

财富升级， 从机构、产品到服务

○ 文 / 王增武

改 革开放 40 年，是国内财富管理市场由财富升级引领的机构升级和产品升级的 40 年。

在财富升级方面，中国从一穷二白到全球第二，GDP 由 1978 年的 3679 亿元增加到 2017 年的 82.7 万亿元，增长了 224.84 倍（按不变价计算，比 1978 年增长 33.5 倍），同期的人均 GDP 提高了近 150 倍（扣除价格因素，比 1978 年增长 22.8 倍）。

同时，居民财富也从一无所有到多元投资，人均储蓄由 1978 年的 20 多元提高到 2017 年的 46903 元，投资工具由储蓄到债券、股票、基金、黄金、理财、信托等，再逐步升级到私人银行、家族信托和家族办公室等。

那么，40 年来，财富升级都有哪些“过去时”“现在时”和“将来时”？

财富升级“三表现”

1978 年改革开放以来，随着体制机制的逐步创新以及社会主义市场经济体制的相继确立，乃至收入分配制度的深入改革和产权保护制度的逐步完善，尤其是邓小平 1992 年南方谈话和 2001 年中国加入世贸组织以来，中国经济在总量和人均上都取得了飞速发展。

以 GDP 和储蓄两项数据为例，1952 年 GDP 为 679.10 亿元，1978 年 GDP 为 3679 亿元，这表明 1952 年到 1978 年 GDP 增长了约 5.42 倍，而改革开放后的同样时间间距，即 1978 年到 2004 年 GDP 增长了 43.99 倍，进一步，1978 年到 2017 年 GDP 增长了 224.84 倍，2017 年的 GDP 达到了 82.7 万亿元。

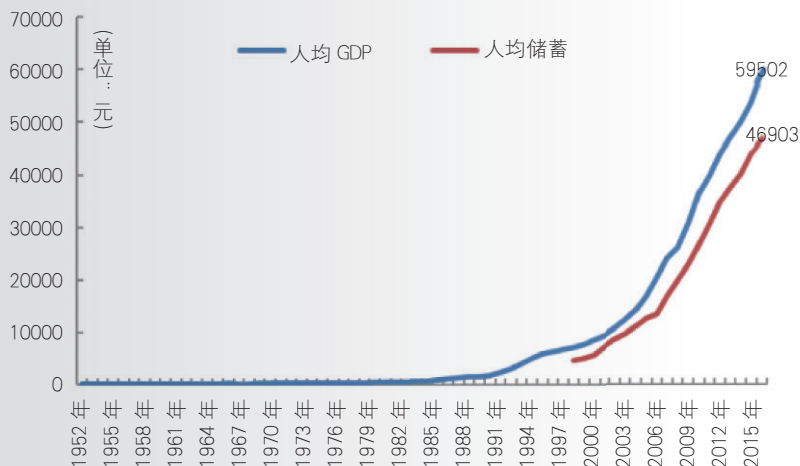
伴随着 GDP 的几何级数增长，居民储蓄也得到了大幅提升，如 1999 年和 2018 年 6 月末的居民储蓄分别为 5.96 万亿元和 69.34 万亿元，增幅为 11.63 倍。如果计算人均 GDP 和人均储蓄的话，可以看到，人均 GDP 由 1978 年的不足 400 元上升到 2017 年的接近 6 万元，人均居民储蓄也由 1978 年的 20 多元提高到 2017 年的 46903 元。（如图 1）

这是财富升级的第一个表现，也是首要表现。

事实上，居民储蓄并非居民的首选投资品种，改革开放之后，随着原生的债券市场（1950 年）和股票市场（1984 年）的相继推出以及接下来基于监管架构逐步完善的机构升级，证券投资基金（1997 年）、证券资管业务（2003 年）以及银行理财业务（2005 年）等的相继推出，居民可投资资产规模飙升、品种日益多样化，即财富升级的第二个表现。

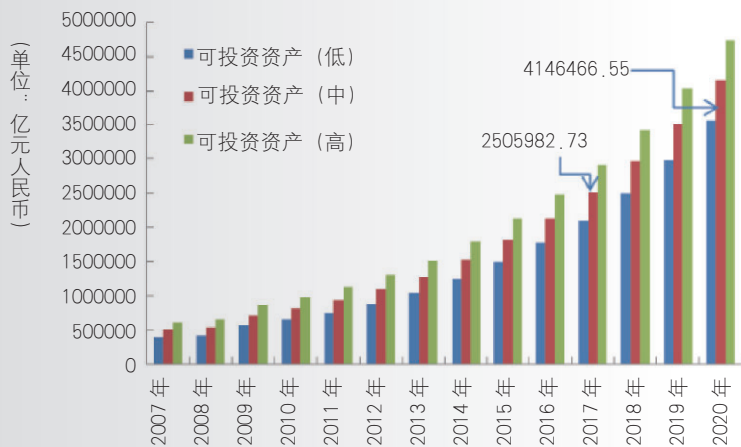
据测算，2015 年居民可投资资产规模的波动区间下限和上限分别为 149 万亿元和 212 万亿元，中等情

图1 人均GDP和人均储蓄时序图 (1952年至2017年)



资料来源：GDP和人口数据来源CEIC，居民储蓄数据来源于中国人民银行，人均作为作者计算。

图2 国内居民可投资资产规模时序图 (2007年至2020年)



资料来源：作者整理计算。

形的可投资资产规模为 181 万亿元，2016 年和 2017 年分别为 213 万亿元和 250 万亿元，预计到 2020 年，居民可投资资产规模的波动区间下限和上限分别为 356 万亿元和 474 万亿元，中等情形的可投资资产规

模为 415 万亿元。(如图 2)

利用前述计算方法，算得 2019 年到 2020 年的居民可投资资产规模增速为 18.23%，高于波士顿咨询公司设定的亚太地区私人财富增速 10.9%。

如前所述，如果我们以 1978 年改革开放作为国内家族企业发展的起点，以 1992 年邓小平南方谈话作为国内家族企业发展的第二波高潮，以 25 到 30 岁作为家族企业创始人的起始年龄，那么 1978 年的第一代创业者目前的年龄在 65 岁到 70 岁之间，而 1992 年的第二代创业者目前的年龄在 51 岁到 56 岁之间。

这表明 1978 年到 1992 年之间的创业群体目前的最小年龄也已逾 50 岁，家业传承是他们面临的主要问题。这是改革开放以来财富升级的第三个表现，更是财富管理市场供需双方应该发力的焦点。

当前，我国已进入中国特色社会主义新时代，在保持改革开放的定力下，继续深化收入分配机制改革和做好私有产权保护，为 1978 年以来创立的家族企业传承保驾护航，将可能会使财富迎来再次升级。

机构升级 VS 产品升级

改革开放以来，大多数先富起来的个人带动众多的后富个人，先富个人的财富水平日益提升、投资需求丰富多样，同时，财富个体也由个人升级到家庭、家族及其所属的家族企业。

在此背景下，作为财富管理的供给方——金融机构和非金融机构也相继优

化自己的组织架构和产品体系，产品不断丰富和变迁，以迎接财富升级。

在财富升级的过程中，机构升级和产品升级是不可少的两个方面。

● 机构升级：从单一到融合

机构升级的前提是监管机构的逐步完善。

回溯历史，中国人民银行的成立可追溯至1931年在江西瑞金成立的“中共苏维埃共和国国家银行”，1995年3月18日，《中华人民共和国中国人民银行法》获得通过，至此，中国人民银行作为中央银行以法律形式被确定下来。

此后，证监会、保监会和银监会相继成立，“一行三会”的监管机构搭建完成，这也是国内财富管理市场同质竞争的开始。

在银监会成立之前，在以产品为导向的国内财富管理市场中，证券投资基金和资金信托（2001年）以及证券集合资产管理计划（2003年）是居民的主要投资工具，2005年，随着《商业银行理财管理暂行办法》的推出，在以间接金融为主导的国内金融体系中，以银行理财为主导的国内财富管理市场迅速发展。

下面，我们以原银监会、证监会和原保监会下辖

金融机构发售的金融产品为基准来说明国内财富管理市场供给层面的发展特点。

总体特点是“快速发展”与“结构调整”并存，具体如表1所示。

第一，存量规模汇总由2007年的6.59万亿元飙升到2018年的131.9万亿元，增长约20倍，与GDP之比的深化程度也由2007年的24.79%飙升到2018年的近150%，但2018年的绝对增幅有可能创下历史新低，同样，与GDP的深化程度不升反降。

第二，分市场而言，鉴于2018年原银监会和原保监会合并成立银保监会，银保监会下辖的各类金融产品规模占市场总量超过57%（2018年），市场格局可见一斑。分市场而言，与过去普涨格局不同，2018年则有涨有跌，信托计划、券商资管、基金专户以及期货资管等存量规模出现回落，其他市场的存量规模则有所提升。

第三，结构调整的原因不外乎本轮强监管下（2018

表1 财富管理市场存量规模数据

(单位：万亿元)

年份	银行理财	私人银行	信托计划	券商资管	公募基金	基金专户	期货资管	私募基金	保险运用	汇总	GDP	深度(%)
2007	0.9	—	0.71	0.08	2.23				2.67	6.59	26.58	24.79
2008	1.4	0.29	1.2	0.09	2.57				3.05	8.6	31.4	27.39
2009	1.7	0.82	1.98	0.14	2.45				3.74	10.83	34.09	31.77
2010	2.8	1.1	3.04	0.18	2.42				4.6	14.14	40.15	35.22
2011	4.6	1.88	4.81	0.28	2.19				5.52	19.28	47.31	40.75
2012	7.1	2.63	7.47	1.89	2.87				6.85	28.81	51.94	55.47
2013	10.2	3.6	10.91	5.2	3		—	—	8.28	41.19	56.88	72.42
2014	15	4.66	13.98	7.95	4.54		0.013	2.13	9.3	57.57	63.65	90.45
2015	23.5	6.32	16.3	11.89	8.4	12.73	0.1	5.07	11.18	95.49	66.67	143.2
2016	29.05	8.35	20.22	17.58	9.16	16.89	0.29	7.89	13.12	122.6	74.41	164.7
2017	29.5	9.05	26.25	17.37	11.14	14.38	0.24	10.32	14.92	130	82.71	157.2
2018	29.5	9.05	24.27	16.12	12.64	11.61	0.19	12.79	15.69	131.9	88.04	149.8

注：(1) 私人银行的数据截至2017年6月末，银行理财的数据截至2017年年末，信托计划和保险资金运用的数据截至2018年6月末，其他数据截点均为2018年第一季度末。

(2) 2018年的GDP数据是以2018年前两个季度的GDP数据为基础进行测算的。

(3) 财富管理市场深度 = 汇总的财富管理市场余额 / GDP。

资料来源：银保监会和证监会及其下辖的行业协会或官方机构发布的相关报告。

年的资管新规及分市场的实施细则)的业务调整,如2017年银行理财的金融机构同业业务为4.6万亿元,占全部理财产品余额的16.24%,余额下降2万亿元,下降幅度为31%,占比下降7个百分点。随着监管环境调整的逐步到位,下一步的市场发展会如何还有待观察。

不过,回望过去,有几个时间点值得关注。

一是2010年诺亚上市,独立第三方机构兴起;二是2014年青岛财富管理金融改革实验区落地,对家族办公室的设立给予一定政策优惠,众多机构相继在青岛设立家族办公室;三是2013年天弘基金与支付宝联合推出“余额宝”业务,引发财富管理由线下向线上转换的革命。

除此之外,律师事务所等机构也相继加入到财富管理供给方的序列中来,实现自改革开放以来,财富管理参与机构由单一向融合发展的市场格局。

当前,不同机构在客户心中的认可度不一,我们以小样本的调查结果为例,可以看出,传统金融机构依然处于主导地位,展望未来,非金融机构可能会短期在某些领域做得比较突出,但长远看,传统金融机构的信用优势仍是制胜法宝。

● 产品升级:从10元到1000万元

追溯而言,居民金融投资的原生金融市场可上溯到以1950年折实公债为起点的债券市场和以1984年飞乐股票为起始的股票市场投资。发展至今,债券市场的主要可投资品种有国债、金融债和信用债等,以及债券的衍生投资品种国债期货等,2018年6月末的债市总额为79.05万亿元。

就股票投资而言,近代以来的第一只股票应是官督商办的轮船招商局发行的,改革开放以来的股票投资是从飞乐股票开始的,也有衍生的融资融券业务以及多层次资本市场投资,还有连通内外的沪港通和沪伦通等,2018年6月末股票市场的总市值为50.42万亿元。

除债券和股票等金融市场投资外,2001年4月,取消了“统购统配”的黄金计划管理体制,并于2002年在上海成立黄金交易所,揭开居民投资黄金市场的序幕。目前,可供投资的黄金产品有纸黄金、实务黄金、黄金期货、黄金定投和黄金ETF等。

至此,原生与衍生、金融与商品等两类四种居民投资工具已基本健全。

与此同时,自2003年“一行三会”的框架搭建完成到2005年商业银行理财办法的颁布实施,银行理财、证券资管、保险产品、证券投资基金和信托计划等以产品为导向的国内财富管理市场框架也基本搭建完毕,此后,基本处于产品的升级

改造阶段。

升级改造的一个直观事实就是产品投资门槛的不断提高：证券投资基金的门槛是 1000 元甚至 10 元；银行理财的投资门槛是 5 万元；私募基金等投资门槛是 200 万元；2007 年国际金融危机后兴起的私人银行门槛是 600 万元；2018 年 8 月 17 日，银保监会下发《信托部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》，明确家族信托的投资门槛为 1000 万元。

总体来看，伴随经济增长和居民储蓄的提升，金融产品的投资门槛也由 10 元提高到 1000 万元，即产品升级。

未来，服务升级是关键

改革开放以来，居民财富实现了从零逐渐升级到富裕。而伴随着居民财富的不断升级，财富管理参与机构也在不断升级，提供的产品也在不断更新换代。

总体而言，改革开放以来，国内财富管理市场至少存在如下六个方面的转变。

第一，客户群体由个人转向家庭或家族甚至家族企业，如家族信托或家族办公室等业务和机构创新等。

第二，客户需求由标准转向定制，在保密条款失效和个税改革方案将逐步施行以及房产税和遗产税的蓄势待发等背景下，高净值人群的需求并非简单的产品购买，而是需要全方位的税务筹划等。

第三，资产配置由国内转向国外，在合理合规的前提下，部分高净值客户的确拥有海外资产，国内资产和海外资产的优化配置是下一步值得关注的话题。

第四，参与机构由单一转向融合，既有传统的金融机构，也有新兴的非金融机构，目前处于竞合状态。

第五，服务方式由线下转向线上，如余额宝、智能投顾等。

第六，服务设计应由定性转向定量，在给客户做全方位的金融或非金融服务方案时，我们不仅要做好定性的方案设计，还要给予相应的定量计算或风险测评，避免“梅艳芳式”的失误。

简而言之，国内财富管理市场由以产品为导向的 1.0 时代转向了以服务为导向的 2.0 时代，对参与机构而言，在继续做好机构升级和产品升级的基础上，要向服务升级迈进，以迎接下一步的财富升级。■

（作者单位：中国社科院金融所、国家金融与发展实验室）

A hand holding a pen pointing to a rising line graph with the year 2018. The background is a blue gradient with a grid of dashed lines and dots. The year '2018' is written in large white font. The hand is in silhouette, holding a pen that points to a solid white line that rises from the bottom left towards the top right. There are also dashed lines and dots scattered around the graph area. The overall theme is growth and progress.

2018