



NIFD

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

王增武 • 著

Family Wealth Management

家族财富管理

策略、产品与案例

从理论与实践、国际与国内、历史与现代等维度，
在借鉴国际经验和历史镜鉴的基础上，
以经济金融相关理论为支撑建立国内家族财富管理的分析范式。



社会科学文献出版社
SOCIAL SCIENCES ACADEMIC PRESS (CHINA)

Strategies, Services and Cases



NIFD

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

王增武 • 著

家族财富管理

策略、产品与案例

Family Wealth
Management

S t r a t e g i e s , S e r v i c e s a n d C a s e s



社会科学文献出版社
SOCIAL SCIENCES ACADEMIC PRESS (CHINA)

图书在版编目(CIP)数据

家族财富管理: 策略、产品与案例 / 王增武著. --
北京: 社会科学文献出版社, 2017. 7
ISBN 978 - 7 - 5201 - 1125 - 6

I. ①家… II. ①王… III. ①家族 - 私营企业 - 企业管理 - 财务管理 - 研究 - 中国 IV. ①F279. 245

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2017) 第 162637 号

家族财富管理

——策略、产品与案例

著 者 / 王增武

出 版 人 / 谢寿光

项目统筹 / 恽 薇 陈 欣

责任编辑 / 陈 欣

出 版 / 社会科学文献出版社·经济与管理分社 (010) 59367226

地址: 北京市北三环中路甲 29 号院华龙大厦 邮编: 100029

网址: www.ssap.com.cn

发 行 / 市场营销中心 (010) 59367081 59367018

印 装 / 三河市东方印刷有限公司

规 格 / 开 本: 880mm × 1230mm 1/32

印 张: 9.5 字 数: 227 千字

版 次 / 2017 年 7 月第 1 版 2017 年 7 月第 1 次印刷

书 号 / ISBN 978 - 7 - 5201 - 1125 - 6

定 价 / 59.00 元

本书如有印装质量问题, 请与读者服务中心 (010 - 59367028) 联系

 版权所有 翻印必究

序 言

“富不过三代”一直是困扰“有钱人”的问题。在我国，随着经济的高速发展和财富的迅速累积，越来越多的高净值人士出现了。然而，国内的金融业尚不能为这些人提供有效的财富保值增值手段，尤其是改革开放后的“创一代”还面临家业、企业的代际传承问题。

从国外的经验看，家族信托是解决“富不过三代”问题的有效机制。“家族信托”看起来是一个源自西方的舶来品，但王增武研究员在本书中指出，中国历史上很早就出现了信托的雏形。事实上，“信托”在本质上体现了中国“仁义礼智信”的信义文化。

“穷则独善其身、富则达济天下。”与一般的理财或财富管理手段与机制不同，家族信托不仅要解决财富的增值保值乃至传承问题，而且要传递老一代的优良作风，塑造富有精神力量的下一代。尤其在我国基尼系数早已经超过0.4的警戒线、收入分配差距日益拉大之际，更需要让“富二代”“富三代”保持良好的创业精神，积极参与到社会慈善事业中。

王增武研究员的著作基于财富管理的基本理论，综观古今中外的案例，对家族财富管理的机制、产品、机构模式等做了全面的研究分析，是这一领域研究成果中的精品。

殷剑峰

2017年7月

前 言

全球财富管理源于欧洲，发展于美洲，目前亚洲发展最快，然而，新加坡、中国台湾和中国香港同处亚洲地区，为何新加坡能独树一帜成为亚洲乃至全球的财富管理中心？宏观层面的法律、制度、政策、文化以及监管措施等因素固然重要，新加坡政府在提高财富管理从业人员“专业性”方面的“软环境”同样值得借鉴，如2004年新加坡财富管理学院的成立、对金融机构开办“企业大学”的支持鼓励以及从业人员的再教育和“强制培训”等。鉴于此，本书旨在在合理适度借鉴国际经验的基础上，以相关的经济金融理论为支撑，结合历史案例及目前国内市场的发展实践构建中国特色的财富管理范式。

本书以基础理论、国际经验、历史镜鉴和国内实践等为脉络，以个人、家庭、家族及其拥有的家族企业为对象，分析研究微观的客户分析策略、财富管理的资产配置策略、财富传承的权益重构策略以及家族企业的家业治理策略，辅以中观的私人银行、家族信托和保险公司等机构开展财富管理业务的机构类型、业务模式和赢利模式。本书导言在概述全球和国内市场发展现状的基础上，指出国内的财富管理市场已进入“2.0时代”。全书主体内容分为五章：第一章利用凯恩斯的基于生命周期的消费函数理论建立客户分析的生命周期资产负债表以及实践应用的家族财富管理客户调查表；第二章以 Markowitz 的均值 - 方差理论为



基础，从理论和实证角度研究家族财富管理增值、保值和保全三类目标下的资产配置策略差异；第三章以 Becker 的家庭生产函数理论为基础，分货币资本传承和非货币资本传承两种形式给出最优权益重构策略的显式表达和实证分析；第四章以 Sharpley 公理和私利最大化优化问题为基础给出家族企业创始人与职业经理人之间的效益分配策略和权利控制策略的显式表达和实证分析；第五章全面介绍私人银行、家族信托和保险产品三类典型财富管理业务的从业机构类型、组织架构、业务模式和赢利模式。此外，本书附录 A4 给出了若干延伸阅读案例供参考。

本书适合对财富管理业感兴趣的相关人士阅读，如财富管理的从业人员、政策制定者、科研人员、在校师生、家族企业主、高净值客户及普通投资者等。如读者对数学公式和数学推导“过敏”，可直接忽略第一章的第二节、第二章的第二节、第三章的第二节、第四章的第二节和第三节以及附录 A2 和附录 A3，余下内容依然具有自封性。

目 录

导言 财富管理 2.0 时代	001
一 全球市场：西风东渐	001
二 中国市场：供不应求	004
三 私行定位：全球配置	007
四 家业治理：前景堪忧	009
五 未来方向：高端智能	012
 第一章 客户分析策略	 014
一 张公借钱话题讨论	014
二 消费函数理论应用	016
三 收支结构见微知著	024
四 客户分析实践经验	034
附录 1-1 客户资产负债表	045
附录 1-2 日本财富市场数据	046
 第二章 资产配置策略	 049
一 老钱新钱话题讨论	049



二 最优资产配置策略.....	050
三 资产配置策略案例.....	055
四 家族信托产品案例.....	062
五 保险市场产品案例.....	071
 第三章 权益重构策略.....	077
一 梅氏家族信托话题.....	077
二 权益重构理论实证.....	080
三 家产庄息重构案例.....	093
四 五代传承架构案例.....	098
五 家族信托产品/服务	110
六 保险市场产品案例.....	127
附录 3-1 李鸿章的分家合同	135
附录 3-2 李经方遗嘱全文	137
附录 3-3 受益五代传承架构	143
 第四章 家业治理策略.....	144
一 传贤传亲话题讨论.....	144
二 最佳效益分配策略.....	146
三 最优权利控制策略.....	156
四 国际国内经验镜鉴.....	169
五 家族信托产品案例.....	182
附录 4-1 股权重构传承案例	193
 第五章 机构业务模式.....	194
一 私人银行机构业务.....	194

二 家族信托组织架构	207
三 保险财富组织架构	217
四 平台赢利模式探索	227
 附录 A1 财富管理调查表	 233
 附录 A2 Sharpley 公理描述	 248
 附录 A3 平台经济定价策略	 251
一 垄断平台定价策略	251
二 拉姆齐定价策略	253
三 竞争平台定价策略	255
四 公益平台定价策略	259
 附录 A4 延伸阅读案例	 261
案例 1 《骆驼祥子》案例	261
案例 2 翁同龢家族案例	267
案例 3 《红楼梦》案例	272
案例 4 美的集团案例	279
案例 5 张謇家族案例	285

导言

财富管理2.0时代

经济新常态下，中国财富管理市场的“四梁八柱”架构粗具雏形，政策上以“产权保护”为代表的各种利好政策相继出台；供给上银证保等传统机构已找准定位，第三方理财和互联网理财公司等新兴机构正在发力；需求上保值增值等初级需求已得到基本满足，财富传承和家业治理等个性化需求则日趋旺盛。鉴于此，我们在回顾2016年国际、国内财富管理市场发展的基础上，重点阐释以高端财富管理为代表的中国私人银行业务的定位以及以福布斯富豪榜企业为代表的国内家族企业治理的堪忧现状，进而展望国内零售理财净值化、智能化和贵宾理财全球化、高端化的“四化趋势”，指明财富管理2.0时代来袭的前景。

一 全球市场：西风东渐

波士顿咨询公司（BCG）报告数据显示，^①到2019年，全球私人财富管理市场的总规模将达到210.1万亿美元，分地区来看，北美洲的私人财富管理规模最高，为62.5万亿美元，占比30%。排名第二的是亚太地区（除日本之外，下同），其私人财富管理规

^① BCG, *Global Wealth 2015: Winning the Growth Game*, 2015.



模将达到 55.2 万亿美元。在估计不同地区到 2019 年的私人财富管理规模时，波士顿咨询公司假定北美、西欧、东欧、日本、拉丁美洲、中东和非洲以及亚太地区的增速分别为 4.2%、4.4%、8.7%、1.6%、11.3%、8.4% 以及 10.9%，以此作为基准，我们同样可以测算出到 2020 年全球私人财富管理规模将达到 224.22 万亿美元，其中亚太地区的规模为 61.39 万亿美元（见图 1）。

从麦肯锡 2013 年发布的全球私人银行调研报告（见表 1）来看：2012 年，西欧市场私人银行业务的收入下降幅度与成本持平，由收入和成本之差所得的私人银行业务利润水平下降了 1 个基点；北美市场的成本和收入双双下降，但成本下降幅度高于收入下降幅度，所以北美市场私人银行业务的利润水平小幅上涨 2 个基点；亚洲市场私人银行业务不仅收入水平上升，而且成本呈下降趋势，在此双重动力下，亚洲市场的赢利水平提高了 6 个基点。这表明全球财富管理市场在赢利水平上呈现“西风东渐”的发展态势。

此外，*Scorpio Ranking 2016* 的报告数据显示，以可投资资产规模（Invested Asset）为排名依据的前 25 名财富管理机构中有 3 家中资机构，分别是招商银行、建设银行和工商银行，排名依次为第 20、第 22 和第 24，其中招商银行的可投资资产规模为 1930 亿美元（见图 2）。如果我们假定 2016 年招商银行的可投资资产规模增速为 30%，则该机构在 2016 年末的可投资资产规模将达到 2509 亿美元。进一步，如果假定其他财富管理机构的可投资资产规模不变的话，2016 年末招商银行在全球财富管理机构的排名将达第 14。最后，排名前 25 之外的中国银行和农业银行的可投资资产规模分别为 1250 亿美元和 1240 亿美元，与排名第 25 的隆奥银行可投资资产规模相差不足 100 亿美元。这是全球财富管理市场西风东渐的又一个表现。

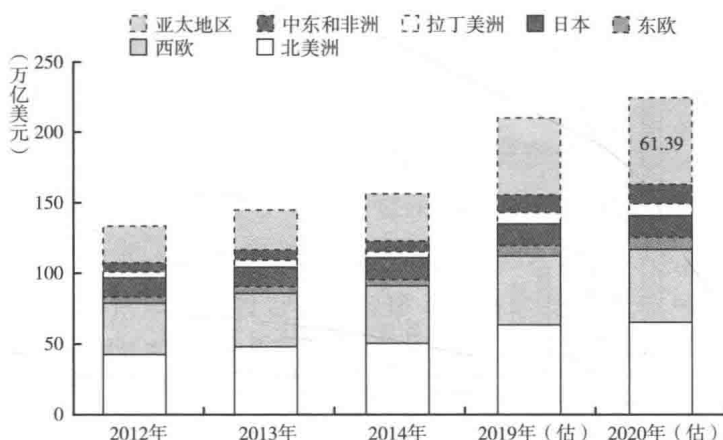


图1 全球财富管理市场地区分布情况

资料来源: 波士顿咨询公司报告、作者测算。

表1 西欧、北美及亚洲银行系私人银行的运营情况 (2007 ~ 2012 年)

收入 (bps)				成本 (bps)			
年份	西欧	北美	亚洲	年份	西欧	北美	亚洲
2007	96	81	109	2007	61	47	74
2008	90	77	99	2008	64	48	79
2009	84	75	88	2009	64	51	73
2010	83	77	84	2010	59	52	70
2011	83	83	78	2011	59	53	67
2012	82	80	82	2012	59	48	65

利润 (bps)				资产管理规模增长率 (%)			
年份	西欧	北美	亚洲	年份	西欧	北美	亚洲
2007	35	34	35	2007	8	N/A	24
2008	26	29	20	2008	-15	-25	-23
2009	20	24	15	2009	10	5	29
2010	24	25	14	2010	9	6	22
2011	24	30	11	2011	-3	0	2
2012	23	32	17	2012	8	8	17

注: 表中的收入、成本、利润分别指私人银行部门的收入、成本、利润占其资产管理规模的比重, 单位均为基点 (basic points, bps)。

资料来源: 根据 McKinsey Global Private Banking Survey 2012/2013 中的数据整理。

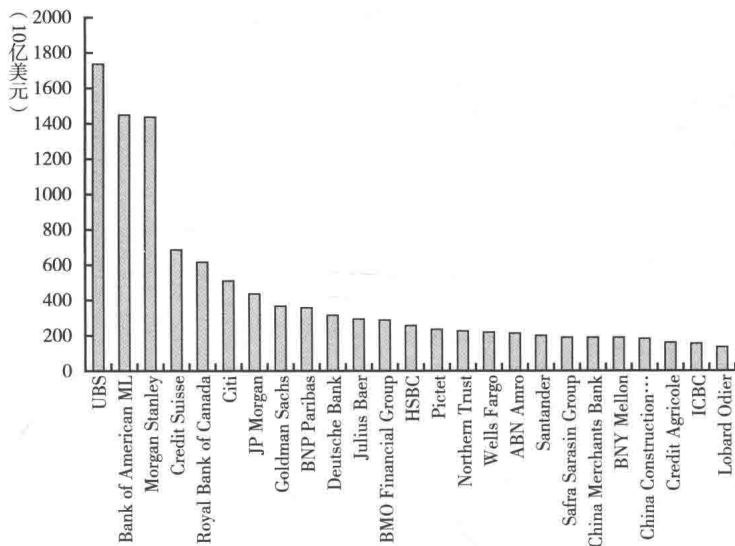


图2 全球前25名财富管理机构管理的可投资资产规模

资料来源：Scorpio Ranking 2016。

二 中国市场：供不应求

据测算，2015年居民可投资资产规模^①的波动下限和上限分别为149万亿元和212万亿元，中等情形的可投资资产规模

① 居民可投资资产包括金融资产和非金融资产两类。其中，非金融资产主要是房地产投资，金融资产分储蓄存款、一级市场和金融产品三类。储蓄存款分活期存款和定期存款两类；一级市场分债券市场和股票市场两类；金融产品分银行系、证券系和保险系三类。银行系金融产品再细分为银行理财（针对普通客户）、私人银行和信托产品三类；证券系金融产品分为公募基金、证券公司资管产品、基金公司专户产品、基金子公司专户产品、期货公司资管产品和私募机构私募产品；保险系金融产品指寿险等针对居民销售的保险产品等。

为 181 万亿元，2016 年估计达到 213 万亿元，到 2020 年，居民可投资资产规模的波动下限和上限分别为 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。利用相关计算方法算得 2019 ~ 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%。另外，以 2015 年 6 月末的美元兑人民币汇率 6.63 为基准，中等情形的可投资资产规模 415 万亿元约合 62.59 万亿美元，高于波士顿咨询公司预测的亚太地区 61.39 万亿美元（见图 3）。

与前述供给层面的表现相对应，我们以银监会、证监会和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。从规模表现而言，第一，2016 年末的市场规模达 105.7 万亿元，较 2007 年 6.59 万亿元的市场规模增加了 15 倍之多，进一步从财富管理市场与同期 GDP 之比的深化程度来看，2016 年末的深化程度高达 142.05%，较 2007 年 24.79% 的深化程度增长了近 5 倍之多。第二，银监会下辖的银行理财、信托产品和私人银行资产管理三者 in 财富管理市场的集中度很高，如 2007 ~ 2015 年三者占财富管理市场比重的均值为 48.74%，近两年的均值竟高达 60%。如果不考虑财富管理市场中的保险资金运用规模，那么 2013 年银监会下辖产品的规模占财富管理市场总规模的近 80%，市场垄断格局可见一斑。在 105.7 万亿元的供给中，只有约 47.83 万亿元是针对个人客户的，占居民可投资资产规模 181 万亿元的比例仅为 26.43%，这表明居民可投资资产向金融机构产品/服务的转化率偏低，或者说金融机构的财富管理服务在居民可投资资产中的渗透率偏低，潜在发展空间巨大（见表 2）。

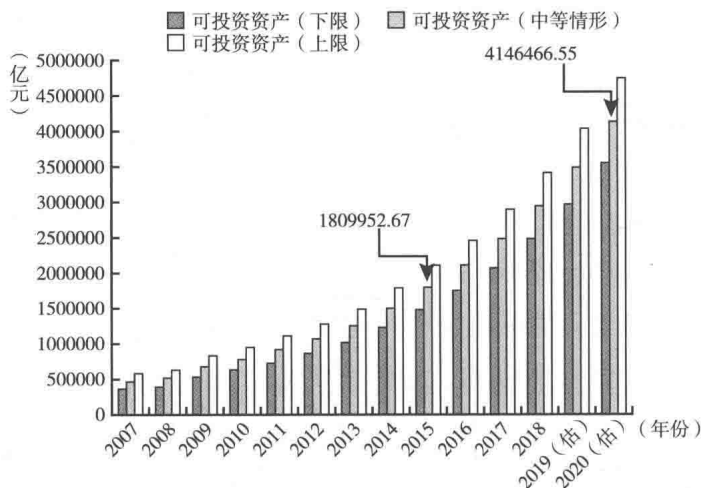


图3 国内居民可投资资产规模增长情况

表2 国内金融机构财富管理市场概况

单位: 万亿元, %

年份	银行 理财	私人 银行	信托 产品	券商 资管	公募 基金	期货 资管	私募 产品	保险资 金运用	合计	GDP	深化 程度
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	8.60	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	1.10	3.04	0.18	2.42			4.60	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	3.60	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	9.30	57.57	63.65	90.45
2015	23.5	6.32	16.3	11.89	8.4	0.10	5.07	11.18	82.76	66.67	124.14
2016	29.05	8.35	20.22	17.58	9.16	0.29	7.89	13.12	105.7	74.41	142.05

资料来源: 银监会、证监会和保监会及相关行业协会或官方组织的网站。

三 私行定位：全球配置

自 2007 年中国银行与苏格兰皇家银行合作推出私人银行业务，近 10 年来，中国内地商业银行的私人银行业务历经萌芽期和成长期，目前应处于发展期，或者发展期的初级阶段。做出上述判断的主要理由是 2015 年以来，私人银行的资产管理规模（Asset Under Management, AUM）一举扭转此前的持续下滑态势，各项指标均进入稳步上升轨道，如 AUM 增长 35.56%，客户规模增长 26.91%，增速均高于 2014 年的增速（见表 3）。然而，各机构对私人银行业务的定位一直模糊不清，不过，经过这几年的发展，私人银行的定位日渐清晰。

表 3 代表性私人银行 AUM 和客户规模

年份	资产管理规模 (亿元)	资产管理规模 增长率(%)	客户规模 (万个)	客户规模 增长率(%)	单位资产客户 规模(万元/个)
2008	2926.09		2.72		1074.77
2009	8185.87	179.75	4.72	73.53	1733.95
2010	10951.72	33.79	7.23	53.18	1514.57
2011	18818.15	71.83	13.74	90.04	1369.74
2012	26341.12	39.98	19.42	41.34	1356.41
2013	35985.03	36.61	26.97	38.88	1334.18
2014	46620.62	29.56	33.71	24.99	1382.97
2015	63200.00	35.56	42.78	26.91	1477.25
2016	83515.15	32.14	48.02	12.25	1739.17

资料来源：浦发银行、建设银行、农业银行、中国银行、交通银行、工商银行、招商银行、民生银行、中信银行、兴业银行、光大银行、北京银行、上海银行等机构年报。

分机构来看，2016 年，招商银行、工商银行、建设银行、中国银行和农业银行私人银行 AUM 合计 5.47 万亿元。从表 4 可



以看出，2014 年以前，招商银行与工商银行的 AUM 占据前两名的位置。2015 年，招商银行私人银行 AUM 高于工商银行，2016 年前者的资管规模更是远远超过后者。北京银行私人银行自 2013 年 9 月开展家族信托服务以来，家族信托客户与受托财产规模亦领先同业。多项数据显示，股份制银行、城市商业银行在私人银行业务与特色业务中形成“逆袭”态势。

表 4 前 5 名私人银行 AUM 规模

单位：亿元

年份	私人银行资产管理总额	招商银行	工商银行	建设银行	中国银行	农业银行
2008	2926	1299	749	878		
2009	8186	1814	2550	1308	1500	
2010	10952	2703	3543	1793	1667	
2011	18818	3699	4345	2241	3000	3400
2012	26341	4342	4732	2918	4500	3960
2013	35985	5714	5413	3968	5700	5050
2014	46621	7526	7357	4687	7200	6400
2015	63200	12500	10600	6231	8100	8077
2016	83515	16595	12100	7863	10000	8184

资料来源：各商业银行的年报数据。

一个自然的问题是 AUM 排前 5 名的私人银行为何能成为前 5 名？为此，我们想通过对前 5 名商业银行年报中关于私人银行定位的文本进行分析来寻求答案。排名前两位的招商银行和工商银行以及在 2015 年增速较高的建设银行均聚焦于国内家业治理和全球资产配置两大定位，排名第 3 和第 4 的中国银行和农业银行虽然在其年报中都提到国内家业治理和海外投资移民两项业务中的相关内容，但其缺陷是不聚焦，而 2013 年起步的北京银行