

目录 Contents

视点

公司要闻

云南银监局正式核准舒广先生担任公司总裁资格/付光辉	01
云南信托普惠金融类信托产品荣膺优秀创新奖/肖清	01
云南信托与招商银行正式签署战略合作协议/倪云	02
云南信托助推首单实体制造业企业供应链金融ABN获批/毕兴	02
云南省财政厅关于云南国际信托有限公司 2017年度绩效评价结果的通知	03
“聚你我能量，燃云信梦想”——2018年第一期新员工培训拓展风采/栾术宝	03
“金融知识普及月 金融知识进万家”暨“提升金融素养 争做金融好网民”活动启动/蒋婕	04
云南信托举办习近平新时代中国特色社会主义思想三十讲专题培训班暨表彰大会/祁迎迎	04
云南信托组织开展“大爱星火之植树造林公益活动”/祁迎迎	05

思潮

供应链金融的SPV模型研究/何松楠 廖才文 刘涛境	06
股票质押业务投后管理思考/施奕	12
银行支付清算系统现状和未来发展/谭媛 玺之 刘惠 昕怡	17

法律视界

法律小知识之合肥中院关于平安凯迪专项计划之裁定书浅析/徐笑	23
法律判例之违反部门规章导致合同无效的司法认定/孙雨昕 摘编	25

信托领航 (马睿)

上半年超三分之一信托资金流入房地产/证券日报 邢萌	28
中共中央 国务院关于完善国有金融资本管理的指导意见/新华社	29
人民银行发布上半年金融统计数据显示强监管、去杠杆效应逐步发挥上半年社会融资增量明显减少/上海证券报 李丹丹	34
协调有序加强监管 助力经济稳杠杆/中国金融新闻网	35
巴曙松等：强监管如何重塑中国信托行业格局？/今日头条 巴曙松 王浩博 郑焕卓	38
资管新规对信托八大业务影响全梳理/金融时报 于韞珩	42
信托登记管理细则获批生效/中国证券报 张凌之	43
中国银保监会办公厅关于进一步做好信贷工作 提升服务实体经济质效的通知/中国银保监会官网	44
舒广出任云南信托总裁/中证网 郭梦迪	45
信托业协会：引导行业精准扶贫/证券日报 邢萌	46
《信托公司受托责任尽职指引》正式发布：信托打破刚性兑付有了制度基础/证券日报 徐天晓	46
中国信托业2017年度社会责任报告发布/中证网 张凌之	47

云信百花园

投资与医学、法律的相似性/况冲	49
芙蓉镇的豆腐西施/石飞燕	50

云信视野

YUNXINSHIYE

2018第3期 | 总第59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

Jia Yan 贾岩

Managing Editor 副主编

Xu Xi 徐曦

栏目责任编辑

视点 张清清

思潮 冯露君

法律视界 孙雨昕

信托领航、彩页 马睿

云信百花园、美术编辑 王忆

通讯员 苏颖 蒋舒扬 徐笑

设计 李云飞

云新出(2018)准印连字第Y00525号

内部资料 免费交流

投稿邮箱 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

云南信托官方微信



文 | 综合管理总部 付光辉

云南银监局正式核准舒广先生担任公司总裁资格

2018年9月10日，中国银行保险监督管理委员会云南监管局核准了舒广先生云南国际信托有限公司总裁的任职资格。

舒广先生，研究生学历，获清华大学法学院民商法硕士学位，历任云南国际信托有限公司总裁办公室主任、合规工作、副总裁；现任云南国际信托有限公司总裁，兼任董事会秘书、董事；舒广先生拥有丰富的业务管理、信托产品设计与风险管理经验；具有较强的经营管理风险识别、评估能力；具有广阔的专业视野，熟悉中国金融市场并善于研究总结国内、内外各类金融产品的特点及风控措施，负责组织开展了公司多项新型信托业务发展领域的研究与开展。

云南国际信托有限公司创立于1993年1月，是2003年经中国人民银行“银复[2003]33号”文批准，由原云南省国际信托投资公司增资改制后重新登记的非银行金融机构。公司高度重视合规建设，坚守风险底线，确保各项信托业务合规有序、风险可控、稳健经营。多年来，公司在各级监管部门的指导下，合法合规地发行各类信托计划，其中所有到期信托计划均如期兑付，为广大投资人创造了良好的投资收益。☑

文 | 综合管理总部 肖清

云南信托普惠金融类信托产品荣膺优秀创新奖

2018年6月27日，“2018中国信托业发展高峰论坛”暨“第十一届中国优秀信托公司评选活动”在深圳成功落幕。在本次评选活动中，云南信托从激烈的竞争中脱颖而出，公司普惠金融类产品喜获信托产品优秀创新奖。

据悉，此次活动共有45家信托公司报名参评，经历了申报材料、收集参评数据、专家评委打分、评审团评价、微信投票等环节，最终综合评定。云南信托创新推出的“云南信托·会泽32号农之家集合资金信托计划”荣膺“2018年度优秀创新信托计划”殊荣。

云南信托拟任总裁舒广、综合管理总部总经理徐曦和研究发展部总经理王和俊受邀参加了此次高峰论坛会议和颁奖典礼，王和俊代表公司领奖。

云南信托始终贯彻国家普惠金融政策，积极“服务小微企业、服务三农、服务实体经济”，公司普惠金融类系列信托产品自推出数年以来，不断创新深耕，成效斐然，受到较多好评。

今后，公司将继续秉承“诚信引领未来，专业创造价值”的经营理念，践行普惠金融的服务宗旨，笃定前行，再创佳绩。☑

云南信托与招商银行正式签署战略合作协议

文 | 信托业务一部 倪云

2018年9月4日，公司拟任总裁舒广受邀出席“飞跃2018—新思路新合作”招商银行同业客户合作研讨会，并于会议期间与招商银行正式签署战略合作协议。

本次会议得到了招商银行总行和昆明分行的高度重视。总行同业客户部副总经理段云飞，昆明分行彭才茂行长、公司金融事业部王晓敏总裁以及相关部门领导均参加和见证了签约仪式。

舒广总裁发言致辞，简要回顾了与招商银行15年的业务合作情况，衷心感谢招商银行长期以来在云南信托成长历程中给予的关注和支持，并殷切希望招商银行在云南信托面临转型的关键时期，继续加大对公司重点业务发展领域的支持力度。

战略合作协议签署完成后，将进一步发挥招商银行在零售代销、金融创新，云南信托在资产获取、风控管理各自的特长和优势，双方本着“全面协作、平等互利、长期稳定、共同发展”的基本原则，一方面进一步建立定期或不定期多层次领导的对话和互访机制，另一方面就同业授信、资金类、信托产品代销、资产管理及同业投资、资产证券化及资产流转、托管类、招赢通等业务开展和全面合作奠定了坚实的基础，对提升公司品牌、促进公司各项业务推动和转型有着积极和重要的作用。☑

云南信托助推首单实体制造业企业供应链金融ABN获批

文 | 信托业务六部 毕兴

2018年9月，由云南信托做为管理机构的“魏桥金融保理2018年度第一期中国宏桥供应链应付账款资产支持票据”（以下简称“ABN”）获批并领取了注册通知书，这是银行间市场首单实体制造业企业供应链金融ABN，获批的注册额度达到100亿元，体现了交易商协会和参与机构对实体制造业企业尤其是民营实体制造业企业的大力支持。

作为本ABN的管理机构，云南信托的信托业务六部派出了有丰富证券化项目经验的专业团队，在客户服务、方案协商、结构设计、尽职调查、项目申报、产品销售的完整业务链上发挥了牵头主导作用；利用多年积累的资产证券化业务展业能力和专业化的服务业务经验，更高效、更全面的为客户提供优质金融服务，完成了信托公司牵头管理ABN项目的实践，形成了与金融同业合作伙伴（尤其是本项目主承销商）的良性联动；强化了云南信托作为资产证券化产品管理人，在合作企业、资产类型、交易场所上的全方位覆盖；打造出了资产储备、资产形成、资产投资的资产证券化全产业链能力。

本ABN项目，在中国银行间市场交易商协会的大力支持下，云南信

托本着坚定贯彻党中央、国务院关于金融服务实体经济的要求，充分发挥银行间市场在资源配置中的重要作用，积极将金融源头活水引流到实体经济，有力支持了实体经济的发展和转型升级。

本ABN项目作为银行间市场对实体制造业企业发行供应链金融ABN的尝试，有望为实体制造业企业开辟新的融资渠道，并有效降低融资成本，扩大市场前景，为我国实体经济的发展注入新的活力。

云南信托高度重视和支持资产证券化业务发展，在信贷资产、租赁、商业保理等领域成功操作了多个资产证券化项目。在业务转型与创新之路路上，公司积极将资产证券化业务作为重要方向，强化信托公司管理职责，在银行间市场、交易所等多元化资产证券化道路上，拓展和深化信托公司业务转型的新蓝海。☑

根据《财政部关于印发〈金融企业绩效评价办法〉的通知》（财金〔2016〕35号）规定，云南省财政厅依据我公司提供的2017年度财务会计报告和有关资料，本着客观、公正、公平的原则，组织了对我公司2017年度的绩效评价工作。

经过认真审查、复核，确认评价结果，形成评价结论。

经综合评判，我司2017年绩效得分为85.92分，评价结果为优秀（AA）。

过往年度情况：2016年绩效评价结果为77.30分，评价类型为良好（BBB）；2015年绩效评价结果为89.99分，评价类型为优秀（AA）；2014年绩效评价结果为83.30分，评价类型为优秀（A）。

根据评价结果，我司的绩效状况在全国其它类金融企业中处于优秀水平。☑

文 | 人力资源部 栾术宝

2018年9月6日，“聚你我能量，燃云信梦想”——2018年第一期新员工培训室内培训环节顺利结束后，来自15个部门的55位新员工兵分两队，分别赶赴世纪公园和蒋巷村，斗志昂扬地展开第二阶段拓展培训环节。活动过程中全体成员群策群力、互信互助，共同完成每一个项目，一起分享成功的喜悦，提升了团队凝聚力，培养了大家积极的态度和高度的责任心，从中体会到团队的力量及相互协作的重要性。未来，员工将继续把团队凝聚力带到工作中，砥砺前行，同心协力，勇攀高峰。☑

云南省财政厅关于云南国际信托有限公司 2017年度绩效评价结果的通知

“聚你我能量，燃云信梦想”
——2018年第一期新员工培训拓展风采



云南信托2018年“金融知识普及月金融知识进万家”暨“提升金融素养争做金融好网民”活动启动

文 | 投资运营中心 蒋婕

2018年9月，根据《关于开展2018年云南省“金融知识普及月 金融知识进万家”暨“提升金融素养 争做金融好网民”活动的通知》（昆银发〔2018〕91号）的工作要求，云南国际信托有限公司2018年度“金融知识普及月 金融知识进万家”暨“提升金融素养 争做金融好网民”活动正式启动！

2018年“金融知识进万家”活动以“针对不同群体的金融知识薄弱环节和金融需求，开展金融知识普及活动，面向金融消费者，尤其是低净值人群和广大网民，提供获取金融知识的途径和防范风险的技能，引导消费者合理选择金融产品和服务，自觉抵制网上金融谣言和金融负能量，共建清朗网络空间，使得金融的发展更好的满足人民日益增长的美好生活需要”为宣传主题。

云南信托积极推进金融知识宣传活动，不仅在公司办公大楼内多处张贴、悬挂、放置“金融知识进万家”主题宣传资料，扩大宣传面；同时在公司客户签约室内也放置了主题宣传资料，向前来办理业务的客户做主动性引导和宣传，取得了良好宣传效果。☑

云南信托举办习近平新时代中国特色社会主义思想三十讲专题培训班暨表彰大会

文 | 信托业务三部 祁迎迎

2018年7月28日，云南国际信托有限公司党委在石林县委党校现场教学点举行以“扬理想之帆，补精神之钙”为主题的习近平新时代中国特色社会主义思想三十讲专题培训班暨表彰大会。公司党委书记宋平、副董事长田泽望、总裁舒广、公司在昆中层非党员干部及全体在册党员、入党积极分子共63人参加会议。

本次培训邀请了省委宣讲团成员、省委党校哲学教研部副主任刘轶飏教授对《习近平新时代中国特色社会主义思想三十讲》进行专题宣讲。刘轶飏教授对《三十讲》的全书概述和逻辑结构进行梳理后，结合大量鲜活案例，详细介绍了习近平新时代中国特色社会主义思想的时代背景、理论体系，并对书中“坚持党对一切工作的领导，毫不动摇把党的建设得更加坚强有力”两讲进行了深入的解读，对公司党员深入学习贯彻习近平新时代中国特色社会主义思想和党的十九大精神具有重要的指

导意义。

最后，公司党委对2017-2018年度在公司党建及经营工作中政治坚定、表现突出的1个先进党支部、8名优秀共产党员和在扶贫活动中甘于奉献、勇于担当的4名优秀扶贫工作者进行表彰，公司领导给受表彰的先进集体和优秀个人进行颁奖。公司党委书记宋平表示，受到表彰的先进党支部、优秀共产党员和优秀扶贫工作者要珍惜荣誉，谦虚谨慎，再接再厉，充分发挥示范引领作用，带动全公司各党支部和广大党员积极进取、担当作为、攻坚克难，为推进公司的改革发展提供坚强的政治保证和组织保证。☑

文 | 信托业务三部 祁迎迎

2018年9月15日，由公司党委和公司工会主办、信托业务三部承办的“云南信托·大爱星火之植树造林公益活动”成功开展。本次活动得到了云信员工和家属的踊跃报名和热情参与。

公司党委书记宋平及五华区农林局林业服务中心主任谢超分别做了动员讲话，接着植树活动正式开始。在技术员认真讲解和示范植树的各项要领及注意事项后，志愿者三五人一组，在划定的植树范围开始劳动。大家有的挥锹铲土，有的培实新土，有的夯实树苗，有的提水浇灌，分工合作，一丝不苟，共同把承载着希望与憧憬的树苗栽种土中。更难能可贵的是：很多公司员工的家属和孩子们作为志愿者也参加了这次植树造林活动，最小的志愿者年仅6岁，他们合力为云信林栽种了树苗，播种了希望。经过忙碌的劳动后，300余株华山松、藏柏、枫树迎风而立，成了一道赏心悦目的风景线。

长虫山上植造云信林，不辞劳作奉献公益心！云南信托将切实践行“绿水青山就是金山银山”的理念，持续推进造林绿化事业，爱绿护绿植绿，保护生态环境，共建绿色文明，为美化绿化家乡春城尽云信人绵薄之力。☑

云南信托组织开展“大爱星火之植树造林公益活动”

供应链金融的SPV模型研究

文 | 信托业务一部 何松楠 廖才文 刘涛境

供应链金融，简单地说，就是金融机构将核心企业和上下游企业联系在一起提供灵活运用的金融产品和服务的一种融资模式。即把资金作为供应链的一个溶剂，增加其流动性。

传统的“供应链金融”最大的特点就是在供应链中寻找出一个信用较强的核心企业，以核心企业为出发点，为供应链提供金融支持。一方面，将资金有效注入处于相对弱势的上下游配套中小企业，解决中小企业融资难和供应链失衡的问题；另一方面，将金融机构信用融入上下游企业的购销行为，增强其商业信用，促进中小企业与核心企业建立长期战略协同关系，提升供应链的竞争能力。

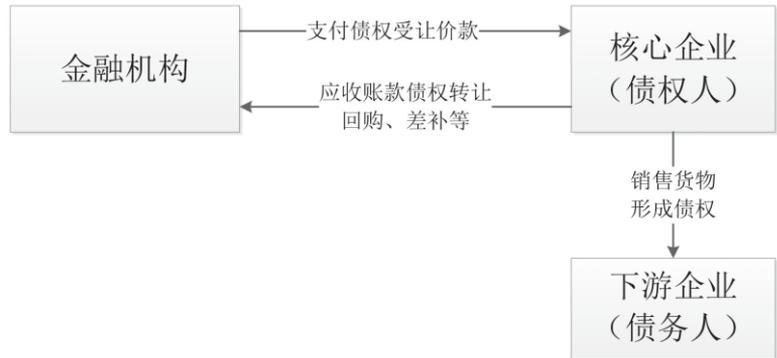
传统的“供应链金融”虽然借助核心企业强大的信用基础，为向下游的中小企业提供了信用背书，一定程度上改善了整个供应链的运营环境。但由于风险的识别和控制过分的依靠核心企业，一旦核心企业的配合程度降低，则直接会导致整个供应链金融的终端，上下游的中小企业由于前期发展，而导致对核心企业较高的依存成度，很可能由此被市场淘汰。

于是，将创新性的“供应链金融”旨在“化整为零”，即“把单个企业的不可控风险转变为供应链企业整体的可控风险”。其本质就是要最大限度的摒弃“核心企业”的信用背书，通过对供应链各环节的细致刻画，尽可能识别交易环节的风险，并进行控制。

识别和控制风险的核心是“进入”，而并不仅仅是“参与”。以保理为主要“参与”形式的传统供应链业务，金融机构往往独立于供应链之外，风险的识别和控制也限于基础债权的真实性、完整性、合规性以及还款来源的充分性、相应的担保措施对基础债权的覆盖情况，本质上仍属于金融机构传统融资业务范畴，风险的识别和控制更多的是对核心企业的信用衡量。金融机构仅通过“参与”供应链业务，并没有摒弃“核心企业”的信用。换句话说，没有核心企业的信用，该业务也将不存在。



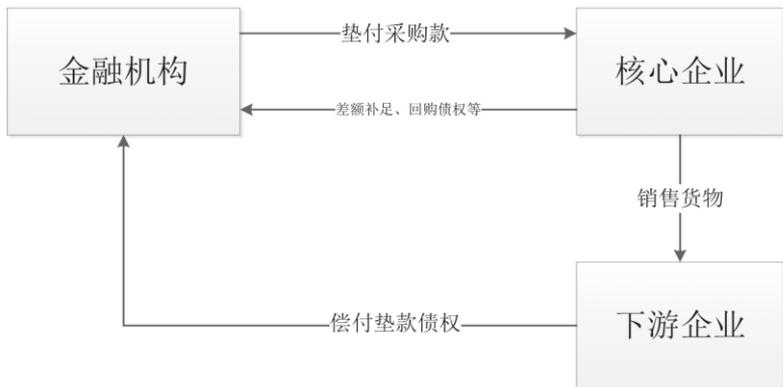
“参与”模式下的供应链金融——正向保理



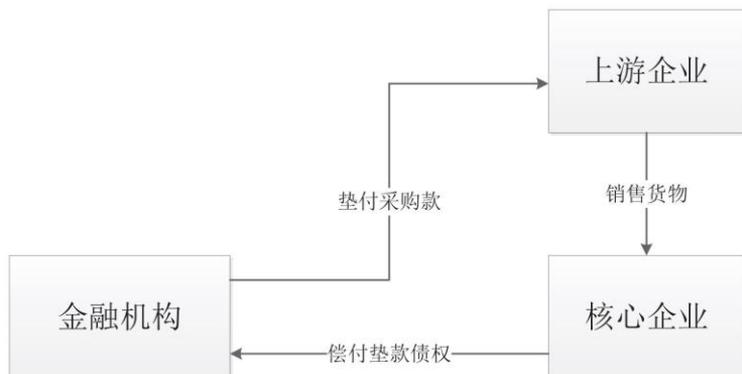
“参与”模式下的供应链金融——反向保理



“参与”模式下的供应链金融——代付款模式



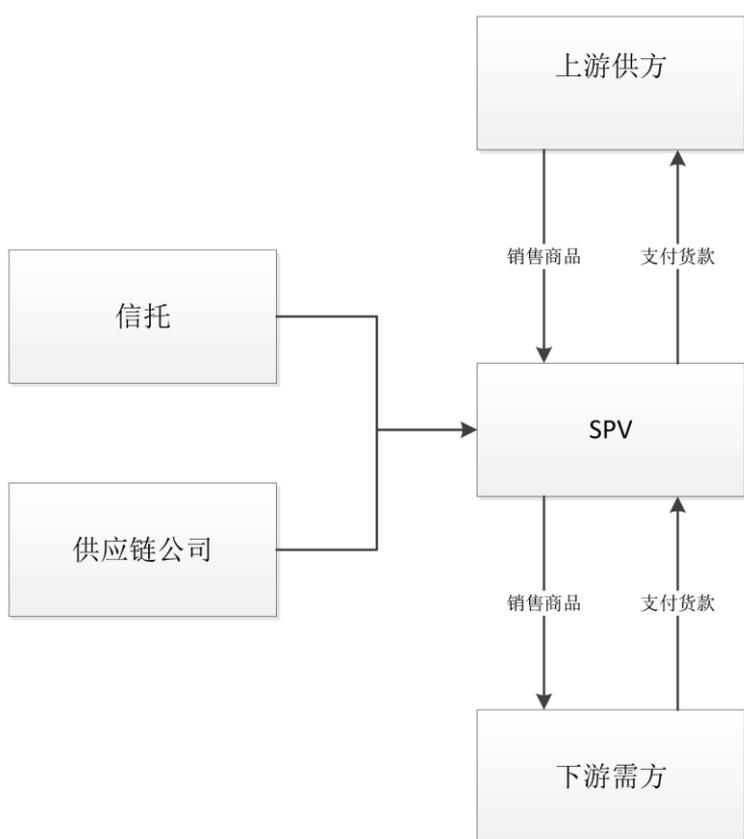
“参与”模式下的供应链金融——代付款模式



而“进入”的程度比“参与”要更进一层。金融机构通过一定的形式“与参”到供应链业务中，以供应链本身的交易行为出发点，围绕核心企业，着眼于对交易过程的刻画，通过对供应链“四流”——物流、商流、资金流以及发票流的把控，将风险的识别控制框定在供应链条中，改变传统衡量“核心企业”信用的集中模式，以“主体+行为”的方式，将风险分散到供应链交易的各个环节，对不同的节点采不同的风险识别和控制手段，从而最大限度的摒弃“核心企业”的信用。换句话说，即使核心企业不存在，但由于供应链的交易行为已经被完整刻画，风险的识别和控制已经自成体系，该业务仍然可以维系，独立于核心企业的信用体系之外。

金融机构可采用多种形式进入到供应链业务中。本文以信托为例，假设信托公司采用设立SPV的形式参与供应链贸易。首先需要识别的风险：提供多大规模的资金，以保证供应链交易的稳定。从定量的角度来说，便是分析信托规模与核心企业销售额的关系。

“进入”模式下的供应链金融



假设：1、存在这样一个供应链企业^[1]，其交易行为是通过向上游采购产品，并向下游需方销售的方式；2、交易过程中全部以现金结算，并给予下游付款方一定时间的账期。我们首先采用年销售总额以及年周转次数两个变量来简单刻画此供应链中。考虑到下游企业的付款周期，核心企业的年销售额应该由两部分组成，即以现金形式交易形成的销售额以及以应收账款形式形成的销售额。与之对应，标的货物的年周转次数也应该由两部分组成，即以现金形式交易的周转次数以及以应收账款形式形成的周转次数。为便于后文模型的考量，我们引入现金货物这个概念，现金货物具备两个特征：1、在一个周期内，以现金形式取得销售额M；2、取得上述现金形式销售额对应的标的货物销售次数，即周转次数A。

[1]. 该供应链企业可以为核心企业，也可以为与核心企业关系较为紧密的上下游企业。

在采用上述两个变量开始刻画供应链时，即供应链风险的识别阶段，信托以SPV的形式进入供应链贸易环节后，不对供应链企业原销售业态产生影响，即信托提供资金支持后，SPV销售现金货物的年销售额，对应的周转次数均为发生改变。

假设信托规模为N，即SPV可将N的资金用于采购现金货物。在不考虑核心企业扩大标的货物的销售规模前提下，应有：

$$N = F (M, A) \text{ <等式一> , 且 } N \propto M , N \propto 1/A ,$$

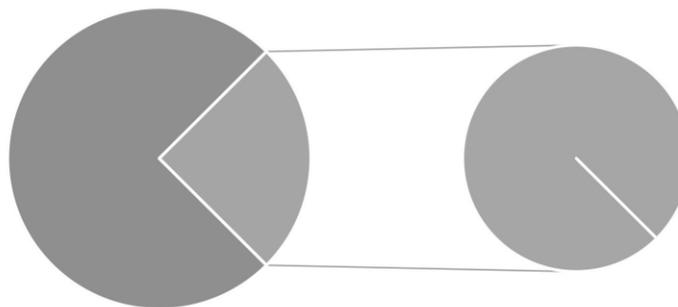
即：供应链企业现金货物的销售额越大，信托可提供的资金量越大；现金货物的周转次数越大，则信托提供的资金可越小。

假设标的货物的下游需求比较旺盛，下游需求方的销售并不会出现滞销的情况，能够在约定的账期内全额以现金形式向SPV支付货款。SPV只需每年按相同的金额N采购现金货物A次，并向下游完成销售，就能保证供应链企业现金货物的年销售为M。也即 $N = F (M, A) = M/A$ ，即从风险的控制角度来说，信托提供的资金规模基于M和A的考量后，可以按照M/A的方式进行确定。

不难发现，采用销售总额以及周转次数两个变量所刻画的供应链业务，其实质是供应链企业原有的存量业务，在信托以SPV形式“进入”后，原有的供应链交易并未改变，交易规则、规模与“进入”一致。换句话说，供应链企业只不过是将其原有存量业务中满足一定条件的部分（现金货物）分割出来，经由SPV进行。

但是，在现实环境中，供应链企业并不会局限于信托“替代”其现有业务，而是存在做大现有业务规模的需求。基于信托对于风险的识别和控制，从扩大现有业务规模的角度来说，最有效的方式，就是将上述已经被刻画后的业务进行原样复制。如下图所示，如果把核心企业的全部存量业务视为一个圆，经过刻画（风险的识别和控制）后存量业务为灰色部分，那么所谓的扩大业务规模，就是按照灰色部分的“样式”，进行原样复制（如右圆）。

图1：扩大业务规模的路径



通过前面的分析，由于供应链企业现金货物的销售总额M与信托规模N是正向相关的关系，故信托规模N在一定程度上代表了已被刻画后的存量业务。于是，假设核心企业需要扩大业务规模，则等式一拓展为：

$$N = F (M, A) + \Delta \text{ <等式二>}$$

从上述等式可以看出，业务规模理论上可以无限大，但最终的受到 Δ 的约束。

那么， Δ 受哪些因素影响呢？

我们知道，规模的扩大，在一定程度上已经改变了原有供应链的交易。于是仅靠销售总额M和周转次数A，已经不足以对扩大后的供应链进行刻画，应当引入其他变量。一般来说，各参

与方需要根据扩大现有规模为目的，提出各自标准，并经博弈后达成共识，最终确定可扩大的规模，故定义 $\Delta = f(\text{核心企业标准}, \text{信托投资标准})$ 。

变量一：供应链企业标准。实际是核心企业在综合考量自身内部报酬率、总体经济效益、报表改善需求等因素后所提出的，该标准可能最终以一个其可接受的资金成本表示。

变量二：信托投资标准。

通过年销售总额M以及年周转次数A两个变量，我们确定出了信托规模N与销售总额M的关系。在坚持“最大限度的摒弃核心企业信用背书”的原则之下，作为资金方，我们希望通过资金-货物-资金的自循环形式，完成资金收益率的要求，即SPV每年所产生的现金形式净利润能够全额覆盖信托投资要求的收益——SPV最终的运营形态应该是“自偿型”企业。

于是，通过对SPV运营过程中自身盈利行为的分析，有助于信托进一步识别风险，并针对性的提出控制措施。并针对性的提出控制措施。

假设信托投资要求的投资收益率为r，则SPV每年所产生的现金形式税后净利润=现金货物的年销售M × 毛利率(g) - 增值税及附加-印花税-运营费用-所得税 = N × r。

将等式二带入上式，得到：

$$\begin{aligned} & [\theta(\theta_0, \theta) + \Delta] \times \theta \\ &= [\theta \times \theta - \frac{\theta \times \theta}{1 + 16\%} \times 16\% \times (1 + 12\%) - \theta \times (2 - \theta) \times 0.03\% - \theta \times \theta^2] \\ & \quad \times (1 - 25\%) \\ &= (0.8458 \times \theta \times \theta - 0.06\% \times \theta - \theta \times \theta) \times 0.75 \end{aligned}$$

进一步得到：

$$r = \frac{1}{\theta(\theta_0, \theta) + \Delta} \times (0.8458 \times \theta \times \theta - 0.06\% \times \theta - \theta \times \theta) \times 0.75$$

若暂无扩大业务规模的需要，则 $\Delta = 0$ ，上述等式转化为

$$r = \theta \times (0.8458 \times \theta - 0.06\% - \theta) \times 0.75 \text{ <等式三>}$$

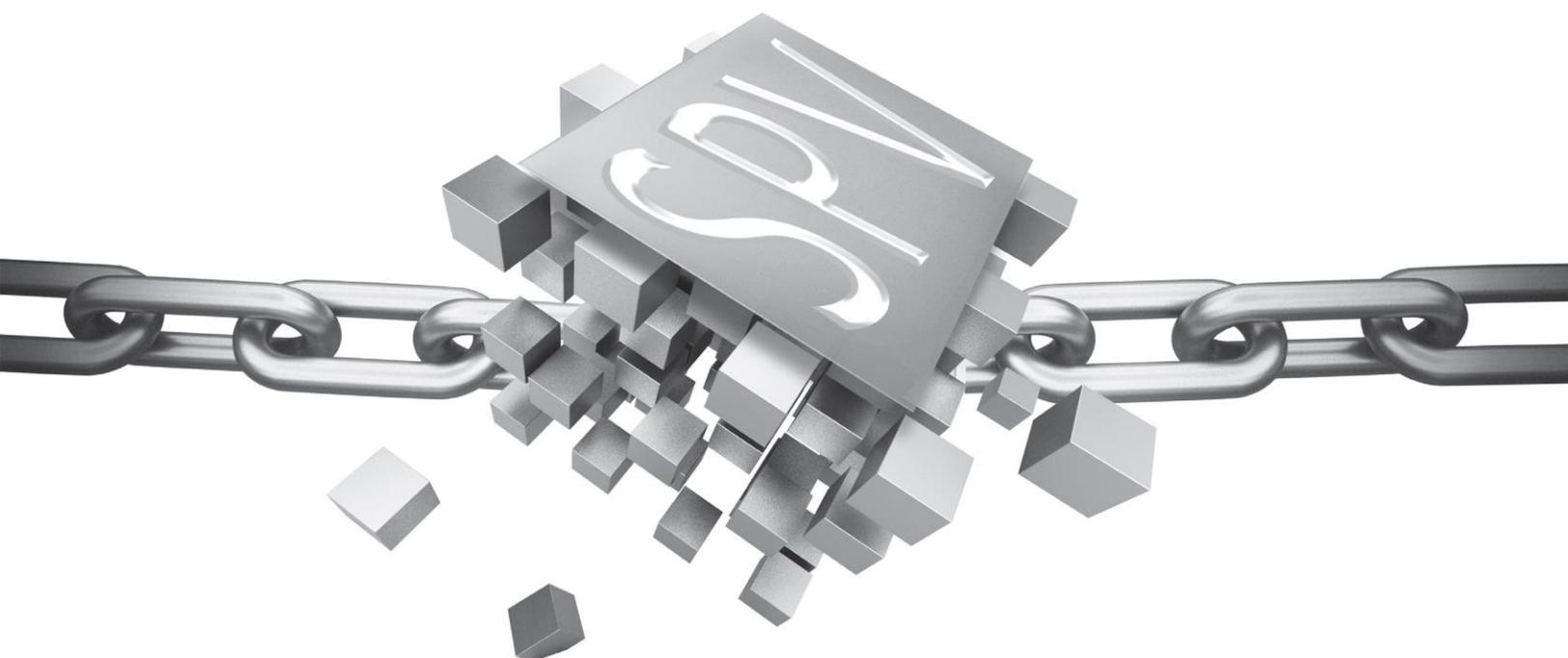
固定r，则A与g负相关。即在信托要求的投资收益率r确定的前提下，可以通过调整标的货物周转次数A或者毛利率g的方式，使得标的货物满足信托的投资标准。

若存在扩大业务规模的需要，则 $\Delta \neq 0$ ，等式三转化为

$$r + \theta = \theta \times (0.8458 \times \theta - 0.06\% - \theta) \times 0.75 \text{ <等式四>}$$

等式四的右边部分与等式三一致，即r以及 θ 固定，A与g负相关。等式的左边，除了信托报酬率r还出现了一个信托报酬率的调整项，而这个 θ 是核心企业标准的成本率表达。若 $\theta = 0$ ，则供应链企业并不打算从该供应链交易中取得收益或者付出成本，SPV产生的税后利润满足了信托投资的报酬，即在存量业务范围内即可满足，规模不需要扩大，该等式与等式三保持一致；若 $\theta \neq 0$ ，则供应链企业的标准通过成本率的形式对信托报酬率r进行了修正，从而对标的货物的周转率和毛利率提出了新的要求。假设 $\theta > 0$ ，则代表供应链企业希望从扩大规模的效应中取得收益，于是向上修正了信托报酬率r，进而要求的SPV税后收益增加，在确定A和g的标准时将变得更加严苛，即要么周转次数进一步加快要么毛利率进一步变高；假设 $\theta < 0$ ，则代表供应链企业愿意为扩大规模的付出相应的成本，于是向下修正了信托报酬率r，进而要求的SPV税后收益降低，在确定A和g的标准时将变得更加宽松。特别的，当 $\theta = -r$ 时，意味着信托投资收益率完

[2]. L为销售费用率。



全由供应链企业进行补偿，本质上变成了供应链企业的直接融资业务，进而无需对A和g提出要求。

通过对供应链企业货物的销售收入以及货物的周转情况，使我们能够确定可提供的资金支持量；通过对SPV自偿型原则下的模型研究，使我们能够确定标的货物的周转次数以及毛利率的标准，进而满足投资收益的要求。在实际业务中，该模型的研究，也为我们判断项目是否可行，提供了理论依据。假设通过模型计算的标的货物周转次数或者毛利率已经明显的偏离行业正常水平，那么该业务模式就可能存在一些不合理的情况，需要对交易主体、标的货物、参与方的投资补偿机制进行更加深入的考量和调整，提高我们事前风险识别和评估的能力。

从模型自身的角度来看，该模型目前仅限于理论探讨层面，尚未经过实证数据的检验，实际操作过程中可能会与现实情况发生偏离。但是，该模型至少为我们自身供应链金融业务投资标准的确定，提供了理论依据。为我们今后全面标准的建立，提供了帮助。☑



股票质押业务投后管理思考

文 | 投资运营中心 施奕

股票质押是指符合条件的资金融入方以持有的股票或其他证券质押，向符合条件的资金融出方融资资金，并约定在未来返还资金、解除质押的一种交易。股票质押通常被区分为场内质押和场外质押，相比于场外质押，场内质押业务更加规范化、统一化，逐渐成为一项标准化的业务，而场外质押更加灵活多样化，成为了非标准化业务。

从业务性质来看，股票质押仍属于一种融资类型的业务，只是质押标的由房产、土地或者其他抵质押物变为了股票。由于股票这类资产作为质押物仍有其区别于其他类质押物的性质，因此在贷后管理过程中，与其余融资类项目仍然有较大的不同。以下将从股票质押业务风控措施、管理难点、处置方式等几个维度，阐述股票质押业务管理过程中需要关注的要点，并通过对业务模式的分析，对贷后风险管理进行新的思考。

一、风控措施

通常来说，质押标的股票的盯控要素主要集中在三个方面：股票价值，质押比例和负面舆情。

1、股票价值

通常，股票质押融资项目都会设置预警平仓的风控条款，约定质押股票价值需维持在一定水平，根据股票价值计算一定盯控指标，以下为最常见的几个盯控指标：

$$(1) \text{履约保障比例} = \frac{\text{质押标的的证券数量} \times \text{T日最新收盘价} + \text{现金保证金}}{\text{当前本金} + \text{截止T日的应付回购溢价款之和}}$$

$$(2) \text{预警价格比例} = \frac{\text{质押标的的证券数量} \times \text{T日最新收盘价} + \text{现金保证金}}{\text{贷款本金余额}}$$

$$(3) \text{项目质押率} = \frac{\text{融资规模} + \text{截至下一付息日的应计未付利息} - \text{已到账的补足资金}}{\text{质押股票数量} \times \text{股价} + \text{现金类资产}}$$

(4) 预警线价格为****元，当股票价格小于预警线价格，需追加保证金使得质押率不高于60%， $\text{质押率} = (\text{股票质押贷款金额} / \text{质押股票市值} + \text{追加保证金}) \times 100\%$ 。

2、质押比例

出质人对外质押比例、单个项目质押比例、单只股票整体质押比例也是非常重要的盯控指标。

针对场内质押业务，证监会于2018年1月12日发布的《关于督促证券公司做好股票质押式回购交易风险防范有关工作》（以下简称“股票质押新规”）要求：单只A股股票市场整体质押比例不得超过50%，单一证券公司接受单只A股股票质押的数量不得超过该股票A股股本的30%；单一集合资产管理计划或定向资产管理客户接受单只A股股票质押的数量不得超过该股票A股股本的15%。

3、负面舆情

舆情盯控是管理人了解股票质押项目情况的重要手段，盯控范围比较广，通常包括融资人、质押人、质押股票上市公司、质押股票关联方等。

二、贷后管理难点

股票质押业务中，管理人贷后管理通常也围绕着质押标的股票价格，质押比例和舆情等要素开展。

1、盯控系统化程度较低

场外质押的盯控灵活性较高，盯控指标多样，系统化盯控实现难度较大，通常采取人工+系统的方式进行盯控。盯控系统化程度较低，增大了人工管理成本，同时也加大了人工操作的风险。

2、补仓及时性较低

股票质押项目通常都会约定质押人的补仓义务，一般可以追加保证金或追加质押股票。在实际管理过程中，补仓及时性较低，主要原因有以下几点：

（1）处置的不便捷性给了出质人主观上延迟补仓的动力

在交易对手违约情况下，管理人通常不能及时处置质押股票，因此，出质人并不担心质押股票会因未及时补仓被处置，如果后续能够足额补仓，质权人也不愿意启动股票处置程序。因此，实际管理过程中经常会存在延迟补仓的情况。

（2）追加质押股票流程的复杂性

追加质押股票的复杂性导致补仓不及时主要体现在两个方面：其一，办理追加质押须签署新的质押合同；其二，追加质押股票需要登记机构的审核。因此，由于上述客观原因也很难在规定时间内完成追加质押。

3、信息披露的局限性

虽然上市公司有信息披露要求，但也存在披露不及时、披露不充分等问题。一般情况下，上市公司对负面情况进行披露时，股票价值已经出现较大折损，因此想要及时获取上市公司负面情况，还应扩大信息获取的范围。

三、质押股票的处置

质押股票的处置作为项目的最后一道防线，更应被项目管理方高度关注。

1、场内质押质物处置

场内质押业务资金融出方仅作为券商资管计划的委托人，相关质押物处置由券商执行。

券商在接到资金融出方指令后，通过自身内部系统，直接二级市场卖出变现。若质押股票属于限售流通股，则需要等待股票进入解禁期后方可进行处置。

2、场外质押质物的处置

相比于场内质押业务，场外质押业务在质物处置上更为复杂：

2.1 委托券商代为进行处置

2018年5月30日中国证券业协会下发《关于证券公司办理场外股权质押交易有关事项的通知》（以下简称“通知”）前，质权人可以委托券商代为托管质押股票，并在二级市场上进行处置。质押股票处置完成后，变现价款划付至质权人，用于偿还融资债务。

由于《关于证券公司办理场外股权质押交易有关事项的通知》明确限定：证券公司不得为银行、信托等其他机构或个人通过场外市场开展上市公司股票质押融资提供盯市、平仓等第三方中介服务，因此在通知颁布后，场外质押股票处置需要选择其他途径。

2.2 强制执行公证

场外质押业务中，为了增强股票处置的可执行性，通常会对主债合同以及股票质押合同进行强制执行公证。在债务人违约后，质权人可以直接向法院申请强制执行。

需要强调的是，强制执行的前置程序需要向公证处申请出具“执行证书”，才能向法院申请强制执行。而申请“执行证书”公证处需要借款人已经违约的证明文件，并且被执行人对违约事实无异议。若被执行人对违约事实提出异议，则可能导致无法执行。

法院受理执行案件后，启动办理查封和冻结手续，法院会向中证登上海分公司或深圳分公司发送《协助执行通知书》，要求冻结融资人持有的所有股票，冻结期限通常为3年。此时，冻结后的股票无论性质属于流通股还是限售流通股，均无法在二级市场进行交易。后期，法院会对质押股票进行司法拍卖，质权人以变现价款优先受偿。

2.3 诉讼程序

对于未做强制执行公证的股票质押项目，债权人只能向有管辖权的法院进行起诉，此时债权人可以申请诉前保全，法院受理后对质押股票进行查封与冻结。诉讼程序主要涉及以下环节：债权人首先向法院提交起诉状、法院立案受理、组织双方交换证据、被告递交答辩状、开庭审理，最终由法院进行判决。待诉讼完结之后，债权人才可依据判决书申请司法执行。相比于强制执行公证，整个诉讼程序需要耗费更多的时间成本和人力成本。

2.4 中登公司办理证券处置过户业务

除了以上措施之外，质权人还可以选择到中登公司办理质押证券过户业务。质押双方申请办理处置过户业务时应当签署质押证券处置协议，协议内容应包括质押证券相关情况、质押证券处置过户原因、质押证券处置价格确定依据、申请处置过户的质押证券数量等，质押双方应在协议中约定“申请处置过户的质押证券折价总额以未履行债务金额为上限”，处置价格不应低于质押证券处置协议签署日前二十个交易日该证券收盘价的平均价的90%。需要特别说明的是，办理此项业务的质押证券应处于非限售状态，如果质押股票属于限售流通股，或者已经被法院司法冻结，只有待质押股票过了解禁期限或司法冻结期限方可进行过户。由于办理此类业务需要出质人和质权人双方到临柜办理，因此，出质人是否愿意配合质权人到中登办理存在很大的不确定性。

3、处置的建议

场内质押的处置非常便捷，但是场外质押的各种处置手段则各有其特点。

如果质押股票属于流通股，委托券商代为处置最为高效，但由于监管政策限制，目前场外质押项目均无法再委托券商代为处置。

通过法院进行司法处置是较为可取的一种途径，同时建议对主借款合同和质押合同进行强制执行公证。原因在于：如果后期公证处出具了执行证书，债权人可以直接申请法院强制执行并查封、冻结债务人相关股票和其他财产。如果没有办理强制执行，通常债权人会选择诉前保全，冻结质押股票，随后再向法院进行起诉。但诉前保全会存在以下问题：第一，申请保全通常会要求申请人提供和担保物等额的担保金额，具体金额根据当地不同的受理法院确定，通常股票质押项目涉及金额都在千万级以上，因此，这笔担保金的来源会有很大的困难；第二，诉前保全后，债权人必须在30日内进行起诉，否则，保全取消。此外，办理强制执行可以节约大量的时间成本，免去债权人经过诉讼程序实现债权的多个环节，还能节省庞大的诉讼费和律师费。

对于到中登办理临柜过户业务，由于目前不能单方面办理过户业务，因此，出质人是否愿意配合到中登办理会存在很大不确定性，为未来债务人是否能履约还款埋下了一定隐患。

四、关于贷后风险管理的建议

降杠杆背景下，高杠杆的融资业务需要深耕细作，传统的业务逻辑受到极大的挑战，结合以上管理要点，

我们对股票质押风险管理提出以下建议：

1、加强系统化建设

从上述分析可知，股票质押项目的盯控不仅限于质押股票价值的盯控，对于股票质押比例以及上市公司负面舆情也需要系统化盯控的介入，因此，对于未来股票质押项目系统化盯控建设还有一定的提升空间。

目前，无论是追加保证金，还是追加质押股票，管理人员都需要人工改动才能实现盯控要素的调整，特别是质押股票发生分红派息等事件，还需要管理人员实时关注股票信息，管理难度较大。

在出质人质押比例、上市公司重大事件、负面舆情等信息的盯控上，系统化的支持能够帮助管理人员提高效率，增加盯控覆盖范围。因此，系统化的盯控方式是股票质押项目贷后管理的关键。

2、关注第一还款来源

股票质押项目本质上仍然属于融资类的一种业务范畴，因此融资类产品风控的主要逻辑仍然适用于股票质押类项目。股票作为流动性较好的一类担保物，目前市场上股票质押业务过度关注质押股票情况、质押率等担保物，对于融资人本身的还款来源关注度较低，在融资人丧失清偿能力的情况下，处置质押股票的难度较大。因此，股票质押业务展业逻辑应该回归到第一还款来源，更加关注借款人的资质是否良好、企业经营情况是否正常、资金用途是否合规、企业未来是否有充足的还款来源等要素。

3、重新审视质押标的股票的流通性

对于股票质押业务，传统风控逻辑将质押标的股票区分为限售股和非限售股，由于非限售股具有流通性，因此在质押折扣率上相比限售股较为宽松。实际在场外股票质押的处置过程中，由于无法委托券商代为处置，一般仅能采用强制执行和司法处置的途径，法院会对质押股票进行冻结，实际上非限售股已经丧失了流通性。另外，由于以上处置方式时效性不强，实际处置时质押股票价值可能已经发生大幅减损，因此股票性质本身是限售股还是非限售股其实对于质押标的股票的流通性影响不大，真正发生处置事件时，质押标的股票已经丧失流通性了。

4、关注融资人与质押标的股票的关系

融资人与质押标的股票的关系不同，可能会对质押物处置带来不同的影响，具体说来分为以下两种情况：

4.1 融资人为质押标的公司大股东

融资人为质押标的公司大股东，质押标的公司经营情况与融资人有较大的相关性。一般融资人债务违约或丧失清偿能力时，质押标的公司经营情况也会出现问题，此时质押标的股票价值可能已经发生大幅减损，在股票处置过程中风险进一步加大。因此，融资人为质押标的公司大股东的情况下，应考虑进一步降低质押折扣率，加大关注融资人、质押标的公司的经营情况。

4.2 融资人非质押标的公司大股东

融资人非质押标的公司大股东，融资人仅作为股票质押标的公司的财务投资者，与质押标的公司所处的行业、经营状况相对更加独立。在此类业务中，第一还款来源和第二还款来源相对比较独立。如果融资人生产经营状况良好，还款能力和意愿充足，即使质押股票价值跌破预警平仓线，质权人也可以酌情考虑对质押物处置事宜。☑



银行支付清算系统现状和未来发展

文 | 作者信托财务部 谭媛 玺之 刘惠 昕怡

从前车马很慢，路途很远，一次只能带不多的银子。在遥远的古代，金属货币作为一般等价物成为了商品交易、劳务支付、债务清偿等社会生活的交易媒介。随着社会生产力的发展和商品交易的规模化，金属货币作为一般等价物已经无法满足资金流通所需的时效性和安全性。为了满足商品消费的需求，解决资金周转中，空间和时间对金属货币的限制，清朝道光年间，我国平遥商人就创立了专门办理汇款业务的票号。以票号开立的汇票为凭证，可以到全国各地的票号分号提取结算现银。各分号交换账本核对账务轧差后，票号雇佣镖局在分号中周转现银，完成了最早的资金清算。

一、银行支付清算系统背景

银行支付清算系统是由中国人民银行自主开发建设并实施系统的运行、维护和管理，用以确保国民经济稳定发展、充分发挥其金融服务职能的重要的核心支持系统，满足社会公众日益增长的支付结算需求。从 2002 年开始，中国人民银行开始了对支付系统地不断探索建设，先后于 2005 年建成了大额支付系统，于 2006 年建成了小额支付系统和票据交换系统，以这三个系统为主要应用的支付体系构成了第一代支付系统。随着中国社会经济的快速发展，金融改革继续深入，金融市场日益完善，支付方式不断创新，对中央银行的支付清算服务提出了更多新的要求。鉴此，人民银行于2009年12月着手建设更加统一、安全、高效的第二代支付系统，并于 2013 年正式投入运行。第二代支付系统既涵盖了大额、小额、票据交换三个系统及网上支付跨行清算、境内外币支付等多个子系统，成为我国社会经济生活中资金支付与转移的“主动脉”。与第一代人民币跨行支付系统相比，第二代支付系统能为银行业金融机构提供灵活的接入方式、清算模式和更加全面的流动性风险管理手段，实现网银互联，支撑新兴第三方电子支付的业务处理等等。

二、中央银行现代化支付清算系统的介绍

中央银行现代化支付清算系统主要包括大额实时支付系统、小额批量支付系统、网上支付跨行清算系统、境内外币支付系统、同城票据交换（清算）系统。

1、大额支付系统。该系统主要办理跨行汇款金额超过5万元以上及5万元（含）以下的加

急资金汇划业务，运行时间为前一日（T-1日）23:30，业务截止时间为法定工作日（T日）17:15。在收款方信息正确且无挂账的情况下，每笔支付业务能够实时到账。该系统具有查询查复业务功能，若查询行对本行接收或发出的支付业务疑问，以及受理单位或个人客户的查询事项，均可由查询行通过支付系统向查复行发出查询报文，查复行应按要求在规定的时间内（不得超过次日上午十点）向查询行发送查复信息。

2、小额批量支付系统。实行7×24小时连续运行，主要以支付指令批量发送满足社会经济活动中多样的跨行支付需要。主要包括：汇款金额在5万元（含）以下的资金汇划业务；代付工资、保险金等定期批量付款的业务；煤、水、电、气等公用事业单位的定期批量收款的业务。但是，小额系统采用收集若干笔交易，达到金额上限后统一打包处理、定时清算的方式，因此采用小额系统转账银行间头寸交割是非实时的，款项划付一般无法实时到账。

3、网上支付跨行清算系统（超级网银）。该系统是人民银行继大、小额支付系统后建设的又一人民币跨行支付系统，也是对大小额支付系统的一个补充，该系统具有以下业务功能：处理网银贷记业务，网银借记业务，第三方贷记业务，跨行账户信息查询业务等。其中，它有两大亮点：一是接入机构不再限于银行，支付宝、财付通等第三方支付也可以接入，目前部分第三方支付公司向商户提供的提现代发功能就是基于超级网银处理的；二是与小额系统相比，该系统可以实现7×24小时运行并实时到账，单笔上限5万元，除去金额限制方面的问题，也在非工作日非受理时间增加了另一种具备大额支付系统特性的渠道。

以建设银行网银划款的选择路径为例，可知悉这三种支付清算系统的区别：



4、境内外币支付系统及同城票据交换（清算）系统。境内外币支付系统是为我国境内银行业机构和外币清算机构提供外币支付服务的实时全额支付系统，该系统目前仅针对港币、英镑、欧元、日元、加拿大元、澳大利亚元、瑞士法郎以及美元8个币种的支付结算，运行时间为9:00—17:00。同城票据交换（清算）系统指同一城市（或区域）范围内，各商业银行之间将相互代收、代付的票据，定时、定点集中相互交换清算资金的系统，其中又分为同城同行系统票据交换以及同城跨行系统票据交换，同城同行通过辖内各营业机构的往来科目划转；同城跨行根据各银行机构在人民银行开立的存款账户采取票据交换。

5、支付结算综合业务系统是各省市独立的支付结算系统。该系统不属于人民银行支付结算系统，因此仅适用于该省市内已加入该系统的各银行间的资金划付清算，简单来说就是“同城跨行”的支付结算系统。该系统的业务受理时间一般是7×24小时连续运行，且不分大小额（具体需要以各省市人行的规定为准，个别省市可能会存在不一致的情况）。该结算系统虽可实现大额支付系统关闭后同省市跨行的资金划付，但是由于使用该系统划付的款项具体到账时间以收款行接受处理结果的时间为准，因此无法保证实时到账，使用该系统也存在

资金转账无法于划款当日到账的风险。

三、目前银行支付清算系统头寸管理的相关要求

商业银行通过大额支付系统处理各总行规定额度以上的大额贷记和借记业务时，都会要求客户提前报备资金头寸，目的是防止该银行开立在人民银行的存款准备金账户透支。所以大额支付系统在逐笔处理每笔借记业务时，支付指令不会按照到达的次序被逐一执行，而是由商业银行按要求进行人工清分，实现出款银行对该笔大额交易资金的监控，同时实现银行头寸充足、有效的运用。

头寸管理是日常经营过程中可以调动的所有资金合计，是商业银行流动性管理的基本与关键。可运用资金头寸=实际账户余额+预计来账-预计往账-法定准备金留存目标，从上述公式可以看出，如果银行头寸不足，就难以满足客户的资金需求，从而造成流动性不足，如果银行头寸过多，则会拉低银行的盈利水平。

目前，我国商业银行对于头寸管理实行人工报送，该种操作模式的优点为可避免其在人民银行开立的存款准备金账户透支，不足之处在于一定程度上会影响资金的高效使用，一旦出现漏报、迟报，可能导致账户资金排队，无法及时划付。以办理资金收付的实际业务为例，假如某账户当日安有大额款项进账，在未提前告知银行头寸且当天该笔资金不出账的情况下，就极有可能导致该银行当日头寸盈余，影响银行的头寸管理；反之，在办理大额款项划付时，如未提前向银行申报头寸，会因银行当日银行头寸不足导致款项无法及时划付。

在市场管制不断开放的今天，清算方式、支付渠道和业务种类正朝着多元化的方式发展，与此同时，头寸管理工作变得越来越重要，也变得越来越复杂和困难。现阶段，我国商业银行的资金头寸均采用“一点清算”模式，即一家商业银行在人民银行只开立一个清算账户，即法定存款准备金账户，全行非同城备付户相关业务均通过这“一点”进行清算。全行各级机构存量资产业务到期、新增负债业务，全部计入资金来源；全行各级机构存量负债业务到期、新增资产业务，全部计入资金流出，大额资金来源（来账）、流出（往账）统一在总行进行管理，总行头寸成为资金池，在这一模式下，提高头寸管理水平，完善头寸管理体系显得尤为重要。

长远来看，在市场管制不断开放的今天，清算方式、支付渠道和业务种类正朝着多元化的方式发展，不断优化头寸信息管理系统，减少人为因素造成的纰漏，提升资金管理效率及先进的资金清算跟踪功能，确保银行稳健的资金流是银行头寸管理的工作重点。一方面可以避免商业银行因为担心头寸不足而设置“超额备付金”，导致商业银行在人民清算窗口关闭前被动仓促地调拨头寸而发生大额资金违约的情况；另外一方面在银行资金头寸紧张时，也可以严格合理地进行资金来源与运用的合理安排和匹配，避免由于出现头寸不足而导致客户款项无法兑付的情况。

四、第三方支付行业概述

银联作为中国唯一的银行卡联合组织，运营着中国的银行卡跨行交易清算系统，为商业银行、特约商户、持卡人提供跨行信息交换、清算数据

处理、风险防范等银行卡基础服务。但随着经济的迅速发展，商户众多，体量不一，银联难以全面服务到中小商户，第三方支付应运而生。线下POS收单市场中POS机在中小商户中的普遍推广，伴随着后期电子商务的发展，第三方支付作为独立于买方与买方的信用中介出现，不仅解决了买卖双方在线上交易过程中的信任问题，同时通过与各家银行的直接对接，绕开银联实现了各家银行间的资金清算，为买卖双方的资金结算提供了统一接口。第三方支付行业从1998年发展至今，已成为中国支付体系中不可或缺的一部分。

根据《非金融机构支付服务管理办法》，第三方支付行业主要分为三大子行业：一是网络支付，二是预付卡的发行与受理，三是银行卡收单。

（一）网络支付

网络支付主要模式有支付网关模式和账户支付模式。

1、支付网关模式又称为网关支付，是电子商务中使用最多的一种互联网支付服务模式。该模式的主要特点是在网上商户和银行网关之间增加一个第三方支付网关，由第三方支付网关负责集成不同银行的网银接口，并为网上商户提供统一的支付接口和结算对账等业务服务。在这种模式下，第三方支付公司将所有银行网关（网银、电话银行）集成在一个平台上，商户和消费者只需要使用支付机构的一个平台就可以连接多个银行网关，实现一点接入，为商户和消费者提供多种的银行卡互联网支付服务。

2、虚拟账户型支付模式是指第三方支付公司不仅为商户提供银行支付网关的集成服务，还为客户提供了一个虚拟账户，该虚拟账户可与客户

的银行账户进行绑定或者对接，客户可以从银行账户等资金源向虚拟账户中充入资金，或从虚拟账户向银行账户注入资金。客户在网上的支付交易可在客户的虚拟账户之间完成，也可在虚拟账户与银行账户之间完成。虚拟账户型支付模式加快了资金清算速度，减少了使用银行支付服务的成本。虚拟账户模式不仅具有支付网关模式集中银行支付接口的优点，同时通过虚拟账户交易，买卖双方相互不能获知对方的银行账户信息，解决了线上交易存在的信息外漏安全问题。

（二）预付卡的发行与受理

预付卡是以先付费后消费为支付模式，可购买商品或服务的有预付价值的卡，包括磁条、芯片等卡片形式。它与银行卡相比，不与持卡人的银行账户直接关联。目前市场上流通的预付卡主要可分成两大类，一类是单用途预付卡：企业通过购买、委托等方式获得制卡技术并发售预付卡，该卡只能在发卡机构内消费使用，主要由电信、商场、餐饮、健身、美容美发等领域的企业发行并受理；另一类是多用途预付卡，主要由第三方支付公司发行，该机构与众多商家签订协议，布放受理POS终端机，消费者可以凭该卡到众多的联盟商户刷卡进行跨行业消费。

（三）银行卡收单业务

银行卡收单业务是指收单机构通过银行卡受理终端为银行卡特约商户代收货币资金的行为。其中，受理终端是指通过银行卡信息读入装置生成银行卡交易指令要素的各类支付终端。收单机构，是指与特约商户签订银行卡受理协议并向该商户承诺付款以及承担核心业务主体责任的银行业金融机构和非金融机构。收单机构可以对手续费进行分成，目前行业内按照7:2:1（发卡行7，收单机构2，银联1）进行手续费分成。

五、第三方支付行业的操作模式及现存问题

（一）清算系统对接存在市场乱象

第三方支付公司作为一个提供资金转移服务的中介支付机构，实现资金转移的方式多样，目前支付行业中并未形成统一的清算渠道，由各支付公司根据自身的经营特点进行清算渠道的选择。由于清算渠道各自的特性，使得第三方支付的资金交易信息存在处于监管空白地带的可能。目前，第三方支付主要有以下三种清算系统对接方式：

1、第三方支付公司与银联接口对接

银联与各家银行有着成熟的接口与通道，通过银联接口，支付机构便可连接各家银行完成代收付，且每笔交易的资金流向在银联系统中留有记录，此方式最为符合监管想要达到的信息监控的相关要求。但是由于许多第三方支付公司初始规模小，交易量不够，难以接入银联体系中，而且单一的线路把控于银联手，对于第三方支付公司来说不利于风险分散，更重要的是银联收费高昂，使得第三方支付公司在市场上不具备价格优势，出于成本的考量，第三方机构绕开银联直接与各家银行对接，产生了直连模式。

2、第三方支付公司与银行直连

所谓直连指的是支付机构利用自身开发的接口，通过与银行议价谈判获得与银行快捷支付接口直接对接的路径。通常一家支付机构会关联多家银行接口，各家支付机构与银行协议的价格不同，也就形成了各自对商户的收费标准。对于第三方支付公司而言，由于直接对接了各家银行，实质上已经独立出银联体系，成为一个个“小银联”，出于各自的利益诉求，各家第三方支付公司都自己保存着他们的交易信息，不与外连通，因此产生了一个个“信息孤岛”。监管机构无法获知“信息孤岛”里的交易信息，此种操作模式为洗钱，套现等违法违规的提供了操作空间。由于银行直连需由第三方机构逐一对接银行接口，考虑成本及效率的问题，第三方支付公司又另辟蹊径找到了集中



代收付中心这个渠道。

3、通过集中代收付中心实现代收付

集中代收付中心通过接入中国人民银行现代化支付系统，实现与各商业银行无缝连接，为各地银行业金融机构、社会企事业单位提供安全、低成本的包括跨行代收、代付在内的各种便利的支付结算服务，为社会公众提供便捷的缴付费服务。在集中代收付系统运营之初，集中代收付业务体现出跨行、节约型的优势。因此被第三方支付行业普遍接入，但随着近几年互联网金融的不断发展，越来越多是交易通过第三方公司完成支付，使得集中代收付中心这个对接渠道暴露在支付行业中，由于集中代收付中心成本低廉，使得银联，直连银行等渠道发展受限，导致了支付行业的不公平竞争现象。为此，2017年5月中国人民银行办公厅内部发布了《关于加强小额支付系统集中代收付业务管理有关事项的通知》，《通知》中明确了集中代收付中心“小额、公益、便民”的支付服务定位，规定了集中代收付中心仅服务于公用事业类和公益类机构、金额上限调整为5万元、逐步采取免收费政策。该通知的下发直接导致集中代收付中心这一低成本高连接度的接口退出了第三方代扣。集中代收付中心公共公益类服务职能得以规范的同时，压缩了第三方代扣的可用路径，迫使越来越多的第三方支付公司采用了与银行直连的方式。

(二) 备付金账户管理缺失监管政策

备付金是指支付机构为办理客户委托的支付业务而实际收到的预收代付货币资金。而备付金账户就是开立在建管银行或者合作银行中存放预收代付货币资金的账户。备付金账户共有三类，1主存管账户：开立在建管银行，可以以现金形式接收客户备付金，以银行转账方式办理客户备付金收取和支付业务的专用存款账户，一个省份只能开立一个；2收付账户：开立在建管银行，可以以现金和银行转账方式接收

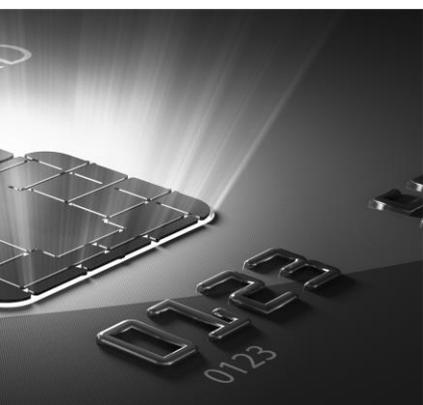
客户备付金，但只能以本银行资金内部划转的方式办理支取，一般一个法人银行开立一个。3汇缴账户：开立在建管银行，以现金收取，或者以本银行内部资金接收或者对资金进行支付，开立个数不限。

由于第三方支付公司通过银行网银通道进行资金划拨会产生手续费，考虑资金划付成本问题，支付机构会在多个地区的多家银行开立备付金账户，用于完成客户发起的交易收付操作。例如用户甲要将开立在A行的银行卡中资金通过支付宝转账给乙开立在B行的银行卡，那么甲在发起支付交易指令后，支付宝会将A行卡中的资金扣转至支付宝开立在A行的备付金账户中，同时提起一笔指令将资金从支付宝在B行开立的备付金账户转账给乙。在这笔交易中，A行和B行的资金并没有出现划转，而是由支付宝本身充当资金清结算的角色，在人行清算系统中不会体现甲乙双方资金往来的记录，整个资金划款的信息处于监管空白状态。同时，针对备付金账户中大量的资金沉淀，目前尚未有配套的监管政策予以规范，使得在实际操作中存在第三方支付公司挪用备付金的情况；其次，数据显示，第三方支付公司11%的利润产生于备付金存管于银行所产生的利息，而本身这些备付金从归属权力上并不属于第三方支付公司，所以该种盈利模式存在一定的法律瑕疵。

六、第三方支付行业的未来发展方向

(一) 清算系统接口统一化，资金流向透明化

支付机构通过在多家银行开设备付金账户实现资金的跨行清算，变相具备了清算职能，在这种模式下，无论是信息流还是资金流，都在第三方支付系统内循环，且每家第三方支付公司的信息流分别独立，产生了信息孤岛。因此，在2017年8月，央行支付结算司印发《中国人民银行支付结算司关于将非银行支付机构网络支付业务由直连模



式迁移至网联平台处理的通知》。通知表示，自2018年6月30日起，支付机构受理的涉及银行账户的网络支付业务全部通过网联平台处理。

网联全称为“非银行支付机构网络支付清算平台”，与银联的功能属性相似，属于专门为第三方支付公司提供统一转接清算服务的平台，是四方模式，或称为间联模式。与之相比，第三方支付公司的银行直连则绕开了银联等转接清算机构，是典型的三方模式。网联的成立，使得所有第三方支付公司代收付资金交易发起后必须经过网联再对接到关联的银行，使得交易信息在备付金账户中间架起了一道信息汇集的桥梁，资金清算的职能通过网联回归到央行手中，加强了资金流向的监控。

（二）备付金账户监管趋严，第三方支付公司盈利点转移

2017年1月，央行发布《关于实施支付机构客户备付金集中存管有关事项的通知》称，自当年4月17日起，支付机构应将客户备付金按照一定比例交存至指定机构专用存款账户。首次交存的平均比例为20%左右，到2019年1月14日实现100%集中交存，备付金集中存管后不再产生利息。对于支付机构而言，备付金实现100%交存，这种“躺着也能赚钱”的好日子将要彻底终结了。同时，在银行揽存大战的背景下，当支付机构备付金不再为银行贡献存款时，银行在支费率、限额等方面失去让利的动力，同时第三方公司在通道费率、限额等方面丧失了差异化询价的话语权，因此通道费率上行或成为盘桓在支付机构头顶的另一块乌云。第三方支付公司积极寻找转型出路，将会成为第三方支付行业的首要任务。

随着网联的上线，直连及集中代收付中心接口的陆续关闭，央行再次回到了支付清算的至高点，形成了的对信息流的掌控及资金流闭环的控制，而第三方支付公司的通道单一化，多通道的差异化费率不再存在，第三方机构无法在市场上形成差异化的竞争；同时备付金的全面上交，在解决了备付金多头开户、分散存放，非法挪用、无功套利的同时，也让第三方支付公司失去了备付金利息这块香饽饽。未来第三方机构如何发展，对于已经沉淀了大量用户数据信息的各家机构而言，增值服务可延伸至大数据征信及应用、企业会员系统建设、顾客行为分析等更高层次，以此冲破现有发展的瓶颈。☑

合肥中院关于平安凯迪专项计划之裁定书浅析

文 | 徐笑

一、案情概要

近日，合肥中院作出了关于资产证券化基础资产真实转让的裁定，肯定了资产证券化交易中原始权益人与计划管理人之间基础资产买卖关系的法律实质，填补了这一领域的司法实践空白。

南陵凯迪系本案中的“原始权益人”，与本案中的“债权人”合肥科农行大兴支行签署了借款合同，后双方发生金融借款合同纠纷，债权人遂向法院申请对原始权益人（即债务人）进行财产保全，法院冻结了南陵凯迪在安徽国网的特定期间应收电费及补贴3000万元。平安大华作为某ABS专项计划的管理人认为其已代表ABS专项计划与南陵凯迪签订了基础资产买卖协议并支付了全部对价，且就应收账款转让事宜进行了登记，遂以案外人身份提出执行异议，主张前述电费及补贴3000万元属于专项计划所有。本案涉及的主要法律关系见下图：



二、裁定要点总结

法院最终支持管理人的诉求，裁定中止对上述财产的执行。围绕“基础资产独立性”，主要总结了以下裁定要点：

（一）原始权益人认可专项计划的转账行为。

南陵凯迪公司作为原始权益人对管理人支付对价的行为无异议，且认可管理人已全部付清转让价款。2. 原始权益人与管理人之间依据基础资产买卖协议进行的电

力上网收费权买卖交易实质为债权转让而非质押担保。

值得注意的是，平安大华和南陵凯迪既办理了“应收账款转让登记”，又办理了“应收账款质押登记”，但结合《专项计划说明书》、《专项计划标准条款》、《基础资产买卖协议》，法院认定平安大华和南陵凯迪之间形成的是债权转让关系而非质押担保关系，是双方当事人的真实意思表示，平安大华在受让债权后，又将自己设定为该债权的质押权人的行为无效。

(二) 结合《专项计划说明书》第29条的定义，电费收入应当包含各项补贴。

(三) 基础资产现金流尚未划转至专项计划账户，并不影响基础资产归属于专项计划，不能以资金归属界定基础资产的归属。

三、注意事项

(一) 就基础资产的转让签署有效、清晰的转让/买卖协议

1. 基础资产法律属性符合法律规定，权属明确，具有可转让性 (eg. 国网安徽省电力公司出具同意转让收费权的复函)；

2. 转让协议、说明书中明确约定基础资产的范围、定义、时间起止、现金流，(eg.包括但不限于电费、可再生能源补贴、调峰及停机补偿等产生的一切相关现金收入)。

(二) 设置公允的转让对价

(三) 有效交割基础资产

1. 对基础资产的转让进行登记公示，是我们作为受托人在司法实践中以基础资产权利人身份参与诉讼、案外人异议等活动的重要依据。

(1) 对于债权类基础资产，要求原始权益人进行债权转让通知，在人民银行征信中心办理应收账款转让登记；

(2) 对于信托受益权类基础资产，可在信托受托人处进行信托受益权转让登记；

(3) 若以不动产直接作为基础资产，应注意不动产所有权转让需经登记方可生效。

2. 受托人支付转让对价后，应当及时要求原始权益人出具收款凭证，确认全额收款事实。

3. 支付对价的过程中如收款账户发生变化，应及时要求原始权益人出具指示付款通知书。

(四) 设置相关预警事件

设置权利完善措施，在发生风险事项后通知债务人直接将基础资产款项支付至专项计划。☑





违反部门规章 导致合同无效的司法认定

文 | 孙雨昕 摘编

一、基本案情

2011年11月3日，天策公司与伟杰公司签订《信托持股协议》，协议约定天策公司通过信托的方式委托受托人伟杰公司代为持股正德人寿保险公司（备注：后更名为“君康人寿公司”）2亿股的股份。

2014年10月30日，天策公司向伟杰公司发出《关于终止信托的通知》，要求伟杰公司依据双方2011年11月3日签订的《信托持股协议》终止信托，将信托股份过户到天策公司名下。

2014年11月24日，伟杰公司向天策公司发出《催告函》：1. 确认双方就正德人寿保险股权代持等事宜签订了《信托持股协议》；2. 不同意股权过户。

双方纠纷因此而产生，并诉至法院。

一审法院判决：天策公司的诉讼请求具有合同和法律依据，遂依照《中华人民共和国合同法》第五十二条、《最高人民法院关于适用〈中华人民共和国民事诉讼法〉若干问题的规定（三）》第二十四

条规定，判决：一、天策公司和伟杰公司签订的《信托持股协议》于2014年10月30日解除；二、伟杰公司将其受托持有的4亿股君康人寿公司股份于判决生效之日起十日内过户给天策公司，并配合办理相关的股份过户手续；三、君康人寿公司将天策公司显名持有上述4亿股君康人寿公司股份的事项记载于股东名册、公司章程，并配合办理股份变更工商登记。案件受理费2041800元、财产保全费5000元，由伟杰公司负担。

二、上诉主张

（一）撤销福建省高级人民法院（2015）闽民初字第129号民事判决，依法改判驳回天策公司的全部诉讼请求，或依法发回重审；（二）本案一、二审诉讼费由天策公司承担。

三、争议焦点

二审法院认为争议焦点：（一）天策公司、伟杰公司之间是否存在讼争君康人寿公司4亿股股份的委托持有关系，即伟杰公司名下4亿股股份是否受天策公

司的委托显名持有；（二）天策公司、伟杰公司之间的《信托持股协议》效力应如何认定，天策公司要求将讼争4亿股股份过户至其名下的诉讼请求能否得到支持。

四、裁判理由

（一）关于天策公司、伟杰公司之间是否存在讼争君康人寿公司4亿股股份的委托持有关系。

本案伟杰公司名下讼争4亿股股份分两次形成，第一次为2011年从泰孚公司受让取得2亿股股份，第二次为伟杰公司成为君康人寿公司股东后于2012年增资2亿股股份。关于伟杰公司从泰孚公司受让取得的2亿股股份，天策公司、伟杰公司双方在2011年签订的《信托持股协议》中虽有约定，天策公司将其拥有的君康人寿公司2亿股股份委托伟杰公司持有，但未明确该2亿股股份系由泰孚公司转让，泰孚公司亦未在该《信托持股协议》上签字盖章。天策公司未举证证明泰孚公司系接受其指令将名下2亿股股份转让至伟杰公司，或是其向泰孚公司支付了相应对价，泰孚公司亦未出具相关证明，且泰孚公司在本案二审期间明确提出要以第三人身份参加诉讼，因此，虽然伟杰公司在诉讼中明确承认其受让取得泰孚公司股权未支付相应对价，天策公司关于伟杰公司受让取得泰孚公司2亿股股份是受其委托持有的证据仍显不足。关于伟杰公司成为君康人寿公司股东后于2012年增资的2亿股股份，目前有证据证明该2亿元增资款来源于2012年12月27日杭州展顺贸易有限公司、芜湖徽恩投资管理有限公司向伟杰公司各汇

入1亿元，但之后伟杰公司于2015年12月28日、29日以““股权转让款””的名义向该2家公司各偿付了1亿元。天策公司亦未举证证明杭州展顺贸易有限公司、芜湖徽恩投资管理有限公司系受其指令向伟杰公司各汇入1亿元，或是其向该2家公司分别支付了相应对价，该2家公司亦未出具支持天策公司主张的证明材料，因此天策公司关于伟杰公司增资2亿股股份是受其委托持有的证据亦显不足。故，即使伟杰公司在一审庭审时承认持有讼争4亿股股份均系根据天策公司安排，但由于天策公司、伟杰公司的讼争事项，涉及泰孚公司等第三人的重大利益，且泰孚公司已明确提出参加本案诉讼的申请，在天策公司未提供证据证明相关第三人是根据其安排向伟杰公司转让股份或汇入资金的情况下，本案尚不能认定天策公司、伟杰公司之间确实存在讼争君康人寿公司4亿股股份的委托持有关系。

（二）关于天策公司、伟杰公司之间的《信托持股协议》效力应如何认定，天策公司要求将讼争4亿股股份过户至其名下的诉讼请求能否得到支持。

天策公司、伟杰公司签订的《信托持股协议》内容，明显违反中国保险监督管理委员会制定的《保险公司股权管理办法》第八条关于“任何单位或者个人不得委托他人或者接受他人委托持有保险公司的股权””的规定，对该《信托持股协议》的效力审查，应从《保险公司股权管理办法》禁止代持保险公司股权规定的规范目的、内容实质，以及实践中允许代持保险公司股权可能出现的危害后果进行综合分析认定。首先，从《保





险公司股权管理办法》禁止代持保险公司股权的制定依据和目的来看，尽管《保险公司股权管理办法》在法律规范的效力位阶上属于部门规章，并非法律、行政法规，但中国保险监督管理委员会是依据《中华人民共和国保险法》第一百三十四条关于“国务院保险监督管理机构依照法律、行政法规制定并发布有关保险业监督管理的规章”的明确授权，为保持保险公司经营稳定，保护投资人和被保险人的合法权益，加强保险公司股权监管而制定。据此可以看出，该管理办法关于禁止代持保险公司股权的规定与《中华人民共和国保险法》的立法目的一致，都是为了加强对保险业的监督管理，维护社会经济秩序和社会公共利益，促进保险事业的健康发展。其次，从《保险公司股权管理办法》禁止代持保险公司股权规定的内容来看，该规定系中国保险监督管理委员会在本部门的职责权限范围内，根据加强保险业监督管理的实际需要具体制定，该内容不与更高层级的相关法律、行政法规的规定相抵触，也未与具有同层级效力的其他规范相冲突，同时其制定和发布亦未违反法定程序，因此《保险公司股权管理办法》关于禁止代持保险公司股份的规定具有实质上的正当性与合法性。再次，从代持保险公司股权的危害后果来看，允许隐名持有保险公司股权，将使得真正的保险公司投资人游离于国家有关职能部门的监管之外，如此势必加大保险公司的经营风险，妨害保险行业的健康有序发展。加之由于保险行业涉及众多不特定被保险人的切身利益，保险公司这种潜在的经营风险在一定情况下还将危及金融秩序和社会稳

定，进而直接损害社会公共利益。综上所述，违反中国保险监督管理委员会《保险公司股权管理办法》有关禁止代持保险公司股权规定的行为，在一定程度上具有与直接违反《中华人民共和国保险法》等法律、行政法规一样的法律后果，同时还将出现破坏国家金融管理秩序、损害包括众多保险法律关系主体在内的社会公共利益的危害后果。

五、裁判结果

天策公司、伟杰公司之间虽签订有《信托持股协议》，但双方是否存在讼争4亿股君康人寿公司股份的委托持有关系，需依法追加泰孚公司等第三人参加诉讼，进一步查明相关事实后方可作出判定。但无论天策公司、伟杰公司之间是否存在讼争保险公司股份的委托持有关系，鉴于双方签订的《信托持股协议》违反了中国保险监督管理委员会《保险公司股权管理办法》的禁止性规定，损害了社会公共利益，依法应认定为无效。天策公司可以在举证证明其与伟杰公司存在讼争股份委托持有关系的基础上，按照合同无效的法律后果依法主张相关权利。为进一步查明相关案件事实，充分保障各方当事人和有关利害关系人行使诉讼权利，本案应发回原审法院重新审理。依照《中华人民共和国民事诉讼法》第一百七十条第一款第二、三项规定，裁定如下：

- 一、撤销福建省高级人民法院（2015）闽民初字第129号民事判决；
- 二、本案发回福建省高级人民法院重审。☑



文 | 综合管理总部 马睿 摘编

上半年超三分之一信托资金流入房地产

来源：证券日报 邢萌 2018-07-06

2018年上半年，集合信托募集资金6888亿元，其中，房地产信托募资规模为2406亿元，占比超三成。这意味着，上半年超三分之一信托资金流入到房地产领域。

房地产信托规模的上涨受内外因素影响，用益信托研究员帅国让向《证券日报》记者分析表示，一是美联储加息，市场资金紧张；二是债市收紧，房企融资成本上升；三是监管政策趋严，传统渠道受限。他认为，下半年房地产信托规模和收益率仍会有小幅攀升趋势。

流向房企信托资金同比增四成

据用益信托在线数据统计，今年上半年，集合信托共成立4217款产品，募集资金6887.56亿元，平均收益率为7.51%。就信托资金投向领域而言，房地产类信托产品共成立1176款，成立规模2405.51亿元，平均收益率为7.89%；金融类信托产品共成立1666款，成立规模2391.93亿元，平均收益率为7.01%；工商企业类信托产品共成立623款，成立规模834.12亿元，平均收益率为7.54%；基础产业类信托产品共成立436款，成立规模654.97亿元，平均收益率为7.74%；其他投向类信托产品共成立316款，成立规模601.02亿元，平均收益率为6.61%。

可见，无论从成立规模或收益率，房地产信托都一枝独秀，坐稳首位。今年上半年房地产信托成立规模占比信托产品总规模34.93%。此外，相较于去年同期的1706.91亿元，同比增幅超四成，达40.93%。据用益信托在线数据统计，上周房地产信托成立规模再居首，共成立26款产品，募资51.84亿元，占总规模的59.59%。种种数据均表明，房企对信托资金需求旺盛并延续。

房地产信托规模的上涨受内外因素影响，用益信托研究员帅国让向《证券日报》记者分析表示，一是美联储加息，市场资金紧张；二是债市收紧，房企融资成本上升；三是监管政策趋严，传统渠道受限。

收益率有望再度提高

今年以来，房地产信托资金有些“烫手”。产品收益率持续走高的背后，是房企融资成本的居高不下。

授米金融智库统计数据显示，6月4日至10日，100家发行人新发行的206只债券，涉及融资规模为5105亿元；以及41家非银金融机构新发行的163个融资项目，涉及融资规模677亿元。《证券日报》记者观察发现，就存续期限而言，6个月及以下、1年期、2年期、3年期的信托项目融资成本分别在8.56%至11.05%之间。

而据授米金融智库3月1日至3月7日融资成本数据显示，覆盖60家非银金融机构（信托、资管、私募、交易所等）发行的159个融资项目，融资金额508亿元。其中，涉及中信信托、华融信托、大业信托、粤财信托、中江信托、光大信托、百瑞信托、西部信托、国通信托等9家信托公司投资的多个房地产信托项目，融资成本普遍在9.2%至11.4%之间。

有分析指出，房地产企业的普遍高杠杆属性决定其还债很大程度仍依靠再融资，同时在调控基调不变的背景下，再融资能力的分化会推高部分低信用等级房地产企业的信用溢价，从而进一步加大部分房企的融资成本。

房地产信托对信托需求提升、收益率持续走高已成为业内共识。

帅国让认为短期内房企对信托资金需求并不会降低，他预测下半年房地产信托规模和收益率仍会有小幅攀升趋势。事实上，不仅房地产信托，信托产品整体平均收益率也达到7.51%，距破“8”并不远。用益理财工作室认为，今年信托产品平均预期年化收益率可能突破8%，但难以突破9%。

用益理财工作室表示，展望2018年，中国将继续实行稳健的货币政策，管住货币供给总闸门，保持货币信贷和社会融



资规模合理增长。可以预料，央行将会延续2017年中性偏紧的货币政策，M2的增速将低于10%。这些将使信托投资的平均预期年化收益率继续提高，并可能突破8%，但难以再现2017年的高增长局面。

摘编自《每日舆情》2018.07.06

中共中央 国务院关于完善国有金融资本管理的指导意见

来源：新华社 2018-07-08

中共中央 国务院关于完善国有金融资本管理的指导意见

(2018年6月30日)

国有金融资本是推进国家现代化、维护国家金融安全的重要保障，是我们党和国家事业发展的重要物质基础和政治基础。国有金融机构是服务实体经济、防控金融风险、深化金融改革的重要支柱，是促进经济和金融良性循环健康发展的重要力量。近年来，我国国有金融资本规模稳步增长，实力日益壮大，管理体制机制不断健全，国有金融机构改革持续推进，运营效益明显提升，为促进社会主义市场经济平稳健康发展作出了重要贡献。但也要看到，当前国有金融资本管理还存在职责分散、权责不明、授权不清、布局不优，以及配置效率有待提高、法治建设不到位等矛盾和问题，需要进一步完善国有金融资本体制机制，优化管理制度。面向未来，在决胜全面建成小康社会、实现社会主义现代化和中华民族伟大复兴的进程中，要认真贯彻落实党中央、国务院决策部署，按照全国金融工作会议要求，继续发挥国有金融资本的重要作用，依法依规管住管好、坚定不移做强做优做大国有金融资本，不断增强国有经济的活力、控制力、影响力和抗风险能力。现就完善国有金融资本管理提出如下意见。

一、总体要求

(一) 指导思想。高举中国特色社会主义伟大旗帜，以习近平新时代中国特色社会主义思想为指导，全面贯彻党的十九大和全国金融工作会议精神，坚持和完善社会主义基本经济制度，以依法保护各类产权为前提，以提高国有金融资本效益和国有金融机构活力、竞争力和可持续发展能力为中心，以尊重市场经济规律和企业发展规律为原则，以服务实体经济、防控金融风险、深化金融改革为导向，统筹国有金融资本战略布局，完善国有金融资本管理体制，优化国有金融资本管理制度，促进国有金融机构持续健康经营，为推动金融治理体系和治理能力现代化，保障国家金融安全，促进经济社会持续健康发展提供强大支撑。

(二) 基本原则

——坚持服务大局。毫不动摇地巩固和发展公有制经济，保持国有金融资本在金融领域的主导地位，保持国家对重点金融机构的控制力，更好服务于我国社会主义市场经济的发展。

——坚持统一管理。通过法治思维和法治方式推动国有金融资本管理制度创新。加强国有金融资本的统一管理、穿透管理和统计监测，强化国有产权的全流程监管，落实全口径报告制度。

——坚持权责明晰。厘清金融监管部门、履行国有金融资本出资人职责的机构和国有金融机构的权责，完善授权经营体系，清晰委托代理关系。放管结合，健全激励约束机制，严防国有金融资本流失。

——坚持问题导向。聚焦制约国有金融资本管理的问题和障碍，加强协调，统筹施策，理顺管理体制机制，完善基本管理制度，促进国有金融资本布局优化、运作规范和保值增值，切实维护资本安全。



——坚持党的领导。落实全面从严治党要求，加强国有金融机构党的领导和党的建设，推动管资本与管党建相结合，保证党的路线方针政策和重大决策部署不折不扣贯彻落实。

（三）主要目标

建立健全国有金融资本管理的“四梁八柱”，优化国有金融资本战略布局，理顺国有金融资本管理体制，增强国有金融机构活力与控制力，促进国有金融资本保值增值，更好地实现服务实体经济、防控金融风险、深化金融改革三大基本任务。

——法律法规更加健全。制定出台国有金融资本管理法律法规，明晰出资人的法律地位，实现权由法授、权责法定。履行国有金融资本出资人职责的机构依法行使相关权利，按照权责匹配、权责对等原则，承担管理责任。

——资本布局更加合理。有进有退、突出重点，进一步提高国有金融资本配置效率，有效发挥国有金融资本在金融领域的主导作用，继续保持国家对重点国有金融机构的控制力，显著增强金融服务实体经济的能力。

——资本管理更加完善。以资本为纽带，以产权为基础，规范委托代理关系，完善国有金融资本管理方式，创新资本管理机制，强化资本管理手段，发挥激励约束作用，加强基础设施建设，进一步提高管理的科学性、有效性。

——党的建设更加强化。加强党对国有金融机构的领导，强化国有金融机构党的建设，巩固党委（党组）在公司治理中的法定地位，发挥党委（党组）的领导作用，为国有金融资本管理提供坚强有力的政治保证、组织保证和人才支撑。

二、完善国有金融资本管理体制

国有金融资本是指国家及其授权投资主体直接或间接对金融机构出资所形成的资本和应享有的权益。凭借国家权力和信用支持的金融机构所形成的资本和应享有的权益，纳入国有金融资本管理，法律另有规定的除外。

（四）优化国有金融资本配置格局。统筹规划国有金融资本战略布局，适应经济发展需要，有进有退、有所为有所不为，合理调整国有金融资本在银行、保险、证券等行业的比重，提高资本配置效率，实现战略性、安全性、效益性目标的统一。既要减少对国有金融资本的过度占用，又要确保国有金融资本在金融领域保持必要的控制力。对于开发性和政策性金融机构，保持国有独资或全资的性质。对于涉及国家金融安全、外溢性强的金融基础设施类机构，保持国家绝对控制力。对于在行业中具有重要影响的国有金融机构，保持国有金融资本控制力和主导作用。对于处于竞争领域的其他国有金融机构，积极引入各类资本，国有金融资本可以绝对控股、相对控股，也可以参股。继续按照市场化原则，稳妥推进国有金融机构混合所有制改革。

（五）明确国有金融资本出资人职责。国有金融资本属于国家所有即全民所有。国务院代表国家行使国有金融资本所有权。国务院和地方政府依照法律法规，分别代表国家履行出资人职责。按照权责匹配、权责对等、权责统一的原则，各级财政部门根据本级政府授权，集中统一履行国有金融资本出资人职责。国务院授权财政部履行国有金融资本出资人职责。地方政府授权地方财政部门履行地方国有金融资本出资人职责。履行出资人职责的各级财政部门对相关金融机构，依法依规享有参与重大决策、选择管理者、享有收益等出资人权利，并应当依照法律法规和企业章程等规定，履职尽责，保障出资人权益。

（六）加强国有金融资本统一管理。完善国有金融资本管理体制，根据统一规制、分级管理的原则，财政部负责制定全国统一的国有金融资本管理规章制度。各级财政部门依法依规履行国有金融资本管理职责，负责组织实施基础管理、经营预算、绩效考核、负责人薪酬管理等工作。严格规范金融综合经营和产融结合，国有金融资本管理应当与实业资本管理相隔离，建立风险防火墙，避免风险相互传递。各级财政部门根据需要，可以分级分类委托其他部门、机构管理国有金融



资本。

(七) 明晰国有金融机构的权利与责任。充分尊重企业法人财产权利，赋予国有金融机构更大经营自主权和风险责任。国有金融机构应当严格遵守有关法律法规，加强经营管理，提高经济效益，接受政府及其有关部门、机构依法实施的管理和监督。国有金融机构应当依照法律法规以及公司章程等规定，积极支持国家重大战略实施，建立和完善法人治理结构，健全绩效考核、激励约束、风险控制、利润分配和内部监督管理制度，完善重大决策、重要人事任免、重大项目安排和大额度资金运作决策制度。

(八) 以管资本为主加强资产管理。履行国有金融资本出资人职责的机构应当准确把握自身职责定位，科学界定出资人管理边界，按照相关法律法规，逐步建立管理权力和责任清单，更好地实现以管资本为主加强国有资产管理的目标。遵循实质重于形式的原则，以公司治理为基础，以产权监管为手段，对国有金融机构股权投资实施资本穿透管理，防止出现内部人控制。按照市场经济理念，积极发挥国有金融资本投资、运营公司作用，着力创新管理方式和手段，不断完善激励约束机制，提高国有金融资本管理的科学性、有效性。

(九) 防范国有金融资本流失。强化国有金融资本内外部监督，严格股东资质和资金来源审查，加快形成全面覆盖、制约有力的监督体系。坚持出资人管理和监督的有机统一，强化出资人监督，动态监测国有金融资本运营。加强对国有金融资本重大布局调整、产权流转和境外投资的监督。完善国有金融机构内部监督体系，明确相关部门监督职责，完善监事会监督制度，强化内部流程控制。加强审计、评估等外部监督和社会公众监督，依法依规、及时准确披露国有金融机构经营状况，提升国有金融资本运营透明度。

三、优化国有金融资本管理制度

(十) 健全国有金融资本基础管理制度。建立健全全流程、全覆盖的国有金融资本基础管理体系，完善产权登记、产权评估、产权转让等管理制度，做好国有金融资本清产核资、资本权属界定、统计分析等工作。加强金融企业国有产权流转管理，及时、全面、准确反映国有金融资本产权变动情况。规范金融企业产权进场交易流程，确保转让过程公开、透明。加强国有金融资本评估监管，独立、客观、公正地体现资产价值。整合金融行业投资者保险保障资源，完善国有重点金融机构恢复和处置机制，强化股东、实际控制人及债权人自我救助责任。

(十一) 落实国有金融资本经营预算管理制度。按照统一政策、分级管理、全面覆盖的原则，加强金融机构国有资本收支管理。规范国家与国有金融机构的分配关系，全面完整反映国有金融资本经营收入，合理确定国有金融机构利润上缴比例，平衡好分红和资本补充。结合国有金融资本布局需要，不断优化国有金融资本经营预算支出结构，建立国有金融机构资本补充和动态调整机制，健全国有金融资本经营收益合理使用的有效机制。国有金融资本经营预算决算依法接受人大及其常委会的审查监督。

(十二) 严格国有金融资本经营绩效考核制度。通过界定功能、划分类别，分行业明确差异化考核目标，实行分类负责、分类考核，提高考核的科学性、有效性，综合反映国有金融机构资产营运水平和社会贡献，推动金融机构加强经营管理，促进金融机构健康发展，有效服务国家战略。加强绩效考核结果运用，建立考核结果与企业负责人履职尽责情况、员工薪酬水平的奖惩联动机制。

(十三) 健全国有金融机构薪酬管理制度。对国有金融机构领导人员实行与选任方式相匹配、与企业功能性质相适应、与绩效考核相挂钩的差异化薪酬分配办法。对党中央、国务院，地方党委和政府及相关机构任命的国有金融机构领导人员，建立正向激励机制，合理确定基本年薪、绩效年薪和任期激励收入。对市场化选聘的职业经理人，实行市场化薪酬

分配机制。探索建立国有金融机构高管人员责任追究和薪酬追回制度。探索实施国有金融企业员工持股计划。

(十四) 加强金融机构和金融管理部门财政财务监管。财政部门负责制定金融机构和金融管理部门财务预算制度, 并监督执行。进一步完善金融企业财务规则, 完善中国人民银行独立财务预算制度和其他金融监管部门财务制度, 建立金融控股公司等金融集团和重点金融基础设施财务管理制度。各级财政部门依法对本级国有金融机构进行财务监管, 规范企业财务行为, 维护国有金融资本权益。继续加强银行、证券、保险、期货、信托等领域保障基金财政财务管理, 健全财务风险监测与评价机制, 防范和化解财务风险, 保护相关各方合法权益。

四、促进国有金融机构持续健康经营

(十五) 深化公司制股份制改革。加大国有金融机构公司制改革力度, 推动具备条件的国有金融机构整体改制上市。推进凭借国家权力和信用支持的金融机构稳步实施公司制改革。根据不同金融机构的功能定位, 逐步调整国有股权比例, 形成股权结构多元、股东行为规范、内部约束有效、运行高效灵活的经营机制。

(十六) 健全公司法人治理结构。规范股东(大)会、董事会、监事会与经营管理层关系, 健全国有金融机构授权经营体系, 出资人依法履行职责。推进董事会建设, 完善决策机制, 加强董事会在重大决策、选人用人和激励机制等方面的重要职责。按照市场监管与出资人职责相分离的原则, 理顺国有金融机构管理体制。建立董事会与管理层制衡机制, 规范董事长、总经理(总裁、行长)履职行为, 建立健全权责对等、运转协调、有效制衡的国有金融机构决策执行监督机制, 充分发挥股东(大)会的权力机构作用、董事会的决策机构作用、监事会的监督机构作用、高级管理层的执行机构作用、党委(党组)的领导作用。

(十七) 建立国有金融机构领导人员分类分层管理制度。坚持党管干部原则与董事会依法产生、董事会依法选择经营管理者、经营管理者依法行使用人权相结合, 不断创新实现形式。上级党组织和履行国有金融资本出资人职责的机构按照管理权限, 加强对国有金融机构领导人员的管理, 根据不同机构类别和层级, 实行不同的选人用人方式。推行职业经理人制度, 董事会按市场化方式选聘和管理职业经理人, 并建立相应退出机制。

(十八) 推动国有金融机构回归本源、专注主业。推动国有金融机构牢固树立与实体经济俱荣俱损理念, 加强并改进对重点领域和薄弱环节的服务, 围绕实体经济需要, 开发新产品、开拓新业务。规范金融综合经营, 依法依规开展股权投资, 严禁国有金融企业凭借资金优势控制非金融企业。发挥好绩效目标的导向作用, 引导国有金融机构把握好发展方向、战略定位、经营重点, 突出主业、做精专业, 提高稳健发展能力、服务能力与核心竞争力。

(十九) 督促国有金融机构防范风险。强化国有金融机构防范风险的主体责任。推动国有金融机构细化完善内控体系, 严守财务会计规则和金融监管要求, 强化自身资本管理和偿付能力管理, 保证充足的风险吸收能力。督促国有金融机构坚持审慎经营, 加强风险源头控制, 动态排查信用风险等各类风险隐患, 健全风险防范和应急处置机制。规范产融结合, 按照金融行业准入条件, 严格限制和规范非金融企业投资参股国有金融企业, 参股资金必须使用自有资金。各级财政部门、中央和国家机关有关部委以及地方政府不得干预金融监管部门依法监管。

五、加强党对国有金融机构的领导

(二十) 充分发挥党委(党组)的领导作用。坚持党要管党、从严治党, 坚持党对国有金融机构的领导不动摇, 发挥党委(党组)的领导作用。坚持党的建设与国有金融机构改革同步谋划、党的组织及工作机构同步设置、党委(党组)负责人及党务工作人员同步配备、党建工作同步开展。国有金融机构党委(党组)把方向、管大局、保落实, 重点管政治方向、领导班子、基本制度、重大决策和党的建设, 切实承担好、落实好从严管党治党责任。把加强党的领导和完善公司



治理统一起来，将党建工作总体要求纳入国有金融机构章程，明确国有金融机构党委（党组）在公司治理结构中的法定地位，规范党委（党组）参与重大决策的内容和程序规则，把党委（党组）会议研究讨论作为董事会决策重大问题的前置程序。合理确定党委（党组）领导班子成员和董事会、监事会、管理层双向进入、交叉任职比例。

（二十一）进一步加强领导班子和人才队伍建设。坚持党管干部原则，坚持好干部标准，建设高素质领导班子。按照对党忠诚、勇于创新、治企有方、兴企有为、清正廉洁的要求，选优配强国有金融机构一把手，认真落实“一岗双责”。把党委（党组）领导与董事会依法选聘管理层、管理层依法行使用人权有机结合起来，加大市场化选聘力度。健全领导班子考核制度。培养德才兼备的优秀管理人员，造就兼具经济金融理论与实践经验的复合型人才。制定金融高端人才计划，重视从一线发现人才，精准引进海外高层次人才，加快建立健全国有金融机构集聚人才的体制机制。

（二十二）切实落实全面从严治党“两个责任”。压紧压实国有金融机构党委（党组）主体责任和纪检监察机构监督责任。健全国有金融机构领导人员职业道德约束制度，加强党性教育、法治教育、警示教育，引导国有金融机构领导人员坚定理想信念，正确履行职权，廉洁从业，勤勉敬业。依法依规规范金融管理部门工作人员到金融机构从业行为，相关部门要制定实施细则，严格监督执行，限制金融管理部门工作人员离职后到原任职务管辖业务范围内的金融机构、原工作业务直接相关的金融机构工作，规范国有金融机构工作人员离职后到与原工作业务相关单位从业行为，完善国有金融管理部门和国有金融机构工作人员任职回避制度，杜绝里应外合、利益输送行为，防范道德风险。坚持运用法治思维和法治方式反腐败，完善标本兼治的制度体系，加强纪检监察、巡视监督和日常监管，严格落实中央八项规定及其实施细则精神，深入推进党风廉政建设和反腐败斗争，努力构筑国有金融机构领导人员不敢腐、不能腐、不想腐的有效机制。

六、协同推进强化落实

（二十三）加强法治建设。健全国有金融资本管理法律法规体系，做好相关法律法规的立改废释工作。按照法定程序，加快制定国有金融资本管理条例，明确授权经营体制，为完善国有金融资本管理体制机制夯实法律基础。研究建立统一的国有金融资本出资人制度，明确出资人的权利、义务和责任。完善和落实国有金融资本管理各项配套政策。

（二十四）加强协调配合。履行国有金融资本出资人职责的机构要与人民银行、金融监管部门加强沟通协调和信息共享，形成工作合力。履行国有金融资本出资人职责的机构在制定完善国有金融资本管理制度时，涉及其他金融管理部门有关监管职责的，应当主动征求有关部门意见。其他金融管理部门在制定发布相关监管政策时，要及时向履行国有金融资本出资人职责的机构通报相关情况。

（二十五）严格责任追究。建立健全国有金融机构重大决策失误和失职、渎职责任追究倒查机制，严厉查处侵吞、贪污、输送、挥霍国有金融资本的行为。建立健全国有金融资本管理的监督问责机制，对形成风险没有发现的失职行为，对发现风险没有及时提示和处置的渎职行为，加大惩戒力度。对重大违法违规问题敷衍不追、隐匿不报、查处不力的，严格追究有关部门和有关人员责任，构成犯罪的，坚决依法追究刑事责任。

（二十六）加强信息披露。建立统一的国有金融资本统计监测和报告制度，完整反映国有金融资本的总量、投向、布局、处置、收益等内容，编制政府资产负债表，报告国有金融机构改革、资产监管、风险控制、高级管理人员薪酬等情况。国有金融资本情况要全口径向党中央报告，并按规定向全国人大常委会报告国有金融资产管理情况，具体报告责任由财政部承担。各级财政部门定期向同级政府报告国有金融资本管理情况。国务院和地方政府应当对履行出资人职责机构的履职情况进行监督，依法向社会公布国有金融资本状况，接受社会公众的监督。

各级党委和政府要统一思想，以高度的政治责任感和历史使命感，切实履行对完善国有金融资本管理工作的领导责

任。要根据本意见，结合实际制定实施意见，加强统筹协调、明确责任分工、细化目标任务、强化督促落实，确保国有金融资本管理得到有效加强。

摘编自《每日舆情》2018.07.09

人民银行发布上半年金融统计数据显示 强监管、去杠杆效应逐步发挥 上半年社会融资增量明显减少

来源：上海证券报 李丹丹 2018-07-16

人民银行13日公布的数据显示，表内信贷对于实体经济的支持力度依旧较大。6月人民币贷款增加1.84万亿元，同比多增3054亿元。整个上半年，人民币贷款增加9.03万亿元，同比多增1.06万亿元。

与表内融资形成鲜明对比的，则是表外的“颓势”，上半年委托贷款、信托贷款合计比去年同期多减少近3万亿元。受此拖累，上半年社会融资规模增量比去年同期少2万亿元。

人民银行调统司司长阮健弘解释，社会融资规模增速下滑，主要与各方面加强监管、去杠杆政策效应逐步发挥有关，比较突出地体现在委托贷款和信托贷款上。

表外融资“拖累”社会融资规模

上半年社会融资规模增量累计为9.1万亿元，比上年同期少2.03万亿元。阮健弘介绍，从结构看，社会融资规模变动有以下特点：

一是对实体经济发放的贷款同比多增。上半年对实体经济发放的人民币贷款增加8.76万亿元，比上年同期多增5548亿元。

二是债券市场融资明显回升。上半年，企业债券净融资为1.02万亿元，比上年同期多1.38万亿元。

三是股票融资有所下降。上半年，非金融企业股票融资为2511亿元，比上年同期少1799亿元。

四是表外融资明显多减。上半年，委托贷款减少8008亿元，比上年同期多减1.4万亿元；信托贷款减少1863亿元，比上年同期多减1.5万亿元；未贴现银行承兑汇票减少2717亿元，比上年同期多减8388亿元。

从上述数据可以看出，表外融资下降的幅度最大。海通证券首席经济学家姜超认为，大部分表外融资需求难以向表内转移，是拖累社会融资的主因。

阮健弘解释，社会融资规模增速下滑，主要与各方面加强监管、去杠杆政策效应逐步发挥有关，比较突出地体现在委托贷款和信托贷款上。

“资金运用方面，前期有较多委托贷款、信托贷款投向地方政府融资平台和房地产企业。去杠杆过程中，这些行业的不规范融资在减少。”阮健弘称。

资金来源方面，委托和信托贷款的部分资金来源于理财产品。而上半年银行表内资金对表外理财产品投资下降1.76万亿元，其中6月份下降9156亿元，委托贷款和信托贷款资金来源明显收缩。

阮健弘提醒，6月末人民币贷款、企业债券余额分别同比增长12.7%、8.7%，增速比上月末高0.1和0.4个百分点，一定程度上对冲了委托贷款、信托贷款下降的影响。此外，资产证券化产品发行加快，不良贷款核销力度加大，若还原这些因素，实际贷款增长会更多。



表内信贷支持实体经济力度较强

数据同时显示，6月人民币贷款增加1.84万亿元，同比多增3054亿元，高于市场的普遍预期。从整个上半年情况看，人民币贷款增加9.03万亿元，同比多增1.06万亿元，远高于过去5年同期均值。

阮健弘具体分析，上半年，企业及其他单位本外币贷款新增5.19万亿元，同比多增7668亿元。其中，短期贷款和票据融资新增1.33万亿元，同比多增1.23万亿元，较好支持了实体企业的流动性资金需求。

而中长期贷款亦较好地支持了企业发展。阮健弘披露，截至6月末，企业及其他单位本外币中长期贷款余额同比增长13.0%，比全部贷款增速高0.9个百分点。从中长期贷款实际投向数据看，服务业中长期贷款平稳较快增长，工业中长期贷款增速回升，高技术制造业中长期贷款增速保持较高水平。

民生银行首席研究员温彬预计，在“委贷新规、资管新规”等严监管背景下，信贷回归为实体经济融资首选，未来融资回表、非标转标仍是主要趋势。

未来社会融资将保持合理增长

社会融资规模出现明显下滑，同时广义货币(M2)增速下滑至8%的历史低位，下一阶段的货币政策会如何考虑？

阮健弘介绍，今年以来人民银行做好预调微调，综合运用多种货币政策工具，加强流动性管理，促进金融机构提高服务实体经济的能力。6月末，金融机构超额准备金率为1.74%，比上月末高0.55个百分点；10年期国债到期收益率为3.48%，比上月末低0.14个百分点。

“未来人民银行将实施好稳健中性的货币政策，加强形势预判和预调微调。预计未来流动性保持合理充裕，社会融资规模保持合理增长。”阮健弘指出。

温彬预计，为了实体经济的平稳健康发展，预计人民银行将综合运用多种政策工具组合，保持流动性充裕和市场利率水平稳定；同时，仍有可能进一步采用差别化准备金和差异化的信贷政策，增强金融机构服务实体经济的能力。

摘编自《每日舆情》2018.07.16

协调有序加强监管 助力经济稳杠杆

来源：中国金融新闻网 2018-07-20

党的十九大以来，金融管理部门在党中央、国务院正确领导下，认真贯彻落实新发展理念，深刻把握我国经济由高速增长向高质量发展的重大历史变革，协调有序加强金融监管，助力经济稳中向好并进入稳杠杆阶段。

一、社会融资规模有序回落，融资结构优化

2018年上半年，社会融资规模增量累计为9.1万亿元，比上年同期少2.03万亿元。6月份社会融资规模增量为1.18万亿元，比5月份环比多4180亿元，比上年同期少5902亿元。6月末，社会融资规模存量为183.27万亿元，同比增长9.8%，增速分别比上月末和上年同期低0.5个和3个百分点。

社会融资规模增速下滑，主要原因是委托贷款和信托贷款下降。6月末，委托贷款同比下降4.6%，降幅比上月扩大1.2个百分点；信托贷款同比增长10.1%，增速比上月回落5.9个百分点。

资金运用方面，前期有较多委托贷款、信托贷款投向地方政府融资平台和房地产企业。去杠杆过程中，这些行业的不规范融资在减少。



资金来源方面，委托和信托贷款的部分资金来源于理财产品。以委托贷款为例，6月末，扣除住房公积金贷款后余额为9.01万亿元，其中约四分之一的资金来源于各类理财产品。上半年，银行表内资金对表外理财产品投资下降1.76万亿元，其中6月份下降9156亿元，委托贷款和信托贷款资金来源明显收缩。

另外，6月末贴现的银行承兑汇票同比下降6.7%，降幅比上月扩大7.6个百分点。

总体看，金融管理部门有序配合加强政策协调，充分考虑实体经济承受能力，较好地满足了实体经济合理融资需求。上半年对实体经济发放的人民币贷款增加8.76万亿元，比上年同期多增5548亿元；企业债券净融资为1.02万亿元，比上年同期多1.38万亿元。6月末，人民币贷款、企业债券余额分别同比增长12.7%、8.7%，增速比上月末高0.1个和0.4个百分点，一定程度上对冲了委托贷款、信托贷款下降的影响。资产证券化产品发行加快，不良贷款核销力度加大，若还原这些因素，实际贷款增长会更多。此外，委托贷款（不含住房公积金贷款）中，七成以上是实体经济自身委托金融机构发放的贷款，这部分贷款总体稳定。

贷款结构也趋于优化。一是服务业中长期贷款平稳较快增长。6月末，服务业（即第三产业）中长期贷款余额同比增长14.6%，比同期全部产业中长期贷款增速高1.5个百分点。二是工业中长期贷款增速回升。6月末，工业中长期贷款余额同比增长6.2%，比上年末高1.1个百分点。上半年，工业中长期贷款新增4354亿元，同比多增1069亿元。三是高技术制造业中长期贷款增速保持较高水平。6月末，高技术制造业中长期贷款余额同比增长13.1%，比同期制造业中长期贷款增速高8.5个百分点。四是保障性住房开发贷款快速增长。6月末余额4.08万亿元，同比增长37.4%，增速比上年末高4.8个百分点。五是个人住房贷款趋势性回落。6月末余额23.84万亿元，同比增长18.6%，增速比上年末回落3.6个百分点。

精准聚焦小微企业的措施在较短的时间内取得明显成效。单户授信500万元以下的小微企业贷款（含个体工商户和小微企业主）由以往的低增长转为趋势性回升。6月末，余额7.35万亿元，同比增长15.6%，增速比上年末高5.8个百分点；上半年增加5743亿元，接近去年全年的增量水平；覆盖户数近1500万户，比上年末增长9.9%。6月份，新发放的单户授信500万元以下小微企业贷款利率的平均水平为6.42%，比上年末下降0.13个百分点。在信贷政策引导下，金融机构积极服务国家产业结构调整，对小微企业金融服务加大升级力度，改善对小微企业贷款的风险管控模式。6月末，服务业小微企业贷款余额16.36万亿元，同比增长16.3%，科学研究和技术服务业、信息传输、软件和信息技术服务业、卫生和社会工作业、教育业等小微企业贷款增长较快。

总体看，成本相对较高的银行表外融资则明显下降，成本较低的贷款、企业债券增长较多，且贷款结构持续优化，对国民经济重点领域和薄弱环节的支持力度明显加强，较好地助力了实体经济稳中向好并进入稳杠杆阶段。

二、M2增速小幅回落，货币派Th渠道变化有利于提高金融服务实体经济效率

6月末，M2余额177.02万亿元，同比增长8%，增速比上月末低0.3个百分点，比上年同期低1.1个百分点。

从货币派生角度看，金融去杠杆背景下，商业银行同业业务和股权投资业务收缩，是当月M2增速回落的主要因素。6月份，商业银行对特殊目的载体（含银行理财、各类资管计划、基金产品等）的股权投资下降9156亿元，同比多降6882亿元；同业业务（拆放、存放非银行业金融机构款以及买入返售资产）同比少增1万亿元。

不过，6月份，商业银行发放贷款和购买债券规模较大，派生货币较多，对M2增长发挥了托底作用。6月份，各项贷款新增1.84万亿元，同比多增3054亿元，其中非金融企业贷款新增9737万亿元，同比多增2733亿元；债券投资6754亿元，同比多增1861亿元，其中非金融企业债券投资574亿元，同比多增934亿元。

综合上述分析，金融机构在有序去杠杆的同时，资金运用更加向贷款和债券倾斜，这种货币派生渠道的变化，有利于



缩短实体经济融资链条，降低实体经济融资成本，提高金融服务实体经济效率。

货币派生渠道变化与货币政策引导支持密切相关。今年以来，人民银行坚持稳健中性货币政策，灵活运用逆回购、中期借贷便利、常备借贷便利等工具提供不同期限流动性，3次定向降准，运用信贷政策支持再贷款、再贴现和抵押补充贷款等工具，引导金融机构加大对小微企业、“三农”、扶贫以及棚改、水利等国民经济重点领域和薄弱环节支持力度。这些政策取得了较好成效。当前，银行体系流动性合理充裕，6月末金融机构超额准备金率为1.74%，比上月末高0.55个百分点。市场利率基本平稳，6月末10年期国债到期收益率为3.48%，比上月末低0.14个百分点。从数量和价格看，货币政策为表外融资回表提供了适宜的环境。

三、实体经济稳中向好，进入稳杠杆阶段

2018年以来，金融管理部门加强协调配合，根据经济金融形势变化和预判，做好前瞻性预调微调。经过各地区、各部门共同努力，国民经济总体平稳、稳中向好，宏观杠杆率总体稳定、结构优化，经济迈向高质量发展起步良好。

宏观杠杆率总体趋稳。2017年以来，我国宏观杠杆率上升势头明显放缓。2017年杠杆率比2016年高2.4个百分点，增幅比2012年至2016年杠杆率年均增幅低10.9个百分点。2018年一季度杠杆率比2017年高0.7个百分点，增幅比去年同期收窄1.7个百分点。杠杆率趋稳，一方面是由于供给侧结构性改革取得明显成效，企业、财政和居民收入保持较快增长，有助于消化存量债务；另一方面也是由于稳健中性货币政策和协调有序加强金融监管效果明显，增量债务明显减少。特别是委托贷款、信托贷款等业务受金融去杠杆影响，增速明显放缓；地方政府融资担保行为进一步规范，平台公司等约束主体债务增长受到明显遏制。

杠杆结构呈现优化态势。一是企业部门杠杆率下降，国有企业资产负债率明显回落。2017年企业部门杠杆率比2016年下降1.4个百分点，2011年以来首次出现净下降，而2012年至2016年年均增长8.8个百分点。预计2018年企业部门杠杆率比2017年继续小幅下降。工业企业中资产负债率相对较高的国有企业，资产负债率明显回落，2018年5月为59.5%，比上年同期低1.8个百分点。二是住户部门杠杆率上升速率边际放缓。截至2018年6月末，居民贷款增速连续14个月回落，从2017年4月的峰值24.7%降至18.8%。住户部门债务风险总体可控。住户部门偿债能力较强，2018年6月末贷款占存款比例为71.8%，存款完全可以覆盖债务，且债务抵押物充足，期限较长，违约风险不高。三是政府部门杠杆率持续回落，2017年比2016年低0.4个百分点，连续3年回落，2018年一季度进一步回落0.7个百分点。

就业情况良好。2018年1至5月份，城镇新增就业613万人，同比多增14万人。6月份，城镇调查失业率4.8%，与上月持平，比上年同期均低0.1个百分点。经济增长对就业的拉动作用提高，单位GDP增速对应的城镇新增就业人数逐年上升，2011年为129万人，2017年达到196万人。这种变化可以从两个角度解释，一是GDP基数扩大导致单位GDP增速对应的GDP增量扩大，能吸收的就业人口相应增多；二是吸纳就业能力较强的第三产业快速发展，占GDP的比重逐步上升，提高了单位GDP增速吸纳就业的能力。按2017年单位GDP增速对应城镇新增就业196万人估算，1300万人的城镇新增就业对应的GDP增速约6.6%。从各方面的条件看，我国经济增速有能力实现比较充分的就业。

实体经济韧性较强。二季度GDP同比增长6.7%，连续12个季度保持在6.7%至6.9%的区间。工业增长总体平稳，效益良好。上半年，规模以上工业增加值同比实际增长6.7%，增速比一季度回落0.1个百分点。1至5月份，规模以上工业企业利润同比增长16.5%，增速比一季度高4.9个百分点；规模以上工业企业主营业务收入利润率为6.36%，比一季度高0.18个百分点。未来，实体经济有望继续保持稳中向好态势。二季度人民银行企业家问卷调查结果显示，企业家宏观经济信心指数为75.8%，连续9个季度回升，比上季提高1.6个百分点；对下个季度，企业盈利预期指数为61.0%，比上个季度提升0.1百分

点，高出本季指数1.3个百分点。

经济结构继续优化。从产业结构看，上半年第三产业增加值增速比第二产业快1.5个百分点；占国内生产总值的比重为54.3%，比上年同期提高0.3个百分点，高于第二产业13.9个百分点。从需求结构看，最终消费支出对经济增长的贡献率为78.5%，高于资本形成总额47.1个百分点。新产业、新产品快速成长。从工业结构看，上半年，工业战略性新兴产业增加值同比增长8.7%，比规模以上工业快2.0个百分点。新能源汽车产量同比增长88.1%，工业机器人增长23.9%，集成电路增长15.0%。新消费蓬勃发展。

当然，我们也看到，当前国内外环境复杂严峻，外部冲击风险高，国内需求总体回落，实体经济特别是小微企业生产经营面临不少困难。金融管理部门将贯彻党中央、国务院决策部署，加强协调配合，加强形势预判和前瞻性预调微调，切实管好货币供给总闸门、打好三大攻坚战和有效控制宏观杠杆率，保持流动性合理充裕，使货币信贷和社会融资规模合理增长，确保经济平稳健康运行。

（作者阮健弘为中国人民银行调查统计司司长）

摘编自《每日舆情》2018.07.20

巴曙松等：强监管如何重塑中国信托行业格局？

来源：今日头条 巴曙松 王浩博 郑焕卓 2018-07-31

编者语：随着规范银信合作的55号文与资管新规正式文件的相继落地，在打破刚兑与去通道的强监管政策导向下，2018年信托行业的快速扩张势头得到遏制。55号文规范了银信合作业务，而资管新规规范了多层嵌套、刚性兑付、资金池、通道业务等业务环节，对信托业正在产生深远的影响。在新的监管政策导向下，立足实体经济，回归主动管理的本源，充分利用信托制度优势，积极开拓多元化新型业务模式，是信托业转型与重塑行业格局的可行选择。

2017年以来，监管机构发布了一系列监管规范信托行业的重要文件。2017年12月22日，原中国银监会出台《关于规范银信类业务的通知》（即55号文），银信合作得到规范。2018年4月28日，中国人民银行、中国银保监会、中国证监会和国家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》（即资管新规），资管新规对资管业务存在的多层嵌套、刚性兑付、资金池、通道等问题进行了全面的规范，信托行业面临新的转型导向。在新的监管环境下，信托业应在密切关注监管动态的基础上，优化业务结构，回归主动管理的本源，充分发挥微观财产管理和宏观社会保障功能，积极开拓多元化新型业务模式。

一、强监管政策落地，监管新导向推动信托行业格局重塑

（一）55号文出台，银信合作面临收缩压力

银信合作一度是信托业最重要的特色业务之一，55号文关于规范银信合作业务的规定主要体现在三个方面。第一，明确了银信通道业务的定义。商业银行作为委托人在银信业务中全权负责信托资产的管理、运用与处分，并承担相应的风险责任与损失，通道业务的责任主体得到明确。第二，规范了银信类业务中商业银行的行为。55号文要求银信合作业务“应严格按照实质重于形式原则，将商业银行实际承担信用风险的业务纳入统一授信管理并落实授信集中度监管要求。”这意味着不仅仅是通道业务，银信合作的各种方式，银行只要承担了信用风险就需要计提资本和拨备，通过通道规避监管指标或虚假出表的行为得到禁止。相比于自行放贷，以规避集中度与授信限制为目的的银行表内资金信托计划的的优势逐渐消失，银



行开展通道业务的积极性受到影响。第三，对信托公司在银行类业务中的责任做出了更严格的要求。55号文要求信托公司在银信类业务中“不得接受委托方银行直接或者间接提供的担保，不得与委托方银行签订抽屉协议，不得为委托方银行规避监管规定或第三方机构违法违规提供通道服务”。信托公司开展通道业务将受到更加严格的法律约束，通道业务的费率有提高的可能，银信合作面临收缩压力。

（二）资管新规落地，信托行业需要在资管价值链条中寻找新的定位

资管新规从资管产品定义、合格投资者、公募与私募产品的投资要求、投资限制、信息披露与透明度等方面，对资管业务存在的多层嵌套、刚性兑付、资金池、通道等问题进行了全面的规范，对信托业产生了直接的影响。

1、消除多层嵌套，通道业务受到约束

资管新规明确提出了要“消除多层嵌套和通道”，金融机构的通道业务规模将逐渐收缩。通道业务的高速发展主要源于金融机构为了规避各种监管和风控要求，包括流动性指标、杠杆率指标、投资范围限制、投资者适当性限制等。资管新规强调“金融机构不得为其他金融机构的资产管理产品提供规避投资范围、杠杆约束等监管要求的通道服务”，且“资产管理产品可以再投资一层资产管理产品”。向上向下的穿透监管原则弱化了通道业务规避监管限制的作用，一层的嵌套层级限制使通道业务的中间环节无法扩展，信托通道业务在不少业务场景下存在的必要性显著降低。

2、净值化管理实施，风险收益明晰

净值化管理是资管新规对信托非标产品影响较大的一个要求。实践中，部分信托产品采取预期收益率模式，过度使用摊余成本法计量所投资金融资产，基础资产的风险不能及时反映到产品的价值变化中，投资者不完全明晰自身承担的风险；此外金融机构将投资收益超过预期收益的部分转化为管理费或直接纳入中间业务收入，投资者对产品实际收益情况也存在不完全知情的信息不对称现象。资管新规强调金融机构的业绩报酬需计入管理费并与产品一一对应，金融机构应强化产品净值化管理。具体的核算原则要求，一是资管产品投资的金融资产坚持公允价值计量原则，鼓励使用市值计量；二是允许符合一定条件的部分资产以摊余成本计量，核算原则更加符合市场的实际需要。净值化管理原则将加速信托产品由预期收益率模式向净值产品模式的转变，有助于信托产品投资者明确收益并权衡自身的风险承担。

3、刚性兑付逐步打破，风控要求相应提高

资管新规对什么是刚兑、如何处罚刚兑以及建立奖惩机制进行了明确要求。信托公司向投资者承诺，信托产品到期之后分配给投资者本金及收益，当信托计划出现不能如期兑付或兑付困难时，信托公司需要兜底处理，这就是刚性兑付的潜规则。刚性兑付实质上导致项目投资风险从投资人转移到金融机构内部，扭曲了实体经济回报水平与金融投资收益率的关系，不利于建立买者自负的风险约束机制。资管新规向投资者明确传递“卖者尽责、买者自负”的理念，刚性兑付的打破，将促进资产管理各环节的风险收益职责的合理分配，信托资金向具备优秀管理能力的机构集中的趋势将更加明显，更加灵活的产品风险水平浮动范围在丰富信托产品品种的同时，也对信托公司尤其是中小信托公司的风险控制能力提出了更高的要求。

4、资金池业务被禁，信托资金端传统业务模式受到冲击

资管新规强调，具有滚动发行、集合运作、分离定价特征的资管产品属于资金池，而资金池又对应资产池，造成每只产品的收益来源、退出路径模糊不清，期限错配现象严重，流动性风险隐患较大。资管新规明确禁止资金池业务，规定对每只产品单独管理、单独建账、单独核算，加强产品久期管理，确保资产期限与资金期限相匹配。此外，资管新规明确未来投资非标资产将会受到限额、流动性等监管政策制约，银行理财等重要信托资金端来源将受到较大冲击。

5、非标供需收缩，影子银行总体上受到抑制

投资于非标准化债权类资产的资管产品，具有期限、流动性和信用转换功能，具有影子银行特征。这类产品在支持实体经济发展的同时，也存在透明度较低、流动性较弱、规避资本约束、部分投向限制性领域等问题。资管新规规定，对于资管产品投资非标债权，实行限额管理、流动性管理，并规定风险准备金要求。现行《信托公司管理办法》的限额管理仅限于贷款业务，而资管新规则将限额管理范围扩大至全部非标债权。一些非标投资的底层资产投向房地产、两高一剩等领域，在穿透式监管原则下，底层资产穿透后非标的供给将减少。此外，“非标准化债权类资产的终止日不得晚于封闭式资产管理产品的到期日或者开放式资产管理产品的最近一次开放日”，对信托产品而言，就面临选择发行长周期产品与投资短期限非标资产的选择问题，非标的需求也将会减少。

二、监管政策导向日趋清晰，信托行业如何重塑行业格局、探索新的业务模式？

从2018年一季度的数据来看，信托行业强监管的政策效果显著。符合信托基本功能的资产管理和资产受托服务仍是信托公司主业，但在目前中国的国银行和信托分业经营格局不变的情况下，信托公司的类贷款信托业务在中短期内仍有存在必要。适应新的监管政策环境，积极转型，是信托业积极寻求可持续发展、重塑行业格局的必由之路。

（一）适应新的监管导向，优化业务结构

以通道业务和债权融资类业务为主的信托机构，以及风险资产占比较高的信托机构受资管新规的影响相对较大，进入资管新时代，信托公司应优化自身业务结构以适应新的监管要求。

一是发展资产证券化业务。资产证券化业务不在资管新规适用范围内，故在非标债权类资产收缩的压力下，信托机构可以在这一方向进行着力。信托与资产证券化业务存在天然契合的关系，特定目的信托可以实现风险隔离和破产隔离，这与资产证券化业务中破产隔离、现金流分离、资产打包重组等特点是一致的。2018年上半年，有多达19家信托公司参与资产证券化业务，业务规模达4000亿元，资产证券化产品已经成为了信托公司新的业务着力点。具体地，信托公司应在企业资产证券化、信贷资产证券化、资产支持票据等资产证券化模式下，可以积极发挥中介作用，提供高质量产品设计、项目协调服务，从而获得资产证券化项目更大的主导权。

二是信托业务向公募方式转移。相比于私募产品，公募产品主要投资于证券市场及标准化产品，实行净值管理，投资者对于产品风险的认识较为充分，这与资管新规的净值化管理要求是一致的。此外，公募产品的投资对象普遍流动性较高，这与资管新规打破刚兑的思路是一致的。进一步地，在通道业务压缩的情况下，公募牌照的资管机构优势明显。公募产品由于杠杆率和投资范围、投资集中度等受到限制，同私募产品相比或许产品本身并不具备优势。但具备公募牌照的资管机构均具备发行私募产品的能力，而能发行私募产品的机构却不都具备发行公募产品的资格，两类资管机构的差距有可能逐步拉大。

（二）提升主动管理能力

在去杠杆的过程中，国家财政部对地方违规举债的大力清理也加剧了政信类信托的潜在违约风险，信托业前期快速发展积累下来的信用风险、流动性风险也有望逐步释放。2018年一季度信托公司风险项目占比较2017年4季度有所上升，截至2018年6月，已经出现10余只信托产品兑付风险事件，信托行业在规模收缩的同时也面临着风险上升的问题。提升主动管理能力是信托业防范化解潜在风险的客观要求。

一是坚持信托业务投融资并行发展策略。融资业务在我国信托业中占据主要地位，投资业务仍处在发展阶段。2018年1季度数据显示事务管理类信托虽然占比回落，但仍占据接近6成江山，在通道业务受挫的背景下，信托公司既要发挥在非



标债券融资领域原有的优势，更要积极开拓投资业务，实现向投行、财富管理领域的转型，由债权思维向资产管理思维转变，主动参与资产管理。

二是降低债权融资类业务占比。资管新规明确提出了要控制资管产品杠杆水平的要求，因此，信托公司应重点发展以证券投资、并购投资、项目股权投资、PE投资、投资联动等为资金运用方式的资产管理业务，更多地对接标准化债权资产、权益类资产的投资，实现去影子银行化。

三是积极开展债转股业务。作为重要的去杠杆工具，债转股被认为是促进经济转型升级的重要推手。2018年6月29日，《金融资产投资公司管理办法（试行）》公布，进一步规范了商业银行的债转股行为，信托公司作为持牌金融机构也应在债转股领域重点突破，包括以债转股形式主动开展不良资产处置业务、为中小银行开展债转股业务提供事务管理平台等。

（三）创新产品设计，回归信托本源

灵活多变与全牌照经营是信托制度的一大特点，因此，在通道业务受阻的背景下，信托公司要充分发挥信托制度的创新优势及跨市场优势，积极开拓多元化新型业务模式，回归“受人之托、代人理财”的信托本源。

一是发展家族信托。信托制度的核心功能在于财产管理，而家族信托正是基于对家族财产管理及传承的出发点而设立。中国的家族信托起步于2013年，2017年有近30家信托公司开展家族信托业务，存量家族信托的规模超过500亿元，存量产品数接近3000单。随着中国高净值人群规模的扩大，家族信托拥有广阔的市场前景。从监管层面来看，资管新规提高了合格投资者的资金投资门槛，规定合格投资者不仅要符合单只产品最低认购金额的要求，对于个人投资者而言，其家庭金融资产应不低于500万元，金融净资产不低于300万元，或者近3年本人年均收入不低于40万元。而家族信托的设立门槛相对较高，能满足资管新规的合格投资者门槛要求。此外，家族信托主要针对单一信托计划的专户进行长期投资管理和运用分配，因此基本上不存在期限错配、资金池等短期资金投资长期项目的问题；家族信托业务无预期收益率，且按资产管理余额提取管理费，能够满足资管新规的净值化管理要求。

二是发展慈善信托。服务公益事业发展是信托制度的重要功能，而慈善信托以实现社会慈善为目的，体现了信托回归本源的要求。2016年中国慈善捐赠总规模接近1400亿元人民币，占全国GDP的比重仅有0.19%。随着2016年《中华人民共和国慈善法》与2017年《慈善信托管理办法》相继颁布，中国的慈善信托也如雨后天春笋般迅速发展壮大，截至2018年6月20日，慈善信托备案数达84条，财产总规模9.78亿元。慈善信托有别于慈善捐赠，信托公司和慈善组织可以灵活选择不同的委托人、受托人模式，透明度较高，在通道业务逐步压缩的政策导向下，先行布局慈善信托业务不失为一种积极的选择。

【作者巴曙松教授系中国银行业协会首席经济学家、北京大学汇丰金融研究院执行院长、王浩博（中南财经政法大学）、郑焕卓（第一创业证券）（本文观点仅代表作者作为一位研究人员个人的看法，不代表任何机构的意见和看法）】

参考文献 [1]巴曙松.打破刚兑正在进行时:资产管理行业如何因此洗牌? 今日头条, 2017-09-30. [2]巴曙松, 杨惊.资管新规——从修订细节看政策导向. 今日头条, 2018-05-01 [3]巴曙松.资管新规后银行仍具优势.中国财富网, 2018-05-02 [4]陈进.严监管下信托业的迷途与方向[J].中国外汇, 2018(21):87-89 [5]王玉国.资管新规下的信托业发展[J].中国金融, 2018(01):79-80

摘编自《每日舆情》2018.07.31

资管新规对信托八大业务影响全梳理

来源：金融时报 于轹珩 2018-08-06

《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》（以下简称“资管新规”）通过打破刚性兑付、禁止资金池操作、控制分级比例、提高合格投资门槛、净值计算等组合拳，将对整个信托行业的业务结构产生全方位的深远影响。但就不同的业务来看，资管新规的影响也各不相同，这其中，哪些业务备受呵护，哪些业务稍有影响，哪些业务全面受限，我们基于信托八大业务进行具体分析。

债权信托：打破刚兑的功与过。债权信托主要表现为信托贷款类业务。由于资管新规明确提出要打破刚性兑付，传统信托贷款类业务“在资金端向投资者约定预期收益，在资产端投向含有各种保证、担保措施的标的，信托公司以承担风险为代价取得息差作为利润来源的”操作模式将难以为继。刚性兑付的打破会对信托公司造成较大的客户流失压力，继而造成信托管理规模增长的困难。笔者认为，金融产品刚兑与否，应当是由金融产品自身的法律属性决定的。因此，不能说是资管新规打破了刚性兑付，真正打破刚兑的是委托人与受托人之间的信托法律关系对各自权利义务关系的最终确定。随着对信托法律关系认识的加深，资管关系必然脱离信贷关系回归到信托法律关系中去，即便这种回归重塑可能会造成行业阵痛，长期来看，对投资者教育和行业的健康成长都大有益处。

股权信托：符合新规导向。信托业务是一种私募业务，信托公司既可以是财务投资者，也可以是战略投资者，后者最终要从股权的增值上获取收益。近年来，信托行业的股权投资信托业务整体向前发展，并呈现出专业化、多元化的特征。随着资金来源的拓宽、投资渠道的多元化以及与大股东战略业务协同效应的增强，这类业务蕴含着新的机遇。

整体而言，股权投资类业务是符合资管新规导向的业务。未来信托公司一方面可以运用股东资源禀赋，着力与股东背景资源相关的实体企业合作开展股权投资信托业务，以产融互动推进资源的优化与整合；另一方面，也可以利用自身长期经营中所积累的行业资源、研判能力等，打造精品投行，形成自身特色，在某一个或几个自己擅长的领域内精耕细作，并形成头部优势。

标品信托：门槛随新规水涨船高。资管新规对标品信托来说可谓机遇与挑战并存。对投向债券资产的标品信托业务而言，强调债券投资集合资金信托计划要与第十五条所禁止的资金池业务相区别。要做到这一点，就要坚持将资产端确定为标准化债权资产。未来信托公司债券投资类业务的发展将主要取决于各信托公司的管理能力、风险控制能力和销售能力。此外，近期启动的信托公司参与非金融企业债务融资工具承销业务资格的申报，则将对信托公司开展债券类业务形成一定利好。开展标品信托业务，对于信托公司证券系统、人才建设和客户接受度都提出了更高要求。结构化业务比例和资金来源范围严格受限、净值化管理等因素都将进一步提高产品管理需求。

同业信托：开启新模式。对于以绕过监管为主要目的的通道业务，资管新规的影响首当其冲。可以预见，在未来一段时期内，信托资金投向金融机构占比将呈现持续下降态势。

金融机构被动管理类信托业务，一般指投资于银行理财、证券公司资产管理计划等领域的业务。对于这类业务，需要注意的是资管新规有关禁止通道、多层嵌套以及实行穿透式审查的规定。对于投资非标同业类业务，需要注意的是，资管新规第十五条规定导致的直接结果是按日开放的资管产品没有办法投资非标。

未来，同业业务监管可能进一步趋严，在传统通道业务空间收窄的同时，符合监管导向的同业信托将会得到更大发展，信托公司与银行合作的信贷资产收益权转让、保险金信托等都可以作为同业合作新模式进行大力拓展。

财产信托和资产证券化信托：法无禁止即可为。资管新规第3条对资产管理产品范围的框定可以得出，资管新规仅适



用于资金信托计划，财产权信托和资产证券化信托业务并不在规范范畴内，资产证券化作为以财产权信托为基础的结构化融资工具，未来极有可能成为同业合作的主要模式。

公益（慈善）信托：信托回归本源之路。随着我国慈善事业的日益壮大，慈善信托作为新型的慈善实施方式，能够更好地反映委托人的意愿，推动慈善事业向更透明、更高效的方向发展。

事务信托：遵从“意思自治”。在八大分类框架下，银信合作的通道类业务被纳入同业信托管理范畴，而不计入事务信托。因此，资管新规中几乎没有对事务信托的直接规范描述，具体监管事项将取决于委托人与信托公司在信托合同中约定履行的事务管理内容。因此，事务信托在业务开展中更多要遵循“意思自治”的理念。

资管新规的目的在于规范金融机构资产管理业务，统一同类资产管理产品监管标准，防控金融风险，引导社会资金流向实体经济。因此，未来八大信托业务的开展也应以此目标为导向，通过自身调整融入资管新规体系。随着我国经济发展动能转换加剧、金融业改革深入开展，如何在统一监管的原则下突出信托行业的特色和优势，如何以服务实体经济为己任，探索精品投行、实业投行的新路径，是所有信托公司在具体业务开展时必须面对的新挑战。

摘编自《每日舆情》2018.08.07

信托登记管理条例获批生效

来源：中国证券报 张凌之 2018-08-08

根据原银监会颁发的《信托登记管理办法》（简称“《办法》”）要求，在征求行业机构等方面意见基础上，经中国银行保险监督管理委员会批准，《中国信托登记有限责任公司信托登记管理条例》（简称“《细则》”）自8月7日发布正式生效。

《细则》总计11章，共34条，包括总则、信托登记办理、信托预登记、信托初始登记、信托变更登记、信托终止登记、信托更正登记、定期报送、信托登记信息保管、信托登记自律管理和附则。《细则》的框架结构与《办法》登记相关条例相衔接，致力于贯彻落实《办法》，细化明确各登记流程及操作内容，进一步增强信托登记的科学性、规范性和可操作性。

中国信登表示，《细则》坚持以细化落实《办法》为目标，以服务监管为宗旨，以服务行业为导向的原则，在《办法》框架内，明确了信托登记各个环节的执行要求，对预登记、重新申请预登记、补充预登记、初始登记、变更登记、终止登记、更正登记的适用情形、需提交的登记信息、登记方式等进行了细化。

中国信登还表示，《细则》出台生效对于进一步规范信托登记活动，提升信托登记的科学性和执行效果，促进信托业持续健康发展具有积极意义。一是进一步明确信托登记具体规则，全方位规范登记工作，有助于扎实开展信托产品及其受益权的集中登记，在登记实际操作方面具有指导意义；二是完善信托登记信息收集的全面性、及时性和准确性，有利于进一步加强对信托产品全生命周期的监管监测，有助于监管部门及时把握信托业单体和行业整体的风险状况；三是明确了特殊信托产品和登记事项的登记要求，提升了具体工作的可操作性，为信托登记工作全面深入推进并充分发挥信托登记功能奠定扎实的基础。

业内人士指出，《细则》是信托业长期稳定发展的重要基础制度，一方面以服务行业为根本出发点，另一方面在大资管新的发展阶段，也能有力地服务监管。从对信托公司的影响来看，《细则》是对2017年9月信托登记制度运行以来的经



验总结，为信托公司做好登记工作提出了明确指引；《细则》的出台使信托产品有了统一登记的“身份证”，能够有力支持消费者权益的保护；同时，《细则》促进了信托项目的信息公开和披露，有助于减少金融乱象，规范金融秩序；此外，细则为未来信托受益权流转等更高层次的行业基础设施建设打下了良好基础。

业内人士进一步指出，《细则》针对信托项目变更的条款，为信托项目的合理流转提供了一定的条件，希望未来中信登作为第三方独立机构，可以为信托受益权的流转、交易等提供平台。

摘编自《每日舆情》2018.08.08

中国银保监会办公厅关于进一步做好信贷工作 提升服务实体经济质效的通知

来源：中国银保监会官网 2018-08-18

各银监局，各保监局，各政策性银行、大型银行、股份制银行，邮储银行，金融资产管理公司，各保险集团（控股）公司、保险公司、保险资产管理公司、保险专业中介机构：

为深入贯彻党中央、国务院决策部署，把防范化解金融风险和服务实体经济更好结合起来，在坚决打好防范化解金融风险攻坚战的同时，必须着力疏通货币信贷传导机制，提升金融服务实体经济质效，推动稳就业、稳金融、稳外贸、稳外资、稳投资、稳预期，实现金融与实体经济良性循环。现就有关要求通知如下：

一、进一步疏通货币政策传导机制，满足实体经济有效融资需求。根据企业生产、建设、销售的周期和行业特征，合理确定贷款期限、还款方式，适当提高中长期贷款比例，合理确定考核指标，避免贷款在同一时间特别是月末、季末集中到期而引发企业资金紧张。对符合授信条件但遇到暂时经营困难的企业，要继续予以资金支持，不应盲目抽贷、断贷。对成长型先进制造业企业，要丰富合格押品种类，创新担保和融资方式，合理确定抵质押率，在资金供给、贷款利率方面给予适当倾斜。

二、大力发展普惠金融，强化小微企业、“三农”、民营企业等领域金融服务。充分利用当前市场流动性宽裕、银行业和保险业盈利稳定等有利条件，坚持“保本微利”原则，加大对小微企业、“三农”、扶贫和民营企业等领域的资金支持，降低融资成本。对于流动资金贷款到期后仍有融资需求的小微企业，要提前开展贷款调查与评审，符合标准和条件的，依照程序办理续贷，缩短资金接续间隔，降低贷款周转成本。对于主业突出、公司治理良好、负债率较低、风控能力较强的龙头民营企业，要进一步加大融资支持，充分发挥其行业带动作用，稳定上下游企业生产经营。鼓励信托公司开展慈善信托业务，加大对扶贫、教育、留守儿童等领域的支持。

三、支持基础设施领域补短板，推动有效投资稳定增长。在不增加地方政府隐性债务的前提下，加大对资本金到位、运作规范的基础设施补短板项目的信贷投放。保险资金要发挥长期投资优势，通过债权、股权、股债结合、基金等多种形式，积极服务国家重大战略、重点工程和重要项目。积极配合地方政府对在建基础设施项目的建设情况和融资需求进行调查分析，按照市场化原则满足融资平台公司的合理融资需求，对必要的在建项目要避免资金断供、工程烂尾。

四、积极发展消费金融，增强消费对经济的拉动作用。适应多样化多层次消费需求，提供和改进差异化金融产品与服务。支持发展消费信贷，满足人民群众日益增长的美好生活需要。创新金融服务方式，积极满足旅游、教育、文化、健康、养老等升级型消费的金融需求。

五、做好进出口企业金融服务，发挥金融在稳外贸中的积极作用。联合地方政府、行业协会调查摸底出口导向型企业



情况，对受国际市场冲击较大、遇到暂时困难但仍有发展前景的重点优质企业，在资金安排上予以适当倾斜。加强与外贸企业、信用保险机构、融资担保机构和地方政府的合作，扩大出口信用保险保单和出口退税账户质押融资。统筹境内外金融资源，发挥合力，满足进出口企业跨市场金融服务需求。

六、盘活存量资产，提高资金使用效率。加快推动“僵尸企业”出清，释放转移沉淀在限控领域和低效项目的存量资金，腾出信贷空间，投向支持类领域和项目。积极运用资产证券化、信贷资产转让等方式，盘活存量资产，提高资金配置和使用效率。充分利用拨备充足的有利条件，在严格资产分类基础上，综合运用核销、现金清收、批量转让等方式，加大不良贷款处置力度，严禁隐匿隐瞒不良贷款，严查不良资产虚假出表、虚假转让等违规行为。鼓励商业银行、金融资产投资公司、金融资产管理公司、信托公司、保险机构等积极参与市场化法治化债转股，推动已签约项目尽快落地。

七、有效运用保险资金，切实发挥风险管理和保障功能。深化保险资金运用在投资范围、比例、偿付能力等方面的改革，进一步缩短投资链条，降低投资成本，提高投资效率。发挥保险业风险管理和保障功能，不断丰富财产保险、人身保险等产品和业务模式，改进保险服务，稳定企业和居民财务预期。

八、规范经营行为，严禁附加不合理贷款条件。规范贷款行为，严格按照标准和程序进行贷前调查、贷时审查、贷后检查。一律不得协商约定或强制设定条款进行贷款返存，一律不得在发放贷款时捆绑或搭售理财、基金、保险等其他金融产品。严禁将贷款发放和管理等核心职能外包，严禁银行员工内外勾结，违规通过中介发放贷款或参与过桥贷款。

九、深化体制机制改革，加强服务实体经济能力建设。大力开展调查研究，坚持“知悉客户”原则，根据实体经济需要开发金融产品，提供个性化金融服务，实现金融资源精准投入。进一步完善内部激励约束，优化绩效考核体系，建立容错纠错机制，落实尽职免责要求，激发员工做好金融服务特别是普惠金融服务的能动性。充分利用现代科技手段，构建线上线下综合服务渠道，提高信贷审批和金融效率。

摘编自《每日舆情》2018.08.20

舒广出任云南信托总裁

来源：中证网 郭梦迪 2018-9-11

近日，中国银监会云南监管局核准了舒广云南国际信托有限公司总裁的任职资格。

公开资料显示，舒广历任云南信托总裁办公室主任、合规工作部总经理，在担任总裁之前，他还担任过云南信托副总裁、董事会秘书、董事。

9月4日，舒广以公司拟任总裁的身份受邀出席招商银行同业客户合作研讨会，并在会上表示，希望招商银行在云南信托面临转型的关键时期，继续加大对公司重点业务发展领域的支持力度。

云南信托年报显示，2017年，公司顺应强监管态势，深耕服务金融、科技金融、产业金融，一方面在传统业务上，保持稳健有序合规发展，并积极进行结构调整和业务优化；另一方面在转型创新业务上，坚持主动管理方向和服务实体经济原则，在资产证券化、消费金融、供应链金融、“三农”金融服务等多领域进行深度布局。

2017年云南信托共实现营业收入5.53亿元，同比增长22.85%，实现净利润2.48亿元，同比增长21.17%。截至2017年，云南信托管理信托资产规模3696.40亿元。

摘编自《每日舆情》2018.09.12



信托业协会：引导行业精准扶贫

来源：证券日报 邢萌 2018-9-14

昨日，中国信托业协会在微信发文指出，要引导行业精准扶贫。

文中称，打好脱贫攻坚战是党的十九大提出的三大攻坚战之一。当前扶贫工作已经进入攻坚阶段，动员更多社会资源进入扶贫慈善领域，创新金融扶贫模式，开展可持续扶贫尤为关键。2017年，协会认真落实定点扶贫工作，引导行业深耕细挖慈善信托在扶贫领域的应用，推动信托公司加大扶贫项目投入，带动更多贫困户脱贫致富。

一是协调“中国信托业公益慈善基金”提供资金帮扶。自2016年起连续5年，每年从“中国信托业公益慈善基金”捐赠70万元，用于帮扶定点扶贫对象甘肃省和政县、临洮县。

二是引导信托公司设立定点扶贫慈善信托。2017年12月份，协会会同长安信托、四川省慈善总会共同设立“中国信托业·长安慈·四川省慈善总会·定点扶贫慈善信托”，为贫困户养牛提供保费补贴和贷款利息损失补偿，提高贫困户“造血”能力。2018年3月份，协调国投泰康信托、中航信托分别成立了“2018甘肃临洮产业扶贫慈善信托”和“中扶贫临洮百合百家慈善信托”，用于支持甘肃省临洮县特色百合产业发展。

三是协调贫困县的电网改造建设。通过英大信托协调国家电网甘肃省电力公司加快推进上述两县农村电网的改造升级。

据了解，中国信托业协会从2013年联合四川信托有限公司在四川省慈善总会设立的“中国信托业公益慈善基金”中，每年支出70万元，自2016年起连续5年，共350万元代表协会全部70家会员单位，用于帮扶甘肃省和政县、临洮县；除此之外，中国信托业协会还引导、协调和支持信托公司利用制度优势、自身资源禀赋设立“慈善信托”，助力精准脱贫。

摘编自《每日舆情》2018.09.14

《信托公司受托责任尽职指引》正式发布：信托打破刚性兑付有了制度基础

来源：证券日报 徐天晓 2018-9-20

昨日，由中国信托业协会组织制定的《信托公司受托责任尽职指引》（以下简称“《指引》”）正式对外发布。近年来，信托业打破刚性兑付的呼声日益热烈，而“买者自负”的重要前提是“卖者尽责”，随着《指引》界定信托公司受托责任边界，信托业打破刚性兑付将迎来突破。

与此同时，昨日正式下发的《指引》与2017年年末流出的版本相比，在产品净值化、金融科技方面有了新的要求。资深信托研究员袁吉伟对《证券日报》记者表示，《指引》融入了资管新规的最新要求，进一步规范信托业务操作，加强信托公司尽职履责要求，有利于在资管新时期打造更加良好的发展环境。净值化管理是资管新规重要要求之一，也是促进打破刚兑的重要手段，信托产品也好遵循这一原则，同时金融科技在资管行业应用更加普及，有利于提升客户服务体验，加强此方面的要求也是适应资管行业发展新趋势。

《指引》推动打破刚性兑付

昨日，《信托公司受托责任尽职指引》正式发布。《指引》共十章(六十四条)。分别为总则、尽职调查与审批管理、产品营销与信托设立、运营管理、合同规范、终止清算、信息披露、业务创新、自律管理及附则。

一直以来，信托业打破刚性兑付的呼声很高，但是信托业内缺乏界定信托公司受托责任的办法。



今年4月份，中国人民银行等多部门联合印发的《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》明确了“金融机构应当加强投资者教育，不断提高投资者的金融知识水平和风险意识，向投资者传递“卖者尽责、买者自负”的理念，打破刚性兑付。”对资管机构打破刚性兑付提出了明确要求。

而此次《指引》是信托业内首次推出的规范信托公司切实履行受托人职责的具体办法，无疑将有力推动信托业打破刚性兑付。

据悉，《指引》制定遵循四项原则。第一，体现“卖者尽责、买者自负”原则；第二，以现有规则为主，辅以个别创新规则；第三，注重普遍适用性；第四，强制性规范与任意性规范相结合。

《指引》指出，信托公司应当自觉执行本指引，若出现违反本指引的行为，中国信托业协会可以根据其情节，给予责令改正、内部通报批评、暂停行使会员权利、取消会员资格等自律惩戒措施。在给予自律惩戒的同时，中国信托业协会有权将有关处理情况抄报银行业监督管理部门，并有权建议银行业监督管理部门采取审慎监管措施或实施行政处罚。

适应“资管新规” 加强信托尽职履则要求

尽管业内对《指引》出台呼声一直较高，但是《指引》出台的过程并不顺利。《指引》制定工作自2015年7月份开始。在原中国银监会信托部指导下，邀请监管部门专家、信托公司专家及业内法律专家参与，通过专题研讨会等多种方式反复论证修改，期间充分听取司法、仲裁部门的意见，广泛征求并采纳会员单位的合理化建议，并根据《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》精神进行修改完善，最终形成了《指引》。

去年年末时，中国信托业协会曾向业内下发过一份《指引》以进行表决，而昨日正式下发的版本，较去年年末版本，在适应资管新规以及金融科技方便进行了调整：一是，第二十八条指出，信托公司应当按照法律、行政法规、部门规章及其他规范性文件的规定对信托产品实行净值化管理；二是，第三十四条指出，信托公司运用人工智能技术开展信托业务应当严格遵守法律、行政法规、部门规章及其他规范性文件有关投资人适当性、投资范围、信息披露、风险隔离等一般性规定，不得借助人工智能业务夸大宣传信托产品或者误导投资人。

资深信托研究员袁吉伟对《证券日报》记者表示，尽职指引融入了资管新规的最新要求，进一步规范信托业务操作，加强信托公司尽职履责要求，有利于在资管新时期打造更加良好的发展环境。净值化管理是资管新规重要要求之一，也是促进打破刚兑的重要手段，信托产品也好遵循这一原则，同时金融科技在资管行业应用更加普及，有利于提升客户服务体验，加强此方面的要求也是适应资管行业发展新趋势。不过，指引层级仍不高，属于自律文件，同时指引也没有完全解决净值化管理的实操问题，后续有待进一步完善。

摘编自《每日舆情》2018.09.20

中国信托业2017年度社会责任报告发布

来源：中证网 张凌之 2018-9-28

9月28日，由中国信托业协会组织编制的《中国信托业2017年度社会责任报告》（以下简称《报告》）正式发布。作为金融行业的重要组成部分，信托业既是经济发展的助推器，又是社会责任的承担者。信托业充分认识到社会责任管理的重要性，不断提升社会责任感和使命感，努力实现行业成长与社会进步的有机统一。

2017年，信托业深入贯彻学习习近平新时代中国特色社会主义思想 and 党的十九大报告精神，持续加强党的全面领导，



为信托业全面深化改革、创新转型发展、强化风险管控等各项工作提供坚实的政治保障。

坚决打赢脱贫攻坚战是党的十九大报告提出的重要战略要求，是信托业贯彻落实党的十九大精神、充分体现社会责任的重要战略性任务。2017年，信托业利用自身专业优势，创新开展扶贫慈善信托，精准发力推进定点帮扶，努力探索扶贫长效机制，广泛动员社会资源，多方面助力脱贫攻坚的深入推进。

慈善事业是中国特色社会主义事业和社会保障体系的重要组成部分，信托制度可以在慈善事业发展中发挥重要作用。《慈善法》和《慈善信托管理办法》实施以来慈善信托发展显著，全年备案设立45单慈善信托，总规模6.95亿元。信托公司还积极开展慈善捐赠和公益活动，大力弘扬志愿者服务，全面促进公益慈善事业发展。

2017年，信托业积极贯彻落实党的十九大关于“加快生态文明体制改革，建设美丽中国”的战略要求，引导信托资金投入绿色发展项目，不断创新绿色信托模式。截至2017年底，信托业存续绿色信托项目564个，资金规模1693.19亿元，涵盖了蓝天计划、污水管网工程、河道整治、新能源汽车、生物能源等业务类型。同时，信托业还积极开展绿色信托研究，积极参加绿色环保活动，以实际行动支持绿色发展。

全面防控金融风险、打赢防范化解重大风险攻坚战是信托业贯彻落实党的十九大精神的重要任务。2017年，信托业在“一体三翼”监督管理体系下，监管政策不断完善，行业自律持续强化，保障基金稳健运作，信托登记平稳起步。信托业坚持依法合规经营，强化内控体系建设，有效提高风险处置能力，守住了不发生系统性金融风险的底线，实现了行业平稳健康发展。

摘编自《每日舆情》2018.09.28



投资与医学、法律的相似性

文 | 投资银行三部 况冲

投资并不是一门精确的科学，与法律和医学一样，投资人、律师与医生的个人能力在学科中起到了至关重要的作用。这三个学科有几点共性：

共性之一：都充满了极大的不确定性。

投资面临的是目标企业未来成长的不确定性，以及目标企业带来收益的不确定性，而好的投资人是在众多不确定中寻找相对确定的东西。

医生永远不会遇到两个一模一样的病人。即使是病理特征高度一致，也会因为个体体制、年龄、性别、遗传等诸多因素变得差异很大，充满了不确定性，好的医生是综合了各种因素之后，给予病人最合适的医疗方案。

律师永远不会遇到两个一模一样的案件，这个好理解，每一次诉讼都是一个全新的开始，也充满了不确定性。好的律师，会综合自己的经验和过往的各类判例，指定最合适的辩护方案。

共性之二：最顶尖的人未必一定能“胜”，而是“胜”的概率比别人大很多。

这一点比较好理解，最优秀的投资人也会犯错，但是长期看，他的投资收益会远远超过其让人（巴菲特、芒格先生）；最优秀的医生也不敢保证他们救活每一个病人，但是长期看他能够救治的病患会远超过其他医生；最优秀的律师也无法保证每一次诉讼都能胜诉，但是长期看，他的

胜诉率是最高的。

共性之三：在成为最顶尖的那一小部分人之前，要付出极大的努力。

这一点从字面也不难理解。一言以蔽之，台上一分钟，台下十年功。

而真正困扰我们的是，好医生、好律师都比较容易识别，而好的投资人比较难识别。我个人认为的原因主要是，医生、律师犯罪、犯错的代价极高，回报不大。而目前在我国投资人犯罪、犯错的代价很低（美国还是挺高的），回报很高。这是人性使然。（这个不一定对，分享出来给大家讨论）

如果大家都认同这些共性，那我们再想想，在现实生活中，我们面对医生、律师、投资建议（投资顾问）是什么样的心态。

我们愿意支付高昂的律师费聘请顶尖的律师以赢得诉讼。

亲人朋友自己遇到复杂严重的疾病的时候，我们会对医生说，用最好的药，最先进的治疗方式，钱不是问题。

但我们总是希望从朋友、同事，投资顾问，股票经纪人，电视，网络上获取免费的“致富指南”。看到这里是否明白了，免费得来的肯定不是什么好东西。

投资也是一门科学，对于顶尖的投资人，需要严谨的分析框架，需要战胜人性的丑恶，需要克服内心的恐惧与贪婪，需要跨学科的思维模型等等，如果去请这样的人帮你管钱，也需要支付相应的报酬。☑

芙蓉镇的豆腐西施

文 | 投资银行二部 石飞燕

《芙蓉镇》有豆腐西施，胡玉音，现在回过去看当年的刘晓庆饰演的胡玉音，真的是美呀。看多了现代商业快餐电影，审美情趣都会被剥夺掉。一定是瘦瘦的，穿衣打扮时尚的，才是美。电影中刘晓庆的美，是那种乡镇中，在市井口口相传的美。胡玉音的美，胡玉音的笑，还有那些偶尔俏皮的动作，都让人觉得十分自然和舒服。不过，多少会遭受一些女人的妒忌。胡玉音不是带刺的玫瑰，也不是高山上的雪莲，她的美像满山的映山红，灿烂热烈，不论谁走过她身边，总忍不住多看一眼。

胡玉音年少时和满庚情投意合，但是满庚为了追求自己更好的前途，放弃了和玉音的爱情。古往今来，牺牲爱情，追求前程的男人并不少见，满庚的抉择，虽然世俗，但大街上来来往往有几个不世俗的呢？即便是抛弃年轻的心上人，也不至于让人唾弃。

胡玉音和桂桂在一起，觉得桂桂多少有点配不上，桂桂怯懦，没有什么主见。甚至觉得，谷主任这样的人，似乎和玉音的气质更配。谷主任对玉音的情感，如父似兄，因为谷主任年轻的时候在战场受过伤，以至于没有办法有性生活，所以对女人也不敢有任何念想。玉音和桂桂这样的夫妻，如果在平和的年代，也能安稳度过一生的幸福生活。玉音持家有道，桂桂吃苦耐劳，两人睦邻友好，待客热情，生活也是蒸蒸日上。

可是生活不总是岁月静好现世安稳，而是充满戏剧性的跌宕，充满未知的苦难。胡玉音，也许不是不屈不

挠，但是她身上有种倔，骨子里有股强劲。美丽的外表之下，也有不屈的灵魂，和令人敬畏的傲骨。

芙蓉镇以平凡小人物的命运跌宕，和小镇中种种人心和面孔，来反应这动荡岁月里面的人生悲喜，批判的意味并不重，没有《活着》那样有一种宏伟的悲和磅礴的无奈，更多时候我觉得每个人都是受害者。有人被剥夺了尊严，有人被剥夺自由，有人被剥夺财富，都被剥夺的是幸福。

看第一遍的时候，很憎恨李国香，变态扭曲的老处女。但是，后面再看的时候，觉得这个女人很可怜。可恶之人也有可怜之处。比较起胡玉音，李国香更加可怜，桂桂是真心爱胡玉音的，秦书田也真心爱着胡玉音，还有谷主任对胡玉音似父兄般的照顾，而李国香，像从来没有接受过爱情滋润还未绽放却已经枯萎的花朵。她的内心是枯萎的，枯萎又不甘心的。当她和王秋赦搂在一起的时候，看不到爱情，只是两个可怜的人用肉体的交欢来驱逐寂寞。胡玉音的人物形象丰润，丰满，李国香的形象干瘪，看到李国香的形象我总觉得碍得我浑身不舒服（我发现我的审美真的偏向丰满的）。王秋赦的形象龌龊不堪，令人厌恶。

时代的大车轮中，小人物苦难的命运，总是让人倍感揪心。秦书田是一个多么才华横溢的人呀，音乐，书法，绘画，舞蹈样样精通，然而作为“黑五类”的他只能像一个三等公民一样苟活。勤劳致富的玉音和桂桂被剥夺了财产甚至生命，才华横溢的秦书田只能做三等公民，内心正义的谷

主任借酒浇愁，怯懦善良的带着内疚苟且偷安，而内心扭曲的李国香，好吃懒做的王秋赦，内心的扭曲和劣根性无限被放大，而权力恰恰被这群扭曲的人给掌握。小小的芙蓉镇，像极了魔幻现实主义，小丑们粉墨登场，而那些真正社会的脊柱和栋梁，却被逼到社会边缘，甚至悬崖边上。

但是，依然爱情会给这扭曲的人生和社会以慰藉。秦书田和胡玉音在一起甜蜜的场景，是这段苦难岁月里面的清凉。看到两个人在扫大街的时候，挥着扫把，跳着圆舞曲，让我想起了《美丽人生》。再苦难的日子，有了爱，也会有美丽的时刻，和值得珍藏的记忆。日子再辛苦，在时代里的社会地位再低下，爱情还是一样高贵美好。

谷主任，一个刚正不阿的男子汉，总是在胡玉音需要的时候及时的出现。他永远正直挺拔的脊梁骨，是玉音在飘零苦难岁月里的支撑。如果没有谷主任这样的人，玉音恐怕是走入绝境了。小丑们你方唱罢我登场，正直的人在黑暗中也相互支撑和扶持。

和满庚的形象相反，满庚每次都在关键的时候选择了逃离，在当初和玉音情投意合的时候，他为了前途舍弃了和玉音的爱情。面对李国香的逼迫，妻子的压力，他又舍弃了和玉音的信义。他充满纠结的内心，让他这一生，都活的太疲惫不堪，没有勇气选择爱情，甚至没有勇气选择良心，所以他的苦难或许令人唏嘘，但这样缺乏勇气，闭上眼睛沉默的男人却不值得同情。☑