少于 1 年”，“净资产不低于 1 亿”，且不得持有分级基金等“具有复杂、衍生品性质的基金份额”；后者是新增内容，要求所配置的投资品种和比例“应当符合 FOF 的投资目标和投资策略”。

这主要是为了杜绝 FOF 成为新基金或迷你基金的“帮忙基金”；而将分级基金等列入禁投池，则是为了防止变相加杠杆。即便如此，FOF 可选的投资范围仍非常大。按此规范，根据大智慧的数据，截至 10 月末，全市场共有 4879 只公募基金产品（不同份额分开计算），剔除成立不足一年、资产净值规模不足 1 亿元的产品，有 2987 只产品符合要求，有望纳入 FOF 投资标的池，占比 61%。

其次，参考公募“双 10”的原则，对 FOF 所持单只基金的额度做出“双 20”的限制。即 FOF 所持单只基金市值不高于自身净值的 20%，且不超过该子基金净资产的 20%。这一条款为新增条款，《征求意见稿》中并没有。其主要目的是避免 FOF 持仓过于集中，使 FOF 的收益不必过分受制于某只子基金；也为了避免子基金的持有人结构过于单一，从而受到 FOF 母基金申赎的反向干扰；还有利于避免 FOF 发生以母基金保子基金的行为。

此外，若因客观原因导致 FOF 被动违反“双 20”限制，《FOF 指引》将管理人的调整期限从原先的 10 个交易日延长到 20 个交易日，比较符合基金交易周期的需求。

再次，强调对 FOF 流动性和风险的控制，要求控制对封基、定开基金等流动性受限基金的投资比例。这也是在公开征求意见之后新增的条款，主要为了防止 FOF 母基金发生巨额赎回等极端事件时，若 FOF 所持流动性受限基金过多，可能导致流动性危机。

三、内部 FOF 须通过直销渠道申购且不得“双重收费”。《FOF 指引》第五条规定 FOF 管理人、托管人投资自身管理或托管的基金，不得双重收费。这一方面防止 FOF 管理人通过过度交易来损害持有人利益，另一方面避免基金公司因追求双重收益而推动 FOF 购买内部基金，形成利益输送。与《征求意见稿》相比，这一条只有略微区别，即要求 FOF 通过“直销渠道”申购自身管理的基金（ETF 除外）——这一改动本质上仍是为了最大限度地减少对持有人利益的损害，因为直销渠道申购方式费用最低。

四、强调 FOF 基金管理人的独立性，防止利益输送和内幕交易。《FOF 指引》第九条、第十条、第十一条大体从组织架构、人员设置、运作机制、业务流程、管理制度等角度，进一步强调对 FOF 加强风控、防止损害持有人利益。要求公募 FOF 要有独立部门、独立基金经理，以保证 FOF 基金管理人的独立性，防止利益输送和内幕交易等情况的发生；强调 FOF 管理人、托管人的相关职责，强化主体责任。

《FOF 指引》共十二条，与《征求意见稿》相比，相当一部分条款均有所调整，或新增内容，或修改期限等。但总体上看，绝大多数调整都围绕相似的主旨，即强调“加强风险控制”和“维护份额持有人利益”。

FOF 发展前景展望

从市场发育角度而言，我国已经具备发展 FOF 的两大基础要素。

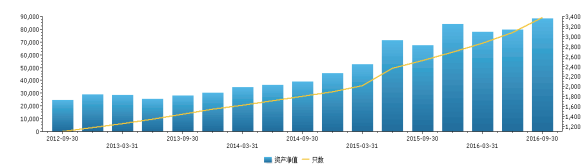
其一，我国充裕的民间资本、逐渐成熟的资本市场以及繁荣的大资产管理行业，为 FOF 创造了良好的生长环境，并产生了对 FOF 的内生需求。

美国投资公司协会（ICI）的数据显示，从 2002 年到 2015 年，美国 FOF 的数量从 268 只增长到 1404 只，资产规模则从 690 亿美元扩张到 17216 亿美元，占基金行业规模 10% 以上。这意味着作为一种投资工具，FOF 拥有较高的市场普及度。

而我国此前由于一直缺乏明确运营政策和指引的支持，FOF 发展缓慢。基金行业协会的统计显示，从 2012 年 12 月到 2016 年 9 月，我国公募基金产品数量从 1173 只增加到 3415 只，净值规模则从 2.9 万亿元增加到 8.8 万亿元。同时公募基金的产品线丰富，基金种类相对齐全。

但目前我国的 FOF 数量和规模并不大，参与运营 FOF 的机构多为私募基金，公开市场上缺乏统一、完整的统计数据。大智慧的统计显示，目前市场上有 337 只私募 FOF、87 只券商型 FOF；国元证券的统计则显示，剔除结构化产品后，存续的券商资管 FOF 有 249 只，私募投顾 FOF 为 215 只，第三方财富 FOF 为 216 只——无论哪组数据，都意味着我国 FOF 仍有待发展。

图 2：我国公募基金资产规模（单位：亿元；只）



数据来源：大智慧（截止 2016.9.30）

民生证券分析师李少君认为，基金行业规模庞大、相对成熟，一方面有利于拓宽我国公募 FOF 的投资范围，为其营造良好的市场基础；另一方面，丰富多样的基金产品令基金公司产生内部整合的需求，组建内部 FOF 有利于扩大公司资产管理规模，提升基金公司的效益。

其二，我国养老金产业的深化改革和发展将为我国 FOF 产业的壮大提供强有力的支持。从实践层面看，美国养老金、香港强积金等社会保障类基金习惯大比例配置公募 FOF，尤对以债券型基金和混合型基金为主要投资标的的稳健收益类 FOF 青眼有加。

在中国，三支柱养老保障体系正逐渐变得清晰（第一支柱为基础养老保险及其储备基金；第二支柱作为补充养老金，包括企业年金和职业年金；第三支柱是个人商业养老保险）。其中，第二支柱企业年金在过去十年的年化增速达 30%。目前，随着《基本养老保险基金投资管理办法》和《全国社会保障基金条例》的相继施行，我国基本养老保险基金的投资运营即将进入倒计时。

据人社部测算，截至 2015 年，基本养老保险基金累计结存 39937 亿元，同比增长 12%。若以其中可供运营管理的养老资金约 2 万亿元和投资 A 股比例的上限 30% 来计算，理论上可有约 6000 亿元资金入市。

作为中长期配置资金的典型代表，养老金入市将催生对 FOF 产业的需求。按美国 FOF 规模约为美国养老金规模的 5% 来测算，我国当前 2 万亿元左右的养老金可对应约 1000 亿元的 FOF 规模；十年后 45 万亿元养老金则有望对应 2.25 万亿元的 FOF 规模。

可以预见的是，未来直接参与二级市场投资的个人投资者将日渐减少，与此同时机构客户在二级市场的角色将不断得到强化，这意味着市场对 FOF 的需求有望持续增加。

揭开海外 FOF 面纱

——海外发展现状及典型案例

文 | 李园园

“他山之石，可以攻玉”，相较国内 FOF 市场的方兴未艾、蓄势待发，相对成熟的海外 FOF 市场确实有许多值得学习和借鉴的地方。



在海外 FOF 市场，FOF 经过几十年的发展，现今已颇为成熟。特别是近十多年来，FOF 基金在海外发展迅猛，成为主流投资方式。了解 FOF 在国际市场的发展历史和借鉴经验，将有助于我国 FOF 基金的良性成长和发展。

美国 FOF 发展迅猛，养老金助推“黄金时代”

广义上而言，FOF 起源于上世纪 70 年代，最初的形式是投资于一系列私募股权基金的基金组合。共同基金的 FOF 产生于上世纪 80 年代，并在过去的 20 多年中获得了较快发展。而纵观全球 FOF 市场，共同基金 FOF 市场规模在近两年总体保持稳定，总净资产维持在 30 万亿美元左右。全球范围内 FOF 类共同基金产品有 12000 只左右。从地区分布来看，美洲以将近 80% 的市场份额占据绝对优势，而这其中美国占据 9 成。

(1) 美国 FOF 发展现状

从发展历程来看，美国 FOF 基金市场 2001 年之后迎来了快速发展期，规模和数量都大幅提升。截至 2015 年末，美国市场公募 FOF 规模达到 1.7 万亿美元，占共同基金规模的比例为 11%；同时，FOF 近五年规模增速达到 13.8%，比普通共同基金规模增速高出 2 倍左右。FOF 基金在共同基金中的数量占比每年也在不断攀升。

当前，美国 FOF 的种类是以资产配置型和股票型为主的。美国所有共同基金管理的总资产约为 19 万亿美元，FOF 管理的总资产约 1.31 万亿美元。其中，资产配置型、股票型、债券型 FOF 管理的总资产分别为 0.61、0.62、0.075 万亿美元，占 FOF 管理总资产的比例分别为 46.6%、47.7%、5.8%。

就基金风格而言，目标日期基金和目标风险基金是美国 FOF 最主要的两大形式，特别是目标日期基金。目标日期基金一般会预先设定一个到期日，根据距离到期日的时间长短自动调整基金在股票、债券和现金方面的资产配置。目标风险基金则是根据预先设定的目标风险程度来进行资产配置。现在在美国的目标日期基金和目标风险基金的数量分别为 524、267 只，占 FOF 基金总数的比重为 41.4%、21.1%；管理的总资产分别为 7892、2786 亿美元，各自占全美 FOF 管理总资产的 60.3%、21.3%。

另外，美国 FOF 市场目前还是个寡头市场，市场份额高度集中。先锋基金、富达投资和普信资产这前三大基金管理公司，占有美国 FOF 基金 52.6% 的市场份额，而前十大 FOF 基金管理公司更是占据着 75.2% 的市场份额。

(2) 养老金驱动美国 FOF 快速发展

2000 年以来，美国 FOF 发展进入了“黄金时代”，养老金成为其主要的资金来源。

DC 模式自 20 世纪 80 年代起成为美国雇主退休

金计划的主要模式，具体做法是雇主和雇员每年共同向退休金账户缴纳退休金，账户中的本金和投资收益全部由雇员所有。换句话说，DC 模式流行把退休金的投资权限逐渐地交还给雇员，这也使得美国的退休金开始更多流入证券市场和共同基金。

DC 模式中，401 (K) 计划是最普遍的一种。在雇员转换工作时，可以把 401 (K) 账户的资金转移到个人退休账户 (IRAs)。IRAs 是社会保障计划、雇主退休金计划的补充，由个人自愿参加，政府会提供一定的税收优惠。事实上，美国养老金制度深入改革后，正是可投资共同基金的 401 (K) 计划和个人退休账户 (IRAs) 规模的扩大催生了目标日期基金和目标风险基金，并推动公募 FOF 快速发展。根据美国投资公司行业协会 (ICI) 的一项统计，约 60% 的上述退休投资计划参与者持有目标日期基金。截止 2015 年年底，IRAs 和 DC plan 总计持有目标日期基金 6710 亿美元，占比超过 44%。

海外 FOF 发展典型之一——“耶鲁模式”

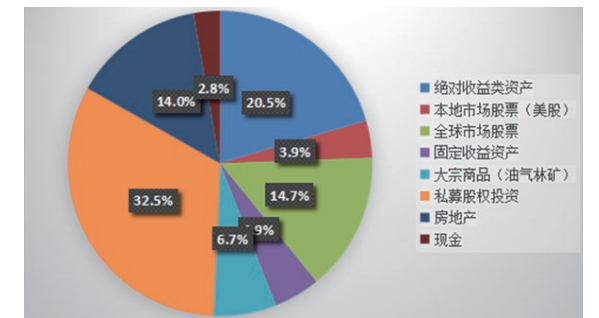
从 1985 年的近 20 亿美元，到 2015 年的 255.72 亿美元，耶鲁捐赠基金的市值在 30 年里增长了 11 倍，被称为是全球运作最成功的学校捐赠基金，而“耶鲁模式”也创造了机构投资史无前例的成就。

如耶鲁基金掌门人斯文森所言，“资产配置、市场时机与证券选择是投资仅有的三个小伙伴，无论是机构豪门还是散户个人，投资的路上就是与这三者厮混”。

(1) 资产配置核心：偏重权益与组合多样化

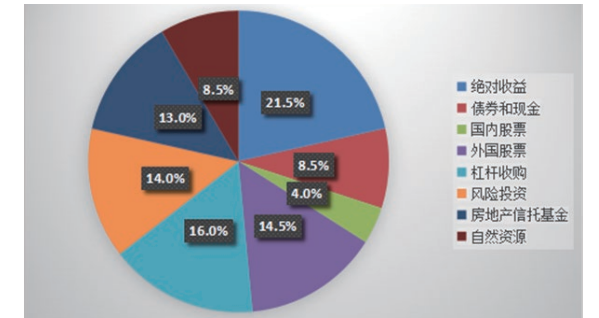
与传统的股债配置不同，耶鲁模式资产配置的核心主要是两点：偏重权益与组合资产多样化。一方面多投资长期、非上市或低流动性的房产基金、私募股权、自然资源基金等非传统资产配置，此外在权重分配时加大国外股票（包括新兴市场）的配置比重（图表 1）。我们从耶鲁基金 2016 年资产配置目标中同样可以窥得端倪（图表 2）。

图表 1：耶鲁模式资产配置（2015.6）



数据来源：耶鲁基金 2015 年报

图表 2：耶鲁基金 2016 年资产配置目标



数据来源：Yale News

(2) 证券选择与市场时机

耶鲁基金在实现多元化、全球化资产配置的基础上，通过对每个单独的资产类别的证券选择进行优化，进一步提高资产池的收益率。从 2005 年至 2015 年耶鲁基金旗下各个资产类别的表现来看，均战胜了市场主动基准及被动基准，其中全球市场股票在 2005 年至 2015 年之间年化超过主动基准 10.4%，超过被动基准 8.4%。

可以看出，通过最优化资产配置以及对每个单独资产类别的轻微调整，耶鲁基金是用价值投资的理念去各个市场选股，稳定地获取收益，同时降低潜在风险。而在择时方面，则并不注重，几乎放弃（耶鲁基金几乎永远满仓）。

说到底，耶鲁模式的重点是以权益为核心的多元化配置。

FOF 的优势与挑战

文 | 孙誉

从某种程度上说，公募 FOF 的推出透露了监管层致力于培育专业、成熟的机构投资者的立场，标志着资产管理将进入配置时代。

相关产品已在紧锣密鼓地筹备中，《FOF 指引》的落地更为国内公募 FOF 的发展提供了广阔的前景。从某种程度上说，公募 FOF 的推出透露了监管层致力于培育专业、成熟的机构投资者的立场，标志着资产管理将进入配置时代。

FOF 产品的三大优势

无论对投资者、对资管行业，还是对更深层次的社会需求来说，FOF 产品都拥有其独到的优势。

其一，对投资者来说，FOF 大大拓宽了其参与市场的方式和品种选择的范围。无论从国外实践来看，还是从当前国内正忙于筹备 FOF 的机构来看，发行 FOF 的资管机构往往拥有专业的投研团队，他们在长期的资产管理实践中大多已总结出一套严谨的投资流程、专业的研究方法和基金经理管理框架，有利于实现精选优质产品的投资理念。

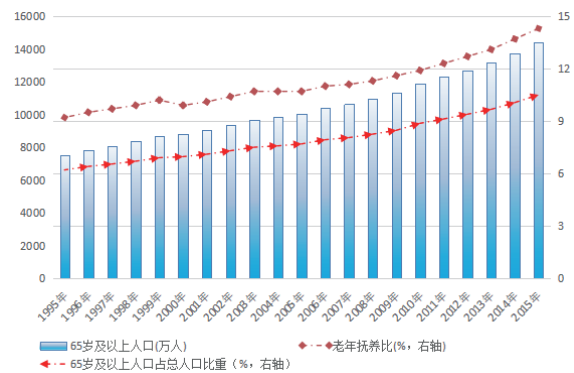
其二，大类资产配置是资产管理行业未来发展的重要方向，这也是 FOF 与其他产品相比最大的优势。所谓大类资产配置，是对不同风险收益特征资产的投资比例做决策。FOF 在这方面的优势来源于专业分工——FOF 管理人专注于大类资产配置，而具体个券和债券的选择则交给子基金的基金经理。

大类资产配置不仅能满足投资者包括海外资产配置在内的不同层次投资需求，同时还是 FOF 分散风险的核心。FOF 投资流程大体包括产品设计、策略设置、基金筛选与组合构建、重构与风控等步骤。

中信建投证券王赟杰认为，上述流程中经过了两轮风险分散，即“组合证券资产”和“组合不同基金”。换言之，大类资产配置利用不同资产价格不完全相关的特性，降低单一资产（单一品种、单一管理人、单一区域）价格下跌带来的巨大冲击，各资产类别的相关性越低，分散投资效果越好。

其三，从深层次的社会需求角度而言，FOF 更容易满足养老体系发展的需求。国家统计局的数据显示，截至 2015 年底，我国 65 岁以上老年人占总人口比例为 10.5%，已超过国际老龄化标准；老年抚养比达 14.3%（图 1）——从发达国家的经验来看，老年抚养比超过 17.5% 之后，每升高一个百分点，人均 GDP 将下降 0.2 个百分点。

图 1：我国老龄化人口正日益扩大



数据来源：国家统计局

事实上，人口老龄化已导致我国金融产品结构发生微妙的变化。据中国保险行业协会披露的 2016 年三季度互联网人身保险运营情况分析报告显示，截至 2016 年 9 月末，年金保险实现规模保费 224.5 亿元，占互联网人身保险保费收入比重的 16.2%，成为互联网人身保险第二大险种，仅次于寿险。

对仅希望达到保值增值、安全养老为目的的投资者来说，通过相对稳妥、风险可控的生命周期产品、生活方式型产品来保障老年生活，成为越来越多人的选择。这正是 FOF 的优势所在。我国已在积极通过法律法规和税优政策对养老金投资 FOF 提供支持，比如在已提交至国务院的个税改革整体方案中，个人养老账户税收抵扣成为核心内容之一。

FOF 面临的困境和不足

短期而言，FOF 或将面临市场适应性、人才匮乏、产品差异化、FOF 管理人收益来源等系列问题。

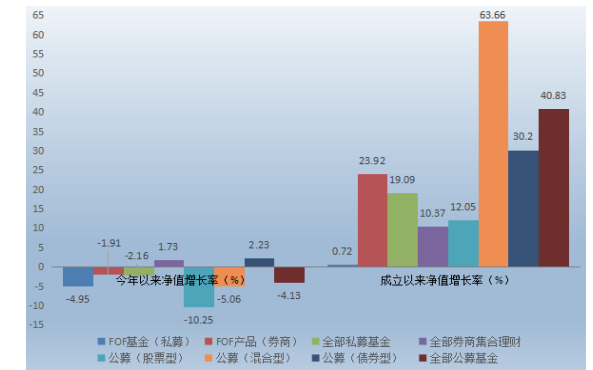
首先，虽然当前市场上拥有数量庞大、种类丰富的公募基金产品，但如何从中选出优质产品，且使公募 FOF 的运营获得持续显著的业绩，这并不是个容易回答的问题。

中泰证券分析师马刚认为，券商 FOF 和私募 FOF 主要受制于发行方的资产配置能力有限、配置标的范围偏窄、议价能力不足等问题，导致业绩表现参差不齐。

此外，目前我国公募基金行业还存在较严重的产品同质化、信息披露间隔较长等问题，这都将增加 FOF 在标的甄选、投资策略调整、仓位调控等方面的难度。

其次，海内外资本市场特性的较大差异导致 FOF 需要更多时间进行市场适应性训练。FOF 最显著的优势是大类资产配置，但国内股票市场的波动率显著大于债券等其他品类资产的波动率，且衍生品、杠杆工具等应用尚不够普及，很难对各类资产的波动率进行平衡，这将导致海外成熟的大类资产

图 2：目前国内 FOF 收益率并未显示出明显优势（%）



数据来源：大智慧（截止 2016.11.30）

配置量化模型无法直接适用于中国市场，需要根据市场实际情况另行开发适用的模型。

其三，FOF 投资对基金经理和管理团队的要求显著高于普通基金产品，而国内公募基金经理正面临高流动性和人才紧缺的问题，这或将给即将启动的公募 FOF 带来压力。

FOF 投资涉及权益类、固定收益类、大宗商品、另类资产等类别，所涉及资产类别之间的相关度越低，分散风险的效果就越好。因此 FOF 的基金经理及团队需同时具备宏观大类资产配置、组合量化、基金评价等才能，并具有丰富的产品管理经验和研究经验，才有利于做好 FOF 管理。

其四，双重收费问题。这个问题主要聚焦在投资者既要向 FOF 管理人支付费用，同时还隐性承担了子基金的费用——因为 FOF 产品在运作期间隐含了支付给组合持有基金的费用。所以一般情况下，FOF 基金的总费用会高于一般基金。

《公开募集证券投资基金二号——基金中的基金指引（征求意见稿）》对内部 FOF 做了限制，解决了双重收费的问题，但对外部 FOF 并无明确规定。而坊间的讨论也分为两个阵营：一方认为 FOF 管理者付出了劳动就应该得到相应的回报；另一方则认为应该让利给投资者。■

华宝信托面对面： 聊聊 FOF 那些事儿

文 | 乔冠东



虽然是“舶来品”，但凭借着多元配置、分散风险的优势，FOF 产品越来越受到国内市场的青睐。早在 2007 年，华宝信托已经率先在业内开始 FOF 产品探索。2015 年 3 月，华宝信托隆重推出“华宝博识众彩 TOF 资产配置信托”。经历了 A 股市场三次大调整，截止 2016 年 11 月末，该产品仍取得了超过 25% 的正收益率。

主流的 FOF 投资策略有哪些？如何选择适合的 FOF 产品？在这里，我们特别邀请了华宝信托的 FOF 信托经理讲一讲关于 FOF 投资的那些事儿。

主流 FOF 策略小科普：

Q：目前 A 股市场上的主流 FOF 策略有哪些？

分别具有什么特点？

华宝信托（以下简称 H）：目前 A 股市场上的 FOF 产品采用较多的策略有：MVO 模型、成本平均策略、核心卫星投资策略、买入并持有策略。

MVO 模型。谈到这个模型，不得不提一下哈里·马科维茨，他被认为是金融经济学理论先驱，被誉为“华尔街的第一次革命”。因其在金融经济学方面做出的开创性工作，马克维茨还被授予了 1990 年诺贝尔经济学奖。他的主要贡献是，发展了一个概念明确的、可操作的、在不确定条件下选择投资组合理论。

该模型是将各类资产历史收益率分布的均值视为期望收益率，将其方差视为风险，并希望在一

定的风险水平下最大化资产组合的收益，或者在一定的收益水平下最小化组合的市场波动风险。

成本平均策略假定投资者的财富只有一种形式，并且想把资产转化为另一种形式。成本平均策略的投资者通常会把现金分成不同的部分，然后每次以同样数量的现金按照事先确定的方案投资，这样可以避免一次性投资带来的风险。

实际操作中，主要是指投资者在投资股票时，按照预定的计划，根据股票不同的价格，分批买进，以备个股出现无法预测的风险时，可以摊薄成本，从而规避一次性投入可能带来的较大风险。成本平均策略的突出特点是使得投资者在股票价格较高时投资的股数少，而股票价格低时投资的股数多，以此减少投资成本。

成本平均策略其实是次优而非最优的投资策略。但这一策略在实战中经常被局部采用。

核心 - 卫星投资策略，是把投资的资产分为核心和卫星两大类资产，以此进行不同资产类别的配置。此策略的关键是核心资产的配置，一般情况下，核心资产配置的是被动型、费用低廉、流动性较好的基金（比如指数基金），对整个投资组合的安全和收益起到“保驾护航”的决定性作用，因而称之为“核心”。另外，把少部分资金配置在卫星资产上，卫星资产更突出灵活性、风险性，主要是在核心资产有稳健收益的前提下，把少部分资金配置于高风险品种之中，以此提高市场组合的收益预期。因此，其配置品种则更多偏向于小盘、另类等波动率较大的基金。

“核心 - 卫星策略”最早出现于 20 世纪 90 年代，很快就为退休基金、年金及 FOF 等机构投资者广泛运用，全球知名的先锋集团 (Vanguard Group)、巴克莱国际投资 (Barclays Global Investors) 等资产管理公司大都采用“核心 - 卫星策略”来管理机构投资者账户。目前在国际成熟市场上，“核心 - 卫星策略”已被广泛应用，这一策略在国内也

逐渐流行。

买入并持有策略，看似是一种最笨拙的方式，在研究人员群体中却备受推崇。这一策略也是巴菲特最为支持的策略。巴菲特曾说，如果我不想持有一家公司股票超过十年，那么我一分钟也不会持有。

采取该策略的投资者，通常忽略市场短期波动，放弃从市场环境变动中获利的可能，而更多着眼于长期投资，也就是巴菲特说的价值投资。这一策略看似简单，但并不意味着随时随地都可以买入，也并非适合每个人。并且每个市场都有其不同的特点，如果不考虑时间节点以及投资者素质，市场走势很可能会让买入的投资者最终丧失信心。

华宝信托 FOF 产品运作优势：

Q：从管理人角度看，FOF 产品的核心因素是什么？

H：华宝信托 FOF 产品强调的核心是大类资产配置。华宝信托 FOF 管理团队都经历过多次牛熊市场的转换，能够根据宏观环境及市场的变化，在恰当的环境下选择合适的资产类别，通过不同资产之间的低相关性或负相关性实现风险对冲，从而降低组合的波动率，在多变的市场环境中获得正收益。

华宝信托 FOF 的过往业绩表现不俗，关键在于，资产配置方向上把握准确。我们也会继续保持这一传统，更有信心也有能力将华宝信托 FOF 产品做得更好。

Q：相对于单独的私募主动型基金，FOF 产品（特别是华宝信托）是如何进行日常运作和 risk 管理的？

H：华宝信托 FOF 产品的组合构建是定性分析和量化评价的综合结果。FOF 管理团队首先会在策略团队的帮助下对宏观策略和证券市场趋势进行判断，然后结合判断结论和子基金定性和定量跟踪数据发现优质的投资机会。产品运作过程中，FOF 管

“投资者只有越深入地了解 FOF 产品管理人，才能更有把握地选中适合自己的 FOF 产品。”

理团队还会根据市场的变化对不同类别的资产进行动态调整，在控制整体风险水平的基础上追求长期绝对收益。

自 2015 年 3 月成立伊始至 2016 年 11 月，“华宝博识众彩 TOF 信托计划”经历了证券市场前所未有的大幅波动。期间管理团队积极调整股票权益、量化对冲、类固定收益等资产之间的配置比例和子基金管理人，存优汰劣，使得本产品迄今仍然取得了 27.31% 的净投资收益，且连续两年均获得可观的盈利。

Q: 您认为，一个合格的 FOF 产品管理人应该具备哪些条件和基本素质？

H: 合格的 FOF 产品管理人应该拥有多元化的资产配置能力。由于国内金融市场分类监管，金融资产分散在多种类型的金融机构中，FOF 管理人应当熟悉股票、债券、商品、基金、信托等投资领域，熟悉不同渠道、不同策略的金融产品遵循的规则。华宝信托深耕证券市场多年，在证券二级市场投资、量化投资、定向增发、新股、QDII 等领域积累了广泛的业务经验，开发了多种收益稳健的优先级资产，具有开展 FOF 产品管理的天然优势。

其次，FOF 管理人必须建立有效的市场研究体系。FOF 配置的过程必然面临对市场趋势的把握和判断，只有配合有效的宏观和策略研究能力，才能把握资产配置的重点领域和权益仓位管理。

第三，FOF 管理人必须建立一套行之有效的子基金筛选体系，包括投资管理人尽职调查、投资组合建立、风险控制、业绩归因分析、子基金替换和淘汰等。

投资 FOF 小秘笈

Q: 哪些投资者适合投资 FOF 产品？面对市场的诸多产品，应该如何选择 FOF ？

H: 对于银行、保险等大资金持有机构和高净值人群来说，FOF 产品为他们进行资产配置提供了多元化投资方案，增加可选项，有助于分散风险。

对于普通投资者而言。私募基金每次单笔投资至少 100 万元，普通投资者面对市场中上万只私募基金，没有那么多资金分别直接参与，也无从精准识别基金的真实投资逻辑和产品风险，FOF 产品能够帮助投资者降低多元化投资的门槛，同时避免投资者在数量庞大的基金中盲目选择。

面对市场上诸多 FOF 产品，投资者在选择时需要把握三大原则：

1) **清楚 FOF 产品管理团队的擅长领域。**判断该 FOF 产品的风格是侧重资产配置型还是子基金选择型，或者仅仅是简单组合一揽子基金。

2) **考察 FOF 管理机构是否拥有可配置的多元化资产。**资产获取能力越强的 FOF 产品管理人越能真正实现大类资产配置功能。华宝信托拥有股票权益、定向增发、类固定优先级、量化对冲等领域的多元化资产，能够为投资人真正实现 FOF 产品的大类资产配置功能。

3) **考察 FOF 产品管理人的资产管理能力和经验。**优秀的 FOF 产品管理人需要长期实盘投资经验而非仅仅依靠模拟数据，需要建立“接地气”的子基金筛选评估淘汰机制而非简单罗列子基金。

最重要的，只有越深入地了解 FOF 产品管理人，投资者才能更有把握地选中适合自己的 FOF 产品。✚



华宝风采

产品 华宝信托 2017 年主推产品展望

业务 华宝信托推出“医疗产业基金”
布局大医疗健康产业

海外 “全球化资产配置时代”系列之三：
从 QDII 看信托业海外布局之路

动态 “钢铁航母”——中国宝武钢铁集团启航
华宝信托与上海宝冶集团签署战略合作协议
华宝信托参展“第十二届北京金博会”

华宝信托 2017 年主推产品展望

文 | 华宝信托

继 2016 年在证券、投融资等领域成功运行多款系列产品，并受到市场和投资者广泛欢迎后，2017 年，华宝信托将在证券、投融资、国际业务等领域继续发力、广泛布局，在加强传统优势业务的同时，积极开拓新领域、研发新产品，为投资者提供更多理财选择。

本文为投资者呈献华宝信托 2017 年拟推出的多款拳头产品，涉及公司多项业务，助投资者更好地进行财富管理与布局。



流动性管理类

华宝现金增利信托产品

华宝现金增利是华宝信托 2012 年起重点推出的具有高流动性、低风险和稳定收益的现金管理型理财类产品。该产品采用双层信托 TOT 模式，自发行以来，日均存量资金规模超过百亿元，投资运作平稳、收益率保持稳定，在市场上赢得了良好的口碑。

华宝现金增利系列产品的特点如下：

1. 流动性高，收益稳定。每周都设有开放日，2016 年的七日年化收益率稳定在 3%-4%，弥补了市

场上短期产品的空缺，为客户提供了优质的现金管理工具。

2. 相较于其他的信托产品，本产品的起点较低，初始认购金额为 20 万元人民币，为合格投资者提供了更多的投资选择。

3. 与货币式基金相比，投资渠道广泛。本产品除了可以投资货币市场工具外，还可以借助信托所特有的投资渠道，配置符合标准的优质资产，并可对货币市场基金进行优选投资。

华宝月月增利信托产品

华宝月月增利于 2012 年推出，产品每月开放，建立动态的资产配置方案，通过跨期限无风险套利策略，实现预期收益。

截至 2016 年 10 月底，该信托计划自成立以来累计募集资金逾一百六十亿元，兑付客户本金加收益累计超过一百四十亿元，兑付成功率 100%，为委托人带来了稳定的投资回报。

华宝月月增利产品分为一个月、三个月、六个

月和一年四种不同期限，每个期限设定预期收益率，选择灵活、流动性强，且收益率远高于同档次存款利率。所有收益到期分配，本金或部分本金可以循环投资。

华宝月月增利投资标的包括以证券等为标的的中低风险固定收益资产、现金类资产、固定收益债券、高流动性低风险的固定收益理财产品等。该产品不投资于房地产、基建、矿产、政府融资平台等融资类信托资产，进一步降低了投资风险。

华宝稳健增利信托产品

华宝稳健增利是华宝信托于 2013 年下半年推出的一款为满足投资者中短期投资需求的净值型信托产品。该产品采用按净值认申购和赎回的方式，自成立以来，投资运作平稳、收益率保持稳定，受到了客户的广泛欢迎。

华宝稳健增利系列产品的特点如下：

1. 收益稳定，2016 年的历史月度年化收益率稳定在 5.1%-6.6%（四舍五入，保留一位小数），

为客户提供了优质的现金管理工具。

2. 信托产品无固定期限，委托人投资周期主要为 6 个月，弥补了市场上中短期产品的空缺。

3. 每月均设有开放日，可参与认申购，100 万元起。

4. 高流通性，纳入华宝信托“流通宝”转让平台，为投资者提供受益权转让及融通服务（以“流通宝”具体产品操作为准）。

证券类

华宝宝幡稳健回报系列信托产品

华宝宝幡稳健回报系列集合资金信托计划于2012年推出，不定期发行。该产品采用灵活的资产配置方案，资金的主要投资方向为以证券作为基础资产的各项证券投资类信托。

该产品主要分为6个月、12个月等几种不同期限，并按不同期限及认购规模设定不同的预期收益

率，总体收益水平略高于同档次银行理财产品收益率，产品发行期主要集中在每自然季的首月或次月。

华宝宝幡稳健回报的投资标的是证券类信托的优先权益，每个信托均按照预警及平仓机制，由信托公司严格监控，在不出现证券市场系统性风险的情况下，产品的风险可控，由于资金分散投资于多个证券，增加了信托资金的抗风险能力。

华宝博识众彩 TOF 系列信托产品

本信托产品成立于2015年3月19日，虽然历经A股市场大幅下跌和“熔断”行情的挑战，仍然连续两年为投资者赢得了丰厚的投资回报，年化投资收益率超过12%。截至2016年11月30日，信托产品的单位净值1.27，不仅远超各类证券市场指数表现，而且在理财产品投资收益率上稳居前列，吸引了多家商业银行的委外资金投资。

华宝博识众彩重在股票权益、量化对冲、固定收益、黄金、商品等大类资产配置，并在华宝信托主动管理之外引入优秀的公募/私募基金开展组合投资，特别适合银行、保险、财务公司等机构投资者的资产配置需求。凭借自身主动管理能力和连续11年的公募/私募基金投资大数据分析，华宝信托建立了完善的投资管理人考察和选拔机制；同时结合机构投资者的需求定制资产配置。

华宝宝增一期证券投资集合资金信托计划

宝增一期证券投资集合资金信托计划是华宝信托于2016年2月发行的一款主动管理型证券投资类信托项目。截止2016年10月31日，信托产品的年净值增幅为11.67%，跑赢业绩基准。

宝增一期主要投资A股中已经发布定向增发预案或已经发行完成定向增发计划，且上述定向增发价格高于交易时二级市场实际交易价格的股票。产品投资团队凭借优秀的自主研究能力和市场判断力，通过加强对市场新主题及公司的研究，深入挖掘新兴产业、大消费领域以及政策驱动型主题投资中的机会，在2016年取得了较好的成绩。



创新类

华宝境外市场投资系列信托产品

华宝境外市场投资系列信托自2012年起推出并持续发行，截止2016年10月底，该系列产品总共发行超过170只产品，累计管理规模超过170亿元。该系列产品是为高端客户群量身定做的一款投资工具，委托人均为单一委托人，客户群包括个人高净值客户和机构客户。客户经证实具备投资资质，确定投资标的及投资金额后，便可作为委托人认购产品。

该系列信托产品主要投资于境外证券市场中具

有较好流动性的金融工具，包括公开市场发行的权益类、固定收益类、货币市场类金融工具、结构性投资产品等。

华宝境外市场投资系列由多个子系列组成，其中新股系列的投向是境外市场发行的新股，参与方式灵活。固定收益系列和基金系列的投向分别是境外市场发行的固定收益产品和基金，参与方式除委托人指定具体投资标的的外，华宝也与多家境外知名的资产管理机构合作，由其提供投资顾问服务。

华宝寰宇系列信托产品

华宝寰宇系列集合资金信托计划是华宝信托近期推出的一款投资风险较小，收益挂钩海外多种策略的浮动收益类信托产品。产品结合了境内保本类理财产品和海外浮动收益类产品的优势，在通过结构设计为客户降低本金风险的前提下，提供参与海外市场并获取超额收益的机会。

该系列信托产品每期挂钩不同海外标的资产（包括但不限于股票组合、债券组合、ETF组合、

对冲基金及其他另类或多元化资产），提供客户多种选择及获取更高收益的机会。首期产品于2016年8月发行，募集规模超1.4亿元，海外投资标的挂钩于野村证券境外发行的并由其管理的动量策略指数。

华宝寰宇系列信托产品适合于投资期限不超过三年、对安全性要求较高、希望参与海外资产配置的高净值客户。

华宝资产证券化系列产品

华宝信托最早于2006年获得了资产证券化“特殊目的信托机构”的资格，并在2007年、2008年发行了多单信贷资产证券化项目，积累了丰富的操作经验。2014年重启资产证券化业务之后，华宝信托分别发行了“浦发2014年第三期信贷资产支持证券”、“臻聘2015年第一期信贷资产支持证券”等银行间信贷资产证券化项目；作为双SPV结构参与发行了“星美国国际影院信托受

益权资产支持专项计划”、“汇富富华金宝大厦资产支持专项计划”等交易所资产证券化项目；同时也探索开展了多单私募形式资产证券化项目，底层资产涉及融资租赁债权、商业物业租金、企业应收账款、保理收益权等。

2016年华宝信托更是在医疗健康领域发力，通过信托贷款、委托融资租赁、租赁资产转让等方式为公立医院的发展建设提供全方位的金融服务，助力民生行业。

华宝境外中资概念债系列信托产品

华宝境外中资概念债集合资金信托计划于2015年底推出，为主动管理类QDII集合资金信托产品。产品存续期间封闭，可每年分配利息。该系列产品通过聘请投资顾问，将信托财产投资于中资企业在海外发行的美元债券及香港市场的

债券组合并持有到期，但不排除在债券价格被高估的情况下获利了结，从而实现海外资产配置。

截止2016年10月底，该系列信托产品已发行3期，累计募集资金逾三亿元，投资标的为投资顾问提供的在海外发行的中资概念债券组合。

华宝产业基金系列信托产品

华宝产业基金系列信托产品自2015年推出以来，截至2016年年底，信托计划的运营情况良好，首期预计可实现的收益率较为可观。

华宝产业基金系列以信誉卓著的企业以及超高净值客户理财需求为定位准则。2015年，公司成立了华宝—临港新兴科技产业园区集合资金信托计划，与临港集团共同设立基金管理公司，基金管理公司发起设立了“上海临港园开股权投资基金合伙企业（有限合伙）”，规模不超过100亿，目前已投放20亿。从企业方面来讲，该产品旨在与企业发挥各自在产业经营以及资金运作方面的

优势，共同经营管理旗下的产业投资基金，由双方共同筛选企业的优质项目，谋求与企业共同发展。从实际情况来看，通过产业基金系列产品，使得企业获得了资金的支持，同时也通过增厚资本金为企业撬动了后续融资，为企业提供了综合的金融解决方案。

对信托产品投资客户而言，该产品为产业资本的投资管理，为有中长期资金投资需求的客户提供了较好的投资渠道，由于华宝产业基金系列产品追求与客户的共同增值，每年可实现的收益情况较高，成为高端理财客户资本长期增值的上佳的金融理财方案。



投融资类

华宝盈嘉系列信托产品

华宝盈嘉系列信托产品自2012年推出以来，已累计发行40余期，累计管理的信托规模超过150亿元人民币，截至2016年12月底，所有到期产品均如期兑付，成为一只广受好评的系列信托产品。

华宝盈嘉系列以针对较高信用等级的融资主体并结合高端客户的理财需求为定位准则。从企业方面来讲，该产品旨在服务优质企业，结合信托的独特优势及华宝信托的专业能力，为企业量身定做融

资方案，谋求与企业共同发展。

从实际情况来看，通过盈嘉系列，企业不仅获得了资金的支持，更获得了一个整体的金融方案，从而可以从战略上规划企业未来的经营运作方式，甚至盈利模式等。从投资者方面讲，华宝盈嘉系列由于对产品有着较高的共性的定位标准，并针对性地结合了高净值投资者的风险收益偏好和流动性要求，因此可以成为高净值投资者进行大类资产配置的选择。

华宝产融交辉系列信托产品

华宝产融交辉系列产品依托中国宝武集团的产业背景与资源实力，以打造“华宝信托资金支持+宝武产业运作”的多资源整合营销模式为先导，进而通过与中国宝武集团各子公司开展全面合作，充分发挥金融资本与产业相结合的优势，积极开展各种投、融资业务合作，力争达到产业发展与金融安全的良性循环。

2012年，华宝信托与宝钢工程合作的产融系列产品作为产融结合的起步项目，受到各方好评。四年来，华宝信托与集团下属各平台先后实践了PPP

联合展业、产融结合、供应链金融等多种合作模式，取得了良好的示范效果。经过不断地摸索与尝试，2016年华宝信托与宝钢工程、宝钢金属贸易逐步创新完善了华宝产融交辉系列应收账款财产权信托模式，和宝钢湛江成功开展了华宝产融交辉系列应付账款财产权信托模式，产融服务的深度进一步提升。

华宝产融交辉系列财产权信托产品模式成熟、便捷，有助于集团上下游体系实现现金回流、提升资金周转效率；优化各方财务结构、降低财务成本；促进上下游关系，提升供应服务水平；提高宝武集团整体销售与服务竞争力。

PPP项目

PPP（Public-Private-Partnership）模式即公私合作模式，指政府和社会资本合作模式，是在基础设施及公共服务领域建立的一种长期合作关系。目前，PPP模式在政策与实施条件上渐渐成熟，开展PPP项目合作的基础逐步完善。

华宝PPP系列信托产品将携手具有相关优势的优质合作伙伴，共同与政府下属、出资或控

股的企业对政府公共项目或是类公共项目进行开发投资，出资各方获得相应的收益，承担相应的风险。

2016年，华宝信托与中冶集团、葛洲坝集团等公司在PPP项目方面开展了深度合作，以联合体形式在上海、四川、湖北、广东、广西等多地参与PPP项目招投标，为即将到来的2017年全面打开PPP项目市场目标，奠定了良好的基础。

华宝金石长赢系列信托产品

华宝信托金石长赢系列产品，为公司在股权投资领域的创新，公司携手国内外知名企业以股权形式合作投资标的，借助合作伙伴的专业实力发掘投资机遇，为信托高端客户寻求更高收益的价值投资

产品，填补市场空白，积极服务于投资者价值的最大化。顺应财富管理全球配置的趋势，华宝信托将选择国内外知名企业，共同投资境外优质房地产项目。2017年，华宝信托将为高端客户提供更多全球投资机会。■

特别提示：本文件仅作为说明材料，不作为任何有约束力的法律文件。本文件的内容仅为提供投资说明，并不构成任何投资建议、投资承诺。华宝信托并未对本文件内容的完整性和精确性做出任何明示或暗示的承诺或保证。信托投资有风险，投资前应仔细阅读及理解信托合同、风险说明书。本材料为营销资料，并非法律文件。投资者应参阅信托合同和相关法律文件，在投资之前向其专业顾问咨询。



华宝信托推出“医疗产业基金” 布局大医疗健康产业

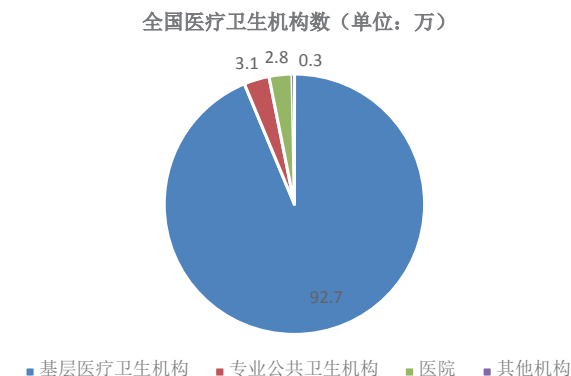
文 | 王贇 华宝信托产品创新与研发中心

医者，民之所依。在第十八届中央委员会三次会议《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》中，重点提出了深化医药卫生体制改革，统筹推进医疗保障、医疗服务、公共卫生、药品供应、监管体制综合改革。

医疗卫生行业市场潜力巨大，涵盖细分行业多，仅从“医疗”行业来看，根据国家卫生和计划生育

委员会公布的数据，截至2016年6月底，全国医疗卫生机构数达98.9万个，其中：医院2.8万个，基层医疗卫生机构92.7万个，专业公共卫生机构3.1万个，其他机构0.3万个。与2015年6月底比较，全国医疗卫生机构增加3160个，其中医院增加1804个，基层医疗卫生机构增加5698个，专业公共卫生机构减少4222个。

图 1: 全国不同类型医疗卫生机构数量



在所有医院中：公立医院 12958 个，民营医院 15303 个。2016 年 1-6 月份，全国医疗卫生机构诊疗人次 38.5 亿人次，同比提高 2.3%。其中：医院 15.7 亿人次，同比提高 6.1%；基层医疗卫生机构诊疗人次为 21.4 亿人次，同比降低 0.9%；其他机构 1.4 亿人次。医院中：公立医院 13.8 亿人次，同比提高 4.6%；民营医院 1.9 亿人次，同比提高 18.5%。不仅基数庞大，且连续多年以高增长态势持续发展，趋势迅猛。

而另一方面，目前医疗行业的发展依旧存在着很多内生的问题。在国务院办公厅制定的《全国医疗卫生服务体系规划纲要（2015-2020 年）》中，肯定了我国目前医疗卫生行业发展的现状，也指出了医疗卫生资源总量不足、质量不高、结构与布局不合理、服务体系碎片化等现存的问题。

在此背景下，助推公共医疗的发展与优化，通过为医疗机构提供更加高效、便捷、全面、经济的融资服务，加强医疗机构的基础设施建设十分必要。

为此，华宝信托近期研究设立了“华宝医疗产业基金”，为县级二甲以上公立医院提供成熟的融资服务，重点支持二甲及以上公立性医疗机构新建、改扩建、医养结合的综合服务项目等，支持土建、硬件、软件等基础设施配套建设。

同时，华宝信托尝试探索出了一条使用量化模型筛选合格投放标的医院的新模式，大大地提高了审核效率，使得项目投放时间缩短到了最快两周以内，涉及的量化筛选的因素包括医院全年医疗收入、医疗结余等在内的医院财务指标，医院床位数等经营指标以及当地经济情况数据。

在融资模式上，目前可以采纳的方式包括信托贷款、委托融资租赁以及融资租赁债权转让三种模式。医院虽然是非盈利性机构，但每天都有稳定的诊疗、药品收入以及定期的医保结算费用，因此，华宝信托根据医院的现金流特点，灵活地设计还款方式，可以接受医院以每季或每半年等频率分期偿还融资本息，大大地减小了医院的时点性还款压力，更契合融资医院的需求。

随着市场需求的增加及政策扶持力度的加大，我国的健康产业将迎来重要发展契机。华宝信托也将对包括养老产业、保健产业在内的多个大医疗、大健康领域进行研究和探索。随着我国老龄化进程的加快，多元化养老需求正在逐步形成，加之目前国内养老服务资源的分布不平衡，我国养老产业具有很大的发展潜力。而人们生活水平的提高及健康意识的提升更是我国保健产业发展的重要动力。未来，华宝信托将更广泛地涉足大医疗、大健康产业，研发更多相关产品，更好地助力民生事业发展。

“随着市场需求的增加及政策扶持力度的加大，我国的健康产业将迎来重要发展契机。华宝信托也将对包括养老产业、保健产业在内的多个大医疗、大健康领域进行研究和探索。”

“全球化资产配置时代”系列之三： 从 QDII 看 信托业海外布局之路



文 | 陈静 华宝信托国际业务部

尽管资本项下人民币可兑换尚未完全放开，但人民币国际化及资本开放的趋势不会改变。在国内投资回报率下行、优质资产匮乏、客户海外投资需求增长的背景下，信托公司布局海外的步伐加速推进。

从硬件来讲，加速设立境外子公司，积极申请跨境业务牌照都已不再鲜见。从最初的 QDII 到后来的 QDIE、QDLP，越来越多的信托公司开始拥有发展跨境业务的牌照资质，而暂时未获牌照的信托公司，也已开始寻找通道途径，曲线涉足海外业务。

目前，在港股 IPO 基石、锚定投资、海外对冲基金、人民币国际投贷基金、海外发债、中概股回归、海外 FOF 等方面已都有信托公司客户的身影。以 QDII 渠道为例，目前信托行业海外市场业务现有投资产品概况如下：

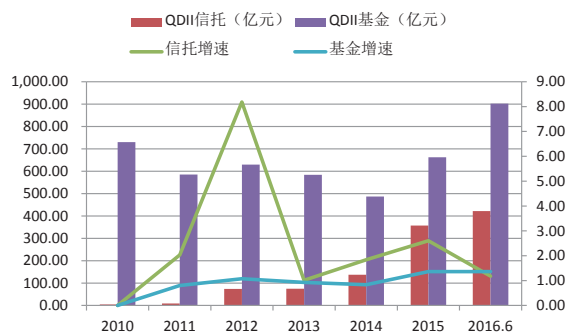
投资规模

根据信托业协会网站提供的数据显示，截至 2016 年二季度末，我国信托行业 QDII 类业务规模逾 422 亿元，同比增长 1.53 倍，存续规模再创新高。如果纵向比较，2010 年至 2014 年 6 月，全行业 QDII 业务规模都维持在百亿以下，期间几经波动和周折。然而，仅三个季度后，也就是 2015 年一季度末，QDII 业务就达到了 187 亿元，

而到 2015 年三季度末，规模就攀升至 279 亿元，随后一个季度，规模又继续升至 357 亿元。

信托业 QDII 业务的第一个一百亿元累计用了四年多的时间，第二个一百亿元累计用了一年左右的时间，而第三个一百亿元的累计用时仅半年左右，直到第四个一百亿的增长仅仅用一个季度就完成了，这充分彰显了国际化信托业务发展进入了快车道。如果从横向比较看，我国 QDII 信托业务规模与 QDII 公募基金的规模差距在持续缩小，2010 年 QDII 公募基金存续规模超过 700 亿元，是 QDII 信托业务规模的 164.6 倍，而到 2015 年末仅是 1.85 倍。可以说，不论从纵向还是横向看，我国信托国际化业务都迈上了一个新台阶。

图 1：我国 QDII 产品规模



数据来源：公开资料整理，截至 2016 年 2 季度

投资类型

根据 2007 年颁布的 27 号文《信托公司受托境外理财业务管理暂行办法》规定，信托公司 QDII 产品的投资标的多为标准化证券产品。从表 1 可以看出，信托公司 QDII 产品主要的投向为股票、债券、基金、票据（结构性产品）等标准化产品，未扩展到股权投资等非标产品。

表 1：信托公司 QDII 业务的投资品种和投资限制统计表

	投资品种	投资限制
货币市场产品 固定收益类证券	国际公认评级机构最近 3 年对其长期信用评级至少为投资级以上的外国银行存款	/
	国际公认评级机构评级至少为投资级以上的银行票据、大额可转让存单、货币市场基金等	/
	国际公认评级机构评级至少为投资级以上的外国政府债券、国际金融组织债券、外国公司债券	/
	中国政府或企业在境外发行的债券	/
基金	公募基金（已与中国证监会签订代客境外理财业务监管合作谅解备忘录的国家或地区相关监管机构所批准或登记注册）	信托产品的投资对象全部为境外基金的，每只境外基金投资比例不得超过该集合信托计划或产品所募集资金余额的 20%（基金投资组合中包含境外全型基金的，该全型基金应当视为一只基金）。
股票等投资产品	普通股	在任何时点上，单个受托境外理财信托计划或产品中的股票等投资产品的资金余额不得超过该信托计划或产品所募集资金余额的 50%；投资于单只股票等投资产品的资金余额不得超过该信托计划或产品所募集资金余额的 5%；在任何时点上，投资于任一国家或地区市场的股票等投资产品的资金余额不得超过该信托计划或产品所募集资金余额的 20%。
	优先股	
	全球存托凭证、美国存托凭证、房地产信托凭证	
结构性投资产品	与固定收益、股权、信用、商品指数、基金等标的物挂钩的结构性投资产品	/
金融衍生品	信托公司应按照《金融机构衍生品交易业务管理暂行办法》的规定获得相应的经营资格	单个受托境外理财信托计划或产品中的金融衍生品全部敞口不得高于该计划或产品资产净值的 100%。单个受托境外理财信托计划或产品中投资期货支付的初始保证金、投资期权支付或收取的期权费、投资柜台交易衍生品支付的初始费用的总额不得高于该计划或产品资产净值的 10%。

资料来源：中国银行业监督管理委员会网站（http://www.cbrc.gov.cn/index.html）

信托公司发行的 QDII 单一信托产品，由信托公司根据委托人指令进行交易，风险由委托人自担。信托公司在缺少资源、人才等方面的展业初期，通过提供通道服务开展海外业务是较为稳妥的方式。

部分信托公司在吸取其他机构在海外投资的经验后，开始逐渐转向主动管理业务，并发行了投资不同类型海外市场标的的集合类 QDII 产品，这些产品主要投向中国香港市场，产品投资标的多集中在股票、债券等标准化证券资产。

2015 年“811 汇改”后，部分境内资金寻求境外相对安全的资产，华宝信托值此时间点发行了境外中资债系列信托计划。近期在人民币贬值预期压力下，华宝信托又进一步推出了一款投资风险较小、收益挂钩海外多种策略的“寰宇”系列信托产品，该系列产品结合了境内保本类理财产品和海外浮动收益类产品的优势，在通过结构设计为客户降低本金风险的前提下，提供参与海外市场并获取超额收益的机会。

“钢铁航母”——中国宝武钢铁集团启航

2016年12月1日上午，新组建的中国宝武钢铁集团有限公司在上海揭牌成立。

中央政治局委员、上海市委书记韩正，国务院国资委主任肖亚庆、上海市市长杨雄、中组部副部长高选民、湖北省副省长许克振、中国宝武集团董事长马国强、中国宝武集团总经理陈德荣等出席成

立大会，并为新集团揭牌。

联合重组后，中国宝武集团拥有员工22.8万人，资产总额约为7300亿元，营业收入达3300亿元。集团拥有普碳钢、不锈钢、特钢等三大系列产品，年产粗钢规模将位居中国第一、全球第二，成为中国乃至全球钢铁行业最具影响力的企业之一。✎

华宝信托与上海宝冶集团签署战略合作协议

2016年10月27日，华宝信托有限责任公司与上海宝冶集团有限公司战略合作协议签约仪式在上海举行。上海宝冶集团董事长王石磊、华宝信托总经理王波、上海宝冶集团总经理陈刚、上海宝冶集团总会计师李移峰出席签约仪式。

根据协议，华宝信托与上海宝冶集团将充分利用和发掘双方各自的优势和资源，创造双方共赢的长效合作模式。华宝信托将利用自身的综合优势，为上海宝冶集团在PPP项目、供应链金融、产业型基金等方面提供全方面的金融服务，促进

集团业务的综合发展。✎



▲ 华宝信托总经理王波、上海宝冶集团总经理陈刚签署战略合作协议

华宝信托参展“第十二届北京金博会”

2016年10月27日—30日，第十二届北京国际金融博览会在北京展览馆开展，华宝信托与中国宝武集团旗下其他成员单位受邀参加展览。在展会上，华宝信托展示了全新的品牌形象和优质的金融服务，同时也普及了科学的财富管理方式和理财观念。

华宝信托本次带来的主推产品是华宝家族信

托。作为回归信托本源的业务，华宝信托根据不同客户的特点分别设计了“世家华传”和“基业宝承”两个系列的服务产品，兼顾财富回报和家族传承的市场需求。随着国内高净值人士对于家族财富管理需求的逐渐发育、成长，家族信托业务也将成为华宝信托未来业务转型的新亮点和新方向。✎



财富解码

热点 是谁推动了人工智能第三次革命的浪潮？

趋势 “保守主义时代”的留学政策

故事 “摩拜向左，ofo向右”
——看资本角逐共享单车市场

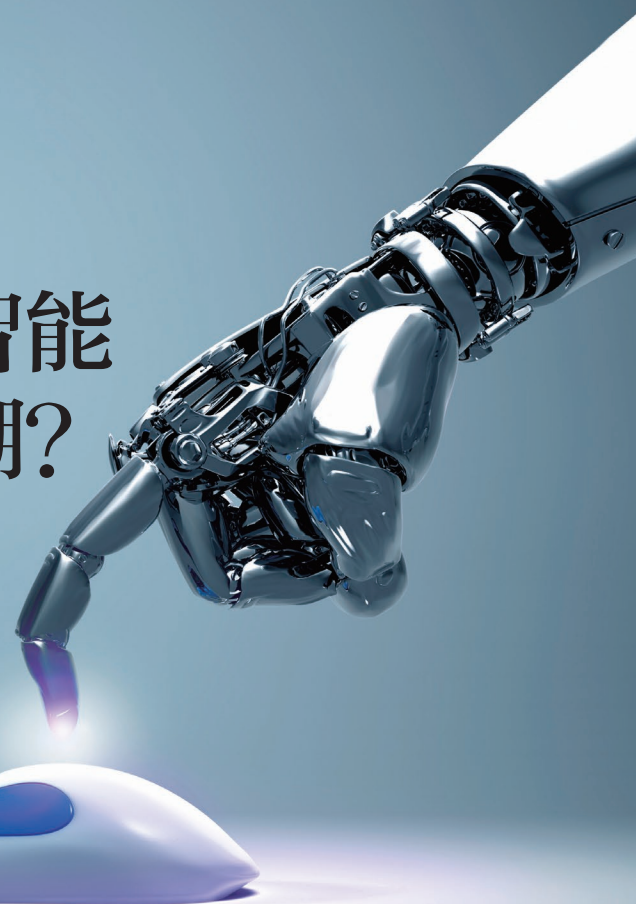
案例 家用电器，你升级了吗？

课堂 保护自己远离洗钱

是谁推动了人工智能第三次革命的浪潮?

文 | 陈辰

应用层的百花齐放，使得人工智能的表现形式日新月异，从局限性、行业性极强的领域，开始飞入寻常百姓家。



日前，一款集语音、手写、拼音等输入方式于一体的输入法让使用者纷纷惊叹，也让它背后的科技公司科大讯飞“一夜爆红”，并掀起了关于人工智能第三次浪潮的讨论。从1956年达特茅斯会议确定人工智能（AI）的开端，60年以来，人工智能的发展经历多次起落后迎来了新的黄金发展期。

机器的“深度学习”算法激发AI活力，云计算、GPU并行计算的出现为人工智能提供更多的想象，互联网、物联网作为普及的媒介……应用层的百花齐放，使得人工智能的表现形式日新月异，从局限性、行业性极强的领域，飞入寻常百姓家。

互联网和物联网提供充足的养料

早期的人工智能专注于逻辑推理，操纵各种符号，计算机遵循指令行动，因果关系明确。因为它掩盖了感知，现实世界的多样性以及不确定性使

得基于逻辑的人工智能模式很快遭遇瓶颈，人工智能的研究重点开始逐渐转移到“机器学习”的统计轨道上。

谷歌人工智能程序AlphaGo以4:1的战绩击败韩国围棋职业九段选手李世石，被认为是人工智能发展最新的里程碑。

微软曾提出一个概念：“成功的机器学习并不是拥有最好的算法，而是谁拥有更多的数据。”根据微软的研究，如果任意选择一套算法，即使是相对劣等的算法，只要给予足够多的数据，它的表现甚至比优质的算法更佳。

百度深度学习研究院“杰出科学家”徐伟曾表示，“一个小孩要认识一种物体只需几幅图就足够了，但计算机则需要几百幅图。这是因为人工智能还很难从少量标注数据中学习。”

这个问题终于在大数据时代得以解决。大数据

时代的海量、优质的应用场景数据使得算法成为精确性的关键资源，以人脸识别为例，训练这种算法的模型数据量至少在百万级别之上。得益于互联网、社交媒体、移动设备的发展，深度学习训练算法获得了充足的养料。

此外，物联网产业同样处于爆发前夕。物联网提供了计算机感知和控制物理世界接口的手段，大大丰富了数据的多样性。这些传感器如同人类的五官，而大量智能设备的推广又进一步加速了传感器的繁荣，成为机器感知世界的敏锐触角。

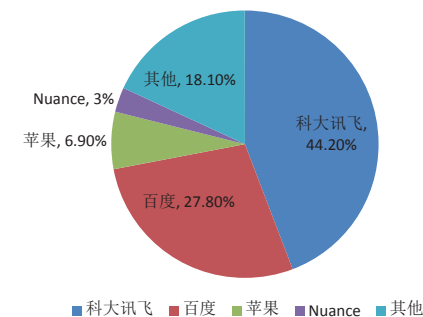
语音识别——人机交互的第一入口

人工智能时代，人与机器交互方式最自然的的就是语音交互，各巨头纷纷抢占语音入口，切入人工智能领域。

以国内语音识别龙头“科大讯飞”为例，它是国内极少数掌握核心技术并拥有知识产权的企业。目前科大讯飞已成为全球最大的中文语音技术和语言技术的提供商，根据《2015中国智能语音产业发展白皮书》，目前该公司是国内第一、全球第五的智能语音厂商，国内份额达44.20%，具备与国际巨头一较高下的能力。

此外，公司自2014年开启“讯飞超脑”项目，在认知智能领域前瞻布局，在语音合成、语音识别、

国内智能语音市场份额分布



来源：《2015中国智能语音产业发展白皮书》

纸币考试自动阅卷、口语翻译、语义理解等方向取得显著阶段性成功，有力支撑公司在多个业务领域的产品拓展。

类似科大讯飞这类公司，国内仍有不少。如以搜索引擎巨头百度而言，近期同样在语音识别Deep Speech 2项目上进行发力。

这类公司的普遍特征是占据流量入口、积累海量多维数据，并对计算资源、人才培育进行了长期投入，基础资源积累丰厚。在语音、图像、自然语言处理技术上实现突破，并构建通用技术平台，提供垂直解决方案以及产品，逐步形成完整的生态圈。

无人驾驶——让梦想照进现实

无人驾驶成为人工智能的另一突破口。2016年11月16日，在第三届世界互联网大会上，百度无人汽车成为乌镇的亮点。大会期间，百度无人车在桐乡市子夜路智能汽车和智慧交通示范区内首次进行了开放城市道路运营，这也是中国自主无人驾驶技术首次在开放城市道路运营。

无人驾驶是百度迄今投入最大的项目。目前，百度无人汽车已经在全球拥有研发团队，其中硅谷研发团队已达上百人。此次在世界互联网大会期间进行无人汽车展示的时候，参与体验的乘客认为，百度已经具备一定的无人驾驶技术。

但是，无人驾驶汽车的商业化距离仍然遥远，高成本仍成阻碍。此次百度展示的无人驾驶汽车，成本达200万人民币。高成本势必让其价格抬升，而这样的价格，对于普通消费者来说是难以企及的。如何实现低成本造车，又是企业必须面对的另一个难题。

虽然已经经过60年的发展，但目前人工智能的发展水平仍显得较为稚嫩。人们只能不断地尝试将技术往前推进，但最终人工智能会展现出什么样的姿态，却没有人知道。不过，也许正因为当下的稚嫩与困惑，使得人工智能未来的发展变得广阔而又充满生机。

“保守主义时代”的留学政策

文 | 丁一

随着中国人均可支配收入的增加、私人财富的快速增长，留学已经成为越来越多家庭的选择，而留学低龄化、优秀院校录取门槛提高、归国热已经成为当今留学产业的三大趋势。

随着中国人均可支配收入的增加、私人财富的快速增长，留学已经成为越来越多家庭的选择。2017年的英美留学申请已经进入了预备期，随着特蕾莎·梅与特朗普等“保守势力”相继上台执政，相关留学政策的是否会产生变化，又将对我国留学生产生怎样的影响？

中国留学市场概况

2016年3月，教育部发布统计数据称，自1978年至2015年底，我国出国留学人员累计达404.21万人。其中，2015年我国出国留学总人数达到52.37万人，同比增13.9%，2005-2015年留学人数的十年复合增长率达16%。从留学生的分布来看，学生主

要集中在英美两国。

中信银行联合胡润百富发布的《2016留学趋势特别报告》提出，留学低龄化、优秀院校录取门槛提高、归国热已经成为当今留学产业的三大趋势。

中国留学生在国际生中的排名

排名	国家	在全球留学市场份额	中国留学生在国际生中排名
1	美国	16.35%	1
2	英国	12.56%	1
3	德国	6.35%	1
4	法国	5.99%	2
5	澳大利亚	5.51%	1

数据来源：中国教育在线《2015年出国留学发展状况调查报告》

英国：留学签证门槛提高、续签收紧，工作签证和留学移民难度更高

2016年，英国宣布“脱欧”，特蕾莎·梅成为英国史上第二位女首相，外籍人士的学生签证和工作签证都可能因此遭遇重大影响。早在特蕾莎·梅担任英国内政大臣时，留学生便领教了一番梅姨的“保守”做派：

1) 2012年4月：取消PSW签证。这让很多留学生因为签证时间不够，找不到工作，只能回国。

2) 2015年4月：增加NHS额外费用。申请赴英工作，学习或和家人团聚超过6个月的非欧洲经济区公民需要支付医疗附加费。医疗附加费为每年200英镑，学生每年150英镑，随行家属通常需要支付和主申请人相同的费用。

而在她就任首相之后，签证政策继续收紧。比如自2016年11月12日起，英国留学签证有了三项新的变化：

新政一：银行存款中的生活费金额要求提高。自11月12日起，申请Tier4学生签证所要求的生活费金额提高为：伦敦地区1265英镑/月（原先为1020英镑/月）；伦敦之外地区1015英镑/月（原先为820英镑/月）。提供合计共9个月生活费的资金证明，即：伦敦地区生活费11385英镑，伦敦之外地区生活费9135英镑。

新政二：就读College的学生将不能在英国境内续签。以前课程空缺时间短于一个月的学生，可以在英国办理续签，而现在则需要回国做续签的工作。而续签的时间大概要15个工作日左右。

新政三：11月12日起，持有Tier4签证的学生，在英国就读本科以下课程的最长期限将从3年缩减到2年。

这还只是开始，新任内政部部长安珀·路德表示，英国2017年正式脱欧前，政府会考虑大幅削减移民数量，外籍人士的学生签证和工作签证都可能遭遇重大变革。

美国：留学容易，留下难

特朗普在当选美国总统后表示将收紧签证政策，但不少专家表示，作为一个移民国家，美国仍需来自世界各地的“新鲜力量”以保持其在教育和科研上的领先地位。

根据美国商务部统计，每年国际学生可以为美国经济带来近360亿美元的经济增长。在留学生的资金来源中，个人或家庭费用占了66.5%，加上其他海外政府、资助人等来源，留学生留学的资金大约75%来自海外。因此，作为一名商人出身的总统，特朗普应该能够权衡其中的利弊。

主要的影响在工作签证方面，包括OPT的终止和H-1B签证的政策变更。

终止OPT：F1签证学生可以在毕业之后有1年的短期实习Optional Practical Training时间，简称OPT，这段时间可以在美国停留，寻找工作。

H-1B签证的政策变更：目前有传言，H-1B签证的最低工资将被定为每年\$110,000。换言之，留学生必须找到肯支付自己每年\$110,000的雇主才够资格申请工作签证。这个工资线，除了金融、计算机等少数行业的公司能够达到之外，基本是对留学移民关上了大门。

概括下来，英美两国在留学相关政策上的变化基本一致：留学签证容易，工作签证困难。



● PSW：全称 Post-study Work。这个签证是指在英国获得本科、硕士等文凭的留学生毕业之后可以拥有有效期2年的签证，在英国找工作。

● NHS：国家医疗服务。

● Tier4：专指学生签证。

● H-1B 签证：特殊专业人员 / 临时工作签证 Specialty Occupations/ Temporary Worker Visas (H-1B)，是美国最主要的工作签证类别，发放给美国公司雇佣的外籍有专业技能的员工。



“摩拜向左，ofo 向右”

——看资本角逐共享单车市场

文 | 丁一

单车市场的争夺战远未落幕，但无论最后的结果如何，都希望经营者以用户需求为导向，不断改善用户体验，让用户“随时随地有车骑”，畅享绿色短途行的交通方式。

2016年以来，上海的大街小巷悄然多出了橙黄两抹色彩——摩拜单车和 ofo 单车。这种外形靓丽、软硬件结合、摆脱停车桩的骑行体验一经推出，便受到了广泛的关注和欢迎，带有互联网基因的共享经济模式同样也受到了各路资本的青睐。

车主做出终身免费的营销设计，每辆单车使用的是普通自行车加解锁锁的形式。

摩拜单车与 ofo 单车的比较

		
经营范围	全社会	正从校内走向校外
押金、计费	299元押金，每半小时1元租车费	校外99元押金，每小时1元，校内每小时0.5元，2元封顶
使用方法	APP预约附近单车、扫码开锁、直接用车，无需车桩	输入车牌号获得密码即可解锁（机械锁），无需车桩
重量	配有实心轮胎、轴传动、全铝车身等特殊设计，全重25公斤	普通自行车重量
配件	GPS模块、SIM卡、嵌入式芯片等	特制机械锁
维护	专人维护	无人维护
来源	统一定制	学生捐赠，社会购买

数据来源：网络公开资料整理

Mobike VS ofo

摩拜单车和 ofo 单车在经营方式、车辆设计乃至使用方法上都有很大的差异。

摩拜单车诞生在上海，旨在解决人们出行的“最后一公里”问题。它在产品的折旧、设计和使用上做了很多精心的设计，所以才有了加装 GPS、实心轮胎等特殊装备的重达 25 公斤的单车，产品成本据称在 3000 元一辆。ofo 单车则诞生在校园，旨在解决校园自行车偷盗严重的问题。起初的口号是“随时随地有车骑”，鼓励共享精神，对于共享单车的

在募集资金方面，两家公司目前均已完成千万级融资，难分伯仲。首先是成立时间较早的 ofo，其投资方包括滴滴出行、小米等知名企业。作为主要竞争对手的摩拜单车也不乏有知名 PE/VC 站队。

ofo 融资情况

融资日期	进度	金额	投资方
2016.10.10	C 轮	1.3 亿美元	滴滴出行 美国对冲基金 Coatue 小米
2016.9.2	B 轮	数千万美元	经纬中国 金沙江创投 唯猎资本
2016.8.2	A 轮	3400 万人民币	真格基金、唯猎资本 天使投资人王刚 金沙江创投 东方弘道（弘合基金）
2015.3.17	天使轮	数百万人民币	唯猎资本
2015.3.17	天使轮	数百万人民币	唯猎资本

数据来源：ofo 官网

摩拜融资情况

融资日期	进度	金额	投资方
2016.9.30	C 轮	1 亿美元	红杉资本中国 高瓴资本（Hillhouse Capital）
2016.8.19	B 轮	数千万美元	熊猫资本 愉悦资本（JOY Capital） 创新工场
2015.10.30	A 轮	数百万美元	愉悦资本（JOY Capital）

数据来源：IT 橘子



成本比较

在实际的运作中，摩拜单车可归类为高投入的重模式，而 ofo 单车则为低投入的轻模式。

根据摩拜单车公司自己公布的数据，摩拜的单车成本大约在 3000 元左右，定制的单车的使用寿命大约在 4 年。而 ofo 的单车成本含维护大约在 270 元，使用寿命大致在 1 年半。

ofo 的投资方金沙江创投创始人朱啸虎就看好 ofo。他认为，“成本低是王道。”摩拜单车最大的硬伤，是成本太高。摩拜单车三四千一辆，资金回笼缓慢，相比之下 ofo 的资金周转快，回收周期短。尽管 ofo 扩张到校外市场也会面临使用效率、道德风险、非自然损耗等问题，但与摩拜相比，ofo 最大的优势是成本低。“摩拜布一辆车，ofo 可以布 10 辆。”

但摩拜单车的风投方，熊猫资本合伙人李论却认为，“贵有贵的道理”。从业务角度来说，熊猫对摩拜的数据模型非常认同。虽然摩拜单车的制造成本比普通单车高很多，但是每辆车的使用周期比较长，是 4-5 年的折旧。熊猫认为这个项目的优势

就是因为车贵，有 GPS，可以报错维护，是实心轮胎而非链条驱动，使得它的使用年限长，维护成本低，这是完成项目整体假设的重要前提。李论提到，摩拜后期量产，成本会再降低。另外，摩拜的商业模式也很清晰，是产品驱动的公司，靠租金就可以挣钱。

共享单车的用户体验

通过宣传、营销可以让产品短期获得市场的关注，但最终让用户沉淀下来的是产品本身带给客户的体验。目前，两种产品都各有优缺点。摩拜单车外形靓丽，但和 ofo 单车相比，车身较重，骑行较吃力（单车本身有机蓄电设计），且大多没有车篮，放置物品不便。ofo 单车最大的弱点，在于走出校园后，人们找车不方便（没有 GPS），想要骑行完全取决于地区投放密度。

看来，这场单车市场的争夺战远未落幕，但无论最后的结果如何，希望经营者以用户需求为导向，不断改善用户体验，让用户“随时随地有车骑”，畅享绿色短途行的交通方式。✎

日用家电，你升级了吗？

文 | 王琳玉

得益于产品结构升级、创新技术频现，加之国内家电行业消费升级态势明显，众多家电厂商纷纷掀起智能化的高潮，出现产业转型高端化趋势。

2016年，英国脱欧、美国大选等黑天鹅事件频频发生，我国经济面临较大下行压力，国内家电行业也随之承压。得益于产品结构升级、创新技术频现，加之国内家电行业消费升级态势明显，众多家电厂商纷纷掀起智能化的高潮，出现产业转型高端化趋势。除了挖掘智能市场，如何与互联网互通也成为家电企业的重要突破口。

消费升级驱动，家电行业增长显著

“消费升级的趋势是不可逆的，”国家信息中心信息资源开发部副主任蔡莹说道，“中高端消费人群的规模在逐步扩大，消费者越来越愿意为那些品牌知名度更高、品质和使用体验更好、服务更优秀的产品去买单。”

正是在消费升级的推动下，高端家电市场仍然保持了良好的增长势头，从而保证了家电行业的总体经济效益稳定增长。

与2015年相比，2016年的白电（空调、冰箱、洗衣机）在渠道去库存及收购并表等影响下，销售态势稳定。美的、格力、海尔三大传统白电企业的财报显示，2016年前三季度，三家企业的营收净利



均重回上行路线，主要原因就是产品结构升级推动产品均价上涨。

以空调行业为例，主流空调企业近几年创新能力突出。根据中国暖通网数据，2015年9月至2016年8月，6000元以上的空调产品市场占比比较上年同期的10.46%提升到15.45%。国家信息中心数据显示，2015年9月至2016年8月，智能空调销售量与销售额均实现了增长，智能空调占比由上一年的6.88%上升到14.97%。同时，空调均价也持续提升，2016年上半年国内空调均价同比增长0.8%。

厨卫电器方面，厨卫电器产品结构也在向高端化升级，尤其是油烟机产品高端化趋势明显，大吸力油烟机等代表行业高端化发展趋势的产品市场占比进一步扩大。中怡康监测数据显示，2016年1月至8月，欧式油烟机的均价同比提高16.6%，近吸式油烟机均价增长8.9%，钢化玻璃材质燃气灶均价提高9.4%，不锈钢材质燃气灶均价提升7.3%。同时，产品结构调整带来高端产品占比的提高，2016年1月至8月，3500元以上欧式吸油烟机的市场份额达到70.9%，同比提高2.6个百分点。钢化玻璃材质燃气灶的份额达到59%，同比增长6.3%。

据前瞻产业研究院数据预测，2016年家电产品的更新换代率将达到5.5%，中国的中产阶层正迅速成为主体消费力量，有高达26%的中产阶层注重家电产品的品质高端化，追求更好的用户体验，而价格已不是首要考虑因素。消费群体的变化也让越来越多的家电企业向高端产品转向。

家电高端化策略之智能化

我国大部分商品经历了从无到有的普及阶段，已进入以更新换代为主的消费升级阶段。消费者购买产品的考量标准从价格转到质量、商品智能化等因素。

目前，国内智能家电设计生产体系已初步成型，一条完整的产业链正在加速运转，各方力量不断涌入，技术支持方推出的智能化解决方案正逐步完善。

前瞻产业研究院发布的《智能家电行业市场分析报告》指出，智能家电市场发展空间巨大，到2020年智能家电整体产值将破1万亿元，智能家电潜在的市场规模让这条产业链上的企业兴奋不已。

各家电企业在智能化、高端化方面可谓动作频频：海信推出子品牌VIDAA创新智能电视，以响应年轻用户的个性化定制需求；TCL也瞄准国内的精英人士推出高端副品牌XESS创逸；创维2016年发布第一款AR智能电视。

白电企业也呈现出智能化的技术革新趋势。TCL推出免污洗衣机；而海尔冰箱也在2016年的中国家电及消费电子博览会（AWE）上展出6款拥有智能技术的新品。

智能空调也是一大亮点。数据显示，2016年智能空调销售量与销售额均实现了增长，市场占比分别达15.16%和17.02%。有分析人士预计，国内智能空调市场将开始逐步升温，占整体空调市场的销售比重将加快。

可以预见，智能化家电在未来几年还会持续发展，更多家电之间能够实现互联互通，让用户的生活形成真正的智能家居环境。

互联网大数据时代引领家电风潮

“互联网大数据分析”带来的颠覆式创新正在改变传统的商业模式，中国家电市场传统的垂直一体化的服务模式正在被打破，以“产品为中心”的产业链以及“以用户和家庭为中心”的互联网生态圈正在建设中。

依托于大交易数据平台的科学分析模型，在未来，智能家电将提供更为及时有效的解决方案。譬如空气净化器会自动检测空气质量，联动空调来保持室内空气清新；净水系统则会层层过滤水中有害物质；抽油烟机可以感应到厨房忘关燃气阀，同时开启吸油烟机并关闭阀门。像这样的优化模型将在未来为家电市场开辟一个数百亿乃至上千亿的市场新蓝海。

据新浪科技网报道，高端家电的“大数据战略”将分三步走。第一步是提升数据转化能力，数据分析可以为行业提供基于移动互联网的全品类的产品和服务，并为家电企业整合零散的数据资源，为企业提供优化的解决方案。

第二是挖掘用户价值，充分融合大交易、大交互和大行为数据，建立以用户为中心的大数据研究体系，预知用户需求，大大提升用户体验。

比如，我们在网络社交平台上分享的照片、视频、音频等信息，涵盖着个人偏好、产品使用体验、商品浏览/成交记录等海量信息；这些数据都可以通过聚类形成家电行业大数据，其背后隐藏的是家电行业的市场需求、竞争情报，蕴含着非常大的财富价值。

第三步是建立开放式大数据平台，通过将全用户的数据和家电企业大运营数据相结合，为企业实现智慧商业提供技术和智力支持。通过开放式大数据平台，家电企业可以自主将大数据资源导入企业内部的大运营数据库，结合自身需求开发各种个性化的商业智能应用。■

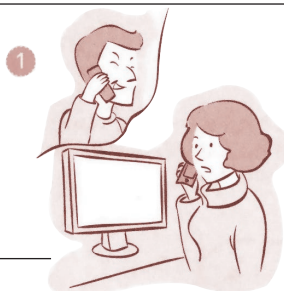
保护自己远离洗钱

策划 | 华宝信托风险管理部

选择严格履行反洗钱义务的金融机构，您的资金和个人信息才更安全。反洗钱从我做起。

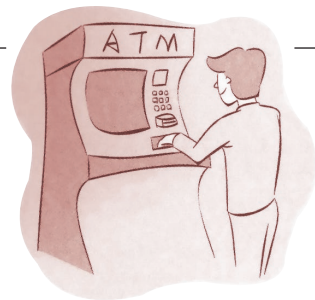
假客服电信诈骗

1、周女士经人推荐，购买某网络理财产品，遇到操作问题，在网上搜索客服进行咨询，但搜索结果出现的是假客服电话。



2、假客服得知周女士的账号以及16万账户金额，称周女士的账号被“保护性冻结”，让她转账到指定“安全账户”。

3、为了打消周女士的顾虑，假客服称如果转账金额高于其他账户金额，转账会失败。周女士一试果然如此。随后，骗子向周女士账户内存入90元，账户金额变为16万零90元，当周女士再试图转账16万零20元时，钱即被转账到所谓的“安全账户”中。



4、收到钱后，诈骗份子随即将钱转入异地账户中，分多笔从ATM机体现，完成洗钱。

本文摘自中国人民银行反洗钱局编著、中国金融出版社出版的《警惕网络洗钱陷阱、增强反洗钱意识》。更多反洗钱宣传内容，请登录人民银行官方网站了解。



写意人生

品藏 上海观复博物馆——隐于云间的文化宝库

养生 体检报告拿到了，该怎么看？

无疆 盘点亚洲最受欢迎的滑雪度假酒店

乐活 蓬皮杜和现代艺术大师们



▲上海观复博物馆——生僻字文化墙及青花水墨石地板

上海观复博物馆—— 隐于云间的文化宝库

文 | 乔冠东

2016年10月28日，观复博物馆上海分馆开馆，这座隐于云间的文化宝库向外界揭开了神秘面纱。

“万物并作，吾以观复。”——《道德经》第十六章。观复博物馆的“观复”二字便取自此，意在告诉参观者，世间万物只有静下心来反复仔细观察，才能认清它的本质。

观复博物馆是由收藏家、古董鉴赏家马未都先生创办的私人博物馆。2016年10月28日，观复博物馆上海分馆开馆，这座隐于云间的文化宝库向外界揭开了神秘面纱。

走近上海观复博物馆

观复博物馆总馆位于北京，是新中国第一家私立博物馆。上海观复博物馆是观复博物馆的分馆，位于上海中心大厦37层，设有瓷器馆、东西馆、金器馆、造像馆4个固定展厅以及一个临时展厅。

最别具特色的要数东西馆和金器馆，是目前中国其他地方尚未出现的常设馆。东西馆展出18世纪的中西式艺术品，是东西方文化碰撞的结果，馆内的109件展品，多为“东风西渐”，其工艺及纹样展示了18世纪西方国家对元素的认识和审美层次。金器馆的221件展品则以中国古代黄金作品为主，中国周围民族与国度的黄金文化为辅，让观者多角度领略黄金文化。

瓷器馆以宋瓷为主，宋瓷代表着中国陶瓷美学的高峰，南方北方形成八大窑系，而本馆所设的113件展品，上承五代，下启金元，代表宋代陶瓷的主要面貌。

造像馆陈设古代佛像的塑造与审美变化，展出的47尊南北朝及唐宋时期汉传佛教造像，明清时期汉藏佛教造像，兼以周边国家佛教造像作品。

临时展馆是上海观复博物馆的短期特展场地，为将来的多元化策展提供了可能。目前展出的藏品是清代绣服，展现了中国古代绣工们美轮美奂的精湛技艺。

生僻字文化墙

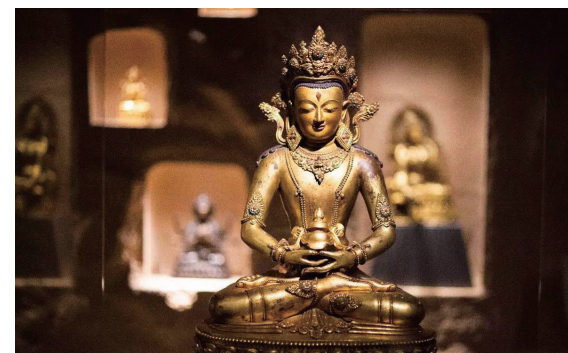
走出上海中心37层电梯左转，首先看到一面“生僻字文化墙”，运用金刚喷砂打造，上面密密麻麻刻满了中华民族的“生僻字”，这是马未都先生从《康熙字典》里挑选出来的千字生僻字，为的是警醒人们对作为中华文化瑰宝的汉文字的珍视。

青花水墨石地板

走进上海观复博物馆，序厅入口处的青花水墨石地板格外引人注目。地板为纯手工制作，纹饰依照明宣德青花大盘为样，由艺匠将2公里长的铜丝掐了3万个弯，并嵌入青金石连接而成。这一过程耗时费工，前后一共打磨了6遍。选用具有中国特色的青花瓷图案，取意于中国瓷器的代表及东西文化融合的象征。

珐琅厅景泰蓝地面

在博物馆旁边的宝库艺术中心珐琅厅里，还有世界最大的景泰蓝地面。这块艺术精品由设计师带领134名艺匠投入321681小时，采用1789653个手工掐丝、1379块珐琅无缝拼接，完成了这件480平方米的全世界最大珐琅艺术地面，并载入吉尼斯世界纪录。



▲上海观复博物馆——金器馆



▲珐琅厅景泰蓝地面



▲上海观复博物馆——临展馆

观复馆藏知多少

现代化的设施与传统的历史文物相结合，整个上海观复博物馆都透着一种低调奢华的品味。馆内，又有哪些值得一看的馆藏呢？

定窑白釉刻划莲花纹六瓣花口碗 | 北宋

定窑是宋代五大名窑之一，定窑的装饰工艺以刻划花、印花最为闻名，北宋早期的定窑划花简洁流畅，后期的印花更是繁复，为人称道。馆内展出的这口定窑精品，通身雪白，乍看上去有点朴素，但近距离凝视就可以感受到它精湛的工艺。



建窑银兔毫盏 | 北宋

建州在宋代绝对是独领风骚的产茶地，北宋初期，皇家就在建安设立“御茶园”——建州龙焙，所产的茶称为北苑茶。发达的制茶业也催生出了著名茶器——建盏。建窑银兔毫盏器形简约雅致，涩口很窄，实物呈紫黑色，兔毫条达，有明显的起伏感。



凤鸟纹花形坠帘金梳 | 宋代

此帘梳弯梁形似新月，其弯梁内沿为一溜花牙子，弯梁装饰框内为一对鸾凤，上下翻飞。中心为顶头相对的两只蝴蝶，外沿是无数小宝相花连缀而成的单面花网，花网末端系连铎铃式坠脚。此帘梳倒插于发，花网自然倒垂如帘，在宋代颇为流行。



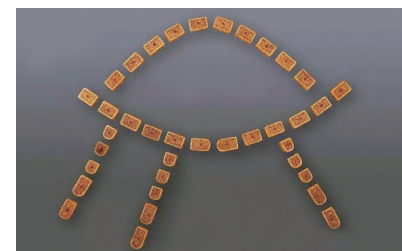
镂空花头卷草花卉纹筒式大金发簪 | 北宋

这是一支筒式大金发簪，由两枚金片组成，一枚金片整体卷成锥形筒，筒身以几何连珠纹作为边框，框中篆刻缠枝花卉纹样；另一金片镂空出一朵盛开的花卉，边缘用六朵灵芝环绕，扣合在簪顶。整体显得层次分明，纹饰清晰，空灵通透。



白玉金丝镶红宝石蹀躞带一组 | 明代

蹀躞带是古代男子骑射必备物品，是出门骑马、打猎、野外生存徒步的专业装备。此组蹀躞带共 37 块，每块均以白玉为质，装饰华美，采用了精美的金丝镶宝工艺。精美的工艺和罕见的原料，使金丝镶宝在明代早期仅为皇室所享用，因此这件藏品应当无疑是宫廷制品。



金豆 | 明永乐

豆在汉族古代被用来盛食器和礼器，源于新石器时代的同名陶器，同类青铜材质者出现于商代晚期，盛行于春秋时期。作为礼器的豆常与鼎、壶配套使用。商周时期，祭祀用的礼器象征着国祚与权力。明清时，虽然材质发生了变化，其祭祀的功能仍然沿袭了下来。



“观复博物馆的‘观复’二字，意在告诉参观者，世间万物只有静下心来反复仔细观察，才能认清它的本质。”



体检报告拿到了，该怎么看？

文 | 李圆圆

随着生活水平的不断提高，人们对健康也有了更为深刻的理解和认识，定期会去医疗机构做个体检，做到“未雨绸缪”、“防患于未然”。

随着生活水平的不断提高，人们对健康也有了更为深刻的理解和认识，定期会去医疗机构做个体检，做到“未雨绸缪”、“防患于未然”。可是检查项目那么多，该如何选择呢？去医院做了一大堆检查，体检报告却看不懂……有关体检的那些事儿，你都了解多少？

体检项目如何选？

体检项目一般在常规体检项目的基础上，根据年龄、性别、工作特点等进行调整。身高、体重、

血压；内科、外科、耳鼻咽喉科、眼科；血常规、尿常规、大便常规+隐血、肝功能、肾功能、血脂、血糖；心电图、胸片、肝胆脾胰肾B超；这些属于常规的体检项目。一般男性在常规体检项目的基础上增加前列腺检查，女性增加乳腺疾病、宫颈疾病检查项目。

特别值得注意的是，中老年人随着年龄增长，机体发生变化，不少疾病会趁虚而入。身体健康的年轻人通常每1—2年进行一次常规体检，中老年人最好缩短至半年左右一次，60岁以上的老年

人，每3—4个月就可以进行一次体检。另外，在常规体检项目的基础上，应重点加强心脑血管、肿瘤方面的检查。如颈动脉B超、心脏B超、腹主动脉B超；眼底检查；肿瘤标志物检测、肺CT、尿液LCT检查等；因中老年人容易出现低骨量、骨质疏松，50岁以上人士可增加骨密度检测。

此外，我们也可以听取医生的建议，根据个人身体状况量身定制个性化体检方案，选择更为全面的、有针对性的体检项目。

体检报告的正确打开方式

对于体检报告，首先要明白报告中一些符号的含义。“(+)”表示阳性“(−)”表示阴性，“(±)”表示“弱阳性”；检查数值后一般用“↑”或“H”等表示“数值高于正常”；以“↓”或“L”等表示“数值低于正常”。

拿到体检报告后，要先看体检结论。体检结论包含疾病的诊断、阳性体征及阳性检查结果等，结论没有提到的就表示正常。如果有异常，体检机构会给出相应的指导建议，如建议到专科进一步就诊或复查，您就应到专科复查；如建议“必要时”或“随诊”、“定期体检”，则表明情况不很严重，如果没有什么不舒服，平时多注意，并坚持定期体检就可以了。



接下来，介绍几个重要指标怎么看。

血常规：单个指标不达标不说明问题。不少人的体检报告里，血液检查结果多少有些不合标准。其实对无血液病史体检者，可以主要关注白细胞、红细胞、血红蛋白、血小板的数量。其他多项，主要是方便血液科医师做综合诊断考查，单个指标或某几项指标不达标时，如前文提到的体检结论中未重点注明，体检者不必太过担心。

甘油三酯：是血脂检查中的一个项目，该项目增高有可能是：动脉粥样硬化、脂肪肝、肾病综合征、糖尿病、甲状腺功能减退、胆道硬塞、急性胰腺炎、糖原积累病、原发性甘油三酯增多症、妊娠后期。如果甘油三酯偏高，体检者应该要注意控制饮食，少食用动物源性脂肪，平常煲汤时也可去除表层油层，并注意定期复查血脂。

肝功能：在临床上检查的目的在于探测肝脏有无疾病、肝脏损害程度以及查明肝病原因、判断预后和鉴别发生黄疸的病因等。其中，脂肪肝、酒精及药物是健康体检中导致肝功能指标轻度升高的常见原因。此外，感冒、剧烈活动、体育锻炼、月经期时，转氨酶也可能暂时升高。转氨酶升高不必太恐慌，体检者可到肝病科或消化科门诊检查肝功能异常的原因。

尿检指数：阳性或偏高并非一定有问题。在尿液检查中，通常会看到蛋白质、白细胞、隐血等项目，如果这些项目出现阳性，很多时候体检者会非常紧张，不过，阳性并不一定表示有问题。尿液检查标本的正确收集非常重要，最好要收集中段小便，这样不容易把一些可能影响检验结果的杂质混入其中。

肿瘤标志物检查：主要关注甲胎蛋白(AFP)和癌胚抗原(CEA)，如指标明显增高，癌症可能性大，应做进一步的排查。轻度升高，需隔一两个月复检，如仍持续升高，应考虑是癌症的进展；如一直没有明显变化，一般是良性病变。✚

盘点亚洲最受欢迎的滑雪度假酒店

文 | 王琳玉

这些又美又好玩的滑雪度假酒店，让你感受冬季的完美洗礼！



冬天是雪域之国，是四季交替纯洁寂静的尾声，也是上帝赐予滑雪爱好者最好的冰封盛礼。寒假即将来临，何不全家一起去冰雪世界中驰骋？

想知道有哪些颇受欢迎的滑雪度假酒店吗？今天小编就为大家推荐几家距离不太远的、又美又好玩的滑雪度假酒店，带领大家一起来感受冬季的完美洗礼！

北海道星野塔娃 TOMAMU 大酒店

地址：日本北海道勇拂郡占冠村 Nakatomamu 079-2204

均价：¥5000/晚

北海道星野度假村内的塔娃酒店几乎是一个标志性建筑，由两栋 36 层的铅笔状楼体组成，共有 521 间客房，客房面积 25-58 平方米。两栋摩天大厦与北海道森林与自然色彩融为一体，同时也使整个星野 TOMAMU 度假村的气氛焕然一新。

星野 TOMAMU 的冬天拥有世界顶级水准的优良雪质，梦幻般的爱丝冰城，还有适合小朋友们玩的“山岳冒险”。

度假村内有两间闻名全球的婚礼教堂：世界知名建筑设计师安藤忠雄设计的水之教堂以及每年冬季特有的建造在爱丝冰城内的冰之教堂，这两座教堂每年吸引了无数游人，让北海道自然之风见证自己一生中最神圣的时刻。



韩国江原道阿尔帕西亚洲际度假酒店

地址：江原道平昌郡大关岭面龙山里 223-9

均价：¥1000/晚



平昌阿尔帕西亚洲际度假酒店拥有 238 间客房，距首尔仅两小时车程，它位于太白山脉 (Taebaek Mountains) 未受破坏的自然美景中，不管什么时候前往，在这家度假村都有许多可赏的美景和可做的趣事。这里设有两个奥林匹克滑雪坡、三个风景优美的高尔夫球场以及韩国最现代化的室内水上公园——Ocean 700。

雪场位于海拔 700m 处，此高度十分利于人体健康和生理节律，而且雪质极好，从山顶一边往下滑，一边可欣赏到大关岭的迤迳景致，也可以在任意一处宁静的滑雪点放松身心。此外，阿尔帕西亚度假区也拥有不错的温泉设施，并提供世界级水平专业医疗师的温泉治疗、按摩服务。所有治疗室的按摩桌都经过自然采光，可以带来露天温泉一样的感觉。

亚布力度假滑雪度假酒店

地址：哈尔滨市张广才岭大锅盔山和二锅盔山北麓

均价：¥2700/晚



Club Med 中国国际冰雪度假村坐落于拥有 15 条世界级雪道的滑雪胜地亚布力。在这里，你可以搭乘缆车漫步峰顶，悠享山顶英式下午茶；或在露天恒温按摩水池聆听空山鸟语。Club Med 滑雪学校与全球知名的法国国立滑雪学校 (ESF) 合作，可以为住宿者提供国际专业的滑雪课程，出门即可享用滑雪的便利设施。

另外，雪场拥有初学者滑道，山顶移动魔毯可以让初学者享受悠长延绵的银白雪坡的滑雪乐趣！酒店配套的露天按摩池，室内恒温泳池，欧舒丹 SPA 等，也是游客滑雪后的不错的放松选择。

“享受悠长延绵的银白雪坡的滑雪乐趣之余，室内恒温泳池，按摩服务，都是不错的放松选择。”



长白山万达假日酒店

地址：吉林省抚松县长白山国际度假区白云路 455 号

均价：¥1200/晚

长白山坐落于吉林省东南部地区，是中朝两国界山，一山四季，充满了神秘的东方韵味，冬天的长白山更是充满了瑰丽的北国风光。万达假日酒店位于万达长白山国际度假区内核心位置，紧邻度假小镇与滑雪场。酒店为全木制结构，在雪景和灯光的衬托下仿佛一座温馨怡人的北欧小镇。

试想下，风尘仆仆的旅人经过一夜的酣睡，被

温柔的雪光唤醒，清晨，在酒店的餐厅享用过美味营养的早餐后，便可移步至滑雪场，开启一天的酣畅滑雪之旅——多么享受的时光啊！

小编建议，初学者可选择 C 级教练，能够逐渐学会初级技能再进阶更高级别的训练。如果你滑雪累了，雪场附近还有许多地方可供消遣：去隔壁影城看场惊心动魄的进口大片，也可去汉拿山温泉酒店泡户外温泉，洗去一天的寒气与疲倦，或者与友人去美丽的栈道上漫谈徒步，呼吸天然氧吧的新鲜空气也是不错的选择。✎



▲ 蓬皮杜现代艺术大师展

蓬皮杜和现代艺术大师们

文 | 李圆圆

法国蓬皮杜艺术中心，就像是一个顽皮的孩子，以不拘一格、特立独行的姿态，向世人展示着现代艺术自由的灵魂。

教科书上的历史总是生硬的，而脱离了时代的艺术也是难以理解的。当历史结合艺术的时候，诞生了法国蓬皮杜艺术中心。

这座以法国总统名字命名的艺术中心，就像是一个顽皮的孩子，以不拘一格、特立独行的姿态，向世人展示着现代艺术自由的灵魂。

2016年10月7日，“蓬皮杜现代艺术大师展”已在上海展览中心开展，71件来自蓬皮杜艺术中心的馆藏珍品，将带领我们近距离地感受蓬皮杜和它背后的现代艺术大师们。

主题：一年，一人，一件

“一年，一人，一件”，是本次“蓬皮杜现代艺术大师展”的策展思路。展出的71件藏品，是由策展人从蓬皮杜艺术中心浩如烟海的10万件藏品中精选而出，时间跨度从1906年到1977年，没有“稳

准狠”的艺术史修养，实难做到。

在时间跨度的选择上，策展人着实花费了一番心思。1906年是个重要的年份，这一年是蓬皮杜艺术中心馆藏作品的开端，也是重要的艺术流派“野兽派”兴起的年代；而在1977年，蓬皮杜艺术中心正式落成并对公众开放。

展览以时间轴的形式，全面呈现了法国乃至全球现代艺术的发展历程：1906年的野兽派，1908年的立体主义，1910年的抽象派画作，1916年的达达主义，1919年的超现实主义，1952年的波普艺术……几乎涵盖了二十世纪西方艺术史上所有重要的艺术家及其代表作。同时，也让观众更直观地感受作品诞生的年代，体会艺术家们创作时的社会环境和历史背景，从而更好地理解展品。

有观众会问，为什么展出的藏品是71件，不是72件？这是策展人有意的留白。1945年的展位上，

放置的是一个透明扬声器，播放着卢伊吉作曲、法国香颂天后艾迪特·皮雅芙演唱的《玫瑰人生》。主办方以这种形式纪念二战的结束，也希望能以此告诉观众，战争对艺术带来的伤害。

蓬皮杜艺术中心：巴黎三大博物馆之一

蓬皮杜国家艺术文化中心与卢浮宫、奥塞美术馆并列为巴黎最重要的三座博物馆。其命名跟法国总统乔治·蓬皮杜(Georges Pompidou)有关。1969年，乔治·蓬皮杜为纪念二战时期带领法国击退希特勒的戴高乐总统，倡议兴建一座现代艺术馆。1974年，乔治·蓬皮杜逝世，而该建筑于1977年完工启用时被命名为“蓬皮杜艺术中心”以兹纪念。

蓬皮杜艺术中心占地7500平方米，建筑面积共10万平方米，地上6层，分为工业创造中心、大众知识图书馆、现代艺术馆以及音乐音响协调与研究

蓝、绿、白等颜色。因这座现代化的建筑外观看起来像一座工厂，又被称为“炼油厂”和“文化工厂”。

蓬皮杜艺术中心以现当代艺术的收藏与展示为主。迄今，蓬皮杜艺术中心已拥有超过10万件现当代艺术收藏，是全球最大的现当代艺术收藏机构之一，平均每年接待约500万来自世界各地的观众。



▲ 巴黎 蓬皮杜艺术中心

蓬皮杜现代艺术大师展

72大师世纪探索 2016.10.07 - 2017.01.15

上海“蓬皮杜现代艺术大师展”：杜尚、马蒂斯、毕加索、夏加尔……都来了

1913

《自行车轮》| 杜尚 | 现成艺术
这幅作品创作于1913年，杜尚将一件普通的自行车轮稍作改动，颠倒过来，放置在一件厨房高凳上，便取名为“自行车轮”。1915年，杜尚将这类日常用品“充当”的艺术作品归为“现成艺术”——这是他自创的一种艺术门类。



1926

《埃菲尔铁塔》| 德劳内 | 布面油画
1910年，德劳内开始创作埃菲尔铁塔系列，并一直延续到1926年。在《埃菲尔铁塔》中，德劳内采用了仰视的视角，突出了埃菲尔铁塔之高之大。铁塔的顶端依稀可见，像是淹没在无尽的天边。可见，他所使用的色彩和色调为作品带来丰富的韵律感。



1935

《缪斯》| 毕加索 | 铅笔、印刷字母及布面油画

这幅作品是毕加索较晚年时期的作品，画中描画了两个女人，一个女人在睡觉，头和胳膊靠在桌上，另一个则对着镜子在画画，整个画面呈现出安宁美好的气息。《缪斯》已经在全世界多场著名展览中展出。



1946

《黄与蓝的室内》| 亨利·马蒂斯 | 布面油画

马蒂斯享有 20 世纪天才画家的盛名，作为野兽派的创始人和代表人物，他与毕加索、杜尚一起被誉为二十世纪造型艺术革命性发展的推手。

这幅作品创作于马蒂斯的晚年。72 岁时，他患上肠道疾病，经历了两次痛苦的手术之后，他难以再久站在画布前创作，大部分的时间只能躺在床上创作剪纸和拼贴作品。在身体条件极为恶劣的情况下，他依然坚持完成了这幅作品，可见此幅作品创作的艰难与可贵。



1958



《加布里埃·香奈儿，服装师，巴黎，1958 年 3 月 6 日》| 艾维顿 | 摄影

这张照片是时尚摄影的泰斗级摄影师理查德·艾维顿为老年时期的可可·香奈儿拍摄的肖像，在他的作品里总可以看到那些名人真实、自然的另一面。75 岁的可可·香奈儿抬头望着天，脖子向外探出，露出了她的皱纹和已露老态的皮肤。这张照片的角度和造型曾被很多后代女星模仿。

1973

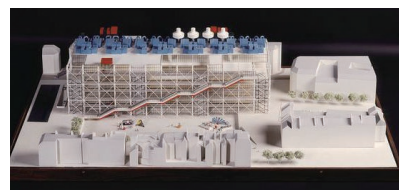


《搅拌场》| 杜布菲 | 绘画
这是一幅属于杜布菲在 20 世纪 60 年代创造的“乌尔卢普”(L'Hourloupe) 风格的装饰画。画中，他使用蓝色、红色、白色和黑色这些基础色彩，去构成某种奇异的结构，而不是某个具体的形状。这也成为了杜布菲的标志性风格。

1971—1977

《巴黎蓬皮杜艺术中心研究模型》| 皮亚诺、罗杰斯 | 塑料、金属和木

从模型上来看，蓬皮杜中心的核心是将建筑的“内部”变成外部，展现了一个颇为现代、错综复杂的开放结构。为了强调趣味性，根据功能的不同将裸露在外的管道漆成了不同的颜色，后变成了一个色彩缤纷的、面向所有人的地标性文化广场。



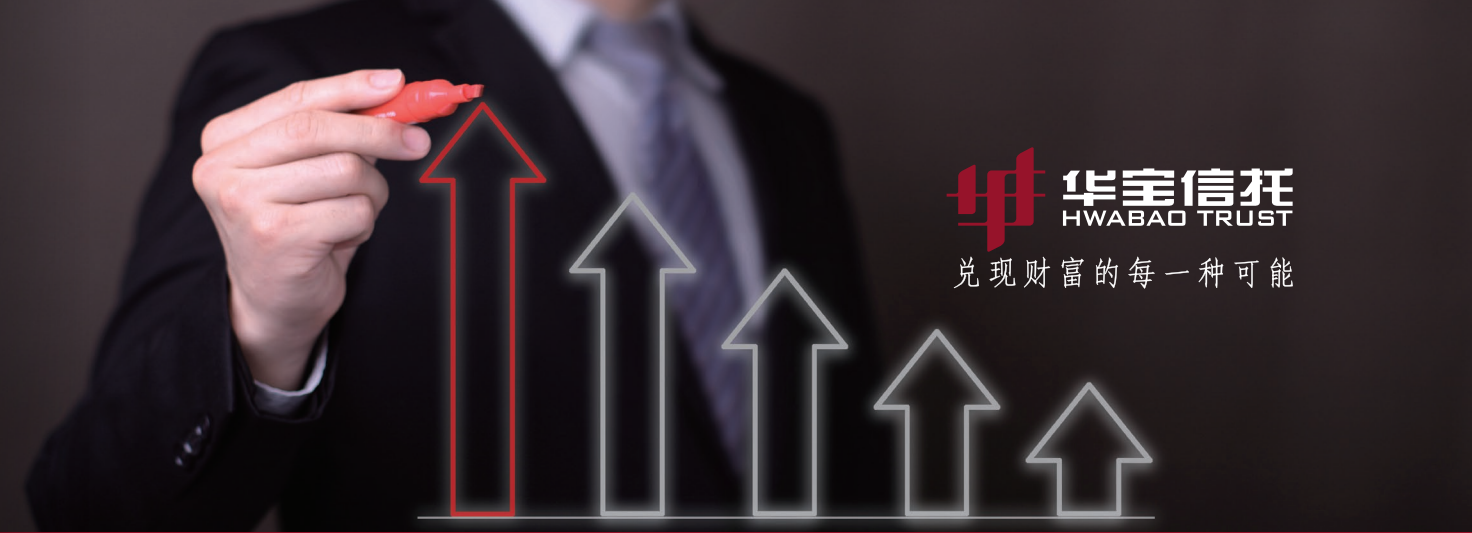
展览攻略

时间: 2016.10.07—2017.01.15 (每天 11:00 - 19:00)

地点: 上海静安区上海展览中心西二馆一楼

票价

票种	优惠价 / 原价	参观时间
网络平日票	130/150	2016.09.10-2017.01.15 周一至周五工作日一次入场有效，法定节假日除外；一人一票，一次入场有效
网络通票	150	2016.09.10-2017.01.15 期间任意一天；一人一票，一次入场有效
抢先体验票	已售罄	2016.09.10-2017.01.15 期间任意一天；一人一票，一次入场有效



华宝信托近期主推产品

★华宝“现金增利”集合资金信托计划

该产品是华宝信托为满足市场需要而推出的集合资金信托计划。该产品具有高流动性、低风险和稳定收益的特征，无固定期限，每周开放申购赎回。按现行市场利率，信托受益人 7 日年化收益率预计在 3%-4%。

★华宝“稳健增利”集合资金信托计划

该产品是华宝信托为丰富公司产品线，补强中等投资周期、稳定收益产品而推出的信托产品。该产品每月开放申购，无固定期限，委托人投资周期以 6 个月为主，成立以来该投资周期历史月度年化收益率均保持在 5% 以上，具有流动性适中、低风险和稳定收益的特征。本产品永续发行，适合中短期内有资金闲置、对资金收益率有一定要求的投资者。

★华宝·寰宇系列集合资金信托计划

该产品是华宝信托近期推出的一款投资风险较小，收益挂钩海外多种策略的信托产品。“寰宇”系列产品结合了境内保本类理财产品和海外浮动收益类产品的优势，在通过结构设计为客户降低本金风险的前提下，提供参与海外市场并获取超额收益的机会。该系列产品适合于投资期限不超过三年、对安全性要求较高、希望参与海外资产配置的投资者。

★“写意人生”员工薪酬福利信托计划

“写意人生”是华宝信托针对企业激励机制与约束机制设计的薪酬福利资金管理信托计划，该计划凭借资产独立、双语服务等独特优势，自 2007 年推出以来备受市场青睐。秉承与时俱进的先进理念，产品成立至今在不断优化中前行，目前计划项下已设立了 4 个不同风险特征的投资组合，供计划参加人进行自助选择与配比。华宝信托凭借专业的投资能力及完善的信息系统，通过“写意人生”全方位地为企业打造了一个一站式的薪酬福利计划管理平台。

特别推荐

★华宝“流通宝”平台（信托受益权流通服务）

为满足持有我司信托产品受益权的投资者之资产流动性需求，华宝信托推业内首创的“流通宝”平台服务。“流通宝”可迅速将信托受益权转换为现金，满足信托资产持有者的现金需求。投资者持有期间的收益可期，与市场同期水平相比，具备竞争力。“流通宝”采用标准化流程，手续便捷，一般 3-5 个工作日完成。

★“乐享人生”员工薪酬福利信托计划

该产品是华宝信托联合光大银行推出的薪酬福利资金管理信托计划，专门用于各类薪酬福利资金及信息的管理。信托管理的模式保证了员工薪酬福利资金的独立性和安全性；此外，该产品独创性地引入第三方担保机构，在按月开放的情况下（7 月不开放），产品年化投资收益率不低于人民银行公布的同期一年期定期存款利率。

查看更多热门产品信息，请关注华宝信托官方微信
搜索公众号：hwabaotrust（华宝信托）
或直接扫描右侧二维码：





兑现财富的每一种可能

中国（上海）自由贸易试验区世纪大道100号环球金融中心52层、59层

邮政编码：200120

总机号码：021-3850 6666

传真号码：021-6840 3999

公司网站：www.hwabaotrust.com

电子邮件：hbservice@hwabaotrust.com

客服热线：40088-40098