



太平洋美洲投资月刊

目 录

News 新闻

1 CHINA: 银监会：未来金融改革应实现三大目标

四大行债转股实施机构全部落地

海航冷链获“新三板蓝筹百强企业”

商业银行“投行化”转型提速

06 USA: 美对冲基金 Third Point 增持阿里巴巴 持股超 11 亿美元

Invest 投资

07 理财银行理财或面临重大调整

08 29 万亿银行理财资金迎变革 银行系资管子公司将诞生

10 技术+数据重塑保险生态 四大模式布局保险科技

Finance 金融

12 资管新规对信托的三方面影响

15 浅谈资管新规下信托公司的应对策略

20 新资管时代，“虚拟投资管家”成竞争蓝海

Company 公司

23 俞永福：创业者应是乐观的保守主义者



New 新闻

银监会：未来金融改革应实现三大目标

来源:上海证券报 日期: 2017-11-22

22 日，银监会国有重点金融机构监事会主席于学军在“2017 新浪金麒麟论坛”上表示，当前中国存在的所谓“货币软约束”现象，“货币软约束”是新时期我国金融体制当中“倒逼机制”的新形式。

于学军在会上首次提及“货币软约束”这一新概念。在他看来，“货币软约束”是指一个国家在货币发行上的约束力不强，经常出现货币多发或滥发的现象。

于学军以“僵尸企业”为例做了进一步阐释。他表示，近几年，“僵尸企业”成为我国经济领域当中的一种现象。每一户倒下的“僵尸企业”负债十分严重，往往经营不善，销售额很少，效益很差，多数连年亏损甚至是资不抵债。原因在于过度融资、过度负债所累。

于学军进一步表示，出现“僵尸企业”现象，根本原因在于我国资金供应长期太过松弛，在这些企业缺乏市场核心竞争力的情况下仍然源源不断地过度堆积使然。

与“僵尸企业”相连带的另一个问题，就是近几年热议的“债转股”。于学军指出，这些“僵尸企业”出现资金链断裂去做“债转股”，即将银行过去的贷款变成股权。银行将债权变成股权，短期信贷变成了长期持有，企业的流动性问题暂时解决了，却把这个难题转给了银行，企业的流动性问题变成银行的流动性问题。这种情况发展下去一定会对银行形成倒逼机制，银行反过来又会倒逼中央银行进行流动性投放。

为此，于学军认为，未来的金融改革应实现以下三个目标：第一是建立严格、有效的货币管理体制；第二是整个金融体系或者金融业要进一步市场化、国际化，并以此提高我国金融配置资源的效率；第三，金融的监管职责定位更加准确、清晰，加强监管的有效性，并且分工更加明确，协调更加有力，真正能够覆盖金融业面临的所有风险。

四大行债转股实施机构全部落地

来源:新华网 日期: 2017-11-20



银监会近日下发《关于中银金融资产投资有限公司开业的批复》，这意味着四大行的债转股实施机构全部落地。此时，距离国务院出台债转股“总纲领”已经过去一年有余。

这一年多的时间里，债转股的动静并不小，已签约的债转股金额也不少，但是“掷地有声”的落地项目却不多。有券商报告测算，市场化债转股只有不到 14% 的项目已经执行。

专家指出，签约容易落地难的现象，恰恰是遵循市场化、法治化路径的表现。因为签约仅仅是反映市场潜在需求空间和初步意向，落地则需要企业、银行、原有股东和债务人等多方磨合。市场目前的进展是正常合理的，不能一味强调速度和规模。

四大行债转股实施机构均已落地

随着银监会正式批准中银金融资产投资有限公司开业，四大行的债转股实施机构均已顺利落地。

去年 10 月，国务院出台《关于市场化银行债权转股权的指导意见》，允许银行申请设立符合规定的新机构开展市场化债转股，由此拉开了四大行布局债转股实施机构的序幕。2016 年底，四大行陆续发布公告，宣布拟出资成立专营债转股业务的资产管理子公司。

建行首先行动，其旗下的建信投资于今年 7 月 20 日获批开业，注册资本金 120 亿元，主要从事市场化债转股及配套支持业务；7 天后，农银投资也获批开业，注册资本金 100 亿元，是农行系统内注册资本金规模最大的全资子公司；工行旗下的工银投资也在 9 月获批开业，注册资本金 120 亿元。

从获批到正式开业，这几家机构筹备速度惊人。上证报记者统计，上述三家机构从银监会获批开业到正式开业均仅用了两周左右的时间。

各大行也在努力拼抢债转股市场，最早布局的建行似乎正领跑市场。建信投资执行董事、总裁张明合曾在接受采访时表示，截至 9 月 8 日，建行已与 42 家企业达成市场化债转股合作意向，签订了合计 5542 亿元的框架协议，其中 11 家企业的 15 个项目已落地资金 633.8 亿元，签约金额和落地金额占据目前债转股市场的一半左右。

工行在债转股市场同样加重砝码。9 月 26 日工银投资开业当天，该公司即与 6 家企业签署了合计 830 亿元的债转股合作框架协议。截至当日，工行已经与 28 家企业签订总额 3455 亿元的市场化债转股合作协议。



农行则正加紧布局。近日，农行与农银投资、农银国际、农银汇理等子公司联合推动河南交通投资集团有限公司的首笔 37.5 亿元债转股项目落地，这也是农行为大型地方国企办理的首单债转股基金。

签约容易执行难并非坏事

大型国有银行并不是债转股市场里的唯一玩家。11 月 18 日，西昌矿业市场化债转股项目完成工商登记变更，背后的牵头者是中国信达。山东银监局公布的数据显示，截至 10 月末，其辖区内银行业签约“债转股”项目 1138 亿元，落地近 180 亿元。

梳理四大行、资产管理公司以及各地情况均可发现，签约相对容易，但是从目前进展情况看，落地或者执行起来并不容易。例如，建行已落地的项目金额仅占已签约金额的 11.44%。

此前，瑞银发布报告称，市场化债转股已正式推出一一年，但执行进度仍然缓慢。瑞银根据公开数据建立的债转股数据库显示，目前共公布了 81 个案例，总规模 1.04 万亿元，其中只有 13.7%已经执行。

对此，社科院金融所银行业研究中心主任曾刚指出，“签约容易落地难”恰恰是遵循市场化、法治化路径的表现，是对的节奏。因为签约仅仅是反映市场潜在需求空间和初步意向，落地则需要企业、银行、原有股东和债务人等多方磨合、认可方案，“真要快的话，就成行政命令了”。

他解释称，从内部环境看，债转股的对象一般都是已经出现经营问题的企业，重组肯定牵扯各方利益，不可能一帆风顺；从外部环境看，目前市场资金成本在上升，债转股的过程中，需要用新的资金来源把旧债换掉，而新的资金来源必定需要较高的回报，但是债转股的企业不一定同意，所以资金环境是制约债转股落地的核心环节；从制度环境看，目前配套退出政策欠缺，存在投资人收益和回报不确定的问题。

“所以我个人觉得，市场目前的进展是正常的、合理的，而且也不能一味强调速度和规模，不然会偏离初衷，大家都变成为了完成任务来做这件事，反倒会导致风险。”曾刚表示。

曾刚认为，债转股是配合企业改革的辅助手段，要把它放到企业去杠杆的大框架中去讨论，不必刻意强调规模，否则会舍本逐末。

海航冷链获“新三板蓝筹百强企业”



2017年11月22日，2017新三板发展论坛暨第二届“新三板蓝筹百强榜·创新百强榜”在广州举行。此次发展论坛由权威机构主办，业内专业机构参与，是新三板资本市场的年度性回顾与展望。作为国内冷链行业的标杆企业、新三板首家上市的冷链物流企业，海航冷链继荣获“新三板风云榜最佳成长企业奖”后，再次受到新三板资本市场的专业机构的青睐，在此次盛会上荣获“2017年度蓝筹百强企业”。

此次年度新三板发展论坛和第二届“新三板双百榜”发布极具专业性，首次由全国股转系统担任本届论坛的指导单位，广证恒生担任研究支持机构，普华永道则担任见证机构。可以说，2017年的论坛将更具备新三板市场风向标意义，“双百榜”也体现出更高的参考价值。

本次获得“双百榜”青睐的海航冷链，为加速推动冷链物流供应链的转型升级，率先提出了“商物流”模式，以全新的现代供应链概念，整合冷链物流行业的各个环节。从原产地采购、跨境运输、通关检疫、仓储加工、配送分销、金融增值等服务，实现商流、物流、信息流和资金流的有效整合，形成“买全球、卖全球、运全球”的“商物流”新模式，打造全新冷链生态体系。在刚刚结束的“双十一”电商大促期间，除传统3C电子、家电、鞋服等大热品类外，“生鲜”及“跨境电商”更是交出了亮眼的成绩单，在消费升级的整体热潮下，海航冷链更是积极布局生鲜消费端，据悉，海航冷链境外直采产地已经遍布全球五大洲多个国家和地区，涵盖了水果、肉类、奶制品及酒类等生鲜产品，运用“商物流”模式打造“全球生鲜供应链”及“异国异品”产地直供品牌。

海航冷链的“全球生鲜供应链”的打造，是传统冷链物流创新的诠释及示范，是其所属的海航现代物流集团物流4.0的重要组成部分。今年5月，海航现代物流集团落户古城西安，在“一带一路”倡议大背景下，与陕西省政府联手打造中国“孟菲斯”，以航空货运、机场管理、智慧物流、物流金服、仓储投资五大业态为抓手，围绕“天网+地网+数字网”的核心快速推进物流4.0建设，打造贯穿现代物流全程的物流生态体系。

海航冷链致力于运用“商物流”创新模式，发掘优势资源，秉持发展眼光，以现代供应链的先进管理思维及模式，持续领航冷链物流行业发展，打造领先世界的冷链物流民族品牌。

商业银行“投行化”转型提速

来源:新浪财经 日期:2017-11-6



在互联网快速发展、金融脱媒不断加剧的背景下，多数商业银行传统的信贷业务备受挑战。专家和银行业内人士指出，创新发展投资银行业务成为银行转型、提升盈利水平的关键所在。与此同时，唯有将直接融资和间接融资有机结合，才能充分满足实体经济发展、企业转型升级的全方面金融服务需求。

加码投行业务布局

中资银行在投资银行领域的布局不断加码，策略也各有不同。比如，农行此前在构架调整中新设投资银行一级部，定位为直接经营部门，按照直属机构管理，牵头实施全行投行业务的营销管理、产品创新和分销渠道建设。招商银行实现的是投行与资管双核模式，重点强调投行的资产端能力。中信银行则是采取“银行+中信集团子公司+本行子公司”的集团军作战模式，实现投行业务快速发展。

中信银行相关负责人表示，中信银行依托中信集团金融与实业并举的综合经营和协同优势，通过全链条的综合融资服务，实现客户的深度经营。例如中信银行联合中信证券、中信金属联合参与云南冶金国企混改，可发挥中信证券 IPO 上市的专业化优势及中信金属在金属冶金领域的产业链优势。据悉，凭借骄人业绩，中信银行 2016 年位列汤森路透并购财务顾问排名境内商业银行第一位，彭博牵头银团贷款份额排名境内股份制银行第一位，Mergermarket 中企境外并购财务顾问排名境内商业银行第一位。

业务创新亟待提速

市场人士认为，目前，我国商业银行创新发展投资银行业务主要存在以下问题：业务模式同质化，产品缺乏创新；投资银行业务潜力尚待开发；风险控制体系不够完善；专业人才培养与激励机制的制度建设尚需时日等。根据各上市商业银行的年报数据，在收入来源上，比重较大的投资银行业务收入来自于依赖信贷联动的财务顾问业务，与国外成熟的投资相比差距仍大。因此，我国商业银行的投资银行业务尚需进一步挖掘和开发，创新和提升空间也很大。

在中国银行业协会首席经济学家、国家“十三五”发展规划专家委员会委员巴曙松看来，大资管和大投行业务是上市银行推进战略转型、培育核心竞争力的重点发展方向之一。所谓“大资管和大投行”，就是要求银行不再仅仅作为基金公司、证券公司和信托公司的一个销售渠道，而是要顺应新的资产配置需求，提高自身产品设计能力，更好地满足客户的资产配



置需求，同时加强对资管行业上中下游的金融机构的服务整合能力。“但同时要看到这背后必须要有实体业务的支持，只有保证足够多的客户量和传统业务，转型才有基础。”

换言之，投资银行业务创新不能脱离实体经济。以中信银行为例，其积极支持推动我国技术进步和产业升级项目，服务实体经济发展。如支持中国化工集团收购瑞士先正达项目，是迄今为止中国企业“走出去”最大一笔并购交易，收购完成后，中国化工集团可获得国际一流的农药、种子研发技术、品牌和渠道资源，将大幅度提高我国农业科技水平，保障我国粮食和农业战略安全，增强我国在全球农药和种子市场中的话语权；助力艾派克 40 亿美元收购美国打印机巨头利盟，使其成为中国第一家拥有彩色激光打印核心技术的公司，为实现我国打印机全产业链自主可控，提高国家信息安全水平作出贡献。

美对冲基金 Third Point 增持阿里巴巴 持股超 11 亿美元

来源:中国证券报 日期: 2017-11-15

11 月 10 日报道，激进投资者丹尼尔·勒布(Daniel Loeb)旗下对冲基金 Third Point 第三季度将在阿里巴巴集团的持股增加了近 50%。

截至 9 月 30 日，Third Point 共购入了 210 万股阿里巴巴美国存托股(ADS)，总价值超过 11 亿美元。截至第三季度末，阿里巴巴是这家纽约对冲基金公司的第二大美国持股。今年以来，阿里巴巴上涨了超过一倍。

Third Point 属于美国基金大佬丹尼尔·勒布旗下，今年上半年投资回报率达到 10.7%，是全球少数击败标准普尔 500 股指涨幅(8.3%)的基金公司。而 HFR 数据显示，今年上半年基金行业平均投资回报率仅为 3.68%。

勒布曾在今年夏天致信投资者，强调了再次持有阿里股票的原因：阿里巴巴拥有全球互联网最好的商业模式，一定成为中国市场赢家。

Third Point 跑赢大盘的秘诀是“在不可预测的环境中良好的股票选择”。据悉，Third Point 在过去六年间歇性地投入阿里巴巴，取得了可观回报。勒布在对投资者的公开信中还写道：“我们相信现在是时候再次持有阿里巴巴股票了，这将是未来几年收入加速的重要催化剂”。



该基金没有披露购买阿里巴巴股票的确切时间。今年 6 月，阿里巴巴举办了投资者大会，向包括德银、摩根大通在内的全球顶级投资机构公布了新零售战略下天猫变革全球零售业态的计划。大会结束一周后，德银、摩根大通等 30 家顶级投行集体上调阿里巴巴目标股价。

Invest 投资

银行理财或面临重大调整

来源：中国证券报 日期：2017-11-22

日前，央行会同银监会、证监会、保监会、外汇局等部门发布《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见（征求意见稿）》（简称“指导意见”）。分析认为，新规下银行理财将面临重大调整。未来银行非保本理财产品将明确表外化、净值化，转变为纯粹的资管产品，考虑到转型调整需要一定时间，短期内理财发行规模可能会出现一定收缩。

我国银行理财市场规模近年来不断攀升。央行发布的数据显示，截至 2016 年末，银行表内、表外理财产品资金余额分别为 5.9 万亿元和 23.1 万亿元。但由于投资者的理财观念中往往将银行理财视为“刚性兑付”的绝对保本产品，近年来随着银行理财业务的增长，各种理财纠纷也层出不穷。

在打破刚性兑付方面，此次指导意见明确要求，金融机构对资管产品实行净值化管理，净值生成应当符合公允价值原则，及时反映基础资产的收益和风险，让投资者明晰风险，同时改变投资收益超额留存的做法，管理费之外的投资收益应全部给予投资者，让投资者尽享收益。

对此，华泰证券研究员李超指出，资管行业中打破刚性兑付负面影响最大的是银行理财，打破刚性兑付后，理财产品的优势受到较大影响，理财投资者会分化，风险偏好高的投资者会选择公募基金，风险偏好低的投资者会选择存款或买国债。招商证券金融组首席分析师马鲲鹏表示，银行资管业务是类基金化的操作，现在理财的一些先天优势不复存在，吸引力削弱。整体来看，理财被拉到与其他资管产品同一起跑线。往后看，理财规模、扩张速度会慢下来，但过程中资源会加速向龙头银行集中，结构优势突出、资产端配置能力强的龙头银行更有可能取得更好的发展。



“在这一过程中，会出现份额调整、行业洗牌的现象，强者恒强。总的来说，对于有主动资管能力和独立负债来源的金融机构都是好事，未来脱颖而出的一定是主动管理的而不是做通道的。”马鲲鹏说。

此外，指导意见明确表示，资产管理产品投资非标准化债权类资产，要符合期限匹配的原则，这将给银行理财带来巨大影响。

九州证券全球首席经济学家邓海清认为，银行理财一般情况不超过 1 年期限，而非标资产的期限往往要超过 1 年，这意味着，一方面，未来新增的非标准化债权类资产将没有对接的银行理财资金；另一方面，由于当前存量的非标准化债权类资产期限较长，过渡期之后久期仍要超过银行理财的期限，存量的非标资产缺少新增资金进行对接，这将使得非标资产面临较大的抛售压力。

新规限制银行理财不能投资非标、不能刚性兑付、不能成本法估值。邓海清认为，未来在银行理财产品不能投资非标的情况下，银行有可能进一步加大银行理财对债券市场的配置规模，如果在债券牛市的情况下，这种配置需求将会更为旺盛，但是，如果遭遇债券熊市，大幅亏损的银行理财将面临大面积的赎回压力，从而导致了债券市场下跌“波浪壮阔”。因此，新规之下如果银行继续发行新型理财产品，将加剧债券市场波动。

29 万亿银行理财资金迎变革 银行系资管子公司将诞生

来源：北京商报 日期：2017-11-20

随着《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见（征求意见稿）》（下称《指导意见》）出台，规模高达 29 万亿元的银行理财产品将迎来变革。

条分缕析相关内容，无论是产品类型、客户分类还是对投资方向的限制，银行的过往实践都与《指导意见》存在一定差异。差异是否意味着冲击？业内人士指出，因为过渡期的设置较为合理，资管新规对于短期内银行理财业务的冲击并不大，长期来看，由于银行系资管将具备独立法人资格，将为银行理财“打开一扇窗户”做大做强。在这个过程中，资管能力强、净值型产品占比高的银行或将迎来更好发展。

短期冲击有限根据央行数据，截至 2016 年末，银行表内、表外理财产品资金余额分别为 5.9 万亿元、23.1 万亿元。



中国农业银行资产管理部副总裁彭向东在接受上证报记者采访时坦陈，客观来说，无论是现行的制度、产品设计还是投资者的理念，银行理财产品与其他资管产品的差异略大一些。

比如，《指导意见》要求产品端口要实行净值化管理，及时反映基础资产的收益和风险，让投资者明晰风险、尽享收益，并在这个基础上自担风险。

但是在过往的实践过程中，银行客户是习惯预期收益率模式的，基础资产的风险往往不能及时反映到产品的价值变化中，投资者也不清楚自身承担的风险大小，银行则把投资收益中超过预期收益率的部分纳入自己囊中。

“根据我们的测算，其实客户自己承担风险是完全没问题的。但是银行客户由于过去的投资习惯，一般没有兴趣了解投资端的情况。”彭向东称。

因此，打破刚性兑付、实行净值化管理，一方面对于银行是一个适应的过程，特别是银行资管如何围绕改变客户的风险偏好进行产品转化；另一方面对于银行客户来说也是一个适应“自负盈亏”理念的过程。

光大银行资产管理部副总经理潘东则认为，《指导意见》对非标资产和对非上市公司股权的投资有非常明确的要求，这对银行资管行业影响较大的是期限错配的管理。例如，公募产品不能投资非上市公司股权，因此，投向非上市公司股权的资管产品可能会面临较大压力。而因为有过渡期的安排，非标资产受到的冲击不会非常大。

潘东称，在对投资者和产品的分类上，《指导意见》与现有方式存在较大不同。以往银行将投资者分为普通投资者、高净值客户和私人银行客户，而《指导意见》将投资者分为不特定社会公众和合格投资者，这就需要银行重新对客户进行梳理。而产品分类的新变化，则需要银行进行相应的IT系统建设及信息披露调整。

至于对银行理财短期内的影响，彭向东认为，因为过渡期的设置比较合理，留给银行适应的时间较为宽裕，所以资管新规短期内对于银行理财业务的冲击并不大。按照统一的规范，银行非保本理财将得到更好的规范发展，相关的信息披露规范也将完善起来。

招商证券金融行业首席分析师马鲲鹏则表示，现在银行理财的一些先天优势将不复存在，与其他资管产品要站到同一起跑线上，因此银行理财的规模、扩张速度会慢下来，但资源会加速向龙头集中，资管能力强、净值型产品占比高的银行更有可能取得更好发展。



银行资管子公司将应运而生《指导意见》对第三方独立托管提出明确规定，要求过渡期后，具有证券投资基金托管业务资质的商业银行应当设立具有独立法人地位的子公司开展资产管理业务，该商业银行可以托管子公司发行的资产管理产品，但应当实现实质性的独立托管。

这也意味着，银行资管子公司将在不久的将来陆续成立。“此举也是为了建立完善的防火墙，防止表外风险传染到表内。”彭向东说。

此前，包括光大银行在内的多家股份制银行都提交了设立银行资管子公司的申请，但并未获得银监会通过。

设立资管子公司的申请在当时没被批复，是因为没有先例，没有规则。”潘东表示，而如今，有了央行的统一规制和要求，这对整个银行理财行业是利好，为银行资管发展打开了一扇窗。资管要建立防火墙，防止利益输送，在法人结构上，就应将自营和代客分离，设立银行资管子公司也是符合国际潮流和发展方向。

在彭向东看来，这一举措对于银行资管做大做强来说是好事情。因为设立子公司后，银行的资产管理部门就具备了主体资格，再加上监管部门对各类金融机构开展资管业务平等准入、给予公平待遇，银行资管将不再需要借助通道进行投资。对于整个资管行业来说，也从根源上抑制了多层嵌套和通道业务的动机。

马鲲鹏指出，此前银行资管业务最大的问题是没有身份，没有独立的法人资格和资管业务牌照，此次新规是超预期的重大突破，资管业务子公司独立化运作，在人事、组织架构上会更加灵活，为银行资管业务提供制度性的保证。

技术+数据重塑保险生态 四大模式布局保险科技

来源：上海证券报 日期：2017-11-6

不拥抱科技就可能落伍。日前，由中国保险行业协会和复星集团联合主办的“2017全球保险科技创新峰会”上，多位业界人士认为，保险科技正在打破传统保险业生态。

中保协在会上发布的《2017中国互联网保险行业发展报告》显示，保险科技正在进入高速发展阶段，一个新的保险科技生态系统正在形成中。

四种模式布局



科技如何改变保险业的格局，以及如何推动保险业长期发展？在中国平安首席创新官乔纳森·拉尔森（Jonathan Larsen）看来，首先，数据将重新定义潜在市场，很多公司彻底颠覆了传统行业商业模式，例如优步或滴滴；其次，是将数据转化为价值；三是，重新定义用户体验；四是，促进完全自动化，例如不少保险公司都在推动自动理赔；五是，通过开放的生态系统获得发展能力，这是非常重要的转型，例如通过云技术实现不同平台互联互通，打造全新竞争模式。

具体到中国的保险科技应用方面，上述《报告》显示目前主要有四种模式：第一种模式是互联网巨头初涉保险布局——阿里巴巴、百度、腾讯等互联网巨头，尝试结合自身的用户流量数据优势参与保险布局；第二种模式是传统险企升级转型；第三种模式是数字保险模式初现，例如众安保险专注定制化产品场景销售；第四种模式是创新科技企业涌现。截至 2017 年 5 月，中国有 100 多家保险科技企业，不过大多集中在技术门槛和附加值相对较低的营销和销售环节，定价、保单管理等对数据分析及应用能力要求较高环节的保险科技应用有待进一步深化。

中国平安总经理任汇川在进行报告解读时表示，科技+数据有望重构保险生态。从全球看，保险公司、大型互联网公司、保险科技创新企业以及监管机构四方主体共同参与，一个新的保险科技生态正在逐步形成。面对数字化转型，保险公司应该在战略、文化、组织、能力四大关键领域积极调整，创新布局。

具体而言，在战略方面，保险公司应树立围绕客户需求的理念，制订与企业资源相匹配的数字化战略。文化层面，保险机构鼓励创新，敏捷把握市场趋势及客户需求变动。组织层面，明确数字化建设的团队设置以及责任归属，重视数字化人才建设。能力方面，应完善数字化渠道，推进流程自动化，建立相应 IT（信息技术）架构等。

保险科技投资兴起

保险科技快速发展应用的同时，相关投资需求也不断被激发。

乔纳森·拉尔森认为，保险科技投资仍旧处于发展早期，未来的市场前景和市场空间都非常庞大。中国已经成为世界级的金融科技市场。2016 年，中国金融科技交易量占全球金融科技交易总量 47%。蚂蚁金服、陆金所、京东金融各种类型的金融科技投资者不断涌现，还将继续很长时间。



据介绍，复星近年来投资了不少科技创新保险公司，例如投资了英国的车联网大数据公司 The Floop、美国的自助车险理赔应用 Snapsheet、专注将保险销售和生活场景紧密结合的企业 SURE、智能硬件与减灾防损相关的 Roost 以及国内的大特保、一天车险等。

复星国际董事长郭广昌表示，在众多的保险科技创新中，尤其希望看到新的信息技术来推动保险加大健康服务快速融合、联动的创新案例。旗下 Fidelidade 和复星投资的葡萄牙最大医疗集团 Luz Saude 合作健康保险。在国内，也将推动旗下复星联合健康保险和复星的医药、医疗服务、健康管理打通，形成为客户服务的闭环。

中保协会会长朱进元认为，保险科技为中国保险业转型发展注入了强大动能，保险科技的大发展大繁荣可以预期，但同时也需要考虑几个问题，包括成本收益问题、竞争合作问题、路径选择问题、战略调整问题、监管跟进问题和风险防范问题。

Finance 金融

资管新规对信托的三方面影响

来源：证券时报 日期：2017-11-22

11月17日一行三会及外汇局共同颁布《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“资管新规”）。全文一万余字，“风险”一词总共出现了64次，防控金融风险的决心之强毋庸置疑。

那么，对于坐拥17.5万亿资管规模的中国信托业，新规将带来哪些影响呢？

不少业内人士表示，“实际上，本次资管新规超预期的内容不多，需要密切关注的是后续出台的细则，如何执行？力度多大？”本文章将通过刚性兑付、通道业务及净资本计提三方面阐述资管新规之于行业的真实影响。

刚性兑付不破不立

资管新规要求，金融机构开展资产管理业务时不得承诺保本保收益。出现兑付困难时，金融机构不得以任何形式垫资兑付。

这类表述相较于2月份的内审稿更加严苛，或将彻底掐死各种形式的刚性兑付。此前内审稿的要求是“金融机构不得以自有资金进行兑付”。



打破刚性兑付的呼声在信托业由来已久，因此这条规定完全在从业人员的预期之内。但若真正开始实施起来，对信托业仍可谓是历史性的变革——刚性兑付将从信托公司的一种责任转变为一种违规行为。

失去了刚性兑付的吸引力，信托公司无疑只有通过更强的管理能力和品牌信誉度才能获得投资者的青睐。这对信托公司短期的影响是巨大的，习惯了“保本”产品的信托投资者，需要时间转换理念，短期遭遇客户流失是信托公司难以避免的经营压力。

有业内人士判断，未来信托公司不再有刚性兑付的包袱，但同时行业增速将逐步放缓。信托公司扩张业务需求不大，未来信托公司增资需求料将收缩。

对于投资者而言，也势必将经历一段束手无策的阶段。除了存款外，其他资管产品都将变为“非保本”。今后投资人需要具备更全面的投资知识，改变以往“以貌取人”仅通过资本实力筛选受托人的思维，更加理性地分析产品结构、融资人实力、担保措施、资管产品管理人能力等。

不少业内人士认为，应当将金融知识教育纳入基础教育体系，培育投资者的风险管理意识，培育一代成熟的投资者。

未来，资管市场将同股市一般，投资者懂得自负盈亏，市场短期的适应调整、投诉官司增加均实属正常，长期来看只有打破刚性兑付，行业才能迎来更好的发展。

一位不愿具名的行业人士表示，“不区分责任的刚性兑付是行业的顽疾，导致风险和收益不对等，劣币驱逐良币，产品定价无法反映产品风险。本次资管新规若能得到有效实施，对行业的长远发展必是利好。”

通道类信托的半壁江山

根据多位行业人士预计，通道类信托占比约为 60%。

2016 年末，信托业实现经营收入 1116.24 亿元。海通研究孙婷预计，如果全面禁止通道与嵌套，预计信托收入影响在 100 亿，约占目前信托总收入的 10%。

光大兴陇信托研究员袁吉伟表示，“如果严格按照新规来办，目前大部分通道业务将难以运行。但在实际业务中，有可能执行尺度不一。”



某业内人士表示，“近几年信托业主动谋求转型，主动管理类业务占比逐年攀升，已占据主导地位。针对去嵌套，压缩非标资金池等规定，不会大幅拉低未来信托业资产管理规模的增速。”

然而，对于通道业务占比很高的公司来说，资管新规的出台无疑是巨大的打击。不少业内人士认为，行业的分化会越来越大。

资管新规不允许多层次嵌套，通道业务至多仅能套一层。对此，一位不愿具名的业内人士表示，“通道业务模式将发生很大变化：传统的银行理财+信托通道+其他模式，将简化为银行理财+信托主动管理，亦或是银行代销+信托通道+其他主动管理的模式。”

值得一提的是，资管新规中对于资管产品的范畴认定，将财产权信托和单一资金信托排除在外。业内人士认为，这是监管为了防止一刀切引发市场震荡而留的缓冲垫。

百瑞信托博士后科研工作站、研究发展中心陈进博士表示，“虽未囊括其中，但这并不代表为财产权信托和单一资金信托预留了嵌套的空间。一是，这仅仅是征求意见稿，对于资金信托计划如何解释，目前并不确定；二是，从目前监管上看，需要遵循‘实质重于形式原则’，如果是本质上嵌套，形式上为财产权信托和单一信托，很可能被纳入资金信托计划监管。”

此外，资管新规严格禁止了期限错配和份额分级，多位业内人士认为，判断期限错配合规与否要根据具体投向具体分析。在实体经济中不同的项目有不同融资期限，金融要以满足实体经济不同项目的不同需求为基础，辅以不同的投融资模式。债券投资存在一定期限错配问题，整体影响不大。但是，分级限制会产生较大影响，阳光私募等结构化产品将不能再为开展，目前设置劣后级是开放式私募产品非常普遍的增信措施，但新规出台这类交易结构将作废。

净资本计提或将取消

资管新规规定，金融机构应当按照资管产品管理费收入的 10% 计提风险准备金，或者按照规定计提操作风险资本或相应风险资本准备。风险准备金余额达到产品余额的 1% 时可以不再提取。风险准备金主要用于弥补因金融机构违法违规、违反资管产品协议、操作错误或者技术故障等给资管产品财产或者投资者造成的损失，计提方式按照财政部相关规定执行。



需要明确的是，对于目前不适用风险准备金或者操作风险资本的金融机构，如信托公司，《指导意见》并非要求在现有监管标准外进行双重计提，而是由金融监督管理部门按《指导意见》的标准，制定具体细则进行规范。

金融监管研究院院长孙海波表示，本次新规是将资本计提、风险准备金混为一谈。这可能是未来统一监管的思路，也就是在净资本计提和风险准备金中二选一。如果按照这个思路，其实当前信托产品是双重计提，即有类似风险准备金的信托保障基金（资金信托按照规模的1%），也有净资本的扣除要求，比如房地产非标债权1.5%。

某业内人士表示，“就目前信托公司的资本实力，两者都缴压力很大。从新规来看，预计信托将不再计提净资本，而是延续信托保障基金的模式，但缴纳方式会向风险准备金标准靠拢。”

浅谈资管新规下信托公司的应对策略

来源：新华网 日期：2017-11-2

2017年11月17日，中国人民银行等五部委联合颁布了《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见（征求意见稿）》，在强监管时代，信托公司的业务发展规划、具体项目设计、与委托人/受益人（下称“投资者”）关系等各个方面都将面临一系列的挑战。但是与此同时，信托公司也面临着新的发展机遇。

一、发展方向符合监管目标

《指导意见》所确立的监管目标可归纳为：针对资管行业当前存在的多层嵌套、不当套利、脱实向虚等问题，改进原有分业管理模式，稳步推进多种全面、有效的监管措施，严控风险，并最终促使资管行业回到服务实体经济的根本目标。

按照《指导意见》的监管目标，未来信托业务发展方向需要考虑的因素主要有：

1、逐步摆脱对通道业务的依赖

信托公司对通道业务的情感往往是较为复杂的，在诸如证券公司、证券公司子公司、基金管理公司、基金管理子公司等资管机构进入市场后，信托公司通过通道业务所能获取的信托报酬日益缩水。

但是考虑到此类业务操作简单、管理成本较低，信托公司始终将其视为重要的收入来源之一，特别是一些中小型信托公司，更是以通道业务作为主营业务。但是近年来，业内对于



“通道”所应承担的责任有了更多的讨论，“通道担责”的案例也时有发生。信托公司不得不重新考虑通道业务较低的收入与不断提高风险之间的平衡。

此次《指导意见》对通道业务持明确的限制态度：一方面禁止资管机构提供规避投资范围、杠杆约束等监管要求的通道；另一方面规定资管产品仅可再投资一层资管产品，而被投资的资管产品仅可投资公募证券投资基金，不能再投资其他资管产品。

按照上述规定，当前市场中绝大多数的通道项目都存在合规问题，而且信托公司未来能够开展的通道业务也将受到很大的限制。我们建议信托公司在当前宝贵的过渡期内，加强自身的主动管理能力，寻找符合监管方向的业务增长点，尽早降低对通道业务的依赖。

2、审慎确定投资标的

信托计划属于私募产品，相对于公募产品有更大的投资范围。但是这并不意味着信托公司可以完全以利益为导向选择投资标的。《指导意见》中规定了“禁止投资的行业”、“鼓励投资的行业”等内容。表明了监管部门对于资管产品底层资产的关注程度在不断提高。

在这样的监管口径下，以往通过“明股实债”、“股权/特定资产收益权投资及回购”等方式投资房地产等被限制投资领域的信托计划将面临更高的合规风险。

3、逐步适应多部门监管

按照原有模式，信托行业受银监部门监管，除《中华人民共和国信托法》外，如《信托公司管理办法》、《信托公司集合资金信托计划管理办法》（下称“《管理办法》”）等行业内规范性文件均为银监会颁布。而根据《指导意见》确立的按照资管产品类别监管环境下，信托公司有可能需要逐步适应多部门监管。

《指导意见》规定：“金融监督管理部门基于风险防控考虑，确实需要对其他行业金融机构发行的资产管理产品采取限制措施的，应当充分征求相关部门意见并达成一致”，虽然不同监管部门之间的协调方式尚不明确，但是能看出监管部门之间确实在逐步达成妥协和一致。另外“资产管理业务违反宏观审慎管理要求的，由人民银行按照法律法规实施处罚”的规定相当于赋予中国人民银行对资管机构在宏观领域的监管权。

二、加强合规审查

1、谨慎处置资金池业务

早在《中国银行业监督管理委员会办公厅关于信托公司风险监管的指导意见》（99号文）中即规定“信托公司不得开展非标准化理财资金池等具有影子银行特征的业务。对已开展的



非标准化理财资金池业务，要查明情况，摸清底数，形成整改方案，于2014年6月30日前报送监管机构……”。但是在实践中，部分信托公司仍或多或少保留了部分资金池业务，并通过为资金池项目设置开放期等方式延续存续期限。

此次《指导意见》结合资金池业务自身特征，从资金池项目与被投资项目之间期限关系的角度，进一步加强对资金池项目的识别和限制。这也警示信托公司应该更加谨慎地处置资金池业务。

2、部分信托计划将不能再进行结构化安排

信托公司当前主要依据银监会《关于加强信托公司结构化信托业务监管有关问题的通知》，设立结构化信托计划。如《指导意见》正式生效后，《指导意见》中的部分内容将取代前述通知的相应内容，最为直接的影响为：

开放式信托计划；

投资比例超过50%的单一投资标的信托计划；

投资债券、股票等标准化资产比例超过50%的信托计划将不能再进行结构化安排。

我们理解，《指导意见》作此规定的本意在于限制信托公司通过结构化安排，以优先级资金为劣后级提供杠杆，但可能产生的另一影响为信托公司可能也无法通过结构化设计将单一投资标的信托计划融资方的实际控制人、股东、债权人等作为劣后级委托人，为优先级委托人提供额外保障。

3、选择投资顾问的标准有所调整

相比较《信托公司证券投资信托业务操作指引》关于投资顾问资格的规定，《指导意见》额外增加了“具有专业资质”和“受金融监督管理部门监管”两项条件，提高了信托公司选择投资顾问的标准。信托公司将无法选聘不具备资质的机构作为投资顾问，也缩减了信托公司为这部分投资顾问提供资金杠杆的空间。

4、避免出现资金杠杆安排

除上文提及部分信托计划将不能再进行结构化安排，投资顾问也需具备专业资质，《指导意见》又对资管产品的负债比例上限、投资者资金来源作出了限定，进一步彰显了“去杠杆”的决心。在此情况下，建议信托公司在设计信托计划时，充分考虑监管部门态度，避免出现资金杠杆安排。

5. 对新类型信托产品的影响



信托公司为适应日益严格监管环境，近期也积极拓展业务范围，包括试水家族信托、消费信托、保险金信托等。信托公司需结合《指导意见》对已经开展的新类型信托计划重新进行合规性自查。例如以往家族信托中，银行向信托公司推荐客户，信托公司设立家族信托后聘请银行作为投资顾问，银行再建议以信托财产认购自身发行的理财产品的交易模式即存在被监管部门质疑存在多层嵌套等风险。

三、刚性兑付困局

《指导意见》第十八条明确要求“打破刚性兑付”，并提出了刚性兑付的认定标准、处罚措施，甚至规定了有偿举报等制度安排。在《指导意见》其余条文中，也有诸如“出现兑付困难时，金融机构不得以任何形式垫资兑付”的规定。

尽管刚性兑付作为信托公司提供的“隐性保证”，在前期拓展信托业务、缓解（而不是消减）具体项目风险上起到了一定的作用。但是长远来看，除部分项目通过兑付安排，以时间换空间，在实质上化解了风险，刚性兑付更多的是将风险积累于资管机构自身，或转移至其他的金融部门，不利于金融市场的稳定和发展。而且明令禁止刚性兑付，可以促使资管机构更加谨慎履职，从源头上降低了具体项目的风险。

对于信托公司而言，不承担刚性兑付责任虽本是题中应有之义，但是如果监管部门严禁刚性兑付，甚至为此设置了罚则，确实会导致信托公司失去了一个处置具体项目风险的有效手段。《指导意见》中提及的刚性兑付认定标准虽然不能涵盖市场上常见的兑付安排，但是考虑到有“人民银行和金融监督管理部门共同认定的其他情形”这一兜底条款，诸如受益权转让等其他兑付安排也可能被纳入监管范围。

四、长期利好优质信托公司

信托行业资产规模、营业收入、净利润增速自 2016 年 3 季度开始触底回升，2017 年半年报资产规模同比增速达到 33.68%，较去年同期翻倍。但在本轮信托资产增加过程中，主动管理型业务占主导地位，2017H 同比增速达到 51%，远高于代表通道业务的单一信托规模 14% 的增速，因此资管业务征求意见稿中去通道的核心要求并不会大幅拉低未来信托公司资产管理规模的增速。

通道业务对营业收入影响有限。2017 年单一资金信托产品余额约为 11 万亿，若以行业平均千分之一的收费标准计量，上半年约贡献营业收入 110 亿元，占行业营业收入 10% 左右，征求意见稿明确了新老划断原则，因此通道业务的有序退出对行业营收和利润的影响有限。



长期来看，打破刚性兑付将有助于获取承担风险的收益。打破刚兑会让收益率曲线变得陡峭化，过于平坦的收益率曲线无法使承担了风险的信托公司在收益端得到足够的回报，长期来看有利于优质信托公司。

信托专家、经济学家孙飞分析表示，打破刚兑对信托公司和信托行业都是利好，信托业本就没有刚性兑付的义务，只要信托公司没有违规违法，信托项目没有违规违法，没有违反信托合同，投资人就应该自负盈亏，就像买股票一样。未来的信托投资应该要跟股市投资一样，要自担风险，要培育信托投资人和股票投资人一样的意识。

同时他也指出，不刚性兑付也不意味着信托公司可以大意、不去控制风险随便做业务，反而更要严格控制投资风险、资产管理的风险，为投资人利益最大化、价值最大化做最大的保驾护航，同时要争取不出现投资失败或者最少量地出现，这样信托公司才会越做越大越强。

值得注意的是，在对投资者的要求方面，覆盖范围为资管产品，而在信托方面，比此前银监会发布的《信托公司集合资金信托计划管理办法》的门槛有所提高，此次《指导意见稿》要求家庭金融资产不低于 500 万元或者近 3 年本人年均收入不低于 40 万元，且具有 2 年以上投资经历。

对此，孙飞表示，标准提高对于打破刚兑有一定好处，因为投资人承担风险的能力就更强。另外，原来的资管产品证券、基金、期货、保险资产管理机构等各有一套门槛标准，其中信托的门槛较高，现在统一起跑线，对信托是有利的，更公平了。

五、信托公司未来的发展机遇

《指导意见》所确立的强监管原则在短期内确实可能会对信托公司开展业务产生一定的影响，但是从长远看，信托公司同样面临着新的发展机遇。例如：

当前市场上资管机构包括信托公司、证券公司、证券公司子公司、基金管理公司、基金管理子公司、期货公司、期货公司子公司和保险资产管理机构等。以往分业监管模式下，不同资管机构的主管部门、监管内容、口径均不同。

资管机构之间的竞争在一定程度上阻碍了“大资管”业务的健康发展。未来按照资管产品类型统一监管后，各资管机构回到同一起跑线，信托计划作为私募产品，投资范围相对较广，同时信托公司投资方式灵活、多样，牌照优势会更加明显。

《指导意见》一旦正式颁行，商业银行保本理财项目将受到限制，未来民间投资资金将有可能发生分流和变化。对于信托公司而言，需要提早发掘新的资金来源，并加强自身的资



金募集能力。

信托公司逐步降低对通道业务的依赖，回归实体经济，意味着信托公司需要加强自身的主动管理能力，宜提前做好相应的人才培育和储备。另外，严格禁止刚性兑付后，信托公司将承担更高的项目合规审查及风险处置压力，信托公司也可借此机会，提前进行相应的布局和准备。

新资管时代，“虚拟投资管家”成竞争蓝海

来源：中国证券报 日期：2017-11-22

快速攀升的个人财富催大了中国资产管理市场的规模，也催生了中国资产管理市场的繁荣。然而，伴随着资管新规的落地，一个全新的资管时代即将开启，资管机构将重塑竞争格局。

重新洗牌过程中，“那些缺乏战略重心，不具备系统性优势，没有找到卓越的投资技巧、创新产品、收费模式以及分销模式的企业，以及在增长逐步放缓、价格开始承压的情况下不具备规模优势的企业，将在竞争中面临巨大的压力。”德勤咨询旗下的资产管理行业策略咨询公司 Casey Quirk 合伙人级亚太地区负责人陈瑞轩（Daniel Celeghin）近日对第一财经记者表示。

在她看来，未来中国的资产管理市场将呈现两极化，有一些大而全的公司，同时一些小而精的公司也会出现，市场份额会越来越集中在排名靠前的几十家甚至几家公司。未来在激烈的竞争中，企业需要找到明确的定位，目前中国牌照齐全、产品线完整的行业巨头以及销售专家，而以智能投顾为代表的定制虚拟投资管家将成为资管市场未来的一个有成长空间的领域。

加速市场洗牌

近年来，我国金融机构资产管理业务快速发展，规模不断攀升，已经是一个接近百万亿元人民币的市场。

Casey Quirk 报告显示，中国资产管理行业将占据近半数的全球资产净流量，预计中国会在 2019 年成为世界第二大资管市场。预计至 2030 年，中国的资产管理规模将会超过 17 万亿美元。

推动规模快速增长主要是由于包括零售客户和高净值人群在内的个人投资者数字激增，预计到 2030 年来自个人投资者的资产管理规模将占据半壁江山。同时，资管产品的投资额也



将占有可投资资产的比例从目前不足 4%增长至 10%，相当于 90 年代初期美国市场的水平。

但另一方面，资产管理市场规模的激增带来行业的快速膨胀，“也许是为了弥补起步较晚的劣势，中国的资产管理公司以近乎疯狂却又无序的方式发展和演变。公募基金、信托、养老基金、私募基金、广义理财产品和移动端货币市场基金极尽所能超越其他竞争对手，争先恐后地模仿最新热卖产品。成千上万的新公司进入市场，而现有公司则推出更多的产品以努力维持市场份额。”陈瑞轩对记者表示。

不过，这种情况将随着中国资管行业监管的日趋规范而难以持续。近日，中国监管机构联合发布了《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见（征求意见稿）》（下称《指导意见》），这预示着一个全新的大资管时代即将开启，资产管理行业也面临着竞争格局的改变。

陈瑞轩表示，“金融监管对于中国资管市场短期的影响来看，很多产品的规模会缩小、发行的速度以及流动性会降低。但是，长远来讲，通过加强监管，正本清源，提高中国金融市场的透明度，同时引入优质的外资机构，通过竞争重新洗牌，并将重塑中国投资者的投资理念和投资习惯。”

虚拟投资管家成蓝海

Casey Quirk 认为，资管机构应当着重考虑其优势与以下五种模型的契合度：一是国内巨头，也就是具备本地品牌优势，着眼于满足本地投资者对于本地资产类别的需求；二是全球领导者，以世界第二大的本土客户群体作为发展基础，跻身全球排名前十并拥有全面的全球产品的投资管理和销售能力；三是泛亚另类投资专家，在大中华或亚洲地区范围内，专注于非流动资产、私募投资领域；四是国内销售专家，专注于服务大众富裕阶层和高净值人群，为其提供最优秀的投资组合构建和第三方投资产品；五是定制虚拟投资管家，融合基于算法的证券筛选程式和定制型投资组合管理技术，提供以科技为主导的投资方案。

报告指出，采用 Casey Quirk 的五种制胜商业模式的企业将会获得高达 70% 的市场份额。因此国内资管企业应尽快明确其理想的商业模式。

陈瑞轩对本报表示，目前，中国的资管行业不乏牌照齐全、产品线完整的行业巨头以及销售专家，但是在全球领导者方面还没有一家中国企业，同时虚拟定制管家也将是另一个有成长空间的市场。“中国相对较少的监管障碍有助于客户信息的获取与数据分析的流程，进而推动了由算法主导的投资工具的发展。这些投资工具一旦发展起来，使用率将会非常之高，



余额宝就是一个典型的例子，目前已经成为世界上最大的货币基金。”

她还表示，智能投顾这一类虚拟投资管家未来也将具有很大的成长空间。“即便是在美国这样一个资产管理行业比较成熟几近饱和的市场，智能投顾都可以每年增长速度超越 10%，如果套用在中国前景是非常可观的，预计未来的市场份额大概是 5%。”她称。但目前来看，这也是中国市场上还欠缺的一块。一些互联网巨头旗下的科技金融服务公司会比较有竞争优势，主要是因为它们掌握了大数据。但另一方面，资产管理公司拥有投资方面的优势，所以未来互联网公司和资管公司合作的模式将大有前景，微众银行会成为一个比较好的范式。

外资参与中国资管市场热情高

另外一个重要趋势是，越来越多的外资机构将参与到市场竞争中来。近日，中国宣布将进一步扩大金融业对外开放，放宽外资投资中国金融机构的持股比例上限。

前述报告中称，国外资管企业在国际投资方面的优势将会非常吸引成熟的机构投资者以及高净值人群。除此之外，通过引入中国合作伙伴，外企仍有可能获得超额收益，预计海外企业将能够占领 6% 的市场份额。

财政部副部长朱光耀近日表示，中方决定将单个或多个外国投资者直接或间接投资证券、基金管理、期货公司的投资比例限制放宽至 51%，上述措施实施三年后，投资比例不受限制；将取消对中资银行和金融资产管理公司的外资单一持股不超过 20%、合计持股不超过 25% 的持股比例限制，实施内外一致的银行业股权投资比例规则；三年后将单个或多个外国投资者投资设立经营人身保险业务的保险公司的投资比例放宽至 51%，五年后投资比例不受限制。

目前外资机构对于中国资管行业的兴趣很大，主要是看到了未来的市场潜力，不少外资机构已经开始逐渐布局中国国内的资管市场，或是通过战略合作关系，或是希望通过牌照申请。

不过，陈瑞轩建议，外国资产管理公司进入中国市场首先要对中国市场在财务回报、资金募集、本地投资能力方面有清晰且现实的目标；第二，具备灵活的商业模式，愿意适应快速变化的监管环境，比如，建立本地基金结构，申请外资企业牌照；第三，做好扎根中国的打算，在当地任命业务发展高管，并确保产品设计符合投资者意向和需求；最后，要认真考虑并购的可能性，针对能够加速公司成长的各个并购选项，进行评估及优先级排序，收购小规模资管公司、企业合资、向战略伙伴出售股权等。



Company 公司

俞永福：创业者应是乐观的保守主义者

来源：新浪财经 日期：2017-11-19

创业者和投资人就像司机和副驾，都要抬头看路，但也各有分工。前几天，阿里巴巴宣布成立 eWTP 投资工作小组，并由俞永福先生担任组长。这一下司机又坐回了副驾驶。

我们暂时不知道重新回到投资人身份的俞永福先生感觉如何，但捕 Sir 整理了一篇他的文章，关于他如何从投资人转变为创业者，又是如何享受创业过程，并从中总结出自己的一套经验，希望你看过后也能有所启发。

一 步入投资

2001 年，我在深圳的一家小公司工作了三年，一直想去个大点的公司，看一看规模企业的发展路径，所以我就给联想投了简历。联想当时还没有成立投资公司，那是很保密的项目，他们看我也有金融工作的经历，所以就把我招到了联想。

进入联想的第一年，让我做了很多的会议纪要，我从心里来讲是有点烦的，你看我也是名牌大学毕业的，也算是专业人士。后来我理解了，会议纪要是对三会：会听，会想，会说，最基本的训练过程。

在那里，我看到的创业企业不下 500 家，六年的投资过程，像喝了六年的浓缩液，那些 CEO 把对一个产业、一个企业的经营管理，可能是五年、十年的积累，在两个小时之内和你做分享，如果我要从头摸索，自己去积累这些经验，可能一辈子都积累不下来。所以那几年对我的帮助是极大的。

2005 年的时候，我已经在联想投资（捕手志注：后更名为君联资本）工作了五年，马上就 30 岁了。从 25 岁时进入风险投资，我成为联想投资最年轻的副总裁（27 岁升到了副总裁），也创造了很多纪录。到了这个阶段，我就在想我的下一个十年，我的职业生涯、发展方向是什么。

当时我有几个判断。第一，从上个世纪七八十年代开始，整个信息产业保持着差不多十年一次的「产业断代」机会。比如硬件的十年，全球王者是 IBM；第二个十年是 Software，王者是微软，带来了个人计算机时代；2000 年开始经历第三个十年，关键词是 Internet，美国成就了 Google 等等，中国成就了 BAT。



我在联想的那个投资组是投互联网的，我当时总结第四个十年是无线。一直站在岸上了，看着水里游的人很热闹，也觉得痒痒，总想跳进去自己游。当时从投资到实业的成功案例就俩人，一个是沈南鹏，一个是蔡崇信。对我来说，岸上看过了，还是想到水里体会完全不同的感受。我觉得第四个十年如果不抓住的话，会很遗憾。

另外，我看到未来的中国不缺投资人。中国的经济发展越来越快，越来越多外国人的钱进入中国，大家觉得做实业很辛苦，都去做投资人了。我看到中国未来缺两种人：创业家和企业家。这个社会要进步，最重要的推动力是企业，企业强则国家强，所以我去创业。

二 加入 UC

在我的内心，UC 是什么？其实 UC 是我们事业的称谓，是刻骨铭心的，如果用一个关键词的话，我会用「初恋」这个词。

我和何小鹏、梁捷第一次见面在 2006 年初的时候，我还在联想，经过一个朋友的介绍，我从北京专门飞到广州。当时他们递给我的名片，到今天也作为我的珍藏和纪念。这两张名片上两个人都是副总经理，我想投资这件事情肯定是老大谈，就问总经理是谁，他们的回答让我对这个团队有很深的看法。

第一段话，他们说有时候遇到一些客户比较难谈，有不太方便立即回答的问题时，就说我们回去跟老大商量商量。这很聪明，如果你印的名片是 CEO，那客户就说你是老大，你得表个态。

第二段话，说我们两位是产品技术研发，在企业经营管理、市场运作等方面并不擅长，未来我们需要再找一个合作伙伴。可以想一想，我们中国的同事天生有一个特点，大家都有官瘾，当自己能力不足的时候，反应是以后找一个能力强的副总就行了，没人会想给自己找个老大。这很现实。

所以他们这叫有大智慧，而且公司只有十一二个人，这么小的公司就能有这样的想法，我觉得真不容易。技术型创业团队在发展的时候，明显会有天花板，公司发展到一两百人，收入发展到一两千万，公司再也做不大了。为什么？创业者本身成为了企业经营管理的瓶颈，突破不了。

我最早是帮助 UC 的两位创始人争取投资的，但在投资决策会上少了一票。我告诉他们时，他们说，永福，你愿不愿意加入我们一起干？这是个非常偶然的的机会，能创业，我就毫不犹豫跳下去了。



答应加入 UC 之后，2007 年的第一天，我拖着一个行李箱从北京就到了广州。当时我们的办公室在一个很老式的、七八层住宅楼改建的一个园区，办公室在六楼没有电梯。我扛着行李箱就上去了，小鹏和梁捷出来接我，我挥挥手说，等会，让我喘口气。我原来的工作环境在甲级写字楼，现在到了一个老住宅楼，那天晚上我就写了一篇日记，创业从爬楼开始。我保存了很久。

我们开了第一次的全体会，有十五个人，算是宣告了 UC 的第二次创业。我没有那天开会的照片，但是有当天那十五个人一起的照片，一眼看上去，那种青涩，像学生。

从 2007 年到 2010 年，我们的目标是把 UC 发展壮大。在 2010 年，我们看到了在移动互联网上有一个全球化的机遇，但我们内心里知道这其实是很大的挑战：第一，没有一家中国公司曾经成功地走出中国，更多的是失败案例；第二，UC 本身还是创业公司，不知道有没有能力同时打两仗——中国和海外。最终做出这个决定的原因，就是一个词：勇气。创业的时候你看到了机会，也一定有相当多的挑战，这时候能够左右我们前进的，回到原点看看，还有没有坚持当初梦想的勇气。

我后来在每一次重大决策时，都会问一个问题：如果今天回到了创业的时候，无产阶级的时候，如果面对同样的问题，选择是什么。而今天某种角度来讲，我们是有产阶级，所以做决定时，有更多顾虑，这是现实的。所以我们做这些决定时，要更有勇气。

创业者应是乐观的保守主义者，因为如果你面对问题的时候没有乐观的精神，你天天想这事太难了，愁就把你愁死了。而乐观的精神让你看到的更多是机会，而不是挑战。但你实质上还应该是个保守主义，创业路上最大的责任是你带着一票兄弟，你不光是飙车，你车上还坐着人呢，你把这个车撞了，不光是你出事，你一票兄弟也跟着出事。所以从整个企业经营的角度来讲，还是需要你有保守主义，就是对于风险的判断和管理。

三 企业管理

UC 从 2004 年刚创立的时候就非常清楚自己不会做一个软件公司，所以从来没有一天考虑自己的浏览器向用户怎么收费，但我们也不是雷锋，我们得活着，所以 UC 在这儿有一个很重要的基础创新，就是用了云计算架构去做了手机浏览器。

当年我们还不知道什么叫云计算，我们给这个架构起了个名字叫做服务器客户端混合计算技术，用第二个架构做浏览器，这一点让我很骄傲。中国的互联网一直说 Copy to China，很多东西我们都是从美国抄来的。但是这件事情是中国的团队发明的，我们看到 2005 年的



Opera, 2010 年 Kindle fire 的设备, 包括 IE 引入云计算也都是用了类似的技术架构, 这一点作为中国的技术团队, 我们应该有自信, 一定会有自己的技术创新。

传统的互联网的创业, 其实是某一群人创业的机会, 你可以讲是学计算机的, 是学 IT 的, 你可以说他是创客、精英做的一件事情。但是现在来, 所有行业的人都能参与创业的大潮, 我觉得这个真正能够做到大众创业和万众创新。但是越是这样的时候, 越要有敬畏之心。

每个人的内心很多时候其实都处于挣扎和自问的状态, 为什么? 要什么? 其中有一个很重要的点, 你是希望和一伙人在一起, 还是一个人?

我们家兄弟三个, 我最小, 跟兄弟们在一起是一种很快乐的感觉。后来在 UC, 在阿里, 实际上还是有一堆人一起玩, 一起赢, 一起 Happy, 这是特别好的感觉。如果一个人, 我觉得会很孤独。2007 年我就说, 志同道合、分享成功。到了山顶, 你的兄弟还在和你一起 Happy, 我把这视作班长永福成功的标志。如果爬到山顶, 发现四下无人, 我会觉得自己当老大很失败。我很在乎这点。

在一个创业企业里, 保持创业文化是很重要的一点。大家都讲创新, 创新的土壤是什么? 同事们叫我永福, 叫我班长, 都行。原因很简单, 创新的土壤是平等, 当我们能够没有等级的时候, 就不会压抑创新。当年为什么在公司里禁止叫总呢? 我说我也别装, 大家别给我构成压力。叫「俞总」, 那就不能犯错误, 「俞总」说的每句话都要对, 但其实我每天都在犯错误, 创业如果怕犯错误就很难做决定了。

在这种平等的文化里, 你是不是一个合伙的氛围, 我觉得很重要的一点就是看决策文化。决策文化要避免两种倾向, 一种叫「Nobody Can Say No」, 「一言堂」, 所有事他说了算, 其他人的意见都等于 Nothing, 这在早期可以, 但是越复杂风险越高。要不然你就搏, 十件事押对了八件, 但有两件事做不好, 可能这个公司就挂了。

第二种是「Everybody Can Say No, Nobody Can Say Yes」, 讲民主, 大企业病, 坐一圈桌子, 人人都有不同意见, 但「Nobody Can Say Yes」。这是最大的挑战, 因为创业公司面对变化必须要做出决定, 不做出决定就是在等死。今天让你当 Leader, 你就得有更好的解决方案。

在 UC 的时候, 决策文化叫一号位的文化, 是「Everybody Can Say No, Someone Can Say Yes」, 每个人都可以说 No, 但一定要有人说 Yes, 这个人那个业务方向上的一号位。两个原因: 第一, 一号位的同学花了最长的时间思考这个问题, 他的信息量也是最全面的, 所以



应该由他做决定；第二，每次犯错就是在交学费，即使交学费，也给一号位的同学交，因为你不可能代理他的位置。

在很多产品上，我提一二三，他 Say No 了。我唯一需要一件事，反馈。你只要给我反馈，你的决定是什么能快速告诉我，你的决定跟我不一样的情况下，你思考的一二三是什么，你做决定。集权不是问题，问题在官僚，导致信息传递损失了很多，决策的效率大幅度降低。

我把我创业的经验浓缩成四点。

第一，志同道合，你有志同道合的兄弟，会觉得创业的路上是非常非常幸福的事。创业面临最大的风险是什么？不是你的事情选择有问题，你可以调整；不是你有没有钱，有钱没钱可以找资源；创业第一大挑战是团队不和。2006 年我创业的时候，我的朋友和我分享的第一个，永福你面临最大的挑战，在未来如何让大家能够同心。

第二，分享成功，你如果想让你的创业的所有人跟着你走，一定要和大家分享创业的成功。另外，业务要不停上升，这个比你说的很多都管用。再有人格魅力，说再多，你的创业兄弟其实是极明白的，业务往上走，咱们的奔头在哪儿。

第三，不管是对团队，对董事会，对合作伙伴，说到做到。

第四，选对一个正确的方向特别重要，这个方向一定要顺势而为。中国聪明的人很多，努力的人很多，最终成功其实还是要有福气，这个福气的背后是什么？顺势而为，选对一个方向。

四 驾驶和副驾

我曾开玩笑地讲一段话：一个人成功之后，你放个屁都是真理；失败了，你说的是真理，别人听起来都像放屁。这是一段俗语，但我特别想和大家分享的是，不同企业成功的原因百分之八十以上是不一样的，如果照样画葫芦，百分之八十以上的可能是不会成功的。所以当你真正想成功，必须走出一条不寻常的路，而不是沿着那些所谓成功企业、成功人士的路走一遍。

反过来，那些失败的企业或者它们遇到的问题，百分之八十又是相似的。包括企业在经营、成长遇到的各种困惑，当你能够突破这些问题和陷阱，可能就离成功就更近一步了。

创业就像爬山，从 0 到 1，1 到 10，10 到 100，100 到 500。当你突然站在 1 万米的高空去看整个产业，思考的角度和以前是非常不同的。创业时候会看未来两年、三年的机会，站



在一万米高空的时候开始思考产业终局，我们在其中有什么影响或改变。如果没有影响和改变，这事完全可以不做。

我觉得我的名字起得好，永福还是很幸运的一个人。

如果没有做 VC 的六年，创业会很不一样。当你看过 500 家创业公司的生与死，一定会有很多悟道。所以当我自己创业的时候就想，把自己摔死的事情千万别发生。

如果没有经历企业的成长过程，我对于管理的感悟也很难达到一定的高度。在每一个阶段，你有一定体感的时候，对悟道、修术、塑形、取势的感受会更深。

我有两个角色的感受，投资人和创业者，这两个身份像什么，像司机和副驾驶。他们共同点是什么？是要抬头看路，看企业的发展，看环境，看产业的发展。但他们也有很大的不同，创业者会比较忙碌，一脚离合器，一脚油门，一手挂档，一手方向盘。投资人很悠闲，坐在副驾驶，有空和你聊一聊，没空看看风景。

投资人的好处是有权利选择那辆车，到底是坐奥迪还是奥拓。但创业者只有一辆车，如果你的那辆是奥拓，那也是你唯一的车，你要想办法把一辆奥拓开起来像奥迪。其实副驾驶也有他的劣势，我感觉，投资人在投资之前像甲方，一旦投了就像乙方。大家说风险投资，投资给了别人，风险留给了自己，才叫风险投资。

压力在哪儿呢？坐在副驾驶的时候，经常要想，这个车是不是开得太快了，是不是有点危险，会不会撞车，这时候会不自觉的紧张。但紧张又能怎样？难道去抢方向盘吗？抢方向盘估计就车毁人亡了。方向盘关键还得在创业者手里。