

财富管理的内涵、理论与实证*

王增武 黄国平 陈松威

〔摘要〕基于生命周期假定的消费函数理论,给出以财富保全、财富增值、财富保障和财富传承为目标导向的财富管理定义,并指出财富管理是结构化的资产管理。本文以均值-方差理论为基础,给出财富管理目标中财富增值、财富保障和财富传承的投资组合理论基础和实证检验:在相同的市场环境下,三者的潜在负债额度逐级降低,实证结果与直觉完全吻合。

关键词:消费函数理论 均值-方差理论 财富管理

JEL 分类号:D14 D91 G11

一、引言

肇始于 20 世纪 80 年代末,资本浪潮席卷世界,全球资本市场走向一体化发展道路。当前,全球经济正从由欧美主导的两极化向包括亚洲、拉美和非洲在内的多极化演变,投资重点也因势而变。2008 年,美国次贷危机引发全球性金融危机,导致全球各国经济急剧下滑和经济衰退。危机之后,国际经济发展的不平衡状态突显,产业、行业、区域及企业的发展不平衡不断加剧,经济波动性加大,实体经济生存越发困难。与此形成鲜明对比,财富管理市场逆势而上,在危机中寻找到了生存和发展的机会。2007 年全球财富达到 109.5 万亿美元,同比增长了 4.9%,2008 年全球富裕人士比 2007 年增长了 6%,其中增长最快的国家是印度和中国^①。

随着我国经济体制改革不断深化,经济规模日益增大,民营经济和私营经济获得快速发展,多元化收入分配格局逐步形成,社会和居民财富处于快速增长阶段。截至 2013 年末,国内居民可投资资产的规模约为 80 万亿元(人民币,以下均为人民币),可投资资产在千万元以上的高净值人群超过 70 万人,高净值客户的财富保障和财富传承需求进一步凸显^②。从供给角度来看,2014 年 6 月末,银行理财、信托产品、证券投资基金和券商集合理财产品的存量规模分别为 12.65 万亿元、12.48 万亿元、5.12 万亿元和 6.82 万亿元,保险资金运用余额为 8.59 万亿元,再加上私人银行管理的客户资产规模 4.11 万亿元,国内财富管理市场的供给规模是 49.77 万亿元^③。显见,国内个人财富管理市场缺口约为 30 万亿元,发展潜力与空间巨大。

国内居民在财富管理方面的投资理念日趋成熟,投资目标也逐渐丰富,资产配置和服务需求也随之变化。2009 年,现金、存款、股票、地产等传统类型投资比重高达 80%;至 2011 年,上述传统资产比重降至 70%。与此同时,阳光私募、私募股权投资等近期市场热点为代表的其他类别投资和银行理财产品在高净值人群的资产组合中占比上升,分别增加了 5%和 4%^④。由于投资理念和生

* 王增武,中国社科院金融所,副研究员,理学博士;黄国平,中国社科院金融所,研究员,经济学博士;陈松威,中国社科院研究生院金融系在读博士生。

① 参见波士顿咨询公司(BCG)2008 年《全球财富报告》。

② 参见招商银行和贝恩公司联合发布的《中国私人财富报告 2013》。

③ 有关国内财富管理市场的发展情况报告参见殷剑峰等(2013)及其团队的相关其他研究。

④ 参见招商银行和贝恩公司发布的《高净值人群调研分析》报告。

活偏好不同,对市场环境有不同的理解,以及不熟悉金融系统及相关机构的运作机制、管理水平等客观要素,他们更倾向自己控制财富并追求最大化增值。当下,国内居民财富管理方面的需求呈现两极分化现象:一是财富过亿的超高净值中老年客户,其主要财富需求层次是财富传承和财富外移,例如 80%的私人银行客户诉求是海外移民。二是财富总额不高的普通投资者或是中产阶层特别注重财富的保值和增值,如部分中老年客户不仅要求资产管理需求下的财富增值,还有财富升值(资产收益超过 CPI)的要求,这也是中国特色的市场环境和投资环境所致。

“财富管理”一词多见于实务界,学术界的严格界定和厘清亦不鲜见^①。财富管理的理论基础可追溯到 19 世纪意大利经济学家帕累托提出的马特莱法则即二八定律^②。从经营角度来看,数量只占 20%的重点客户,往往能为银行创造 80%以上的利润,财富管理即源于为少数的高端客户提供综合金融服务方案,从而为银行等金融机构带来更多的利润。霍和罗宾逊(2003)系统界定财富管理的基本理论,开发出一个可靠的财富管理规划方法和运作模式,并通过财富管理模型展示了不同的理财规划原理。霍尔曼和诺森布鲁门(2003)认为,投资者不应局限于个人短期目标,个人全部理财目标应作为一个整体在整个生命周期内进行长远规划,并通过科学的分析选取最适当的工具进行组合。Amenc 等(2009)从资产—负债角度研究个人财富管理问题,并进行实证研究,在尚未给出财富管理界定便直接引用。

目前,国内同业或学者并未将“资产管理”、“财富管理”、“私人银行”和“投资公司”做严格的区分。任丁秋等(1999)认为:“资产组合管理,简称资产管理,它经常被与 Markowitz 为代表的现代资产组合理论联系在一起。当代银行业的资产组合管理,通常是指私人银行业的客户资产组合管理。资产组合管理的对象主要是便于交易的投资品,例如现金、存款、证券、贵金属等,以符合客户要求的最大利益为原则,进行积极监控和专业决策。”王聪和于蓉(2005)在介绍美国金融中介在资产管理业务方面服务经验的基础上研究其对我国商业银行、基金公司、证券公司等中介机构发展资产管理的借鉴意义,界定资产管理的目的在于实现个人和机构的货币资产与非货币资产的保值增值,主要以通过金融中介参与金融市场完成。

智信资产管理研究院(2013)认为资产管理表示以产品为中心,对资产进行管理和运用,以达到保值增值的目的;财富管理则意为以客户为核心,通过分析客户财务状况和风险偏好发掘其财富管理需求,制定财富管理目标和计划,平衡资产和负债,以实现财富的积累、保值、增值和转移,详见表 1。

表 1 财富管理和资产管理的区别

分类	核心	方式	标的	目的
资产管理	资产	对资产进行管理和运用	目前的资产 (多为金融资产)	资产保值增值
财富管理	客户	分析客户需求制定目标和计划提供个性化服务	目前和未来的资产和 负债(实物/无形/金融)	财富积累、保值、 增值和转移

资料来源:中国对外经济贸易信托有限公司。

① 2012 年可谓是“泛资产管理”元年,一时间,“财富管理”、“资产管理”、“泛资产管理时代”、“大资产管理时代”各种时髦词汇不绝于耳。在 Google 中输入“财富管理”可搜出 639 万条结果,但多以金融机构对其的实务界定为主。即便在 Google Scholar 中输入对应外文单词,不仅少有与该主题相关的学术文章,且无对二者做严格的学术界定。

② 所谓二八定律是指在任何特定的群体中,重要的因子通常只占少数,而不重要的因子则常占多数,因此只要控制重要的少数,即能控制全局。反映在数量上,即 80%的价值来自 20%的因子,其余 20%的价值来自于 80%的因子。

任军(2014)研究国内私人银行发展资产管理业务的意义、模式等,认为资产管理是私人银行的核心领域,传统的研究几乎完全集中在股票、债券和共同基金投资,主要目标是客户资产的保值增值。财富管理的实质是客户关系管理,客户关系管理的核心是客户需求的管理。

纵观国际国内有关财富管理或资产管理的定义,可以看出,资产组合管理理论侧重短期目标,而生命周期规划理论着眼长期规划,财富管理则兼顾二者的优点,即结构化的资产管理,结构化安排的理论基础即为生命周期假定下的消费函数理论(张培刚和厉以宁,1986),详细讨论见本文第二部分。

二、基于消费函数视角的财富管理定义

凯恩斯在论述消费函数问题时,认为消费支出与收入之间保持稳定的函数关系,此谓消费函数理论的绝对收入假定。在后续研究中,凯恩斯派的学者认为基于绝对收入假定的消费函数理论有待进一步的完善:一方面要把消费同个人可支配收入(即个人税后收入)联系起来考察,而不是像凯恩斯那样把消费同国民收入联系起来考察;另一方面必须把收入概念扩大到相对收入和预期收入,而不能像凯恩斯那样局限于储蓄和收入的经验统计资料的分析 and 研究。前者拓展后的结果就是杜生贝的消费函数理论的相对收入假定,后者则是莫迪利安尼与布伦贝的消费函数理论的生命周期假定,他们认为生命周期假定的要点可以用下述个人消费函数公式表示:

$$C=C(Y, Y^e, a, t)=\frac{1}{L_t}Y+\frac{(N-t)}{L_t}Y^e+\frac{1}{L_t}a$$

其中: C 表示现期消费, Y 表示现期收入, Y^e 表示预期收入, a 表示开始时的资产,即资产禀赋, L 表示消费者的一生, N 表示消费者一生中的工作时间, t 表示目前的年龄, $L_t=L+1-t$ 表示消费者在时间 t 之后的寿命。由此得到储蓄(S)与收入(Y)、消费(C)之间的关系为:

$$S=Y-C=\frac{L-t}{L_t}Y-\frac{(N-t)}{L_t}Y^e+\frac{1}{L_t}a \quad (1)$$

这表明消费者储蓄额的大小同样取决于消费者的现期收入、预期收入、资产禀赋和个人年龄。特别地,当 $t>N$ 时,即退休之后时,有:

$$S=-\frac{1}{L_t}a \quad (2)$$

这表明从生命周期假定的角度来看,财富管理的即期目标是最大化(1)中的 S ,即最大化(1)中的 Y ,稍作分析,可以发现即期收入 Y_t 由三部分组成:

$$Y_t=Y_0+R_a+Y_{t-1}^e \quad (3)$$

其中: Y_0 为个人的固定收入,如工资等; R_a 为资产禀赋 a 的投资收益,如购买国债或股票的收益等; Y_{t-1}^e 为预期收入 Y^e 在即期的实现,如年终奖或股权分红收入等。显见,固定收入 Y_0 为一常数,最大化 Y 等价于最大化 R_a 和 Y_{t-1}^e ,其中最大化 R_a 的含义为资产禀赋的增值,即财富增值,含保值、增值和升值三层含义。最大化 Y_{t-1}^e 的涵义表示在控制其风险的基础上最大化预期收入,所以控制预期收入的风险也是财富管理的主要功能或目标之一,即财富保障的一种体现形式——控制或规避预期收入的风险。

财富管理的远期目标是最大化(1)中即期收入 S 的和,并保障未来的基本物质生活(2)。显然,作为财富保障的第二种体现形式——退休之后的生活保障当属财富管理的远期目标之一。实际上,对消费者而言,最大化即期收入 S 之后还有两个问题需要考虑:一是如何在现有法律法规和财

产保护制度下,如何应对财富的通胀贬值风险、债务风险、税务风险或制度风险等,即财富管理的财富保全功能。二是如何做好财富保全后的财富传承。

简言之,以消费函数的生命周期假定理论为基础,财富管理的主要功能有:财富保全、财富增值、财富保障和财富传承。从时间跨度上来看,财富保全和财富增值重在当期的财富管理,而财富保障和财富传承则重在预期的财富管理,其中财富保障则着眼于预期收入的风险控制和基本物质生活的保障等。需要指出的是,在上述的生命周期假定理论中,并未考虑非金融资产的预期收入,如版权或股权等,所以消费者在退休之后只能消耗其前期的储蓄,这已不再适应当下的经济金融环境,不在本文的讨论范围。

鉴于此,以消费函数的生命周期假定理论为基础,财富管理表示以个人、家庭及其拥有企业的金融或非金融资产为对象,以定量的资产组合管理理论和定性的财富规划安排为手段,以财富保全、财富增值、财富保障和财富传承为目标的全方位、个性化综合解决方案^①。事实上,传统的资产组合管理是以金融资产为对象,以财富增值为目标的单目标解决方案,即狭义上的财富管理,前述为广义上的财富管理,即结构化的资产管理,这表明财富管理包含资产管理,但反之并不成立,见图 1。

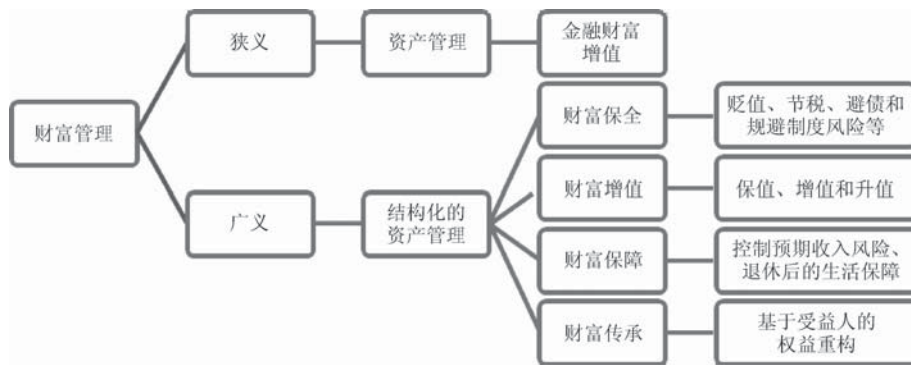


图 1 财富管理定义与分类示意图

三、基于均值-方差理论的财富管理理论与实证研究

在前述基于生命周期假定的消费函数给出财富管理的定义时,我们说即期的储蓄最大化等价于即期收入的最大化,而由(3)中知即期收入由即期固定收入、预期收入的即期实现值以及资产禀赋的投资收益三部分组成。事实上,在以可投资资产均为金融资产的市场假设条件下,(3)中的预期收入即期实现值与资产禀赋的投资收益均来源于可投资资产的投资组合收益,即可以将(3)中的 R_a 和 $Y_{t-1}^e(a)$ 合并成一个变量 $Y_{t-1}^e(a)$ 。

$$Y_t = Y_0 + Y_{t-1}^e(a) \triangleq Y_0 + r_p$$

其中 r_p 为现有市场环境下可投资资产的投资组合收益率。由此可以看出,财富增值目标即是最大化 r_p 的收益,而财富保障投资组合收益率 r_p 风险的最小化,再者,财富传承目标相当于在现有的可投资资产中增加一种具备财富传承功能的产品或服务。

^① 其中,本文并未将时下热议的“增值服务”(或称之为“财富生活”)纳入财富管理的范畴,因为本文的主题旨在研究与金融或非金融资产相关的服务。

下面,我们以均值-方差投资组合理论为基础,分析在相同市场环境下,财富保障、财富增值和财富传承的投资组合差异。假定市场中有三种允许卖空的独立资产,一种无风险资产的收益为 r_0 ,两种风险资产的收益分别为 r_1 和 r_2 ,无风险资产和两种风险资产的投资组合权重顺次为 ω_0, ω_1 和 ω_2 ,满足 $\omega_0 + \omega_1 + \omega_2 = 1$,记他们的投资组合收益率为 r_p ,即:

$$r_p = \omega_0 r_0 + \omega_1 r_1 + \omega_2 r_2$$

1. 财富保障

以风险最小为目标的财富保障优化目标为:

$$\begin{aligned} \min \text{Var}[r_p] \\ \text{s.t. } E[r_p] = \bar{\mu} \end{aligned}$$

即

$$\begin{aligned} \min [\omega_1^2 \sigma_1^2 + \omega_2^2 \sigma_2^2] \\ \text{s.t. } \omega_1 \hat{\mu}_1 + \omega_2 \hat{\mu}_2 = \hat{\mu} \end{aligned}$$

其中 $\hat{\mu}_i = \mu_i - r_0 = E[r_i] - r_0, i=1, 2, \hat{\mu} = \bar{\mu} - r_0$ 。上式的一阶条件为:

$$\begin{cases} 2\omega_1 \sigma_1^2 - \lambda \hat{\mu}_1 = 0 \\ 2\omega_2 \sigma_2^2 - \lambda \hat{\mu}_2 = 0 \\ \omega_1 \hat{\mu}_1 + \omega_2 \hat{\mu}_2 - \hat{\mu} = 0 \end{cases}$$

解之得最优解投资组合为:

$$\begin{cases} \omega_1^e = \frac{\hat{\mu} \hat{\mu}_1 \sigma_2^2}{\hat{\mu}_1^2 \sigma_2^2 + \hat{\mu}_2^2 \sigma_1^2} \\ \omega_2^e = \frac{\hat{\mu} \hat{\mu}_2 \sigma_1^2}{\hat{\mu}_1^2 \sigma_2^2 + \hat{\mu}_2^2 \sigma_1^2} \end{cases} \quad (4)$$

2. 财富增值

以收益最大为目标的财富增值目标为:

$$\begin{aligned} \max E[r_p] \\ \text{s.t. } \text{Var}[r_p] = \bar{\sigma}^2 \end{aligned}$$

解之得稳定点为:

$$\begin{cases} \omega_1 = \pm \frac{\sigma_2 \bar{\sigma} \hat{\mu}_1}{\sigma_1 \sqrt{\hat{\mu}_1^2 \sigma_2^2 + \hat{\mu}_2^2 \sigma_1^2}} \\ \omega_2 = \pm \frac{\sigma_1 \bar{\sigma} \hat{\mu}_2}{\sigma_2 \sqrt{\hat{\mu}_1^2 \sigma_2^2 + \hat{\mu}_2^2 \sigma_1^2}} \end{cases}$$

进一步验证其最优解为:

$$\begin{cases} \omega_1^a = \pm \frac{\sigma_2 \bar{\sigma} \hat{\mu}_1}{\sigma_1 \sqrt{\hat{\mu}_1^2 \sigma_2^2 + \hat{\mu}_2^2 \sigma_1^2}} \\ \omega_2^a = \pm \frac{\sigma_1 \bar{\sigma} \hat{\mu}_2}{\sigma_2 \sqrt{\hat{\mu}_1^2 \sigma_2^2 + \hat{\mu}_2^2 \sigma_1^2}} \end{cases} \quad (5)$$

3. 财富传承

鉴于具备财富保全和财富传承功能的产品服务有所重叠,如终身寿险产品^①不仅具避债功能,同时还有财富传承功能,所以在此我们仅以财富传承为例来讨论问题。假定在原有的三种投资工具增加了第四种投资工具——终身寿险产品,则:

$$r_p^i = \omega_0^i r_0 + \omega_1^i r_1 + \omega_2^i r_2 + \omega_3^i r_3$$

其中 $1 = \omega_0^i + \omega_1^i + \omega_2^i + \omega_3^i$, ω_3^i 和 r_3 为财富传承投资工具的投资比例和投资收益。对上述投资组合进行降维,即记:

$$\omega_0 = \frac{\omega_0^i}{1 - \omega_3^i}, \omega_1 = \frac{\omega_1^i}{1 - \omega_3^i}, \omega_2 = \frac{\omega_2^i}{1 - \omega_3^i}, r_p = \frac{r_p^i - \omega_3^i r_3}{1 - \omega_3^i} \quad (6)$$

则上述以财富传承为目标的财富管理问题即可转化为以财富增值和财富保障为目标的财富管理问题。

显见,对以财富保障和财富增值为目标的财富管理问题而言,由其最优投资组合及其简化形式知, $\hat{\mu}_1$ 和 $\hat{\mu}_2$ 取值的正负对 $E[r_p]$ 和 $\text{Var}[r_p]$ 的计算结果并无实质影响。因此,我们只需比较不同目标下财富管理投资组合头寸的差异,静态分析结果见表 2。结果表明,财富保障和财富增值的做空和做多方向相同,即同时做多超额收益为正的资产,做空超额收益为负的资产。

表 2 财富保障和财富增值目标下投资组合头寸的比较静态分析

	$\hat{\mu}_2 > 0$	$\hat{\mu}_2 < 0$
$\hat{\mu}_1 > 0$	$\omega_1^s > 0, \omega_2^s > 0, \omega_1^a > 0, \omega_2^a > 0$	$\omega_1^s > 0, \omega_2^s < 0, \omega_1^a > 0, \omega_2^a < 0$
$\hat{\mu}_1 < 0$	$\omega_1^s < 0, \omega_2^s > 0, \omega_1^a < 0, \omega_2^a > 0$	$\omega_1^s < 0, \omega_2^s < 0, \omega_1^a < 0, \omega_2^a < 0$

为与理论推导中的假设条件相容,除定期存款(假定其利率为 3%)外,我们选择证券投资基金、黄金现货和保险产品等作为狭义财富管理的金融类可投资资产,其中前两者年度数据表现见表 3。

由(4)或(5)计算出不同风险收益目标下的投资组合权重见表 4,在相同的市场环境下,以市场平均收益 20.43%和平均风险 30.84%为目标的财富增值和财富保障投资组合方向相同且均存在负债投资现象,但财富增值目标下的负债投资额远高于财富保障目标下的负债投资额,也可理解为增值导向的财富管理投资风格远比保障导向下的财富管理投资风格更为激进,与直觉完全吻合。

进一步,假定某投资者目前有 100 万元现金资产,其首要目标是财富传承,即将 100 万元传给后代,次要目标是财富保障。如前所述,选取终身寿险作为财富传承工具,投保 100 万元所需的保费为 10 万元,即 $\omega_3^i = 10\%$, $r_3 = 0$,由(6)知,当财富保障的目标收益率 $r_p = 20.43\%$ 时,财富传承的目标收益为:

$$r_p^i = (1 - \omega_3^i)r_p + \omega_3^i r_3 = 18.39\%$$

其投资组合权重顺次为:

$$\omega_0^i = (1 - \omega_3^i)\omega_0 = -19.78\%$$

$$\omega_1^i = (1 - \omega_3^i)\omega_1 = 8.18\%$$

$$\omega_2^i = (1 - \omega_3^i)\omega_2 = 10.06\%$$

^① 2002 年重新修订颁布的《保险法》第 88 条规定“经营有人寿保险业务的保险公司被依法撤销的或者被依法宣告破产的,其持有的人寿保险合同及准备金,必须转移给其他经营有人寿保险业务的保险公司;不能同其他保险公司达成转让协议的,由保险监督管理机构指定经营有人寿保险业务的保险公司接受”,此谓保险产品的“破产隔离”优势。再者,《中华人民共和国税法》明确规定“保险赔款免征个人所得税”,《中华人民共和国遗产税法暂行条例》明确“被继承人投保人寿保险所得的保险金免征遗产税”,这是保险产品的“避税”优势。显见,寿险产品不仅具备财富传承功能,同时也具备基于避税视角的财富保全功能。

表3 上证基金指数和黄金现货价格指数

时间	上证基金指数			黄金现货价格(元)		
	收盘价	收益率/%	滚动标准差/%	收盘价	收益率/%	滚动标准差/%
2000年	1121.71	—	—	272.65	—	—
2001年	1183.13	5.48	—	276.50	1.41	—
2002年	942.33	-20.35	18.26	342.75	23.96	15.94
2003年	1016.96	7.92	15.66	416.25	21.44	12.36
2004年	872.01	-14.25	14.11	435.60	4.65	11.48
2005年	840.19	-3.65	12.25	513.00	17.77	10.18
2006年	2090.52	148.82	63.73	635.70	23.92	9.99
2007年	5070.79	142.56	74.21	836.50	31.59	10.96
2008年	2512.49	-50.45	75.50	865.00	3.41	11.35
2009年	4765.75	89.68	73.65	1104.00	27.63	11.30
2010年	4557.66	-4.37	70.49	1410.25	27.74	11.15
2011年	3592.26	-21.18	68.64	1574.50	11.65	10.77
2012年	3921.09	9.15	65.61	1664.00	5.68	10.85
平均值	—	24.11	50.19	—	16.74	11.49

数据来源:WIND,中国社会科学院金融研究所财富管理研究中心。

表4 不同风险收益目标下的均值-方差投资组合权重

收益水平/%	上证指数投资 权重/%	黄金现货投资 权重/%	定期存款投资 权重/%	风险水平/ %	投资效率
5.00	1.04	12.95	86.00	1.58	1.27
10.00	3.65	45.34	51.01	5.52	1.27
15.00	6.26	77.72	16.02	9.47	1.27
20.43	9.09	112.89	-21.98	13.75	1.27
42.09	20.39	253.20	-173.59	30.84	1.27

事实上,在以财富传承为目标的财富管理问题中,当客户对收益水平要求适中时,如目标收益率不高于14.5%,客户无需负债进行投资。这表明,不同的财富管理目标,其投资组合差异明显,如财富增值、财富保障和财富传承三者潜在负债额度逐级降低。

以上,本文仅以两种可投资风险资产为例来考虑问题,基于多维的均值-方差理论,我们不仅可以考虑多种可投资风险资产情形,同样也可以考虑多种财富管理产品服务情况。就与财富管理目标相关的产品服务而言,如果某项产品服务未来有收益且存在风险,则将其归入风险资产行列;如果某项产品服务未来有无风险的固定收益,则将其归入无风险资产投资行列;如果某项产品服务纯属投入型产品服务,则无需将其纳入投资组合考虑。质言之,在所有的财富管理需求均可产品化的市场环境中,如同资产组合理论中的两基金分离类似,广义财富管理可以看成以定性的财富管理规划和定量的资产组合管理为目标的两目标分离定理,只不过是把与财富管理目标相关的且存在风险的产品服务纳入资产管理范畴而已。

四、结束语

本文从消费函数的生命周期假定视角对财富管理进行界定,即结构化的资产管理,以财富保

全、财富增值、财富保障和财富传承为其主要目标。之后,本文以资产组合管理理论中的均值一方差理论为基础,给出财富增值、财富保障和财富传承的理论基础并进行实证检验,其中财富保全的理论基础和实证检验等同于财富传承。

作为本文的附记,借鉴殷剑峰(2006)结构金融的定义,本文总结结构化资产管理(即财富管理)的四步流程:

第一步,打包。一是确定需要管理的财产,如银行存款、股票、债券、房屋不动产、黄金、私人飞机、私人游艇、豪车、版权和股权等。二是审查财产的来源和产权关系等,如是否违背财富管理归属地的法律法规或是否涉嫌“双反”(反洗钱、反恐融资)等。

第二步,构造。首先,深入了解财富管理的目标,如保全、增值、保障和传承等。其次,客户目标导向的财富管理归属地选择,如瑞士和巴拿马财富管理保密性最佳,卢森堡和维京群岛则重在财富保全的优惠政策等。最后,财富管理归属地的法律、税收筹划安排,如产权关系、继承安排和遗产税税收筹划等。

第三步,破产隔离。财富管理要义之一在于实现管理财产与个人资产、个人拥有的企业资产以及受托公司资产之间的破产隔离。主要方式有二:一是投资于特殊的避险产品,如终身寿险产品或大额保单产品等;二是设置特殊目的载体(Special Purpose Vehicle, SPV),如家族信托、慈善基金、离岸信托公司和家族办公室等。

第四步,权益重构。财富管理要义之二在于重新构造受托资产的所有权和受益权结构。事实上,权益重构受限于制度健全性,以家族信托为例,在英美法系下其主要原则是所有权转移,即委托人将财产的所有权转移给受托人,实现资产隔离,并在此基础上进行权益重构,国内《信托法》对信托的法律界定为“委托关系”,其在委托财产隔离和权益重构方面的效力具有较大的不确定性。

最后,财富管理在上至国家经济金融安全稳定,如投资移民下的大量财富外移等,下至普通大众的投资需求,如中等收入阶层的资产负债管理等,都正在或即将发挥举足轻重的作用。市场业务的发展离不开基础理论的支撑,有两个方向值得研究者去拓展:一是宏观经济的财富管理基础,如实体经济“融资难融资贵”的财富管理基础以及通过财富管理市场的非信贷融资渠道引发系统性、区域性风险的渠道和机制等;二是财富管理的微观机制研究,如基于委托—代理关系的财富管理机制研究和财富管理市场的最优网络结构设计问题研究,其中网络结构是指财富管理市场中的流动性拆借机制。

参考文献

- 霍, 夸克, 罗宾逊, 克里斯(2003):《个人理财规划》, 中国金融出版社。
- 霍尔曼, 维克托, 诺森布鲁门, 杰利(2003):《个人财富管理计划(第6版)》, 中国财经出版社。
- 任丁秋(1999):《私人银行业与资产管理: 瑞士的范例》, 经济科学出版社。
- 任军(2014):《探索建立以资产管理为核心的私人银行业务经营模式》, 《上海金融改革理论与实践——2013年上海金融业改革发展优秀研究成果汇编》, 上海交通大学出版社。
- 王聪、于蓉(2005):《美国金融中介资产管理业务发展及启示》, 《金融研究》, 第7期。
- 殷剑峰(2006):《结构金融: 一种新的金融范式》, 《当代银行家》, 第2期。
- 殷剑峰等(2013):《影子银行与银行的影子》, 社科文献出版社。
- 张培刚、厉以宁(1986):《微观宏观经济学的产生与发展》, 湖南人民出版社。
- 智信资产管理研究院(2013):《中国信托业发展报告(2013)》, 社会科学文献出版社。
- Amenc, N., L. Martellini, V. Milhau and V. Ziemann (2009): “Asset-Liability Management in Private Wealth Management”, *Journal of Portfolio Management*, 36, 100-120.
- Markowitz, H. (1952): “Portfolio Selection”, *Journal of Finance*, 7, 77-91.

(责任编辑:马辰 赵一新)