财富 周刊 WEEKLY

理性投资，财智生活

财眼看市

“金油比”折射出风险轮转方向

程 实

投资者习惯于在各类新闻、政策和言论中苦苦寻觅关于市场未来的蛛丝马迹，而往往忽视了很重要的一点，市场本身就是最好的预言者之一，金融变量的走势既是市场情绪的现时反映，也包含了隐藏的变局信息。动荡之中，更是需要关注市场自身发出的警示信号。比如近期引起各方关注的“金油比”。

“金油比”是国际金价和油价的比值。从数据长度的角度考虑，我们用伦敦现货黄金月均价格和美国进口原油月均价格进行了计算，结果表明，1974年1月至2016年2月（截至16日），金油比平均为16.32，而2015年12月起，金油比跃升至30以上，2016年2月升至39.35，创1974年1月以来近506个月的新高。

“金油比”已经升至1974年以来的最高点。这种不易察觉的反常现象，实际上暗示着，市场对风险结构的当前认知存在一定的“厚此薄彼”，全球风险轮转可能正处在将变未变的重要关口。如此背景下，大类资产配置的宏观策略也需要顺势而为、应时而变，围绕风险轮转的方向，适时、适度地预调、微调。

从学理上分析，“金油比”可以视作风险结构变化的前瞻指标：一方面，黄金和原油同属大宗商品，长周期看具有趋势一致性，因此，在正常状态下，“金油比”不会发生异动，一旦异动，就意味着变局出现的可能性已经悄然加大。另一方面，更重要的是，黄金和原油的风险敏感特质是不同的，原油和实体经济总需求的联系要明显强于黄金，而金价对经济风险的敏感性要小于油价，对地缘政治风险的敏感性要大于油价。

风险轮转正悄然改变金融市场运行的宏观逻辑，大类资产配置可能也需要变化。首先，避险需求全年来看起起落落，但不会彻底缺席，Risk On（淡化风险状态）是阶段性的，Risk Off（防风险状态）是常态性的。其次，油价对经济风险的程度较高，原油在30美元/桶以下的运行是不稳定的。再次，地缘政治风险和经济风险并存且轮转的背景下，确定性是最稀缺的投资属性，少数确定性较高的投资方向将受到宽松货币的追捧。

此外，经济风险在市场的反映已经较为充分，甚至存在结构性的超跌成分，经济基本面相对较好或边际改善可能较大的市场，将更容易在阶段性的超跌修复行情中有所表现。与此同时，在风险重心从经济风险向地缘政治风险转移的过程中，地缘政治稳定性较强的区域和国家将更容易受到资本青睐。最后，风险轮转过程中，全球政策超预期加力的可能性不断加大，可供政策进一步发力的领域也是稳健投资的可行方向。

（作者系工银国际研究部联席主管，本文仅代表作者观点。）

责任编辑 陆 敏
美 编 高 妍
联系邮箱 jjrbcfzk@163.com

正是看中了旅游产业未来巨大的发展潜力，各方在旅游金融服务领域展开争夺，相关金融产品和服务模式推陈出新——

旅游与金融“蜜恋”

本报记者 周明阳

近年来，旅游市场蓬勃发展，而日趋完善的金融服务更是为其插上了腾飞的翅膀。在旅游金融服务领域，一场没有硝烟的用户争夺战悄然打响。谁能俘获消费者的心，最终要看谁的产品更有魅力，谁的服务更加到位

全球旅行卡、旅游消费贷款等传统旅游金融业务的江湖地位正在受到挑战，近年兴起的旅游白条、首付出发、分期出游和旅游保险等多种互联网旅游金融产品和服务模式正在年轻人中流行，拥有了越来越多的用户群。互联网电商、在线旅游平台看准这一商机，纷纷加入，一些旅游行业的传统龙头企业也不甘示弱，甚至转型的决心更为坚决，创新步伐也迈得更大。

产业链延伸

今年年初，海航旅游打造的旅游金融与支付品牌——易生金服在北京宣布正式成立。据介绍，易生金服整合了海航旅游集团内部的金融资源，以“旅游+金融”为切入点，旨在构建起完整的支付产业生态链和生态圈。按照规划，易生金服将成为一个集互联网支付、电子旅行支票、个人本外币兑换、退税、银行卡收单、消费金融及配套服务等各项功能为一体的旅游金融开放综合服务平台。

海航旅游此次创新步伐不可谓不大。而“创新”“转型”正在成为目前旅游行业传统龙头企业发展的关键词。“这也可以说是外部环境的倒逼。”中国旅游研究院产业所所长、副研究员李仲广分析说，“国家旅游局的统计显示，2015年我国旅游总收入已达4.13万亿元，预计2016年全年，旅游总收入将达到4.55万亿元，市场‘掘金’潜力巨大。与此同时，在线旅游公司（OTA）迅速崛起，携程、去哪儿、途牛等在线旅游公司对传统旅游企业造成很大冲击”。

在李仲广看来，传统旅游企业目前面临的压力主要来自以下几个方面：一是旅游市场竞争激烈，新的企业快速发展，新业务基本被新生旅游企业把持，传统旅游企业着眼于原有业务的增长空间变小；二是市场格局正在发生变化，越来越多的龙头电商进入旅游行业，其业务模式与传统业务模式有很大不同；三是旅游市场需求方也在不断发生变化，年轻游客、散客增加，出境游增多，而国内游利润下降，这些新变化都需要旅游企业去适应。

在业内人士看来，互联网金融潮涌，正好成为旅游行业重新洗牌的机会。因为，对于旅游行业而言，金融产品的接入可以扩大用户群体和消费的规模，不断改善旅游消费者的体验，无论是出行前的理财、资金准备、签证和汇兑，出行中的保险保障，还是出行后的退税、还款等需求，在旅游的全过程中都能与金融找到结合点。

旅游公司开拓金融业务，产业链布局尤为关键。互联网金融公司InnoTREE（因果树）投资经理彭瀚对《经济日报》记者表示，拥有丰富产业资源和完整产业链的传统旅游集团切入金融服务具有先天优势。“旅游企业生态链越长，把控的东西越多，在每个链条节点上沉淀的资金越多，发展的想象空间就越大。”

平台思维

海航集团董事局董事、海航旅游董事长张岭对行业发生的变化了然于胸，对于易生金服未来的发展也充满期待。他在接受《经济日报》记者采访时说，“‘易生’二字取自《周易》和老子的《道德经》，《道德经》中说，‘一生二、二生三、三生万物’，万世万物都在变化当中，也期待易生金服能够不断成长。”

在他看来，海航旅游目前发力金融业务正当其时。2015年，海航旅游摘得世界旅游大奖（WTA）两项桂冠，并先后完成了航空、酒店、旅游等业务领域的布局；海航旅游旗下的凯撒旅游也成功在A股实现了借壳上市。

按照规划，易生金服将成为一个旅游金融开放综合服务平台。据介绍，虽然刚刚成立，易生金服却是“证件齐全”，拥有中国人民银行颁发的第三方支付业务许可证、国家外汇管理局颁发的个人本外币兑换特许业务许可证、跨境外汇支付业务许可、全国银行卡收单支付等多种业务特许资质，也是目前国内拥有最齐全金融牌照的旅游金融服务机构。

其实，海航旅游的举措只是旅游行业进军金融领域的一个缩影。近年来，在线旅游企业纷纷布局金融业务：途牛在互联网旅游金融业务领域全面布局，成立了途牛金服，依托自身旅游资源和金融资源，向消费者和供应商提供“一站式”互联网金融服务，包括个人理财服务、个人的担保及分期付款、个人出境金融和供应商投融资等多个方面；在申请了基金销售牌照之后，途牛还打造了一站式资产配置平台，途牛理财目前各项产品的交易额已突破15亿元人民币；结合旅游消费场景，途牛提供完善的旅游保险服务，免除用户出行的后顾之忧。去哪儿网则从理财、分期、存款证明三个方面，通过引入第三方，提供金融产品供用户选择；去哪儿网还与百度合作，扩展旅游分期业务。

甚至不少互联网巨头也瞄上了旅游金融服务这块蛋糕。记者了解到，目前，阿里巴巴在公司已有平台上依托支付和征信领域的优势，提供互联网旅游金融特色服务，涵盖了理财、保险、分期、退税等多项业务。另一电商巨头京东推出旅游白条产品，为用户提供分期付款服务。

风险控制成难点

从远处看，一切都很美好。走近了，才发现困难其实也不少。从自己熟悉和擅长的领域到一个完全不熟悉的行业，旅游公司们发现旅游金融服务这块蛋糕看着挺香，要想吃到嘴里，也并不容易。

“美好的事情背后往往存在着挑战和风险。”易生金服的掌门人陈启彰对记者说，做“旅游+金融”并没有想象中那么简单，因为这两个行业目前的发展都存在不少问题和挑战。“旅游行业最近并不平静，比如跨界竞争、供需不平衡的问题；金融业也是，从业人员都能感受到银行业利差在逐渐缩小，包括支付的工具化、P2P的泡沫，这些都给行业带来非常大的挑战和风险。”

旅游和金融融合，实际操作起来，有很多方面的工作都比较棘手。陈启彰总结了目前旅游金融发展面临的三大挑战：一是依照每一个场景推出单一的旅游金融产品，缺乏全局观；二是牌照资源紧缺；三是难以进行国际化推广。

金融产品的风险控制也是考验旅游和金融两者结合的难题。易观智库日前发布的《中国互联网旅游金融市场专题研究报告2015》认为，未来互联网旅游金融市场将进入高速发展时期，并从打造服务闭环向构建资金闭环发展。与此同时，基于征信体系的风控机制构建将成为竞争重点。无论是拥有雄厚实力的传统旅游集团，还是新晋崛起的在线旅游巨头，抑或是自有生态体系的互联网公司，金融产品背后的风险控制，是制约互联网旅游金融发展的关键。

据彭瀚介绍，目前只有8家公司拿到了第三方征信的牌照。无论是做借贷产品还是打包旅游产品，风险控制十分重要。

虽然问题棘手、难题不少，展望未来，业内对旅游金融的发展仍充满信心。张岭表示，随着我国互联网金融行业整体的快速发展，支付、消费金融、保险、征信等细分领域日趋成熟，为互联网旅游金融服务的发展提供了必备的业务支撑和良好的发展环境。而云计算及大数据等技术的进步，带动个人征信体系不断发展，为旅游金融服务厂商规避相应风险，提供了技术保障。伴随征信系统的逐渐完善，旅游金融的发展也将更加规范，发展步伐也更快。

理财新发现

TOT信托是谁的菜？

本报记者 常艳军

基金有FOF（基金中的基金），信托也有TOT（信托中的信托）。“TOT是指专门投资于信托产品的信托，其模式是成立母信托，由母信托再选择信托计划进行投资配置，形成一个母信托投资多个子信托的信托组合。”中建投信托研究员王俊说。

据悉，TOT信托一般由信托公司发行，银行、券商、第三方机构等也可利用信托通道，发行TOT信托产品。那么，TOT信托有怎样的优势？又该如何投资呢？

据了解，在目前市场中，TOT信托有固定收益和浮动收益两种类型。“固定收益TOT信托主要投资于固定收益类信托产品，其将具有不同期限、风险特征的固收类信托进行组合投资，可在一定程度上降低母信托的非系统性风险。”王俊说。

固定收益TOT信托具有一定缺陷。“为了降低资金占用成本，母信托募集资金后要马上进行投资，因此在信托产品选择上可能无法做到同时投资多个优秀项目。”王俊说，信托公司实际操作中一般会根据资金需求，投资同时期的一个或者多个信托计划。

浮动收益TOT信托的投资收益具有不确定性，其投资标的主要是阳光私募证券投资信托计划。王俊说，个人投资者资金量有限，无法在不同风格阳光私募之间有效组合搭配，而投资单个阳光私募存在较大非系统性风险，通过TOT信托进行组合投资，能让整个投资组合的业绩表现不至于落后。

不过，市场中也有信托公司为了追求较高的投资回报，将资金池产品包装成TOT信托，以规避监管。“比如，为提高产品投资收益，有的信托公司会将母信托资金配置于期限较长的信托产品，以便最大限度获取资产端收益与资金端成本之间的利差。这种演变了的TOT模式本质上是资金池产品。”王俊说，TOT信托虽然主要以流动性较差的非标资产作为标的，但在实践中为降低资金沉淀成本，有的信托公司在母信托成立之前就已确定了投资标的，资金来源与运用是相对应的，标准意义上的TOT信托不具有资金池特征。另外，TOT信托如果投资层级过多，或难以弄清最终的投资标的，资金期限也容易出现错配，可能存在合规风险。

用益信托首席分析师李旸表示，市场中有些TOT信托已不是标准意义上的TOT信托，不仅降低了投资门槛，管理和信息披露也不规范，“标准意义上的TOT信托产品比较少”。

据了解，TOT信托由于多了母信托投资子信托的产品结构，管理成本较高，投资收益会有所降低，且由于实行分散投资策略，非系统性风险较低，相应组合投资收益较为一般。流动性上，其与普通信托相当，也比较低。

格上理财研究中心研究员王燕娱认为，虽然TOT信托有分散风险的作用，但在产品募集阶段投资者可能无法像投资单个信托产品那样，在投资决策前了解清楚产品的融资方、具体项目位置以及具体风控措施等，信息不对称容易引发道德风险。需要注意的是，“有些TOT信托是为了填补信托公司其他未募满资金的信托产品，以助其快速成立；也有的是为了借新偿还已快到期但不能按期兑付的产品，存在一定风险。”

所以，投资者在选择TOT信托时，需要对不同类型产品采取不同投资策略。“对于固定收益TOT信托，投资者要更关注信托公司实力，优选整体实力强、投资风格稳健、信誉度高的信托公司发行的TOT产品，并对信托公司风控能力进行仔细考察，确保产品风险可控。”王俊表示，对于浮动收益TOT信托可从产品投资标的入手，选择投资范围较广、分散效果较好的产品。

社址：北京市西城区白纸坊东街2号 读者服务窗：dzzs@ced.com.cn 010-58393509 查号台：58392088 邮编：100054 传真：58392840 定价：每月24.75元 每份：1.00元 广告许可证：京西工商广字第8166号 广告部：58392178 发行部：58393115 昨日（北京）开印时间：3:40 印完时间：5:00 本报印刷厂印刷