



NIFD

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

道阻且长 行则将至

——财富管理市场季报（2020 年 Q1）

国家金融与发展实验室财富管理研究中心

2020 年 4 月

编写团队

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高级研究员（邀）

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

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

核心观点

庚子年，“新冠疫情”下宏观经济下行、贸易格局重塑、金融市场暴跌、私人财富缩水、生活方式巨变……展望未来，疫情常态化对财富管理业的影响几何？有何对策？鉴于此，我们遵循《中国理财产品市场发展与评价（2018—2019年）——中国财富管理机构竞争力报告》的框架，分析商业银行、证券公司、保险公司、基金公司和信托公司等金融或非金融机构在财富管理业务板块的季度表现和疫情下的对策建议，核心观点和主要结论如下。

- 宏观市场：全球经济活动速度放缓，资本市场反应消极，“新冠疫情”只是外部冲击，“举债”也只能短期续命，我国的供给侧结构性改革或能“根治”实体经济的问题。
- 私人银行：监管趋严，私人银行财富缩水，未来应重新审视外向拓展与守土深耕、集中管理与分散经营、专业服务与增值服务、人工受理与智能服务、短期应对与长期规划。
- 证券公司：财富管理转型发展或是证券公司的转型升级方向之一。应对疫情，券商相继推出“疫情专项债”、“疫情专用通道”等产品和服务，线上营销只是短期策略，如何构建长效机制才是良策。
- 保险公司：保险公司参与财富管理业务应强化其对人力资本和物质资本的风险保障功能，应再次重塑保险文化、强化保障功能定位、优选机构布局定位、强化市场主导地位和优化产品服务功能等。关注保险共同体应对疫情常态化的功能定位。
- 基金公司：公募基金及私募证券市场，无论产品发行数量还是资金

募资规模，均可谓是波澜壮阔，屡创新高。而聚焦于一级市场的私募股权投资，依旧难改颓势，在疫情叠加的多重风险下，艰难前行，可谓证券向阳，股权背阴。

- 信托公司：家族信托的规模约在 1500 亿左右，疫情提高了家族信托客户的风险意识，短期内对家族信托业务的开展有负面影响，长远来看，将迎来“报复性”的增长行情？
- 家族办公室：避险、增值对于创富阶层而言并非终极目标，传承并发扬是亚洲文化的根基与命脉，复制海外家族办公室的业态并非良方，找寻国内家办业务的发展根基，是留给行业的真正课题。

“道阻且长 行则将至”，全球化格局的逆转和限籍令等或将我国居民的境外财富“圈回”国内，财富管理参与机构应内外兼修，准备迎接财富管理的第二波浪潮。

目 录

一、宏观背景：续命或根治？	6
二、商业银行：五条审视	10
（一）银行监管：扶匡并举	10
（二）私人财富：面临缩水	11
（三）对策建议：五重审视	12
三、证券公司：决战财富	15
四、保险公司：强化保障	17
五、基金公司：阴阳二重	21
（一）市场规模：公募新高	21
（二）业绩表现：有待观察	22
1、公募基金	22
2、私募证券	22
3、私募股权	23
六、信托公司：静待春天	26
（一）市场概览：规模 1500 亿	26
（二）疫情影响：短负长正	26
1、客户风险意识增强	27
2、慈善信托渐入视野	28

(三) 市场展望：静待春天	29
七、家族办公室：张勇家族案例.....	30
(一) 资产布局：五年规划	30
(二) 家办设计：制度优势	32
(三) 简短总结：理解诉求	33
附录 相关数据列表.....	35

一、宏观背景：续命或根治？¹

2020 年伊始，“新冠疫情”的蔓延给全球经济发展笼罩了一层阴影，IMF 总裁在 4 月 9 日的演讲上表示，受新冠肺炎疫情影响，2020 年全球经济将急剧跌入负增长。无疑，新冠疫情的高速扩散对全球经济是一个严重的冲击，在全球债务高企的背景下，疫情冲击了企业的现金流，债务问题更为突出。为应对此问题，全球主要经济体均进行了量化宽松操作，但从根本上来说，此举难以扭转经济层面的实质问题，下一阶段主要经济体究竟是通过持续放水来续命还是从提高全要素生产率、扭转债务问题等实质的经济层面上动刀，是未来值得关注的一个方向。

2020 年一季度“新冠疫情”蔓延全球，随着各国的隔离防控措施不断升级，全球经济活动速度放缓，资本市场反应消极，全球股市连续大幅下挫。具体来看，一季度道琼斯工业指数、日经 225 指数、英国富时 100 指数、德国 DAX 指数、韩国综合指数分别下跌 23.20%、20.04%、22.15%、20.04%、22.15%、25.01%、20.16%。而我国的上证指数和深证成指虽然一季度下跌幅度相对较低，但波动率明显放大，区间指数最低点相较最高点分别下跌 19.30%和 15.36%。值得关注的是，在 3 月中旬全球股市连续暴跌的同时，作为避险的黄金资产也一度下跌 14.86%（COMEX 黄金），全球金融市场恐慌程度急剧上升。

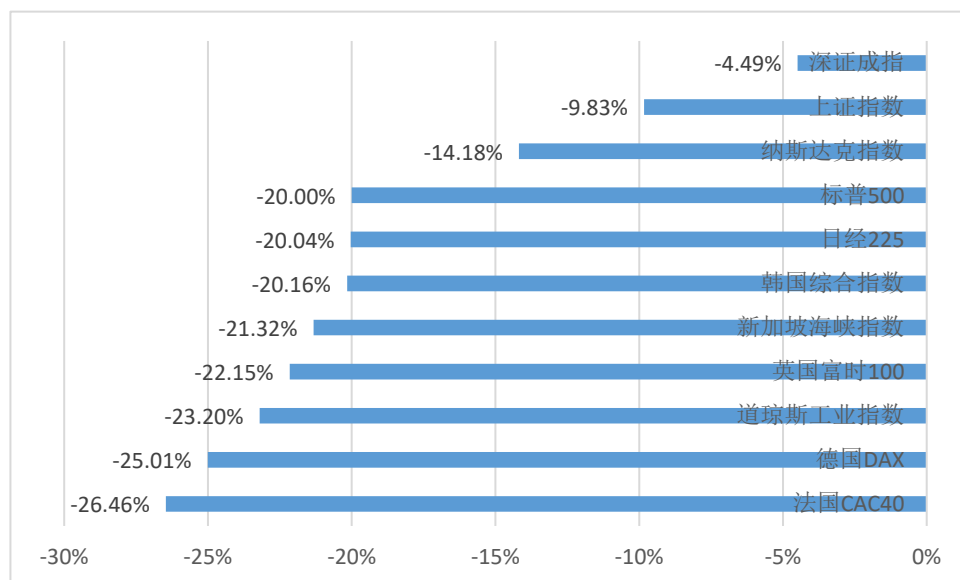


图 1 2020 年一季度各主要经济体股市表现

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。

数据来源：国家金融与发展实验室财富管理研究中心。

为应对“新冠疫情”导致的流动性冲击，全球主要经济体纷纷通过投放流动性和降息来应对，据不完全统计，2020年以来全球有40多个国家进行降息，而全球股市连续下跌的3月份更是降息密集期。除降息之外，各国纷纷通过加大财政投入和货币政策投放的方式释放流动性，以美国为例，3月份以来重启多项流动性工具，并且开启无上限QE、重启美国定期资产抵押证券贷款工具（TALF）购买资产支持证券，设立初级市场公司信贷工具（PMCCF）和二级市场公司信贷工具（SMCCF）支持企业债券和信贷等措施。我国央行也在下调7年逆回购利率20BP后于4月3日宣布定向降准，决定对中小银行定向降准1个百分点，并下调金融机构在央行超额存款准备金利率至0.35%。

表1 3月份以来部分国家降息情况汇总

国家	日期	降息情况
中国	3月30日	下调7天逆回购利率20BP
澳大利亚	3月3日	下降25BP
美国	3月3日	下降50BP
	3月15日	下降100BP
英国	3月11日	下降50BP
加拿大	3月4日	下降50BP
韩国	3月16日	下降50BP
菲律宾	3月19日	下降50BP
缅甸	3月24日	下降100BP
新西兰	3月16日	下降75BP
冰岛	3月11日	下降50BP
沙特	3月3日	下降50BP
埃及	3月16日	下降300BP
挪威	3月13日	下降50BP
巴基斯坦	3月17日	下降75BP
约旦	3月5日	下降50BP

资料来源：国家金融与发展实验室财富管理研究中心。

根据国际清算银行数据显示，2008年金融危机以来，政府部门和非金融企业部门的杠杆率没有出现明显下降，全球经济的发展模式仍然主要依靠于举债。全球债务占GDP的比重更是从2008年3季度的197%上升到2019年3季度的239%。虽然2008年以来全球投入了较多的货币，但实体的回报率较低，货币政

策效率递减，举债模式对于实体经济的作用不断减弱。2008 年以来的低利率环境为政府和非金融企业举债提供了良好的环境，而“新冠疫情”的冲击则会带来部分国家政府和企业的偿债困难，以欧洲疫情最严重的意大利为例，2019 年 3 季度意大利政府债务占 GDP 的比重为 154.3%，已经远超过政府债务率警戒线，在疫情冲击下，经济活动减缓，偿债能力引发担忧。一季度蔓延的“新冠疫情”无疑对全球是否会再次发生金融危机的讨论添上了浓重的一笔。

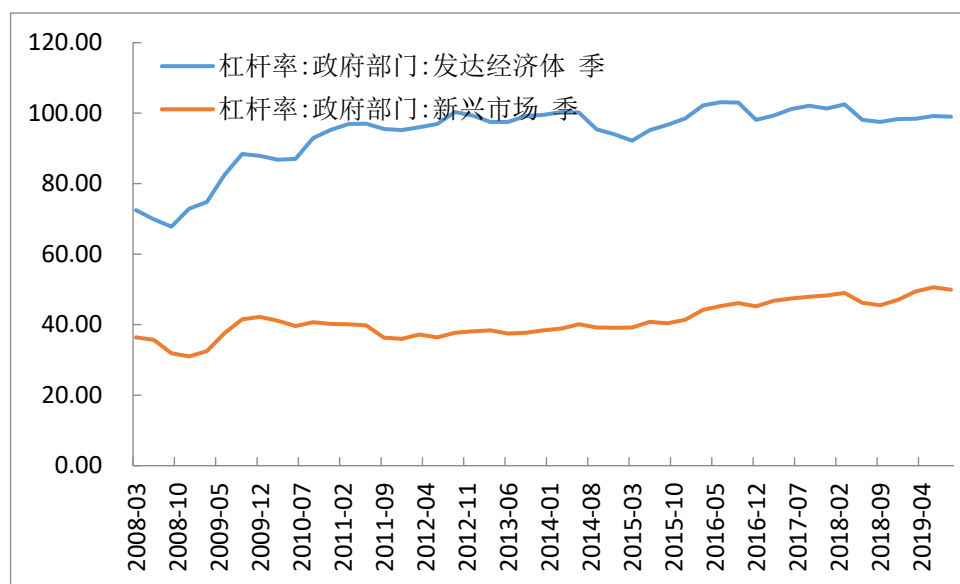


图 2 发达经济体和新兴市场政府部门杠杆率

数据来源：BIS，国家金融与发展实验室财富管理研究中心。

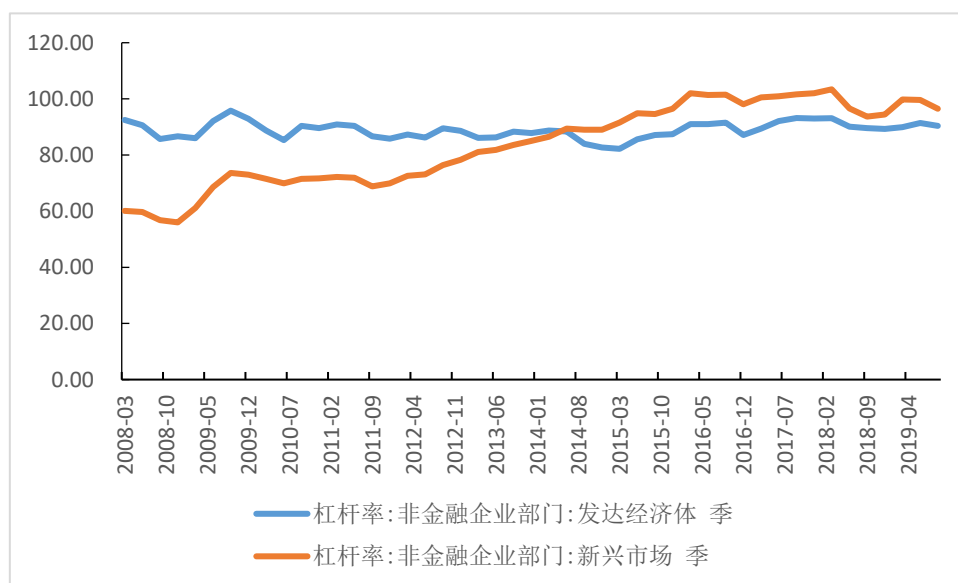


图 3 发达经济体和新兴市场非金融企业部门杠杆率

数据来源：BIS，国家金融与发展实验室财富管理研究中心。

由于我国较早的受到了疫情冲击，3月份才开始逐步复工，因此1-2月经济数据有较明显的下滑。根据统计局公布的2020年1-2月经济数据及2019年12月经济数据对比来看，工业增加值同比增速从12月的6.9%下跌至-13.5%，名义社会消费品零售额同比增速从12月的8.0%下跌至-20.5%，房地产开发投资增速从12月的6.7%下跌至-16.3%，基建投资同比增速从12月的2.1%下跌至-26.9%，制造业投资同比增速从12月的9.2%下滑至-31.5%。3月份后，随着陆续复工以及内需的提升，经济表现会有所回转，但全球蔓延的疫情会在一定程度上影响到外需。

诚然，全球化背景下蔓延的疫情显著影响了一季度贸易产业链表现，展望下一阶段，“新冠疫情”演进趋势仍是影响全球经济表现的重要因素，**但从根本上来看，“新冠疫情”只是外部冲击，实体经济的发展才是本质所在。**与其他经济体通过宽松货币市场不断举债不同的是，我国较早的实行了供给侧改革，在今年以来的降息潮中也没有跟随美国较大幅度的下调基准利率，保持了货币政策的独立性，在保证市场流动性的同时调结构、促发展，“底子”更牢，未来复苏动力也越强。

二、商业银行：五条审视²

全球央行和金融监管机构相继采取积极政策应对疫情挑战，中国银保监会也不例外。高净值客户私人财富随股市下行而缩水，财富管理格局面临重新洗牌，为此我们要对当前以及今后一段时期的高端财富管理策略进行重新审视，与客户一起共度时艰、共创美好。

（一）银行监管：扶匡并举

银保监会提出了 2020 年监管工作的重点，包括：稳妥处置高风险机构；继续拆解影子银行；严防信贷资金违规流入房地产领域；对违法违规搭建的金融集团，在稳定大局的前提下，严肃查处违法违规行为；深入推进网络借贷专项整治；化解政府隐性债务风险；有效防范化解外部冲击风险；出台商业银行小微企业金融服务监管评价办法；强化对民营企业特别是民营制造业企业金融服务；引导银行理财和信托业稳妥转型；扩大对外开放；全面加强资产和负债质量监管；探索完善银行保险机构恢复与处置机制；健全商业车险费率市场化形成机制。可见，疫情之下，金融监管较以往更多地兼顾到了风险防控和支持实体这两方面的职责，着力于两手抓、两手硬、两促进。

银保监会近日印发了《关于加强产业链协同复工复产金融服务的通知》。针对企业复工复产以来，产业链上下游部分企业面临的现金流压力问题，就引导银行保险机构增强金融支持和服务，畅通产业链资金流，提升产业链协同复工复产整体效应等方面提出了具体措施。包括：加大产业链核心企业金融支持力度；优化产业链上下游企业金融服务；加强金融支持全球产业链协同发展；提升产业链金融服务科技水平；完善银行业金融机构考核激励和风险控制；加大保险和担保服务支持力度。

2020 年是资管新规过渡期的最后一年。为避免疫情冲击向金融领域扩散，关于资管新规过渡期安排是否会放松的讨论再次成为市场热点。央行负责人表示，人民银行正在会同银保监会做一些技术上的评估，资管新规过渡期延长是有可能

² 桂泽发，经济学博士，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高级研究员（邀）。

的。延期利于缓解银行表内资本压力，减轻理财产品转型、融资和滚存压力，降低严监管带来的融资紧张风险，配合其他政策在多维度发力以应对违约导致的信用风险，降低信用违约潮出现的可能性。

2020 年监管部门针对银行业乱象整治的风暴丝毫没有停歇。一季度，银保监会机关、银保监局本级以及银保监分局本级针对辖内商业银行、政策性银行等银行业机构共开出 529 张罚单，合计罚没金额超 2.27 亿元。涉嫌违法发放贷款、信贷资金被挪用仍是违规“重灾区”。在分析人士看来，未来包括资本杠杆、流动性、定价等领域都将成为监管重点发力整治的方向。在问责制度下，2020 年一季度共有 355 名相关人员受到行政处罚，其中 316 人被警告，11 人被取消高管任职资格，更有 28 人被处以终身禁止从事银行业工作的“顶格处罚”。禁止终身从业的既有高管，也有普通员工，禁业原因大致分为：违规发放个人贷款形成贷款风险、违反审慎经营规则、审查不严、签虚假合同、挪用资金等。

（二）私人财富：面临缩水

疫情带来的不确定性对持续增长的中国个人财富造成短期冲击，企业经营风险和个人理财风险加剧。澎湃新闻调查显示，41.5%的受访者反映，受疫情影响，收入比往年减少，收入减少者中，近八成的损失达到 20%以上。4 月 6 日，胡润研究院发布《疫情两个月后全球企业家财富变化特别报告》，研究了胡润全球富豪榜企业家在截至 3 月 31 日的两个月内的财富变化，并公布最新的《胡润全球百强企业家》榜单。据胡润研究院统计，过去两个月，全球股市大幅下跌，道琼斯指数下跌 21%，印度、法国、德国和英国各下跌四分之一，日本下跌 18%。港股下跌 10%。多数货币兑美元走软。胡润全球百强企业家中，只有 9%的人近两月财富增加，86%的人财富减少，5%的人财富保持不变。胡润百富董事长兼首席调研官胡润表示：“过去两个月，全球百强企业家的财富减少了 12.6%，即 2.6 万亿人民币，蒸发了过去两年半所创造的财富，相当于每人每天损失 4 亿多人民币。”

据统计，法国酩悦·轩尼诗-路易·威登集团（LVMH）的伯纳德·阿诺特近两个月财富缩水最多，损失了 2000 亿人民币。印度能源巨头 Reliance 的穆克什·安巴尼财富缩水 1290 亿人民币。另外，还有包括巴菲特在内的 4 位企业家损失上千亿。高净值人群以企业主为代表，受疫情影响，节后工人返城、工厂复

工延迟、企业停工减产，但同时，企业仍需承担房租、工资、利息等刚性支出，导致企业尤其是中小企业现金流紧张，面临较大的经营风险。一项面向 2240 个小微企业的调研显示，若疫情持续，25.56%的企业认为依靠自有资金仅能坚持运营三个月左右，20.87%的企业认为自有资金仅能坚持两个月，7.73%的企业认为仅能坚持一个月，累计超过半数的小微企业难以坚持运营超过三个月，企业经营的不确定性大大提升。

（三）对策建议：五重审视

下面我们针对私人财富服务的提供方给出下一步应对的策略建议。**第一，重新审视外向拓展与守土深耕。**近年来，高净值人群境外资产配置占全部可投资资产的比重呈现下降趋势。一方面，在动荡的国际形势下，全球经济下行压力持续、境外投资收益不及预期；另一方面，中国经济面临发展新机遇，高净值人群投资重心回归国内，对资本外流的监管日趋严格也是原因之一。疫情过后，高净值客户将会在资产全球配置问题上进行重新审视，不仅考虑投资获利、风险分散和财富传承，疫情管控、公共安全体系以及背后的政治文化、价值观等将会作为重要因素纳入考虑范围。可以预见，富有家庭将会在外向投资、境外资产配置、移民等问题的态度上进一步分化，会有更多的人放弃外向而转向国内，进行战略防御、守土深耕。多年前已经在境外投资创业的机构和家庭部分也会在疫情之后选择回国，开辟新的战场。未来几年，国内民间投资生态将会有有一个渐进的变化，这一进程也许持续时间较长。

第二，重新审视集中管理与分散经营。在突发事件影响下，不同资产走势具有较大的不确定性，因此多元化资产配置有助于降低突发事件带来的不确定性以及负面影响。在引导客户进行资产配置时，要尽量考虑到不同地区、不同行业、不同主题、不同资产、不同产品的错配，通过降低资产集中度帮助客户控制风险、提高收益。未来要在财富规划中更加重视引导客户坚持“五性合一”，即：各类资产的成长性、风险性、稳定性、盈利性和流动性要综合平衡、动态整合、与时俱进，以确保客户家族财富根深叶茂、长久不衰。当然不同阶段、不同环境下各类资产、各种特性的配置比例是动态变化的，在经济下行、风险聚焦的环境下，有序增加流动性资产配置比重是个较为稳妥的办法，但这也因人而异，为提高流动性而一味抛售廉价资产不见得就是明智的做法，凡事适度，不搞一刀切。从长

期看，不同类型资产的多元化、多角度、动态错配是抵御风险冲击的有效策略。

第三，重新审视专业服务与增值服务。一方面，要持续增强专业服务能力。

其一，疫情过后，客户资产配置及风险管理意识增强，对财富管理业务的需求从“产品需求”转向“定制化资产配置需求”，财富管理机构业务经营应从传统的“产品销售”转向“以客户为中心”的综合服务提供；其二，财富管理机构要构建涵盖营销团队、专业支持团队、各领域专家团队的差异化客户服务团队，持续挖掘中高端客户各类财富管理需求，建立长期互信的合作关系；其三，财富管理机构要以投研为支撑，支持财富管理机构内部产品研发以及外部产品遴选，不断丰富产品货架；其四，在资产配置建议、复杂产品销售方面，要支持客户经理挖掘高净值客户多元化需求，定制专业解决方案；其五，未来在数字化转型背景下，专业服务团队可通过远程与线下多元化服务渠道为客户提供触手可及的专业服务。

另一方面，要更加重视个性化增值服务。私人银行通常都将增值服务作为其品牌建设的一部分，下功夫加以培育。本次疫情期间，一些金融机构推出了针对高净值客户的增值服务，如跨国急救，通过与第三方机构合作，将需要服务的客户从危险地区用飞机运送到安全地区，或者运送到医院进行救治；再如跨境教育，通过与第三方教育服务机构合作，帮助客户对其远在国外学习的子女实施帮扶，辅以安全措施、生活支撑、帮助提前回国等；又如医疗保健，与第三方医疗机构合作，在客户医学体检和治疗等环节中提供支助等等。未来可以想见，会有更多的金融机构推出更加个性化、人性化的增值服务，以改善客户体验、增强品牌吸引力和感召力。

第四，重新审视人工受理与智能服务。受此次疫情影响，线上远程财富管理服务将成为特殊时期客户服务的主要方式。针对超高净值人群与高净值客户，线下服务仍是客户服务的核心渠道，但随着数字技术的发展以及此类客户对于24/7 便捷服务的需求正使得其渠道偏好也不断向线上转移。全球领先的私人银行为了应对数字化趋势，都在通过打造私人银行专属移动客户终端，利用大数据技术及数字化手段提供实时、定制化的财富管理远程服务。

同时，这也要求财富管理机构通过科技赋能，提升内部运营效率，通过构建完善的系统功能，实现对团队、营销、客户的统筹管理，及时洞察工作流程中的

关键问题，实现高效及时的调整，有效把控好过程管理。同时，对于服务团队而言，金融机构应提供营销管理、资产配置等智能化系统工具，专业赋能服务团队的同时帮助顾问更好的了解客户。

第五，重新审视短期应对与长期规划。新冠肺炎疫情期间，为避免大规模人口流动和聚集，国家采取隔离防控措施，对春节期间全国范围的餐饮、零售、旅游、影视、交通等行业的经营产生了显著的负面影响，相关行业的龙头企业亦出现现金流紧张，面临较大的经营风险。而企业价值是超高净值客户重要的财富来源，疫情过后此类客户将更重视企业流动性管理、可持续经营与业务转型、家族财富规划等。

通过专业财富管理机构配置不同期限结构的资产，降低固定资产投资的比例，将有效地提升流动性管理的成效。针对企业与个人资产隔离，可以通过企业风险管理体系构建、家族信托、保险、税务筹划、家族财富传承规划等方式降低企业面临的经营风险或承担债务风险时对个人和家庭财富的影响。

三、证券公司：决战财富³

截至 2020 年 4 月 2 日，不少于 33 家国内券商已公布 2019 年年报，根据不完全公布数据统计，营业收入方面，中信证券以 431.40 亿元排名第一，海通证券、国泰君安分别以 344.29 亿元、299.49 亿元位列第 2、3 名，申万宏源、华泰证券、广发证券紧随其后，营业收入均超过 200 亿元。

2020 年一季度，资本市场活跃度大幅提升，与境外市场相比，我国市场总体较为平稳，投资者行为趋于理性，市场展现出了较强的抗风险能力，波动幅度相对较小。截至 2020 年 2 月末，交易所市场股票、债券合计融资约 1.3 万亿元，其中，IPO 完成发行 38 家，募资 724 亿元，再融资 901 亿元；交易所债券市场发行 1.1 万亿元，同比增长 30%。

券商转型迫在眉睫。一方面，券商经纪业务行业集中度的下滑，预示着“财富管理战”已经打响；另一方面，2019 年全年 133 家证券公司代理买卖证券业务净收入（含席位租赁）为 787.63 亿元，当期营业收入 3604.83 亿元，总体占比 21.85%，相较前三年盈利空间呈长期持续下滑趋势。值得一提的是，作为一家中型券商，东方证券 2019 年营收已超过招商证券、银河证券及国信证券等大型券商。具体来看，2019 年东方证券实现营业总收入 190.52 亿元，同比增长 84.91%；扣非净利润 23.71 亿元，同比增长 100.99%。另外，根据年报披露数据，东方证券去年的自营业务大幅扭亏，证券投资业务、财富管理业务和国际业务等收入显著增加，其中，证券销售及交易业务分部实现收入 32.21 亿元，占比 16.04%；投资管理业务营收 29.07 亿元，占比 14.48%；经纪及证券金融业务收入 133.36 亿元，占比 66.41%；投资银行业务收入 10.03 亿元，占比 5.00%。未来券商将呈差异化发展模式，头部券商持续做大做强，向综合类发展；而中小型券商更适宜专注精细化、专业化领域，提升客户服务能力。

2019 年，一系列利好政策密集落地，形成利好效应并传导证券市场，如科创板设立并试点注册制，并购重组政策松绑，再融资新规，转融通制度改革，基金投顾试点资格落地，IPO 常态化等。在新冠疫情的影响下，证券行业的监管政策也更多体现为引导与呵护，推出了包括“疫情专项债”、“疫情专用通道”等产品

³ 周正、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。

和服务措施。2020年3月27日证监会决定将中金公司、招商证券、中信证券、华泰证券、中信建投、国泰君安6家证券公司纳入首批并表监管试点范围，根据《风控办法》规定，试点机构母公司风险资本准备计算系数将由0.7调降至0.5，表内外资产总额计算系数将由1降至0.7，同时证监会将持续监测试点机构已建立风控体系运行的有效性以及合并风控指标信息的有效性，待相关机制运行成熟后，逐步过渡至直接基于合并报表实施风控指标监管。考虑到近年来境内资本市场持续发展，部分证券公司逐步出现集团化经营发展态势，有必要将行业风险管控边界从母公司层面扩展至合并报表视角，以利于更全面、及时、有效地评估风险，促进行业持续稳健发展。在当前疫情环境下，放松对头部券商的资本约束，有利于大型券商在风险可控范围内进一步做大做强，也有利于中介机构更好的服务资本市场和实体经济。

疫情期间，各家券商纷纷开通线上开户、科创板交易权限等功能，引导消费者通过网络终端、手机APP等非现场方式进行日常证券交易及业务办理。同时，各大券商APP提供的陪伴服务——线上直播，也成为疫情下的创新服务，用户参与度、访问量、互动频率均有明显提升。银河证券推出《银河战“疫”》专题投顾视频节目，已上线近20期；国盛证券上线投资者教育系列课程，在疫情直播中与银行客户实现跨界互动；国泰君安的君弘APP提供君弘视频直播和君弘在线图文直播两种方式增强客户粘度；东北证券通过融e通图文直播进行专题直播。在应对此次疫情的过程中，依赖于金融科技助力，证券公司为广大投资者便捷地提供了线上投顾的服务方式，营造了立体的线上服务场景，拓展了投顾服务边界，当前券商APP线上直播内容大多集中在投顾服务上。但数据显示，目前行业内尚有超过1.2亿投资者尚无专属投资顾问服务覆盖。长远来看，券商应把直播等线上互动方式真正与业务营销有效结合，而不仅仅作为一个特殊时期的营销噱头，一方面要平衡好内容专业合规和表达风格吸引客户，做到兼顾监管合规要求的同时抓住线上客户；另一方面要考虑长效服务机制，跟踪客户行为状态并逐步实现分层/级的营销服务管理，最终才有可能真正实现活跃老客户、获取新客户。

四、保险公司：强化保障⁴

庚子年确是极不平凡的一年，篮球巨星科比因私人飞机失事身亡，新冠疫情全球爆发，截至 2020 年 4 月 12 日，我国因新冠死亡人数为 3349 人，国外因新冠疫情死亡人数为 105944 人，冰冷的数据背后更是千百万个家庭的不幸。另据《中国人口与就业统计年鉴》2010 年的人口普查数据显示，25~65 岁之间男性和女性的死亡概率分别为 16.72%和 9.19%，即每 4 个人家庭就有 1 个家庭的成年人死亡。疫情原因投保的温网因“取消”获赔 1.14 亿英镑，而未投保的法网则只能通过延期降低损失；东京奥运会已确定延期，若也取消，购买了“奥运取消险”的东京奥委会也将获保险理赔约 10 亿美元……诸如此类等等，我们可明显看到背后有保险操作与无保险操作的个人、家庭、企业或项目的显著差异，寿险的人力资本保障和财险的物质资本保障能力凸显无疑。事实上，国内诸多保险公司尤其是寿险公司早在多年前就涉足国内的财富管理市场，如寿险资产管理机构的设立及国寿财富的设立和保险金信托等创新产品的推出等。鉴于此，我们从战略转型、机构设立、市场运行、产品创新和监管政策等维度简述保险市场在财富管理领域的一季度具体表现，最后从疫情常态化视角给出进一步发展的简短策略建议。

战略转型方向之一。诸多寿险公司在新年致辞或年报中均提到将财富管理定位为战略转型方向之一，如新华保险“确立以寿险业务为主体、以财富管理、健康产业为两翼、以科技赋能为支撑的‘1+2+1’战略，坚持寿险发展本质，积极拓展寿险功能，主动拥抱时代变革，坚持战略方向不动摇，强化战略执行，构筑面向未来的核心能力和特色优势”。

参与机构日趋多样。寿险公司是财富管理市场的主要参与机构，除此之外，还有 27 家保险资产管理机构（附表）和 10 家保险私募机构参与其中，保险资产管理机构的母公司均为保险公司，始建于 2003 年，中断于 2007 年至 2010 年，重启于 2011 年，中间 2017 年到 2018 年暂缓，2019 年批建两家，10 家保险私募机构分别为光大永明资产、阳光资产、国寿投控、平安资产、泰康资产、华夏久盈资产、中再资产、华安资产和华泰资产等。事实上，还有保险系的商业银行和基金公司等机构参与财富管理市场。

⁴ 王增武、覃婧，国家金融与发展实验室财富管理研究中心。

市场运行稳中有升。截至 2020 年 2 月末（图 4），保险公司的资产总额为 21.30 万亿人民币，其中资产管理公司的资产总额为 645 亿元人民币，保险资金运用总额为 19.05 万亿人民币，三者表现均是稳中有升。反观内地访客在香港的保险购买情况（图 5），近年来却是持续下降，从 2016 年的 726.88 亿港元直线下降至 2019 年的 433.8 亿港元，保险数量为 34.5 万份，2019 年较 2018 年的下降速度为 8.82%，背后原因不言自明。

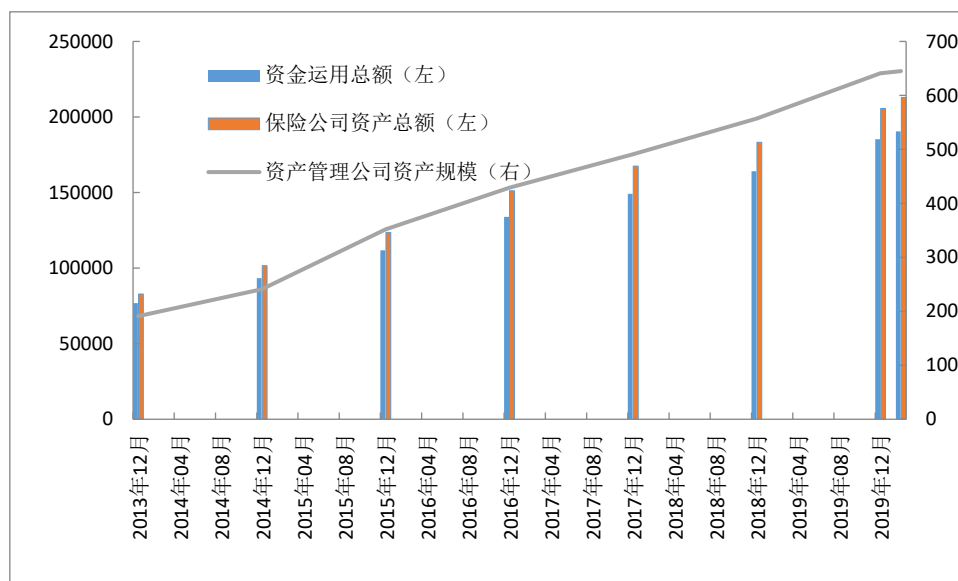


图 4 保险财富管理市场的运行情况（单位：亿元人民币）

资料来源：中国银保监会，国家金融与发展实验室财富管理研究中心。

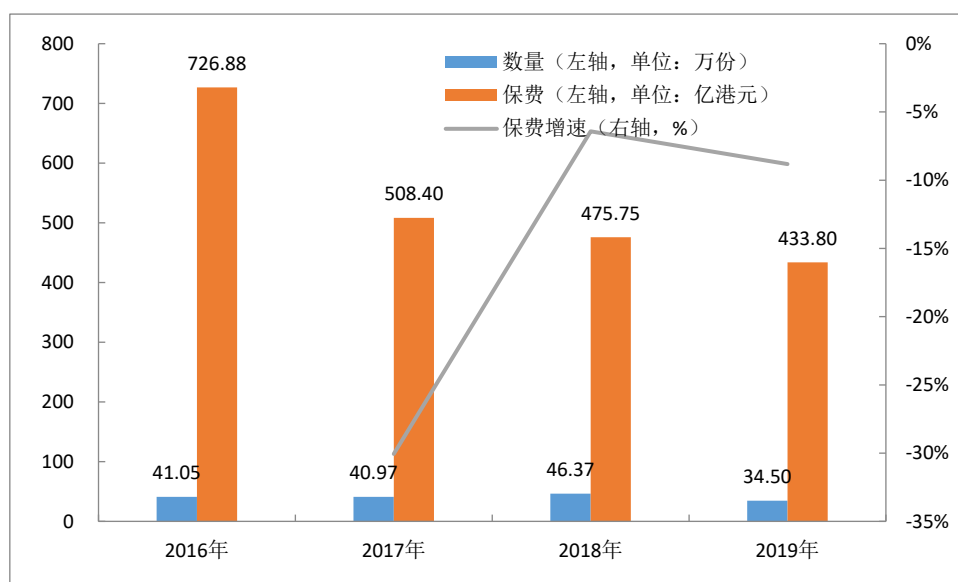


图 5 内地访客在香港购买保单的数量和规模

资料来源：香港保险业监管局，国家金融与发展实验室财富管理研究中心。

产品/服务创新有待加强。截至 2019 年末（表 1），保险资管产品余额 2.76 万亿元，其中债权投资计划 1.27 万亿元、股权投资计划 0.12 万亿元、组合类保险资管产品 1.37 万亿元。显见，如果以前述数据与市场同类机构表现进行对比，保险在资产管理或财富管理的优势并不明显，但如果加上保险资金运用数据，情况将大不相同。就产品创新而言，单一责任的“新冠肺炎”险因定价问题在上架几天后就被监管部门叫停，而海南的“复工企业疫情防控险”则颇具特色，由政府和企业共同承担因复工而导致的“新冠”感染成本，其中企业只需承担 30%。

表 2 保险资产管理产品情况

年份	注册产品数（项）			注册产品规模（亿元）		
	合计	债权投资计划	股权投资计划	合计	债权投资计划	股权投资计划
2013 年	103	——	——	3688.27	——	——
2014 年	175	——	——	3081.02	——	——
2015 年	121	——	——	2706.13	——	——
2016 年	152	134	18	3174.39	2479.39	695.00
2017 年	217	205	12	5085.47	4589.97	495.50
2018 年	213	210	3	4547.26	4186.26	361.00
2019 年	145	142	3	2533.14	2528.14	5.00

资料来源：中国保险资产管理协会，国家金融与发展实验室财富管理研究中心。

资管新规定定位私募。在资管新规的“宪法”指导下，2020 年 3 月 25 日，中国银保监会正式出台《保险资产管理产品管理暂行办法》，旨在明确产品定位和形式、明确产品发行机制、严格规范产品运作、压实产品发行人责任以及完善产品风险管理机制，亮点在于明确保险资管产品的私募定位以及针对个人销售的放开等。

2020 年一季度，“新冠疫情”防范是举国上下乃至全球内外的关键词，保险业也不例外，主要的动作有捐款、捐险、优险或优服等（附表）。第一，通过旗下的公益基金会或其他公益慈善组织向湖北地区捐款，其中泰康保险的捐款总额约为 4000 万人民币；第二，捐赠保险的对象为不外出在鄂或援鄂的医护人员以及公务人员（含警务人员等）和新闻工作者等，功能含意外、重疾和感染等，有的甚至含住院补助等费用；第三，优化现有的保险覆盖范围或服务范围等，如取消条款等待期限制、取消“特定传染病”免责限制、取消费用补偿型医疗保险免赔额的限制、取消医疗险案件就诊医院限制以及取消药品类别、自费用药等限制，

对于治疗中的重症患者可提供预付赔款或垫付医疗费服务。

2008 年的全球金融危机暴露境外私人银行的不足，催生国内私人银行业的发展。“新冠疫情”下，全球经济或金融形势不是危机，胜似危机，撤侨、限籍和企业回撤等操作不断，国与国之间、地区与地区之间的沟通交流不断弱化……疫情防范常态化背景下，将会催生何种新生业态？保险共同体⁵或是方向之一。就保险公司及其附属机构参与财富管理业务而言，我们给出进一步发展的策略建议如下：**第一，再次重塑保险文化**，“新冠疫情”提高了居民的保险意识，如何强化甚至保持这一意识是下一阶段的主要工作，逐步扭转保险文化的负面效应。**第二，强化保障功能定位**，寿险的人力资本保障功能和财险的物质保障功能构成保险财富管理的“双支柱”，应进一步对其强化或拓展。**第三，优选机构布局定位**，寿险公司、财险公司、资管公司、私募公司及银行或基金子公司等机构如何在财富管理业务中进行竞合发展，是保险业需要考虑的问题之一。**第四，强化市场主导地位**，在限籍等宏观背景下和内地访客香港保单购买持续下降等微观趋势下的合力作用下，对国内的保险财富管理市场将是利好，要抓住这一有利趋势。**第五，优化产品服务功能**，在优化现有保险产品/服务的同时，暨保险资管新规推出之际，进一步创新产品服务，如推出与“疫情常态化”相关的个人医疗保险、个人责任险、营业中断险和误工综合险等。

⁵ 史鑫蕊、马晓静、陈丹梅，疫情下的反思：保险共同体能否破局？和讯网 2020 年 3 月 7 日。

保险共同体是指由若干保险公司按照约定的章程规定形成长期的利益共同体，共同为特定风险提供保险保障和风险管理的保险组织。

五、基金公司：阴阳二重⁶

2020 年伊始，全球经济市场状况迭起，整体充满了不确定性，但市场情绪积极进取，尤其是以证券投资为主要投资标的的公募基金及私募证券市场，无论是产品的发行数量还是资金募集规模，均可谓是波澜壮阔，屡创新高。而聚焦于一级市场的私募股权投资，依旧难改颓势，在疫情叠加的多重风险下，艰难前行。可谓证券向阳，股权背阴。

步入 2020 年以来，由于世界范围内疫情影响，资本市场受到较大的冲击，美国金融市场亦是经历了多次熔断，国内 A 股也经历陡峰低谷。但相比于美国、欧洲、日韩市场等近 20% 的跌幅，A 股以不超过 10% 的跌幅较为平稳地走完了 2020 年一季度。截至 3 月 31 日，年内创业板指涨 4.1%、中小板指跌 1.94%、上证指数跌 9.83%、深证成指跌 4.49%，市场整体虽然处于低位，但相对表现稳定，复苏预期逐渐沉淀，各类投资机构普遍对证券市场中长期走势保持乐观；而与二级市场由于处于相对低位，显示市场整体估值水平较低，与之相对的一级市场由于估值相较二级市场并无明显优势，同时由于一级市场流动性明显弱于二级市场，因此对于投资者的吸引力不足。

（一）市场规模：公募新高

简略而言，2020 年一季度市场表现证券类投资基金与股权投资基金形成了鲜明对比，市场似乎呈现了二元性，一方面证券市场热火朝天，而股权市场冰天雪地。

从产品角度统计，公募基金 1 季度总计有 239 只新基金发行，资金募集规模为 5160.46 亿元，该募集规模创下 1998 年以来的季度最高记录，更是超越了 2007 年与 2015 年两个高点。从产品分类来看，股票方向基金新发行 139 只，募集 3220.47 亿元，该规模也创下股票方向基金发行的历史最高季度记录。同时，私募证券基金表现也十分亮眼，从投资时点上来看，市场上大多数私募基金管理人认为市场目前处于“黄金坑”，是由于“黑天鹅”事件的短期影响而营造出的超跌机会，此观点被市场资金认同。从基金业协会的数据来看，私募证券类型新产品备案热情陡增，其中由明星基金经理领衔的数支私募证券投资基金更是轻松

⁶ 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。

超预期募集，市场百亿元级私募新产品频现。据不完全统计，今年一季度私募证券合计备案产品高达 5236 只，其中 1 月份和 2 月份备案数量相近；进入 3 月份，私募新产品备案数量环比增长一倍。而私募股权投资基金，一季度总体成立的产品数量为 349 只，除去政府引导基金、城市基础设施建设类基金外，市场化私募股权类基金成立数量则更为稀少，且真实资金募集数量与预期规模可能存在较大差距，表明市场资金在一级市场投资的动力不足。

（二）业绩表现：有待观察

1、公募基金

基于股市行情的演变，尽管新产品发行数量和规模表现火爆，但权益基金整体收益并不理想。截至 2020 年 3 月末，一季度整体收益为正的基金投资主要为债券型基金、货币基金以及偏债混合型基金。从基金策略表现来看，公募基金中，长期纯债型基金的整体收益接近 2%；而权益（股票型及偏股混合型基金）基金整体则以下跌为主，但在部分主题投资中，医药投资主题基金表现十分醒目，取得了 2 位数的收益表现，同时，去年表现强劲的科技类主题基金，尽管在春节前普遍取得了极高的收益，但由于疫情等因素，且受大盘整体下探影响，收益部分大幅缩水，但从全市场来看，该投资主题仍然取得了正收益回报。总体而言，今年一季度，股票型基金平均下跌 4.19%、混合型基金微跌 0.57%，而遭受海外市场重创的 QDII，年初至今平均跌幅则达到 13.31%。一季度所新发行的基金，大多数仍处在基金建仓期内，今年新募集的基金业绩真实表现仍需未来 2-3 个季度的运行来体现。

表 3 2020 年一季度公募基金主要策略业绩表现

基金类型	股票型	混合型	债券型	QDII	货币类
一季度平均回报 (%)	-4.19%	-0.57%	1.67%	-13.31%	0.60%

数据来源：wind 数据，国家金融与发展实验室财富管理研究中心。

2、私募证券

私募证券基金在今年一季度的业绩整体表现与公募基金相仿，取得正收益的策略为债券投资、股票市场中性策略及 CTA 趋势策略。主要原因是传统主观策略的管理期货基金由于管理人的精力有限，且与证券市场整体表现高度相关，策略执行的效果可能与预期的背离程度较高，同时在投资的品类上很难做到多品种覆盖，进一步加大基金整体的业绩波动。而借助程序化，覆盖多策略的量化交易近年来逐渐成为了私募证券基金区别于公募基金的一个重要发展方向，私募证券基

金中商品期货趋势及市场中性策略的执行，其基础部分就是通过建立不同策略模型，借助程序化交易的方式达成管理目标，而从业绩表现来看，亦是走出了独立行情，取得了不错收益。

另一方面，一季度私募证券基金的发行与公募基金相同，均出现了产品发行及募集规模双丰收，行业普遍弹药充足。从部分头部私募证券基金管理团队了解到，目前新募集成立基金处在逐渐建仓期，目标仓位大多定于高位，预示管理机构对于市场未来表现充满信心，此部分新募基金的后续业绩亦值得持续关注。

表 4 2020 年一季度私募证券基金主要策略业绩表现

策略	近一周收益率	近一个月收益率	今年以来收益率
股票多头	0.97%	-5.98%	-2.72%
债券基金	0.23%	-0.33%	0.36%
市场中性	-0.09%	1.06%	5.11%
CTA 趋势	1.61%	5.86%	6.62%
套利策略	0.57%	-0.61%	-0.41%
宏观对冲	-0.38%	-2.86%	-4.87%
事件驱动	-4.23%	-12.85%	-12.23%

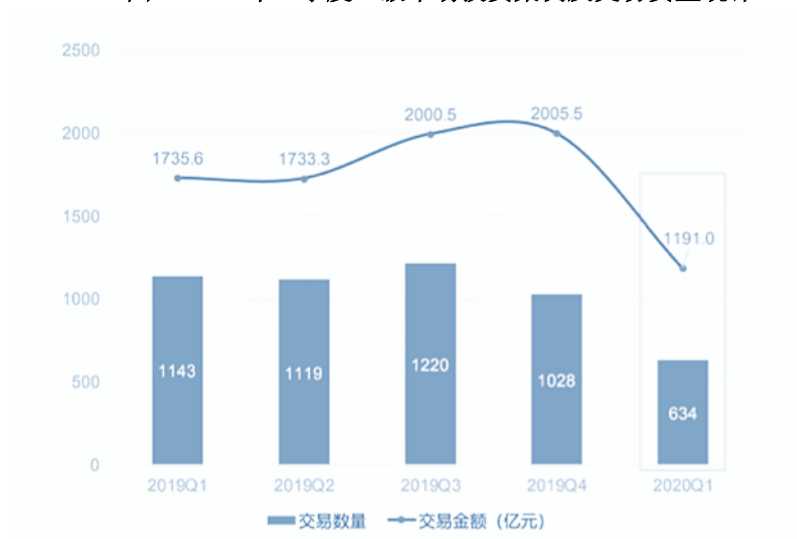
数据来源：choice 数据，国家金融与发展实验室财富管理研究中心。

3、私募股权

私募股权投资业绩需要较长时间周期反映，但与业绩高度相关的考量维度包括新产品发行数、募集规模以及市场投资案例数量。如前文所述，2020 开年伊始，私募股权市场复苏动力不足，无论从产品发行数量还是从募集资金规模均处于历史较低水平。而另一方面，从市场投资事件来看。受疫情影响，据不完全统计，2020 年第一季度新增创业公司不足百家，且其中半数创业公司成立于一月份（新冠肺炎疫情爆发前）。而从一级市场股权交易数量来看，一季度一级市场共发生 634 起投资事件，涉及金额 1191 亿元，投资交易数量同比下降 44.5%。且在交易数据中，金额最高的为贝壳找房的 24 亿美元 D+轮融资，投资方为红杉中国、腾讯投资、高瓴资本及软银愿景基金。事实上，今年以来的市场投资行为均呈现较强的集中度，即头部投资机构在资金投出部分聚焦于“大体量”项目，且投资深度持续增强。而早期项目的投资比例出现了较为明显的下滑，其原因在于前些年私募股权机构扎堆投资中早期项目，无意中推高一级市场整体估值水平；加之经济整体处于调整期，使得被投项目退出渠道持续收缩，尽管科创板的推出

一定程度上缓解了部分科技类项目的融资及退出渠道，但一级市场本身流动性不足、渠道不畅的问题仍影响股权类投资基金业绩表现。而另一方面，二级市场整体估值处于历史较低水平，市场资金出现跷跷板效应，更加剧了私募股权基金融资能力的持续下滑，各家私募股权机构应当更深入思考自身定位及投资策略的优化。

图 6 2020 年一季度一级市场投资案例及交易资金统计



数据来源：每日经济新闻，IT 桔子，国家金融与发展实验室财富管理研究中心。

（三）监管评述：多维推进

2020 年一季度基金行业政策持续回暖，出现多个值得关注政策。证券资管方面，首先在私募基金产品的发行政策的支持上，中国基金业协会于 2 月 7 日启动私募基金备案“分道制+抽查制”试点，私募基金管理人的客观指标基准和条件，其具体内容包括：将会员信用信息报告指标体系运用于所有已登记管理人，先剔除合规类指标存在问题的管理人，再以管理人每项指标的六十分位作为指标基准，筛选出非合规性指标中 80% 的指标在基准线以上的管理人，被筛选出的基金管理人，将在产品发行的便利性上得到极大的支持。事实上，自从 2 月试点启动以来，私募证券基金的发行速度极大提升便来自于新政的实施，行业内头部基金管理人在 2 月至 3 月之间所发行的产品大多获得了“秒批”的待遇。

其次，酝酿已久的公募基金管理人“兼职”私募资管产品的政策，即《基金经理兼任私募资产管理计划投资经理工作指引（试行）》即将执行。《指引》规定，基金经理应当具有良好的投资管理能力，投资风格清晰稳定，具有 5 年以上权益

类公募基金、权益类私募资产管理计划或年金社保组合的投资管理经验。除了完全按照有关指数的构成比例进行投资的产品外，同一位基金经理管理的公募基金和私募资产管理计划数量，原则上不超过 10 只。权益类公募和专户基金经理相互兼任职务的“破冰”，有利于扩大优秀基金经理的管理半径，凸显优秀投资管理能力的价值，并可进一步优化人才结构，也有利于资本市场引入机构中长期资金。

最后，在证券类资管持续开放上，根据基金业协会数据显示，截至 3 月 20 日，合计有 26 家独资和合资私募投资基金管理人完成登记，备案证券类产品 78 只，资产管理规模达到 78.8 亿元。外资私募证券管理人的持续加入，使得证券类资产管理市场的竞争格局加剧，同台竞技的环境有利于资本市场的百花齐放、万家争鸣。

而在股权投资市场，3 月 6 日，证监会发布《上市公司创业投资基金股东减持股份的特别规定（2020 年修订）》，此次修订是对 2018 年 3 月份证监会发布创业投资基金反向挂钩政策的进一步完善，并将私募股权投资基金纳入适用范围，有利于缓解私募股权投资基金、创业投资基金“退出难”问题。随着创业投资基金反向挂钩政策的完善，有助于加速资本流动，缓解中小科创企业融资难问题，加大资本市场对实体经济的支持。

同时，对于私募股权投资基金而言，该系列政策的推出实际上释放了监管层面希望相关机构对于中早期项目的关注，引导资金“投小投早”，结合相关领域的政策的持续可提振私募股权类基金的投资策略的有效执行，下一阶段可重点关注私募股权领域持续流动性增强的相关政策，持续优化私募股权投资的功能与定位。

2020 年一季度整体基金市场虽然在低位中见证了各类黑天鹅事件齐发的历史罕见情景，但并非经历所谓至暗时刻，实际上资本市场的持续完善使得国内的基金行业在全球疫情蔓延的悲观情绪下有能力走出体现国家基本面的真实水平。可以相信，随着政策的得当部署，市场情绪的持续修复，以及实体经济层面不断提振的信心与复苏的勇气，将基金行业将得到极大的锤炼，未来值得期待。

六、信托公司：静待春天⁷

2020 年一季度，因突如其来的新型冠状病毒肺炎，打乱了很多业务发展的节奏。家族信托亦不例外，但疫情下爆发的各种风险，无论是企业经营风险、投资风险还是意外风险，均引发了对家族信托业务的思考。

（一）市场概览：规模 1500 亿

国内家族信托市场发展始于 2012 年，参与机构可谓是摸着石头过河，市场上对于家族信托并没有一个明确的定义。直至 2018 年 8 月，中国银保监会下发《关于加强规范资产管理业务过渡期内信托监管工作的通知》（简称“37 号文”），首次给予家族信托“官方定义”，即“家族信托是指信托公司接受单一个人或者家庭的委托，以家族财富的保护、传承和管理为主要信托目的，提供财产规划、风险隔离、资产配置、子女教育、家族治理、公益（慈善）事业等定制化事务管理和金融服务的信托业务”。同时，特别强调，“家族信托财产不低于 1000 万元，委托人不得为唯一受益人，单纯以追求信托财产保值增值为主要信托目的信托业务不属于家族信托”。2019 年 11 月 14 日，人民法院发布《全国法院民商事审判工作会议纪要》（简称《九民纪要》），再次强调了信托财产的“独立性”，《九民纪要》第 95 条明确提出信托财产“独立”于委托人、受托人的固有财产，亦非受益人的责任财产。

从国际经验来看，家族信托受托人可以是个人、专业信托公司及私人信托公司。在国内，尽管《信托法》规定受托人可以是自然人或法人，但目前家族信托业务须由持牌信托公司开展，因此任何机构开展真正意义上的家族信托业务必须借助信托公司的牌照。根据公开资料显示，展业的 68 家信托公司中，有 46 家开展家族信托业务，其他参与机构包括商业银行、券商、保险公司、律师事务所、三方财富管理机构以及独立家族办公室等，截至 2019 年底的市场规模约为 1500 亿元左右，展望未来，前景可期。

（二）疫情影响：短负长正

⁷ 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。

疫情影响下，经济停滞，通过建立信任关系来落地的家族信托业务自然是受到很大影响。但疫情同时也为国内家族信托业务的发展带来了不一样的思考。

1、客户风险意识增强

受疫情影响，很多企业都面临经营风险。美国麦肯锡对全球企业主做了个调查，结果显示，如果疫情持续的话，基于现在的现金流状态，能维持1个月的企业占50%左右，能维持半年的企业占20%左右。西贝莪面村负责人表示，其在全国60多个城市400多家门店，堂食业务基本都已暂停，只保留100多家外卖业务，春节前后的一个月时间损失营收7-8亿元，目前西贝2万名员工，一个月工资1.56个亿，账上的现金加上贷款最多也只能再发3个月工资。胡润研究院发布的《疫情两个月后全球企业家财富变化特别报告》，研究了胡润全球富豪榜上的企业家在截至2020年3月31日的两个月内的财富变化，在过去两个月里，中国前十名企业家总共损失了2890亿人民币。

表5 中国前十名企业家财富变化情况

	姓名	财富（亿人民币）	财富变化	主要公司
1	马化腾	2900	-7%	腾讯
2	马云家族	2900	-9%	阿里系
3	孙飘扬夫妇	2020	2%	恒瑞医药
4	许家印	1860	-21%	恒大
5	杨惠妍家族	1760	-7%	碧桂园
6	李嘉诚	1700	-14%	长江实业
7	何享健家族	1700	-8%	美的
8	李兆基	1660	-13%	恒基兆业
9	秦英林夫妇	1550	16%	牧原
10	丁磊	1400	-9%	网易

数据来源：胡润研究院，国家金融与发展实验室财富管理研究中心。

不仅是国内企业家，全球疫情的爆发引发各国股市的暴跌，全球富豪的财富也大幅缩水，全球股市普遍下跌是重要原因。股神巴菲特，在见证了美股上演10

天 4 次熔断后，财富缩水 1200 亿元，同比下降近两成。

表 6 全球前十名企业家财富变化情况（单位：亿人民币）

	姓名	财富	财富变化	主要公司	居住国
1	杰夫·贝佐斯	9,300	-500	亚马逊	美国
2	比尔·盖茨	6,500	-900	微软	美国
3	沃伦·巴菲特	5,900	-1,200	伯克希尔·哈撒韦	美国
4	伯纳德·阿诺特	5,500	-2,000	LV	法国
5	马克·扎克伯格	5,000	-900	Facebook	美国
6	阿曼西奥·奥特加	4,500	-1,200	蒂则诺	西班牙
7	史蒂夫·鲍尔默	4,200	-490	微软	美国
8	爱丽丝·沃尔顿	4,100	-30	沃尔玛	美国
9	吉姆·沃尔顿	3,980	-10	沃尔玛	美国
10	谢尔盖·布林	3,950	-850	谷歌	美国

数据来源：胡润研究院，国家金融与发展实验室财富管理研究中心。

除了因疫情因素引发的企业经营风险，还有一些意外风险，科比意外坠机离世，二女儿吉安娜随父一同遇难，再也看不到凌晨四点的洛杉矶；瑞幸咖啡因财务造假股价暴跌九成，董事长陆正耀财富已不到十亿美金，瑞幸顶层结构中架设了家族信托；海底捞 2 月份获国内银行 21 亿授信，三月份张勇之妻在新加坡设立家族办公室等。这些信息让家族信托再次活跃在大众面前，家族信托功能很大程度体现在风险隔离上，而所谓的风险隔离包括财富传承风险、企业经营风险、婚姻风险等等。

2、慈善信托渐入视野

新型冠状病毒肺炎疫情的大规模爆发，深深地牵动着全国人民的心，无论是个人还是机构，都通过各种方式对武汉、对湖北伸出援助之手，有的捐赠资金、有的捐赠口罩、防护服等医用物资，也有的捐赠蔬菜、水果等。除了定点直接捐赠和捐赠给慈善基金会之外，疫情下的慈善新选择——慈善信托，也开始走入大众视野。

疫情无情人有情，不少机构和个人选择通过设立慈善信托的方式捐献爱心资金，帮助新型冠状病毒肺炎疫情的防控工作，救助由其造成的损害；信托财产使用方向包括不限于向定点医疗机构、一线医务人员、志愿者、建筑劳务工人及公众发放防疫保障；抚恤病患死亡家庭；疫情结束后用于医疗科研、应急救援等公

共卫生事业等。

1月26日，中国信托业协会发布倡议并由国通信托有限责任公司担任受托人发起设立的“中国信托业抗击新型肺炎慈善信托”第一期已募集资金1000万元。慈善资金将根据慈善信托目的，于慈善信托成立当日第一时间投入对湖北防治新型肺炎的帮扶救助工作。截至2月11日，已联系筛选确定16个慈善项目，合计金额1301.71万元，61家信托累计共捐款达3080万元。其中，6个项目已经落地，分别为：向随州市各新型冠状病毒肺炎救治医院捐赠核酸检测试剂盒；向武汉华中科技大学同济医学院附属同济医院捐赠防疫救助资金；向武汉华中科技大学同济医学院附属协和医院捐赠防疫救助资金；向丹江口第一医院捐赠医用防护口罩；向麻城市防控指挥部捐赠核酸检测试剂盒；向麻城市防控指挥部捐赠红外线体温测试仪。另据慈善中国官网显示，截至3月31日，业内已备案成立的慈善信托共59单，募集的资金已运用到具体救助项目上（附表）。

（三）市场展望：静待春天

整个一季度都被各种不确定性包围，投资者也在无形之中因现实的各种风险受到了教育。家族信托业务在中国一直没有发展起来有其特殊的政治、经济、文化因素，这些因素的影响根深蒂固。虽然疫情在一定程度上加深了客户对风险的认识和对家族信托的认知，但投资者教育依然任重道远，从业人员和从业机构要进一步加强客户“信托文化”和“死亡文化”的培养。虽然一季度受疫情影响，对家族信托业务有一定的冲击，但疫情过后，家族信托业务会迎来一波快速增长。同时，慈善观念不断被加强，慈善信托受到越来越多的关注，除了单独设立慈善信托以外，在家族信托中融入慈善需求也会是未来的一个趋势，即将慈善信托设置为家族信托的受益人之一，用部分收益捐赠，保障捐赠资金的持续性，同时，可设置由家族成员受益人组成的决策委员会，既能提高受益人的慈善参与度、增强家族成员凝聚力，传承家族精神财富；又能在家族信托中设置限制条款，对子女在参与慈善过程中的表现予以激励和约束。

七、家族办公室：张勇家族案例⁸

随着中国非同寻常的经济增长以及迅速发展的金融基础设施，推动了超高净值人士数量的急剧增加，巨大市场基数的提升对个性化的财富管理提出了更高的需求。家办业务的兴起一方面协助了超高净值人士对其资产的配置与管理，更重要的是，与富裕家族的互动；另一方面，家办业务对资产管理行业的提升、社会契约精神的进步以及精神财富的传承也起到不可忽视的效用。根据 UBS 于 2020 年初发布的中国家族办公室调研报告，国内家族办公室的主要服务对象即财富创造者，目前正在步入 55 岁左右的年纪；他们是企业主、管理者、大家长；同样也是家庭的重要成员。所谓四十不惑，五十知天命而六十耳顺，中国财富家庭目前已到了布局当下着眼将来的重要时点，伴随全球经济环境相对低迷和不确定性加剧，更深刻的影响了中国和世界其他地区的商业投资表现。安于不安之上，眼前的危机似乎正润物细无声地推动着国内家族办公室业务迈向结构化和全球化。

2020 年全球经济面临巨大挑战，叠加疫情影响使得许多富裕家庭不得不面对来自企业，家庭等各方面的压力。富裕家庭接触家族办公室业务的动机也逐渐从财富保值增值的诉求逐步转变为综合考量财富布局、避险及传承规划。一个重要的事件就是海底捞掌门人张勇舒萍夫妇于新加坡设立的家族办公室。尽管该家族办公室设立的前提，是海底捞掌门人入籍新加坡，但在财富布局的角度上，是一个十分出彩的案例，充分考虑了公司管理权与家庭财富以及相关涉及法律、税务筹划等一系列问题；其规划早于海底捞上市，而实际实施时间更是远超 5 年之久。

（一）资产布局：五年规划

从海底捞上市时所公布的股权结构，海底捞上市主体为 2015 年 7 月 14 日于开曼群岛注册的海底捞国际控股有限公司。海底捞（开曼）的股东是张勇夫妇、施永宏夫妇及五位高管控制的一系列 BVI 公司（英属处女群岛）。海底捞（开曼）的孙公司——Haidilao Singapore（2013 年在新加坡注册），是所有经营实体直接控股股东。Haidilao Singapore 在中国大陆拥有两个“外商独资公司”——四

⁸ 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。

川新派、上海新派，搭建 VIE 架构的关键步骤是这两家从 2017 年开始对四川海底捞所经营门店的系列收购。2018 年海底捞公开的招股说明书显示，张勇夫妇已入籍新加坡，离岸信托的设立是在海底捞上市前，张勇、舒萍夫妇持有海底捞公司全部股份的 57.67%，在表决权上控制海底捞约 67.6% 的股份，拥有绝对控制权。

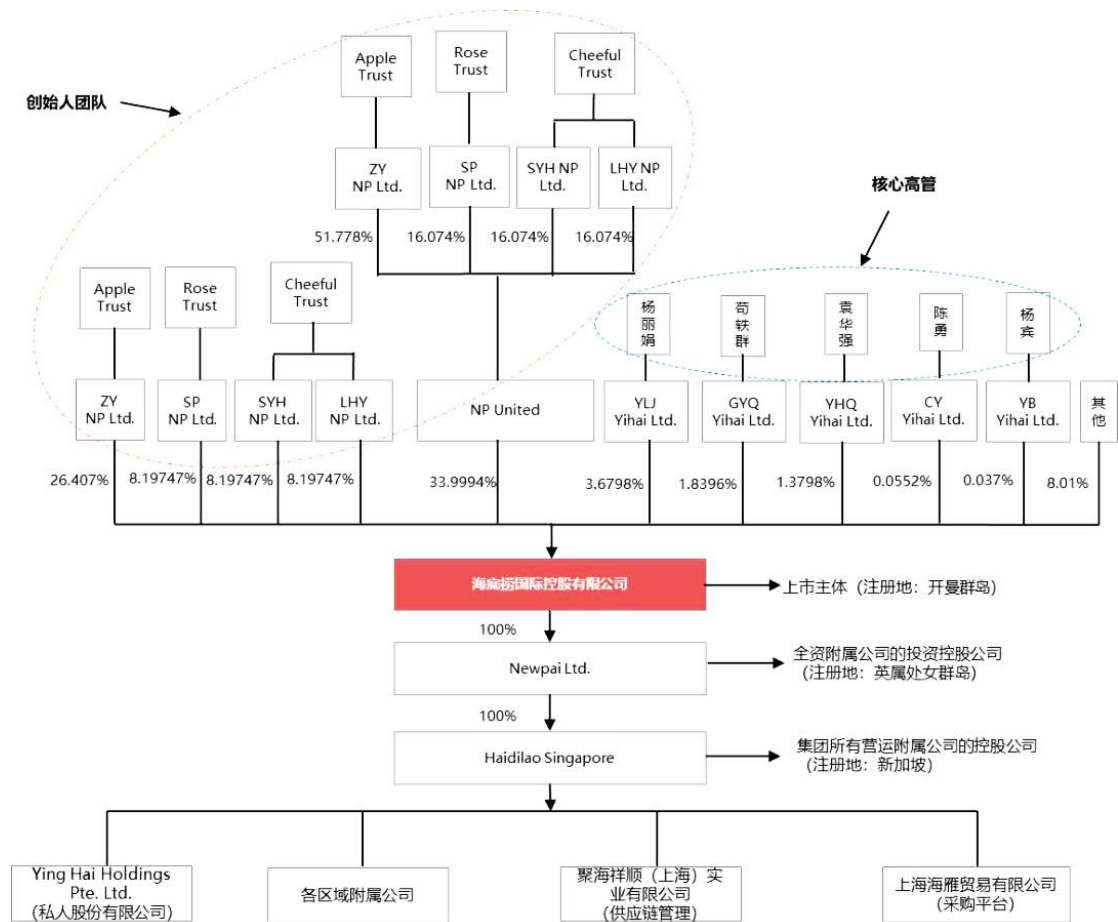


图 7 海底捞上市前股权结构图

数据来源：海底捞上市前招股说明，国家金融与发展实验室财富管理研究中心。

具体来看，张勇夫妇所持有的资产价值超过千亿，而所设计的信托结构分别由张勇的家族信托 Apple Trust，及舒萍的家族信托 Rose Trust 所持有，同时两个信托的受益人都是张勇和舒萍。此外，两个信托又分别通过两个 BVI 公司——ZY NP Ltd. 和 SP NP Ltd.，最终分别持有海底捞的股票，获得股票所对应的收益权及表决权。

至此，张勇舒萍夫妇完成将海底捞上市后所对应的股票资产完全装入信托结构，同时通过放弃所有权，只享有受益权（为信托受益人），从而隔离了家族资产的债务风险并同时隔离夫妻彼此的债务风险。需要注意的是，新加坡控股主体其企业所得税较世界绝大部分地区都要来的优惠，同时穿透主体至张勇舒萍夫妇所设立的 BVI 公司，其本身又处于“避税天堂”，张勇舒萍夫妇的新加坡籍身份使得即便在 CRS 体系下，其新加坡国籍赋予的新加坡税务居民身份可持续确保其对于海外收入部分获得几乎免税的优惠待遇。

（二）家办设计：制度优势

根据一份提交至新加坡会计与企业管制局（ACRA）的文件，2019 年 7 月舒萍被任命为新加坡 Sunrise 资本管理公司（Sunrise Capital）的唯一股东和董事，功能确认为家族办公室。虽然 Sunrise 是否会共同管理张勇舒萍夫妻的财富目前尚不可知，但根据新加 ACRA 材料显示，Sunrise capital 目前管理资产规模为 77 亿美元，且 Sunrise Capital 可对外发行股份（具备融资功能）。

值得注意的是，在新加坡设定的家族办公室在公司治理结构及税收优惠方面也有着极大的便利，根据新加坡政府所设定的进阶基金税收激励计划，即 13X，可享受最大程度的税收优惠。

目前新加坡 13X 基本要求如下，

公司架构要求：

- 1、成立基金以持有家族资产，基金实体可以是离岸基金或新加坡在岸基金。
- 2、成立家族办公室来经营并管理该基金。
- 3、基金经理应当是注册在新加坡的法人公司（在新加坡金管局注册或拥有 CMS 执照或由明确豁免 CMS 执照）。

需满足以下条件：

- 1、经新加坡金管局批准，并获得批准证明；
- 2、申请时拥有 5000 万新币（约 2.5 亿人民币）的最低基金规模；
- 3、获得新加坡金管局批准后，投资策略/目标没有产生任何变化；
- 4、每年在本地产生的商业费用支出不低于 20 万新币（约 100 万人民币，含基金管理费支出）；

- 5、若基金实体为注册在新加坡的法人实体，则使用以新加坡为基地的基金管理人；
- 6、家族办公室雇佣了至少 3 个专业投资人员(每人月薪不少于 3500 新币)。对新加坡税务居民的投资者不限制，但无法同时享有其他新加坡税务优惠奖励。

税务处理：

新加坡本地基金经理管理的基金在新加坡需要纳税，但如果符合特定条件，则可以享受各种税收激励政策。这些税收激励政策允许合格的基金从“指定投资”中获得的“指定收入”享受免税。这些“指定投资”包括股票、证券和衍生品等，但不包括新加坡的不动产。(现阶段实施至 2024 年底)

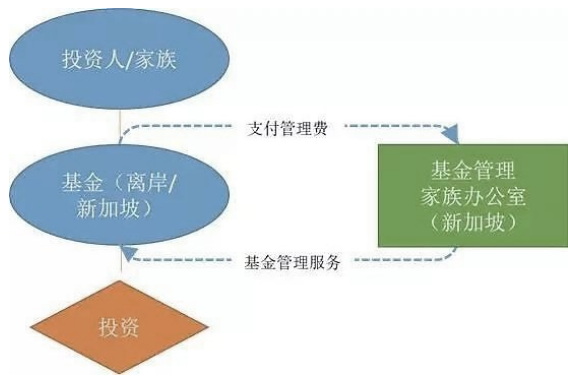


图 8 新加坡家族办公室基金管理及运作原理

数据来源：公开数据整理

而从 Sunrise Capital 目前所涉及的资产类别几乎均为证券投资来说，该家族办公室所打理的基金资产，包含离岸基金及在岸基金，均可几乎享受全免税待遇。Sunrise Capital 的诞生可谓是张勇舒萍夫妇为保障其财富之轮的“东风之便”，完成了筹谋已久资产布局的最后一个重要环节，而整套结构设计很好的完成了创富者或富裕家庭的目标。

(三) 简短总结：理解诉求

实际上，新加坡虽然近年来在经济体量、资产管理规模等指标上逐渐淡出亚洲金融中心之争的视角，但长期在基金外包服务的实践经验，严格但却照顾企业主传承财富的诉求的监管体系，使得新加坡具备摇身成为东方瑞士的现实条件。

实际上,未来国家间的财富争夺战的一个重要战场就是对于创富人群诉求的理解。近期香港推出的开放式基金型公司(OFC)与新加坡所推出的可变动资本公司(VCC)均是对于基金公司管理模式的一种全新尝试;以家族办公室等载体的形式,通过基金的运营,人才的培养,实现财富保值、增值、传承,并吸引更多资源方、专业人事的加盟,同时富裕家庭成员,通过家族办公室环境的培养,成长,亦为当地提供更多潜在领袖级人才,而这些从根本上可以优化金融环境,推出更多创新服务,使地方优势得以巩固和不断增强。

前文所描述的张勇舒萍夫妇所适用的资产布局形式,虽然其重要动机来自于避险及税筹,但不可忽视的是,监管体系的持续性及稳定的社会契约精神是推动一系列创新的根本前提。与之相对应的是,尽管国内富裕家庭基数不断扩张,但在财富管理方面所提供的便利条件相较香港、新加坡等区域仍有较为明显的差距。新加坡、香港乃至世界其他地区的财富管理高地,看似短期所损失的“收入”,中长期来看吸引的不仅仅是资产的流入,更是人才、产业、智慧的叠加,留下的资源方是夯实未来的基础,而这些中长期价值,更值得思考。

2020 年开年叠加的各种黑天鹅事件使得创富人群承受的各类压力倍增,但也为国内家族办公室业态的开展给予新的切入口;避险、增值对于创富阶层并不是终极目标,传承并发扬是亚洲文化的根基与命脉,复制海外家族办公室的业态并非良方,找寻国内家办业务的发展根基,是留给行业的真正课题。

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。

附录 相关数据列表

表 1 保险系资产管理公司情况

单位：亿元人民币

机构名称	成立时间	股东	注册资本	注册地
中国人保资产管理	2003 年 7 月 16 日	中国人民保险集团 100%	12.98	上海
中国人寿资产管理	2003 年 11 月 23 日	中国人寿保险（集团）公司 40%， 中国人寿保险 60%	40	北京
华泰资产管理	2005 年 1 月 18 日	华泰保险集团 81.28%，上海资义创业投资 9.09%，华润深国投信托 9.09%	6.01	上海
中再资产管理	2005 年 2 月 18 日	中国再保险（集团）70%， 中国人寿再保险 10%，	15	北京
平安资产管理	2005 年 5 月 27 日	中国平安保险（集团）98.67%，中国平安人寿保险 0.67%，中国平安财险 0.67%	15	上海
泰康资产管理	2006 年 2 月 21 日	泰康保险集团 99.4117%， 中诚信托 0.5883%	10	上海
太平洋资产管理	2006 年 6 月 9 日	中国太平洋人寿保险 16%，中国太平洋财产保险 4%，中国太平洋保险（集团）80%	21	上海
新华资产管理	2006 年 7 月 3 日	中航资本控股 0.2%，新华人寿保险 99.4%， 东方集团实业 0.2%，新产业投资 0.2%	5	北京
平安道远投资管理 （上海）	2011 年 3 月 15 日	平安远欣投资发展控股 100% （平安金科）	2	上海
大家资产管理	2011 年 5 月 20 日	安邦保险集团 47.5%， 安邦人寿保险 52.5%	6	北京
生命保险资产管理	2011 年 7 月 15 日	富德保险控股 60%，富德生命人寿 39.6%， 深圳富德金融投资控股 0.4%	5	深圳
光大永明资产管理	2012 年 3 月 2 日	光大集团 1%，光大永明人寿 99%	5	北京
合众资产管理	2012 年 5 月 14 日	合众人寿保险 95%，中发实业（集团）5%	1	北京
民生通惠资产管理	2012 年 11 月 15 日	民生人寿保险 100%	1	上海
阳光资产管理	2012 年 12 月 4 日	阳光人寿保险 36%，金利富通（北京）国际贸易 14.8%，阳光财产保险 24%，阳光保险集团 20%，西藏恒谊投资管理 5.2%	1.25	深圳
中英益利资产管理	2013 年 4 月 12 日	南京华丰资产管理 5%， 华润深国投信托 20%， 中英人寿保险 41%，宏康人寿保险 34%	1	北京
中意资产管理	2013 年 5 月 23 日	昆仑信托 10%，中意财产保险 10%， 中意人寿保险 80%	2	北京
华安财保资产管理	2013 年 9 月 6 日	特华投资控股 10%，华安财产保险 90%	2	天津

长城财富保险资产管理	2015 年 3 月 18 日	北京金融街投资（集团）19.24%，深圳长 润资产管理 5%，长城人寿保险 75%， 中建二局第三建筑工程 0.76%	1	深圳
英大保险资产管理	2015 年 4 月 3 日	国网英大国际控股集团 10%，英大泰和财 产保险 40%，英大泰和人寿保险 50%	2	北京
华夏久盈资产管理	2015 年 5 月 12 日	华夏人寿保险 99%， 世纪力宏计算机软件科技 1%	5	深圳
建信保险资产管理	2016 年 4 月 7 日	建信人寿保险 80.1%， 建银国际（中国）19.9%	2	深圳
百年保险资产管理	2016 年 8 月 1 日	江西恒茂房地产开发 10%， 百年人寿保险 80%，大连一方地 10%	1	大连
永城保险资产管理	2016 年 8 月 1 日	永城财产保险 100%	3	宁波
工银安盛资产管理	2019 年 5 月 13 日	工银安盛人寿保险 100%	1	上海
交银康联资产管理	2019 年 6 月 18 日	交银康联人寿保险 100%	1	上海

资料来源：国家金融与发展实验室财富管理研究中心。

表 2 部分保险公司的捐险情况

机构	对象	人均保额 (单位：万元)	累计保额 (单位：亿元)	其他
利安人寿	江苏援鄂医护人员	50	1.5	
阳光保险	在鄂及援鄂医护人员及家属	50	1000	
瑞泰人寿	在鄂电力及能源供应的在职职工	30		
长城人寿	北京一线医护及北京援鄂医护	50	30	
华海保险	山东聊城医护人员	40		
中英人寿	在鄂医护与疾控人员	40		
天安人寿	在鄂媒体记者	100	0.24	
东吴人寿	苏州第五人民医院医护	50		住院：100 元 天，30 天
中华保险	医护人员	30	0.2	
光大永明	医护人员	50	900	
大地保险	交警及辅警	50	20	
中国太平	医护人员	30		确诊赔付；追溯 30 天
农银人寿	医护人员	100		住院：300 元/ 天，50 天
国寿集团	公务员及武警官兵	100		
	医护人员	50	900	
平安集团	媒体记者	50	10	

太保集团	医护人员	20	0.1	
人保寿险	医护人员	30		
大家保险	新闻工作者	100	5	
中煤保险	疾控人员	30		
新华人寿	医护人员	30	600	

资料来源：国家金融与发展实验室财富管理研究中心。

表 3 慈善信托设立情况

时间	信托公司	慈善项目
1月27日	民生信托	“中国民生信托-民生有爱救助疫灾公益信托”
1月28日	光大信托	“光信善·欣鑫慈善专项慈善信托”
1月30日	新华信托	“新华信托路华恩10号迪马股份医护关爱慈善信托”
2月11日	陕国投信托	“陕国投·陕西慈善协会-迈科集团-众志成城抗击新型冠状病毒肺炎慈善信托”
2月14日	天津信托	“天信世嘉-信德众志成城抗击新型肺炎01期慈善信托”
2月14日	重庆信托	“重庆信托·万众一心共抗疫情”慈善信托
2月14日	重庆信托	“重庆信托·三峡银行疫情防控慈善信托”
2月14日	上海信托	“上善”系列赴鄂救援抗击疫情慈善信托
2月17日	光大信托	“光信善·蓝帆医疗实物救援慈善信托”
2月18日	光大信托	“光信善·长安保险物资援助慈善信托”
2月19日	华信信托	“华信信托-抗击新型肺炎慈善信托”
2月19日	光大信托	“光信善·江苏华科事业群慈爱基金会慈善信托”
2月19日	光大信托	“光信善·汉心慈善信托”
2月20日	华宝信托	“华宝善行·抗击新型冠状病毒肺炎疫情慈善信托”
2月25日	中建投信托	“中建投信托·抗击疫情慈善信托1号”
2月28日	北京信托	“北京信托·2020弘优济世慈善信托”
2月28日	五矿信托	“五矿信托-三江源救疾战役”系列慈善信托
3月2日	光大信托	“光信善·多弗控股战役必胜慈善信托”
3月2日	光大信托	“光信善·多弗控股大爱无疆慈善信托”
3月2日	光大信托	“光信善·交大高金EMBA111慈善信托”
3月5日	兴业信托	“兴业信托·同泽一期抗击新型肺炎慈善信托计划”
3月5日	中诚信托	“中诚信托2020信托保障基金·京慈疫情防控慈善信托”
3月6日	云南信托	“云南信托-云慈济善慈善信托”
3月6日	中建投信托	“中建投信托·(融信)抗击疫情慈善信托3号”
3月9日	苏州信托	“苏信·抗击新冠病毒慈善信托(善举9号)”
3月10日	华融信托	“华融信托·定点扶贫1号慈善信托”
3月10日	中建投信托	“中建投信托·(阳光城)抗击疫情慈善信托2号”
3月12日	兴业信托	“兴业信托·同泽一期抗击新型肺炎慈善信托计划”
3月12日	粤财信托	“粤财信托·2020抗击新型肺炎慈善信托计划”
3月13日	光大信托	“光信善·与爱同行慈善信托”
3月13日	光大信托	“光信善·杏林白马慈善信托”

3月13日	光大信托	“光信善·达蒙科技实物专项援助慈善信托”
3月13日	光大信托	“光信善·江城安康慈善信托”
3月13日	光大信托	“光信善·铂科新材专项慈善信托”
3月13日	光大信托	“光信善·景恒实业物资援助慈善信托”
3月13日	光大信托	“光信善·深圳市宝能慈善基金会慈善信托”
3月13日	光大信托	“光信善·君安慈善信托”
3月13日	中建投信托	“中建投信托·(禹洲)抗击疫情慈善信托7号”
3月16日	光大信托	“光信善·致敬白衣天使慈善信托”
3月16日	光大信托	“光信善·河南牧隆赤子之心慈善信托”
3月16日	光大信托	“光信善·CUPLers 慈善信托”
3月16日	中建投信托	“中建投信托·时代中国抗击疫情慈善信托4号”
3月16日	中建投信托	“中建投信托·中南)抗击疫情慈善信托5号”
3月17日	中建投信托	“中建投信托·(新力地产)抗击疫情慈善信托6号”
3月17日	兴业信托	“兴业信托·同泽二期抗击新型肺炎慈善信托计划”
3月18日	渤海信托	“渤海信托·大爱无疆抗击新冠肺炎慈善信托”
3月19日	光大信托	“光信善·厚福医疗慈善信托”
3月19日	光大信托	“光信善·深圳市宝能慈善基金会2号慈善信托”
3月20日	建信信托	“建信信托关爱建筑劳务工人慈善信托”
3月23日	光大信托	“大爱无疆系列慈善信托”
3月23日	光大信托	“光信善·抗疫必胜慈善信托”
3月23日	光大信托	“光信善·宝树基金慈善信托”
3月23日	光大信托	“光信善·光大金融租赁抗击新冠疫情慈善信托”
3月24日	平安信托	“平安缘关爱防疫人员专项慈善信托”
3月25日	中建投信托	“中建投信托·(三盛集团)抗击疫情慈善信托8号”
3月25日	爱建信托	“爱建信托-爱心慈善系列·抗击新型冠状病毒肺炎疫情1号慈善信托”
3月27日	光大信托	“光信善·典一贸易物资援助慈善信托”
3月30日	光大信托	“光信善·新财道关爱有道慈善信托”
3月30日	光大信托	“光信善·中融人寿实物援助专项慈善信托”

数据来源: <http://cishan.chinanpo.gov.cn/platform/login.html>