

目录 Contents

视点

公司要闻

云南信托成功接入央行征信系统 连接消费金融业务/马睿	01
2017年第二期新员工培训圆满结束/阿庆春	01
云南信托2017年“金融知识进万家”宣传服务月活动完美收官/马睿	02
云南信托第四届职工代表大会顺利召开/马睿	03
云南信托举办了2017年应急自救互助知识培训/马睿	03

思潮

《慈善法》背景下信托公司开展公益信托模式探讨/刘欢欢 骆芳 庞燕	04
利用Black-Scholes期权定价模型来定量观察市场风险态度的猜想/周超 李谷瑜	11
资管产品按简易方式收增值税后对资管产品相关方的影响/何松福	23

法律视界

关于广西有色金属集团有限公司与五矿信托股权收益权转让纠纷一审判决的评析/冯露君	27
法律小知识之最高额保证制度中注意事项/冯露君	33

信托领航 (马睿)

信托登记系统上线首月 运行安全平稳/证券日报 晶莹	34
布局消费金融 云南信托接入央行个人征信系统/证券日报 邢萌	34
高净值人群为何爱信托/经济日报 何川	35
回归信托本源 迎接资管新时代/金融时报 胡萍	36
回归信托本源 助力实体经济/中国金融新闻网	38
信托业提升投管能力对接实体需求/经济日报 钱箬旻	39
2017年信托ABS“成绩单”：44家公司规模7000亿 私募ABS闷声增量/21世纪经济报道 王俊丹	41
“资管新规”打破刚兑之辩/金融时报 胡萍	43
2017年信托业主要特征分析/金融时报 邢成 陈镜宇	45

云信百花园

《聪明的投资者》读后感/王良军	47
苦难中的普通人——读《许三观卖血记》有感/李欢欢	49
听听那冷雨/王忆	51

云信视野

YUNXINSHIYE

2017第4期 总第56期 www.yntrust.com



云南信托出品
Issued by Yunnan Trust



诚信引领未来专业创造价值



和谐团队
快乐工作
多方共赢
精彩生活

Sponsor 主办

Yunnan International Trust Co.,Ltd. 云南国际信托有限公司

Head Office 总部

Tel 电话

0871-63102360

Fax 传真

0871-63155739

Beijing Office 北京联络处

Tel 电话

010-85558333

Fax 传真

010-85558317

Shanghai Office 上海联络处

Tel 电话

021-60211910

Fax 传真

021-61357558

Chief Editor 主编

Cao Qin 曹芹

Managing Editor 副主编

Xu Xi 徐曦

栏目责任编辑

视点、彩页 张清清

思潮、法律视界 张雪春

信托领航 马睿

云信百花园 王忆

美术编辑 翟艳娜

通讯员 王无 苏颖 郁入霏

孙雨昕 冯露君 阿庆春

设计 李云飞

云新出(2017)准印连字第Y00525号

内部资料 免费交流

投稿地址 云南省昆明市南屏街4号云南信托大厦A座

投稿邮箱 mar@yntrust.com

官方微博 云南信托客服

文 | 综合管理总部 马睿

2017年10月16日，接到中国人民银行昆明支行征信处通知，云南信托正式取得个人征信系统账号。公司接入人民银行个人征信数据库，可以依托人民银行征信庞大的个人信用数据，为公司消费金融业务的发展提供强大助力。

“云南信托消费金融”自身具有极强的业务特色，自主开发业务系统，不停追求行业领先，先做反欺诈管理，再做信用评估，已经掌握消费金融业务两大命脉。

云南信托对个人的信用评估增加了人民银行征信强变量，贷后管理手段更为丰富、方式更为便捷。人民银行个人征信接口的接入，是公司自主管理消费金融业务的巨大助力。☑

文 | 人力资源部 阿庆春

2017年12月4-5日在秋色宜人、天朗气清的上海，“聚你我能量，燃云信梦想”，2017年新员工培训第二期如期举行了。来自公司11个部门的32名新员工参加了本次培训。

本次培训有幸邀请到了人力资源部杜总做开班致词，同时邀请到了公司副总裁舒总、总裁助理贾总给大家带来了《云信的昨天、今天、明天》，《走进云信之业务介绍篇》两门公司经典培训课程。让新员工从公司的历史、文化、愿景、目标，到、业务战略、业务发展等有了整体全面的认识和了解，两位高管的亲情讲授受到了学员们的一致认可和点赞。

本次新员工培训较以往在培训环节设置上有了新的变化。为了高效及时地将新员工入职培训的知识传递到新员工了解学习，人力资源部在普惠金融部、总裁办、合规风控部、计划财务部的大力支持下在培训前期将新员工培训线下课程中需要用一整天来面授学习的新员工应知应会课程转化为线上课程在云信e学堂上线，保证了新员工在入职当天即可学习并参加相关知识内容考核，既节省了新员工培新线下培训的时间成本也为公司节省了培训投入成本，本次培训结合线上课

云南信托成功接入央行征信系统连接消费金融业务

2017年第二期新员工培训圆满结束





程的基础上，人力资源部举办了首次新员工知识竞赛，竞赛内容涵盖新员工入职应知应会知识、信托业务知识到科学文化百科知识。通过近100道题3个小时的激烈比赛来自普惠金融部的李德、王森、曹越，合规风控部的徐笑，信托业务二部的束洲以及创新业务部的邢欣冉组成的“high five”战队取得胜利。公司为获胜小组也准备了丰厚大礼——“得到”读书年卡以资鼓励大家积极学习，不断进步！

同时，公司还为新员工们组织安排了为期一天的团队拓展训练，让学员彼此了解、熟悉，增强团队合作意识，增强了沟通技巧，建立良好的合作关系。更快地融入公司这个大家庭。

每个新员工都是公司大家庭发展中一份不可或缺的动力，新员工们能在云南信托发光发热，带着信念和力量走进云信，在云南信托燃烧属于自己的那份美好的梦想！

云南信托2017年“金融知识进万家”宣传服务月活动完美收官

文 | 综合管理总部 马睿

随着9月28日云南信托走进云南财经大学国际工商学院为60余名学生举办专题金融知识讲座，为期一个月的金融知识进万家活动主题宣传活动圆满结束。回顾此次活动，在公司“金融知识进万家”宣传服务月活动领导小组的组织策划下云南信托面向社区居民、中老年人士、在校学生等群体广泛开展了金融知识宣传普及。活动期间共组织集中主题性宣传活动4次，发放宣传资料2000余份，受众客户3000余人。



文 | 综合管理总部 马睿

2017年12月1日，云南信托第四届职工代表大会在昆明安宁顺利召开。

温暖的冬日，来自公司三地的工会委员、各部门推选的职工代表以及工会表彰的积极分子，共30余人，齐聚一堂，在轻松的氛围当中顺利召开了公司第四届职工代表大会。

会议共四项议程，分别通报了2016-2017年度工会工作报告及2018年工作计划；2016年度工会经费决算、2017年度经费预决算及2018年预算工作报告；2016年度工会经费审查、2017年度工会经费预审查报告；关于表彰工会积极分子的决定。

之后，参会的所有职工代表、工会委员和工会表彰的积极分子分别代表各部门进行了精彩的发言，为工会今后更好的为员工服务提出了很多有想法的建议。

这届职工代表大会，收获颇丰，来自各地的员工从“网友”变为了“真人见面”，气氛融洽，期待来年！

云南信托第四届职工代表大会顺利召开



文 | 综合管理总部 马睿

2017年12月2日，云南信托举办了2017年应急自救互助知识培训。培训持续了8小时，强度高，专业性强，参训的每一位学员都表示“涨姿势”了，遇紧急事件不慌了，近80名学员表示，要做身边人的守护者。

上午，是急救知识授课讲解。来自云南省红十字会卫生救护培训中心的老师生动的为学员们讲解了红十字会的精神、心肺复苏原理及方法、创伤急救及搬运的原理及方法。

下午，学员分为5个小组，由5位老师现场带领指导，完成了心肺复苏和创伤包扎的实际操作课程。

虽然课程时间短，信息密集，但是学员们都表示，学到了，明白了。并希望公司今后能更多的组织此类活动，让更多的员工参与进来。

云南信托举办了2017年应急自救互助知识培训





《慈善法》背景下信托公司 开展公益信托模式探讨

文 | 刘欢欢 骆芳 庞燕

第一章 引言

公益信托最早发源于英国中世纪，如今已经形成了一个十分成熟而又完备的运作体系。相比较而言，我国的公益信托在业内却呈现出举步维艰的局面，信托制度还没有在公益事业上起到应有的增值、保值、传财、风险隔离等重要功能。

作为一种源远流长的财产管理制度，信托在发达国家得到了广泛运用。英国是信托业的鼻祖。信托起源于中世纪的英国，但随后在美国、日本等国得以继承并迅速发展。在美国，信托适用的范围极广，领域甚宽，只要不违反法律及公共政策，可由当事人依据不同的目的创设各种信托，如教育信托、自由裁量信托、信用信托、慈善信托等等。

不过任凭信托如何海阔天空地发展，信托在它的鼻祖地始终没有脱离其本色。历史上，英国人就习惯于死后将财产捐献给社会，以弘扬宗教精神；现实制度中，英国也对公益性质的信托采用税收优惠政策，以鼓励人们将财产捐献于公益事业。如今，随着

公益慈善活动在全球富人家族中的愈发流行，出于救济贫困、救助灾民、扶助残疾人，发展教育、科技、文化、艺术、体育、医疗卫生事业，发展环境保护事业、维护生态平衡，以及发展其他社会公益事业等而设立的各类公益信托也随之在全球盛行。

作为公益信托运营的主要模式，美国现代基金会涉及的领域，包括教育、科技、农业、医疗、卫生、宗教、艺术、文化、环境保护、贫富差距、种族平等等等问题。

利用公益信托发展公益事业是美国的重要举措，公益信托的设立十分方便，无须注册登记。美国民众的捐赠意识强烈，据税务局统计，平均家庭年捐赠额高达1000多美元。社区基金会是美国最早利用信托制度、结合民间力量从事地方公益事务的基金会，也是当今美国慈善事业中发展较快的机构，目前数目约有600多个，资产总额达230亿美元。国外公益信托的发展具有四个显著的特点：一是国外公益信托的规模不断扩大，地位和作用日益突出，如上个世纪美国公益基金会的数量从几百个上升到4万个左右，有效地支持了国民经济和公益事业的发展。二

是各个国家对公益信托采取不同程度的优惠措施，主要体现在税收优惠上，又可分为捐赠环节的优惠和信托财产运作环节的优惠。三是遗产税的征收有效地促进了公益信托的发展。四是与本国国情的不断融合，带有明显的个性特点。如英国公益信托多为个人信托，土地等不动产仍占有较大的比例；美国的公益信托多以基金会的方式；日本的公益信托采用了“金钱信托”的方式，并对信托财产进行拆分，让小规模的资金也能在适当的时机为公益事业发挥作用。

另一方面，截至2008年5月，我国尚无公益信托的成功尝试。汶川地震之后，“西安信托5.12抗震救灾公益信托计划”以公益信托方式推进灾区的教育事业，被视为真正意义上的公益信托在我国的尝试。

汶川地震发生后，公益信托的作用得到重视，于是，不少信托公司纷纷尝试“类公益”信托产品，然而，就目前而言，公益性质和“类公益”性质的信托计划，其在国内仍屈指可数。而得到公益信托审批及设置监察人的信托计划，则更是少之又少。

近年来，我们社会对公益信托表现了前所未有的强烈需求。首先表现在中国社会主义市场经济取向的改革在促使经济取得快速发展的同时也带来了一些社会问题，例如环境污染严重、贫富差距的增大等，这就是所谓的“市场失灵”。政府在治理市场失灵过程中也并非能够面面俱到，也同样存在着“政府失灵”的现象。在2003年抗击“非典”过程中，政府的一些失误以及其他非营利组织在这时期所发挥的作用，更加促使人们思考现今社会应该如何发展，从而关注到NPO（中国非营利组织）的发展。其次目前我国用于的公益基金大多被各主管部门分割控制，无法实现基金预定的保值增值目标，从而导致该部分资金运行效率低下，有的甚至出现挪用、盗用等现象，因此该部分基金

的使用就显得尤为重要。在国外，专项资金的管理大多由信托机构运作，一方面实现基金的专业理财，保值增值，另一方面也可以加强对基金的监管，保护基金受益人的利益。

当前，中国慈善事业方兴未艾。据不完全统计，我国全社会慈善捐赠总额目前已达到1000亿元，目前有4200多家基金会，登记的慈善组织估算有20万家，而未登记但从事慈善活动的组织估算有100万家以上。慈善法明确信托机构可作为慈善信托的受托人，为信托公司开展公益信托进一步清除了障碍。

第二章 公益信托与基金会

2.1 公益信托模式

从《信托法》实施以来，陆续有信托公司推出以私益信托形式存在但服务于公益目的的信托产品。根据中国信托业协会每年发布的《中国信托业2014年社会责任报告》，信托公司共开展公益信托（含准公益信托）项目47个，多数为准公益信托项目。例如，云南信托2004年推出的“爱心成就未来-稳健收益型集合资金信托计划”，将投资收益超过2.178%的部分将捐赠给云南省青少年基金会，用于修建信托希望小学，救助云南省失学儿童。2008年，中信信托成立“中信开行爱心信托集合资金信托计划”，委托人的信托收益超过预期收益960万元部分全部捐赠给宋庆龄基金会用于四川灾区重建。2016年爱建信托发行的大慈爱心1号集合资金信托计划，信托规模为3000万元，信托资金中1%用于上海大慈公益会，向徐汇区1600户特困家庭儿童捐款。

下文以百瑞仁爱·天使基金集合资金信托计划为例，对准公益信托的要素和运营情况进行介绍。

百瑞仁爱·天使基金集合资金信托计划于2013年12月成立，成立时信托规模为1100万元，后增加到1400万元。截至2015年末，累计产生收益260余万元，全部用于脑瘫儿童救助事业。

从性质来看，百瑞仁爱·天使基金集合资金信托计划，遵循《集合资金信托计划管理办法》的规定，委托人是合格投资者并且信托的委托人为唯一受益人，但为了实现委托人收益用于公益事业的目的，采用了受益人将信托收益捐赠给脑瘫儿童事业的设计。

从交易结构来看，委托人仅仅将信托收益捐赠给脑瘫儿童救助事业，在信托计划的开放期，委托人可以赎回信托本金；本信托终止时，信托本金归受益人（委托人），本应归受益人的信托收益捐赠给脑瘫儿童救助事业。

从目的来看，百瑞仁爱天使基金属于以私益信托的形式实现公益目的的信托准公益信托。从新出台的《慈善法》的规定来看，也仅认可信托本金和收益全部用于慈善事业的信托为慈善信托。从发展的眼光看，此类带有慈善目的的私益信托也应当是值得鼓励和提倡的。

从参与主体来看，百瑞仁爱天使基金采用信托公司和基金会合作的模式，在交易结构中基金会担任信托监察人，但除了履行监察人的职责外，基金会也负责向受托人推荐救助项目。受托人选定救助项目后，对于救助资金也是首先划拨到基金会的账户上，由基金会按照救助项目需求进行分期支付。从这个角度看，基金会在

整个项目中还充当了公益救助活动执行机构的角色。

从捐赠资金的划付流程来看，受托人和基金会签订捐赠协议，将捐赠资金先划付给基金会，而非直接划付给救助项目。其原因在于，信托公司作为受托人不具备开具捐赠发票的资格，通过捐赠给基金会就可以由基金会向委托人开具捐赠发票，使委托人可以享受到公益捐赠的税收优惠。暂且不论这种迂回的路径在效率和价值上是否合理，实践中更为尴尬的问题是，并不是所有的基金会都同意给此类信托的委托人开具捐赠发票。这就出现委托人进行了公益捐赠却享受不到税收优惠的困境，难免会打击委托人参与公益事业的积极性。

2.2慈善基金会模式

基金会是对兴办、维持或发展某项事业而储备的资金或专门拨款进行管理的机构。一般为民间非盈利性组织。宗旨是通过无偿资助，促进社会的科学、文化教育事业和社会福利救助等公益性事业的发展。基金会的资金具有明确的目的和用途。中国的基金会分为公募与非公募两种，二者的区别在于可否面向公众募捐。目前，国内的公募基金会多为政府伙伴型基金基金会，而非公募基金会则多由企业出资设立。目前大家比较熟悉的基金会：中华慈善总会、中国扶贫基金、中国红十字会等。

下面以壹基金为例，对壹基金构架和运营情况进行介绍。

壹基金是由李连杰先生于2007年发起成立的公益组织，目前是国内第一家民间公募基金会，专注于灾害救助、儿童关怀、公益人才培养三大公

益领域。

团队组成：壹基金团队的人力资源包括三类，除了专业的工作人员外，还包括大量的义工，以及合作伙伴。合作伙伴主要包括爱心合作伙伴、专业合作伙伴、推广合作伙伴及公益合作伙伴。其中，专业合作伙伴主要指的是能利用本身所具有的财务、法律、管理、市场等专业技能或资源，无偿提供相关专业服务的企业。

财务审计：全球四大会计师事务所之一的德勤华永会计师事务所有限公司（Deloitte）和毕马威国际会计师事务所（KPMG）对善款的收支进行审计；凯誉管理咨询有限公司（KCS）提供善款的财务报告。

战略规划：国际著名咨询机构贝恩公司（中国）为壹基金的长期战略发展提供指导；奥美、BBDO、麦肯光明等多家全球领先的广告公关公司亦为壹基金提供国际专业水准的传播规划服务。

此外，壹基金与博鳌亚洲论坛合作创立“全球公益慈善论坛”，邀请来自世界各国的公益组织、知名企业、政府官员、研究学者，促进全方位交流与合作。壹基金募集到的所有捐款将直接进入中国红十字会总会的“李连杰壹基金计划”帐户。为了确保慈善公益基金的透明度及公信力，全球四大会计师事务所之一的德勤华永会计师事务所有限公司（Deloitte）将对善款的使用进行审计。同时每一季度公布季报，每一年度公布年报，向公众详细介绍“壹基金”的善款募集和使用情况，诚邀媒体以及社会公众共同监督。壹基金通过建立“中国

红十字会壹基金公益奖”，对需要资金支持的公益项目进行评估，并对符合标准的项目提供资金支持，以此带动业内“诚信”价值观。同时，壹基金期望通过公正、透明的评选，确立行业标准和规范，鼓励公益组织良性发展，推动公益事业的发展。

2.3 公益信托与基金会相比较的优势

1. 设立简便

与慈善基金会相比较，公益信托设立极其简便。从资金门槛及财产属性来说个人或多人以数额不大的资金，甚至设备（如救灾帐篷）、不动产、知识产权等均可设立一个公益信托；从设立形式来看，书面甚至是公证方式即可设立公益信托，英美等国甚至允许自然人或其他组织以口头的方式设立宣言慈善信托，即以口头方式宣布将自己的一部分财产独立出来设立一个为公共利益存在的信托。

与之相比，慈善基金会属于财团法人，比如我国法律规定，设立公募基金会必须要有法人章程、固定的场所和董事、理事等高级管理人员。设立全国公募性慈善基金会法人注册资本不少于800万人民币，且必须是货币资金，其成立后也只接受现金捐赠。

2. 运营成本低

由于公益信托并不是法人，它就可以利用受托人的办公场所和管理架构而减少运营成本，从而使更多善款直接服务于委托人的设立目的和受益人对象，按照规定，公益信托最高收费上限为公益信托财产的0.8%。在采取委托第三方管理时，公益信托以弥补管理人成本为原则与管理人协商

管理费水平。而与公益信托相比，为维持基金会法人的办公所需要场所和人员等，基金会的管理成本要远高于慈善信托，《基金会管理条例》规定“基金会工作人员工资福利和行政办公支出不得超过当年总支出的10%”。

3. 公益信托内部治理规范透明

慈善基金会运营过程中出现各种问题，严重损害了处于成长期的慈善基金会的公信力及中国慈善事业本身。而与之相比，公益信托的信托监察人制度和信息公开制度等将有利于杜绝内部治理上的不透明性。

公益信托必须设立监察人，而监察人有权代表受益人提起诉讼和实施其他维权行为。目前从国内的仅有的几例“准公益信托”的实践来看，监察人主要是律师事务所和会计师事务所。为防止受托人暗箱操作，受托人必须每年向公众公告其信托事务处理情况及财产状况报告，即所谓的“年报制度”。

我国慈善基金会内部管理的规范化程度尚未形成类似于公益信托的外部监管和内部约束机制。从这个意义上讲，大力发展公益信托对慈善基金会这类慈善组织的治理也有外部压力和示范作用。

4. 公益信托尊重捐助人意愿

公益信托在存续期问题又与慈善基金会法人不同，具有一定的灵活性。基金会法人一旦成立需长期存续，而公益信托多通过合同或委托人意思表示而成立，信托的存续期限也可灵活约定。公益信托这种灵活性的安排可以满足不同委托人的委托意愿，从而鼓励他们设立不同类型和期

限的公益信托。与公益信托相比，捐助人在慈善基金会法人在基金成立后在任何情况下都无法取回财产。

5. 委托管理更专业化。

与基金会不同，因为公益信托并非法人，因此，本身要聘请受托人进行管理。此外，按照信托法的规定，虽然一般情况下，受托人必须“亲自管理”，但是在信托文件有规定或不得已的情况下可以委托他人管理。从美国等国信托法的立法动态来看，随着受托资产保值和增值的需要，已经有逐步放松第三方专业机构管理公益财产的趋势。这样公益财产可以享受到比较专业的投资服务和管理服务。从各国的实践来看，受托人可以与基金会合作，将部分委托事项委托给基金会来管理，比如受益人的甄别、善款的发放等，因为基金会具有此方面的优势和工作基础。

第三章 国内公益信托开展限制

1. 公益信托制度不健全，信托公司难以开展公益信托。2001年中国《信托法》颁布时，第六章中首次提到了公益信托，但近十年来，我国的公益信托发展仍然处于尴尬的境地，该类信托屡屡出现“叫座不叫好”的局面。我国现在虽然出台了《信托法》，但是只是出台了一些原则性的规定，对于公益信托并没有具体的制度规定，所以很多信托公司无处下手，无法操作。“5.12”汶川地震发生后，公益信托的作用得到重视，银监会下发了《关于鼓励信托公司开展公益信托业务支持灾后重建工作的通

知》（以下简称《通知》），鼓励信托公司依法开展以救济贫困、救助灾民、扶助残疾人，体育事业等为目的的公益信托业务。但是《通知》却仍然没有解决公益信托的可操作性问题。制度的缺失、监管的缺位，往往令信托公司无所适从。审批非常麻烦，再加上相关法律不完善，一不小心，就容易违规，这对于信托公司来说，风险很大。

2. 公益信托存在重复征税的问题。国内在信托业务税收制度中，还存在重复征税的问题，特别是在不动产的信托设立转让过程中，这给公益信托的设立和运营带来极大的困难。委托人将资产委托给信托公司时要交一次税，而作为受托人的信托公司要把资产还给委托人的时候，还要交一次税，对于同一税源产生二次征税。

3. 法律体系不完善。首先，信托法中规定了公益信托的原则和一般规则，但是却没有明确相关事项，导致法律规定缺乏操作性而难以适用。按照信托法的规定，公益信托管理中很多事项，例如公益信托的设立和确定、公益信托受托人的辞任、受托人的变更、公益信托的检查、公益信托目的的变更、公益信托的终止等都需要管理机构的批准和监督；但目前尚未确定究竟由哪个政府部门作为公益事业管理机构，致使公益信托的设立和管理无从谈起。其次，国家没有为公益信托提供税收优惠政策。信托法第61条只作了原则性规定：“国家鼓励发展公益信托。”但是具体鼓励发展公益信托的措施，例如税收措施还没有出台，在一定程度上影响了个人和组织设立公益信托的积极性。当

然民众对于信托的陌生感也是原因之一。

第四章 《慈善法》的设立对公益信托开展的推动力

对于信托业而言，慈善法对于信托公司从事慈善事业，有以下几个方面的促进作用。

1. 该法明确规定，慈善信托属于公益信托，而且，“本法未规定的，适用《中华人民共和国信托法》的有关规定”，把信托机制确立为从事慈善和公益事业的重要机制之一，并明确承认信托公司作为慈善信托受托人的地位，这对于正本清源，确立信托公司从事慈善信托行为的合法性和正当性，具有重要意义。

2. 该法明确了慈善信托的监管部门为民政部门，解决了《信托法》一直没有解决的公益事业主管机构的问题。《信托法》规定公益信托从设立到终止整个过程由公益事业管理机构监管，但是无法明确该管理机构是谁的问题，导致公益慈善信托因无法找到主管机关而无法设立。慈善法明确了民政部门的监管部门地位，避免了相互推诿或者争夺监管权的可能，是对慈善信托的一大利好。

3. 该法确立了慈善信托设立的备案制，极大便利了慈善信托的开展。根据信托法的规定，公益信托的设立采取的是审批制，这为公益信托的设立增加了很大难度，所以，信托法颁行近十五年，落地的、符合信托法要求的公益信托数目寥寥。新法确立了备案制，同时确立了备案和税收优待的联动关系，体现了对行政审批权的

削减和对慈善事业的支持，无疑将对慈善信托的发展起到重要的促进作用。

4.慈善信托监察人的任意设立。
在信托法中，公益信托的监察人为必设机构，当事人设立慈善信托的时候，往往犹豫于如何选择监察人，谁可以充任监察人等问题，拖延了慈善信托的设立，也增加了设立慈善信托的成本。而《慈善法》当中则规定，“慈善信托的委托人根据需要，可以确定信托监察人”，把是否设置监察人作为委托人可以自愿选择的事项，这极大便利了慈善信托的设立。

第五章 《慈善法》设立后信托公司公益信托开展模式

1.信托+慈善场景模式的结合

信托公司作为慈善信托的受托机构，其职责定位是“受人之托，代人理财”。信托公司发起设立公益信托产品，参与公益慈善事业有着自身优势。公益信托受到多重监督，信息披露制度更健全，且无需专门设置运营机构和聘用工作人员，运行效率较高。同时，公益信托能对善款的使用和投向提出要求，并有专人管理与监察。在《慈善法》落地后，信托公司在慈善事业上必定会进一步作出自己的努力，成为慈善事业的重要参与主体。

在信托公司的新模式中，应该加强对慈善场景和其行为本身的检察力度和管理。应就慈善信托的信托目的和委托人的意愿，就慈善行为和慈善场景进行结合。分析每个不同的慈善场景下，资金的用途和监管以及受捐

对象和结果反馈等，针对各种场景的结合来加强信托公司作为受托人的主体资格，把握慈善行为和结果，走出新的公益信托模式。

具体在和慈善场景结合过程中，可以分为以下几个方面。①慈善行为是直接以资金方式捐赠还是实物捐赠或者其它特殊要求方式；②委托人对受捐对象有无受捐后的场景反馈等；③委托人是否接受其它机构或者基金管理等方式进行慈善行为；④慈善行为是救助灾民、捐赠实物、建筑使用资金、疾病、学业等场景，信托公司需要针对不同场景明确自己在各个场景中应承担的作用及慈善业务模式。

2.信托+基金会合作模式的深入

《慈善法》明确了慈善组织或者信托公司两类机构可以成为受托人。基于国内的基金会等其它慈善组织的运作来说，‘一手受托、一手花钱’的模式极有可能重蹈‘郭美美们’的覆辙。另一方面，信托公司受制于合格投资者的限制，在资金的募集上不及基金会，但确保信托财产独立性。在具体实施过程当中，应该明确慈善组织和信托公司的分工，明确慈善组织不能够进行资金管理。

在公益信托实践中，“信托公司+基金会”被认为是具有“造血”功能的模式。此模式的全球典型范例便是比尔·盖茨慈善基。基金会有权向基金会信托索要任何其财产范围内的资产进行公益活动。信托公司与基金会相互独立，互不隶属，只是拥有两位共同的理事——比尔和梅琳达·盖茨。基金会信托2008年财报显示，2007年投资收益约为40亿美元，占总收益的78.4%。2007年底净投资收益

约为50亿美元，次年向基金会拨款33.1亿美元，占净投资收益的66.2%。

目前，我国的公益慈善事业主要是依靠基金会等慈善组织。基金会在资金募集等方面具备优势，信托公司擅长投资运作和规范运营，可为委托人提供专业服务，但在捐赠项目的后期跟踪指导等方面缺乏经验，信托公司和基金会有着天然的互补性，双方合作将对我国公益慈善事业发展起到推动作用。

在慈善信托中，信托公司应该对以往与基金会合作方式中进行深挖，进一步加强双方的合作及明确双方在慈善行为中的责任义务关系。不仅仅停留在信托公司将资金委托给基金会进行慈善的行为，信托公司应该深耕慈善场景，结合场景来针对性的选择和基金会的合作模式，挖掘双方各自在慈善行为中的主体，信托公司要加强把握慈善行为的细节，以保证慈善行为的实施及效果，同时达到委托人的意愿。

3.信托+互联网模式的结合

互联网与金融深度融合是大势所趋，依托互联网技术，公益信托或会找到新的发展路径。信托公司因主要针对我国高净值客户服务，所以在开展公益信托中，其发展速度较慢，社会公众影响力还较小。《慈善法》背景下，信托公司开展慈善信托还需要结合互联网，利用互联网的优势。一方面方便人们随时随地、金额可大可小在网上向公益信托项目进行捐赠，另一方面可方便捐赠者实时了解公益项目的进度和效果，并有可能让捐赠者与受益对象建立在线联系，使人们能更好地参与公益慈善项目。通过互联网与公益信托的联系，可以让公益信托慢慢深入人心，走进人们的视野，促进我国信托公司开展公益信托。

第六章 小结

信托公司在慈善法实施之后，可以自己设计发起慈善信托，也可以和现有的慈善基金会等慈善组织合作，参与慈善信托的运作环节，履行社会责任，促进慈善事业的发展。不过，由于慈善信托也要享有税收优待，完全采用备案制似乎对假借慈善之名从事为私人牟利之行为缺乏审查和规制，备案制的内涵如何、是否以及如何确定审查慈善信托的设立门槛，是未来需要研究解决的问题。☑



利用Black-Scholes期权定价模型来定量观察市场风险态度的猜想

文 | 周超 李谷瑜

1 研究背景以及意义

在基础金融工具的基础上出现发展的衍生产品如今充斥在金融市场上，主要有远期、期货、期权、互换以及奇异产品。衍生产品发展迅速，其市场的交易量已经远远超过了基础金融工具。衍生产品作为一种重要的金融工具，它的价值依赖于其他更为基本的标的变量^[2]。由于其运用的灵活性以及功能的多样性，尤其是运用多种衍生工具通过结构化的方法，设计出来的产品成为各类金融机构规避风险、创造额外利润的宠儿，极大的促进了金融市场的发展，2008年金融危机却反应出了，由于衍生产品的复杂性以及高杠杆率其不正确的使用有可能增加整个金融系统的风险，金融工具在规避个体风险以及将潜在收益成倍的放大的同时，代价是整个系统金融风险的上升。金融期权指以金融商品或金融期货合约为标的物的期权交易^[3]。期权作为一种权利的买卖无疑是高杠杆率的代表，市场交易人员在支付了期权费后，即拥有了在一定时间内以一定价格出售或购买标的资产的权利，期权拥有者只拥有权利与其他产品的权利与义务同时存在是根本的区别。与权利相对立的则是风险，期权的价值则是对风险的度量，如何衡量这个权利的价值成为金融学家们的研究对象，也是对市场风险进行控制的关键。同时对于交易员而言，准确把握市场，对期权进行及时且相对精准的定价也是定价研究的重点。期权最为推动现代金融学发展的重要工具，其定价是现代金融学（Rosso，2005）^[4]的核心内容之一。良好的期权定价模型，在风险管理、降低交易成本、减少信息及代理成本和适当的保证金计算等方面都发挥着重要作用^[1]。

早在1900年Louis Bachelier的《投机的数学理论》中给出了第一个均衡模型的股票期权定价公式，但其假设股票价格可为负以及利率为零与现实相去甚远^[5]。至六十年代，许多人试图改善此模型，但由于都不同程度的依赖于股票未来的价格分布和投资者的风险偏好限制了其使用。在1973年发表在《政治经济学》中的一篇《期权和公司债务的定价》提出了Black-Scholes期权定价模型，在期权定价方面为众人打开了一扇崭新的大门^[16]。

首先在该模型的研究中，针对无风险利率，杜玉林（2012）^[6]对于Black-Scholes模型中假设无风险利率为常数与现实不符合的问题上，归结为一个随机最优控制问题，然后利用

动态规划原理得到期权价格区间上下线满足的模型以及模型解法，最后利用最优静态对冲缩小此价格区间，最后实证分析表明在价格区间一方面比Black-Scholes的结果又一定的优势。王志明，朱芳芳（2008）^[10]运用梅林变换和傅里叶变换，得出了支付红利的Black-Scholes期权定价模型的新解法。李晓雷（2007）^[8]在Black-Scholes模型的基础上，改变期中的吴宏利支付和无交易成本两个假设条件对模型进行修正，在模型修正中将支付的红利造成的影响归结于除权日股票价格的下降，对于交易成本的度量则是在离散交易时间下对构建交易组合的头寸进行调节，这些针对模型到底调整无疑使模型更加接近现实，但在红利的调整中，我们都知道在红利发放的除权日往往不是造成股票价格的下降，往往由于红利支付造成投资者信心的上升，往往股价会上扬。在针对模型修正的研究中最多的还是针对波动率的修正。沈玉波，张待见，宋立新（2011）^[9]在实际金融市场的不完备以及收益率后尾的特点考虑下，运用函数的下凸性，通过GARCH模型得到新的公式，放大了突发高风险事件的影响。在朱海燕（2005）的研究中除了考虑支付红利以及交易费用，还考虑了带有短期收益率函数以及带有Poisson过程的波动源模型，更符合现实市场的运动规律。

如何修正模型使模型更接近现实情况，使模型定价与现实更加贴近是对模型研究的重点。但由于模型假设中一些理想假设条件无法进行定量分析，进而无法对模型进行进一步的修正，使修正后的模型对产品的定价与现实中的定价会有一定的偏差。

在实际中，交易员常常使用隐含波动率，即市场期权价格所隐含的波动率，隐含波动率是一种简单方便的一种模型修正方法，但有所欠缺。

隐含波动率是用当前的期权价格，并且设定 S_0 、 K 、 r 、以及时间 T ，用迭代法求出单一变量当前价格所对应的波动率，即内含波动率。再用这个波动率来进行定价。

这种方法的优点在于简单，便于理解，有着非常强的实用性，有助于交易员在市场上随时把握市场的变化，并且用简单的方法对变化中的期权进行定价，不至于产生较大的偏差。

但这个方法的缺点在于内含波动率的使用期限太短，即需要市场人员不停的对波动率进行估算，不具有稳定性。在笔者看来，这种方法的不稳定性的原因是归因错误，即造成模型定价误差的来源错误的归结为波动率，用现有市场的价格求出对应的隐含波动率，再反求出产品的定价。

笔者认为，B-S期权定价模型依旧受风险选择这一因素的影响。但正是由于一些模型将这一影响因子进行了隐藏导致了模型定价与现实定价的主要偏差，虽然这一因子依旧几乎无法进行分析和修正，但反过来思考正是由于B-S期权定价模型将这一因子隐藏进而通过其他一些参数求得的产品定价可以作为一个标杆，通过研究这些偏差反而能够对经济学里一些难以定量评估的经济学概念进行研究。而本文则提出了利用Black-Scholes模型对市场风险态度进行研究的一种猜想。

2 Black-Scholes期权定价公式推导

2.1 模型假设的股票价格和衍生品产品价格过程

2.1.1 随机过程

在介绍Black-Scholes模型中针对股票价格假设的过程前，先介绍几种简单的过程。

首先是随机过程，如果某一变量的值以某种不确定的方式随时间变化，我们称这个变量服从某种随机过程（stochastic process）^[17]。过程可分为离散随机过程和连续随机过程，

其中可按时间分类，即离散时间随机过程和连续时间随机过程，也可按变量分，即离散变量随机过程和连续变量随机时间过程。

2.1.2 马尔科夫过程 (Markov process)

在该过程中，只有标的变量的当前值与未来的预测有关，变量的历史以及变量从过去到现在的演变方式与未来的预测无关。马尔科夫过程与弱势有效市场相对应。

在马尔科夫过程中，假设一变量符合马尔科夫过程，假定当前值为5，在一年以后变量的分布为期望值为0，方差为v的正态分布，即 $\Phi(0, v)$ 。那么在2年后的变化，则是两个正态分布的和，由于其各自独立，故分布为 $\Phi(0, 2v)$ 。因而在 \sqrt{t} 时间变化的分布为 $\Phi(0, tv)$ 。

2.1.3 维纳过程 (Wiener process)

维纳过程是一种期望值为0、方差为1.0的特殊马尔科夫过程。

用数学符号表示即：

变量z符合维纳过程 $\Delta Z = \epsilon \sqrt{\Delta t}$ ，且在不想重叠的时间区间内， ΔZ 相互独立。在较长一段时间T内变量z的变化，

$$N = \frac{T}{\Delta T}$$

因而，

$$z(T) - z(0) = \sum_{i=1}^N \epsilon \sqrt{\Delta t}$$

即

$$z(T) - z(0) \text{ 期望为 } 0$$

$$z(T) - z(0) \text{ 方差为 } T$$

2.1.4 广义维纳过程

$$\text{广义维纳过程} \quad dx = a dt + b dz$$

adt即变量x的单位时间的漂移率为a b dz即，

$$\sqrt{\Delta t}$$

因而

$$\Delta x = a \Delta t + b \sqrt{\Delta t}$$

ϵ 服从正态分布，故 Δx 也服从正太分布，期望为a Δt

$$\text{标准差为 } b \sqrt{\Delta t}$$

2.1.5 伊藤过程

伊藤过程，是一个更为广义的维纳过程，表达式为：

$$dx = a(x, t) dt + b(x, t) dz$$

伊藤过程中的预期漂移率以及方差率不再是一个常数，而是一个与x和时间相关的函数。

伊藤引理

该引理是由数学家K.Ito于1951年发现的，描述的是标的资产x和与其相关的衍生产品的关系：

变量x服从伊藤过程，即：

$$dx = a(x, t) dt + b(x, t) dz$$

那么G遵循过程：

$$dG = \left(\frac{\partial G}{\partial x} a + \frac{\partial G}{\partial t} + \frac{1}{2} \frac{\partial^2 G}{\partial x^2} b^2 \right) dt + \frac{\partial G}{\partial x} b dz$$

即G也遵从伊藤过程，漂移率为 $\left(\frac{\partial G}{\partial x} a + \frac{\partial G}{\partial t} + \frac{1}{2} \frac{\partial^2 G}{\partial x^2} b^2 \right)$ ，方差率为 $\left(\frac{\partial G}{\partial x} b \right)^2$

2.1.6 股票价格的过程

为了简化分析过程，以及合理考虑实际过程，我们假设投资者在任意股票价格时期望相同的收益率 u ，即股票在 t 时刻价格为 S ，那么股票的漂移率就为 uS ，用数学方式表达这个模型，即：

$$\Delta S = uS\Delta t$$

微分形式为

$$dS = uSdt$$

解微分方程，积分到 T 可得

$$S_T = S_0 e^{uT}$$

按照上述过程那么股票价格成为一个确定的过程，与现实不符，因此引入波动假设，即

在一个较短的时间 Δt 后，股票价格的百分比收益的变动是一样的，在现实中表现为，投资者在较高价格和较低价格上，对同一股票的不确定性有同样的考量。用数学表达模型为：

$$dS = uSdt + \sigma Sdz$$

即

$$\frac{dS}{S} = udt + \sigma dz$$

将这个模型代入伊藤引理中可得以股票价格为标的衍生产品的价格过程为：

$$dG = \left(\frac{\partial G}{\partial S} uS + \frac{\partial G}{\partial t} + \frac{1}{2} \frac{\partial^2 G}{\partial S^2} \sigma^2 S^2 \right) dt + \frac{\partial G}{\partial S} \sigma S dz$$

2.2 Black-Scholes微分方程推导

2.2.1 推导假设

在推导Black-Scholes微分方程时，有一些前提假设，除了上述的关于股票的过程以外，假设条件^[20]还有：

可以卖空证券，并且可以完全使用所得收入

无交易费用和税收，所有证券均可无限分割

在期权期限内，股票不支付股息

不存在无风险套利机会

证券交易为连续进行

短期无风险利率为常数，并对所有期限都是相同的

2.2.2 推导过程

衍生产品 f ，遵循过程

$$df = \left(\frac{\partial f}{\partial S} uS + \frac{\partial f}{\partial t} + \frac{1}{2} \frac{\partial^2 f}{\partial S^2} \sigma^2 S^2 \right) dt + \frac{\partial f}{\partial S} \sigma S dz$$

(1)

又因为标的资产 S 的过程为

$$dS = uSdt + \sigma Sdz$$

(2)

Black-Scholes模型的定价思想是构造一个衍生产品和标的资产的一个无风险组合，不存在无风险套利的机会，以此来消除维纳过程，即消除 $\frac{\partial f}{\partial S} \sigma S dz$ 项。

构造组合：

一个衍生证券的短头寸，价值为 $-f$

$\frac{\partial f}{\partial S}$ 的股票，价值为 $\frac{\partial f}{\partial S} S$

组合的价值：

$$\Pi = -f + \frac{\partial f}{\partial S} S$$

证券组合在 Δt 之间的变换为 $\Delta \Pi = -\Delta f + \frac{\partial f}{\partial S} \Delta S$

将(1)(2)代入上式即消除维纳过程得：

$$\Delta \Pi = \left(-\frac{\partial f}{\partial t} - \frac{1}{2} \frac{\partial^2 f}{\partial S^2} \sigma^2 S^2 \right) \Delta t$$

根据假设(4)(6)组合以无风险利率进行价值增值：

$$\Delta \Pi = r \Pi \Delta t$$

$$\left(\frac{\partial f}{\partial t} + \frac{1}{2} \frac{\partial^2 f}{\partial S^2} \sigma^2 S^2 \right) \Delta t = r \left(f - \frac{\partial f}{\partial S} S \right) \Delta t$$

整理即得布莱克—斯科尔斯—莫顿微分方程：

$$\frac{\partial f}{\partial t} + rS \frac{\partial f}{\partial S} + \frac{1}{2} \sigma^2 S^2 \frac{\partial^2 f}{\partial S^2} = rf$$

该微分方程的解则需具体衍生产品的边界条件。

2.3 布莱克—斯科尔斯—莫顿定价公式

欧式看涨期权边界条件

$$f = \max(S - K, 0)$$

欧式看跌期权边界条件

$$f = \max(K - S, 0)$$

依据微分方程可解得布莱克—斯科尔斯—莫顿定价公式

欧式看涨期权价格 $c = S_0 N(d_1) - Ke^{-rT} N(d_2)$

欧式看跌期权价格 $p = Ke^{-rT} (1 - N(-d_2)) - S_0 N(-d_1)$

$$d_1 = \frac{\ln\left(\frac{S_0}{K}\right) + (r + \sigma^2/2)T}{\sigma \sqrt{T}} \quad d_2 = \frac{\ln\left(\frac{S_0}{K}\right) + (r - \sigma^2/2)T}{\sigma \sqrt{T}}$$

便于理解,可以将看跌期权公式写为

$$c = e^{-rT} [S_0 N(d_1) e^{rT} - KN(d_2)]$$

$N(d_2)$ 是指期权被行使的概率, $S_0 N(d_1) e^{rT}$ 是指 $ST > K$ 时等于 ST 在其他情况等于 0 的变量在风险中性世界的期望值,因此公式可以理解为期权被执行以及为被执行的价值的期望.这点理解非常重要。

3 模型思考

B-S期权定价模型通过构造了一个衍生证券和股票的组合,按照无套利定价思想完美的将维纳过程以及回报期望 u 消除。

如果Black-Scholes-Merton微分方程涉及回报期望 u ,那么它将不会与风险选择无关,这是因为 u 值确实与风险选择有关,投资者对风险厌恶程度越高,对任何股票,相应的 u 值也

会越高，但在推导微分方程时， u 值被巧妙的消去了。

Black-Scholes-Merton微分方程不涉及任何受投资者对风险影响的变量。在方程中出现的变量有股票的当前价格、时间、股票的价格波动率和无风险利率，而他们都和风险选择无关。

但风险选择确实实实在在地影响了产品的价格，那么我提出了我的看法。风险选择对产品既然有着实实在在的影响，但在B-S期权定价模型中的参数都与风险选择无关，那么风险选择对产品定价产生的影响被内隐了。本人对模型推导过程也提出了几点疑问：

投资组合的价值按照无风险利率进行增值是否合理？

股票当前的价格是否已经是市场平衡状态下对其价值正确的衡量。

构建投资组合的目的是为了消除市场波动所带来风险，即消除了维纳过程。但投资组合的增值是否应当按照无风险利率进行增长这一点值得思考，首先如果组合证券的价格正确反映了所代表市场主体的价值，但组合证券的价格反映的是投资者对于投资主体的现在、未来价值判断，风险选择在此时确实产生了影响。另外股票当前的价格是不是市场平衡时价值正确的衡量，股票的价格取决于股票的价值受供求关系的影响，而供求关系也受市场参与主体的风险选择的影响。

因此在本人看来，风险选择从各个方面影响了B-S期权定价模型各个参数的选取。风险选择通过影响这些参数，进而造成了定价模型的定价与市场定价的偏差。反过来看，那么将定价模型的定价与市场定价进行比较是否能通过这样的偏差来反而反映出市场的风险选择，从而为研究市场风险态度提供一种定量的判断方法。

为了验证我的猜想，需要证明风险选择是模型主要的误差来源。

那么可以从三条侧面进行证明：

针对其他与实际情况不符的假设的修正对模型的修正效果有限，即其他因子对模型影响有限。

归因正确，即通过衡量风险选择对模型定价带来的偏差，对模型进行修正，带来稳定的修正效果。

假使模型的主要误差来源于其中的某个因子（风险态度因子），那么因为该因子导致的误差出现与因子特征相对应的特征。

4 实证分析

4.1 分析设计

在B-S期权定价模型的假设中，假设（1）（4）（5）为模型导出的最基本市场条件，而假设（6）非常接近现实情况。因此我选用考虑红利以及交易费用的修正模型做为参考，使用2012年求得的风险态度因子修正模型，运用修正后的模型对2014年的期权进行定价，比较其估值效率，来验证侧面证明条件中的第（2）（3）点，再将修正后的模型与考虑红利以及交易费用的修正模型比较估值效率，来验证侧面证明条件中的第（1）点。

4.2 模型修正

4.2.1 B—S模型中波动率及无风险利率的确定

股票的波动率 σ 是用于度量股票收益的不确定性，其实证计算用收益率的标准差进行度量。通常使用股票价格的历史数据进行计算：

$$u_i = \ln \left(\frac{S_i}{S_{i-1}} \right)$$

S_i 为第*i*个时间区间结束时变量的价格

$$S = \sqrt{\frac{1}{n-1} \sum_{i=1}^n (u_i - \bar{u})^2}$$

或
$$\sqrt{\frac{1}{n-1} \sum_{i=1}^n u_i^2 - \frac{1}{n(n-1)} \left(\sum_{i=1}^n u_i \right)^2}$$

使用这个方法对波动率进行估计，特点是选取的数据越多，统计的准确度越高，但问题在于太久远的的数据与当前的市场可能相关度极低，即时间期限太长的数据不具备代表性，而且存在这诸如“波动率微笑”等现象，但为了控制单一变量，我们依旧假设波动率短时间为常数，且用历史数据进行估计。

因此在此我们使用100天的收盘价数据进行估算。

无风险利率的选取主要问题在于不同的期限，利率的差异。在此我们选用美国十年期的国债利率来代替。

4.2.2 风险态度因子的引进

对整个概率曲线进行修正过于麻烦，需要大量关于不同执行价格的期权价格的数据，而且随着时间的改变风险态度也往往发生着改变，标的资产不同其购买者风险态度也不尽相同。

但我们也应同时注意到，针对某一产品而言，持有某一产品的购买者在短时间内改变很少，故整体风险态度表现为一种稳定的结构，因而我们可以假设针对某一单一产品在短时间内，在没有发生让购买者的风险态度发生重大改变的事件时，其风险态度的加和是稳定的。

因而我们可以引进修正参数*a*来对概率进行简单修正，并且以当前部分价格进行估算，再用以其他产品定价。

$$c = a (K - S) (S_0 N(d_1) - Ke^{-rt} N(d_2))$$

其中*a*是关于执行价格与标的资产的价值度量的差的函数，因为购买者对期权风险的度量就来自于执行价格与其对标的资产的期望值的差值，差值越大购买者对于看涨期权无法执行的风险度量越大，购买者对标的资产的期望值在没有发生改变其风险态度的重大事件时一个固定值，需要说明的是购买者对标的资产价格的期望值对于不同的人有不同的期望，但在总体上有着一个稳定的一个值，且在 S_0 附近变动。

4.3 对通用电气2012年1月12日期权定价的实证

4.3.1 各因变量的确定

5月6日通用电视收盘价为20.01，即 S_0 为20.01。

无风险利率取2010年5月6日10年期限美国国债利率3.28%。

使用二零一二年十一月十二日到期的通用电气的欧式看涨期权作为实证分析的对象，股票价格则使用2010年12月13日至2011年5月6日的收盘价。

当时并未有支付红利的计划，因而没有重大改变投资者风险态度改变的事件，故选其作为研究对象。

2011年5月6日到期权执行日期2012年1月12日共计251日，即0.687671年。

用100天的通用电气的收盘价格来对波动率进行估算。

表 1 10 年至 11 年通用电气一百天内收盘价格

日期	收盘价	价格增长率 (S_i / S_{i-1})	收益率
11年5月6日	20.01		
11年5月5日	19.90	0.99450	-0.00551
11年5月4日	20.27	1.01859	0.01842
11年5月3日	20.64	1.01825	0.01808
.....
10年 12月 14日	17.67	1.01143	0.01137
10年 12月 13日	17.62	0.9960	-0.00396

数据来源：https://xueqiu.com/S/GE

$$\text{标准差为 } s = \sqrt{\frac{1}{n-1} \sum_{i=1}^n u_i^2 - \frac{1}{n(n-1)} \left(\sum_{i=1}^n u_i \right)^2} = 0.01449717$$

一年按照交易日计时，共计252日所以每年的波动率为 $0.01449717 \sqrt{252} = 23.0135\%$

4.3.2 修正参数的确定

以执行价格10至20美元的市场信息，以10美元执行价格为基准，求得参数

表格 2 修正参数计算

执行价格	市场报价	原始模型求得报价	求得参数
7.5	12.45	12.67727	0.982073
10	10.05	10.23309	0.982108
12.5	7.45	7.793374	0.955940
15	5.15	5.41537	0.950997

参数表明了偏离风险中性的程度。

其值大于1说明，对于看涨期权，市场估计比模型得出的风险中性价格要高，即市场冒险。

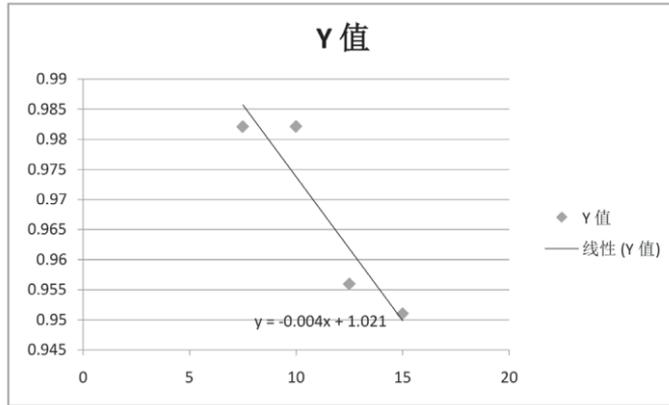
其值小于1说明，对于看涨期权，市场估计比模型得出的风险中性定价要低，即市场保守。

在极端情况下，合约执行或者不执行的概率几乎可以确定，所以此时的价格与市场的对风险的态度无关。

但在某个标的资产附近，即S附近（S是市场上参与者对于标的资产最可能达到的值的估计）那么则充分反映了市场的风险态度。

但参数值并不是固定不变的，它与执行价格有关，对于风险厌恶，即参数为小于1的情况，如果执行价格与标的资产的价格S相差越大，那么就越可能得不到执行，即得不到冒险收益的可能将增加，虽然冒险收益在增加，但对于风险厌恶的参与者来说，他将放弃冒险，所以表现在市场价格上则是市场价格越来越低于风险中性条件下的价格。

在此我们简单假设参数与执行价格成线性关系，得如图参数与执行价格的线性关系



图表 1 参数曲线

4.3.3 求出当其他执行价格的参数，并做验证：

表格 3 修正参数估计

执行价格	参数
17.5	0.951
20	0.941
22.5	0.931
25	0.921

对于求出的参数代入模型中，与原始模型进行比较，比较定价效率

表格 4 原始模型对 11 年期权定价效率

执行价格	市场报价	估计价格	绝对误差	相对误差
17.5	3.1	3.308542	0.20854	6.73%
20	1.56	1.742772	0.18277	11.72%
22.5	0.67	0.794624	0.12462	18.6%
25	0.26	0.319434	0.05943	22.86%

表格 5 参数修正模型对 11 年期权定价效率

执行价格	市场报价	估计价格	绝对误差	相对误差
17.5	3.1	3.146423	0.046423	1.50%
20	1.56	1.639948	0.079948	5.12%
22.5	0.67	0.739794	0.069794	10.42%
25	0.26	0.294198	0.034198	13.15%

比较相对误差，每个执行价格的相对误差有着明显的减少

4.3.4 与考虑红利以及交易费用的模型进行比较

参考王未卿、洪贤、邓静涛 (2012) 的研究，修正后的模型为

$$c = S_0 N(d_1) - Ke^{-(T-t)} N(d_2)$$

$$d_1 = \frac{\ln\left(\frac{S}{K}\right) + \left(r + \frac{\sigma^2 - k\sigma\sqrt{\frac{2}{\pi\delta t}}}\right)(T-t)}{\sqrt{(\sigma^2 - k\sigma\sqrt{\frac{2}{\pi\delta t}})\sqrt{T-t}}}$$

$$d_2 = d_1 - \sqrt{(\sigma^2 - k\sigma\sqrt{\frac{2}{\pi\delta t}})(T-t)}$$

其中k为交易费用系数取0.0025，波动率的计量采用的是广义自回归条件异方差法，

推出：长期波动率为 $\sqrt{0.000276}=0.016627$ ，即 $1.66\sigma_n=0.016627\times\sqrt{252}$
 $=0.280790791$ ，即 $\sigma\sigma'=\sqrt{\sigma^2-k\sigma\sqrt{\frac{2}{\pi}}}=27.395\%$ ，得到考虑了红利以及交易费用的修正模型的结果

表格 6 考虑红利及交易费用模型对 11 年期权证定价效率

执行价格	市场价格	估计价格	绝对误差	相对误差
2.5	17.49	17.56576	0.07576	0.43%
5	15.11	15.12152	0.01152	0.09%
7.5	12.45	12.67727	0.22727	1.83%
10	10.05	10.23309	0.18309	1.82%
12.5	7.45	7.793343	0.34334	4.61%
15	5.15	5.415111	0.26511	5.15%
17.5	3.1	3.307767	0.20777	6.70%
20	1.56	1.741598	0.1816	11.60%
22.5	0.67	0.793497	0.1235	18.43%
25	0.26	0.318647	0.05865	22.56%
30	0.05	0.038512	0.011488	22.98%
35	0.03	0.003609	0.026391	87.97%
40	0.01	0.000293	0.009707	97.07%

4.4使用因子模型和传统模型对通用电气2014年12月20日到期的期权进行定价 使用2014年1月2日至4月20日的股价数据进行定价

表格 7 13 年至 14 年通用电气一百天收盘价格

时间	收盘价	价格比率	日收益率
2014年4月 20日	26.6		
2014年4月 19日	26.46	1.005291	0.005277
2014年4月 18日	26.42	1.001514	0.001513
2014年4月 17日	26.58	0.99398	-0.00604
2014年4月 16日	26.59	0.999624	-0.00038
.....
2013 年 12 月 16 日	26.94	1.009280	0.009237
2013 年 12 月 15 日	26.45	1.018526	0.018356
2013 年 12 月 14 日	26.64	0.992868	-0.00716
2013 年 12 月 13 日	26.56	1.003012	0.003008

数据来源：<https://xueqiu.com/S/GE>

4.4.1 各因变量的确定

统计可得 $\sum_{i=1}^n u_i = 0.036681145$ ，而 $\sum_{i=1}^n u_i^2 = 0.012027457$ ，由公式可求得日收益率的标准差的估计值为：

$$S = \sqrt{\frac{1}{n-1} \sum_{i=1}^n u_i^2 - \frac{1}{n(n-1)} \left(\sum_{i=1}^n u_i \right)^2} = 0.01107205806$$

将一年的时间设定为交易日的时间为252天，所以年波动率为 $0.01107205806 \times \sqrt{252} = 0.17576347$

如上一节的确定方法，我们选取美国十年期国债利率2014年4月25日利率为2.68%

取股票2014年4月20日价格为 S_0 ， $S_0=26.6$

2014年4月20日至期权执行日2014年12月20日共计244天，即0.66849315年

4.4.2原始模型针对期权定价

表 9 原始模型对 14 年期权估价效率

执行价格	市场价格	估计价格	绝对误差	相对误差
24	3.1	3.427764182	0.327764	10.57%
25	2.13	2.70780735	0.577807	27.13%
26	1.59	2.083154786	0.493154	31.02%
27	1.12	1.561446526	0.441446	39.41%
28	0.74	1.139642847	0.399642	54.01%
29	0.47	0.8114854937	0.341485	72.66%

4.4.3参数修正模型对期权进行定价

首先需要确定参数我们假定一年后参数的变化不大，因而不需要再次求参，使用一年以前对参数的估计函数，但由于股价发生了一些变化需要进行轻微的调整。

2011年5月6日股价为20.01，到2014年4月20日已经涨至26.6，虽然我们并不知道市场参与者对股价估计值的确切数值，但股价上涨必然导致市场参与者对股价的估计上升，假设上升幅度相同，即S也上涨了6.59.因此参数的函数变为 $a(S-K-6.59)$ 。

将K值代入所求的参数关于执行价格的拟合曲线得参数

表格 10 对 2014 年期权定价参数估计

执行价格	24	25	26	27	28	29
参数 a	0.9379	0.9331	0.9283	0.9235	0.9187	0.9139

使用参数模型对期权定价得

表格 11 参数模型对 14 年期权估价效率

执行价格	市场报价	估计价格	绝对误差	相对误差
24	3.1	3.214900	0.114900	3.71%
25	2.13	2.526655	0.396655	18.62%
26	1.59	1.933793	0.343793	21.62%
27	1.12	1.441996	0.321993	28.74%
28	0.74	1.046999	0.306999	41.49%
29	0.47	0.741617	0.271617	57.79%

5 结果分析

用相对误差来衡量模型的定价效率，这样做是为了避免期权本身市场价格过小，而无法看清定价误差

比较表4和表5，可以明显看出定价效率，参数模型相比较原始模型而言有了非常明显的提高，执行价格在17.5到25区间原始模型相对误差为6.73%、11.72%、18.6%、22.86%，使用参数模型则降低到了1.50%、5.12%、10.42%、13.15%，至少将误差降低了一半以上，同时我们也可以看出传统模型在执行价格高时有着相当大的误差，虽然参数模型能够有效降低这种误差，但误差超过10%，依旧存在着不小的差距，原因在于我们拟合曲线 $a(K)$ 时，采用的

是线性拟合，由原始模型的误差可得，误差增长的速度大于K增大的速度，因此 $\frac{\partial^2 a}{\partial K^2} > 0$ ，但由于数据过少很难做出这样的拟合曲线，因此选择简单的线性拟合。但总而言之横向比较，模型修正效果很好。

比较表格4和表格6，在执行价格在17.5到25之间，原始模型相对误差为6.73%、11.72%、18.6%、22.86%，考虑了红利以及交易成本模型的相对误差为6.70%、11.60%、18.45%、22.56%，误差有所减小，原因在于模型更贴近于实际，但相对于原始模型而言，减少的量太低，相对误差只减少了0.03%、0.12%、0.15%、0.3%，几乎不影响定价，因为定价最低度量分为分。因而在纵向比较，即用12年期参数来估计14年期期权价格时，选用原始模型为比较对象，因为考虑红利以及交易成本的模型过于复杂且定价效率不比原始模型好太多。

比较表8和表10，误差由10.59%、27.15%、31.02%、39.41%、54.01%、72.66%，降低到了3.71%、18.62%、21.62%、28.74%、41.49%、57.79%，误差也有着很明显的降低，表明参数即使在两年过后也有着不错的修正效果。

6 结论

考虑红利以及交易费用的修正模型定价效率不高，验证了上文所述需要验证的侧面证明条件（1），即误差另有来源。

使用因子修正模型通过对2014年期权进行定价，相比较定价效率有了大幅提升验证了侧面证明条件的第（2）点，即正确归因。因为找到了正确的误差来源，使得通过2012年求得的风险态度因子曲线对2014年的定价依旧有着良好的修正效果，得证模型修正有一定的稳定性。同时也证明了侧面证明条件第（3）点，即针对某一产品，有着相对固定的投资主体（随着时间流逝缓慢改变），因而其风险态度结构相对稳定，所以求得的风险态度因子曲线也有一定的相对稳定性（随着时间流逝缓慢改变）。

风险态度因子曲线 $a(K-S)$ 与 $(K-S)$ 呈现负相关，这一点与风险态度的特征-对于风险厌恶，如果执行价格与标的资产的价格 S 相差越大，那么就越可能得不到执行，即得不到冒险收益的可能将增加，虽然冒险收益在增加，但对于风险厌恶的参与者来说，他将放弃冒险，所以表现在市场价格上则是市场价格越来越低于风险中性条件下的价格，想符合即验证了侧面验证条件(3)。

因此初步验证了笔者的猜想。 





资管产品按简易方式收增值税后 对资管产品相关方的影响

文 | 何松楠

2016年12月，财政部和国家税务总局颁布了《关于明确金融、房地产开发、教育辅助服务等增值税政策的通知》（财税[2016]140号），其中第四条规定，资管产品运营过程中发生的增值税应税行为，以资管产品管理人为增值税纳税人。随即，2017年1月，财政部和国家税务总局发布《关于资管产品增值税政策有关问题的补充通知》（财税[2017]2号），将140号文第四条的执行时间延迟为2017年7月1日。2017年6月30日，财政部和国家税务总局联合发布了《关于资管产品增值税有关问题的通知》（财税[2017]56号），对于资管产品增值税征收相关问题作出了进一步明确，解答了纳税人就资管产品范围、征收方式以及核算和申报等方面的疑虑。

根据56号文的规定，资管产品管理人运营资管产品过程中发生的增值税应税行为，暂适用简易计税方法，按照3%的征收率缴纳增值税。毫无疑问，简易征收的计税方式极大地降低了管理人的增值税合规成本，同时也降低了税务机关的征管难度。140号文出台后一度困扰行业的一般计税方式下进项税抵扣的相关问题，例如资管产品管理人是否可以就其收取的产品管理费向自己开具增值税专用发票，进项

税是否可以在不同产品间混合抵扣等，均随着简易征收方式的明确迎刃而解。

但是，资管产品按简易方式收增值税后对资管产品相关方将产生较大的影响，在3%的简易征收率下，受益人的实际税负真的仅3%吗？

以信托贷款为例，委托人将资金交付给受托人设立信托，受托人以信托贷款的形式向融资人发放信托贷款，并将取得的利息扣除信托费用以及相关税费后，向受益人进行分配。假设委托人交付的资金规模为M，受托人的信托报酬率为a，其他各项信托费用的合计费率为（如财务顾问费、保管费等）为b，受益人的预期收益率为R。通常情况下，融资人的利率r等于信托报酬率、其他信托费用的费率以及受益人的预期收益率之和，即 $r=a+b+R$ 。于是，融资人每年支付的利息为 $M \times r$ 。按照56号文的要求，受托人在取得 $M \times r$ 时，应按照3%的简易征收率缴纳增值税以及城市建设维护费（7%）、教育费附加（5%），即在信托层面，缴纳增值税税后信托费用及收益支付之前的信托收益 = $M \times r - \frac{M \times r}{1.03} \times 3\% \times (1 + 5\% + 7\%)$ 。在扣除信托报酬 $M \times a$ 以及其他参与方的合计信托费用 $M \times b$ 后，向受益人分配的信托受益

$$= M \times r - \frac{M \times r}{1.03} \times 3\% \times (1 + 5\% + 7\%) - M \times a - M \times b$$

(等式一)。

从受益人的角度来看，按照受益人的预期收益率计算，其预期的增值税税后收益

$= M \times R - \frac{M \times R}{1.03} \times 3\% \times (1 + 5\% + 7\%)$ (等式二)。如果受益人的实际税负真为3%，那等式一和等式二应该是相等的。经过计算，等式二计算的结果大于等式一，也就是说，受益人实际取得的增值税税后信托收益小于其预期的增值税税后收益，受益人的实际税负并不是3%，而大于3%。

经过分析，不难发现，等式一与等式二的差异 $= \frac{M \times a}{1.03} \times 3\% \times (1 + 5\% + 7\%) + \frac{M \times b}{1.03} \times 3\% \times (1 + 5\% + 7\%)$ (等式三)，该差异正好就是信托报酬对应的增值税及附加以及其他合计信托费用对应的增值税及附加之和。通过对等式三的分析，该差异值与信托规模M，受托人的信托报酬率a，其他各项信托费用的合计费率b都是正相关，即信托规模越大、受托人的信托报酬率越高、其他信托费用合计费率越高，受益人实际承担的税负将越高于3%。

通过 $r=a+b+R$ ，在等式两边同时乘以 $\frac{M}{1.03} \times 3\% \times (1 + 5\% + 7\%)$ ，即得到如下关系式：

$$\frac{M \times r}{1.03} \times 3\% \times (1 + 5\% + 7\%) = \frac{M \times a}{1.03} \times 3\% \times (1 + 5\% + 7\%) + \frac{M \times b}{1.03} \times 3\% \times (1 + 5\% + 7\%) + \frac{M \times R}{1.03} \times 3\% \times (1 + 5\% + 7\%)$$

上述等式表明：利息所对应的增值税及附加的构成来源于三部分，即信托报酬对应的增值税及附加、其他合计信托费用对应的增值税及附加、以及受益人收益对应的增值税及附加。站在受益人的角度，按照“谁收益谁承担”的原则，受益人的收益、受托人的信托报酬以及其他相关方从利息中取得的收益，应当由各自就取得的收益部分，“公平地”承担相应的税负。

假设交易各方“公平地”承担了利息中各自应缴付的增值税及附加，则受托人取得的税后

受托报酬 $= M \times a - \frac{M \times a}{1.03} \times 3\% \times (1 + 5\% + 7\%)$ 。但考虑到受托人本就是增值税的纳税主体，受托人收到的任何一笔信托报酬都应该按照适用的增值税税率(6%)计算缴纳相应的增值税及附加，

$$= M \times a - \frac{M \times a}{1.03} \times 3\% \times (1 + 5\% + 7\%) - \frac{M \times a - \frac{M \times a}{1.03} \times 3\% \times (1 + 5\% + 7\%)}{1.06} \times 6\% \times (1 + 5\% + 7\%)$$

于是受托人的实际税后信托报酬

$$(1 + 5\% + 7\%) = M \times a - \frac{M \times a}{1.06} \times 6\% \times (1 + 5\% + 7\%) - \left[\frac{M \times a}{1.03} \times 3\% \times (1 + 5\% + 7\%) - \frac{\frac{M \times a}{1.03} \times 3\% \times (1 + 5\% + 7\%)}{1.06} \times 6\% \times (1 + 5\% + 7\%) \right]$$

与受托人直接按照 $M \times a$ 取得信托报酬，计算出的税后信托报酬 $= M \times a - \frac{M \times a}{1.06} \times 6\% \times (1 + 5\% + 7\%)$ 相比，

受托人实际增值税税负增加的部分 $= \frac{M \times a}{1.03} \times 3\% \times (1 + 5\% + 7\%) - \frac{\frac{M \times a}{1.03} \times 3\% \times (1 + 5\% + 7\%)}{1.06} \times 6\% \times (1 + 5\% + 7\%)$ 。同一笔信托报酬，受托人被重复征税。除受益人以外的其他各方，只要从利息中取得收益且在信托层面已经缴付了相应的增值税及附加，也与受托人面临同样的情况——同一笔收入被重复征税。

于是，受益人、受托人以及其他参与方将共同面临一个两难的选择，要么在信托层面受益人、受托人以及其他参与方“公平地”承担各自的增值税及附加，而导致受托人、其他参与方被重复征收增值税；要么在信托层面不进行增值税的切分，受托人以及其他参与方避免的重复征增值税的问题，但受益人的实际承担着高于3%的增值税税负。

那么，有没有办法能够解决上述困境呢？笔者认为，答案是肯定的。

方案一：根据前文的分析，不难发现，造成上述困境的原因，正是因为增值税征收的特殊性。增值税属于流转税，按照交易链条上是否发生增值来确定增值税的应纳税额。在前面的例子中，由于资管产品管理人身份的特殊性，使得同一笔增值额在管理人处被划分在两个支付链条里——融资人-管理人以及管理人-管理人，进而被分别考量增值额的情况，由此产生了重复征税的问题。假设

能够把同一笔增值额按照支付链条进行分拆，则上述问题便迎刃而解。仍沿用前文的例子，假设融资人把应支付的利息进行分拆并分别支付，也即将 $M \times a$ 直接支付给受托人，将 $M \times a$ 直接支付给其他参与方，将 $M \times a$ 直接支付至信托专户用于向受益人分配。于是，受托人以收到的 $M \times a$ 为基数按照6%的增值税税率缴纳增值税及附加，其他参与方以收到的 $M \times b$ 为基数按照适用的增值税税率缴纳增值税及附加，而在资管产品层面，管理人以收到的 $M \times R$ 为基数按照3%的增值税税率缴纳增值税及附加后，全额向受益人进行分配。在这样的理想情况下，受托人、其他参与方并没有被重复征税，受益人也没有额外承担增值税税负。

但是，这一解决方法的实际操作难度较大。不难发现，上述解决方案中一个决定因素是融资人，融资人是否愿意配合以及配合的程度，都将直接影响到该解决方案的最终效果。首先，融资人需要将原本一笔支付的利息进行拆分并分开支付至不同的账户，给自身财务运营带来较大的压力。其次，融资人之所以愿意配合，一个很大的原因是因为由于费用的直接支付，融资人可要求受托人、其他参与方开具增值税专用发票，实现增值税的进项抵扣，但这一做法却变相增大了受托人、其他参与方的财务运营压力。最后，由于增值税严格的征收管理，特别是增值税的专票管理制度，要求合同流、资金流以及发票流“三流”一致，这就导致在融资人直接付费的模式下，需要对原有合同体系进行较大程度的调整。一旦按照“三流”一致的原则调整合同，会使得原有合同存在逻辑上的不合理性。例如，为了使受托人向融资人开具增值税专用发票可行，融资人就必须成为资管合同中的签署一方，但是资管合同往往明确的是资管产品当时人的相关责任与权利义务，实际与融资人并没有关联，把融资人强加进资管合同，不但显得突兀，而且存在不合理性。同样的原因也使得调整原有合同体系内的其他合同存在障碍。而一旦融资人并不能从复杂的利息拆分支付中取得相应的“好处”，则仍然会选择一笔支付利息的方式，而所有的问题又回到了原点。由于该解决方案操作上的复杂性和不合理性，使得方案一并不是一个切实可行的方案。

方案二：将受益人承担的额外增值税及附加成本计入融资成本，由融资人承担。仍沿用前文的例子，假设受益人取得的增值税税后信托收益 $= M \times R - \frac{M \times R}{1.03} \times 3\% \times (1 + 5\% + 7\%)$ ，受托人的信托报酬为 $M \times a$ ，其他参与方的信托费用为 $M \times b$ ，则融资人的利率 r 应满足如下等式：

$$M \times R - \frac{M \times R}{1.03} \times 3\% \times (1 + 5\% + 7\%) = M \times r - \frac{M \times r}{1.03} \times 3\% \times (1 + 5\% + 7\%) - M \times a - M \times b$$

经过计算， $r \approx 1.0337 \times (a + b) + R$ ，即融资人的实

际成本与受益人的预期收益率R、信托报酬率a以及其他相关方的费率之和b正相关，信托报酬率a、其他相关方的费率之和b每增加1%，融资利率增加1.0337%；受益人的预期收益率R每增加1%，融资利率也增加1%。

在实际操作中，受益人往往将按照预计收益率计算的投资收益视为增值税的税后收益，故融资人的利率r应满足如下等式：

$$M \times R = M \times r - \frac{M \times r}{1.03} \times 3\% \times (1 + 5\% + 7\%) - M \times a - M \times b$$
经过计算， $r \approx 1.0337 \times (a + b + R)$ 。也就是说，为保证受益人按照预期的投资收益率取得增值税税后收益，则融资人的融资利率应至少在所有费率之和的基础上再提高3.37%。

方案二虽然增加了融资人的实际融资成本，但目前是最好的解决方案。首先，不但满足了受益人对实际收益的要求，而且避免了受托人以及其他参与方被重复征收所得税的问题。其次，避免了对原有合同体系的大规模调整，仅需调整融资利率，并在资管合同中明确相应的增值税及附加由资管财产承担。最后，融资人让按照一笔利息进行支付，且合同签署向对方、利息支付方以及增值税发票开具方均为受托人，不但没有给融资人财务运营带来额外负担，而且能够正常取得增值税发票。

资管产品自2018年1月1日起按照3%的简易征收率计征增值税及附加，给资管产品的受益人、受托人、相关参与方以及融资人都带来了较大的影响。作为资管产品的管理人，对于存续项目，应当尽早通过补充协议的形式，进一步在资管合同中明确增值税及附加的承担主体及方式，并做好向受益人说明的准备；对于新设立的项目，应当在资管合同中明示增值税及附加的承担主体及方式，并提示受益人相关的增值税及附加的内容，揭示可能存在的增值税超额负担，使得受益人能够及时通过调整费率等方式，保证其能够按照预期收益率取得收益。☑



关于广西有色金属集团有限公司 与五矿信托股权收益权转让纠纷

文 | 冯露君

虽然收益权已经不是什么新名词，如股权收益权、应收账款收益权、存单收益权等等，各类以收益权为基础资产的理财产品也频频出现在理财市场，这其中收益权产品设计运用最多的金融机构当属信托公司。但是，在法律层面，收益权到底是何种性质的权利，法律是没有明确规定的。对于如何裁定收益权纠纷，不同的司法部门，做法也略有差异。继安信信托诉昆山纯高案件之后，最近广西有色金属集团有限公司（以下简称“广西有色”）与五矿国际信托有限公司（以下简称“五矿信托”）股权收益权纠纷一案，经过青海省高院审理做出的一审判决，引起了作为信托从业人员的笔者的关注。

一、案情的概述

2014年10月24日，五矿信托与广西有色签订了《回购合同》，约定广西有色将其合法持有的再生金属公司87.37%的股权收益权转让给五矿信托，转让价款为500000000元。五矿信托取得股权收益权

后，广西有色应该按合同的约定回购全部特定股权收益权并支付回购价款。广西有色应按合同约定收购全部特定股权收益权并支付回购价款。回购价款等于回购本金与回购溢价金额之和，溢价率为13%/年。同时，《回购合同》还约定如广西有色未按照合同约定支付其应付的特定股权收益，或未履行/未完全履行其在合同项下的回购特定股权收益权的义务，或未按合同约定履行支付其应付的其他任何款项的，广西有色应在收到五矿信托通知后5个工作日内予以改正并采取满足五矿信托要求的补救措施，否则五矿信托有权宣布各笔回购本金均提前到期。

依据回购合同的约定，广西有色未按照本合同约定支付任何一笔回购本金、回购溢价款的，或广西有色未按本合同约定支付应付的任何款项，五矿信托有权要求广西有色立即支付，且有权自广西有色逾期之日起按逾期未支付款项的万分之一按日记收违约金。回购合同约定，广西有色出现任何违约情形，自违约情况发生之日

起要求广西有色支付违约金，违约金数额为特定股权收益权转让价款的10%。

与此同时，五矿信托与广西有色签订了《股权质押合同》，约定广西有色以持有的再生金属公司全部股权出质给五矿信托，以其持有的再生金属公司全部股权出质给五矿信托对其在《回购合同》项下全部债务提供质押担保，担保的范围为主合同约定的回购价款以及债务人因违法合同约定而产生的违约金、赔偿金、债务人应向五矿信托支付的其他款项以及债务人因违反合同约定而产生的违约金、赔偿金、债务人应向五矿信托支付的其他款项，并同日办理了股权质押登记手续。2014年10月27日，五矿信托成立了信托计划并向广西有色支付股权收益权转让价款人民币500000000元。

在信托项目运行的过程中，依据《回购合同》约定，广西有色应于2015年6月19日向五矿信托支付回购溢价款15816438.36元，但广西有色并未支付。五矿信托向广西有色督促履行，广西有色于2015年7月10日向信托计划的受益人出具了《还款计划说明书》，承诺其将于2015年7月17日前向五矿信托支付回购溢价款500万元，并于2015年7月24日前向五矿信托支付剩余应付未付款项。截止2015年8月7日，广西有色仅支付回购溢价500万元，并未支付剩余款项。

二、案件争议点及法院的判决

(一) 原告方的诉求

原告方五矿信托向青海省高院提起民事诉讼，提出诉讼请求：1.要求广西有色向原告支付应付未付的股权收益权回购溢价以及提前到期的剩余股权收益权回购价款，合计回购价款本金500000000元，回购溢价158,665,753.43元。2.请求广西有色向原告支付违约金，违约金的计算方式为特定股权收益权转让价款的10%，加上自回购方逾期

之日起按逾期未付款的万分之五按日收违约金，至被告实际给付全部逾期未付款项之日止，即2015年9月28日，共617,404,111元，合计50,617,404.11元。3.要求处置被告名下持有的全部广西再生金属有限公司质押股权，要求对质押股权处置价款在质押担保范围内享有优先受偿权。4.诉讼费用由原告承担。

(二) 被告方的答辩

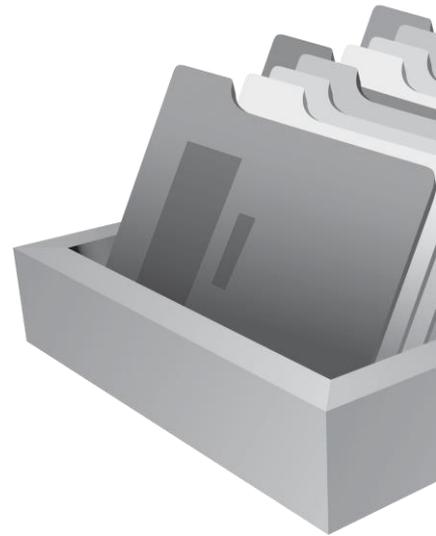
被告方广西有色针对广告的主张进行了答辩，并提供了以下的一些理由：1.本案的基础法律关系是借贷法律关系，双方签订的股权收益权合同，名为买卖，但实际为借贷。2.五矿信托所陈述的广西有色有严重的违约行为是不成立的，广西有色在合同履行中只是有部分利息没有支付，已经支付了大部分利息。3.本案诉请的利息，即回购款和违约金的问题。五矿信托既主张利息又主张违约金有失公正，不应当支持。4.若本案回购合同关系成立，五矿信托要求支付本金即无合同依据，无法律依据，不应当得到支持。5.五矿信托要求溢价款违反合同。按合同计算无法得到五矿信托要求支付的溢价款。广西有色认为五矿信托主张的广西有色提前支付款项的条件未成就，其主张不能成立。五矿信托仅就广西有色未付的利息可主张，其他诉求没有依据，应当依法驳回。

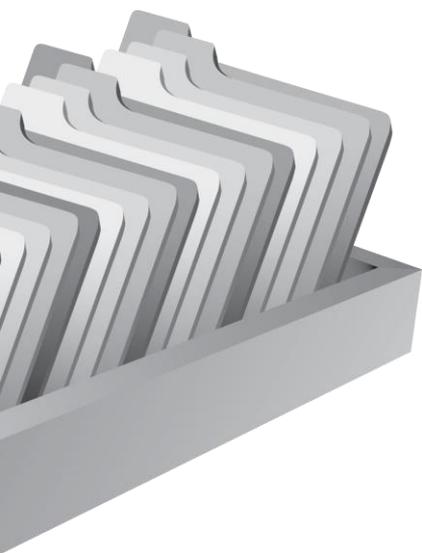
(三) 法院对争议的判决

青海省法院对五矿信托和有色金属之间的纠纷进行裁决，并对双方争议的法律关系、诉讼请求等问题逐一进行了判决，具体内容如下：

1. 对于回购本金和溢价款的认定

对于原告要求支付500000000元本金和回购溢价158,665,753.43元的主张。法院认为双方所签署的《回购合同》属于双方真实的意思表示，且没有违反法律、行政法规的强制性规定，理应当合法有效。依据《信托





法》的第8条的规定，设立信托应当采用书面形式。

这个案件中，第一，双方签订的《回购合同》对信托财产的范围、种类及状况、转让价款、信托计划的成立、回购的价款等均有明确的约定。符合相关法律的规定。第二，信托的特征是委托人将自己的财产交由他人管理和处分，受益人获益。结合这个案件，广西有色将所拥有的特定股权收益权转让给五矿信托，五矿信托取得该收益权之后，约定广西有色进行回购。

《回购合同》存在两种法律关系：第一是受让方与转让方基于信托合同的条款安排转让特定股权收益权所形成的信托法律关系；第二，转让方（回购方）和受让方之间基于收益权的回购合同形成的回购法律关系。双方均有设立信托的意思表示。与通常意义上的借款及还款不同。因此，本案件属于营业信托纠纷，而非借贷纠纷。

依据双方所签订的《回购合同》的约定，若广西有色未按照本合同约定支付任何一笔回购本金、回购溢价款的，或广西有色未按照本合同约定支付任何一笔回购本金、回购溢价款的，或广西有色未按照本合同约定支付其应付的任何款项，五矿信托有权要求广西有色立即支付，且有权自广西有色逾期之日起按逾期未支付款项的万分之五计收违约金。广西有色拖欠回购溢价款的行为构成双方当事人所约定的违约情况，原告的对于本金和溢价款的诉求应以支持。

2.对于广西有色向五矿信托支付收购价10%违约金，及按照预期未付款项万分之五按日记收违约金

法院认为，依据《收购合同》的约定，广西有色出现任何违约情形，自违约情形发生之日起要求广西有色支付违约金，违约金金数额为特定股权收益权转让价款的10%。同时，依据该合同的约定，广西有色

未按照合同约定支付任何一笔回购款本金、回购溢价款的，或广西有色未按照合同约定支付其应付的任何款项，五矿信托有权要求广西有色立即支付，且有权自广西有色逾期之日起按逾期未支付款项的万分之五记收违约金。广西有色拖欠回购溢价款的行为已经构成双方所约定的违约行为，依照合同约定应当承担违约责任。前述的两项违约金，在合同中都有约定，并且违约金的性质不同，支持五矿信托的违约金主张。

3.质押股权优先受偿权的问题

原被告双方签订了《股权质押合同》，合同签订时意思表示真实，且没有违反法律、行政法规的强制性规定，合法有效。质押合同对五矿信托享有债权的担保范围约定明确，并办理了相关质押登记。五矿信托的主张并无不当。应当得到支持。

三、对于五矿信托诉广西有色股权收益权转让纠纷的评析

关于收益权纠纷的诉讼，五矿信托诉广西有色股权收益权转让纠纷并不是首例。在比较有指导意义和影响力的安信信托诉昆山纯高案件中，法院的对于收益权的默认，被实务人员解读为这是司法部门对收益权模式的积极认可和默许。这种新型权利出现的出现，虽然法律上依然没有明确规定收益权，司法实践中也缺少常态化的处理方式，但是法院在处理这一类案件中，会反映出这一种趋势：既不过多的去还原收益权背后真实的交易目的，也不否定收益权这种新型权利，往往回避专门就收益权进行讨论，而是结合具体案件中所争议的焦点，在现行的法律体系之下，通过已有的法律规则就案件进行讨论和分析。法院在处理五矿信托诉广西有色这个案件处理的过程中，也同样表现出这种倾向性。

但是在这个案件中，引发思考的点在

于法院在做出裁决时是否在认清案件事实的基础上，法院的法官是否已经明确收益权案件中所涉及到的法律关系，并做出与现行法律规定相一致的判决内容。笔者认为，法院的判决在理解法律概念、处理法律关系、认定责任的承担这些方面，在这个案件中，并不太理想，甚至在误导大家对于收益权类信托项目法律关系的理解。

（一）信托项目的交易结构

为更好的梳理这个案例的法律关系，首先需要对这个案件的交易结构进行梳理，依据项目所涉及到的《五矿信托——广西有色股权收益权投资集合资金信托计划认购/申购风险说明书》、《矿信托——广西有色股权收益权投资集合资金信托计划信托合同》、《广西有色金属集团有限公司与五矿国际信托有限公司之股权收益权转让暨回购合同》、《股权质押合同》等法律文件，五矿信托——广西有色股权收益权纠纷的信托交易结构基本可以还原如右图：

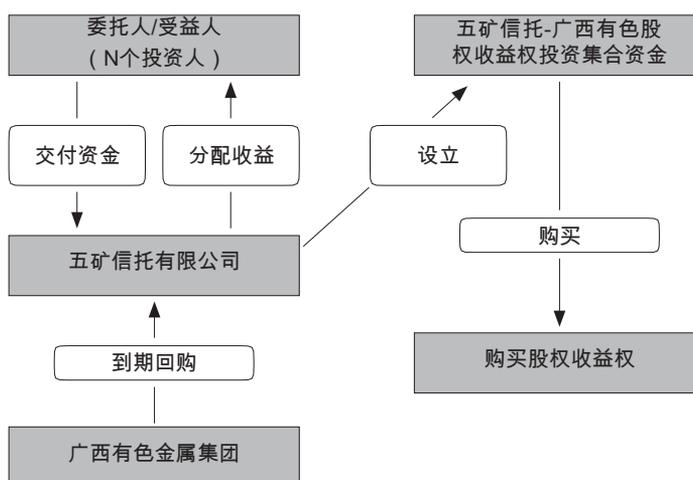
（二）股权收益权纠纷所涉各方主体之间的关系

1. N个投资者（以下简称“投资人”）与五矿信托的信托关系

本信托属于自益信托，投资人与五矿信托之间是信托法律关系。投资人将资金委托给受托人五矿信托，五矿信托设立“五矿信托——广西有色股权收益权投资集合资金信托计划”（以下简称“集合信托”），信托目的为购买广西有色金属集团对子公司股权的收益权，受托人依据集合信托合同的约定，运用信托财产。受益人为投资人，受托人依据信托合同的约定对受益人分配信托利益。

2. 五矿信托与广西有色金属集团的融资关系

五矿信托与广西有色金属集团之间的关系，依据银监会所下发的文件，应当属于融资关系。信托公司在管理这类业务时，通常将这



一类业务视为“融资类业务。因为依据《中国银监会关于印发信托公司净资本计算标准有关事项的通知》（以下简称“通知”）规定，附加回购类业务为融资类业务。

依据《通知》第二条的具体内容为：对于同时包含融资类和投资类业务的信托产品，信托公司在计算风险资本时应按照融资类和投资类业务风险系数分别计算风险资本。融资类业务包括但不限于信托贷款、受让信贷或票据资产、附加回购或回购选择权、股票质押融资和准资产证券化等业务。

3.本项目交易结构的梳理和分析

通过以上的分析可知，在这个项目之中，五矿信托发行了五矿信托——广西有色股权收益权投资集合资金信托计划，五矿信托依据集合信托计划合同的约定将集合信托募集的资金用于购买股权收益权，并约定由广西有色金属集团到期回购，而依据银监会下发的文件，本项目被认定为融资类业务。因此，五矿信托与广西有色金属集团之间属于融资关系，但是实际采用的方式为股权回购的模式。

（三）笔者对本案法院对于争议点认定的几点看法

1.对于信托关系的认定不妥

法院将五矿信托与广西有色之间的法律关系认定为信托关系，存在不妥之处。信托是指信托业务是一种以信用为基础的法律行为，一般涉及到三方面当事人，即投入信用的委托人，受信于人的受托人，以及受益于人的受益人。《信托法》对信托的定义是信托，是指委托人基于对受托人的信任，将其财产权委托给受托人，由受托人按委托人的意愿以自己的名义，为受益人的利益或者特定目的，进行管理或者处分的行为。

在这个案件中，如果说存在信托关系，那么所依据的应当是《五矿信托——广西有色股权收益权投资集合资金信托计划》

的约定，社会投资者与五矿信托之间存在信托关系，并且这个信托的目的为信托目的为购买广西有色金属集团对子公司股权的收益权。

广西有色与五矿信托之间所存在的的关系为股权收益权的转让关系，只不过和一般的权利转让关系不一样的地方在于：第一，本次股权收益权的转让方就是将来的回购方，而股权收益权的受让方就是将来的被回购方，广西有色与五矿信托之间存在远期回购关系。第二，回购属于溢价回购，溢价回购率为13%，溢价回购款的支付并不是实际回购时才支付，而是采用了类似于借款利息的支付方式，按季或者按月进行支付。第三，回购行为并不是要等到回购期届满才进行回购，如果广西有色发生违约，将触发回购条款，五矿信托有权要求广西有色提前进行回购。

因此，法院的判决直接将五矿信托与广西有色之间的关系认定为信托关系，与项目的实际情况并不相符合，并且违反了《信托法》对信托设立以及信托法律关系的认定。

2.违约金存在重复计算的问题

案件中涉及到两类为违约金：第一类是回购本金未能支付，导致违约，应当按照回购的本金的10%计算违约金；第二类违约金为广西有色未按照合同约定回购本金或者溢价款的或者没有支付任何一项款项，五矿信托有权要求广西有色立即支付，且自广西有色逾期之日按照逾期未支付款项的万分之五计收违约金。那么在这个过程中，如果本金没有支付，那么回购本金也是属于未支付款项的范围，那么也将被纳入到为违约金的计算基数的范围之内，与第一类违约金一起计算，那么其实存在重复计算。对于这个细节问题，法院的法官判决时并没有给予注意，虽然两种违约方式，合同都进行了约



定，但是同时计算两类违约金，这种计算方法可能导致违约金过高的问题。

3.对于收益权类信托纠纷的再思考

与安信信托诉昆山纯高案件相比较，这个案件的一审判决，多个地方值得引起思考和争议。但是无论如何，对于收益权相关的交易结构设计及运用，从信托从业人员的角度分析，这些方面是需要重点关注的。

第一，收益权基础资产的选择。收益权是对基础资产收益的一种权利，其权利的运用和行使，很大程度上取决于基础资产的质量。如果基础资产本身就存在一定的不确定性，那么要让基础资产产生收益就是更难上加难，购买这样一个权利，购买者的权利与利益是非常没有保障的，投资者需要谨慎。

第二，收益权的真实转让。对于收益权的真实转让主要是要考虑到保障收益权购买者的利益，实际上也就是风险的实际承担方的利益。如果权利的真实转让处理不当，在未来主张权利的诉讼过程中，虽然受让人已经支付了转让对价，但是因为权利没有实现真正的转移，那么受让方将会面临支付款和收益权两空的局面。另外，最好的转移方式是建议连基础资产一同进行转移，确保受让人对收益权的控制。

第三，对于信托投资人，特别是集合资金信托计划，目前信托公司刚性兑付的局面依然没有打破，那么信托公司可能面临巨大的赔付风险。由于收益权这种权利的特殊性，因此，收益权模式的运用对信托公司的管理能力提出了更大的挑战，信托公司需审慎客观看待收益权项目。

总之，收益权的诞生就像是一把双刃剑，它既为融资需求开辟了新的道路，同时又为信托公司的经营管理能力提供新挑战，在这类产品运行和管理的过程中，信托公司需要审慎对待收益权所涉及到的各个环节，注意合规风控问题。☑

最高额保证制度中注意事项

文 | 孙雨昕

一、关于债务人不确定是否影响最高额保证合同的效力

根据《担保法》第十四条规定，“保证人与债权人可以就单个主合同分别订立保证合同，也可以协议在最高债权额限度内就一定期间连续发生的借款合同或者某项商品交易合同订立一个保证合同。”据此，《担保法》及《最高人民法院关于适用〈中华人民共和国担保法〉若干问题的解释》中并未明确规定最高额保证合同的债务人必须是确定的。如果最高额保证合同系双方真实的意思表示，且具备了担保性质又未违反法律和行政法规的禁止性规定，应属于双方意思自治的范畴，不应认定为最高额保证合同无效。但是由于现行法律对最高额保证的主债权的债务人是否必须为确定的问题尚无明确规定，是否会因此导致最高额保证合同无效存在一定的不确定性，容易引发争议。

二、关于最高额保证的保证责任的履行方式

《最高人民法院关于适用〈中华人民共和国担保法〉若干问题的解释》（以下简称“《担保法司法解释》”）第二十三条规定，

“最高额保证合同的不特定债权确定后，保证人应当对在最高债权额限度内就一定期间连续发生的债权余额承担保证责任。”

根据《担保法司法解释》的规定，当最高额保证合同的主债权确定后，保证人方有义务在最高债权额限度内就一定期间连续发生的债权余额承担保证责任。但法律并未明确最高额保证的主债权的具体确定方式，也未明确规定是否可在主债权确定期间部分确定主债权。

《物权法》第二百零六条明确规定了最高额抵押的主债权确定方式，“有下列情形之一的，抵押权人的债权确定：（一）约定的债权确定期间届满；（二）没有约定债权确定期间或者约定不明确，抵押权人或者抵押人自最高额抵押权设立之日起满二年后请求确定债权；（三）新的债权不可能发生；（四）抵押财产被查封、扣押；（五）债务人、抵押人被宣告破产或者被撤销；（六）法律规定债权确定的其他情形。”参照《物权法》来看，如果在《最高额保证合同》中约定主债权确定期间届满前最高额保证人应在最高债权额限度内就某一期或某一笔逾期债权承担保证责任，该等约定并未加重最高额保证人的担保责任，不违反法律法规的明确规定。☑



文 | 综合管理总部 马睿 摘编

信托登记系统上线首月 运行安全平稳

来源：证券日报 晶莹 2017-10-12

9月1日，信托登记系统在《信托登记管理办法》生效当日顺利上线运行，开始全面提供信托登记服务，至今已有月余。

中国信登数据显示，系统上线运行以来，得到了全国68家信托公司、38家银监局（含2家分局，下同）高度关注并积极参与。运行首月，累计访问信托登记系统累计访问6737人次，信托产品登记申请量呈稳步提升。

截止到9月30日，全国68家信托公司通过该系统累计报送各类信托登记4011笔，其中，预登记3701笔，初始登记301笔，变更登记和更正登记也在当月相继产生；通过该系统获得唯一编码的信托产品达3533个；已有23笔集合信托产品的基本信息在中国信登官方网站对外公示。

另外，中国信登方面还表示，目前正在全力推进信托受益权账户系统开发及其配套制度建设，信托受益权账户系统一期开发已基本完成，正在积极推进系统集成测试、用户验收测试、性能测试以及落实测评机构对系统开展等保测评。同时，中国信登也在同步配合监管部门对银监会审定《信托受益权账户管理细则》审制定，研究完善信托受益权账户代理开户操作流程。

摘编自《每日舆情》2017.10.12

布局消费金融 云南信托接入央行个人征信系统

来源：证券日报 邢萌 2017-10-20

在此之前，至少有外贸信托、中航信托、渤海信托3家信托公司接入该系统

近日，云南信托接到中国人民银行昆明支行征信处通知，正式取得个人征信系统账号。这也意味着，云南信托成为信托行业少数几家获批对接央行征信系统的公司之一。据《证券日报》记者统计，除了云南信托外，目前至少有包括外贸信托、中航信托、渤海信托在内的三家信托公司接入该系统。

据了解，云南信托从2016年7月立项，历经14个月，与人民银行反复测试及修改数据，于10月16日正式接入中国人民银行个人征信系统。

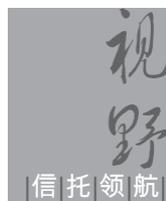
云南信托 接入个人征信系统

10月16日，云南信托接到中国人民银行昆明支行征信处通知，正式取得个人征信系统账号。

据了解，云南信托从2016年7月立项，历经14个月，与人民银行反复测试及修改数据，于10月16日正式接入中国人民银行个人征信系统。

《证券日报》记者据公开信息统计，目前至少有包括外贸信托、中航信托、渤海信托和云南信托在内的4家信托公司接入该系统。

据了解，个人征信系统是中国人民银行组织商业银行建设的全国统一的个人信用信息共享平台，它依法采集、保存、整理个人的信用信息，为个人建立信用档案，记录个人过去的信用行为，为商业银行、个人、相关政府部门和其他法定用途提供信用信息服务。



在个人征信系统里，客观地记录着一个人过去的信用活动，它主要包括三类信息：第一类是基本信息，包括个人的姓名、证件号码、家庭住址、参加社会保险和公积金等信息；第二类是个人的信用活动信息，包括贷款、信用卡、担保、电信缴费、公共事业缴费等信息；第三类则是个人的公共信息，包括欠税、法院判决等信息。

事实上，银行、券商和基金等金融机构早已接入了中国人民银行个人征信系统，不过信托行业却鲜有接入该系统的公司。根据本报记者掌握的消息，目前仅有外贸信托、中航信托、渤海信托和云南信托等四家信托公司接入该系统。除此之外，平安信托此前也对本报记者表示正在接入该系统。

助力消费金融

消费金融业务属于零售金融业务，具有业务量大、单笔额度小等特点，与传统的批发金融业务有较大区别，信托公司开展消费金融业务仍面临一定挑战。

光大信托研究员袁吉伟指出，消费金融业务主要面临违约风险、欺诈风险等，风险控制主要依据大数定律，以控制资产池的整体不良率为主，风险管控更多采用打分模型，依靠完善的信息系统实现高效的业务运营和快速的审查和放款。

这就需要信托公司重构其消费金融业务流程和风险控制体系，在个人征信等基础设施相对不完善的情况下，有效进行风险管控的压力较大。

接入央行个人征信系统则可有效的助力消费金融，云南信托表示，公司接入人民银行个人征信数据库，可以依托人民银行征信庞大的个人信用数据，为公司消费金融业务的发展提供强大助力。

此前接入该系统的渤海信托也表示，接入央行个人征信系统，对小微金融业务和消费金融业务的发展大有裨益：一是可以提升反欺诈效果，提高个人违约成本，进一步提升资产质量；二是可以合理利用大数据技术，建立覆盖消费金融行业的数据库和针对细分市场的专项数据库，降低信用分析成本，提高信用分析的效率和可靠性；三是可以选择与优质交易对手建立战略合作关系，积极关注交易对手的业务渠道建设情况和风控管理体系情况，形成行业进入壁垒，增加客户的粘度，提升公司小微金融服务价值。

摘编自《每日舆情》2017.10.20

高净值人群为何爱信托

来源：经济日报何川 2017-11-16

近年来，伴随财富的增长，我国高净值人群投资多元化的趋势愈加明显，除了房地产和股票，信托等产品、全球资产配置等已经成为其重要的投资选择。

所谓信托，是指委托人基于对受托人的信任，将其财产权委托给受托人，由受托人按委托人的意愿以自己的名义，为受益人的利益或者特定目的，开展管理或者处分的行为。简而言之，信托以“受人之托，代人理财”为基本特征。

与一般的金融资产不同，信托财产是独立、不可分割的财产。根据《信托法》第十五条规定，信托财产与委托人未设立信托的其他财产相区别。这意味着，信托财产一旦成立，就从委托人、受托人、受益人的财产中分割出来，成为一笔独立运作的资产，它不能被抵债、清算和破产。受益人对信托财产的享有不因委托人破产或发生债务而失去，同时信托财产也不因受益人的债务而被处理掉。对于高净值人群而言，这一制度非常重要，具有显著吸引力。信托财产的独立性是安



全性的前提，其安全性主要表现在以下几个方面。

首先，信托财产可以规避法律诉讼风险，避免资产被查封、冻结。企业要发展壮大，难免会借钱形成债务。一旦遭遇宏观经济困难或者自身出现经营风险，企业可能会在债务危机中倒闭，企业家本人也可能会倾家荡产。此时，企业家名下的银行存款、房产、股票等，都可能被列为破产财产，被依法查封和冻结。但是，如果企业家事先把财产设立成信托计划，那么至少这笔信托财产能保留下来，因为它不被列入查封、冻结的资产范围，不用被抵债。

其次，信托财产还可以规避离婚时财产被分割的风险。近年来，一些上市公司董事长的“天价”离婚案件屡见报端，涉及的财产分割尤其是公司股权问题备受市场关注。在这方面，信托可以发挥其独到的功能。由于信托财产的独立性，信托财产在夫妻离婚时可不分割，但信托财产的受益人可以按比例指定。这样就可以实现约定夫妻的财产分配方式，离婚对夫妻双方的财产保护和公司股价影响不会太大。

再次，信托财产可以规避“富不过三代”的风险，避免资产被征重税或者后代败家。在国际上，家族信托作为一种财富传承和保护的重要工具，已有逾百年的发展历史。由于信托财产名义上属于信托公司的财产，不能被征收遗产税，但委托人却可以指定信托财产的受益人，从而实现家族财富传承。不少高净值人士针对其在海外的财产，设立了境外信托。此外，由于信托财产独立，作为受益人的子女无权私自处分该继承遗产，避免了财产被子孙后代挥霍的风险。

除了上述原因之外，从信托产品的收益率来看，与一般的固定收益类理财产品相比，信托产品的收益率也相对高一点，但风险水平却相差无几。由于信托财产的经营方式非常广泛，能横跨货币市场、资本市场和实业市场来配置资产，并可以跨市场机会套利、杠杆化策略与结构分层等，成为信托产品高收益来源的重要组成部分。作为一种兼具资金募集优势和高度资金运用灵活性的合规金融安排，信托产品较为稳定的、相对较高的收益，更是吸引高净值人士关注的另外一个重要原因。

摘编自《每日舆情》2017.11.16

回归信托本源 迎接资管新时代

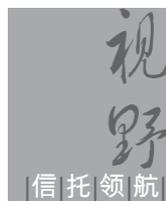
来源：金融时报 胡萍 2017-11-21

11月17日，中国人民银行会同银监会、证监会、保监会、外汇局联合发布了《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见（征求意见稿）》（以下简称《指导意见》）。在参与主体多元的资管业务中，信托公司扮演着重要的角色。截至2016年末，信托公司受托管理的资金信托余额为17.5万亿元。那么，对于信托公司而言，《指导意见》的相关条款会带来哪些影响？

推动行业持续健康发展

近年来，我国资管行业蓬勃发展，各类资管产品规模庞大，在满足居民和企业投融资需求、改善社会融资结构等方面发挥了积极作用。但同时，资管行业也存在监管不一致、资金在金融体系空转等问题。为了解决这些问题，监管层陆续出台脱虚向实、金融去杠杆的系列政策。中融信托认为，在国务院金融稳定发展委员会成立后仅10天，多部门联合发布《指导意见》，充分体现了党中央、国务院及监管层的坚定决心、充分信心和“钉钉子”的扎实、高效执行力。

“《指导意见》出台后，无论是产品分类、减少流动性风险，还是打破刚性兑付，都是一视同仁。信托公司在监管口



径上有望与商业银行、证券、保险公平地站在同一起跑线上。”中国人民大学信托与基金研究所执行所长邢成说。

邢成认为，《指导意见》最后提出设置过渡期，体现了“新老划断”原则，说明意见的制定充分考虑到现实情况，坚持实事求是的原则，对信托乃至整个资管行业长期持续健康发展都具有重大的正面推动作用。

中融信托党委副书记、董事长刘洋表示，《指导意见》旨在统一监管标准、消除监管套利、规范业务发展，相信在经过了标准统一、执行高效、切合实际的监管新政洗礼以后，整个资管行业必将迎来更加统一规范可持续发展的新时代，能够更好地把握供给侧结构性改革的战略机遇期。

对信托行业影响深远

从内容上看，《指导意见》再次明确资管属性，并作了几项规定：一是资管（固收、权益、衍生品、混合等）需要寻找风险匹配的投资者；二是针对非标产品，从风控、流动性管理、杠杆水平等方面严格要求，且要求更为细化和完善，重点是增加了对资金池的治理、对刚性兑付的定义、提高投资者认定标准、严格期限错配定义、禁止开放式产品投资股权类资产以及再次强调第三方独立托管，但可以由关联公司为资管子公司进行托管等内容；三是再次强调禁止多层嵌套和通道业务，加强综合统计。

中融信托分析认为，不同风险承受力的投资者应该适用不同的资管产品，避免因虚假宣传和刚性兑付导致低风险承受力的投资者购买高风险的资管产品，切实保护金融投资者的利益。此外，引导各类金融机构回归其本源业务，在各自专业领域更好地为金融消费者提供服务，使资管行业回归支持实体经济的本源，防范金融市场区域性风险和系统性风险，这充分体现了以央行为首的金融监管部门高度的专业水平。

就信托行业而言，《指导意见》也将产生深远意义。邢成表示，《指导意见》提出要降低影子银行风险，就是要防止过去曾出现过的为规避监管政策而开展的平台业务、出表业务、通道业务。因此，过去传统的、通道业务占比较高的信托公司会受到严重冲击。

从短期来看，信托公司可能将面临产品净值化的调整、去通道和清理资金池的压力，行业需要一段时间去调整和消化。但从长期来看，有利于倒逼信托加强主动管理能力，有利于向信托本源业务回归。中融信托认为，在不断明确的监管政策环境下，信托公司需要不断提高自身主动管理能力，除了加强寻找优质资产的能力外，加强业务准入标准、风险控制、产品设计和直销渠道以及客户服务系统工作的建设，这些都将成为信托公司的核心竞争力。

《指导意见》首次定义了刚性兑付的认定标准，且设立了投诉举报机制，体现出监管层对于打破资管产品刚性兑付的决心。

邢成认为，这对信托行业意义重大，应注意三点：一是要界定什么是刚性兑付；二是在什么情况下刚性兑付是违规的；三是如果打破刚性兑付，责任如何界定。

对于未来信托行业如何迎接这一挑战和机遇，多位业内人士表示，提高主动管理能力将是唯一出路。新规对资管机构的管理能力提出了更高的要求，未来专业人才建设以及品牌声望的建设将更为重要。刘洋表示，转型发展是重大的挑战，需要推动公司回归受人之托、代人理财的资管本质。

摘编自《每日舆情》2017.11.21

回归信托本源 助力实体经济

来源：中国金融新闻网 2017-11-27

2017年是我国乃至世界经济、金融发展史上非常重要的一年。首先是全球经济历经多年低迷后，从去年四季度开始逐渐走强并保持至今，出现了2008年全球金融危机以来的最好形势。其次是世界第一大经济体美国加息频率开始加快，并于今年10月份启动缩表，欧洲央行、英国央行紧随其后，这些动作表明，全球性货币政策开始紧缩。再次是我国第五次全国金融工作会议和党的十九大的胜利召开，提出了我国经济正从高速增长转向高质量发展，金融业要防范金融风险，服务实体经济，这就要求无论是经济发展还是金融发展，都要进入“新时代中国特色社会主义思想”的新的历史时期。

我国金融行业目前存在着一定程度上脱离实体经济的问题，如果不加以修正，将同样影响我国实体经济的发展。金融行业目前存在的主要问题表现为以下几点：一是存在一定程度的资源错配，导致资本边际收益收窄、投资对GDP的拉动效应递减；二是存在一定程度的融资结构失衡，部分源于目前以银行为主的金融业结构，导致间接融资比例较高，债券和股票融资余额占比与发达国家相比，处于较低水平；三是存在一定程度的脱实向虚，部分体现在2012年以来金融业增加值与工业增加值走势的背离。去年末，金融业增加值占GDP比重达到8.35%，超过美国同期的7.3%，甚至超过美国2001年和2006年互联网泡沫和次贷危机时的7.7%和7.6%。

这些问题都在一定程度上制约了实体经济的发展。作为金融从业者，我们应当正视当前的问题，并积极思考如何才能更好地服务实体经济。

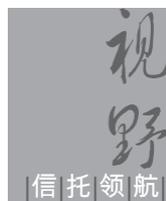
截至今年6月底，信托业管理资产规模突破23万亿元，已成为银行、证券、保险、信托这四大金融行业中规模排名第二的行业，在我国经济和金融体系中发挥着非常重要的作用。

信托要回归本源，服务实体经济，核心就是充分利用和发挥牌照优势，坚定不移地脱虚就实，向实体企业靠近再靠近，扎扎实实地把信托公司“投贷联动”、“投管并举”、“三市场（资本、资金、实业）协同”的特色金融服务直接有效地提供给实体企业，放弃过去层层嵌套、眼花缭乱的“花拳绣腿”，紧紧围绕一个“实”字开展工作，要给实体企业提供实在服务，才是信托业可持续发展的根本之道。具体来说，应从以下几个方面加以努力：

一是发挥好桥梁纽带作用，做好资源统筹，将资金、资本配置到经济社会发展的重点领域。信托公司可充分利用跨行业、跨市场的信息渠道优势，有效降低信息不对称，引导社会资金特别是社会资本向实体经济流动。同时，信托肩负着为委托人提供财富管理的责任，应该致力于将资源配置到具有竞争力和发展力的优质产业中去。

二是发挥好融合创新作用，通过推动产融结合，实现与实体经济优势互补，有效降低融资成本。信托具备投资领域广泛、交易结构灵活、投后资产管理手段多元化等诸多优势，在金融创新方面存在较大的发挥空间，可通过股权、债权、基金、资管证券化等多种方式，为企业提供多层次的融资解决方案和综合性的金融服务，帮助企业缩短融资链条，降低融资成本。

三是发挥好资产盘活作用。充分利用各类金融市场工具，将闲置资产加以盘活，促进产业升级。在资产盘活方面，资产证券化和并购整合是两种有效途径。后者曾在19世纪末助力美国淘汰落后产能，推动经济结构优化。在资产证券化业务中，信托应该发挥好牌照优势，努力提升在资产价值发现、价值提升和价值实现方面的能力。在并购重组业务中，信托公司作为横跨货币市场、资本市场和实业市场的“实业投行”，可充分利用在投融资业务中积累的丰富经验，发挥好资源整合和协调能力，助力企业并购重组，促进产业升级。



四是发挥好社会服务作用,通过开展公益信托业务,积极履行社会义务,以透明、专业的管理服务,促进社会公益事业的发展,促进社会安定和谐。

截至今年二季度末,信托资产管理规模达到23万亿元,其中工商企业类信托规模占比连续四个季度上升。回看2016年,信托业直接投入实体经济领域的资金规模占比达六成以上,向“一带一路”、“京津冀一体化”、“长江经济带建设”、“中国制造2025”等国家重大战略项目提供资金约两万亿元;积极通过产业基金、并购基金和股权投资等多种形式向国家“战略型新兴产业”输送资金超过2000亿元;去年末,存续绿色信托资金规模1022亿元,已经成为绿色金融体系中的重要组成部分。同时,信托业也在医疗、养老、精准扶贫、小微企业发展和“三农”发展方面不断探索和尝试。

在服务实体经济的同时,我们也时刻谨记在当前向市场经济转轨的过程中,随时可能需要应对各种风险,信托公司应当不断提升风险管理水平,从制度、人员和企业文化方面建立起全面风险管理体系,“守住不发生系统性金融风险的底线”。

作为行业内最年轻的信托公司,民生信托自复业4年以来,净利润保持了年均超过100%的增长速度,这一成绩,得益于我们的战略方向与“回归信托本源、服务实体经济”的信托业初心高度契合。继2015年确立“投资、投行、融资、资管、财富”五大业务方向后,我们在今年完成了全国财富中心布局。除了传统的融资服务外,我们还通过投资或投贷联动的模式,重点在国家重大战略项目、战略型新兴产业等领域进行资源配置。例如,我们抓住船舶航运市场机遇,成立了全国首单船舶信托基金;参与了深圳广电国企混改;支持了北京菜篮子重点工程建设;入资了朝阳区农村城市化发展基金,助力朝阳区经济结构升级;积极介入新能源和新技术领域,入股了北汽新能源和北汽约车。同时,我们也在不断努力发现具有良好发展潜力的企业,为其提供资本支持或融资服务,帮助这一类企业做大做强。

信托业在全面提升风险管理水平的前提下,应充分发挥“实业投行”的牌照优势以及灵活创新能力,在我国经济转型升级发展的重要战略时刻,在促进实体经济繁荣的道路上,不忘初心,牢记使命,继续前行。(本文作者为中国民生信托有限公司副董事长、总裁)

摘编自《每日舆情》2017.11.28

信托业提升投管能力对接实体需求

来源:经济日报 钱箐旒 2017-12-11

今年三季度,信托业资产余额持续增加,主动管理能力不断提升,在增强金融服务实体经济能力和提高直接融资比重方面发挥了重要作用。同时,信托业“一体三翼”监管体系得以确立并不断完善,风险管控成效明显

12月8日,中国信托业协会公布三季度信托业发展报告。报告显示,信托业资产管理能力持续提高,服务实体经济能力增强,风险管控成效更加显著。

主动管理水平显著提升

“2017年三季度行业数据充分反映出近年来信托业在监管机构引导下的转型发展成效,尤其是在资产管理、财富管理、受托服务等方面的创新探索更加深入,专业能力不断提升,为新时代信托业的发展提供了重要保障。”中国信托业协会特约研究员和晋予表示。

其中，资产管理能力是信托公司未来实现专业化发展、差异化竞争的重要基础。近年来，信托公司不断提升资产管理能力，在资产运用方式上，加大了股权投资、证券投资等投资类业务的比重，切实提升投资管理水平；在新增产品类型上，不断提升主动管理能力，创新推出各种主动管理信托产品；在配置领域上，利用信托制度优势，聚焦特色领域，不断提升资产管理的专业化水平。

数据显示，截至2017年三季度末，资金信托投向证券领域的规模为2.96万亿元，同比增长4.23%。其中，三季度投资于股票的信托资金为8858亿元，同比增长85.63%，反映出信托公司加大了在A股市场的资产配置力度。一些信托公司在证券投资能力不断提高的基础上，组建了组合投资团队，主动开发FOF、MOM等产品，主动管理水平显著提升。

一边是信托业的主动转型，另一边是监管的即时引导。前不久发布的《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见（征求意见稿）》提出“要解决监管套利问题”。在不少业内人士看来，这要求金融机构开展资管业务必须深入到基础资产，不断增强基础资产的专业投资能力。信托公司未来的长期持续发展，也绝不可能依靠监管套利和通道业务，而是要不断提升对基础资产的专业投资和管理能力。

服务实体经济能力增强

党的十九大报告提出，建设现代化经济体系必须把发展经济的着力点放在实体经济上。同时还提出，深化金融体制改革，增强金融服务实体经济能力，提高直接融资比重。

从信托业发展情况看，2017年三季度工商企业仍是信托资金的首要配置领域，三季度投向工商企业的信托资产余额为5.56万亿元，比二季度5.15万亿元增长了8.01%；在资金信托运用领域中占比进一步提升至26.95%，比二季度26.24%增加了0.71个百分点。从新增资金信托投向来看，2017年三季度投向工商企业的信托资金达2.14万亿元，在全部新增资金信托中占比34.18%，仍旧是新增占比最高的投向领域。

“信托资金对工商企业领域的配置力度不断增强，反映了近年来信托业主动服务实体经济需求，实体经济发展与信托行业发展密切相关。”和晋予说。

从工商企业信托与工业增加值季度同比增速对比来看，自2013年一季度以来工商企业信托同比增速经历了先下行再上行的阶段，在2015年二季度工商企业信托同比增速达到最低点；工业增加值也在同期接近最低点。之后随着供给侧结构性改革逐步深化，工业领域在经历调整后增速开始恢复，而工商企业信托余额季度同比增速也开始上行，两者相关系数达0.741。

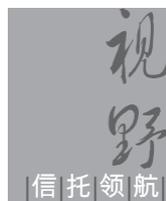
业内人士表示，信托业通过加大对工商企业的支持助力实体经济发展，实体经济的发展又为信托业创造了更好的宏观环境和业务机会，两者相辅相成。“可以预见，随着供给侧结构性改革持续深入和实体经济进一步增长，各类工商企业对信托资金的需求也将越来越大，信托业仍有广阔发展空间。”和晋予表示。

风险管控成效更加显著

2017年三季度，行业管理信托资产规模继续保持稳健增长，三季度末信托资产余额为24.41万亿元，比二季度末23.14万亿元增加了1.27万亿元。三季度信托资产规模的同比增速达到34.33%，环比增长5.47%。

信托资产规模的快速增长对行业风险管控提出了更高的要求。

近年来，信托业“一体三翼”监管体系得以确立并不断完善，行业风险管控成效明显。2017年三季度，行业信托风险资产余额为1392.41亿元，风险资产率仅为0.571%，比二季度下降0.026%，从2016年二季度开始一直保持下降趋势。从风



险资产结构来看，三季度集合资金信托的风险资产占全部风险资产的比重为45.79%，自2015年一季度以来持续下降，反映出行业风险资产结构也在不断优化。

专家表示，风险管控体系的完善和信托风险资产率下降，使信托业在实现平稳较快增长的同时更加安全和健康，为信托业在新时代的长远发展打下坚实基础。

值得一提的是，资管新规提出要打破刚性兑付，主要就在于刚性兑付无法真正化解实质性风险。和晋予表示，近年来信托业风险管理成效显著，但同样面临着打破刚性兑付的问题，“通过净值型资管产品，可以有效化解刚性兑付这一问题”。

摘编自《每日舆情》2017.12.11

2017年信托ABS“成绩单”：44家公司规模7000亿私募ABS闷声增量

来源：21世纪经济报道 王俊丹 2017-12-20

2017年初，百瑞信托曾根据信托公司2016年报统计最受关注的转型方向，资产证券化业务被提及31次，位居首位。

2017年已接近尾声，信托这一年的资产证券化转型路走得究竟怎么样？

在资产证券化市场，信托的参与方式主要有三种，分别是在银监会主导的信贷ABS和ABN产品中做发行机构、在证监会主导的企业ABS做基础资产持有人或原始权益人。

21世纪经济报道记者结合Wind数据梳理，截至2017年已有44家信托公司开展资产证券化业务，累计参与总金额超过1000亿元的有6家，但这些公司中参与业务在10单以下的仍超过半数。

2017年，共有35家信托公司参与资产证券化业务，参与总规模7368.11亿元，比2016年增长39%。其中，中信信托、建信信托、华润信托、上海信托参与超过10单；中信信托和建信信托的参与总规模超过1000亿元。

该统计同时涵盖了信贷ABS、企业ABS和ABN的参与规模，信托公司在不同类型的产品中所扮演角色和参与力度均有差异，但总体上仍以通道载体为主。

如果扩展到泛资产证券化市场，则还有Pre-ABS和非公开市场发行的私募资产证券化业务两种。

对于信托来说，私募ABS作为一种“准资产证券化产品”，可以说一片隐藏地图。据信托公司人士透露的民间调研结果，2017年信托私募ABS的整体规模已和信托发行的信贷ABS相当。

44家公司7000亿ABS做了什么？

信贷ABS是信托参与资产证券化的主战场。中信信托、上海信托、建信信托、华润信托、交银信托是最大的发行机构，中信信托的存量发行规模已达3497亿元。2017年信托发行的信贷ABS规模达5247亿元，比2016年增长35.6%。

一家信贷ABS业务量排名前五的信托公司结构融资部总经理认为，信贷ABS的发行利率在资本市场各类融资方式当中，还是成本处于中等偏下的品种。今年市场进一步扩容，涉及零售类的品种尤为受投资方欢迎，预计明年会继续繁荣。

不同于信贷ABS，在交易所发行的企业ABS中SPV主要由券商和基金的资管计划担任，信托受益权做基础资产是信托参与企业ABS的主要方式。根据Wind统计，截至目前存量信托受益权ABS的规模共2131亿。2017年共发行67单，规模1658.95亿元，整体与2016年持平，2016年共发行64单，总规模1308.73亿元。

不过，信托公司在大部分信托受益权ABS中还是做通道。通常有三种形式：一是新设财产权信托，委托人是实际融资方；二是新设资金信托，委托人是资金方；三是存量信托受益权打包，通常是银行的表内企业贷款资产。

一位信托公司战略发展部人士认为，银行间和交易所市场的资产证券化业务基本进入稳定发展期，目前更有希望爆发的是ABN。

ABN是在银行间市场发行的资产支持票据，其基础资产对标企业ABS，发行方式对标信贷ABS，虽然没有强制SPV的选择，但多选择信托作为载体。

今年以来，共发行信托型ABN产品32只，总规模526亿元，是2016年的3.5倍，其中云南信托发行规模81.5亿元位居首位。但对比企业ABS的情况，整体的发行规模并不乐观。

影响的因素有很多，交易商协会的《非金融企业资产支持票据指引（修订稿）》发布刚刚一年，一项业务的成熟还需时间磨合。

另外，由于ABN的发行方式与信贷ABS类似，其注册期在3个月以上，而交易所资产证券化的注册期只需1个月左右。在基础资产相似的情况下，考虑到资金价格波动等因素，期限短显然对企业更加有利。

私募ABS爆发

从收入层面看，如果信托主要以SPV的角色出现，简单说就是有规模没收入，加之竞争者众，发行一单的费用仅0.05%-0.08%，与一般通道业务无差别。

外贸信托联合BCG发布的2017中国信托行业报告预计，随着资管新规的落地预期，信托通道业务的结构将产生变化。比较明显的是传统同业合作通道占比收缩，包括资产证券化在内的能力型信托服务占比将提升。

该报告预计，能力型信托服务2016年资产规模为3.2万亿，在总规模中占比16%；在2021年规模或可提升至8.7万亿，占比提升至23%，但对应收入层面2016年的占比约2%，估算2021年收入占比仍为2%。

在上述监管规定交易平台发行的资产证券化之外，私募ABS的爆发也不容忽视。

据信托公司人士介绍，该类产品主要由信托公司以财产权形式设立、以信托为SPV、在非公开市场发行。大致遵循了公开市场发行的流程要求。

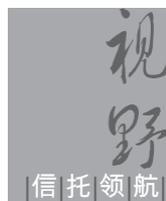
也就是说，私募ABS与标准的ABS产品逻辑和业务模式相同，都是以基础资产产生的现金流作为支付产品收益的有资产评级的结构性融资行为，但直接在场外寻找买家，目前尚无专门的监管机构针对这种业务模式出具专门的法规，被业内惯称为私募ABS。

前述人士透露，据其调研有多家公司都做到了几百亿规模，最多的超过1000亿，如果加总统计，可能与信托参与信贷ABS的规模近似，甚至更多。

从收益角度看，如果信托公司做了通道、事务管理和包销的“全套”，费用可达到0.2%，相当于一单交易市场发行ABS通道的2-3倍。

这类产品中，基础资产的范围更宽松，可实现新类型或受限制基础资产的发行，如底层资产是平台类项目、房地产等。也达成了某些机构的特定市场需求，如银行信贷资产盘活或转表。

在MPA考核实行之后，做此类业务的中小银行越来越多，除了调表需求外，资本套利也是以银行持有的信贷资产为基础资产的私募ABS一度繁荣的重要原因。



但相比年初，私募ABS的发行量已经在走下坡路。“主要是由于劣后级的处理难度加大。”一家城商行投行部人士对 21 世纪经济报道记者表示。

“此前该类项目的劣后级一般由持有资产的银行以理财资金自持，后续理财资金投资受限，不得再接ABS劣后级，因此绝大多数以资本套利为目的的银行基本停止了该类产品发行，但对调表需求较大的银行一直在做，需求依然很多。”上述投行部人士表示。

除此之外，信托的私募ABS业务不局限于银行。租赁、保理等非银机构也是这一市场的重要融资方。

摘编自《每日舆情》2017.12.20

“资管新规”打破刚兑之辩

来源：金融时报 胡萍 2017-12-25

日前，五部委的“资管新规”发布，尽管是一个征求意见稿，但仍引发诸多关注。其中，关于打破刚性兑付的规定，各方也有不同解读。记者日前采访了中国政法大学副教授赵廉慧和北京大学法学院教授刘燕，两位法学者对此各有评论。

讨论一：净值化管理能否打破刚兑？

赵廉慧：所谓净值，主要是对股权和股权投资价值的计算。信托财产可以以债权、物权和股权等方式运用，而对债权、物权和私募股权的投资运用，最后虽然也能计算出“净值”（摊余成本法），但是所谓的“净值化管理”是没有可能也没有必要的。在资管领域应当确立如下的逻辑：不管是什么样的资管产品，特别是信托产品，都不能约定按照以下方式执行合同：项目到期之后，根据约定的预期收益率向受益人支付，剩余财产刨除成本后都归受托人。原理上，信托公司作为受托人的报酬请求权属于一种债权，该债权对信托财产是一种优先的权利，但是必须是约定才能取得的一种权利，而且该约定只能是一种固定的数额或者比例。以此来确立信托受益人的剩余索取权人（不刚兑）之地位和受托人债权人之地位。如果所谓“净值化管理”包含这种含义的话，可能还有一定的道理。

在债权式运用信托中，由于信托财产以贷款的方式加以运用，受托人和交易对手之间是债权债务关系，受托人只能从债务人处取得约定的本金或者利息。这在项目设计最初都是测算好的，预期收益率是基于此而确定，信托公司一般在支付完信托利益之后不会有超出信托报酬之外的额外收入（这也是实务中混淆信托报酬和利差的一个原因）。但是，即便在这里，上述逻辑也要坚持。理论上，刨除信托报酬和相关成本，剩下的全部是受益人的，预期收益之外的哪怕只有一分钱也应归于受益人。

刘燕：监管新规要求的是公允价值计量资管/信托财产的净值，叫停目前银行理财或信托实务中常见的摊余成本来计量。这就意味着，即使信托财产是债券或债权，也不能用票面利率乘以时间来计量信托资产的自然增值，而是需要考虑到信用风险、利率风险等对信托所持债权或债券进行计量。这样一来，报告给受益人的信托财产的价值就不是随时间而自然、确定的增长，而是可能前期高、后期低，或上下波动。这种计量方式给受益人传递出信托资产价值波动的信号，表明投资有风险，受益人可能需承担。这种计量方式与受托人是否给投资者固定回报，自己保留剩余收益之间没有必然的联系，后者是资管合同或信托合同中如何安排受托人与受益人之间的利益分配。

换言之，在金融交易的三个层次上，信托财产的摊余成本计量或公允价值计量净值属于商业操作范畴；受托人与受益

人之间的利益分配是信托合同的安排或民商法的范畴；而新规基于禁止刚兑的目的而要求用公允价值确定净值、禁止用摊余成本报告固定增值，则是试图改变目前受托人在合同层面造就的一种准信贷关系。三个层次的问题不能混淆。从这个角度看，净值化管理当然不能直接打破刚兑，因为后者首先是在资管/信托合同中确定的，但净值化构成了打破刚兑的商业操作，且通过监管要求试图否定或改变资管/信托合同对刚兑的约定或暗示。

再如，“采取滚动发行等方式使得资产管理产品的本金、收益、风险在不同投资者之间发生转移，实现产品保本保收益。”这针对的是短借长贷式的商业操作，同样也是刚兑通常蕴涵的一个技术特征。在民商法层面，则可以解释为违反了信托法下的分别管理义务和忠实义务。二者并不矛盾。监管只是没有用信托法的语言来描述，但“使得收益、风险在不同投资者之间发生转移”的描述与信托法的违反对特定投资者的忠实义务的定性是一致的。

讨论二：正常的“兑付”是否容许？

赵廉慧：“资产管理产品不能如期兑付或者兑付困难时，发行或者管理该产品的金融机构自行筹集资金偿付或者委托其他金融机构代为偿付”。这是实践中比较常见的刚兑方式，新规禁止此种“兑付”行为，非常不合理。委托人=受益人和受托人的关系为信义关系，受托人和融资方/投资对象等是普通的交易关系。由此要注意两个问题：第一，资管产品不能如期兑付并不意味着受托人违反信义义务；第二，虽然信义义务是一种法定义务，但是并不意味着这种义务不可以通过约定的方式加以减轻甚至排除。

在实践中，受托人违反义务的情形主要是因为交易相对人违约，导致信托公司无法按照信托文件约定的期限完成项目款项回收。交易相对人对受托人违约，并不意味着受托人违反了对受益人的信托义务。即使是安全性比较高的贷款信托项目，受托人也无法避免交易相对人违约。在交易相对人违约的时候，受托人基于信托合同约定的期限内或者合理的延期期间内自行筹集资金偿付或者委托其他金融机构代为偿付，此种做法如果在信托文件中有约定是符合受益人利益的，不违反受托人对受益人的信义义务。

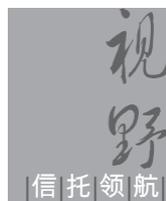
刘燕：这种商业操作是我国目前大环境下银行理财或信托计划为了吸引或粘住投资人所不得不采取的措施。甚至，从信托法的角度看，它可能恰恰体现了受托人尽可能地保护受益人利益或实现受益人的预期的努力，最符合受托人全心全意为委托人/受益人服务的信义义务之观念。但是，从金融监管的角度看，若受托人资本实力不足，或并未为此预先提留足够的准备金，则这种努力最终可能导致受托人本身的破产风险。当受托人属于金融机构时，则可能进一步引发连锁反应，导致其他金融机构被挤兑。因此，一个在个案层面最有利于投资者的民商法安排，在整个市场角度则是不可接受的，因为它可能带来系统性风险。正是基于此种考量，监管规则才会否定民商法层面的安排，这也是金融监管的逻辑，即克服当事人之间自由缔结的民商法合同带来的系统性风险。

因此，“打破刚兑”的提法并没有问题，它体现的是金融监管的要求，与民商法层面的刚兑安排是两个不同的问题。

讨论三：刚兑成因？

赵廉慧：刚兑的主要成因在于金融供给不充分、不均衡和非市场化。若不在这些方面做出改革，所谓打破刚兑，甚至通过监管规范的方式打破刚兑，则是南辕北辙。

刘燕：刚兑是商业术语，指大资管业务中作为受托管理人的金融机构保障投资者本金及收益的技术特征。而资管新政的目的是要改变资管业务的这种准贷款化。民商法特别是信托法在这个过程中作用比较复杂，它一方面有助于建立投资者/受益人承担资管产品风险自负的理念，让资管回归本源；但另一方面也可能给管理人/受托人增加更多的义务，甚至某



种程度上滑向刚兑的方向。

刚兑的主要成因并非金融供给不充分、不均衡和非市场化，相反，刚兑源于金融机构一方面想要扩大业务规模、增加收益；但另一方面又不愿或无力承担资本金的负担。所采取的方式，只能是合同层面的刚兑以满足个体营利需求，但让金融市场来承受负外部性。

讨论四：刚兑何解？

赵廉慧：要治理刚性承兑，无法靠制订管制规则的方式完成，更不能靠“告发”来解决。“告发”使得原本建立的初步信赖更为脆弱。一个比较靠谱的方式是，承认债权式运用信托（通常的贷款信托）中刚兑的合理性，直接认定附回购的明股实债的投资属于贷款，然后逐步压缩贷款运用的操作空间——前提是其他金融供给要跟得上。

刘燕：打破刚兑没法在民商法层面解决，只能通过监管法层面来解决。央行作为金融稳定委员会的执行机构，主持制定大资管新政打破刚兑，正符合我国中央银行法赋予的职责与职能。银行理财与信托产品的刚兑，最终可能累及央行作为最后的贷款人来买单，这种系统性风险正是此次大资管新政力图化解的。从这个角度看，资管业务的法理基础可以说是信托法，但资管新规的上位法并不是信托法，而是中国人民银行法等金融监管法。打破刚兑，需要包括信托法在内的民商法与金融监管法的合力。

2017年信托业主要特征分析

来源：金融时报 邢成 陈镜宇 2017-12-25

截至2017年三季度末，信托资产余额达24.41万亿元，是银行、证券、保险、信托这四大金融行业中规模排名第二的行业，在我国经济和金融体系中发挥着重要作用。这一年信托行业经历规则与格局重塑，在多方面取得积极进展，2017年信托行业呈现怎样的发展特征，笔者认为主要有以下五个方面。

监管新政着眼全局，避免政出多门。长期以来，金融市场中资产管理规模无序扩张，部分行业过度投资特征明显。在宏观经济层面，资金的产业配置效率不高，不利于产业结构的优化与调整；在微观金融方面，影子银行盛行导致逃避监管的现象时有发生，不利于金融市场长期健康发展。而不同监管部门政策不统一也在一定程度上导致监管真空和监管套利，存在加剧市场扭曲的风险。2017年11月17日，中国人民银行、银监会、证监会、保监会、外汇管理局联合发布了《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见（征求意见稿）》（以下简称《指导意见》）。这一资产管理方面的重磅监管政策涵盖了所有国家层面的金融监管部门，展现了国家统一资产管理类业务监管标准，从源头治理监管真空和监管套利的决心。

重结构、轻规模，内涵式发展已渐成行业主流。2017年以来，行业监管体系趋于完善，监管强度持续提高，为了有效防范和化解风险，适度控制增速平稳发展已成行业共识。与此同时，信托公司在展业过程中意识到粗放式发展难以为继，逐步由关注资产规模转变为关注资产结构，纷纷尝试业务转型，实现精细化、内涵式发展。第一，信托公司更加关注产品的创新，通过产品创新尽早布局细分市场；第二，信托公司着重提高主动管理能力，对冲“去通道”的风险，提高企业在金融体系中的附加值；第三，信托公司逐步回归本源业务，提升服务实体经济的效率，避免脱实向虚；第四，信托公司纷纷增资扩股充实资本，避免强监管下对其开展业务的约束，同时优化资产风险结构，进行审慎经营，保障委托人的权益。



脱虚向实不断深化，实体经济投入持续增加。2017年，资金信托向工商企业输送资金规模连续多个季度持续上升。截至2017年第三季度，资金信托向工商企业输送资金55627.61亿元，占比达到26.95%。信托对于实体经济的投入持续增加，不断深化脱虚向实的发展方向。信托服务实体经济，核心就是向实体企业靠近，了解实体企业的金融需求，放弃层层嵌套和产品包装。2017年，多家信托公司的高管人员赴地方政府、企业进行考察。信托公司在充分了解区位优势和企业特征后，设计的信托产品针对性更强，指向性更加精准，对实体经济的服务效率明显提升。

大力创新本源业务模式，彰显信托制度优势。信托的本源业务就是坚持信托本业为主体，逐步由受托人发起向由委托人发起转型，聚焦资产管理、财富管理和受托服务三大领域，2017年第三季度，信托业务收入占比达到70.06%。2017年，在资产管理业务领域，信托公司在结构调整、去杠杆、利率市场化的背景下，向投资类业务转型，通过业务创新培育自身的主动投资管理能力；在财富管理业务领域，推动财富管理从以产品为中心向以客户为中心转型，聚焦客户的个性化需求，加快家族信托业务布局；在受托服务业务领域，信托公司通过资产证券化创新业务模式，实现财产转移、节税、保障消费、慈善等目的，提供资产管理方面的事务性服务。

注重提升行业形象，全面履行社会责任。2017年，信托公司通过设立慈善信托、服务实体经济、参与公益活动三个方面提升企业形象，履行社会责任。例如在参与公益活动方面，2017年，信托业在定向扶贫、救灾捐助、志愿服务等领域均发挥了较大作用。国投信托针对教育扶贫精准发力，华融信托、中铁信托为九寨沟地震灾区捐款，昆仑信托、新华信托开展“喜迎十九大，文明你我他”保护环境志愿者活动等体现了信托业对公益活动的热衷。

（本文作者供职于中国人民大学信托与基金研究所）

摘编自《每日舆情》2017.12.26



《聪明的投资者》读后感

文 | 投资运营中心 王良军



本书作者是本杰明·格雷厄姆，被誉为“价值投资之父”和“华尔街教父”，格雷厄姆创造并教授了很多至今仍被现代投资者沿用的安全成功的投资原理。

本书旨在是授人以渔，目的是以适当的形式给外行提供投资策略的指导。本书主要介绍需要一个稳妥的知识体系作为决策基础，并强调投资者控制自身情绪，做一个理性的投资者。本书开头第一个观点就是精神状态比技巧更加重要，当你做的事是大家都在做的，你就赚不到钱：“尽管交易条件可能变化，公司和证券可能变化，金融机构和规则可能变化，但人性基本是相同的。因此，慎重投资的重要和困难部分，与投资者的气质和态度相联系，而不太受过去的影响”。另外书中明确了“投资”与“投机”的区别，指出聪明的投资者当如何确定预期收益。本书着重介绍防御型投资者与积极型投资者的投资组合策略，论述了投资者如何应对市场波动。最后着重分析了作为投资中心思想的“安全性”问题。本书旨在对普通人在投资策略的选择和执行方面提供相

应的指导，更多地将注意力集中在投资的原理和投资者的态度方面，指导投资者避免陷入一些经常性的错误之中。

以下为作者在每章开篇前面对章节的概括和总结，也是本书的精华所在：

(1) 如果总是做显而易见或大家都在做的事，你就赚不到钱。对于理性投资，精神状态比技巧更重要；

(2) 每个人都知道，在市场交易中大多数人最后是赔钱的。那些不肯放弃的人要么不理智、要么想用金钱来换取其中的乐趣、要么具有超常的天赋，在任何情况下他们都并非投资者；

(3) 投资者与投机者最实际的区别在于他们对股市运动的态度上：投机者的兴趣主要在参市场波动并从中谋取利润，投资者的兴趣主要在以适当的价格取得和持有适当的股票；

(4) 对待价格波动的正确的精神状态是所有成功的股票投资的试金石；

(5) 对于投机者，时机具有心理上的重要性，因为他想在短时间内获取大笔利润，在他的证券上升之前等待一年的想法是不适合他的，而等待的时间对投资者而言则无关紧要；

(6)) 价格波动对真正的投资者只有一个重要的意义：但价格大幅下跌后提供给投资者买入的机会，当价格大幅上涨后提供给投资者出售的机会；

(7) 对廉价证券的定义：它是一种建立在事实分析基础上，表现出持有比出售更有价值的证券；

(8) 经验表明在大多事例中，安全依赖于收益能力，如果收益能力不充分的话，资产就会丧失大部分的名誉(或帐面)价值；

(9) 在能够信赖的那些个别预测和受大众支配的那些个别预测之间事先做出区别几乎是不可能的，实际上这正是投资基金广泛多样化经营的一个原因。广泛多样化的流行本身就是"选择性"迷信被拒绝的过程。

(10) 任何关于一种股票比其余股票更值得购买的分析者的意见，都必须从他个人的偏好和期待的局限扩展到更大的范围。如果所有的投资者都同意一种特别的股票比其余的股票更好，那么这种股票会迅速提价到这样一种程度以抵消掉它先前的利益；

(11) 股票市场上的绝大多数理论收益并不是那些处于连续繁荣的公

司所创造的，而是那些经历大起大落的公司创造的，是通过在股票低价时买进、高价时卖出创造出来的；

(12) 股市行为必然是一个令人困惑的行为，否则稍懂一点知识的人就能获利。投资者必需着眼于价格水平与潜在或核心价值的相互关系，而不是市场上正在做什么或将要做什么的变化；

(13) 过去的数据并不能对未来发展提供保证，只是建议罢了；

(14) 投资方式中的一个基本原则：一个正确的概括必需始终将价格考虑进去；

(15) 在投资上处于根本地位的是分红和市场价，它们是外部股东收回投资的唯一具体的方式，诚然---收益、经济强大及资产增加这些因素对他们也很重要，但这些只有在立即或最终影响他们的分红和市场价时才显得那么重要；

(16) 在正常条件下，为投资而购买的一般普通股，其安全边际在于大大高于现行债券利率的期望获利能力；

(17) 获取收益所进行的操作不应基于信心而应基于算术；

(18) 很多投资人会把注意力由可见的固定资产转移到无形资产上，例如经营能力和企业的本质，而这会暗中为投资者带来具有风险的思考模式；

(19) 如果一只普通股被确定为良好的投资对象，那么这只股票同时也是良好的投机目标；

(20) 由股市造成的错误迟早都会由股市自身来纠正，市场不可能对明显的错误长久视而不见，一旦这种错误得到纠正之时，就是有眼光的投资者获利之时；

(21) 投资者的注意力不要放在行情机上，而要放在股权证明背后的企业身上。通过注意赢利情况，资产情况，未来远景等诸如此类的因素上，投资者可以对公司独立于其市场价格的内在价值形成一个概念；

(22) 股票市场并非一个能精确衡量价值的称重计，相反它是一个投票机，不计其数的人所做出的决定是一种理性和感性的掺杂物，有很多时候这些抉择和理性的价值评判相去甚远。投资的秘诀就是在价格远远低于内在价值时投资，并且相信市场趋势会回升；

(23) 投资者要以购买整家公司的态度来研究一种股票；

(24) 无法抑制的乐观主义能导致狂热的投机，而其中一个最主要的特征是它无法汲取历史的教训；

(25) 做个有耐心的投资者，愿意等到企业的的价格变得有吸引力时才购买股票；

(26) 无论华尔街还是别的什么地方，都不存在确定的、轻松的致富之路；

(27)) 对一家企业的状态，只有一半是事实，而另一半却是人们的观点；

(28) 只有在得到对企业的定性调查结果支持的前提下，量化的指标才是有用的。☑



苦难中的普通人

——读《许三观卖血记》有感

文 | 投资运营中心 李欢欢

一直觉得余华是位能够深入灵魂的作家，他总是用轻佻的笔触让历史的怪诞和现实的残酷跃然纸上。他的文字简单、直白，却又深刻，深刻得仿佛能够把刀子刻在人的心上一样。《活着》不论是电影还是小说都曾赚取过我大把眼泪，而本次的《许三观卖血记》却是一部令我难以评价的作品，它以博大的温情描绘了磨难中的人生，以激烈的故事形式表达了人在面对厄运时求生的欲望。合上小说后五味杂陈，感触良多。

小说讲述了许三观靠着卖血渡过了人生的一个个难关，战胜了命运强加给他的惊涛骇浪，而当他老了，知道自己的血再也没有人要时，精神却崩溃了。跟随小说，我似乎跟着主人公许三观经历了平凡、无奈而又动荡的一生。他是个复杂而又现实的人，又让人不理解的地方，也有让人感动的地方。我哭过、笑过，嘲笑过他的无知，也鄙视过他的小市民，可更多的是他对家人的无怨无悔所感动，一乐不是他的亲生儿子，可他愿意拼尽全力救他；妻子玉兰婚前对他不忠，可文革批斗时会每天给她送饭，会贴心的将鸡腿藏在米饭下面……

时间：小说全文经历了几个特殊的时期，许三观经历了1958年人民公社化和大跃进时期；经历了随之而来的三年全国性饥荒；经历了文革疯狂的十年以及知识青年上山下乡。

地点：南方某个小县城

人物：主人公许三观是从农村到小城镇辛辛苦苦工作的普通工薪阶层。

卖血：许三观一生一共卖血多次：

第一次：为了娶媳妇；

第二次：为了替大儿子（许一乐：媳妇跟别人的孩子）闯祸赔偿；

第三次：为了曾经心仪的姑娘；

第四次：三年饥荒，为了能让全家吃一碗面条；

第五次：为了打点领导，争取让下乡的大儿子早日回城；





第六次：为了二儿子早日调回城，请二儿子领导吃饭；

第七——十次：为了给得肝炎的大儿子治病；

第十一次：为了吃盘炒猪肝、喝二两黄酒……

整部小说有两个场景令我潸然泪下，一场感动。一次是一乐得了肝炎，为了凑够看病的钱许三观沿着林浦、百里、松林、长宁一路去卖血。书中写到“他从包裹里拿出了一只碗，将河面上的水刮到一旁，舀起一碗下面的河水，他看到林浦的河水在碗里有些发绿，他喝了一口，冰冷刺骨的河水进入胃里时，使他浑身哆嗦。他用手抹了抹嘴巴后，仰起脖子一口将碗里的水全部喝了下去，然后他双手抱住自己猛烈地抖动了几下。过了一会，觉得胃里的温暖慢慢地回来了，他再舀起一碗河水，再次一口喝了下去，接着他再次抱住自己抖动起来。”虽然一乐并非他的亲生儿子，但许三观说一乐是自己的儿子，他是这么说，也这么做的。他并没有因为以前的事而对一乐有任何成见。

另一个就是文中多次出现的二两温黄酒、一盘炒猪肝。每次许三观卖血以后都会吃上一盘炒猪肝，来上二两温热的黄酒，致使我对吃炒猪肝喝黄酒产生了特别的庄严仪式感，总觉得这是世界上最好吃的美味，而且只有卖血以后才有资格吃上它们，平常日子是没资格吃的。对于小说中的许三观来说亦是如此。小说结尾时，早已儿孙满堂的许三观就是单纯为了吃盘炒猪肝喝二两黄酒而去卖血。其实那时家里已经不缺钱，可是他仍旧固执地认为只有卖血后才能吃这两样东西，所以他走进了医院。年轻的血头看到头发花白、四颗门牙掉了三颗的许三观，伸手指着他说：“你来卖血？你这么老了还要卖血？谁会要你的血？”瞬间许三观蒙了，四十年来，每次家里遇上灾祸，都是靠他卖血度过去的，怎么突然就没人要他的血了呢？年迈的他在路边哭得像个孩子，妻子玉兰跑来问他缘由，他擦着眼泪说：“许玉兰，我老了，我以后不能再卖血了，我的血没人要了，以后家里遇上灾祸怎么办……”这场景

让我心疼不已，心疼他的责任，心疼他的执拗，心疼这个有点小市民却为家人撑起一片天的男人。

你在这本书里可以看到真实，真实的人性，真实的人生。余华没有哄抬许三观的品格，他第一次卖血时还是不舍得把钱给疼爱他的爷爷和四叔；知道了一乐不是自己的孩子后，他也不愿意用卖血钱给他买一碗面条吃；他每次卖完血吃猪肝和黄酒的时候，都会无比神气地敲着桌子叫喊，就像自己是有钱人一样……可能这就是真正的普通人，他都在小事上计较，在大事上开明，嘴上恶毒，内心柔软。是那些闲来没事就会诅咒你八辈子祖宗，却会在最关键的时刻拉你一把的人。他经历了我永远都不会经历的时代和疼痛，却依靠对生活的信念和对家人的爱有序生活，毫无怨言生命加载的沉重，并不是走得快一点就能卸下，反而会因为奔波而累加，到头来并没有换来什么，只是活着而已。处在苦难中的你我，即使世界崩塌了，也不会是轰隆巨响，而只留一声唏嘘。☑



台湾诗人、文学家余光中先生于2017年12月14日在高雄医院过世，终年90岁逝世，享年89岁。余光中出生于南京，祖籍福建永春。因母亲原籍为江苏武进，故也自称“江南人”。



听听那冷雨

文 | 余光中 王忆 摘编

惊蛰一过，春寒加剧。先是料料峭峭，继而雨季开始，时而淋淋漓漓，时而淅淅沥沥，天潮潮地湿湿，即连在梦里，也似乎有把伞撑着。而就凭一把伞，躲过一阵潇潇的冷雨，也躲不过整个雨季。连思想也都是潮润润的。每天回家，曲折穿过金门街到厦门街迷宫式的长巷短巷，雨里风里，走入霏霏令人更想入非非。想这样子的台北凄凄切切完全是黑白片的味道，想整个中国整部中国的历史无非是一张黑白片子，片头到片尾，一直是这样下着雨的。这种感觉，不知道是不是从安东尼奥尼那里来的。不过那一块土地是久违了，二十五年，四分之一的世纪，即使有雨，也隔着千山万山，千伞万伞。十五年，一切都断了，只有气候，只有气象报告还牵连在一起，大寒流从那块土地上弥天卷来，这种酷冷吾与古大陆分担。不能扑进她怀里，被她的裙边扫一扫也算是安慰孺慕之情吧。

这样想时，严寒里竟有一点温暖的感觉了。这样想时，他希望这些狭长的巷子永远延伸下去，他的思路也可以延伸下去，不是金门街到厦门街，而是金门到厦门。他是厦门人，至少是广义的厦门人，二十年来，不住在厦门，住在厦门街，算是嘲弄吧，也算是安慰。不过说到广义，他同样也是广义的江南人，常州人，南京人，川娃儿，五陵少年。杏花春雨江南，那是他的少年时代了。再过半个月就是清明。安东尼奥尼的镜头摇过去，摇过去又摇过来。残山剩水犹如是，皇天后土犹如是。纭纭黔首、纷纷黎民从北到南犹如是。那里面是中国吗？那里面当然还是中国永远是中国。只是杏花春雨已不再，牧童遥指已不再，剑门细雨渭城轻尘也都已不再。然则他日思夜梦的那片土地，究竟在哪里呢？

在报纸的头条标题里吗？还是香港的谣言里？还是傅聪的黑键白键马恩聪的跳弓拨弦？还是安东尼奥尼的镜底勒马洲的望中？还是呢，故宫博物院的壁头和玻璃柜内，京戏的锣鼓声中太白和东坡的韵里？

杏花，春雨，江南。六个方块字，或许那片土就在那里。而无论赤县也好神州也好中国也好，变来变去，只要仓颉的灵感不灭，美丽的中文不老，那形象那磁石一般的向心力当必然长在。因为一个方块字是一个天地。太初有字，于是汉族的心灵他祖先的回忆和希望便有了寄托。譬如凭空写一个“雨”字，点点滴滴，滂滂沱沱，淅淅沥沥，一切云情雨意，就宛然其中了。视觉上的这种美感，岂是什么rain也好pluie也好能满足？翻开一部《辞源》或《辞海》，金木水火土，各成世界，而一入“雨”部，古神州的天颜千变万化，便悉在望中，美丽的霜雪云霞，骇人的雷电霹雹，展露的无非是神的好脾气与坏脾气，气象台百读不厌门外汉百思不解的百科全书。

听听，那冷雨。看看，那冷雨。嗅嗅闻闻，那冷雨，舔舔吧，那冷雨。雨在他的伞上这城市百万人的伞上雨衣上屋上天线上，雨下在基隆港在防波堤海峡的船上，清明这季雨。雨是女性，应该最富于感性。雨气空而迷幻，细细嗅嗅，清清爽爽新新，有一点点薄荷的香味，浓的时候，竟发出草和树林之后特有的淡淡土腥气，也许那竟是蚯蚓的蜗牛的腥气吧，毕竟是惊蛰了啊。也许地上的地下的生命也许古中国层层叠叠的记忆皆蠢蠢而蠕，也许是植物的潜意识和梦紧，那腥气。

第三次去美国，在高高的丹佛他

山居住了两年。美国的西部，多山多沙漠，千里干旱，天，蓝似安格罗萨克逊人的眼睛，地，红如印第安人的肌肤，云，却是罕见的白鸟，落基山簇簇耀目的雪峰上，很少飘云牵雾。一来高，二来干，三来森林线以上，杉柏也止步，中国诗词里“荡胸生层云”或是“商略黄昏雨”的意趣，是落基山上难睹的景象。落基山岭之胜，在石，在雪。那些奇岩怪石，相叠互倚，砌一场惊心动魄的雕塑展览，给太阳和千里的风看。那雪，白得虚虚幻幻，冷得清清醒醒，那股皑皑不绝一仰难尽的气势，压得人呼吸困难，心寒眸酸。不过要领略“白云回望合，青露入看无”的境界，仍须来中国。台湾湿度很高，最饶云气氛雨意迷离的情调。两度夜宿溪头，树香沁鼻，宵寒袭肘，枕着润碧湿翠苍苍交叠的山影和万籁都歇的俱寂，仙人一样睡去。山中一夜饱雨，次晨醒来，在旭日未升的原始幽静中，冲着隔夜的寒气，踏着满地的断柯折枝和仍在流泻的细股雨水，一径探入森林的秘密，曲曲弯弯，步上山去。溪头的山，树密雾浓，蓊郁的水气从谷底冉冉升起，时稠时稀，蒸腾多姿，幻化无定，只能从雾破云开的空处，窥见乍现即隐的一峰半壑，要纵览全貌，几乎是不可能的。至少上山两次，只能在白茫茫里和溪头诸峰玩捉迷藏的游戏。回到台北，世人问起，除了笑而不答心自问，故作神秘之外，实际的印象，也无非山在虚无之



间罢了。云缘烟绕，山隐水迢的中国风景，由来予人宋画的韵味。那天下也许是赵家的天下，那山水却是米家的山水。而究竟，是米氏父子下笔像中国的山水，还是中国的山水上只像宋画，恐怕是谁也说不清楚了吧？

雨不但可嗅，可亲，更可以听。听听那冷雨。听雨，只要不是石破天惊的台风暴雨，在听觉上总是一种美感。大陆上的秋天，无论是疏雨滴梧桐，或是骤雨打荷叶，听去总有一点凄凉，凄清，凄楚，于今在岛上回味，则在凄楚之外，再笼上一层凄迷了，饶你多少豪情侠气，怕也经不起三番五次的风吹雨打。一打少年听雨，红烛昏沉。再打中年听雨，客舟中江阔云低。三打白头听雨的僧庐下，这更是亡宋之痛，一颗敏感心灵的一生：楼上，江上，庙里，用冷冷的雨珠子串成。十年前，他曾在一场摧心折骨的鬼雨中迷失了自己。雨，该是一滴湿漉漉的灵魂，窗外在喊谁。

雨打在树上和瓦上，韵律都清脆可听。尤其是铿铿敲在屋瓦上，那古老的音乐，属于中国。王禹的黄冈，破如椽的大竹为屋瓦。据说住在竹楼上面，急雨声如瀑布，密雪声比碎玉，而无论鼓琴，咏诗，下棋，投壶，共鸣的效果都特别好。这样岂不像住在竹和筒里面，任何细脆的声响，怕都会加倍夸大，反而令人耳朵过敏吧。

雨天的屋瓦，浮漾湿湿的流光，

灰而温柔，迎光则微明，背光则幽黯，对于视觉，是一种低沉的安慰。至于雨敲在鳞鳞千瓣的瓦上，由远而近，轻轻重重轻轻，夹着一股股的细流沿瓦槽与屋檐潺潺泻下，各种敲击音与滑音密织成网，谁的千指百指在按摩耳轮。“下雨了”，温柔的灰美人来了，她冰冰的纤手在屋顶拂弄着无数的黑键啊灰键，把晌午一下子奏成了黄昏。

在古老的大陆上，千屋万户是如此。二十多年前，初来这岛上，日式的瓦屋亦是如此。先是天黯了下来，城市像罩在一块巨幅的毛玻璃里，阴影在户内延长复加深。然后凉凉的水意弥漫在空间，风自每一个角落旋起，感觉得到，每一个屋顶上呼吸沉重都覆着灰云。雨来了，最轻的敲打乐敲打这城市。苍茫的屋顶，远远近近，一张张敲过去，古老的琴，那细细密密的节奏，单调里自有一种柔婉与亲切，滴滴点点滴滴，似幻似真，若孩时在摇篮里，一曲耳熟的童谣摇摇欲睡，母亲吟哦鼻音与喉音。或是在江南的泽国水乡，一大筐绿油油的桑叶被啮于千百头蚕，细细琐琐屑屑，口器与口器咀嚼嚼嚼。雨来了，雨来的时候瓦这么说，一片瓦说千亿万片瓦说，说轻轻地奏吧沉沉地弹，徐徐地叩吧挞挞地打，间间歇歇敲一个雨季，即兴演奏从惊蛰到清明，在零落的坟上冷冷奏挽歌，一片瓦吟千亿万片瓦吟。

在旧式的古屋里听雨，听四月，

霏霏不绝的黄梅雨，朝夕不断，旬月绵延，湿黏黏的苔藓从石阶下一直侵到舌底，心底。到七月，听台风台雨在古屋顶上一夜盲奏，千层海底的热浪沸沸被狂风挟挟，掀翻整个太平洋只为向他的矮屋檐重重压下，整个海在他的蜗壳上哗哗泻过。不然便是雷雨夜，白烟一般的纱帐里听羯鼓一通又一通，滔天的暴雨滂滂沛沛扑来，强劲的电琵琶忐忐忑忑志忑志忑，弹动屋瓦的惊悸腾腾欲掀起。不然便是斜斜的西北雨斜斜刷在窗玻璃上，鞭在墙上打在阔大的芭蕉叶上，一阵寒潮泻过，秋意便弥漫旧式的庭院了。

在旧式的古屋里听雨，春雨绵绵听到秋雨潇潇，从少年听到中年，听听那冷雨。雨是一种单调而耐听的音乐是室内乐是室外乐，户内听听，户外听听，冷冷，那音乐。雨是一种回忆的音乐，听听那冷雨，回忆江南的雨下得满地是江湖下在桥上和船上，也下在四川在秧田和蛙塘，一下肥了嘉陵江下湿布谷咕咕的啼声，雨是潮潮润润的音乐下在渴望的唇上，舔舔那冷雨。

因为雨是最最原始的敲打乐从记忆的彼端敲起。瓦是最最低沉的乐器灰蒙蒙的温柔覆盖着听雨的人，瓦是音乐的雨伞撑起。但不久公寓的时代来临，台北你怎么一下子长高了，瓦的音乐竟成了绝响。千片万片的瓦翩翩，美丽的灰蝴蝶纷纷飞走，飞入历史的记忆。现在雨下下来下在水泥的屋顶和墙上，没有音韵的雨季。

树也砍光了，那月桂，那枫树，柳树和擎天的巨椰，雨来的时候不再有丛叶嘈嘈切切，闪动湿湿的绿光迎接。鸟声减了啾啾，蛙声沉了咯咯，秋天的虫吟也减了唧唧。七十年代的台北不需要这些，一个乐队接一个乐队便遣散尽了。要听鸡叫，只有去诗经的韵里找。现在只剩下一张黑白片，黑白的默片。

正如马车的时代去后，三轮车的伙工也去了。曾经在雨夜，三轮车的油布篷挂起，送她回家的途中，篷里的世界小得多可爱，而且躲在警察的辖区以外，雨衣的口袋越大越好，盛得下他的一只手里握一只纤纤的手。台湾的雨季这么长，该有人发明一种宽宽的双人雨衣，一人分穿一只袖子此外的部分就不必分得太苛。而无论工业如何发达，一时似乎还废不了雨伞。只要雨不倾盆，风不横吹，撑一把伞在雨中仍不失古典的韵味。任雨点敲在黑布伞或是透明的塑胶伞上，将骨柄一旋，雨珠向四方喷溅，伞缘便旋成了一圈飞檐。跟女友共一把雨伞，该是一种美丽的合作吧。最好是初恋，有点兴奋，更有点不好意思，若即若离之间，雨不妨下大一点。真正初恋，恐怕是兴奋得不需要伞的，手牵手在雨中狂奔而去，把年轻的长发的肌肤交给漫天的淋淋漓漓，然后向对方的唇上颊上尝凉凉甜甜的雨水。不过那要非常年轻且激情，同时，也只能发生在法国的新潮片里吧。

大多数的雨伞想不会为约会张开。上班下班，上学放学，菜市来回的途中。现实的伞，灰色的星期三。握着雨伞。他听那冷雨打在伞上。索性更冷一些就好了，他想。索性把湿湿的灰雨冻成干干爽爽的白雨，六角形的结晶体在无风的空中回回旋旋地降下来。等须眉和肩头白尽时，伸手一拂就落了。二十五年，没有受故乡白雨的祝福，或许发上下一点白霜是一种变相的自我补偿吧。一位英雄，经得起多少次雨季？他的额头是水成岩削成还是火成岩？他的心底究竟有多厚的苔藓？厦门街的雨巷走了二十年与记忆等长，一座无瓦的公寓在巷底等他，一盏灯在楼上的雨窗子里，等他回去，向晚餐后的沉思冥想去整理青苔深深的记忆。

前尘隔海。古屋不再。听听那冷雨。 ☑

