



NIFD

国家金融与发展实验室
National Institution for Finance & Development

NIFD季报

主编:李扬

助力“双循环”服务美好生活 ——财富管理市场季度报告

财富管理研究中心

2020年10月

《NIFD季报》是国家金融与发展实验室主要的集体研究成果之一，旨在定期、系统、全面跟踪全球金融市场、国内宏观经济、中国宏观金融、国家资产负债表、财政运行、债券市场、股票市场、房地产金融、银行业运行、保险业运行、特殊资产行业运行、财富管理市场等领域的动态，并对各领域的金融风险状况进行评估。

《NIFD季报》由三个季度报告和一个年度报告构成。NIFD季度报告于各季度结束后的第二个月发布，并在实验室微信公众号和官方网站同时推出；NIFD年度报告于下一年度 2 月份发布。

顾问

- 殷剑峰
国家金融与发展实验室副主任

统稿

- 王增武
国家金融与发展实验室财富管理研究中心主任

团队（按拼音字母顺序）

- 陈思杰
国家金融与发展实验室财富管理研究中心特聘研究员
- 桂泽发
交通银行私人银行中心副总裁，国家金融与发展实验室财富管理研究中心特聘高级研究员（邀）
- 贺康哲
中国社会科学院大学
- 李可辉
民生信托家族信托总部副总裁
- 覃 婧
国家金融与发展实验室财富管理研究中心副主任
- 唐嘉伟
国家金融与发展实验室财富管理研究中心特聘研究员
- 王增武
国家金融与发展实验室财富管理研究中心主任
- 殷剑峰
国家金融与发展实验室副主任
- 夏小雄
中国社会科学院法学研究所副研究员
- 张 凯
国家金融与发展实验室财富管理研究中心特聘研究员
- 周 正
国家金融与发展实验室财富管理研究中心特聘研究员
- 张子昊
国家金融与发展实验室财富管理研究中心实习生

本报告负责人：王增武

【NIFD 季报】

全球金融市场
国内宏观经济
中国宏观金融
宏观杠杆率
中国财政运行
房地产金融
债券市场
股票市场
银行业运行
保险业运行
财富管理市场
特殊资产行业运行

核心观点

面对百年未有之变局，中国实施以“双循环”尤其是“内循环”为主导的新发展理念。“内循环”的要义之一在于解决人民日益增长的美好生活需要和不平衡不充分的发展之间的矛盾。如何利用金融或非金融手段缓释当下的主要矛盾？手段之一是财富管理。

- 宏观经济：全球经济复苏中继，中国经济表现较好，央行货币政策转向中性。
- 金融市场：货币政策保持总量适度，强化精准滴灌，A股市场继续强势表现，美元指数或将继续走弱，国际大宗商品价格震幅趋缓。
- 商业银行：银行理财子公司有序推进，其中有2家合资公司，私人银行的财富传承业务已如期而至，未来十年，重在“整合发展”。
- 证券公司：证券公司财富管理转型迫在眉睫，要义在于打造数字化的综合服务平台，下一步应明确科技赋能的相关标准。
- 基金公司：国内金融市场复苏，股暖债寒，关注金融开放背景下的基金业发展，正所谓“美美与共，和而不同”。
- 信托公司：资金信托规模下降，需要关注行业风险，金融科技在家族信托业务应用前景广泛，将重塑咨询顾问导向的经纪商业模式。
- 家族办公室：慈善顾问的作用是家族办公室业务差异化与可持续发展的重要课题，典型模式为“捐赠者服务基金”。
- 家庭金融：疫情期间中低收入家庭明显增多，消费水平有所下降，87.88%的已婚未育家庭表示未来存在入不敷出的可能性，其中35.78%表示可能性在10%~30%，6.4%甚至表示可能性在80%以上。

目 录

一、宏观经济：复苏中继	1
二、金融市场	4
(一) 货币市场：总量稳定	4
(二) 股票市场：A 股领涨	5
(三) 外汇市场：看衰美元	7
(四) 大宗商品：涨跌互现	8
三、理财子：有序推进	8
(一) 开设概况：批筹 3 家	8
(二) 新开简介：1 家合资	9
(三) 未来展望：对外开放	12
四、私人银行：携手同行	12
(一) 财富传承：如期而至	12
(二) 财富传承：“三折魔咒”	14
(三) 财富传承：“密集期”	14
(四) 助力传承：携手同行	15
五、证券公司	17
(一) 转型方向：财富管理	18
(二) 科技赋能：综合平台	18
(三) 基金投顾：大幕开启	20
(四) 未来展望：明确标准	21
六、基金公司：关注开放	21

(一) 整体表现：复苏有加.....	22
(二) 发行情况：一路高歌.....	22
(三) 业绩表现：股暖债寒.....	23
(四) 未来展望：关注开放.....	25
七、信托公司：转型升级.....	27
(一) 资金信托：关注风险.....	27
(二) 家族信托：科技赋能.....	30
八、家族办公室：慈善顾问.....	35
(一) 财富本质：社会关系.....	36
(二) 慈善顾问：家办定位.....	37
九、家庭金融：收消同降.....	39
(一) 收入情况：“零工”时代.....	39
(二) 支出情况：总体下降.....	43
(三) 负债情况：学高债高.....	46
(四) 现金情况：不甚理想.....	48
(五) 简短小结：关注风险.....	49
附件一 调研主要发现一览.....	50
附件二 调研样本基本信息.....	51

一、宏观经济¹：复苏中继

2020年三季度，随着疫情的逐渐控制，全球新增新冠肺炎确诊病例趋于平稳缓步上行期（见图1），疫情的扰动因素在三季度影响较低。世界主要经济体在宽松货币和财政政策后，经济趋于逐步复苏趋势。受此影响，二季度全球股票市场均出现了较大幅度的反弹，三季度基本延续这一趋势，但表现开始逐渐分化，法国CAC40、英国富时100、新加坡海峡指数等均出现了一定幅度的下滑（见图2）。市场对四季度疫情的二次蔓延有所担心，另外宽松货币政策等量化工具的刺激作用也逐渐开始消退，市场重回要素决定的经济运行逻辑。

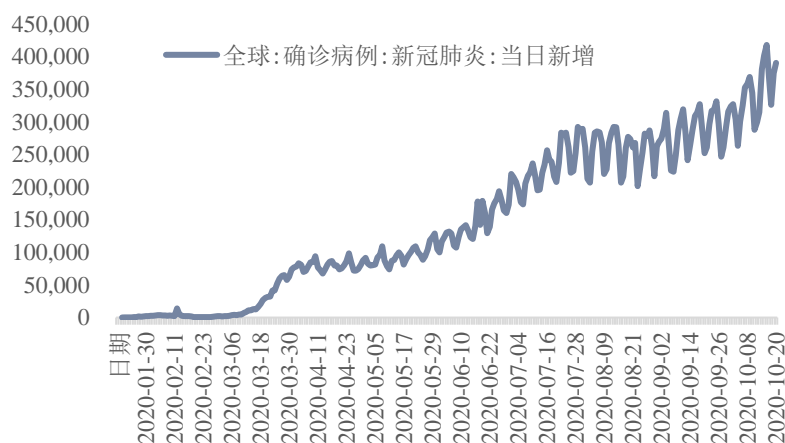


图1 全球新冠肺炎当日新增确诊病例

数据来源：WIND，国家金融与发展实验室财富管理研究中心。

从表现来看，全球主要经济体需求恢复速度好于生产，这与我国表现出生产好于需求的趋势有所不同，主要原因还是我国疫情控制较快，复工复产基本已经正常。但目前欧美发达国家及部分发展中国家疫情仍然处于较为严重的态势，复工复产较为缓慢，部分生产转移至我国国内，而其消费先于生产恢复。根据三季度宏观数据来看，我国三季度GDP同比增长4.90%，虽低于预期，但仍然是全球最亮眼的表现。7、8、9三月制造业PMI持

¹ 唐嘉伟，国家金融与发展实验室财富管理研究中心特聘研究员。

续位于 51 及以上，延续扩张趋势。但值得关注的一点是，8 月份社会消费品零售总额同比增长 0.5%，为 2020 年 2 月份以来首次转正，消费恢复速度明显弱于生产。9 月份社会消费品零售总额增速才回升至 3.3%。随着疫情的控制以及复工复产带来的收入提升，预计消费增长的内生动力仍然很强，实质上这也符合我国居民的传统消费理念，先“生产”后“消费”。

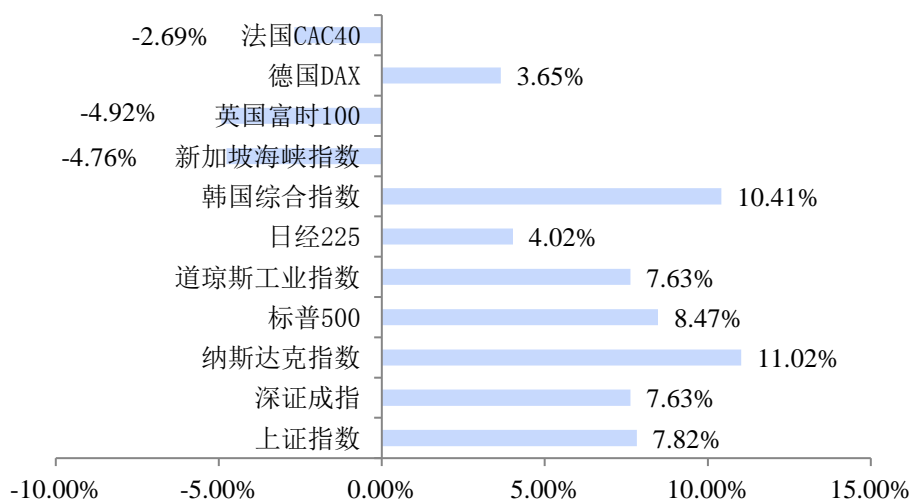


图 2 2020 年三季度各主要经济体股市表现

数据来源：国家金融与发展实验室财富管理研究中心。

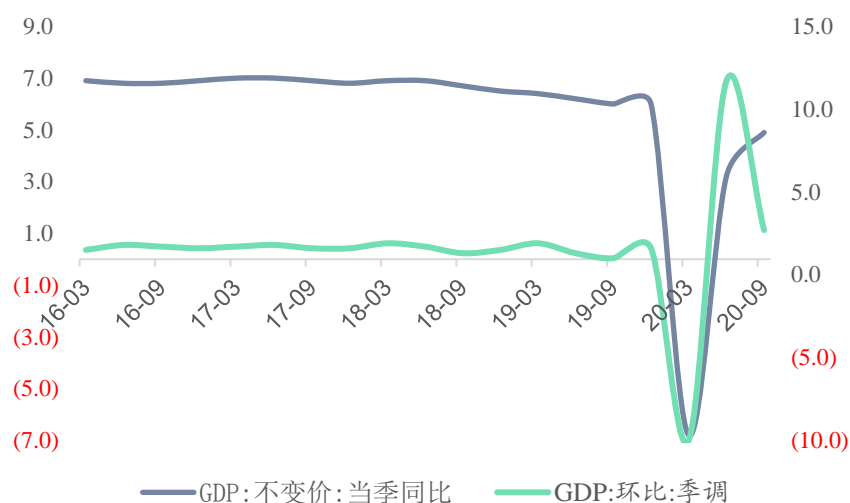


图 3 我国 GDP 季度增长情况

数据来源：国家金融与发展实验室财富管理研究中心。

另一方面，正是由于经济的稳步恢复，央行货币政策近期实质上已经开始向中性转变。央行三季度金融统计数据新闻发布会上强调了以下几个观点：**第一**，当前面临特殊情况，宏观杠杆率提升适应宏观政策，是支持疫情防控和国民经济恢复的一个体现。应当允许宏观杠杆率阶段性上升，扩大对实体经济的信用支持；**第二**，利率水平与当前的经济基本面总体是匹配的；**第三**，前三季度信贷、社融增速合理增长，未到偏快速增长状况。货币政策总的来说会更多专注于定向引导实体经济融资成本的下行，而非以传统手段通过货币市场利率下行间接引导。

那么，下一阶段复苏趋势还会延续吗？首先从我国来看，其一，我们能看到金融数据对于经济继续复苏的支持逻辑。根据社融数据表现，信用扩张仍在继续，9月份新增社融3.48万亿元，同比多增9630亿元，社融存量增速回升至13.5%，创18年以来新高。而且从结构上来看，中长期贷款的大增也明显改善了融资结构，金融数据从领先指标上强化了经济继续修复的逻辑。其二，我国目前已经有了充足的疫情防控经验，疫苗也在有序推出使用，即使疫情二次反弹也并不会大范围影响到目前的生产状态。其三，从根本上来说，我们能看到我国已经摆脱了过去通过大量放水来短期刺激经济的模式，在今年以来的降息潮中没有跟随美国较大幅度的下调基准利率，目前货币政策更多的是精准滴灌，能更为有效地支持实体经济。此外，我们也积极通过资本市场改革来改善实体经济融资环境，短期内已经有了比较好的效果。而从全球来看，受疫情影响，主要经济体的再“正增长”或许仍然需要等到疫情的进一步有效控制以及复工复产的正常推行。近期IMF预计，2020年全球经济预期负增长4.4%，较6月时的预测上调了0.5个百分点，并预计2021年全球经济增长可达3.9%。所以，就目前而言，中国在经济上是“一枝独秀”，全球经济复苏仍为中继。

二、金融市场²

(一) 货币市场：总量稳定

2020年三季度，央行共开展52400亿元逆回购操作，17000亿元MLF操作，同时市场分别有51200亿元逆回购到期，14477亿元MLF到期，综上所述，央行公开市场操作共计实现净投放3723亿元（见表1）。

不同于一季度及二季度，央行在三季度并未采取降准措施。这表明我国经济复苏预期领先全球，暂时并不需要进一步的降准措施应对经济有可能的下滑。当前的货币政策更倾向于结构性调整，而非大水漫灌。这一点也可以从高层会议公告中一探究竟：

9月2日召开的国务院常务会议要求，坚持稳健的货币政策灵活适度，着眼服务实体经济明确金融控股公司准入规范。会议指出，下一步要保持政策力度和可持续性，不搞大水漫灌，引导资金更多流向实体经济，以促进经济金融平稳运行。

央行货币政策委员会第二季度例会中提出“坚持总量政策适度，促进金融与实体经济良性循环”，而在第三季度例会中却并没有关于“总量”方面的表述。这表明当前货币投放量已经较为宽松，无须进一步降准。

展望四季度，央行或将继续保持三季度货币政策总基调：即总量上保持适度，重点强化精准滴灌的政策。当然，也不排除央行在适当的时机定向降准。

表1 央行资金投放明细（单位：亿元）

资金 投放	票据到期	正回购到期	逆回购	买入债券	MLF（投放）	SLO（投放）
	0	0	52400	0	17000	0
资金 回笼	票据发行	正回购	逆回购到期	卖出债券	MLF（到期）	SLO（到期）
	0	0	51200	0	14477	0

数据来源：WIND，国家金融与发展实验室财富管理研究中心。

² 王琪，国家金融与发展实验室财富管理研究中心特聘研究员。

（二）股票市场：A股领涨

1. A股市场：报告期内，A股市场继续强势表现，且在全球主要市场中也处于领涨的位置。具体来看，上证指数季度涨幅为7.82%；深证成指季度涨幅为7.63%；创业板指季度涨幅为5.60%（见表2）。

与此同时，沪深两市成交额也有大幅放大，三季度两市成交额合计达到69万亿元，较今年二季度环比增长近八成，较去年同期大增近130%。这反应出场外资金有大举入市迹象。

表2 全球主要股票市场概况

指数名称	收盘价	月涨跌幅（%）	季涨跌幅（%）
上证指数	3218.05	-5.23	7.82
恒生指数	23459.05	-6.82	-3.96
道琼斯指数	27781.70	-2.28	7.63
日经225指数	23185.12	0.20	4.02
富时100指数	5866.10	-1.63	-4.92
DAX30指数	12760.73	-1.43	3.65

数据来源：WIND，国家金融与发展实验室财富管理研究中心。

A股市场三季度领涨全球的主要因素有：第一，三季度，我国疫情已经得到全面控制，国民经济恢复正常状态。相比较而言，欧美疫情大有二波趋势，8月以来，欧洲部分国家的新冠肺炎疫情就形成了“二次抬头”的趋势，而9月这些国家的每日新增确诊病例数量更是突破了前期高点；第二，美国无止境货币宽松，美元走弱，我国经济稳步复苏。金融市场有序开放，金融市场对资金的吸引力越来越强，9月底，富时罗素也宣布将中国国债纳入世界政府债券指数；第三，我国多项宏观经济指标持续改善。9月制造业采购经理指数（PMI）为51.5%，连续7个月运行在50%以上。9月份非制造业商务活动指数较上月上升0.7个百分点至55.9%，创年内新高，连续两个月环比上升。这些都显示三季度我国经济复苏形势在二季度基础上进一步稳中向好；第四，场外资金入场意愿较强。截至9月30日，我国公募基金市场前

三季度共成立 1163 只基金产品，合计募资 2.34 万亿元，创年度新发基金规模历史纪录，平均新发基金规模达 20.66 亿元。大额长线资金的进入为 A 股市场夯实了坚定的基础。

从资金流向来看，三季度，北向资金态度的转向也引人注目。截至 9 月 30 日，北向资金三季度累计净流出 244 亿元，其中 9 月净流出 328 亿元，这一金额也创出了年内第二高值。三季度获北向资金净买入额度最大的前十位个股依次为格力电器、宁德时代、立讯精密、海康威视、万科 A、牧原股份、分众传媒、长春高新、比亚迪与平安银行。

从行业板块表现来看，三季度国防军工板块领涨，整体涨幅超过 30%，休闲服务、电气设备、非银金融、汽车等板块涨幅居前。通信、传媒等板块表现则相对较差。

展望四季度，A 股市场或将延续三季度的优异表现，外围市场的不确定性因对 A 股扰动趋弱、国内经济持续复苏、以国内消费为主的内生增长动力或将共同驱动 A 股市场震荡上行。

2. 欧美股市：三季度，美股市场继续上涨，但相较于二季度的凶猛涨幅，三季度涨幅大幅收窄，中间还出现较大幅度的回调。

美股三季度走势较弱，主要原因有：其一，美国两党就新一轮救济金额进行激烈博弈。自 7 月以来，对于新一轮财政刺激计划法案的规模和范围的讨论，民主党与共和党尚未达成一致。两党谈判的分歧主要集中在刺激法案的总金额。目前还不清楚在 11 月大选之前，美国国会将通过什么样的刺激法案。随着新一轮救济法案谈判陷入僵局，依靠刺激法案而得以出现的经济复苏可能会因缺乏刺激而夭折；其二，**欧美国家二次疫情的爆发再一次引发了市场关注。**根据 CDC 的预测，到 10 月 10 日，美国因新冠的死亡人数将达到 218000 人；华盛顿大学卫生研究院预测，到 2020 年底，该人数将达到 37.8 万，每天的死亡人数也将达到 3000 人。同样，欧洲疫情趋势也不乐观；其三，**美联储主席鲍威尔罕见地做出了相当直白的表态，敦促财政发力。**鲍威尔直言不

讳地表示，如果没有新的刺激协议，可能对美国经济造成潜在的“悲剧性经济后果”。但如果反过来，财政刺激“做过头的风险很小”。

具体来看，香港恒生指数报收于 23459.05 点，季度跌幅为 3.96%；美国道琼斯指数报收于 27781.70 点，季度涨幅为 7.63%；日本日经 225 指数报收于 23185.12 点，季度涨幅为 4.02%；英国富时 100 指数报收于 5866.10 点，季度跌幅为 4.92%；德国 DAX30 指数报收于 12760.73 点，季度涨幅为 3.65%（见表 2）。

展望四季度，决定美股走势主要有三大因素：其一，欧美疫情的可控程度及疫苗的进展；其二，美国两党能否就救助达成一致；其三，美国大选结果，这一因素或将影响美股 11 月份走势。

（三）外汇市场：看衰美元

报告期内，市场看衰美元，美元指数震荡下行，报收于 93.83 点，季度跌幅为 3.66%。非美货币涨跌互现：其中，欧元兑美元报收于 1.1721，季度上涨 4.34%；美元兑日元报收于 105.44，季度下跌 2.30%；英镑兑美元报收于 1.2924，季度上涨 4.21%；美元兑港币报收于 7.7500，季度下跌 0.01%；美元离岸兑人民币报收于 6.7844，季度下跌 4.05%（见表 3）。

展望四季度，美元指数或将继续趋弱，人民币或将随之继续升值。世界对于美元的依赖程度或将越来越低。

表 3 全球主要汇率市场概况

汇率名称	收盘价	月涨跌幅（%）	季涨跌幅（%）
美元指数	93.83	1.82	-3.66
欧元兑美元	1.1721	-1.81	4.34
美元兑日元	105.44	-0.44	-2.30
英镑兑美元	1.2924	-3.30	4.21
美元兑港币	7.7500	-0.00	-0.01
美元离岸兑人民币	6.7844	-0.92	-4.05

数据来源：WIND，国家金融与发展实验室财富管理研究中心。

(四) 大宗商品：涨跌互现

报告期内，以美元为单位的国际大宗商品市场价格涨跌互现。具体来看，路透 CRB 商品指数报收于 148.51 点，季度涨幅为 7.64%；NYMEX 原油价格报收于 39.86 美元/桶，季度涨幅为 1.50%；COMEX 黄金报收于 1890.9 美元/盎司，季度涨幅为 5.02%；LmeS-铜 3 报收于 6686.00 美元/吨，季度涨幅为 11.04%；波罗的海 BDI 指数报收 1725.00 点，季度跌幅为 4.11%（见表 4）。

表 4 全球主要大宗商品市场概况

商品名称	收盘价	月涨跌幅 (%)	季涨跌幅 (%)
路透 CRB 商品指数	148.51	-3.07	7.64
NYMEX 原油	39.86	-6.45	1.50
COMEX 黄金	1890.9	-4.43	5.02
LmeS_铜 3	6686.00	0.19	11.04
波罗的海 BDI 指数	1725.00	15.93	-4.11

数据来源：WIND，国家金融与发展实验室财富管理研究中心。

展望四季度，美元指数的走势继续决定国际大宗商品市场价格。但整体来看，国际大宗商品价格震幅趋缓，不会再出现上半年大跌大涨的局面。

三、理财子³：有序推进

(一) 开设概况：批筹 3 家

2020 年三季度，3 家理财子公司获批筹建，分别是广发银行、浦发银行及建信理财和贝莱德合资理财公司，6 家银行理财子公司开业，分别是华夏银行、平安银行、江苏银行、南京银行、青岛银行及中国银行与东方汇理合作筹建的合资理财公司（汇华理财有限公司）（见表 5）。

³ 王琪，国家金融与发展实验室财富管理研究中心特聘研究员。

（二）新开简介：1家合资

三季度，获准开业的理财子公司有以下六家：

1. 平安理财：8月19日，平安银行发布公告称，全资子公司平安理财有限责任公司（下称“平安理财”）收到中国银保监会的开业批复。平安理财注册资本为人民币50亿元，注册地为广东省深圳市。

产品体系方面，在筹备平安理财期间，平安银行推进理财产品转型，一方面加大新产品发行力度，已经推出符合资管新规的净值化新产品线，涵盖现金管理类、固收类、权益类资产增厚的“固收+”类；另一方面，还在推进存量保本理财产品及老产品压降工作。数据显示，截至2020年3月末，平安银行保本理财产品余额613.33亿元，较上年末减少8.8%；非保本理财产品余额6,173.56亿元，较上年末增长4.5%。其中，符合资管新规净值管理要求的净值型产品规模3250.77亿元，较上年末增长26.4%，占非保本理财产品余额的比例由43.6%提升至52.7%。

2. 苏银理财：8月18日，江苏银行披露公告，中国银保监会江苏监管局批准苏银理财有限责任公司（简称“苏银理财”）开业。截至2019年末，江苏银行理财产品存续规模3729亿元，净值型产品占比超过50%。

3. 南银理财：8月18日，南京银行披露公告，中国银保监会江苏监管局批准南银理财有限责任公司（简称“南银理财”）开业。南京银行理财产品总规模为2814.19亿元，其中净值类理财产品余额1412.4亿元，较上年末增加623.64亿元，占该行非保本理财产品的比例为52.7%，较2018年末上升22个百分点。

4. 青银理财：9月11日，青岛银行发布公告称，收到《青岛银保监局关于青银理财有限责任公司开业的批复》，青岛银保监局已批准青岛银行全资子公司青银理财有限责任公司（下称“青银理财”）开业。青岛银行半年报显示，截至2020年6月末，该行存续理财产品813只，余额为1045.12亿元，理财规模

表 5 银行理财子公司名单

银行性质	银行名称	出资金额（亿元）	获批时间	开业时间	注册地
国有银行	工商银行	160	2019-02	2019-06	北京
	建设银行	150	2018-12	2019-06	深圳
	农业银行	120	2019-01	2019-07	北京
	中国银行	100	2018-12	2019-06	北京
	交通银行	80	2019-01	2019-06	上海
	邮储银行	80	2019-05	2019-12	北京
上市股份制 商业银行	光大银行	50	2019-04	2019-09	青岛
	招商银行	50	2019-04	2019-10	深圳
	华夏银行	30	2020-05	2020-09	北京
	平安银行	50	2019-12	2020-08	深圳
	民生银行	50			
	广发银行	50	2020-07		上海
	浦发银行	50	2020-08		上海
	兴业银行	50	2019-06	2019-12	福州
城商行	中信银行	50	2019-12	2020-06	上海
	北京银行	50			
	宁波银行	10	2019-06	2019-12	宁波
	江苏银行	--	2019-12	2020-08	南京
	徽商银行	20	2019-08	2020-04	合肥
	南京银行	20	2019-12	2020-08	南京
	杭州银行	10	2019-06	2019-12	杭州
	重庆银行	10			
	青岛银行	10	2020-02	2020-09	青岛
	吉林银行	10			
	长沙银行	10			
	成都银行	10			
	上海银行	30			
	天津银行	10			
威海银行	--				
农商行	朝阳银行	--			
	甘肃银行	10			
	顺德农商银行	--			
农商行	重庆农商银行		2020-02	2020-06	重庆
	广州农商银行	20			
	东方汇理 中银理财	10	2019-12	2020-09	上海
中外合资	建信理财 贝莱德		2020-08		

数据来源：银保监会，国家金融与发展实验室财富管理研究中心。

较上年同期增长 27.20%。报告期内，青岛银行发行理财产品 946 只，募集资金金额合计 2515.05 亿元，全部为非保本理财，较上年同期增长 34.21%。其中，净值型理财产品规模 883.64 亿元，占产品总规模的 84.55%。

5. 华夏理财：9 月 15 日，华夏银行发布《关于华夏理财有限责任公司获准开业的公告》，公告中称，中国银行保险监督管理委员会已批准本公司全资子公司华夏理财有限责任公司开业。

“资管新规”发布以来，华夏银行稳步推进理财产品转型：一是停发保本理财产品；二是加大净值型产品研发力度，净值型产品规模快速增长；三是加大债券类、股票类、现金类等标准化资产投资力度；四是稳妥有序推进存量老产品及存量资产的压降工作。

在产品体系方面，华夏理财产品体系规划理念概括为“1357”，即：围绕一个中心——以客户为中心；提供三类产品服务——标准化理财产品、定制化理财产品以及理财顾问和咨询服务；满足客户五层投资需求——灵活便利、保值增值、财富积累、安心养老以及社会责任（ESG）；打造七大系列产品——现金管理类、固定收益类、权益类、商品及金融衍生品类、混合类、养老系列以及 ESG 系列理财产品。

6. 汇华理财有限公司：9 月 24 日，由东方汇理资产管理公司与中国银行全资子公司中银理财有限责任公司共同成立的合资公司汇华理财有限公司获得中国银保监会批准开业。

汇华理财注册于上海市临港新片区，注册资本为 10 亿元人民币，其中东方汇理出资占股 55%，中银理财占股 45%。汇华理财将完成其注册程序并于 2020 年 10 月起开始运营，该公司将是中国首家外资控股的合资理财公司。

汇华理财大股东东方汇理资产管理（Amundi）2010 年创立，2015 年上市，是欧洲最大资产管理公司，也是全球十大资产管理公司之一。另一位股东中银理财是中国银行的全资子公司，2019

年 7 月成立，是国内首批开业的银行理财子公司，截至 2020 年 8 月末，其管理资产规模超过 1.5 万亿元人民币。

（三）未来展望：对外开放

从表 5 中不难发现，三季度，监管层批准开业的理财子公司为股份制商业银行及头部城商行。目前，股份制商业银行中，尚未开业的理财子公司有民生银行、浦发银行及广发银行，浦发银行及广发银行理财子公司已获批筹建，预计在四季度或将能够获准开业。

而在城商行当中，尚未开业的理财子公司占比最大，预计只有少数理财子公司会在四季度获批开业，大部分理财子公司开业时间或将延至 2021 年。这也符合监管层“成熟一家，批复一家”的整体思路。

至于农商行，目前申请成立理财子公司的只有三家，获批开业的仅有一家。从自身条件来看，大部分农商银行还不足以单独成立理财子公司，联合发起成立、与成熟外资资管公司合作成立或将是他们考虑的选项。

除汇华理财有限公司之外，建信理财和贝莱德成立的合资理财公司也拿到监管批复。相信在不久的将来，第二家合资理财子公司也将获批开业。

四、私人银行⁴：携手同行

（一）财富传承：如期而至

经历了 40 年的财富快速积累，我国“第一代”富豪已经进入世代传承、家业交替的关键期。“创造更多财富”不再是国内高净值人士首要财富目标，转而更加看重如何更好地保障自己和家人今后的生活质量，如何在保障现有财富安全的情况下实现稳

⁴ 桂泽发，交通银行私人银行中心副总裁，国家金融与发展实验室财富管理研究中心特聘研究员。
本文根据作者近期在《中国经营报》主办的 2020（第四届）中经财富高峰论坛上的发言整理而得。

健增值，如何将财富有效传递给下一代。

“第一代”高净值人群普遍是“独生子女”家庭结构，加之近年来新劳动合同法实施、房产税、遗产税等重大“收入调节”政策预期的升温，“创富一代”在财富与事业的传承中如何合理节税、加强保障、婚姻管理、公私财产分隔等问题成为其进行资产配置规划的主要考虑因素。在知名企业家、顶级富豪的示范效应之下，当前国内高净值客户对家族信托业务的需求日益提升，无论是积累型的“守成”客户还是仍处于创富阶段的中小企业主，对财产传承和保障的关注日益增强。

日益旺盛的市场需求吸引了金融机构的眼球。随着国内高净值家族对财富管理需求的高启，各大金融机构纷纷抢滩家族财富管理市场，包括各大银行的私人银行、信托公司、保险公司以及第三方财富管理机构。在业务模式上，主要有“私人银行主导”、“信托公司主导”、“私人银行+信托通道”、“私人银行与信托公司合作”以及第三方财富管理机构设立独立家族办公室这五大模式。

客观而言，当前金融机构为客户提供的财富管理服务还有很长的路要走。其一，专业团队建设要下大功夫，同质性严重、服务功能单一需要改变；其二，全权委托服务模式尚无相应的法律法规针对此类业务做出明确说明和指引，客户倾向于将全权委托服务模式等同理解为银行推出的一款全新的理财产品，仍抱有“高收益、低风险”的期望；其三，作为财富传承重要工具的家庭信托也有障碍需要清除，如信托财产的归属不明、信托登记制度的不完善、财产独立性问题仍待进一步明确等；其四，客户对相关机构所提供的家族财富管理服务尚缺乏认同感，接受程度也不高，传统文化中的“财不外露”以及对于谈论身后事的忌讳，使得他们在与私人银行从业人员的沟通中有所保留，让私人银行家们建议和规划的效果都不同程度的打折扣。

从客户需求与解决方案的角度出发，一方面家族财富管理服

务需求较其他私人银行客户更为复杂,客户接受服务积极性有待市场进一步培育。另一方面银行综合服务能力需要进一步提升,要创新更具吸引力的服务方案,包括探索完善家族财富管理运作模式;探索符合自身发展路径的业务发展模式;全面提升综合服务水平,深化提高非金融服务能力;加快业务拓展与创新,推动相关配套制度的完善;等等。

(二) 财富传承：“三折魔咒”

西方有一句谚语,叫“三代培养一个贵族”;中国也有一句,叫“富不过三代”。说的差不多是一件事,那就是:财富获取难,传承更难。

传承不易,成功率不高,这是一个问题。中国中小企业协会常务副会长张竞强曾经在一次“家族企业财富保全与传承论坛”上直言,我国家族企业的平均寿命只有24年,目前只有不到30%的家族企业能进入第二代,不到10%能进入第三代,而进入第四代的只有大约4%。家族财富传承的“三折魔咒”,如同“达摩克利斯之剑”,悬于头上,令人不安。

传承,对于富有家族而言,是一个不容忽视的难题。大量鲜活的例子告诉人们,传承是财富管理包括在创富、增富、守富、移富等诸环节中最为惊险的一跳。跳不好,轻者栽跟头,前功尽弃,重者甚至要搭上身家性命。

(三) 财富传承：“密集期”

这次的财富传承与众不同,它不单是一些人、一些家庭的事,而是一代人、一代家庭、一代改革开放后渐渐富起来的民营企业主和私人经营阶层的事。中国历史罕见,国外绝无仅有。没有经验照搬,只能边走边看。

一是财富交接进入密集期。财富从“富一代”向“富二代”转移,第一代富人经过三四十年的发展,多数到了退休年龄。正

好他们的子女多数又是“独生一代”，使得财富交接平添了很多困难和挑战。

二是财富形态转换进入密集期。很多客户把财富从实体形态转成金融形态。这部分是经营环境变化所迫，部分则是为满足财富传承所需。

三是财管重点切换进入密集期。财富管理从过去以创富为主，到现在越来越多的富人以传承和保护为主。

四是传承受托机构洗牌进入密集期。在市场剧烈变动和强严监管的综合作用下，一些 P2P 公司及部分财管机构渐次淡出，部分客户资金逐渐向头部财管机构集中。

五是财管中轴转换进入密集期。从过去以个人财管为主，渐渐向个人与家庭（族）结合、趋向家庭（族）财管为主转变。家庭承载了七成以上的社会财富，中国人较强的家庭观念加上本次疫情的影响，使得这一转换进程持续加快。我们要借助私人银行和财富管理平台，针对客户个人、家族、企业等需求提供一揽子综合规划服务方案。

这五个“密集期”几乎同步，同频共振，会产生很多财管机会，也会带来不少新的问题和挑战。

在这一背景下，私人银行业务发展模式也有转型升级空间。中国私行过去十年，是“分而治之”、跑马圈地；未来十年，重在“整合发展”、合谋天下。专业机构要有序推动财管要素聚合、科技金融耦合、客户个人/家族/企业服务融合，助力客户财管目标达成、家族基业长青。

（四）助力传承：携手同行

围绕客户财富传承，我们要做的引导工作很多。如：

引导客户配置好“五层资产”。一是“御类”，包括银行理财产品、常规保险、优质房产等。二是“持类”，包括优质债券、票据和信托产品等。三是“攻类”，包括股票、基金和外汇等。四是“抢类”，包括期权期货等。五是“搏类”，包括经营权、

有价无形资产、珍稀收藏等等。在经济下行、去杠杆、去泡沫、严监管阶段，总体而言，大类资产配置要尽量下沉，有序提高御\持类资产的配置比重，适当降低经济宽松、上升阶段盛行的抢\搏类的资产配置。在具体资产选择上要同时兼顾到政策、行业、区域、时窗、企业等多个维度，结合自身风险受力和偏好、家庭生命周期、投资期望曲线、投资期限等实际情况进行操作安排。在当下及未来一段时间，房地产因政策持续控压、流动性趋弱、房产税在途等因素共同作用下，投资价值趋减、风险趋增，宜慎而持之。股票经过几番打击和波折，产生了巨大的分化效应，部分投资者恐慌情绪下的踩踏效应对一些股票形成了持续错杀，使得一些估值较低、行业较好、具有龙头地位、政策扶持力度大、企业经营具有护城河效应且有业绩支撑的股票的持有价值日益明显，宜选而投之。对于外汇、贵金属等要结合自身实际适当持有以分散风险。实力较强的投资者还可依法合规地进行资产海外配置，包括金融资产和不动产投资，分享国际市场投资机会。当然控制好风险是前提。

引导客户安排好“五性投资”。关于资产配置和投资组合问题，我们尽可到五行学说里去寻找启发。五行学说是我国古代人民创造的一种哲学思想，它以日常生活的五种物质元素（金、木、水、火、土）作为构成宇宙万物及各种自然现象变化的基础。五行之间有着相生相克的关系，亦即：水生木，木生火，火生土，土生金，金生水；水克火，火克金，金克木，木克土，土克水。以五行学说为指引，我们可以进行简便的资产配置。如果有一笔资金要去投资，简单而言，可分成五个部分：**一是现金或存款类产品。**保证流动性，满足日常支付所需，“水”性明显。**二是成长性股票、基金类产品。**生发性较强，长期投资能带来财富增长，“木”性突出。**三是人寿保险等产品。**承载、受纳、稳定性好，具有“土”性特征。**四是银行综合理财产品类。**肃降、收敛性突出，能平衡收益与风险，具有“金”性。**五是风投与另类产品。**

升腾性、爆发性强，往往高风险高收益，“火”性明显。五类资产各有特点，相生相克，相辅相成。组合起来，既能取长补短、稳获收益，又能分散投资、降解风险。

引导客户用好传承“五大利器”。这包括：引导客户使用“家族信托”，借助信托公司专业优势，代为管理、处置客户家庭财产，实现其财富规划及传承目标；引导客户使用“家族基金”，发挥其在家族传承中的品牌效应、税优效应、商务效应、投资效应；引导客户设计好“家族股权”，根据家族企业上市的不同时期、上市地点和企业、家族状况做好架构搭建和及时调整，防范家族成员婚姻、家庭关系变化等给企业带来的股权变化，隔离企业经营给家族生活带来的影响；引导客户修订“家族宪章”，发挥其在规定家族核心问题、设计家族成员间权利义务约束、确保家族基本治理结构等方面的独特功能；引导部分客户设计设立“家族办公室”，发挥其在处理家族事务和财富传承中“全能管家”作用，切实为客户提供更加多层次、多元化的规范的资产配置投资服务，扮演家族“守门人”角色，最大程度保守家族秘密和个人隐私，传承家族精神、彰显家族价值、助力基业长青。

五、证券公司⁵

日前，中国证券业协会发布了证券公司 2020 年上半年的“成绩单”，数据显示，134 家证券公司 2020 年上半年实现营业收入 2134.04 亿元，同比增长 19.39%；实现净利润 831.47 亿元，124 家证券公司实现盈利，同比增长 24.73%。⁶川财证券首席经济学家陈雳表示，“随着证券市场的改革红利明显释放，证券公司不少业务业绩规模、创新能力实现显著提升，将会为中国新经济高质量发展提供重要支持”。市场化改革将驱动证券公司不断提升发展质量，增强实力，为券商做大规模和进行模式转型

⁵ 周正，国家金融与发展实验室财富管理研究中心特聘研究员。

⁶ 券商中国。

提供了重要机遇。

（一）转型方向：财富管理

加快财富管理业务成熟定型是证券公司转型发展的重要战略目标，而金融产品销售则是前提和基础，也是朝财富管理转型发展中最基础最重要的环节之一。当前市场上衡量券商转型财富管理成效的一个重要指标就是**代销金融产品净收入**。在该项收入排名前 30 的名单中，已有 19 家券商今年上半年代销金融产品净收入已经超过了去年全年的水平（见表 6）。

华创证券研报指出，长期来看，中长期资金持续入市和居民理财需求增加，以 AUM 为基础的财富管理业务是大势所趋。因此，“经纪业务转型财富管理”已成为行业共识，金融科技结合程度高、投顾队伍建设完善的头部券商将进一步提升客户粘性，降低业务边际成本。

（二）科技赋能：综合平台

今年以来，券商业务发展涌现出许多创新的业务模式，展现出与互联网更加紧密的联系。一方面，**金融科技对财富管理的赋能成为券商探索业务增量所在**；另一方面，**金融科技为投资者、专业投资机构与中介机构搭建起了业务沟通的桥梁**。

就上半年年报数据分析而言，财富管理已成为头部券商数字化转型发展应用最普遍、最广泛的领域，金融科技助力证券公司向多元化的财富管理模式升级。国泰君安、华泰证券、银河证券等多家大型券商均在半年报中强调数字化对财富管理转型升级的帮助。例如，华泰证券将“开放的数字化财富管理平台”列为核心竞争力之一，其 2020 年半年报显示，将从产品、服务、流程和技术平台等方面加快财富管理业务发展，财富管理业务已经形成总部驱动的平台化发展模式。截至报告期末，“涨乐财富通”累计下载量突破 5356 万。根据易观智库统计数据，2020 年 6 月底，“涨乐财富通”月活数已突破 911 万，位居证券公司类 APP

表 6 今年上半年券商代销金融产品收入排名 TOP30

排名	证券公司	2020 年上半年净收入 (万元)	2019 年代销金融产 品收入 (万元)	完成比例
1	中信证券	71449	82955	86.13%
2	银河证券	31520	18066	174.47%
3	华泰证券	30330	15900	190.75%
4	国泰君安	26908	12595	213.64%
5	中金公司	26887	34186	78.65%
6	国信证券	24061	21186	113.57%
7	广发证券	19934	19545	101.99%
8	招商证券	19907	17607	113.06%
9	兴业证券	17697	19937	88.76%
10	中信建投	16369	16319	100.31%
11	安信证券	15818.00%	14638	108.06%
12	东方证券	11543	10559	109.32%
13	长江证券	11405	10775	105.85%
14	海通证券	10987	7866	139.68%
15	华创证券	8778	762	1151.97%
16	方正证券	8409	7406	113.54%
17	平安证券	8211	11626	70.63%
18	浙商证券	6836	6775	100.90%
19	国金证券	6330	11122	56.91%
20	光大证券	6310	6625	95.25%
21	财通证券	6101	5353	113.97%
22	申万宏源	5714	8946	63.87%
23	中泰证券	4496	6352	70.78%
24	东方财富	4386	6092	72.00%
25	华西证券	4137	2455	168.51%
26	华福证券	3610	2410	149.79%
27	中银证券	3453	2658	129.91%
28	长城证券	3433	3017	113.79%
29	瑞银证券	3283	5515	59.53%
30	恒泰证券	2119	3042	69.66%
备注：中信证券、中金公司合并了子公司数据				

资料来源：券商中国。

第一名。同时，光大证券在其半年报中提出，上半年的经纪业务持续从“单一通道”模式向“经纪+财富管理”双轮驱动模式转型，打造以客户关系、团队建设、产品实施、工具支持四大模块组成重点推动的“客户服务体系建设”工程，通过数字化运营，上半年其累计新开户 21 万户，同比增长 23%。银河证券则在半年报中表示，其财富管理业务坚持“+互联网”，大力推进“网上银河”和“智能银河”建设，网上交易占比达 99%以上；全面推进财富管理业务转型，努力打造一站式金融综合服务平台。

（三）基金投顾：大幕开启

基金投顾业务试点的落地，被业内誉为财富管理行业的重要里程碑，目前已有多家获得基金投顾试点资格的券商顺利落地基金投顾业务。2019 年 10 月，证监会下发《关于做好公开募集证券投资基金投资顾问业务试点工作的通知》，按照“试点先行、稳步推开”的步骤实施，各家券商也开始积极筹备申请。其中，银河证券、中金公司、中信建投、国泰君安、申万宏源、华泰证券、国联证券等 7 家券商获得券商首批公募基金投顾试点资格。

银河证券 2020 年半年报披露，其“财富星-基金管家”项目于 2020 年 5 月 15 日上线，截至上半年已向 25 家营业部开放，成为北京辖区内第一家业务上线券商、行业第一家业务上线大型券商。根据上半年年报披露的数据，“财富星-基金管家”累计签约客户 1270 人，委托资产共计 2400 万元。另外，国联证券于今年 4 月开展了国内首单基金投顾业务，据其半年报数据，国联证券基金投顾从业人员共 474 人，基金投顾业务签约总人数 5150 人，授权账户资产规模累计 5.36 亿元。平安证券表示，基金投顾从制度上建立了以客户利益为核心的财富管理新模式，能够实现对资产管理和财富管理的再平衡，可以进一步推进财富管理行业的供给侧改革，激发市场活力。

未来，持续加快证券公司参与基金投顾服务试点的审批，并逐步扩大试点范围，落地证券公司管理型基金投资顾问；并在试

点基础上，探索符合证券公司业务特点的客户账户管理模式，将有利于推动财富管理行业向买方投资顾问模式转型。

（四）未来展望：明确标准

8月21日，中国证券业协会发布《关于推进证券行业数字化转型发展的研究报告》。报告指出，建议加快出台行业标准，促进金融科技应用融合。逐步建立完善人工智能、区块链、云计算、大数据等数字技术在证券行业的应用标准和技术规范，完善人工智能技术在投资顾问业务领域的应用条件及合规要求，引导金融科技在证券领域的稳步探索和有机结合，提升服务实体经济及居民财富管理能力。

未来，只有进一步明确相关业务准入标准和业务规范，才能打击非法经营活动，保障投资者权益。例如，明确智能投顾、使用人工智能开展资产管理业务的准入标准，明确在证券业务中使用云计算、大数据、生物识别、人工智能、区块链等技术的相关业务规范，打击非法智能投顾等经营活动。同时，加强金融数据安全，明确券商与相关技术和数据供应商等第三方合作平台的边界，在风险可测、可控、可承受的前提下，保护客户隐私信息。

六、基金公司⁷：关注开放

2020年三季度基金市场整体表现延续上半年走势，基于新冠疫情控制能力的比较优势，使得境内金融市场受到全球资本瞩目；与此同时，国内整体基于“双循环”调整逻辑，宏观经济表现相对平稳，资本市场亮点频现，市场信心亦得到有效提振。总体而言，市场整体表现主题词可以用“稳中有升”加以概括：一、二级市场各参与主体从产品发行数量到参与积极程度均有一定提升，与之配套的监管政策积极有效，监管主要集中在强化信息披露、防范利益输送等合规性上。三季度整体起到了承接的作用，

⁷ 陈思杰，国家金融与发展实验室财富管理研究中心执行主任。

为四季度打好基金行业发展全年收官之战奠定了一个平稳的基础。

（一）整体表现：复苏有加

三季度，随着复工复产有序推进，国内经济持续复苏，市场风险偏好逐步回升，沪深两市市场整体上涨，外部影响因素主要集中在美国出台行政令的随意性导致市场出现了短暂的观望。整体来看，截至2020年9月30日，上证综指上涨7.82%，深证成指上涨7.63%。同时创业板注册制的正式落地，使得三季度无论在一级市场还是二级市场的投资中均拥有着较为不俗的信心支持，产品发行数量进一步扩大，市场响应积极。值得注意的是，由于创业板注册制的正式落地，一级市场的投资信心在三季度逐渐复苏，私募股权市场逐渐洗脱颓势与阴霾，产品发行数量及募集规模呈现复苏态势，其中政府参与或发起引导的基金表现尤其活跃，这与国内“双循环”并轨的经济战略有效落地息息相关。

（二）发行情况：一路高歌

从产品角度统计，公募基金一路高歌猛进，截至9月30日，前三季度共成立1163只基金产品，合计募资2.34万亿元，创年度新发基金规模历史纪录新高，首募规模亦打破年度发行规模记录，平均新发基金规模高达20.66亿元。而在私募基金领域，2020年第三季度新备案私募产品总体亦持续呈现上升趋势，同比增加79%，其中证券类增速较大（102%），股权类增速相对缓慢（7%），创投类同比增加64%。从单月看，2020年7月证券类私募基金备案2061只，股权类307只、创投类193只，继今年3月后，私募基金单月备案只数再次超过2000只；八月份证券类私募基金备案2208只，股权类329只、创投类222只；九月份证券类私募基金备案2312只、股权类433只、创投类341只，9月私募基金备案数量再度刷新年内记录。

（三）业绩表现：股暖债寒

1. 公募基金

国内公募基金市场持续扩张，在经济持续复苏的信心提振下，整体业绩表现亦得到有效支撑。截至今年三季度末，所有类别基金均取得了正收益，其中股票基金单季度平均上涨 10.64%，混合基金上涨 9.83%，债券基金上涨 0.60%，货币市场基金上涨 0.44%，QDII 基金上涨 1.81%，基金中基金（FOF）上涨 5.09%，其他基金（主要是黄金基金）上涨 3.61%（见图 4）。股票方向基金业绩冲高回落，主动基金的超额收益显著收缩，值得注意的是半年度“霸榜”的医药主题基金在三季度大幅回撤，市场主题出现了一定轮动的信号。

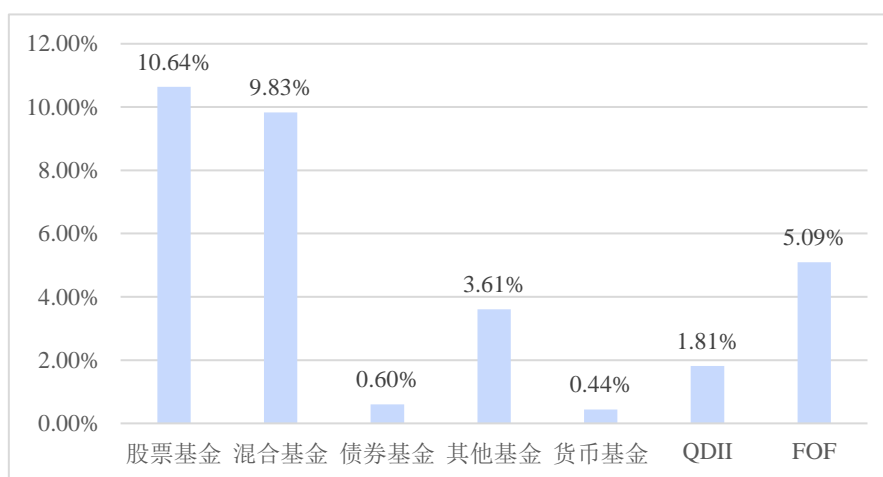


图 4 2020 年第三季度各类基金净值增长率平均值

数据来源：银河证券，截止至 2020 年 9 月底。

2. 私募证券

与公募基金类似，取得正收益最高的为股票策略型产品，而投资标的集中于债券的固定收益型策略，收益水平相对较低。今年市场无论是外部环境还是内因逻辑都面对较大的不确定性，极其考验投资团队的策略研发及应对能力，但市场总体在经济复苏的基础支撑下，各头部私募管理人业绩表现均较为理想。考察全市场各策略的收益水平及相应的波动性，年初至今股票多头、管

理期货、股票多空和宏观策略表现较为出色，市场总体在各个策略的应用的表现都有可圈可点之处。按照具体产品策略进行分类，统计不同阶段各策略基金的收益中位数，在近一个季度中，宏观策略类产品表现最好，收益率达 7.79%，其次为股票多空和股票多头（见表 7）。

表 7 2020 年第三季度私募证券基金主要策略业绩表现

一级投资策略分类	应用投资策略分类	近一季收益率
股票策略	股票多头	6.86%
股票策略	股票市场中性	3.20%
股票策略	股票多空	7.58%
管理期货	管理期货	5.69%
多策略	多策略	3.89%
债券基金	债券基金	1.87%
组合基金	组合基金	5.66%
套利策略	套利策略	4.07%
宏观策略	宏观策略	7.79%
事件驱动	定向增发	1.29%
总计	总计	6.14%

数据来源：天风证券，截止至 2020 年 9 月底。

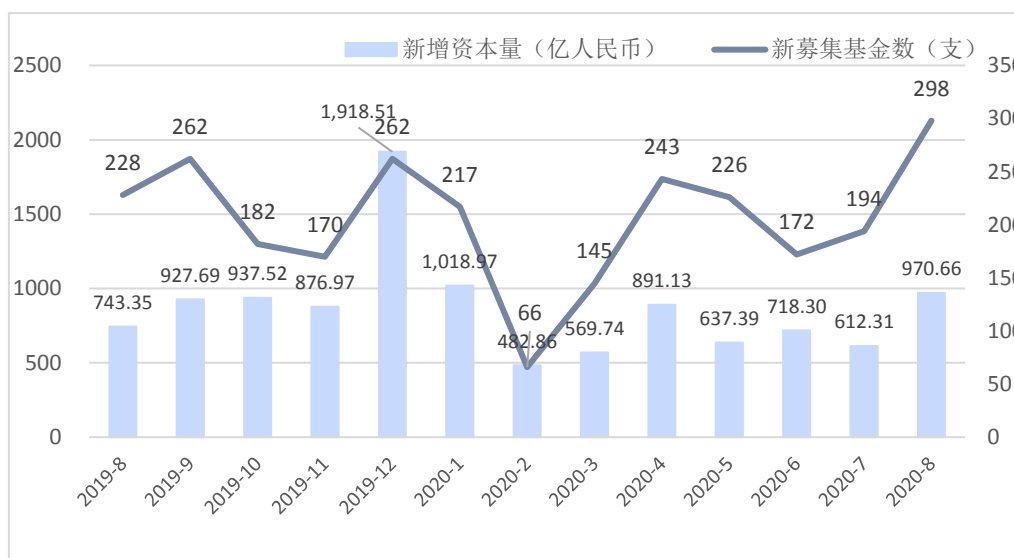


图 5 2020 年第三季度新增资本量及新募集基金支数

数据来源：清科私募通，截止至 2020 年 8 月底。

3. 私募股权

由于私募基金产品备案与发行时间存在一定差异，数据截至 8 月底。相较于 2020 年上半年私募股权市场持续的颓势，进入第三季度以来，私募股权市场逐渐复苏，尤其在市场资金募集及新产品发行上，总体出现了较为明显的回升态势（见图 5），但市场格局进一步分化。目前，市场化的长期资本供给不足，股权市场的活跃主要依托于国资背景以及产业背景的管理机构进行，依赖于市场融资的中小股权类基金管理人在市场中的生存能力进一步被削弱，面临优胜劣汰的抉择。在全球受疫情影响，中长期投资波动性增强的背景下，由于一级市场的周期性较长，市场资本对于管理人长期管理与经营能力以及抗风险的诉求亦进一步增强，这也进一步使得市场管理人两极分化。因此，市场投资的频次可能出现进一步下滑，同时市场投资活动的数量及投资规模的聚集将愈发向头部管理机构集中。

（四）未来展望：关注开放

1. 资本市场得到进一步重视

2020 年 7 月 7 日，前证监会主席肖钢表示“党中央从来没有像现在这样重视资本市场”，截至目前中国证监会已经陆续颁发了 30 余部资本市场深化改革政策文件，涉及资本市场深化改革的方方面面。三季度创业板改革、注册制的全面推行、新三板改革、推动券商头部化等做法与措施，无疑将为资本市场深化建设和功能提升提供有力支持，这也将为资管行业、基金行业提供更好的发展舞台。

2. 资管新规过渡期适当延长

2020 年 7 月 31 日，监管部门明确资管新规采取“过渡期适当延长（由 2020 年延长至 2021 年）+个案处理”的政策安排。事实上，2017 年资管新规整顿虽然一方面对资产管理行业的发展明确了方向。但另一方面，整顿对行业发展的影响需要更多时间去理解及优化。目前监管的趋势更多强调业务合规、信息披露

透明即时，同时对于利益输送等问题是绝对红线，这对行业整体无疑是有积极作用的，同时也为合规经营的资产管理主体提供了更好的发展土壤，这需要市场用更多的时间去消理解，为行业得出优化的解决方案留出时间。

3. 金融市场的扩大开放

三季度以来，金融对外开放战略在政策制定及行业实践层面得到深入推进。2020年5月27日，国务院金融委办公室发布的11条金融改革措施中便将金融对外开放作为重要内容，今年以来明确取消QFII和RQFII投资额度限制以及鼓励便利外资进行中国资本市场是主要政策导向。9月18日央行、发改委、商务部、国资委、银保监会、外汇局联合发布《关于进一步优化跨境人民币政策 支持稳外贸稳外资的通知（征求意见稿）》；9月21日央行和国家外管局联合发布《境外机构投资者投资中国债券市场资金管理规定（征求意见稿）》；MSCI、富时罗素、标普道琼斯以及彭博巴克莱等国际主流指数相继将我国股票和债券纳入其指数体系以及外资券商、保险、期货等在境内纷纷落地等。与此同时，在市场实践上，第三季度共有7家外商独资私募证券投资基金管理人完成备案：鲍尔赛嘉（上海）投资管理有限公司7月27日完成备案、韩亚股权投资管理（深圳）有限公司8月3日完成备案、迈德瑞投资管理（珠海横琴）有限公司8月17日完成备案、Oaktree（北京）投资管理有限公司8月18日完成备案、柏基投资管理（上海）有限公司于9月1日完成备案、长乐基金管理（西安）有限公司于9月7日完成备案、上海首奕投资管理有限公司于9月22日完成备案。

其中私募股权、创业投资基金管理人2家，其他私募投资基金管理人1家，私募证券投资基金管理人4家。事实上，可以预见的是，未来将有越来越多的基金管理人加入中国基金市场，市场竞争将更为激烈。

总体来看，2020年四季度可能延续今年三季度平稳过渡的态势。从各级市场来看，四季度在一级市场的表现，将有可能进一步围绕活跃的头部投资机构而复苏，二级市场有较大可能在部分行业估值修复的背景下继续保持较好的收益可能性。对于基金行业整体而言，值得注意的应当是海外投资机构的纷至沓来，尽管从境内资产的管理规模和参与程度而言，海外投资机构的到来短期并不会对国内基金市场整体造成实质影响，但随着时间的推移以及市场各投资主体个性化需求的提升，国内基金市场应当对此类机构认真观察并且做近距离研究。

金融的持续开放是未来几年可以明确的方向，而基金行业整体的发展一定会是金融开放的主要参与主体，如君子一般，美美与共，和而不同。

七、信托公司：转型升级

2020年上半年我国新冠疫情防控工作取得重大胜利，随着经济逐渐稳步恢复发展，信托业的发展也回归常态，继续坚持新发展理念，以服务实体经济为理念先导，不断优化信托产品结构、提升主动管理水平，推动行业转型发展。

（一）资金信托⁸：关注风险

1. 三季度信托业发展情况概览

尽管监管机构决定延长《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》过渡期至2021年底，但信托业始终坚持资管新规政策框架和监管要求，不断推进信托业务创新，主动降低非标信托产品规模，以期达到《信托公司资金信托管理暂行办法（征求意见稿）》拟定的非标集合信托不得超过50%的比例限制。

2020年第3季度信托产品的总体发行规模相对而言有所下降，7月至9月的发行规模分别为1769亿元、1904亿元、1455

⁸ 夏小雄 中国社会科学院法学研究所；贺康哲 中国社会科学院大学。

亿元，集合资金信托产品发行数量分别为 1685 款、1781 款、1163 款，投资在基础产业类、房地产类、工商企业类等领域的信托产品发行数量逐渐回落、规模不断减小；信托产品的平均收益率也出现小幅度的下降，2020 年 7 月至 9 月各家信托公司新发行信托产品的平均预期收益率为 7.01%、6.79%、6.61%，预期在此后可能依然呈现不断降低的趋势。⁹

2. 三季度信托业产品类型评析

特别值得注意的是，随着房地产行业宏观调控的不断深化以及房地产企业融资“三条红线”政策的具体落实，以往较为火爆的房地产信托融资逐渐降温，房地产信托融资产品在各个信托公司业务构成中所占比重不断降低，这在第三季度房地产信托产品的发行数量、发行规模等方面均有所体现。可以预见的是，未来房地产信托产品规模虽然不会大幅下滑，但是信托公司需要根据房地产企业融资监管政策的变化不断创新业务模式、调整产品结构、完善风控机制，以期推动房地产信托业务的发展转型。

信托公司的既有基建类信托产品多将募集资金用于传统基础设施建设项目，信托产品结构多采用财产权信托或信托贷款模式。随着资管新规的贯彻落实，基建类非标型信托产品的数量将逐步减少、比例将日益降低。2020 年大量既有存续基建类信托产品将逐步到期，信托公司必须思考基础设施建设类信托业务的创新路径。在中央和地方密集部署新型基础设施建设的背景下，信托公司应重视新基建给信托公司转型发展带来的新机遇和新挑战，加强对于新基建信托投融资业务的研究，通过设计创新信托产品为“信息基础设施、融合基础设施、创新基础设施”提供全面深入的创新投融资服务。尤其是在国家有关政府部门推动基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）试点工作的背景下，信托公司更是应当充分发挥作为专业信托受托人的制度优势，积极开展基础设施领域不动产投资信托基金的制度研究和业务创新，

⁹ 参见申万宏源证券公司 2020 年 7 月至 9 月的资管产品月报信息。

通过设计更多的新型 REITs 信托产品，为新基础设施建设的推进提供更多中长期资金。

在传统的信托产品营销模式下，信托公司各类集合信托产品的发行销售主要依靠自身销售团队、其他金融机构等渠道。在信托公司竞争日益加剧、信托产品不断出现暴雷的背景下，**如何克服传统信托产品营销模式的局限性，如何为信托投资者提供更为专业的服务，成为了各家信托公司业务创新不得不考虑的问题，家族信托业务的发展在一定程度上可以解决上述难题。**近年来信托公司不断加强家族信托业务建设，通过为投资者提供更为全面、更为专业的家族信托服务，信托公司可以获得更多高净值客户的信赖，而这对于提升信托公司主动型管理产品的市场认可度具有重要的影响。当然，信托公司的家族信托业务还可以为客户处理传统信托业务不能解决的其他问题。在 2020 年第三季度，多数信托公司继续加强家族信托业务的研发创新，业务规模不断增长，虽然依然存在较多挑战，但对于信托公司业务创新和转型发展有积极的价值。

3. 信托业风险处置和转型发展

2020 年以来，在新冠疫情影响下，实体经济发展面临一定下行压力，在金融行业严监管形势下，少数信托公司的部分信托项目也不同程度地出现风险问题。据统计，截至 2020 年 10 月 22 日，信托公司出现了 257 起违约事件，累计金额约为 1384 亿元，其中四川信托资金池信托事件、长安信托假黄金信托事件更是引发了舆论广泛关注。¹⁰

信托公司风险案例出现的原因是多样的，如果是因为信托公司未能履行勤勉尽责管理义务，则需要对信托产品投资者的损失承担相应的赔偿责任；如果是其他原因导致，信托公司应当采取积极风险控制措施，通过妥善处置信托财产并追究相关责任主体的法律责任，有效保障信托投资者的合法利益。这是资管新规对

¹⁰ 数据来源于用益信托网。

于信托公司作为专业受托人的重要监管标准，也是信托法有关受托人信义义务的根本制度逻辑。信托公司在任何情形下都不能通过“刚性兑付”方式处置问题信托产品、掩盖经营风险。信托公司在风险案例处理方面必须坚决落实资管新规要求，严格履行信义义务，提高风险处置能力，这也是推动信托业转型发展的必然要求。

（二）家族信托¹¹：科技赋能

家族信托作为信托公司回归本源的一项业务，是各大信托公司的转型发展方向之一。事实上，近几年，尤其是 2018 年“37 号文”出台后，家族信托业务在境内呈现爆发式增长的趋势。截至 2020 年 6 月末，根据中国信托登记有限责任公司相关数据，家族信托规模已达到 1863 亿元人民币。在互联网信息技术不断进步的环境中，金融与科技的融合度越来越高，金融科技也逐渐被应用到家族信托业务中。一方面，随着业务的规模增长和创新发展，纯手工操作的时效性和准确性会严重影响业务推进，进而影响客户体验；另一方面，如何借助金融科技的发展赋能，提升家族信托业务的受托服务能力，进一步增加业务的核心竞争力，成为各家信托公司关注的重点。鉴于此，我们从现状、实践和展望等视角来简析金融科技在家族信托业务中的应用。

1. 应用现状

信托公司的科技系统主要包括前端供客户使用的手机 APP，中端客户经理使用的客户关系管理系统（CRM）以及后端进行运营支持的结算系统、估值系统、投资交易系统、登记过户系统（TA）等。一般来说，信托公司都会搭建 CRM 系统和 TA 系统，而估值等系统则根据业务的情况和公司的收入水平而定。家族信托管理系统并不是信托公司不可或缺的必需系统，因此很多信托公司

¹¹ 张凯，国家金融与发展实验室财富管理研究中心特聘研究员。
本节部分内容发表于《金融博览·财富》杂志 2020 年第 9 期。

在开展家族信托业务的初期并不会考虑系统搭建。根据国家金融与发展实验室财富管理研究中心的统计数据显示，截至 2019 年底，68 家信托公司中，已开展家族信托业务的信托公司为 46 家，其中搭建家族信托管理系统的信托公司不足 20 家。目前成熟家族信托管理系统主要分为两类，一类是外部采购，另一类是信托公司自主研发。外部采购的家族信托管理系统相对成熟，这几年也在不断迭代更新，适用范围较广并能满足客户多样化需求，但需和内部的 CRM、TA、估值等系统对接，不同系统的数据对接并非易事，且系统菜单大部分并不一定适用；而自主研发的系统相对来说操作简便，适用性更强，只开发有需要的模块，内部数据可导入，不会耗费信托经理过多录入和维护的精力，但是随着业务的发展和变化，需要随时更新完善。

（1）推动意义

在“互联网+”的背景下，银行、券商、保险等各大金融机构都在进行数字化建设，相对来说，信托公司对于金融科技的投入较弱，而随着业务的发展和市场需求的倒逼，信托公司也逐渐意识到金融科技的短板。家族信托业务在信托公司中占比虽然不大，但提前进行金融科技方面的布局能更好地解决业务发展伴随的痛点。

- **提高运营效率。**家族信托业务的存续时间较长、分配方案灵活多变，随着业务规模不断扩大、存续项目持续增加、分配事件不断触及，家族信托后期管理事务繁重，单纯依靠人工操作成本较高、效率较低，通过金融科技赋能可以有效缓解后期运营压力。
- **提升客户体验。**目前来说，客户设立家族信托后只能通过信托公司出具的管理报告知晓信托运行情况，很难自主查询。而随着设立时间的延续、信托经理的变动、项目付息及信托利益分配的频次不断增加，可能引起项目缺乏管理及利益分配不及时等问题，影响客户体验。

- **加强业务合规。**每个信托公司的家族信托业务操作流程不尽相同，但基本上都有各自的管理办法。若无科技系统的支持，单纯通过线下审核会有较大的合规性风险敞口。通过系统将业务申报、资产配置以及后期管理的要素进行阈值设置，如客户尽调、风险测评、投资比例、委托规模、投资期限等，未达到条件将由系统自动控制，且各项材料由系统保存，后期提取也将更为便利。

(2) 面临的问题

2019年9月6日，中国人民银行印发了《金融科技(FinTech)发展规划(2019—2021年)》，指出我国金融科技发展不平衡、不充分的问题依然存在，顶层设计和统筹规划有所缺乏，各类市场主体在科技能力、创新动力、人才队伍、体制机制等方面相对失衡。信托公司也意识到金融科技对于家族信托业务的重要性，在平衡金融科技投入和家族信托业务产出中稳步推进，但仍面临一些亟需解决的问题。

- **金融科技重视不足。**各家信托公司对于家族信托业务的定位不同，投入的人力物力差异巨大。部分信托公司将家族信托业务作为重点发展方向已经提前布局金融科技领域，但绝大部分信托公司还处于在业务发展和投入产出之间权衡的观望状态。
- **研发能力较弱。**类似家族信托的创新类业务对科技系统的依赖性很强，而目前无论对于外部采购系统的改造还是自主系统的迭代更新，都跟不上业务创新的步伐，内部效率满足不了快速发展的业务诉求，严重制约家族信托业务的规模增长和创新发展。
- **复合人才稀缺。**家族信托业务的专业性要求较高，需要信息技术人员了解系统设计的原理以及开发需求，只懂得技术语言很难设计出满足客户需求的系统，在实际操作和后期管理中也会遇到很多问题，信托行业里缺乏了解家族信托业务和

金融科技的人才，因此还需加大内部培养的力度。

2. 实践建设

金融科技在家族信托业务中最明显的实践即通过家族信托管理系统来实现家族信托项目的全流程服务，但目前不管外采系统还是自主研发系统，家族信托管理系统主要是针对客户经理/信托经理端的，很少有直接针对客户的，因此全流程的起点是从信托公司端进行内部申报，系统支持主要包括以下几项：

(1) **项目录入**。信托公司会根据内部流程的需要录入所有搜集的材料（KYC），一是通过数据录入保证所有要素齐全，外采系统如不做改造，所需录入菜单将会很多，也可能会遇到大部分菜单并不适用的情形，相对来说自主研发的系统会更有针对性，但后期需要随着业务发展不断更新；二是通过系统留存电子档案，方便后期查阅；

(2) **资产配置**。通过系统录入完数据后，系统保留信托项目的期限、规模以及可投资范围等数据，后期投配时通过系统的阈值设定进行特定要素的校验，从而对资产和合同约定进行匹配。

(3) **账户管理**。家族信托区别于传统的投融资项目，每个信托项目的要素都会有所区别，且通过定制分配条款体现不同的传承安排，因此对于系统的要求会更加个性化，需要能同时满足不同客户的需求。比如有的客户希望受益人享有固定的份额，各自在自己享有的份额里领取信托利益（份额制）；有的客户希望受益人通过触发条件分配，不去约定限制具体份额，能更好地激励受益人（大池子制）。对于份额制的需求，或者同一信托项目混合了多种投资风格、受益权模式，则需要借助系统创建不同的子账户进行管理，子账户间独立运营。

(4) **运营维护**。家族信托是最能体现“受人之托”的信托本源业务，因此在后期运营维护中更体现其事务管理职能。系统会根据不同客户设定的分配条件，按时间、按事件进行提醒，满足客户个性化需求，借助系统提升受托服务能力。

(5) **管理报告**。受托人根据信托合同约定定期向委托人/受益人出具管理报告，通过系统导出一方面能节省人工操作的时间，另一方面也能提高报告数据的准确性，但需要将报告所需字段预先设定好，并能实现所有数据的对接。

3. 未来展望

目前家族信托管理系统的应用在一定程度上减轻了受托人的运营压力，或者说现在的系统开发需求更多的是基于机构端。但对于客户来说，无法方便直观的了解整个信托项目的运行情况。对于未来的金融科技发展方向，需要从客户角度出发，以客户视角来探索未来路径。

(1) 开发客户端 APP

现在有直销团队的信托公司大都会开发信托公司 APP 用于移动展业，供客户查询理财产品和持仓情况，线上认购签约以及实时查询。APP 能让客户更加便利地进行操作，并清晰了解相关产品的运行及付息情况。良好的 APP 体验会增加客户的信任，因此家族信托业务在未来可开放客户端口，将客户最为关心的持仓情况、项目付息以及基本要素导入到客户端 APP。客户将更为直观的通过 APP 了解所需要的信息，管理报告也可由客户自主导出，满足客户需求的同时也能减轻受托人的管理运营压力。另外，家族信托管理系统还需和信托公司的估值系统、结算系统等内部系统进行数据交互，以及和保管行的账户信息进行交互，以保证家族信托项目的数据准确性。

(2) 线上资料传递

目前家族信托业务主要分为信托公司自主拓客和渠道合作两种方式。自主拓客的情况下，可通过借助 APP 功能，将项目申报前所需要的材料都通过 APP 搜集，信托公司可对需要填写的内容做一个指引供客户参考，客户直接在 APP 上填写 KYC 问卷完成自主申报，证件类型材料拍照上传即可；渠道客户则给渠道开放相应端口，由渠道方上传相关材料。信托公司接受到客户

/渠道上传的材料即可审核，若有材料遗漏或填写错误可线上反馈，加快项目审查效率，实现信托公司和客户端以及渠道端的数据交互。

（3）电子化流程

基于 APP 的开发，除了前期数据交互可以通过 APP 实现，对于运营维护中的很多工作，如对于特定事件进行跟踪，常规分配会对客户及受托人进行提示；条件分配和临时分配的需求都可以由相关权利人在客户端中发起，系统自动校验，后台根据合同约定完成相关流程；投资配置过程中，系统对项目管理的每个要素进行限制，比如客户指令/财顾指令模式是否上传了客户/财顾的指令，投资范围是否超过客户约定最大范围；系统会从各个维度对资产的净值以及客户后续分配需求进行测算，以保证信托项目的流动性等。

过去十年，我国高净值人群的数量和资产规模急剧攀升，国内财富管理市场快速发展以及高净值人群“财富传承”的需求凸显，为家族信托业务的发展提供了巨大的发展空间。可以预测，未来家族信托业务依旧会一路前行。而家族信托是一项长期的服务，甚至会跨越委托人的生命周期，更是需要信托公司结合自身的发展战略进行系统化和数字化建设，才能基于客户需求，更好地为客户提供长期、稳定、高效的受托服务，彰显“受人之托、代人理财”的本源价值。科技赋能并非一句空话，一方面我们要建立与家族信托业务相容的专属信息技术系统，另一方面则是重塑咨询顾问导向的经纪商业模式，而咨询顾问的抓手则是金融科技赋能。

八、家族办公室¹²：慈善顾问

从长期服务和跨代陪伴的角度出发，家族办公室应当致力于解决家族传承过程中的凝心聚力和长期发展的问题，而不是仅仅

¹² 李可辉，民生信托家族信托总部副总裁。

止步于做好物质财富传承的架构设计和投资管理。纵观大大小小的成功传家案例，我们发现家族慈善事业是促进家族多代和谐传承的必要条件。国内家族办公室业态和服务方兴未艾，如何发挥好慈善顾问的作用，是家族办公室业务差异化可持续发展的重要课题。本章节结合笔者的从业实践和研究，谈一谈国内家族办公室的慈善顾问服务。

（一）财富本质：社会关系

投资大师沃伦·巴菲特曾形象地比喻，家族财富传承就像是让2000年的奥运游泳冠军去赢得2020年的奥运金牌。可见家族财富传承之艰难，“富不过三代”，不仅是中国人的古语，也是全世界的共同难题。

在讨论家族财富传承的核心要义之前，我们有必要一起梳理一下，财富的本质到底是什么？对此人们的认识和看法不一而足。我们不妨先从几大宗教教义中尝试寻找答案。佛教说，财富是有情众生的生命基础和解脱资粮，“如法求财，勤恳为要”，使用财富应当“行布施，种福田”。儒学在《礼记·大学》里论述，“仁者以财发身，不仁者以身发财”。“以财发身”的人把财产看作身外之物，所以能仗义疏财以修养自身的德行；“以身发财”的人爱财如命，奉行“人为财死，鸟为食亡”的原则，不惜以生命为代价去敛钱发财。这个论述清晰反映了人们两种对立的财富观。而以新教为代表的基督教，认为财富所有权在上帝，人只是财富的管家。百年前美国的钢铁大王，当时的“首善”之一安德鲁·卡内基在他撰写的《财富的福音》一书中，提出财富不是个人的产品，而是社会的综合果实；财产所有者有道德义务履行好保管财富的神圣信托，并应当在有生之年把财富用好。国内知名社会学家、北京师范大学傅昌波教授总结，财富表象是世间所有物或者精神寄托，但是本质是凝结在其中的社会关系。

基于“财富的本质是社会关系的凝结物”这一观点，我们认为家族财富传承的要义是持续维护好家族成员之间，以及家族与

社会之间的双重关系网。从诸多成功传承范例中，我们发现家族慈善不但是促进家族成员之间团结和凝聚的重要粘合剂，而且是维护家族团体与社会之间良性互动的重要桥梁。因此，有人提出“非慈善，不传承”的观点。

（二）慈善顾问：家办定位

对于如何做好慈善，国内越来越多的超高净值家族，已经从早年简单且零星的社会捐赠行为，逐步学习国内外大家族的经验，开始有章法、有规划、系统性的构建家族慈善事业。

作为老洛克菲勒在世时的核心家族顾问，弗雷德克·盖茨曾提醒老洛克菲勒，“如果不尽早安排好家族财富规划，那么您身后的巨额遗产将如同雪崩一般吞噬家族后代子孙。”也正是在这位盖茨先生的帮助下，洛克菲勒家族设立了慈善基金会，开启了百年传承、至今生生不息的家族传承典范。

“工欲善其事，必先利其器”。近些年，我国慈善事业的制度环境逐步完善起来，《中华人民共和国慈善法》、《慈善信托管理办法》等符合慈善事业发展需求的法律规章制度陆续出台，进一步规范并促进了我国慈善事业的发展。在为家族客户提供慈善工具的建议上，笔者特别向家族办公室同行推荐“捐赠者服务基金”(Donor-Advised Fund, “DAF”，也有译成“捐赠者建议基金”)。

捐赠者服务基金是一种帮助捐赠者开设专属账户、享受税收优惠、让捐赠者在善款使用和投资方面长期享有建议权的慈善基金。它起源于美国，近几年在美国发展迅猛，基金数目和资产规模都有了大幅增长，已经成为美国个人慈善捐赠的主要工具之一。美国全国慈善信托(National Philanthropic Trust)发布的2018年DAF行业报告显示，2017年在所调查的1002家慈善组织中，共设立了超过46万个捐赠者服务基金，捐赠总额达到292亿元，而这些捐赠者服务基金的公益支出总额也达到了190亿美元，而捐赠者服务基金的总资产也达到1100亿美元，首次突破千亿美元大关。

近年，捐赠者服务基金也逐步被引入国内，得到社会的持续关注。2018年9月，中国首家捐赠者服务基金会——深圳市递爱福公益基金会正式成立，并于次年初携手中信信托共同完成国内首单慈善信托 DAF 捐赠，开启公益慈善新实践。2019年春天，深圳市慈善会 and 建设银行合作推出“善行公益” DAF 捐赠人建议基金平台，积极推进个人慈善捐赠服务。

1. 捐赠者服务基金运作模式

捐赠者服务基金的具体运作方式是在符合公共慈善机构的宗旨、公益活动范围和相关法律的前提下，捐赠者在 DAF 管理方（即公共慈善机构）开设子账户，不可撤销的将现金、股票或其他资产捐赠至该账户并享受税收优惠。

捐赠者对 DAF 账户的投资方式、资助方式、受益对象等享有建议权。根据捐赠者的建议，DAF 管理方可将账户中的资金捐赠至捐赠者推荐的合格慈善组织，在未进行捐赠之前，该账户内的资金可以用来投资，以保持账户的资金增长且根据美国法律享受收益免税。

除了享受税收优惠，DAF 最主要的优势是帮助捐赠者实现了捐赠策略化和**管理便捷化**。捐赠者在捐赠给 DAF 时不需要立刻指定接收捐赠的单位，而是指定捐赠顾问，由捐赠顾问对 DAF 提出公益支出方面的建议。捐赠顾问通常是捐赠者本人或其亲属，高净值捐赠者也会选择指定他们的慈善咨询顾问作为捐赠顾问。

2. 家族办公室的慈善顾问作用

在捐赠者服务基金模式的慈善管理运作下，家族办公室可以为客户提供慈善架构设计服务、善款投资管理咨询服务、善款捐赠税务筹划、慈善项目遴选与追踪服务、家族后代社会责任培养、以及家族品牌管理服务等。通过担任家族慈善顾问，家族办公室既能加深家族客户服务关系，实现价值共识下的战略合作伙伴关系，帮助家族客户在财富传承百年之路上摸索出适合本家族的可持续发展的家族传承之路，同时又能通过服务家族客户，践行引

导财富向善，提升职业的社会价值和贡献，实现私人银行家应有的社会担当。

九、家庭金融¹³：收消同降

2020年年初，我们组织了“新冠疫情下现金断流”的专项调研，聚焦家庭或个人的“现金断流”问题。目下，国内统筹防疫和发展成效显著，国民经济逐步复苏，作为该项调研的续篇，本期我们开展了“疫情常态化的家庭收支情况”调研，主要将受访人群年龄、学历、职业、婚姻等同收入、消费和负债等要素交叉分析，多维度剖析疫情常态化下家庭金融的基本情况。本次调研主要发现，受疫情影响，疫情期间中低收入家庭明显增多，消费水平有所下降，疫情常态化下“斜杠青年”稳稳“立足于世”；已婚未育家庭负债水平显著高于其他家庭，“能赚能存也能花”；70后和80后人群负债规模较高，不仅是拉动消费的主力军，亦是偿还贷款的中坚力量；技术/研发人员作为收入在第一梯队职业，但其保险理财消费相对较少，风险意识有待提高。

（一）收入情况：“零工”时代

1. 主业收入

本次调研共收集有效样本4373份，男女占比分别为63.91%和36.09%；已婚人士占比67.48%，未婚人士占比32.51%，家庭人数三口（38.65%）和四口（33.11%）居多；学历集中分布在大专（36.57%）和本科（36.57%）；常居地北京、重庆、安徽、广东占比相对较高¹⁴；职业分布上主要是生产人员、销售人员、全日制学生以及市场/公关人员，详见附录。

¹³ 覃婧 国家金融与发展实验室财富管理研究中心副主任

¹⁴ 样本收集所限，未收集到西藏、香港地区调研样本。

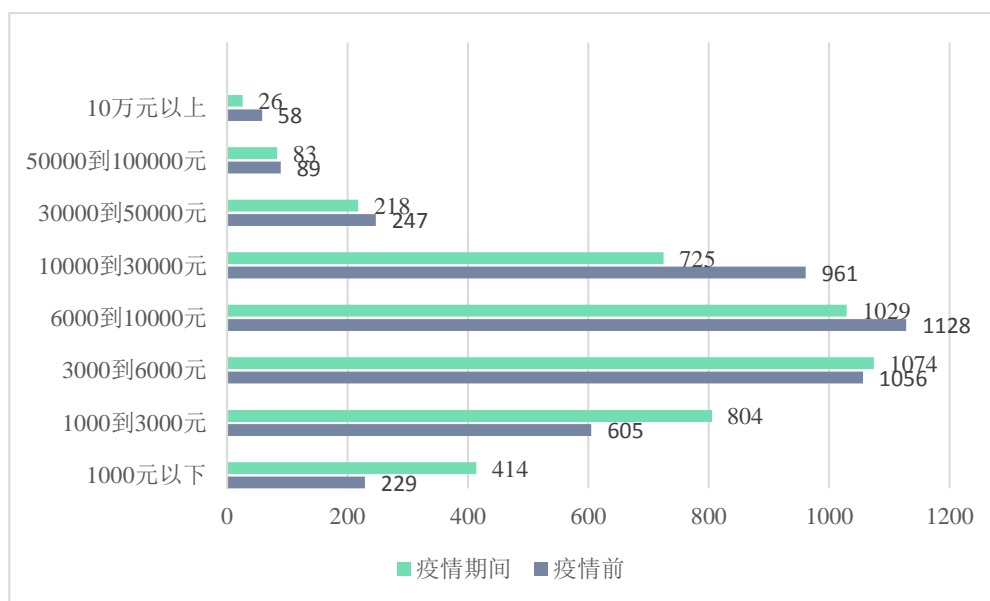


图 6 疫情前和疫情期间家庭月收入规模对比

数据来源：国家金融与发展实验室财富管理研究中心。

疫情常态化下，主业收入方面，疫情前和疫情期间家庭主业的主要收入主要来源于工资、奖金、津贴以及财产性收入等。疫情期间家庭月收入规模在 1000 元以下以及 1000 元-3000 元中低收入家庭明显增多，分别增加了 44.7%和 32.8%，收入在 10000 元-30000 元家庭减少了 24.6%（见图 6）。从年龄分布看，年龄层次越高，中高收入群体（家庭月收入 10000 元以上）占比更大，50 岁以上人群疫情前和疫情期间中高收入人群占比均在 35%以上。无论何种年龄段，中高收入人群均有所减少，其中 40 岁以下人群中高收入人群减少最多，达 8%左右。从学历分布看，研究生及以上学历中高收入家庭占比最大，疫情前占比近 70%，疫情期间近 60%。相较于其他学历人群家庭，研究生及以上学历中高收入（10000 元-50000 元）家庭受影响较小。高收入（50000 元-100000 元）家庭受影响相对较大，降幅近 3 个百分点。从区域分布看，关于疫情期间家庭收入规模，除上海、澳门、海南以外，其余省份 1000 元以下低收入家庭均明显增多。

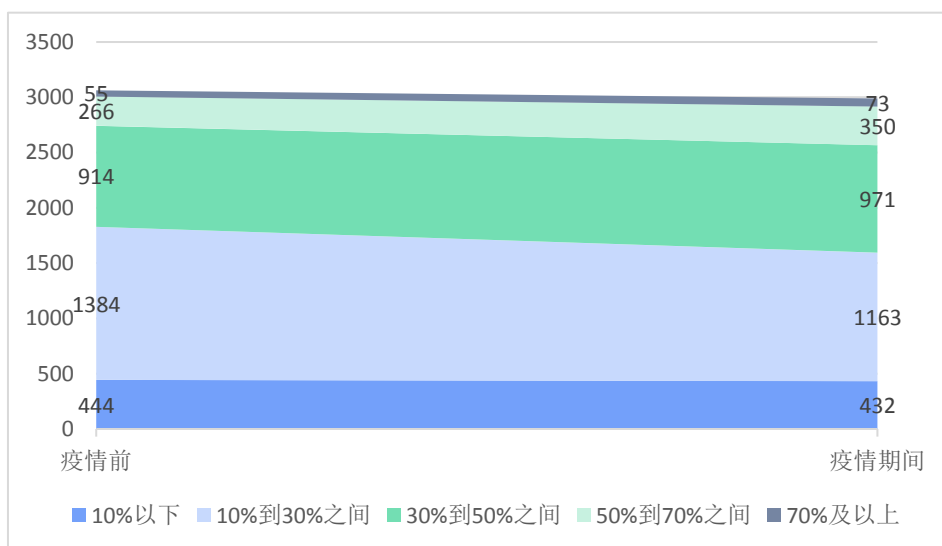


图7 疫情前和疫情期间家庭副业月收入占家庭月度总收入比例情况对比

数据来源：国家金融与发展实验室财富管理研究中心。

表8 疫情前和疫情期间家庭月收入对比（按职业划分）

	疫情前	疫情期间
第一梯队 (收入1万元以上, 占比50%以上)	<ul style="list-style-type: none"> ● 技术研发人员 ● 财务审计人员 ● 文职办事人员 ● 管理人员 ● 专业人士(如会计师、律师、建筑师、医护人员、记者等) 	<ul style="list-style-type: none"> ● 技术/研发人员 ● 管理人员
第二梯队 (收入1万元以上, 占比40%-50%)	<ul style="list-style-type: none"> ● 市场/公关人员 ● 人力资源 ● 教师 	<ul style="list-style-type: none"> ● 文职/办事人员
第三梯队 (收入1万元以上占比30%-40%)	<ul style="list-style-type: none"> ● 行政/后勤人员 ● 顾问咨询 	<ul style="list-style-type: none"> ● 市场/公关人员 ● 财务/审计人员 ● 专业人士(如会计师、律师、建筑师、医护人员、记者等)
第四梯队 (收入1万元以上占比30%以下)	<ul style="list-style-type: none"> ● 销售人员 ● 生产人员 ● 客服人员 ● 全日制学生 ● 其他 	<ul style="list-style-type: none"> ● 人力资源 ● 行政/后勤人员 ● 教师 ● 顾问咨询 ● 销售人员 ● 生产人员 ● 客服人员 ● 全日制学生 ● 其他

资料来源：国家金融与发展实验室财富管理研究中心。

从职业分布来看，我们以 1 万元为界，将调研样本中收入达 1 万元以上的不同职业按照人数比例进行分类，将不同职业分为四个梯队，进行疫情前和疫情期间的对比分析。第一梯队是家庭月收入达 1 万元以上且人数比例超过 50% 的职业，第二梯队是家庭月收入达 1 万元以上且人数占比在 40%-50% 之间的职业，以此类推，通过对比分析我们发现，**高收入人群中，技术/研发人员和管理人员受疫情影响最小**，财务审计人员、专业人士、人力资源以及教师直接由第一梯队掉入第三梯队，受疫情影响较大（见表 8）。从婚姻分布来看，已婚已育和未婚非单身人士疫情期间家庭月收入降幅较大，分别下降 8.85%、13.04%，已婚未育及未婚单身人士家庭月收入变幅相对较小。

2. 副业收入

此外，从副业收入看，时下盛行的“斜杠青年”（“斜杠青年”指的是一群不再满足“专一职业”的生活方式，而选择拥有多重职业和身份的多元生活的人群）在疫情常态化下显见已稳稳“立足于世”，本次调研样本中 70% 的人有副业收入，副业收入主要来源于经营微商、开网店、运营自媒体、从事网约车服务等，**家庭副业收入占家庭月度总收入比例超 30% 的人群由疫情前的 40.32% 增至疫情期间的 46.64%**。年龄分布上主要以 80 后（30 岁以上-40 岁人群）、70 后（40 岁以上至 50 岁）为主，70 后、80 后疫情前和疫情期间副业收入占家庭月度总收入比例超 30% 的占比均近 4 成（见图 8）。学历分布上，副业中高收入（副业收入 6000 元以上）人群占比与学历成正比，学历越高，副业中高收入人群占比更高，研究生及以上学历副业中高收入人群占比 30% 左右。职业分布上主要以生产人员、销售人员、市场/公关人员居多，即集中于第三、四梯队职业。值得注意的是，从婚姻分布来看，相较于已婚已育和未婚人士，已婚未育人士疫情前和期间副业收入占主业收入比重达 50% 左右，“零工”时代，已然到来。

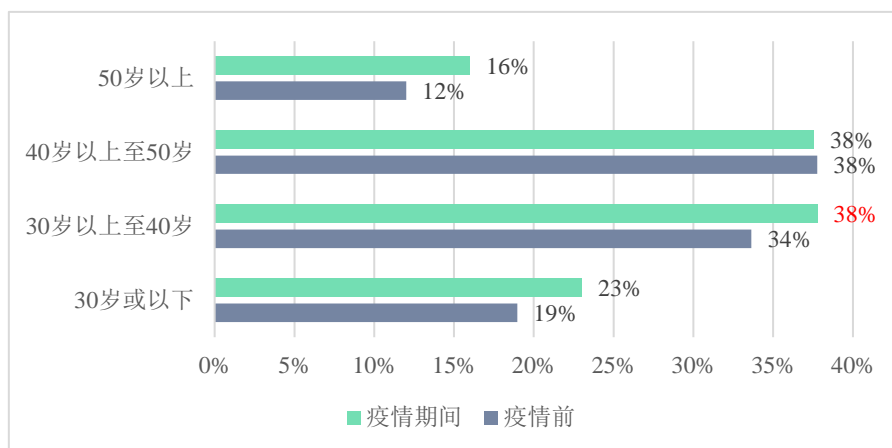


图 8 疫情前和疫情期间不同年龄段家庭副业月收入占家庭月度总收入的比例对比

资料来源：国家金融与发展实验室财富管理研究中心。

(二) 支出情况：总体下降

支出方面，疫情期间，家庭月消费规模在 3000 元以上家庭减少，尤其是月消费规模在 6000 元~10000 元家庭，减少近 14%（见图 9）。其中，除生活必需品以外，医疗、教育、电子数码产品在家庭消费占比中排名前三，分别占比 40.73%、35.97%、31.05%，保险理财消费（25.45%）排名第四。此外，通过调研数据可以发现，随着科技进步和社会发展，城镇和农村消费结构已基本趋同。

从年龄分布来看，虽然受疫情影响总体消费水平有所下降，但是 80 后依旧是中高消费主力军（3000 元-100000 元），占比近 64%，疫情前占比 71%，70 后（40 岁以上-50 岁）高消费水平（10000 元-100000 元）人群占比较高高于其他年龄段群体（见表 9）。消费类型来看，90 后（30 岁或以下）娱乐消费占比最高，较其他年龄段人群，30 岁以上-40 岁人群在医疗、电子数码产品及保险理财消费均位居第一，教育消费和奢侈品消费占比位居第二。

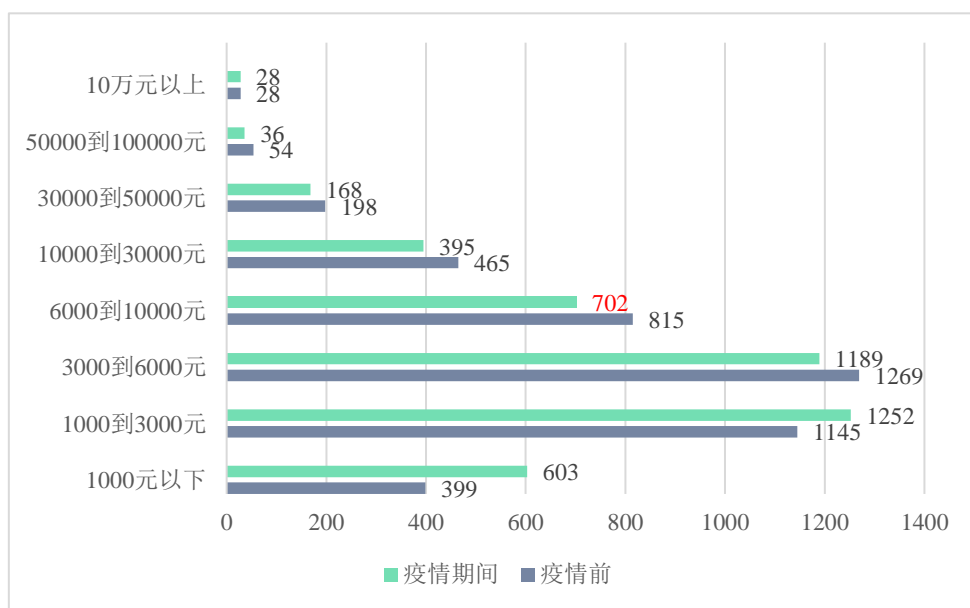


图9 疫情前和疫情期间家庭月消费规模对比

数据来源：国家金融与发展实验室财富管理研究中心。

表9 疫情前和疫情期间不同年龄段家庭月消费规模对比

年龄	时间段	1000元以下	1000到3000元	3000到6000元	6000到10000元	10000到30000元	30000到50000元	50000到100000元	10万元以上
30岁或以下	疫情前	15.04%	30.69%	28.61%	14.18%	7.37%	2.70%	0.92%	0.49%
	疫情期间	19.83%	32.72%	25.60%	12.46%	5.89%	2.52%	0.37%	0.61%
30岁以上至40岁	疫情前	4.81%	23.29%	30.78%	21.88%	12.26%	5.31%	1.13%	0.54%
	疫情期间	9.26%	26.42%	29.23%	18.38%	10.53%	4.58%	0.95%	0.64%
40岁以上至50岁	疫情前	7.51%	23.61%	24.46%	18.24%	14.59%	7.30%	2.58%	1.72%
	疫情期间	13.52%	24.25%	24.03%	17.81%	12.66%	5.15%	1.93%	0.64%
50岁以上	疫情前	17.33%	29.33%	14.67%	22.67%	9.33%	4%	2.67%	0.00%
	疫情期间	17.33%	32%	21.33%	14.67%	10.67%	2.67%	0.00%	1.33%

数据来源：国家金融与发展实验室财富管理研究中心。

从学历分布上看，研究生及以上人群在保险理财、教育消费上均高于其他学历人群家庭。从职业分布看，收入居第一梯队的技术/研发人员和管理人员家庭月消费规模处于中高水平人群比例显著下降，下降近15%左右，虽然两类职业的家庭坚守住了其收入所在梯队，但中高消费仍明显受到了疫情影响。

从婚姻分布看，疫情期间，已婚未育家庭月消费规模在6000元以上居中高消费水平家庭占比71.79%，其他婚姻家庭占比50%

左右，家庭月消费水平明显高于其他婚姻家庭，消费占比最高的是医疗，其次是电子数码产品、娱乐以及保险理财等，其中，电子数码产品以及保险理财消费占比均显著高于其他婚姻家庭，可见已婚未育家庭“能赚能存也能花”（见图 10）。

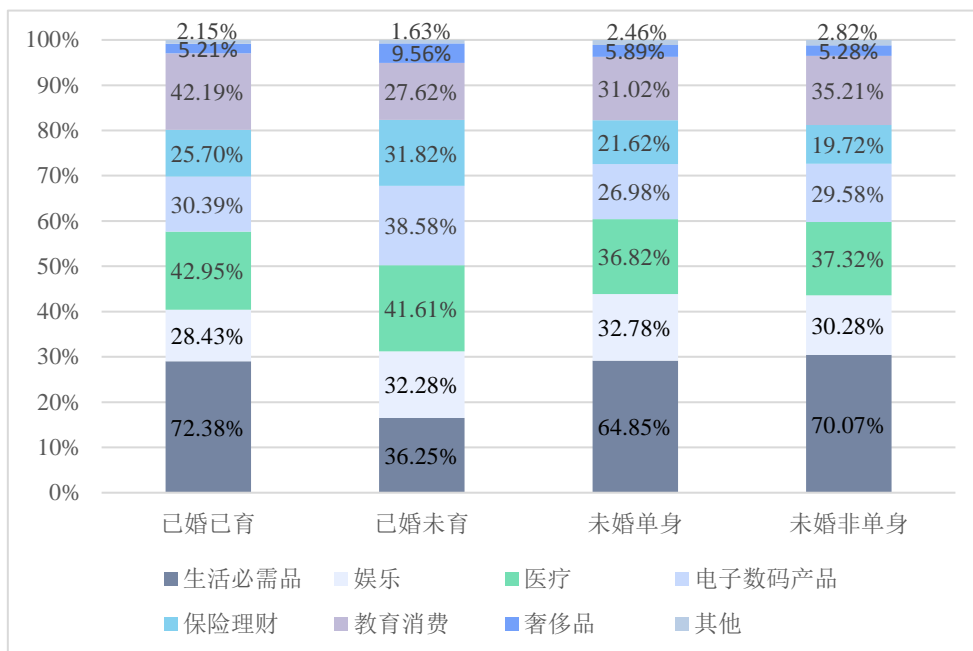


图 10 不同婚姻与家庭消费占比较高类型交叉对比

数据来源：国家金融与发展实验室财富管理研究中心。

接下来，我们继续对家庭月消费占比较高类型做交叉分析，结果可见，男性明显在电子数码产品、保险理财消费上多于女性。年龄分布上看，30 岁以上至 40 岁人群保险理财消费占比更高，达 30%左右；50 岁以上人群奢侈品消费相对最低，仅 4%。婚姻分布上看，已婚人士更注重保险理财，占比达 25%以上。

职业分布上，除全日制学生外，客服人员月消费占比较高类型中未达平均水平类型最多，分别是医疗、电子数码产品、保险理财和教育消费，其次是行政/后勤人员、财务/审计人员、文职/办事人员以及教师，达标最多的是生产人员和专业人士（如会计师、律师、建筑师、医护人员、记者等），其次是销售人员、技术/研发人员、管理人员、顾问/咨询和其他职业。值得关注的是，众多消费类型中，保险理财消费有 7 种职业均未能达到平均水

平，尤其作为收入在第一梯队的技术/研发人员，共两类未达平均水平，其一是奢侈品，其二便是保险理财消费，此群体理财和风险意识尚待提高（见表 10）。

表 10 不同职业和家庭月消费占比较高类型交叉对比

	生活必需品	娱乐	医疗	电子数码产品	保险理财	教育消费	奢侈品	其他
全日制学生	66.01%	31.68%	33.83%	27.06%	18.81%	32.34%	4.13%	1.98%
生产人员	52.49%	32.89%	43.45%	33.81%	26.09%	31.68%	7.31%	1.83%
销售人员	48.93%	32.51%	40.83%	36.90%	30.82%	33.07%	6.30%	1.24%
市场/公关人员	53.63%	34.77%	43.22%	36.74%	33.60%	35.95%	10.02%	0.59%
客服人员	63.89%	29.17%	40.97%	27.78%	18.06%	31.94%	7.64%	1.39%
行政/后勤人员	84.29%	23.56%	45.03%	24.08%	24.61%	48.17%	6.28%	2.62%
人力资源	78.21%	29.49%	56.41%	32.05%	29.49%	43.59%	5.13%	2.56%
财务/审计人员	88.31%	25.97%	33.77%	24.68%	25.97%	46.75%	6.49%	0.00%
文职/办事人员	79.17%	26.04%	30.21%	29.17%	26.04%	44.79%	4.17%	4.17%
技术/研发人员	92.31%	36.36%	42.66%	33.57%	21.68%	43.36%	4.20%	0.70%
管理人员	79.69%	26.56%	42.97%	21.09%	33.59%	50%	3.91%	3.13%
教师	83.52%	27.47%	45.05%	29.67%	15.38%	47.25%	4.40%	2.20%
顾问/咨询	82.35%	41.18%	47.06%	41.18%	11.76%	29.41%	11.76%	5.88%
专业人士	80.21%	19.79%	38.54%	32.29%	26.04%	48.96%	6.25%	8.33%
其他	86.38%	17.65%	36.84%	14.86%	12.69%	35.91%	3.10%	6.81%
平均水平	74.63%	29.01%	41.39%	29.66%	23.64%	40.21%	6.07%	2.90%

资料来源：国家金融与发展实验室财富管理研究中心。

（三）负债情况：学高债高

调研数据显示，65%家庭负有债务，负债规模普遍集中在 60 万以内。90 后（30 岁或以下）和 50 岁以上人群仅五成左右人群负有债务，70 后和 80 后（30 岁以上至 50 岁）人群负债规模较高，近 50% 人群家庭负债规模在 10 万元以上至 200 万元，90 后及 50 岁以上负债规模在 10 万元以上至 200 万元人群家庭仅占比近 30%。显见，70 后和 80 后不仅是拉动消费的主力军，亦是偿还贷款的中坚力量。从贷款类型看，调研样本主要负有住房抵押贷款、家用汽车贷款及消费性贷款，值得注意的是，50 岁以上人群主要以住房抵押贷款、朋友借贷和消费性贷款为主。从学历分布看，家庭总负债规模在 10 万元以上家庭占比依学历高低呈

正相关关系，研究生及以上人群家庭负债规模在 10 万元以上占比 51.2%，可见，高学历人群熟于使用“杠杆”，可谓“负债跟着学历走”（见表 11）。

表 11 年龄分布和家庭负债规模占比交叉对比

	没有负债	10 万元以内	11 到 30 万之间	31 到 60 万之间	61 到 100 万之间	101 到 200 万之间	201 到 500 万之间	500 万以上
30 岁或以下	42.66%	27.38%	13.63%	7.37%	4.79%	2.76%	0.98%	0.43%
30 岁以上至 40 岁	29.19%	22.29%	18.07%	14.84%	9.62%	4.54%	1.27%	0.18%
40 岁以上至 50 岁	28.33%	20.17%	16.52%	14.16%	11.59%	7.08%	1.29%	0.86%
50 岁以上	45.33%	24%	10.67%	2.67%	8%	6.67%	1.33%	1.33%

资料来源：国家金融与发展实验室财富管理研究中心。

表 12 职业分布和家庭负债规模占比交叉对比

	没有负债	10 万元以内	11 到 30 万之间	31 到 60 万之间	61 到 100 万之间	101 到 200 万之间	201 到 500 万之间	500 万以上
全日制学生	39.93%	26.90%	12.87%	7.26%	6.44%	4.29%	1.65%	0.66%
生产人员	30.76%	20.91%	18.58%	14.52%	9.64%	4.37%	1.12%	0.10%
销售人员	25.08%	22.27%	20.36%	15.41%	9.56%	5.17%	1.80%	0.34%
市场/公关人员	28.68%	21.41%	17.29%	15.52%	11.59%	4.32%	0.79%	0.39%
客服人员	40.28%	23.61%	13.89%	9.72%	9.72%	2.08%	0.00%	0.69%
行政/后勤人员	43.98%	21.99%	15.71%	9.95%	4.19%	3.66%	0.52%	0.00%
人力资源	37.18%	25.64%	16.67%	11.54%	6.41%	2.56%	0.00%	0.00%
财务/审计人员	45.45%	25.97%	14.29%	10.39%	2.60%	1.30%	0.00%	0.00%
文职/办事人员	39.58%	17.71%	15.63%	13.54%	9.38%	3.13%	0.00%	1.04%
技术/研发人员	37.76%	29.37%	13.29%	10.49%	4.20%	3.50%	0.70%	0.70%
管理人员	42.97%	19.53%	15.63%	3.91%	8.59%	7.03%	2.34%	0.00%
教师	36.26%	34.07%	10.99%	5.49%	5.49%	5.49%	2.20%	0.00%
顾问/咨询	47.06%	23.53%	11.76%	11.76%	0.00%	0.00%	5.88%	0.00%
专业人士	43.75%	25%	9.38%	5.21%	7.29%	7.29%	2.08%	0.00%
其他	47.68%	35.29%	8.05%	5.26%	1.55%	1.24%	0.00%	0.93%
平均水平	39.09%	24.88%	14.29%	10.00%	6.44%	3.70%	1.27%	0.32%

资料来源：国家金融与发展实验室财富管理研究中心。

职业分布看，生产人员、销售人员、市场/公关人员家庭总体负债水平较高，负债人群比例超过所有职业一般水平(39.09%)，与此同时，负债规模在11万-200万元之间人群所占比例亦均超过所有职业一般水平(见表12)。从婚姻分布来看，已婚未育负债家庭居多，近80%家庭负有债务，且负债规模在10万元以上家庭占比达61.65%，显著高于其他家庭(已婚已育等)占比(30%左右)，主要以家用汽车贷款(41.96%)、消费性贷款(39.04%)和住房抵押贷款(31.35%)为主。如前文所示，生产人员、销售人员、市场/公关人员三类职业也正是副业从业者居多的三类职业，已婚未育群体也是积极参与副业人群，可见，为偿还高额负债，三类职业从业人员及已婚未育群体也是“撸起袖子加油干”。

(四) 现金情况：不甚理想

现金流表现上，总体来看，受调查家庭现金可覆盖消费和还贷时间在三个月以下家庭占比51.25%，75%家庭表示家庭可能出现入不敷出，原因是超支(47.11%)、贷款过高(35.39%)、现金流出现问题(33.69%)、失业(29.91)等，为应对此种情况，主要选择银行贷款、信用卡透支和朋友借贷来渡过难关。学历分布上看，与收入分布类同，根据学历层次呈正向分布，研究生学历家庭作为中高收入主要群体，其家庭现金可覆盖消费和还贷时间在3个月以上家庭占比68.26%，现金可覆盖半年以上家庭占比达41.64%，其他学历家庭现金可覆盖半年以上家庭占比仅23%左右。

职业分布看，财务/审计人员、技术/研发人员、顾问/咨询、专业人士等家庭出现入不敷出可能性的人群占比相对较小，在55%左右，销售人员、市场/公关人员以及客服人员家庭出现入不敷出可能性人群占比最大，在78%-87%之间。从婚姻和年龄分布看，50岁以上可能出现入不敷出家庭占比44%，较其他婚姻家庭占比最低，且其中33%家庭认为未来家庭出现入不敷出的可能性在30%以内，正所谓“姜还是老的辣”。已婚未育家庭以及70后

和 80 后家庭现金可覆盖消费和还贷时间在 3 个月以上家庭占比均在 60%左右，值得注意的是，已婚未育家庭虽然现金流可覆盖时间长，但 87.88%表示其家庭未来存在入不敷出可能性，其中 35.78%表示可能性在 10%到 30%之间，6.4%甚至表示可能性在 80%以上，可见高负债给已婚未育家庭带来的压力也是不小。

（五）简短小结：关注风险

受疫情影响，总体来看，疫情期间中低收入家庭明显增多，消费水平有所下降，医疗、教育、电子数码产品在家庭消费占比中排名前三。“零工”时代已经到来，疫情常态化下“斜杠青年”稳稳“立足于世”，经营微商、开网店、运营自媒体、从事网约车服务居多。此外，75%家庭表示可能出现入不敷出，原因是超支、贷款过高、现金流出现问题、失业等。

个别来看，已婚未育家庭负债水平显著高于其他家庭，电子数码产品和保险理财消费也明显高于其他家庭，“打零工”也最多，副业收入占家庭总收入的一半，但值得注意的是，近 90%家庭表示其家庭未来存在入不敷出可能性，已婚未育家庭是“能赚能存也能花”。70 后和 80 后人群负债规模较高，不仅是拉动消费的主力军，亦是偿还贷款的中坚力量。技术/研发人员作为收入在第一梯队职业，其保险理财消费相对较少，风险意识有待提高。

附件一 调研主要发现一览

■ 收入端

- 疫情期间中低收入家庭明显增多，研究生及以上学历中高收入家庭受影响较小；
- 高收入人群中，**技术/研发人员和管理人员**受疫情影响最小；
- 疫情常态化下“斜杠青年”已稳稳“立足于世”，其副业收入主要来源于微商、开网店、自媒体运营、网约车司机等；
- 相较于已婚已育和未婚人士，已婚未育人士疫情前和期间副业收入占主业收入比重达 50%左右。

■ 支出端

- 疫情期间，医疗、教育、电子数码产品在家庭消费占比中排名前三；
- 虽然受疫情影响总体消费水平有所下降，但是 80 后依旧是中高消费主力军；
- 众多消费类型中，保险理财消费有 7 种职业均未能达到平均水平，尤其作为收入在第一梯队的技术/研发人员。

■ 负债端

- 70 后和 80 后人群负债规模较高，不仅是拉动消费的主力军，亦是偿还贷款的中坚力量；
- 高学历人群更熟于使用“杠杆”，可谓“负债跟着学历走”；
- 生产人员、销售人员、市场/公关人员家庭总体负债水平较高，负债人群比例超过所有职业一般水平；
- 已婚未育负债家庭居多，近 80%家庭负有债务。

■ 现金流

- 75%家庭表示可能出现入不敷出，原因是超支、贷款过高、现金流出现问题、失业等；
- 50 岁以上可能出现入不敷出家庭占比较其他年龄段家庭占比低，正所谓“姜还是老的辣”。
- 值得注意的是，已婚未育家庭虽然现金流可覆盖时间长，但 87.88%表示其家庭未来存在入不敷出可能性，占比高于其他婚姻家庭。

附件二 调研样本基本信息

性别分布		年龄分布		户籍分布		区域分布		学历分布		婚姻分布		职业分布		家庭人数				
男	63.91%	30岁或以下	37.25%	城镇	67.8%	安徽	12.28%	中学及中学以下	21.13%	已婚已育	47.86%	全日制学生	13.86%	2人	10.04%			
女	36.09%	30岁以上至40岁	50.38%	农村	32.2%	北京	23.78%	大专	35.6%	已婚未育	19.62%	生产人员	22.52%	3人	38.65%			
		40岁以上至50岁	10.66%			重庆	14.02%	本科	36.57%	未婚单身	26.02%	销售人员	20.33%	4人	33.11%			
		50岁以上	1.72%			福建	7.16%	研究生及以上	6.7%	未婚非单身	6.49%	市场/公关人员	11.64%	5人	12.39%			
						甘肃	1.62%							客服人员	3.29%	6人及以上	5.81%	
						广东	9.44%							行政/后勤人员	4.37%			
						广西	2.79%							人力资源	1.78%			
						贵州	0.71%							财务/审计人员	1.76%			
						海南	0.18%							文职/办事人员	2.2%			
						河北	3.59%							技术/研发人员	3.27%			
						黑龙江	1.49%							管理人员	2.93%			
						河南	2.24%							教师	2.08%			
						香港	0%							顾问/咨询	0.39%			
						湖北	1.51%							专业人士(如会计师、律师、建筑师、医护人员、记者等)	2.2%			

			湖南	1.53%			其他	7.39%	
			江苏	3.45%					
			江西	1.85%					
			吉林	0.46%					
			辽宁	0.73%					
			澳门	0.02%					
			内蒙古	0.32%					
			宁夏	0.07%					
			青海	0.07%					
			山东	3.18%					
			上海	1.72%					
			山西	1.81%					
			陕西	0.46%					
			四川	0.98%					
			天津	0.41%					
			新疆	0.18%					
			西藏	0%					
			云南	0.18%					
			浙江	1.76%					

版权公告：**【NIFD 季报】**为国家金融与发展实验室版权所有，未经版权所有人许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、上网和刊登，如有违反，版权所有人保留法律追责权利。报告仅反映原文作者的观点，不代表版权所有人或所属机构的观点。

制作单位：国家金融与发展实验室。