



江苏创业投资

JIANGSU VENTURE CAPITAL

2019 年第 10 期（总第 189 期）

江苏省创业投资协会 主办

2019 年 10 月 25 日

创业投资

达晨“硬科技”收获季：3 家被投同日过会科创板.....	3
募投形势严峻、行业红利期翻篇：GP 谋求资本长冬备战术	6
Wework 上市折戟，共享办公企业盈利能力迎考.....	7
对话北极光邓锋：科技投资赛道够宽，VC 要做耐心的资本	11

金融

多家地产背景金融机构“跌跟头” “大白融”暗藏风险还 会暴露多少？.....	14
伪私募产品违约风波不断 强监管促出清“提速”.....	17

资管周刊

争议理财子公司直投非标：实操细则亟待明确.....	19
资管 30 人课题报告发布：十一条参考建议建言资管转型攻坚 战.....	22

产业公司

风暴眼中的电子烟：资本涌动 良莠不齐 27

全球市场

全球顶尖富豪增持房地产和私募 投资策略更多转向均衡保
本 30

新健康

三个涨停金字火腿收获问询函 人造肉仍待市场验证 32

科报视点

“10万+”网文分分钟刷出来 仅靠网络监管挤不干“注水”
爆款 36

高端智造

江苏石墨烯产业集群高速增长 39

达晨“硬科技”收获季：3家被投同日过会科创板

科创板开启了硬科技投资的春天，自主可控与进口替代将成为未来股权投资的主旋律。”刘昼表示。

10月23日，科创板上市委审议通过广东华特气体股份有限公司、广东紫晶信息存储技术股份有限公司、南京万德斯环保科技股份有限公司、北京龙软科技股份有限公司的首发上市申请。

四家企业中，紫晶存储、万德斯环保、龙软科技是达晨财智的被投企业。在此之前，达晨财智投资的沃尔德、安博通、热景生物已经登陆科创板。

“科创板开启了硬科技投资的‘春天’，自主可控与进口替代将成为未来股权投资的主旋律。”达晨财智创始合伙人、董事长刘昼在达晨2019年经济论坛表示。

达晨财智是国内第一批按照市场化方式成立的本土创投机构，目前共管理23期基金，管理基金总规模近300亿元；投资企业近500家，成功退出146家，其中84家企业上市，65家企业通过企业并购或回购退出。

21世纪经济报道记者在前述论坛上了解到，达晨财智2019年不但在硬科技和消费升级领域持续深耕，还在基金管理和退出方式作出了新的探索。

正如达晨财智执行合伙人、总裁肖冰所说：“我们只想做最好的，而非最大的创投机构，把基金的每一分钱当作自己的钱对外投资。”

硬科技的“春天”

今年7月22日，超硬刀具供应商沃尔德作为科创板首批企业之一在上交所敲钟。。

沃尔德成立于2006年，主要产品及服务定位于全球高端超硬刀具市场，专注在超高精密和高精密超硬刀具及超硬材料制品的研发、生产和销售业务。

达晨财智在2011年通过其管理的达晨银雷基金投资沃尔德，是公司上市前的第二大股东，本次发行前的持股比例为6.27%。

热景生物在达晨的投资组合中也颇具代表性。今年9月30日，热景生物在科创板上市，成为“科创板体外诊断第一股”。

达晨财智是热景生物最早的机构投资人，通过管理的达晨创泰、达晨创恒、达晨创瑞共计持有热景生物 16.47% 的股权，位列公司第二大股东，达晨财智合伙人齐慎出任热景生物董事。

据 21 世纪经济报道记者了解，达晨财智在热景生物上市前曾通过老股转让的方式实现小比例退出，已实现的现金回报覆盖了早前的投资成本。2017 年底投资时，热景生物的公司估值为 8.5 亿元；按照 10 月 23 日的收盘价计算，达晨当前所持股份的价值仍超过 5 亿元。

2019 年是科创板“元年”，也是创业板开板整 10 年。曾经的创业板首批 28 家上市企业中，达晨财智即凭借亿伟锂能、爱尔眼科和网宿科技“独中三元”，成为创业板开闸的大赢家。

如今，前述企业的营收和净利润增长在同期创业板上市企业中处领跑位置。从市值上看，爱尔眼科的市值已经突破千亿元大关、亿伟锂能和网宿科技的市值分别为 320 亿元和 240 亿元。

做时间的朋友

早前曾有机构统计，第一批科创板上市企业从成立到 IPO 的时间平均是 12 年。肖冰总结道，这是长期艰苦奋斗的过程，也是厚积而薄发的过程。

科创板开启了硬科技投资的“春天”，过去四个月达晨系企业的耀眼表现是基于团队在过去 19 年在科技创新领域的深耕。

在达晨的投资原则中，是否具有真正的核心技术是选择项目的重要条件。梳理达晨财智的投资组合可以发现，这家老牌本土 VC 已经布局了一大批硬科技项目，与科创板的“三个面向”、“六大行业”高度吻合。

达晨财智聚焦于 TMT、消费服务、医疗健康、节能环保领域以及军工、智能制造、机器人等特色细分行业，这些行业赛道可以归纳为两大主题：科技创新和消费升级。

截至今年 10 月 18 日，科创板受理企业 165 家，其中达晨投资企业 10 家、占比 6%，位居行业前列；已挂牌上市企业 34 家，其中达晨系企业有沃尔德、安博通、热景生物 3 家，占比 9%。

刘昼透露，预计年底还有多家企业申报，明后年还有数十家企业申报。

硬科技投资的相关赛道中，随着 5G 和人工智能进入大规模城市应用阶段，新的投资机会还在不断涌现。达晨财智华东片区人工智能与信息安全行业合伙人窦勇在年会的行业分论坛上表示，投资人并没有逃离 AI 赛道，只是更加理性了。

窦勇具体介绍说，“投资人会更看重人工智能企业的本质，也就是场景落地的应用能力，包括什么场景、有没有可复制性、场景是以什么商业模式呈现在大众面前等等。”

基金管理的创新

科创板对于 PE/VC 机构的一大利好是提供了早期科技投资的退出通道选择，让投资机构有机会将资金配置到更广的投资阶段和行业赛道。

据 21 世纪经济报道记者了解，除了在硬科技和消费升级两大主题上的持续深耕，达晨正在基金管理和退出方式上进行新的尝试。

2019 年随着人民币基金募资难的持续，DPI（投入资本分红率）成为人民币 LP 考量 GP 基金管理团队的又一核心指标，对应的是当前市场环境中出资人的资金流动性需求。

面对出资人“落袋为安”的心理，达晨财智今年的投资复盘会打破了过去的行业团队汇报模式，开始以“基金”为单位进行分析总结。这意味着，通过不同基金在不同轮次进行同一个项目投资的情况下，达晨将选择以更为多元化的方式实现退出。

在已上市项目退出管理中，达晨的退出策略是在项目解禁后在严格遵守减持新规的前提下，尽快为 LP 分配利润，剩余股份退出视市场表现择机进行；未来，团队还有望在项目减持完毕后通过定增的方式“接力”长期看好的已上市项目。具体退出方式方面，除了常规的 IPO 退出，达晨财智在通过与上市公司更为广泛的合作寻找通过并购实现退出的可能，也在探索通过 PE 二级市场实现老股退出的可能。

“我们正在与不同性质的资金合作，共同提高市场的流动性。我们虽然还没有设立专门的‘S 基金’，但和行业主流的‘S 基金’都保持着密切合作，私募股权基金周期长、流动性弱，但我们正在通过一些创新的模式，提高基金的 DPI 和流动性。”达晨财智投资人关系部总经理刘畅补充说。

来源：21 世纪经济报道

募投形势严峻、行业红利期翻篇： GP 谋求资本长冬 备战术

由于资管新规影响延续等因素，2019 年中国股权投资市场的募投环境相比 2018 年更加严峻，双降形势加剧，行业红利期已然翻篇。

根据 CVsource 的统计，2018 年有 862 只基金完成募资，总规模达到 1245 亿美元，相比 2017 年时的 2290 亿美元，降幅超过 40%。2019 年截至 Q3 末，有差不多 350 多家基金完成募集，总规模达到 970 亿美金，预计 2019 全年的数据会继续低于上年。在投资方面，2018 年市场的投资总规模为 2170 亿美元，2019 年前三季度仅为 768 亿美元，约为上年的 35%。

“GP 手上的子弹更少了，他们扣动扳机的次数越来越少、越来越谨慎，投资的项目也越来越集中。”10 月 23 日，在第 13 届中国投资年会·有限合伙人峰会上，投中信息创始人/CEO、投中资本管理合伙人陈颖说。

与此同时，股权投资行业正在持续分化，头部效应越来越明显。今年以来，前 10 大基金的募资规模，甚至占到整个市场募资规模的 65%左右。

在这种情况下，GP 们该如何备战资本长冬？

德同资本创始主管合伙人田立新表示，从 GP 角度来看，现在确实感觉到是大浪淘沙。即使是头部 GP，募资也要比以往花更多的时间。他认为，GP 要做的就一件事，拿着 LP 给的资金让它产生更大的价值，给 LP 好的回报，让整个创投生态系统形成完整闭环。在外界环境不可控的情况下，GP 更应该踏踏实实做好这件事。

华映资本创始管理合伙人季薇表示，在下行经济周期中，上游的资金在减少，GP 募到的钱少了，投出去给企业的钱就更少。无论是企业还是 GP，都要有长期作战的准备，要充分考虑安全边际。同时，企业和投资机构本身圈定自己的核心能力圈，找到自己的边界，然后建立壁垒，也是非常重要的。

比如华映资本内部也有认知提升、能力培养、经验积累的过程，团队前五年在文化、内容领域有三分之二的投入，但在第二个五年，华映团队在消费、科技投资上加大了比重。到现在这个时间点，可能第一批投资的公司已经脱颖而出，成为行业的龙头。华映也可以跟他们一起去做上下游的布局，进行更深度的学习和投资。

“任何困难的时候我们还是要有信心，信念是特别重要的。”季薇说，保持狼性和学习能力是永恒的，前进也是生存的唯一方式。

在具体解决募资难问题上，季薇谈到，华映资本非常看重去找更多有出资能力以及战略方向上更协调一致的长线资金。华映资本从五六年前开始 LP 就是纯机构投资者人，同时团队也拿到了保险资金的支持。

“当然最本质的还是做好投资，才能得到更多 LP 的认同，大家才能长期走下去。”季薇透露，华映以往的机构投资人到新基金募集时的转化率在 50%左右。抛开一些有持续出资问题的机构，其实转化率是非常高的。

站在 LP 的角度，元禾辰坤合伙人王吉鹏认为，目前来说，中国其实不需要那么多的 GP，现在经历的是自然淘汰过程。好的基金还是能融到钱，想成为好 GP 还是要在核心投资策略、方法论、人员的配置、成员的背景经历等方面，比以往做得更细致、更专业。

来源：21 世纪经济报道

Wework 上市折戟，共享办公企业盈利能力迎考

即使是优客工场、氩空间等国内共享办公头部企业，仍在盈利性上饱受质疑。此次 Wework 的 IPO 折戟，再次将“表面风光”的共享办公行业企业拉回到现实中。

唇亡齿寒。Wework 的上市受阻，对国内共享办公企业来说，同样意味着考验的来临。

近日，美国第二大独角兽、共享办公鼻祖 Wework 正式发布声明称，公司将撤回招股说明书，推迟公司 IPO。这家估值最高时达到 470 亿美元的明星公司，正因成立 9 年来的迟迟不盈利而饱受二级市场投资者的质疑。

在开启上市进程后，Wework 的估值被不断下调至仅 100 多亿美元。如果按此估值上市，软银愿景基金等投资方或将血本无归。在诸多压力之下，Wework 不得不选择推迟 IPO，把精力集中在核心业务的经营上。

“在我们看来，为没有实现盈利的企业提供慷慨资金的日子已经结束了。”摩根士丹利首席美国股票策略师威尔逊 10 月 6 日如是说。投资者已经表明，他们不再愿意为过度投资买单。这也意味着科技企业和其他高增长软件类股将面临困境，并将给整体市场带来压力。

国内共享办公企业日子同样也不好过。梅花天使创始合伙人吴世春对 21 世纪经济报道分析称，以前因为有 Wework 的高估值在那，国内的共享办公企业做得风生水起，他们以自身业务是 Wework 的几分之一来寻求相应的融资估值，是比较合理的。一旦对标的 Wework 估值大幅下跌甚至陷入困境，这对国内共享办公企业来说也意味着考验的来临。

对上市退出的角度来说，另外一位关注共享办公行业的投资人对 21 世纪经济报道表示，如果 Wework 在美国成功上市，中国的共享办公头部企业优客工场、氪空间等，未来去美国上市也比较顺理成章。但现在如果 Wework 都被二级市场质疑，国内的共享办公企业可能得考虑内地资本市场或香港市场上市。但香港市场的流动性不是特别好，A 股市场需要排队且有利润要求。科创板的硬科技标准对共享办公企业来说，可能又没有那么匹配。所以整体来看，都不是特别理想的退出渠道。

面对这种情况下，共享办公企业该如何完成自我救赎？



上海 WeWork 威海路中国首家旗舰店。-IC photo-

共享办公：从快速兴起到并购整合

共享办公发端于解决企业用户的跨区办公、标准化方案以及办公区域的弹性需求，能够有效降低用户的资本开支，并通过集中化统一管理提高运营效率。近年来，由于自由职业群体的兴起和移动化办公的浪潮，共享办公的需求愈加旺盛。

2010 年在美国创办的 Wework，是共享办公行业的先行者。五年之后，毛大庆的优客工场、潘石屹的 SOHO 3Q 才逐渐崭露头角。中国在 2015 年进入共享办公元年，大量资本和创业者涌入，这背后有共享经济大潮的推动，也迎合了“双创”背景下初创企业的办公需求。

万柳朔曾是共享办公赛道中的一名创业者，他在 2015 年创办的无界空间拿到了梅花创投、青山资本、经纬中国等的早期投资，迅速进入行业第二梯队。

但在 2018 年，随着市场竞争的愈加激烈，无界空间与优客工场进行了合并，正式交由优客工场管理。万柳朔则开始二次创业，全心扑在“inDeco 领筑智造”上，后者为一家以互联网+公装为核心业务的办公空间设计装修公司。

“当时我们判断，做共享办公是很需要资本支持的，我们在其中只能算是第二梯队的玩家。在这种情况下，我们宁愿跟第一梯队的玩家合并，然后再在公装领域寻找新的创业机会。”万柳朔对 21 世纪经济报道说。

反思当时在共享办公领域的创业经历，万柳朔认为，年轻创业者可能并不太适合追风口。因为追风口需要两方面的核心能力：一是，利用资本的能力；二是，在公司迅速扩大规模后的全盘掌握能力，这两点对年轻创业者来说都不占优势。反之，在一些又苦又累的行业领域，年轻创业者运用新思路和新技术，却可以抓住别人看不到的机会。

对 90 后万柳朔来说，从共享办公到公装是一种更接地气的延伸，并且让他能够利用上此前积累的企业资源和人脉。对 60 后毛大庆来说，从万科到优客工场，是一种既顺理成章又充满挑战的选择。

他的雄心和号召，让优客工场迅速聚拢了大批资本和关注度，成为共享办公领域最闪耀的明星。在 2018 年的行业整合浪潮中，优客工场收购了洪泰创新空间、无界空间等品牌，估值一路快速蹿升。

但即使是优客工场、氦空间等头部企业，仍在盈利性上受到质疑。此次 Wework 的 IPO 折戟，再次把这个问题拉到人们眼前。

盈利受考：单体模型成立但整体盈利难，忌盲目扩张

共享办公算得过来账吗，为什么大量企业仍在持续亏损中？不少从业者和投资人对 21 世纪经济报道表示，当企业非常谨慎小心地去经营这门生意，是可以打平，甚至赚取一些利润的。但当企业拼命扩张的时候，前期的巨大投入，让它变成烧钱的生意。另外，如果市场上一下子有了太多共享办公空间形成竞争，同样会很难赚钱。

弘毅投资是 Wework 的投资方之一，对于 Wework 的亏损问题，弘毅投资董事长、总裁赵令欢在今年 6 月份接受媒体采访时曾表示，“在我们的投资决策时点，Wework 在全球拥有 50 多个办公空间、4 万多会员，目前拥有超过 400 个办公空间、超过 40 万名会员。这都是在短短三年时间内发生的，它的变化还在加速。对于亏损问题，我认为这是 Wework 为继续实现战略领先和超前布局所进行的长期投入。”

优客工场执行总裁孙亮在 8 月份接受媒体采访时也坦言，共享办公确实处在行业起步期，优客工场也处在扩张期，的确需要大量投资，加上投资回报周期长的特点，前期的确会出现盈利难的问题。但随着社区固定成熟之后，优客工场将具备稳定的盈利模式。

“共享办公本身还是有价值的。”吴世春对 21 世纪经济报道说，而且中国市场还有一定的特殊性，就是拥有大量的小型创业公司，这在全世界范围内都是排名第一的。对它们来说，共享办公模式有着不可替代的价值。相比传统写字楼，入驻共享办公空间更加灵活，而且初期成本较低，拎包就可以入驻办公。

不过吴世春认为，这种价值不一定是按照所谓的科技公司来看待。它相当于资产重新配置的概念，用长期租约的形式获取存量资产后再进行短期出租，从而赚取长期租约和短期租约间的差价。

所以说，如果共享办公企业能够拿到好位置的物业，踏踏实实的把每个点做好，单体经济模型还是能够成立的。但企业如果一味迎合市场把规模做大，进行不切实际的扩张，可能会入不敷出，算不过来账。

同时，资本市场本身的风向也发生了很大的变化。原来企业有高增长、高市场占有率，容易在融资时获得资本市场的认可。但现在投资人更关注的指标是，企业有没有好的现金流、毛利率和高人效。

很多共享办公企业在租金收入之外，希望通过增值业务、会员费收入赚钱，常常谈及这块业务的想象空间。但吴世春认为，目前来看，租金仍是共享办公企业的主要收入，希望做大增值业务收入来做大蛋糕，条件仍然不够成熟。

“租金收入是最刚性的部分，增值业务收入不太稳定，规模也远不如租金收入。同时，增值业务需要的人力成本投入比较高，社会上也还有很多可替代的产品和服务。”吴世春说。

莲花资本创始合伙人邱浩对 21 世纪经济报道表示，越来越灵活的共享办公形态是趋势，办公室会从垄断独立走向开放共享。但趋势本身并不带来效率的极大提升，所以共享办公相比原来出租办公室的形式，并不会额外赚很多钱，它面对的依旧是投入大、周期长、利润并不那么高的产业。

“但空间是互联网最后改变的地方，可能三五年之后，随着 5G、IoT、人工智能技术的成熟应用，空间会成为人们连接的入口，到时带来极大的效率提升，显现出远期价值。”他说。

来源：21 世纪经济报道

对话北极光邓锋：科技投资赛道够宽，VC 要做耐心的资本

9 月的最后一个工作日，网络安全山石网科在科创板挂牌交易。按照 10 月 9 日的收盘价计算，山石网科的市值接近 80 亿元人民币。

山石网科从成立到上市走过了 13 年，背后还有一家陪伴 12 年有余的机构投资方——北极光创投。

山石网科是北极光创投第一期基金的项目，也是继安集科技、沃尔德首批登陆科创板之后，北极光创投的第三家科创板上市企业。

北极光创投创始人、董事总经理邓锋与山石网科联合创始人、董事长罗东平相识于上世纪 90 年代。邓锋是 NetScreen 的创始人，罗东平作为核心创始团队成员参与了 NetScreen 的创业和成长历程。

“他们是 NetScreen 时期的战友，也是我终生的朋友。”2007 年，邓锋在北极光创投的投委会上坚持了对山石网科的投资决策，成为山石网科的第一家外部投资机构。

到 2011 年山石网科进行 2700 万美元的 C 轮融资时，公司估值较北极光投资时就已有五倍的增长。如今，北极光创投最初的 1500 万美元已经通过老股退出实现数倍现金回报，在企业上市后仍持有超过 17.6 亿元未兑付的账面回报。

山石网科创始团队回到国内服务本土客户后并非一帆风顺，他们在成立之初一度仍以硅谷文化管理企业、经营客户，也亲历过国内网络安全领域劣币驱逐良币的蛮荒时代。

参与和见证了山石网科十余年的成长，邓锋的喜悦溢于言表，他说，“我们不会到(解禁)期就卖掉，这类企业的后劲特别大，上市只是公司的里程碑之一。”

投资 NetScreen 系创业

山石网科成立于 2006 年，五位前 NetScreen 工程师整装从硅谷回到中国，一头扎入到网络安全领域。

罗东平一次接待清华校友时表示，NetScreen 的成功给了华人工程师很强的心理支撑。“我后来一直认为，跟随邓锋师兄的创业经历赋予了我们一笔巨大的精神财富。”

和很多 NetScreen 创始团队成员一样，罗东平毕业于清华大学。他 1983 年入学，在清华读完本科、研究生，短暂工作后赴美国加州大学圣地亚哥分校攻读电子工程硕士学位。

NetScreen 是华人工程师在硅谷创业的标杆式存在。《弯曲评论》创始人陈怀临在 2000 年底加入 NetScreen，他曾在微博撰文《NetScreen 的往事》写到，“NetScreen 是中国工程师在硅谷第一次以集体的形式在主流系统设备市场冲锋的一次。”

NetScreen 成立四年即登陆纳斯达克资本市场，后在 2004 年被 Juniper 以 42 亿美元的价格收购。这相当于同期新浪、网易和搜狐三大门户的市值总和，这时，阿里巴巴刚获软银等四家资方的投资、百度正要引进谷歌的战略投资、腾讯港交所上市正箭在弦上。

以 2005 年为始点，NetScreen 的核心团队成员纷纷开启新的职业征程：尼尔·祖克(Nir Zuk)和毛宇明成立了 Palo Alto Networks、刘长明带队创办艾诺威科技(Aerohive Networks)、童建和罗东平等回国创立了山石网科(Hillstone)。

NetScreen 系创业企业中，山石网科、艾诺威科技、Shape Security、ServiceWall 等都获得了北极光创投的投资。

邓锋不否认对山石网科的投资有感性因素在，他清楚明白，当时的山石团队需要时间去理解中国本土市场，也做了和团队共同“交学费”的心理准备。

从财务数据上看，山石网科 2018 年的营业收入达到 5.66 亿元，净利润为 7218 万元，上市当天的市值超过 80 亿元。北极光创投无意在禁售期结束后迅速退出，在邓锋看来，网络安全是前景可期的常青行业，上市仅仅是山石网科发展路上的重要节点之一。

在锁定期后仍长期持有项目股份的在 VC 行业是少数派的行为，在北极光创投却不是个例。

2015 年底，中科创达在深交所创业板挂牌，发行价为 23.27 元。三年过后，中科创达的股价已经上涨 59%达到 36.93 元，北极光创投仍未进行大规模减持、邓锋也还在公司董事会上。

钟情技术信仰者

2005 是中国 VC 行业的重要年份，包括红杉中国、蓝驰创投中国都是在这一年成立，Accel Partner 和 IDG 资本（时为“IDG VC”）合作了中国成长基金。

也是在这一年，邓锋从硅谷回到北京，身份从工程师转变为风险投资人，公司的第一间办公室落地在清华科技园科技大厦。

成立北极光创投之前，邓锋接到多家硅谷 VC 机构邀请，与他们合作成立中国基金。邓锋选择了难度更高的方式，以独立的基金品牌进行投资。这期基金得到来自 LP Greylock Partners、NEA、普林斯顿大学基金会等顶级美国机构投资人的支持。

NetScreen 在上市之前曾获得 Sequoia Capital、Spectrum Equity、Capital Guardian Funds、GE Capital 等老牌机构的支持，邓锋自然了解风险投资对创业者和创业环境的价值所在。极光创投成立后，也将重点放在了对科技初创企业的支持上。

梳理极光创投的投资组合可以发现，这家以科技和早期著称的投资机构在一期基金时只投资了汉庭酒店一个消费项目，二期基金投资的消费类项目也只有酷我和百合网。时至今日，从投资案例数量来看，企业级服务仍在投资组合中占据最大比例。

山石网科是典型的创新型高科技公司，成立以来一直专注于网络安全领域前沿技术的创新。罗东平如此描述认识的极光创投和邓锋：“我们是技术的信仰者，极光一直和我们这群人在一起。VC 支持企业五年、七年的并不少，他们已经支持了我们 12 年。”

回望过去十年，中国企业级服务的市场规模不断增大，商业环境的发展也让好产品有机会脱颖而出。

这样市场环境中，极光创投判断市场规模、创始团队、创新壁垒这三大通用创业要素的基础上，还在技术服务领域细化出“一个市场、三个产品、九个技术”的理论。

“一个市场是指一类的客户，服务好他们需要三个产品，在背后会涉及到九个技术来支撑。很多创业者弄反了，认为自己的技术足够强，可以仅以此做出多个产品服务不同领域的客户。”邓锋介绍说。

耐心的资本

山石网科是极光创投一期基金的项目，也是同期基金的少数未退出项目之一。这期基金成立于 2005 年 10 月，规模为 1.22 亿美元，投资的项目包括汉庭酒店、展讯科技、红孩子、山石科技、艾诺威等。

NetScreen 从成立到上市用了四年时间。邓锋知道中国的网络安全市场还在发展初期，公司要登陆资本市场会需要更多时间。

邓锋以为也许要六年，最终用了整整 12 年。山石网科在早些年的上市目的地是放在纳斯达克，2015 年战略新兴板推出后即决定回归境内资本市场。数年的期待后，公司在科创板上市，完成又一个里程碑。

总结对山石网科的投资，邓锋说：“科技投资需要有耐心的资本。这个跑道足够宽足够长，只要你沉得住气，就能迎来好的回报。”

过去的 15 年中，极光创投“科技、早期”的定位一直未有变化。如今，他们仍持守着对早期投资的专注，“今天投下去的项目，市场爆发可能要五年之后。等大浪到再去投资？Too late，抱歉。”

根据过往投资数据, 极光创投近八成的项目都是 A 轮及以前, 在山石网科、APUS、中科创达、燃石医学、安集微电子、宏杉科技等项目中都是最早的机构投资方。

极光创投坚守早期的底气在于背后的长线资本, 他们的 LP 出资悉数来自包括大学捐赠基金、养老基金、基金会在内的长期机构投资人。

美元机构 LP 能够接受长达 14 年甚至更久的基金期限, 这让 GP 团队能够有更多的时间陪伴企业成长; 对于 LP 们来说, GP 团队在基金延长期内不收取管理费, 可以既定资金成本获得更高的投资回报。

极光创投的特别之处还在于邓锋和团队在财务回报之外的追求, 比如邓锋以个人身份对未来科学大奖的支持、支持西湖大学创校、将在兆易创新项目上的投资所得捐赠给母校清华大学, 极光创投团队自 2007 年发起 VC/PE Trek, 每年从七所世界顶级商学院中选拔 50 位有志加入 VC/PE 行业的高材生与中国的投资机构对谈, 还从 2009 年开始历届清华公益创业大赛的支持等等。

“赚钱是越多越好么? 不见得。早期投资是雪中送炭不是锦上添花, 能带来更多的精神愉悦。”邓锋说, 他更愿意在大浪到来之前就与优秀创业者们并肩在一起。

来源: 21 世纪经济报道

金融

多家地产背景金融机构“跌跟头” “大自融”暗藏 风险还会暴露多少?

据 21 世纪经济报道记者不完全统计, 排名靠前的三十多家房地产企业均不同程度上涉足金融业务, 其中金融牌照齐全的包括恒大、万达、佳兆业、绿地等, 这些公司大多控股或参股银行、保险、P2P、小贷公司等。

近日, 又有两家金融机构爆出风险问题。一是港股上市公司 51 信用卡突遭警方调查, 后续进展称主要涉及外包暴力催收; 另一则是, 保险公司百年人寿遭监管进场调查, 或涉及股权、违规资金运用等问题。

此前不久，安信信托、包商银行等也因风险暴露较多，目前处于风险处置阶段。

近期暴露风险的多家金融机构背后都有一个共同点，均有地产公司的背景。究其原因，与地产集团多年前快步布局金融版图，以及当前房地产市场低迷有关。

从暴露风险的金融机构具体业务模式上看，手握各类金融资质的金控集团，难免涉及自融。“虽然监管有明确规定，但穿透来看，很多产品募集的资金都涉嫌流向了地产公司自己的项目，只是交易结构上设计的没问题。”一位熟悉金融市场的人士对 21 世纪经济报道记者表示。

地产爱金融

百年人寿近期频繁遇困境，偿付能力不足遭遇评级下降，股权转让几经坎坷未能落地，近来又或因股权问题、违规使用资金等被监管进场检查。

百年人寿是一家中型保险公司，于 2009 年在大连成立，是东北地区首家中资法人机构寿险公司。工商资料显示，其大股东为万达集团，持股比例 11.55%；其他股东也多以房地产企业为主，包括新光控股、大连城市建设集团有限公司、大连乾豪坤实置业有限公司以及大连国泰房地产开发有限公司等。

其第二大股东新光控股也深陷债务危机，所持 10.26% 股份被全数冻结。

今年以来，这家保险公司一直处于股权转让纷争中，意向接盘方也是房地产企业。去年底绿城房地产发布公告称，将收购万达所持百年人寿股份，最终该笔交易以失败收场。而 2019 年 8 月，百年人寿又公告称，奥园集团拟从原股东大连城市建设集团、大连乾豪坤实置业以及大连国泰房地产开发有限公司受让 10.8 亿股份，目前尚未获得批复。

据公开数据，百年人寿近年来在监管达标上颇有压力。今年二季度偿付能力报告显示，核心偿付能力充足率和综合偿付能力充足率分别为 84.6% 和 111.67%，较 2017 年和 2018 年持续下降，评级为 C，接近监管红线。

2017 年以来，保险业自上而下进入一轮强监管，其中一个重点整治问题是股权问题。在此之前，房地产企业对保险公司的青睐已现端倪，在多家新成立的保险公司中，最主要的发起股东为房地产企业。2016 年，新成立 21 家公司，其中超过一半的发起人股东中包括房地产企业；另外，在新开业的几家公司中，也存在多个引入房地产企业股权的情形。

地产公司青睐的不止是保险。此前安信信托于今年 6 月份披露，2018 年 1 月 1 日至今年 5 月 20 日期间出现违约或延期兑付的信托产品数量有 25 个，涉及金额约 117.6 亿元；近日又收到上交所的问询函，对违约产品的情况、股权冻结等问题进行关注。

安信信托的实际控制人高天国，以地产起家，2002 年掌控安信信托后，该信托公司业绩快速增长，一度成为行业龙头，但 2018 年以来却出现业绩大变脸。

一位业内人士对 21 世纪经济报道记者表示，安信信托依靠股东背景，以房地产业务为主，在广东地区拿了很多周期长、资金体量大的老城改造项目，但由于政策变化，这些项目迟迟难以开工获得回款。

另一消息人士对记者指出，目前上海银监的监管人员每天都在现场与公司人员一起处置风险项目。

10 月 22 日，安信信托人士对 21 世纪经济报道记者表示，目前公司自己在主导处理风险项目，这个过程确实跟监管保持沟通。问题的关键在于，房地产市场低迷，如何在尽快拿到资金与尽量公允的市场价格之间平衡。

大自融暗藏风险

房地产企业布局金融，十年前就已开始。究其目的，一是为了获得金融行业的投资收益；二是在企业规模膨胀之后，自身对资金需求越来越大。据 21 世纪经济报道记者不完全统计，排名靠前的三十多家房地产企业均不同程度上涉足金融业务，其中金融牌照齐全的包括恒大、万达、佳兆业、绿地等，这些公司大多控股或参股银行、保险、P2P、小贷公司等。

近几年，房地产企业金融化的迹象愈发明显，一个典型表现是，人才在两个行业中无障碍流通，房地产企业以高薪大量从金融机构“挖人”，尤其在当前金融去杠杆背景下，不少银行、信托的业务经理流向了房地产的融资部门。

一位熟悉房地产融资市场的人士对 21 世纪经济报道记者表示，虽然监管部门对于金融机构资金的运用有明确要求，但市场有规避的渠道，很多房企通过所控制的金融机构发行产品，穿透来看最终流向了项目。最普遍的做法就是，自建或在外部寻找一个表面上没有股权关联的壳公司，作为融资主体，融到资金再转至房企。

据上述人士透露，主要有两种形式：有的是房企内部人士在外自建壳主体，只要满足表面上没有关联关系即可；第二种需要外部去找符合条件的壳公司，因为有些资金投资运用有门槛，比如很多保险资金对融资主体就有 AA 以上的门槛要求。“会跟对方谈好，成本费用都从房产公司出，有时候也会给一些‘通道’费用。”

据 21 世纪经济报道记者了解，某家金融牌照较全的地产公司近期从市场上通过此种方式，从自己控制的一家寿险公司中“融资”了 100 多亿资金。

除此之外，房企也会通过旗下金融机构发行资金池类产品。比如，深圳某家地产企业，目前在市场发行了诸多期限灵活、收益固定的私募资金池类产品。

来源：21 世纪经济报道

伪私募产品违约风波不断 强监管促出清“提速”

随着金融监管趋严，针对不合规金融业务的出清，正从互联网金融延伸到私募基金领域。

10月21日晚，中国证券投资基金业协会发布公告称，注销山东龙元建投投资、北京摩根盛通基金、上海利成股权投资、财商通（厦门）资产等12家不能持续符合管理人登记要求的私募机构。

在业内人士看来，这是相关部门逐步出清“伪私募”的最新举措之一。

早在10月17日，证监会主席易会满主持召开私募股权和创投基金座谈会上指出，当前私募股权基金行业面临难得的发展机遇，将采取四项举措促进行业发展，包括逐步出清“伪私募”、抓紧修订私募基金监管办法、建立分类备案机制、推动完善私募股权基金税收政策等。

在多位私募基金业人士看来，当前伪私募现象必须得加快出清，因为它对整个私募基金行业发展的负面冲击日益剧烈。原因在于，一方面它大量创造涉嫌自融、资金池业务的产品，导致违约事件不断，令私募行业形象受损，另一方面，缺乏对合规投资者进行审核，甚至纵容散户投资者以拖拉机账户形式进行投资，放大了投资者投资风险。

不过，要彻底出清伪私募，难度不小。

伪私募产品违约风波不断

多位私募基金人士透露，伪私募现象的兴起，主要是在前些年相关部门将基金销售牌照申请发放工作下放给地方证监部门后。

当时不少民间金融机构看到其中政策套利的操作空间，他们在获得基金销售牌照后，就自己发行大量私募产品向证券基金业协会备案，然后向广大投资者销售。但事实上，这类私募产品大多涉及自融或资金池业务，均打着保底高息收益与刚性兑付概念“招摇过市”，吸引众多散户投资者认购。

“最疯狂的时候，个别与房地产行业关系紧密的民间金融机构靠这种政策套利做法，一口气自产自销逾百亿私募产品，多数资金都输血给关联的房地产机构。”上述国内一私募基金人士透露。随着房地产行业调控趋严，上述关联的房地产机构均遭遇资金链紧张，迫使这家民间金融机构只能继续自产自销私募产品借新还旧。

然而，随着去杠杆与金融监管从严，这种借新还旧的套路渐行渐难，导致这类私募产品违约不断引发投资者投诉。

这令相关部门决心出重拳整治日益泛滥的伪私募现象。

其实早在今年 2 月底，证监会相关部门出台的《公开募集证券投资基金销售机构监督管理办法（征求意见稿）》（下称《管理办法》）。

按照《管理办法》相关规定，未来持有基金销售牌照的独立基金销售机构除了销售公募基金，只能代销基金、证券期货经营机构私募资产管理计划，原先的阳光私募、PE/VC 股权投资基金将不得销售。此外，《管理办法》还对基金销售牌照提出续展审核要求，若独立基金销售机构无法满足“最近一年度基金销售日均保有量（货币市场基金除外）不低于 10 亿元”等监管要求，证监会将不予续展《经营证券期货业务许可证》，即收回独立基金销售机构的基金销售牌照。

上述私募基金人士指出，《管理办法》令很多民间金融机构面临基金销售牌照被“收回”的风险，某种程度有助于遏制它们借基金销售牌照自产自销涉嫌自融、资金池私募产品的行为。

此外，地方证监部门也对辖区内不合规操作私募机构加大惩罚力度。比如 10 月份浙江证监局对浙江诚合资产、杭州纤益资产、浙银汇智（杭州）资本、浙银汇地（杭州）资本、思嘉投资管理（浙江）有限公司等 8 家私募基金开出罚单。

但在多位私募基金人士看来，要彻底遏制伪私募现象，需要从另一个源头抓起，即产品备案领域。究其原因，随着金融监管趋严，不少民间金融机构转而与持牌金融机构开展合作，通过底层资产包装、暗中签订刚兑抽屉协议等行为由后者发行产品备案，再通过民间金融机构销售渠道面向广大投资者销售，变相实现自融或资金池业务借新还旧目的。

产品备案得看多方“脸色”

值得注意的是，近期相关部门对私募产品备案的审核日益趋严。

一位私募基金创始人向记者透露，近期他们发行的两款私募产品均未获得备案，原因是银行尚未出具相关资金托管协议。为此他们曾找到银行协商，但被告知银行方面需要时间逐一审核产品每个出资人是否属于合格投资者，只要其中一个出资人不属于合格投资者，银行就不会出具相关资金托管协议。

“这导致我们的产品运营效率被大幅降低。”这位私募基金创始人向记者透露。不过在他看来，尽管这种做法放缓了私募基金运作效率，但对遏制伪私募却有着新的促进作用。原因是此前大量伪私募产品才会纵容散户投资者采取拖拉机账户形式出资，然后“包装”成合格投资者完成产品备案。如今银行从严逐一审查出资人是否属于合格投资者，令伪私募无从遁形。

一位银行资金托管部门人士则向记者直言，之所以采取如此从严措施，一个重要原因是汲取此前教训——去年 8 月阜兴系私募基金实际控制人失联引发投资者向资金托管银行——上海银行问责风波，因为部分散户投资者认为上海银行在私募产品托管期间未能认真核查产品出资人是否属于合格投资者，未能有效跟踪监管资金去向是否与产品募资资料一致，因此存在相应的连带赔付责任。

“为了减少不必要的纠纷，银行内部也只能牺牲私募产品运营效率，确保风控与合规操作不失误。”他指出。与此同时，他所在的银行内部还建立了私募机构白名单制度，即只有在白名单以内的私募机构，银行才会出具相关资金托管协议帮助其完成产品备案，名单之外的私募机构要获得资金托管合作的难度大幅上升。即便某些民间私募机构通过与持牌金融机构合作并由后者发行私募产品，只要银行发现这类产品存在民间金融机构参与运作，也会按照白名单制度从严执行。

这既促进伪私募加速出清，也让银行得以降低托管业务风险，以及所衍生的投资者投诉问责风波。

来源：21 世纪经济报道

资管周刊

争议理财子公司直投非标：实操细则亟待明确

政策虽明确可投非标，但具体以什么形式、要符合什么条件尚不明确，各机构的理解亦不一致，各地区监管尺度也不相同，这仍是个模糊地带。

以资管新规为核心的一系列政策已陆续出台，为新资管业务搭建起基本完善的监管框架。但在具体执行过程中，仍存在一些不确定性和变化。

针对未来银行理财子公司是否可直接投资非标资产的问题，市场仍存在不同意见。

有人认为，直接投资非标相当于放贷，而理财子公司没有放贷牌照，并且没有对等的法律地位，只能借助信托公司作为通道进行投资。另一部分人认为，相关政策对此已予以明确，理财子公司可在符合新规要求的期限匹配、限额管理、信息披露等前提下，直接投资非标资产。

“半年前，公认的口径是可以直接投资非标，但后来考虑到信托业务的开展，似乎又不允许了。”一位股份行资管部人士表示。



从资管新规相关规定中看到,政策层面对于理财子公司直投非标资产无实质性障碍。-甘俊 摄

亦有资管业务专家人士表示,理财投资与放贷是两种不同性质的业务,不应该并行存在,由于客观历史原因,以非标为主的银行表外资管业务迅速发展,并且形成较大规模,影响到宏观货币政策,改革转型的目的是回归真正的资产管理,不应该以放贷为主。

在多位银行、保险资管机构人士看来,按现有规定,银行理财子公司可以直投非标。其中较为主流的意见是,可以债权融资计划的形式直投,但如果非标是信贷资产,则仍要通过信托作为通道进行投资。债权融资计划、信托计划属于同业投资性质,而非放贷。

从中可看出,其背后关键问题在于,对非标资产概念的界定和划分。

“如可以直投,直投的资产要如何穿透监管,怎样进行信息披露,应有统一规定,而不是各家行按自行理解去做,需有更明确的细则出来。”一家小银行资管部人士表示。

理财子公司何种形式投非标?

目前,部分已经开业的理财子公司,已通过债权直投协议等形式进行非标投资。

一位中小银行人士表示,尚不明确此种方式是否监管允许,以及是否可理财子公司中普遍推广。

从资管新规相关规定中看到,政策层面对于理财子公司直投非标资产无实质性障碍。资管新规规定,公募资管产品主要投资标准化债权,未明确禁止投资非

标资产；去年7月20日发布的央行补充执行通知中，又进一步明确公募资产管理产品除主要投资标准化债权类资产和上市交易的股票，还可适当投资非标准化债权类资产。

理财新规也明确规定，银行理财子公司全部理财产品投资于非标准化债权类资产的余额在任何时点均不得超过理财产品净资产的35%。

政策虽明确可投非标，但具体以什么形式、要符合什么条件尚不明确，各机构的理解亦不一致，各地区监管尺度也不相同。上述小行资管部人士表示，这仍是个模糊地带。

此前，资管业务尚在银行体系内时，银行理财就有直接投向企业债权融资的形式，即银行理财直融工具，但并未大范围推广。究其原因，一方面，监管之间存在博弈，对于该工具的定性、与债券的区别并不清晰；另一方面，彼时的宏观、监管环境下，资产收益率较高，银行受到约束较小，更愿意通过信托通道拓展资产范围。

如今，理财子公司面临的是不同环境，实体经济收益率不断下行，资管业务形式发生根本改变，通道费用成为一块重要成本，主动管理要求之下更愿意绕过通道，减少纠纷和沟通成本。

直投问题何在？

一方面，多位银行资管负责人和信托机构负责人认为，理财子公司通过债权融资计划直投非标，在目前监管框架下是可以的，只要符合资管新规对于期限匹配、限额管理以及信息披露的要求即可。但信贷资产仍需通过信托通道。

另一种理解是，确实有个别大行进行了直投试点，但从行业角度看，这种债权直投方式大多数机构不能操作，因其涉及到法律地位问题，目前尚无依据。

在第一种理解中，一个问题是应如何区分债权计划资产和信贷资产。若债权计划被允许直投，哪些资产可以直投，哪些资产必须通过信托去投？理论上两者都要进行穿透监管，但在实操中，直投对资产穿透披露的要求显然更高。

一位保险资管人士表示，在保险资管运作框架下，主要通过债权计划和信托计划进行另类投资，如果是银行或第三方委托的资金，会严格满足期限匹配要求。债权计划在保险资管协会登记备案，一般是基础设施类的或者不动产类资产，有明确项目性质，并非普通企业的一般性债权融资，并且期限较长，要求较高，效率较低，信托计划则相对灵活。

但银行管理的资金与保险资金有较大差异，即使银行理财子公司可通过债权计划形式直投非标，其在符合新规要求一一对应和期限匹配上也是一大困难。

对于直投的法律地位问题，一位银行资管负责人表示：“完全可以适用信托法，《信托法》并非信托公司法，而是信托行为法，银行理财是信托关系，直接投资适用信托法没什么问题。”

非标认定待出

一位银行资管负责人在谈及希望可以直投非标资产时指出，与信托主要投向房地产、地方政府平台，并拥有较高收益率不同，银行的资金大部分投向了实体经济，收益率远低于房地产和平台。

任何市场都存在一些企业，单纯银行信贷满足不了其融资需求，自身规模又不足以向资本市场 IPO、公开发债。

这类融资工具成为另类资管的主要投资资产，在资产类别上，属于另类投资中低流动性债权资产的范畴。保险公司是最主要的投资机构，占比超过 80%，商业银行及其他资管机构的投资占比较小。

部分认为理财子公司可以直投非标的人士指出，在产品端，直投非标资产的银行理财产品属于私募固收产品。直投形式也可能有很多种，除了债权融资计划，还包括资产回购协议、资产支持计划等。

在未来的新型资管业态里，如何进一步细化区分和监管是重要课题。

来源：21 世纪经济报道

资管 30 人课题报告发布：十一条参考建议建言资管 转型攻坚战

2018 年 4 月 27 日，资管业内备受关注的资管新规正式出台，而后 7 月 20 日央行公布补充执行通知，进一步作出调整，资管转型大幕就此拉开。新规规定了两年的转型过渡时间，也就是到 2020 年底，资管转型应该完成。

目前，过渡期仅剩一年多时间，如何打好资管转型攻坚战是各方关注的焦点。

针对这场牵涉整个资管行业的转型，21 世纪资管研究院自 2018 年以来多次召开闭门会议，召集众多资管机构高管与相关监管部门人士进行交流探讨，并对十多家银行资管、保险资管以及基金公司等相关机构人士进行访谈，在此基础上形成了《关于资管新规以来市场变化、问题反馈以及政策建议的报告》（下称“报告”）。

信托通道业务变化

记者/方海平 编辑/马春园 设计/Mel

时间	银信合作业务 (万亿)	在信托资产中占比	规模增量 (万亿)
2014	3.09	22.14%	—
2015	4.07	24.95%	0.98
2016	4.75	23.51%	0.68
2017	6.17	23.51%	1.42
2018	5.25	23.14%	-0.92

券商资管通道业务变化

时间	定向资管计划只数	定向资管计划数量占比	定向资管计划发行总额 (万亿)	定向资管计划发行额度占比	规模增量 (万亿)
2014	10312	82.60%	7.25	91.29%	—
2015	14830	81.36%	10.16	85.40%	2.91
2016	20196	81.49%	14.69	83.54%	4.53
2017	18298	80.45%	14.39	85.25%	-0.30
2018	15229	77.15%	10.99	82.31%	-3.40
2019Q1	13464	74.55%	10.80	81.37%	-0.19

资管新规后市场发生诸多变化

一方面资管行业制度不断完善，结构不断优化，净值化产品占比显著提升，有效遏制了影子银行风险，业务转型取得了明显成效。另一方面，未来一年是资管业务转型发展的攻坚期，各方需坚持打破刚兑、回归本源的基本原则，继续有序推动资管业务平稳转型。

首先，银行非保本理财的总体规模稳定，结构上变化明显。截至 2019 年 6 月末，非保本理财产品 4.7 万只，存续余额 22.18 万亿元，与 2018 年末 22.04 万亿基本持平，但微观结构上出现了较多明显变化：

(1) 同业理财规模持续大幅下降。截至 2019 年 6 月末，同业理财存续余额 0.99 万亿元，首次降至 1 万亿以内，同比减少 0.77 万亿元，降幅 43.69%；占非保本理财产品存续余额的 4.45%，较 2017 年初下降逾 18 个百分点。2018 年同业理财的降幅为 62%。

(2) 理财产品期限增加。此前银行理财产品期限集中为 3-6 个月；到去年底，6 个月以上中长期理财产品占比达 77%，比年初提高 10 个百分点。2019 年上半年，新发行封闭式非保本理财产品加权平均期限为 185 天，同比增加约 47 天。期限在 3 个月(含)以下的封闭式非保本理财产品余额为 0.52 万亿元，同比减少 0.37 万亿元；占非保本理财产品余额的 2.34%，同比下降 1.92 个百分点。

(3) 净值型理财产品快速增长。截至 2019 年 6 月末，净值型非保本理财产品存续余额 7.89 万亿元，同比增长 4.30 万亿元，增幅达 118.33%；净值型产品占全部非保本理财产品存续余额的 35.56%。

其次，新规以来，非标资产压缩明显。从社融口径的表外三项数据变化来看，2018 年社会融资规模增量累计为 19.26 万亿元，比上年少 3.14 万亿元，其中，委托贷款减少 1.61 万亿元，同比多减 2.38 万亿元；信托贷款减少 6901 亿元，同比多减 2.95 万亿元；未贴现的银行承兑汇票减少 6343 亿元，同比多减 1.17 万亿元。

截至 2019 年 8 月末，委托贷款余额为 11.74 万亿元，同比下降 9.5%；信托贷款余额为 7.75 万亿元，同比下降 4.3%；未贴现的银行承兑汇票余额 3.33 万亿元，同比下降 12.8%。

此外，新规以来，“去通道”效果明显，信托通道、券商资管通道和基金公司专户通道呈现不同程度压缩。

在落实新规转型过程仍面临挑战

1. 短期实操层面：重大政策出台，业务模式发生根本性改变，不同机构和各地监管对政策细则的解释和理解存在差异，部分实操细则尚待出台，导致短期内存在监管适应性问题；理财子公司开业运作，法人机构更换，此前以银行为主体的相关政策适用性问题；客户迁徙法律层面的问题等。

2. 中长期变化：估值和期限匹配的要求存在一定难度，既有市场环境下，产品短期化和资产长期化之间的矛盾进一步凸显，长期资金、合格机构投资者缺乏，是未来市场面临的重大问题。

3. 新产品发行的挑战：客户对净值化产品接受程度不够；资产配置上，银行理财在非标、非上市公司股权和资本市场结构化类资产投向上受到一定限制，投资组合竞争力存在下降压力；对客户而言，新产品相对于老产品没有优势，导致转型过程仍存在博弈以及“劣币驱逐良币”现象，导致整体净值化转型节奏不及预期。

4. 老资产处置挑战：老资产透明度低，处置过程蕴含一定风险，如何以时间换空间进行妥善解决，需要各方拿出一定成本支持转型改革，如何权衡各方的风险和利益。具体操作上的挑战包括：（1）回表障碍：消耗资本，挤压表内信贷；（2）子公司承接消化：存在并表上的限制；（3）非标转标：标准化债权资产认定严格，转标平台和政策细则待定；（4）协商提前终止：存在客户流失的问题。

5. 现金管理类产品增长需警惕风险，监管规则待出。

6. 新规执行过程中，金融风险逐步暴露，叠加宏观经济形势变化的背景，私募等部分机构风险暴露较多。

十一条参考性建议

基于以银行资管为主的资管机构转型过程中仍有待解决的问题，报告综合各行业机构的调研以及专家研究，提出了具体的思考和建议，简要摘要为十一条参考性建议：

1. 坚持打破刚性兑付、回归本源的政策原则和底线，金融机构应主动承担整改，同时理财子公司应洁净起步，摒弃类信贷、刚性兑付和规避监管的老路。

2. 在坚持原则基础上，部分实际执行问题根据实际情况处理，例如建议对估值方法可以根据不同情况实事求是做一些调整和完善，比如过渡期结束仍无法到期的资产，建议根据实际情况运用摊余成本法进行估值。针对过渡期内不能自然到期的资产，由于集中处置可能会导致市场波动，以及引发其他衍生风险，而且目前的规定里点到“妥善安排”的处理方式，建议进一步明确下来。

3. 针对机构对过渡期结束后的担忧，建议淡化过渡期的概念，允许老资产自然到期，但为防止机构套利，应对老资产进行锁定。

4. 在非标转标中，首先建议明确银行理财投资身份，其次非标转标的路径有几种，公募 ABS 是最主要的方式，但仍存在审批要求高、时效差等问题，建议进一步统一标准、简化流程。

5. 对于目前存在的最为明显的前端短期产品与后端长期资产无法匹配的问题，如何在满足估值要求和期限匹配的前提下有效缓解，建议研究建立统一的理

财转让平台，以提高理财产品的流动性，但这项业务开展需要一个前提是，配套解决理财产品估值定价，以及交易中的风险控制、法律风险等问题。

6. 银行理财的直接投资身份是市场关注的热点，根据新规，理财子公司可以投资非标资产，但在实际操作层面，理财子公司是否可以直接投资非标资产，如何投资，市场在理解上仍有分歧，建议研究推进这一工作。

7. 当前同类型资管产品的监管尺度存在一定的差异，比如税收、投资范围、集中度等方面差异客观存在，是历史沿革和客观环境造成的，统一起来或有难度，要站在资管行业全局角度，对各个类型机构竞争优劣势全面分析，但同时兼顾统一，避免监管套利。具体细则层面，可以考虑和发挥不同类型资管机构各自的优势所在，总体上形成“分工合作”的大格局。

8. 私募基金目前由于风险暴露出现了发展乱象，但私募基金在支持实体经济尤其是早期创投企业发展的过程中起到很大作用，建议完善相关法律法规，除了治乱，同时要鼓励支持私募资金的规范发展。

9. 长期资金的缺乏是目前整个资管市场面临的较大问题，建立出台和落实发展长期投资资金的相关举措，鼓励股权融资，支持实体经济。

10. 资管转型，产品净值化过程打破刚兑需要一个过程，金融机构应敬畏风险，提高风险意识，建议加强投资者教育，提倡资管机构投资理念和文化建设，倡导资本向善。

11. 建议尽快推进和落实资管对外开放的相关举措，引进外资资管机构，为资管转型提供借鉴，形成各类资管机构发展良好生态。

以上仅为参考建议，部分措施需要视经济情况确定是否适合推行。

资管新规出台是新经济崛起、金融对外开放的必然需求，从这两大时代背景看，资管新规具有划时代的意义，因此以信贷思维做资管、刚性兑付、非标资产、预期收益型理财产品等一系列既有行业规则都会被打破，对政策决心不可低估也不可心存侥幸。

《关于资管新规以来市场变化、问题反馈以及政策建议的报告》课题组

指导：盛松成 任天阳 邓红辉

报告牵头人：王芳艳

专家学者：鲁政委等

行业反馈建议：银行、保险、基金、证券公司等

报告执笔人：方海平 周炎炎 等。

（更多内容详见《关于资管新规以来市场变化、问题反馈以及政策建议的报告》，请联系微信号：haiping3125）

21 世纪资管研究院是南方财经全媒体集团旗下致力于资管领域政策和业务研究的独立智库，深耕资管研究多年，2018 年成立资管 30 人论坛，每年发布资产管理报告，定期举行资管 30 人闭门会议，探讨资产管理行业最新发展趋势。由其主办的“中国资产管理年会”始于 2008 年，连续举办了十多年，目前已是国内资管行业最具影响力的资管大会之一。

来源：21 世纪经济报道

产业公司

风暴眼中的电子烟：资本涌动 良莠不齐

自 2003 年中国药剂师韩力发明了真正具有现代意义的电子烟以后，电子烟借助全球反吸烟行动的契机持续提升市场份额。作为传统烟草的替代品之一，巨大的市场潜力也让众多投资者看到了商机。

然而，随着电子烟热度不断上涨，其安全问题日益受到关注。据美国疾病控制和预防中心 9 月 26 日公布的最新数字，全美多个州已累计报告与电子烟相关的肺损伤病例 805 例，其中死亡病例 13 例。目前调查仍在继续，还没有最终定论，但一系列与电子烟相关的问题又一次暴露在公众面前。

“目前美国的调查没有提到特定产品或者品牌。就最近公布的状态更新来看，那些案例主要来自使用大麻不合法的州，不排除黑市中有人将非法大麻使用在电子烟上，从而导致这些病。”美国电子烟巨头 Juul 前首席科学家、尼古丁盐发明人邢晨悦对 21 世纪经济报道记者表示。她预计，随着行业日渐成熟，最终全球主要国家都会达成对电子烟类产品管理的平衡。

电子烟迎来投资风口

资料显示，尽管中国生产了全球约 95% 以上的电子烟，但其中 90% 供出口，仅 5% 在国内销售，电子烟在中国的普及率远低于欧美等国，电子烟的需求重心目前还是在欧美地区。

前瞻产业研究院数据显示，自 2012 年美国 FDA 禁止销售电子烟败诉之后，全球电子烟市场销售额高速增长，2016 年达到顶峰，同比增长 316.7%。2017 年增速虽然有所回落，但在 2016 年高基数上仍然有 20% 的增长，整体市场规模达

到 120 亿美元。而在中国，尽管电子烟消费市场没有完全打开，但近年增速也保持在 20%以上，2017 年市场规模达到 6.7 亿美元。

虽然中国电子烟普及率较低，但中国烟民基数大，存在巨大市场潜力。近年来，电子烟在国内迎来投资风口，并成为当下投资者们最为看好的领域之一。数据显示，2015-2017 年期间，共有麦克韦尔、思格雷等五家电子烟企业先后登陆新三板。

另据 IT 桔子和前瞻产业研究员整理数据，包括源码资本、IDG、同创伟业、真格基金等多家创投机构也开始在资本市场上布局电子烟行业；智胜致能、Laan 山岚、RELX 悦刻、Gippo 龙舞、精盐科技、IJOY 爱卓依、意博电子等电子烟公司陆续宣布获得融资，总额达数亿元。

这轮电子烟风口也吸引了众多自带 IP 流量的互联网创业者。前锤子科技产品总监朱萧木创办了“FLOW 福禄”电子烟，“同道大叔”创始人蔡跃栋与前黄太吉创始人赫畅一起推出了 YOOZ 电子烟，同道大叔董事长章晋源、视觉志 CEO 沙小皮、军武次位面 CEO 曾航等多位头部自媒体人联合创办了“灵犀 LINX”，罗永浩甚至还在自己微博帮忙宣传由原锤子科技总裁彭锦洲创办、陈冠希代言的“小野电子烟”等。

“在尼古丁盐诞生之前，美国有 60%的烟民接触过电子烟，但是转化率只有 6%。但是在尼古丁盐技术发明之后，整个转化率翻了 5 倍，说明有技术的驱动。”除了资本因素，现为喜雾电子烟 CEO 的陈敏认为，尼古丁盐的发明触发了电子烟市场的爆发性增长，“当一个行业达到某个技术的临界点之后，就会引爆市场快速地发展。”

此外，巨大的烟民基数也是投资人看好中国电子烟市场的重要原因之一。据统计，中国吸烟人数约占全球的三分之一，大约 3.16 亿人，但电子烟在中国烟民中的普及率远低于欧美，只有 0.6%。

监管趋严

不过，电子烟在国内急剧发展的同时，也滋生了不少问题。电子烟品牌不断涌现，出于成本与效率的考量，与代工厂合作成为当下国内电子烟品牌商普遍采取的方式。据 21 世纪经济报道记者了解，目前电子烟代工厂主要集中在东莞、深圳一带。

对于与产品相关的如 3C、GB 认证等，更多是代工厂自身主动去做，没有强制性要求。因此，技术实力较弱的小代工厂所生产的电子烟产品在品质方面难以保证。整体上看，目前电子烟行业的门槛还是比较低，鱼龙混杂、良莠不齐。

“电子烟亟需有一个统一标准，这样大家才有规范和依据，消费者的权益才能得到保护，品牌方也会更有动力去提升产品质量与服务。”陈敏说。

现实中，电子烟市场的扩容已经引发不少担心。由于电子烟在宣传中往往会标榜自己比传统香烟更健康，或者直接宣称能够“戒烟”或“帮助戒烟”，部分

电子烟的营销广告色彩鲜明，年轻化倾向明显，还推出很多花哨的口味，因此不少人担心电子烟会吸引青少年或非烟民尝试，扩大吸烟群体的数量。

对于电子烟是否真的比传统香烟健康的问题，邢晨悦认为，尼古丁类电子烟能降低烟民摄入不必要的致癌物质，“比如烟焦油、醛类、亚硝胺等这些在抽卷烟时的致癌物，电子烟是不会产生这些问题，但并不能在宣传上就完全说它是一个完全无害的东西。”

“要清晰地告知消费者，电子烟至少是一种成瘾物，企业在宣传上要正确引导，而不是为了销量去故意隐瞒事实。”陈敏表示。

事实上，随着世界各国对电子烟监管的关注度不断上升，中国的电子烟监管工作也在逐步推进。目前，两项电子烟国家标准已获国家标准委立项，这意味着电子烟国家标准即将出台。

前瞻产业研究院指出，电子烟行业标准的发布与实施将让行业发展有据可循，加速不达标企业的出清和淘汰。另一方面，行标将对电子雾化烟油中的烟碱、丙二醇、萃取溶剂等物质的限值作出明确规定，在一定程度上将有望降低电子雾化烟有害物质的释放。

去年以来，全国多地纷纷将电子烟纳入监管范围。据财联社报道，去年10月，张家口明确将电子烟纳入禁烟监管范围；今年1月，杭州、深圳明确将电子烟纳入禁烟监管范围；5月，成都将电子烟纳入吸烟行为并约束公共场所的吸烟行为；6月，秦皇岛将电子烟纳入吸烟行为并约束公共场所的吸烟行为。同月，深圳再次明确将“电子烟”纳入控烟范畴，“新版控烟令”已于10月1日起施行。

面对日益趋严的监管环境和激烈的行业竞争，部分电子烟企业试图从技术上建立专利壁垒来赢得下一轮比赛。据了解，目前国内电子烟行业普遍使用的尼古丁盐的专利为美国 Juul 公司所有，Juul 公司已经在包括中国在内的全球多国申请专利保护，一旦专利保护批下来意味着行业将迎来一次大洗牌。

来源：21 世纪经济报道

全球顶尖富豪增持房地产和私募 投资策略更多转向 均衡保本

与去年同期相比,报告显示家族办公室最多采取均衡、保本及增长投资策略。上述报告指出,亚太区方面,56%的家族办公室预计,市场至2020年将出现下滑,而93%认为中美关系将成为影响明年经济的主要因素。

特约撰稿 朱丽娜 香港报道

由于地缘政治升温,金融市场波动加剧,处于金字塔顶端的亿万富豪们也开始坐不住了。

“经济因素是影响客户资产配置的主要原因,客户认为短期最大的挑战仍是贸易紧张局势、不同地区的地缘政治,以及目前低利率的环境。”瑞银财富管理超高净值客户部大中华区主管刘昌欣对21世纪经济报道表示。

根据瑞银与Campden Wealth Research日前发表的年度报告指出,跟去年首两季相比,今年首两季全球家族办公室的整体投资表现有所下滑,但全球家族办公室的平均投资组合回报仍达到5.4%。而亚洲区及新兴市场的家族办公室最高平均回报为6.2%,表现最为强劲。

家族办公室的概念始于公元6世纪,当时国王的管家负责管理皇家财富,后来贵族要求参与其中,自此家族财富管理的概念应运而生,并延续至今。现代意义上的家族办公室在19世纪得到发展,1838年,金融家和艺术收藏家J.P. 摩根的家族创立了摩根财团,来管理家族资产。

上述报告对全球各地360个家族办公室的主管及高级管理人员进行调查,其中80%为单一家族办公室及20%为联合家族办公室,平均管理资产规模为9.17亿美元。在亚太区内,共有86个家族办公室接受调查,平均家族财富规模为9.08亿美元,管理资产规模为6亿美元,其中包括香港21个家族办公室,平均家族财富规模为10亿美元,管理资产达到8.13亿美元。

增加房地产和私募配置

与股票、债券等金融资产相比,房地产依然是全球顶尖富豪最热衷的投资标的之一。

全球家族办公室对房地产资产类别配置的比重增加了2.1个百分点,在主要资产类别中升幅居于首位,而房地产目前占环球及亚太区家族办公室平均投资组

合的 17%，在调查期内（指去年首两季到今年首两季的一年里，下同）的平均投资回报为 9.4%。

“当固定收益类产品提供的收益几乎为零的情况下，客户更希望他们的投资组合可以提供现金收益。如果入住率接近 100%的话，这将为组合在未来 10 年提供稳定的现金流。”某北美联合家族办公室投资经理表示。

同时，受访的家族办公室中投资房地产的比例接近 73%，而期内环球家族办公室在房地产相关的投资平均回报达到 9.4%，亚太区为 8.9%。家族办公室偏爱的房地产类别为商业地产，尤其是本土市场的商业地产项目。

据悉，资产管理规模在 2.5 亿美元以下的家族办公室，在房地产领域的配置比例最高，达到 20%；相比之下，资产管理超过 10 亿美元的家族办公室在房地产相关的配置比例仅为 12%。

以投资表现而言，私募类产品回报最为抢眼，直接私募投资以及私募基金的投资回报分别达到 16%、11%。目前的相关配置比例分别为 11%、7.7%。“我们喜欢直接（私募）投资，但是暂时无法找到进行大规模投资的机会，因此以基金的形式投资更为便利。”某单一家族办公室的首席投资官坦言。

转向均衡策略

与去年同期相比，报告显示家族办公室最多采取均衡、保本及增长投资策略。上述报告指出，亚太区方面，56%的家族办公室预计，市场至 2020 年将出现下滑，而 93%认为中美关系将成为影响明年经济的主要因素。

这一趋势在亚太区家族办公室同样得以体现，均衡投资策略同样占大多数（占 57%），并倾向保本（23%）多于增长（19%）。目前，23%的亚太区家族办公室奉行保本投资策略，该数字远远高于去年的 7.7%。

刘昌欣表示，这些家族许多为近年创富的家族，开始看重长期持盈保泰。在香港，60%采取均衡投资策略，保本策略以及增长策略的占比分别 15%、25%。

瑞银财富管理环球家族办公室大中华区主管 Enrico Mattoli 则透露，由于市场波动加剧，利率长期徘徊在低位，家族办公室的客户开始对黄金感兴趣。

此外，在投资及收入节节上升的同时，家族办公室的运营成本也在逐年攀升。

瑞银报告访问的家族办公室一年开销平均达到 1180 万美元，其中包括 680 万美元的营运支出，以及 510 万美元的外部投资费用。

亚太区家族办公室的运营成本居全球首位，由 2016 年占资产管理规模 115 个基点上升至 2019 年的 123 个基点。然而，以家族办公室的 CEO 薪酬为例，北美区基本薪酬平均为 40.8 万美元，远远抛离亚太地区的 22.5 万美元。

来源：21 世纪经济报道

三个涨停金字火腿收获问询函 人造肉仍待市场验证

人造肉厂商蜂拥而至，市场预期直线上升，但因价格、习惯等因素，短期内或许难成大气候。



图/甘俊 摄

人造肉风口渐起。10月14日，金字火腿（002515.SZ）发布公告称，公司完成植物肉产品标准备案并取得生产许可证，已经开始生产。此外，金字火腿10月11日已在天猫旗舰店预售人造肉饼，并将于10月下旬发货，截至10月15日下午5点，天猫平台显示该产品有811人付款。

在资本市场，金字火腿自预售人造肉饼开始至10月15日，已收获了3个涨停，不过，10月15日金字火腿也收到了深交所的关注函。

自2019年5月“人造肉第一股”Beyond Meat在纳斯达克挂牌上市后强劲的资本市场表现，引发A股相关概念股狂热后，“人造肉”被认为是“新风口”。

6月初，双塔食品因与Beyond Meat有供货关系，股价随之飙升；7月，豌豆蛋白肉企业“珍肉”宣布完成数百万元种子轮融资，9月6日，首款国产人造肉月饼“珍肉”登陆电商平台销售。

中国植物性食品产业联盟秘书长薛岩介绍，自 5 月 Beyond Meat 上市后，中国国内平均每月都有 3~4 个同类新公司注册，集中在北上广深和东南沿海地区。另有行业人士预计在今年年底，可以拿得出人造肉产品的公司不少于 50 家。

不过也有业内人士指出，受消费习惯、价格因素等影响，人造肉风口的真伪、泡沫程度仍有待时间验证。科信食品与营养信息交流中心副主任钟凯表示，未来不排除“人造肉”占据餐桌上的一席之地，但短期内在中国不会有太大市场。

“也不能说没市场，会有一部分中产阶层或富人在健康饮食方面的诉求与欧美国家接近。”

“植物肉”产品预售

10 月 11 日，金字火腿开始在天猫旗舰店预售人造肉植物肉饼。21 世纪经济报道记者通过其天猫店宣传页面看到，该款人造肉植物肉饼以非转基因大豆等植物蛋白制成，主要配料是大豆蛋白、植物油、各种调味料以及纤维素、阿拉伯胶、瓜尔胶等，其中蛋白质 11.7g、脂肪 21.2g、碳水化合物 13.7g。

金字火腿天猫销售页面介绍，该产品具有牛肉的质感和口感，并写出了“吃肉不长肉”的广告语。

据金字火腿介绍，该产品由公司与美国杜邦公司在中国全资拥有的子公司丹尼斯克（中国）投资有限公司技术合作研发推出，丰富了公司的产品结构，有助于拓展新市场、培育新业务。

中国食品分析师朱丹蓬向 21 世纪经济报道记者分析，人造肉对金字火腿的发展有一定的助推作用，从近几日资本市场表现就可以看出来。实际上，金字火腿主营产品火腿、香肠、酱肉等肉制品属于腌制肉，从健康的角度看，越来越多的消费者排斥此类产品。

21 世纪经济报道记者在小范围内进行的消费者调查显示，大多数人对人造肉持有观望态度，也有人表示愿意尝鲜。有使用肉类食材较多的餐饮店负责人也表示，再观望一段时间，一位主厨坦言，会考虑在研发创新菜品的时候小范围尝试，但不会制成常规菜品提供给消费者。

“人造肉”分为两种，一种是被称为植物肉的人造肉，主要靠大豆等植物蛋白制成，上述金字火腿人造肉植物饼便属于这一类；另一种是利用动物干细胞制造出的人造肉。

据了解，用植物蛋白做“人造肉”，是目前国际上相对普遍的方法。中国植物性食品产业联盟秘书长薛岩表示，植物肉是未来食品研发的重要方向之一。大力发展植物肉可以让产业转型找到新的落脚点，同时也为全民健康提供新的选择。

2018 年底，在中国食协营养指导工作委员会和国家食物与营养咨询委员会办公室指导下，成立了中国植物性食品产业联盟，首要目的是推动产业发展，为中国传统的初级食品行业注入更多科学基因。

站上风口？

对于人造肉的潜在市场，兴业证券曾指出，素食、健康、环保等因素推动了“人造肉”市场快速发展。据美国市场调查咨询公司 Marketsand Markets 的研究报告，2018 年全球肉类替代品市场约为 310 亿元，预计将每年以 68% 的复合增长率增长，到 2023 年将达到 440 亿元。

市场调查机构欧睿的报告显示，全球人造肉市场在 2017 年和 2018 年分别增长了 18% 和 22%。2016 至 2017 年，全球素食主义者增加量前十国家的数据显示，东南亚、欧洲是最主要的增长区域。

中商产业研究院发布的《2019 年中国人造肉行业市场前景研究报告》显示，人们在饮食的选择上对健康、安全、营养等方面越发重视，进而对肉类消费的需求也在逐步改变。

人造肉食品成了市场新宠，国内外多家企业推出相关产品。今年 4 月，ImpossibleFoods 宣布在全美 7000 家门店推广其研发的 ImpossibleRT 素肉汉堡；Beyondmeat 公司也相继推出了“超越鸡柳”人造肉产品；9 月份，中国珍肉公司推出了首款人造鲜肉月饼，上线 3 分钟内 1000 份月饼迅速售罄。

人造肉也让资本市场狂欢。在“人造肉第一股”Beyond Meat 被热捧的带动下，A 股今年也掀起了一股人造肉概念炒作浪潮。双塔食品、哈高科、大北农、大康农业等与食品农业相关的个股曾一度大涨。

6 月 9 日，双塔食品回复投资者称，“公司与客户沟通落实，得知公司的蛋白原料有通过经销商供应给 Beyond Meat。”股价随之飙升。8 月中披露的上半年报告显示，双塔食品营业收入 11.5 亿元，净利润 9312.7 万元，同比增长 38.6%。

7 月，豌豆蛋白肉企业“珍肉”宣布完成数百万元种子轮融资，10 月 10 日，以色列细胞培育肉初创公司 Future Meat Technologies 宣布完成 1400 万 A 轮融资，融资由 S2G Ventures 领投，它也是人造肉第一股 Beyond Meat 的早期投资方之一。

不过，在朱丹蓬看来，短期内谈人造肉的替代性还为时尚早，因为技术并不是很成熟。对于人造肉，消费者都是只限于听说，无从谈及认识、认知、认可这三个阶段。

专注于植物肉市场投资的道夫子食品国际公司共同创始人张涛在接受媒体采访时也指出，人造肉目前还没达到风口的程度，他认为国内植物肉行业尚处于萌芽阶段。今年 5 月 Beyond Meat 上市是分水岭，后有很多创业者想要投身“人造肉”浪潮，但有投资价值的创业公司比较少。珍肉公司创始人吕中茗也指出，中国目前植物肉初创公司都处于早期阶段。

监管部门对于人造肉的发展也持谨慎态度。在金字火腿收获 3 个涨停板后，深交所要求金字火腿说明：金字火腿生产植物肉产品需要完成的备案和生产许可

流程、与其他产品生产所需资质的异同；公司与美国杜邦公司开展技术合作的类型、主要合作内容、合作条款；植物肉产品对公司未来主营业务的影响等。

另有业内观点认为，消费者习惯、价格等因素都是影响人造肉进一步发展的关键所在。

据了解，在美国，Beyond meat 和 Impossible Foods 的人造肉饼定价都在 12~16 美元/磅，约合 84~112 元人民币/斤，是中国大陆市场上普通牛肉的 2 到 3 倍。青苔行星的“超级汉堡”选用 Impossible Meat 植物肉为食材，售价 88 元人民币。

金字火腿的人造肉饼价格也并不便宜。目前，金字火腿旗舰店的预售款式为 2 盒 4 片，原价 176 元，现在新品尝鲜价 118 元（邮费另付），消费者购买需要支付 27 元快递费。相较于市面上普通的牛排产品，人造肉饼的价格更高。

对于人造肉饼价格高的原因，金字火腿在互动平台上解释，人造肉饼为生鲜冷冻产品，需要储藏、运输费用等。

有消费者向 21 世纪经济报道记者坦言，价格太贵，同等价格宁愿选择 M5M6 的原切澳洲牛排。另外也有消费者表示，植物蛋白是为了追求动物蛋白的口感，但加入更多的脂肪加工和烹饪（常见于素食饭馆）营养成分脂肪比蛋白还多，在保证口感的同时可能并不健康。

与此同时，也有业内人士提出植物肉监管问题。素肉一直归为豆制品监管范围，食品的安全卫生由国家食品药品监督管理局负责。为此，植物性食品产业联盟植物肉专委会在呼吁行业自律的同时，也在呼吁政府制定规范，包括产品标准、原料标准和定义标准等。

而对于人造培育肉，业内专家表示，虽然这种方式生产出来的肉能够更好地避免微生物污染和使用抗生素，也不需要各种药物，但由于其与自然界正常的动物生长规律大相径庭，美国等国家的食品安全监管部门对此持谨慎态度。

来源：21 世纪经济报道

“10万+”网文分分钟刷出来 仅靠网络监管挤不干 “注水”爆款



视觉中国

如今，短视频平台上的网红节目动辄几万、几十万的点赞；一篇看似平淡无奇的微博文章可以赢得高达几百万、几千万的转发、评论；一些营销类微信公众号的文章一不留神就是“10万+”……

但你知道吗？这些流量爆款，有的确实源于其内容优质，有的则是几乎完全依赖某些“灰色手段”。

群控软件让爆款网文轻松诞生

一台装有“手机群控”软件的电脑，与30部手机相连，将30个微信号一一在30部手机上登录后，工作人员操作30个微信号搜索同一篇公众号文章，点击一下按钮，30个微信号同时将文章打开。再点击“一键转发”按钮，30个微信号的朋友圈便先后出现了对这篇文章的转发。

这也就意味着，仅仅几秒钟时间内，该文章便获得了30个阅读量。“按这样的方法去操作，刷出几万几十万点击量都很容易，最多几个小时。”有知情者说。

“上面就是造就‘10万+’网文的灰色手段之一，即利用所谓的群控软件等实现流量造假。”10月9日，北京理工大学计算机网络与对抗研究所所长闫怀志在接受科技日报记者采访时说，市面上此类软件众多，主要功能是社交软件消

息的自动群发、多群群发、定时发送朋友圈、关键词回复等。这种方法可实现用一个终端软件控制多台智能终端进行消息群发等，可以低成本、高效率实现网文的自动推广。

闫怀志介绍，群控软件技术并不复杂，通常有两种模式。早期的传统群控是基于模拟点击，被控手机连接上电脑之后，手机投屏到电脑上，通过电脑来操控手机及手机上的应用软件。目前，常用的群控方式是基于底层数据传输，手机只要连网，就可以被群控软件所控制，所有操作均通过数据传输模式，大大提高了效率。群控软件通过底层定制，来模拟人工操作，实现控制社交软件操作的每一个细节。使用新的群控软件，可轻松实现1个群控软件控制数百个社交软件账号，操作简单便捷，成本低廉。

“10万+”背后利益催生刷量黑产

“10万+”网文究竟会带来怎样的利益，致使一些人不惜人力财力在各种平台上造假？

对此，闫怀志表示，简单来说，在“万物互联”和“流量为王”的时代，流量能带来潜在利益甚至是流量经济。因此，网络流量注水早已是一个公开秘密，成为网络经济和数字经济的毒瘤和公害。流量造假与相关环节深度捆绑，哪个平台和产业都很难独善其身。

闫怀志认为，在当下的网络和融媒体时代，“10万+”早已超出了阅读量的内涵，而是内容质量、内容价值、推广能力、营销能力和受众面等增值性指标的象征。网络营销软文希望达到“10万+”来扩大推广面并获得有效销售业绩；新闻媒体客户端推送的新闻希望达到“10万+”来扩大受众面，甚至将此作为记者编辑的考核指标；国内某知名大学甚至规定，该校师生如在指定的媒体发表原创文章，阅读量超过10万，可等同于发表学术论文等。

“客观来说，追求‘10万+’本身并无可厚非。但是，如果将‘10万+’捧上神坛，那必然有人会受流量竞争、恶意推广等利益驱动，在各种平台上造假，追求虚假的‘10万+’流量数字，由

此催生大量的群控推广软件和流量推广公司。”闫怀志强调。

就此问题，腾讯守护者计划安全专家杨建认为，移动互联网时代，流量为王，刷量黑产的存在，是基于刷量可能产生的巨额回报。以淘宝刷单为例，刷单的目的就是为了制造虚假的信用体系，让不明就里的消费者对店铺产生信任，从而更好的促成交易。而其他类型的刷量基本上也都是基于追求高曝光，高展示，再通过这些结果换取实际的经济利益。

“在利润驱动下，虚假流量现象几乎已渗入互联网世界的肌理，它可以是谣言制造机、评价作弊器，甚至是舆论风向标，对互联网产业发展和意识形态安全已经产生了巨大的危害。”杨建说。

杜绝造假需完善网络空间环境

面对这种赤裸裸造假，平台及相关部门就没有监管措施，只能放任自流吗？

“各家网络平台会根据自身平台的特点制定符合要求的技术手段用来监控刷量，同时对判定为刷量的记录予以标记，从而使平台上的阅读量、转发量、投票数等内容显示为剔除了刷量记录的真实数据，为网络社会提供一个公平的环境。”杨建说，除此以外，网络平台可以使用账号权限封禁、IP访问封禁等技术手段来预防和惩处牟利造假的刷量行为。

在这方面，腾讯一直在积极研究，并根据具体的刷量行为判定打击形式。杨建表示，以2018年守护者计划十大案例之一的广告联盟黑产打击为例。2018年10月，腾讯守护者计划安全团队协助广州警方对广告联盟开发者虚假点击刷量的黑产进行打击，共捣毁作案窝点3个，抓获犯罪嫌疑人10名，刑拘8人。经查，该团伙提交虚假APP链接，骗过平台审核并获取广告位SDK，通过修改硬件和IP环境的方式，编写脚本自行点击广告位，生成广告点击量，从而骗取广告推广费用，该行为降低了广告推广效果，给商户造成严重损失并破坏了广告行业的生态安全。

在闫怀志看来，流量造假最终是要通过网络平台来呈现效果的，因此网络平台守土有责，在切实履行监管责任。很多网络平台都制定了恶意流量监管策略，并采取了实际行动。而且，从技术上来说，刷单、刷榜等人为操纵流量行为的界定，也有一定的手段。但是，网络平台自身只能对数据流量异常行为和涉嫌伪造流量的账号进行封号等技术性处理，对造假者的威慑力不够，更不具备执法资格。

闫怀志认为，“10万+”流量造假，短期内会造成各方面评价体系的混乱，导致各种形式的不公平现象；长期会造成整个网络经济的系统性生态灾难，造假者也会成为受害者。但是流量造假的根本原因是其背后具有巨大的利益驱动。流量造假者造假成本低、受惩罚可能性小，因此很难从根本上杜绝。而流量造假久病难医，网络监管虽然难辞其咎，但是如果要让网络监管来当背锅侠承担全部责任，也有失公允。

“解决流量造假的最重要前提是建立和完善公平、公正、安全的网络空间环境。这就需要从法律、法规、网络运营、公众等各个方面多管齐下，通过全空间、全平台、全产业链的综合治理，实现线上线下监管的无缝连接，特别是加大对恶意流量造假黑色产业链的打击力度，让刷量产业链各环节不必刷、不想刷、不能刷、不敢刷，为网络空间和网络经济营造一个真正健康的生态和未来。”闫怀志说。

腾讯网络安全与犯罪研究基地高级研究员姚理也表示，虚假流量之所以横行，是因为虚假流量的相关环节，都已经产生了上瘾式的流量依赖。这里切实存在监管取证难度大，涉及法律多，产业发展过快，对危害性认识不足等问题。除了加强法律监督，对刷量黑产治理还应进一步落实通信实名制，增强迭代技术识别技术，倡导多方共治，政府和产业携手共同加强应对和打击。

来源：科技日报

江苏石墨烯产业集群高速增长

石墨烯被誉为“新材料之王”，在导电、导热、透光度等方面具有强大的优势，应用前景广泛。近日，记者在采访中了解到，受 5G 应用带来的新材料开发需求增加和“进口替代”需求增加影响，石墨烯产业正迎来难得的发展机遇。专家建议，应整合力量加快攻关关键共性技术，抓住发展风口。

2018 年，全球石墨烯市场规模约 2.73 亿美元，近四年年均增速超过 40%。我国石墨烯产业同样保持快速增长态势，中信证券的数据显示，2018 年我国石墨烯产业规模约为 111 亿元，同比增长 58%，预计 2019 年产业规模能达到 163 亿元。

江苏是我国较早发展石墨烯产业的省份之一，在国内石墨烯产业版图中占有重要一极。目前，江苏已形成以常州、无锡、南通等地为核心，相互之间分工协作的石墨烯产业集群，且保持持续高速增长态势。2018 年，江苏石墨烯企业数量占国内总数的 12.3%，位居全国第二。其中，较早布局的常州市已集聚各类石墨烯企业超 140 家，石墨烯龙头企业数占全省 80% 以上，在石墨烯应用上创造了十多项“全球第一”。

石墨烯产业迎来两大风口

记者在江苏走访发现，今年以来，随着经济环境的新变化，一些石墨烯中间产品的发展风口已逐渐形成，有望带动整个行业再次起跳。

一个风口是 5G 通讯。

“5G 设备的功率非常高，能耗相比 4G 设备大幅提升，对散热的要求更大，目前市面上导热性能最佳的材料就是石墨烯。”江苏省石墨烯创新中心总经理、常州第六元素材料科技股份有限公司董事长瞿研说。

作为国内领先的石墨烯粉体供应商，第六元素研发的新型石墨烯导热膜系列产品，今年已大规模向某世界前五的大型手机厂商供货。受此提振，公司业绩表现突出。其近日发布的 2019 年半年报显示，公司营业总收入比去年同期增长 33.27%，归属于挂牌公司股东的净利润比去年同期增长 1090.78%，基本每股收益比去年同期增长 1016.67%。

5G 的大规模商业应用也让石墨烯的抗腐蚀性能有了更多的用武之地。由于 5G 设备单个覆盖面不及 4G 广，单位面积内的设备数量会更多，要确保这么多设备的安全稳定运行，离不开“强健的筋骨”。“我们的新型石墨烯涂料，凭借耐腐蚀、抗多种恶劣天气、价格实惠等因素，已被国内知名电信设备制造商采用。”碳索新材料科技有限公司负责人说。据悉，该材料不仅能使电信设备运行得更长

久，其制造过程也更加绿色环保，一经推出就让被外企长期把持的传统热渗锌涂料降价 50%。

另一个风口是进口替代。

受中美经贸摩擦等因素影响，越来越多的中国企业开始关注供应链的安全性，这给包括石墨烯在内的本土新材料企业提供了成长空间。

“我们的产品就是对标国际先进去的，区别在于我们用石墨烯来达到效果，他们用别的途径。”常州恒利宝副总经理黄荣庆说。该公司创新使用化学方法将石墨烯用于尼龙材料的改良，不仅让生产出来的衣服裤子更具耐磨性，还能同时具备抗菌、除臭、保暖、去静电等多种功能，价格比进口的特种材料还便宜。目前该公司正在江苏南通投资建设全球规模领先的原位聚合石墨烯锦纶切片及纤维生产基地，预计全部投产后可实现产值 15 亿元。

“石墨烯制备需要石墨做原料，我国是世界第一大石墨生产国、出口国和消费国，掌控全球石墨资源供应，石墨产量约占全球 65%。”中国工程院院士干勇说。受访专家普遍表示，我国和发达国家在石墨烯领域是同线起跑状态，不依赖外国技术，相反，一些优秀产品反而能发挥颠覆性作用，实现弯道超车。“今年我们石墨烯粉体处于供不应求状态，据我们观察，订单增加的大多是有能力实现进口替代的下游厂商。”瞿研说。

专家建议聚力攻关关键共性技术

新机遇正在给江苏石墨烯产业发展注入新动力。今年上半年，多个石墨烯生产与应用项目在江苏落地或从江苏走向全国：南通烯晟新材料有限公司总投资 4.6 亿元的新材料项目一期主体工程封顶，达产后将形成年产 1000 吨氧化石墨烯的产能；江苏尚瑞新能源科技有限公司年产 15 万套石墨烯超级电容器储能系统项目在常州开工，总投资 5000 万元；苏州高通新材料科技有限公司在江西抚州投资兴建石墨烯浆料项目和石墨烯碳素项目，其中石墨烯浆料项目总投资额不少于 1 亿元，石墨烯碳素项目固投为 5000 万元……

尽管发展势头良好，受访专家和业内人士也普遍表示，石墨烯产业尚存在基础性、关键性技术待突破，石墨烯产业化应用停留在初级阶段等难题，建议产业链上下游之间，不同区域之间企业强化分工合作，共同推进诸如降低原材料成本，提升原材料品质等共性关键技术的研发。同时，强化不同产业间的跨界合作，探索石墨烯颠覆性创新应用新方向。

“从全国看，北京石墨烯发展强在研发，广东强在 toC 端（指面向消费者），江苏则强在 toB 端（指面向企业客户端）。”被誉为“中国石墨烯产业奠基人”的冯冠平说，不同区域之间应发挥各自优势，协同共进。

调研发现，为凝聚力量、寻求突破，江苏已经在加紧布局。今年 3 月，江苏省石墨烯创新中心正式成立，意在采用“公司+联盟”的方式开展运营管理，打通技术研发、成果转化和首次商业化的通道。“我们组织股东单位开展核心技术

研发，在石墨烯高端制造装备等方面取得积极进展。”江苏省石墨烯创新中心董事长张昱说。

目前，该创新中心正积极联合上海、浙江、安徽筹备建设长三角石墨烯联合创新中心、长三角石墨烯产业联盟和长三角国家双创示范基地联盟石墨烯产业专业委员会，并计划与长三角石墨烯联合创新中心共同申报国家石墨烯制造业创新中心。

来源：经济参考报

《江苏创业投资》联系方式：

江苏省创业投资协会

地址：南京市虎踞路 135 号高投大厦辅楼 302 室

邮编：210009

电话：025-83303470

传真：025-85529959 E-mail: jsvca@js-vc.com;

网址：www.js-vc.org