



家庭财富管理的 财产性收入增长效应

——基于理财市场数据的考察与分析

JIATING CAIFU GUANLI DE
CAICHANXING SHOURU ZENGZHANG XIAOYING
JIYU LICAI SHICHANG SHUJU DE KAOCHA YU FENXI

孙从海 / 著



西南财经大学出版社



家庭财富管理的 财产性收入增长效应

——基于理财市场数据的考察与分析

JIATING CAIFU GUANLI DE
CAICHANXING SHOURU ZENGZHANG XIAOYING
JIYU LICAISHICHANG SHUJU DE KAOCHA YU FENXI

孙从海 / 著



西南财经大学出版社

理、居民财产性收入与分配、家庭金融资产配置以及影子银行四条主线，尽可能系统地梳理国内外学者对此类问题的理论研究的有关文献与主要观点，为本书涉及的研究内容搭建一个知识平台，作一些经济理论上的准备。同时，更期望着能为致力于财富管理理论与实务研究的学者们提供一些文献的借鉴与资料的参考。

第二章：居民财产性收入及其分析。本章在界定居民财产性收入概念和梳理有关收入理论的基础之上，分析居民财产性收入的效应及其主要影响因素。主要内容包括：居民财产性收入概念及其理论基础、财产性收入与总收入之间的关系、提高居民财产性收入的效应分析以及居民财产性收入增长的影响因素。

第三章：家庭资产组合及其分析。本章在介绍现代资产组合理论及其发展的基础上，分析影响中国家庭资产组合调整的主要因素及其趋势，进而分析家庭金融资产组合调整对货币政策有效性的影响。主要内容包括：家庭资产组合概念界定及其理论基础、家庭资产的分类及其作用、影响居民家庭资产组合的因素、家庭资产组合的调整趋势以及家庭金融资产结构调整的货币政策效应。

第四章：中国家庭财富管理的主流模式与发展趋势。本章主要在梳理财富管理有关概念和理论的基础上，考察与分析迄今为止中国家庭财富管理的主流模式及其运作机制。力图揭开财富管理市场运行的神秘面纱，还原其本来面目。主要内容包括：财富管理概念界定及其内涵、现阶段中国家庭财富管理的主流模式。

第五章：中国财富管理市场考察与分析。考虑到市场参与主体的广泛性、市场认知程度以及市场交易规模的大小，结合中国财富管理市场的历史与现状，本章仅选取中国的金融资产市场进行一些必要的、粗线条的考察与分析。主要内容包括：债券市场兴起与发展的考察与分析、基金市场的考察与分析、银行理财产品市场的考察与分析以及独立第三方理财市场的现状考察与分析。

第六章：财富管理与家庭财产性收入的相关性分析。本章对四川省居民收入与银行理财产品市场发展现状进行考察与分析。想要说明的是，一个区域居民财产性收入尤其是金融资产的增长与该区域商业银行理财产品市场的发展具有某些正相关性，即是说，区域家庭财产性收入水平与该区域的金融业发展水平正相关。地方政府鼓励、支持本地金融业的发展，对于促进本地区域经济发展、提高区域家庭财产性收入水平，具有决定性的意义。这也是本研究想要达到的终极目标。主要内容包括：一个基础性的家庭金融资产调整理论分析框架、四川省银行理财市场发展状况与分析、四川省家庭财产性收入现状及其增

长趋势、推进区域性银行理财市场发展的政策建议。

可以看出，尽管笔者已经做了最大的努力，结果仍然不完全令人满意。令人稍感遗憾的是，虽然笔者已从趋势上分析了家庭财产性收入增长与银行理财市场发展状况正相关，但缺少运用金融理论模型进行实证分析的严格证明，留下了需要进一步研究的空间。好在随着中国家庭资产和负债统计数据不断完善和可获得性的不断增强，后续的研究可以继续跟进，弥补遗憾的机会并不缺乏。

农民家庭财产收入”。

这几年看中国农民的收入情况，大概有三个特点值得注意。

第一个特点，农民的收入总的来说增长是比较快的，虽然不像 20 世纪 80 年代有 20% 的增长率，但是仍保持在 10% 左右，最近两年在 10% 以内。能不能持续增加中国最多人口的族群的收入变成一个很大的问题。

第二个特点，农民的收入纵向来看保持较高的增长，但是跟城镇居民收入的增长比，差距越来越大。刚才李金华先生也讲到，2008 年中国农民的人均收入和城镇居民家庭可支配收入绝对差距超过 1 万块钱。这个情况当然是一个要引起关注的情况。

第三个特点，农民收入的来源。最大的来源大概占 51%，这是 2008 年的情况，农民家庭人均收入绝大部分来自家庭经营性收入，主要是农业和跟农业有关的活动的收入。第二块收入是农民打工的收入——工资性的收入，这块占到农民人均收入的 38.9%。第三大收入来自转移性支付。这些年中央政府采取了惠农政策，减免税收，增加补贴，这大概占到农民人均纯收入的 6%。最后是农民财产性收入，只占人均收入 4 700 元的 3% 多，绝对数是 100 多元。拿财产性收入跟城市家庭比，这是很大的差距。这两年由于城市资本市场的发展、房地产市场的发展，城市居民开始享受较多的财产性收入。但是广大农村居民从增长势头来看，相对于城市居民来看是下降的，大概一半以内。这个情况值得研究。我们要问：农民家庭财产性收入非常少，到底是什么原因？是因为农民家庭没有财产吗？从调查数据直观来看，情况不是这样的。中国农民拥有大量的资源，包括农业土地，包括非农业土地。根据国土资源部总规划师提供的数据，全国的建设用地，就是目前在市场上最贵的土地，总量的一半在农村，包括农民的宅基地，包括农村建乡镇企业的用地，包括农村的公共用地，占到全中国大概 5 亿亩建设用地的一半，这是巨大的量。当然还有林地，虽然法律上规定它属于国有，但是它从来世世代代都在农民手里。包括水资源，包括农民居住的土地下面的矿产资源，这些资源的总量放到一起，加上农民累计的金融性资产如储蓄，农民的资产总量其实并不少。真正的问题是这些资产不能像城市居民拥有的资产一样，发挥增加收入的功能。农民拥有的资产的量与它能够提高的收入量是完全不对称的。像刚才讲到的巨大的建设用地，这是今天中国非常有意思的现象：中国最富的家庭有很多房子，很多房子是没人住的，闲置在那里。中国最穷的农民家庭也有很多房子，当然这个房子很破，可是他也不去住。他常年在外打工，过年回去住一个来月，平时就闲置着。这两种闲置都是中国的资源浪费，但这两种闲置有一个重要的差别：最富家庭的房

好多做法。第一种做法就是通过土地整理，腾出一些土地指标，跟城市日益上升的土地市场进行交换。因为农民占了很多地，但这个地利用得并不充分，因为原来既不标价，也没有商业性地衡量你这个到底成本多少。城市土地市场价格上升以后，参照系数开始发生变化。我们国家一个重要的政策就是城市建设用地扩大的同时，一定要增加相应的农业用地，叫“占补平衡”，城市扩大一圈就必须相应增加农业耕地，这个政策就刺激了城乡之间的资本对流。城市日益上涨的房地产商业地产这个价值当中，可以拿出一块来鼓励农民整理土地，把土地整得平一点，腾出指标，就可以卖给城里。第二种做法就是农村的村庄的重新整理和重新建设。因为农村宅基地按人口分得，不要白不要，因此农民多年的倾向是过多地占有，这种过多占有造成了资源很大的浪费。其实在确保农民有居住条件的前提下，也可以腾出很多指标。问题是农民自己没有办法完成这个过程，因为必须得有资本投入，才能把房子盖得密集一些、集约一些。这些工作在成都通过土地的整理、农地的整理，通过村庄的整理、重新建设，腾出、节约出了很多指标。这个指标可以交易给城市，城市急速上涨的土地收入，一部分流量可以到农村，这个做法可以帮助农民提高收入。这个土地还在农村，原来的建设用地变成了农地，变成了可种的土地。这个指标可以卖到什么价格？可以是6 000元、8 000元、15 000元、16 000元、25 000元。最近重庆举行拍卖，把指标拿到土地交易所拍卖，我看到6月份的记录价格是每亩土地指标达到80 000多元。这个事情我们认为意义重大。农民如果把土地好好节约利用，可以获得很高的收入。

第三种做法，我们国家绝大多数工业开发区把这个土地征为国有，然后由政府“招拍挂”变成工业用地。但是农民的地可不可以直接办工业开发区呢？成都做了实验：把一块开发区将近5平方千米交给农民企业家创办，而没有把这块地变成国有土地，结果这个开发区也非常成功。因为大量的中小企业以很低的价格进去进行工业性活动，农民通过这个土地获得的收入，比这个土地一次性被国家拿走带来的收入高很多。

这次（汶川）地震，造成了成都市27万户农民家庭的房屋毁损。重建当中，中央财政、地方财政给每户补2万块钱，但不足以把这个房子建起来。成都在这种情况下，进行了城乡联建的实验：房子塌了，宅基地还在，让城市的投资者来，把这个房子建得小一点、好一点。腾出这块地，就可以让城市的投资者来建乡村酒店、“农家乐”等休闲性的设施。当地同样给外来的投资者颁发土地证，这个土地证跟本地农民的土地证有所不同。本地农民是世代居住在这里，是集体划给他永久使用的宅基地。腾出来的这块地是40年为一期

宝”的出现为标志性事件，这是一种第三方支付与货币市场基金相结合的创新类金融理财产品。与传统的货币市场基金相比，互联网金融理财产品的实时赎回与转账结算突破了传统货币市场基金的流动性较差的局限，使得此类金融理财产品除了风险水平和流动性与银行活期存款不相上下外，收益率水平明显高于银行活期存款，在家庭金融资产选择中具有明显的竞争优势，已经和正在引起较大规模的家庭金融资产替代。

进入2014年以来，包括腾讯、百度、网易在内的国内互联网巨头纷纷进入互联网金融领域，互联网金融理财迎来了一个爆发性增长时期，“余额宝”、“苏宁零钱宝”、“微信理财通”、“百度百赚利滚利”、“汇添富现金宝”、“平安盈”等互联网金融理财产品相继登陆中国金融市场，市场规模不断扩大，参与人数众多，大规模的以互联网金融理财产品替代银行活期存款的现象已经发生，引起了诸多关注与争论。“支付宝”和“天弘基金”发布的数据显示，截至2014年1月15日15点，“余额宝”规模已超过2500亿元，客户数超过4900万户。无论这些市场数据是否准确和完整，包括商业银行在内的各种“宝宝”类互联网金融理财产品不断涌现、市场数据不断刷新、社会公众和金融监管部门的关注度日益提高等，均表明互联网理财产品对中国家庭金融资产结构调整以及对金融市场的影响不可小觑。

相比于传统的理财产品，互联网金融理财产品具有以下特点：

(1) 风险水平总体较低。由于该类理财产品定位为现金管理，其目的是为了与传统商业银行争夺活期存款、短期限定期存款、短期理财产品的客户，以银行协议存款为主的资产配置策略，使得该类理财产品的信用水平与银行存款信用水平基本相同。

(2) 收益率水平不仅明显高于同期限银行存款利率，而且还略高于传统货币市场基金的收益水平。这是因为传统货币型基金一般通过银行柜台渠道销售，而互联网金融理财产品则直接通过互联网销售，二者的销售费率之差可能是互联网金融理财产品的收益率略高于传统货币市场基金收益率的原因之一，可以理解为本应属于银行的收益转移给了互联网金融理财产品的购买者，具有普惠金融的性质。

(四) 网络借贷债权对金融机构债权存在着替代趋势

P2P (Peer to Peer Lending, 又称“人人贷”) 网络借贷平台，是指连接借贷双方的第三方网络平台，依据贷款方和借款方的双向选择，实现个人对个人的小额借贷行为，这种模式是互联网时代的衍生融资模式，其核心是互联网时代的去金融中介化或金融脱媒。

的结构性存款计入一般性存款外，其他类型的理财资金均不受存款准备金制度的约束，此类银行理财业务属于银行表外资产业务。在此情形下，随着银行理财产品发行规模的不断扩大，且在银行理财产品预期收益率明显高于银行同期储蓄存款利率的情况下，金融市场存在着明显的无风险套利机会，家庭金融资产替代的大规模出现将会使传统意义上的银行存款数量逐步减少，法定存款准备金率的货币政策工具功能将会逐步减弱。在银行理财业务完全替代传统存贷业务的极端情况下，法定存款准备金率便失去了货币政策工具的功能。从现象上观察，2010年1月18日至2011年6月20日，中央银行共12次上调法定存款准备金率，大型金融机构的法定存款准备金率从16%上调至21%，但除个别月份外，货币供应量（M2）的增速并未有明显的变化。也就是说，法定存款准备金率作为货币政策工具的作用正逐步减弱。其中的原因可能有多种，但银行理财产品的大规模发行可能是主要原因之一，这就部分验证了我们以上的推论。

（二）商业银行理财产品的大规模发行降低了中央银行再贴现率作为货币政策工具的效力

中央银行改变再贴现率的目的是要影响商业银行的融资成本，以期达到改变金融市场利率水平和微观经济主体融资需求的目的。从传导机制上看，中央银行提高或降低再贴现率，其意图在于通过影响商业银行的融资成本，一方面，在商业银行贷款利率水平一定的情况下，其融资成本的变动影响商业银行的贷款意愿；另一方面，在贷款利率水平变化的情况下，影响微观经济主体的借款需求，从而达到收缩或扩张货币供应量的目的。因此，在利率市场化和商业银行利润最大化假设前提下，再贴现率作为中央银行一种价格型的货币政策工具，有调节货币供应量的功能。但在一个利率非市场化或利率管制的环境中，中央银行并不通过再贴现率间接影响金融市场利率水平，而是直接管制法定的存款、贷款利率水平。理论上讲，在银行理财产品大规模存在的情形下，商业银行的资产规模扩张完全可以不再单纯依赖传统的负债业务扩张，通过基于财富管理的理财产品募集资金将存量资产证券化或委托贷款即可达到信贷资产扩张之目的。在极端的情况下，商业银行可能根本无需向中央银行以再贴现的方式融资，通过发行理财产品募集资金也完全可以达到资产扩张的目的。因此，中央银行再贴现率变动对货币供应量的影响力出现了不同程度的减弱。

（三）商业银行理财产品大规模发行有促进中央银行公开市场业务有效性的倾向

公开市场业务指的是中央银行直接进入债券市场进行债券交易，通过买进

用信托原理大规模发行理财产品是实现资产扩张的有效途径，负债业务理财的倾向已经开始出现。此外，在目前约束条件下，为降低信托产品和信托公司的市场风险，以避免中国当年信托公司“集体沉没”现象重演，核心资本充足率的监管政策有可能延伸到信托行业。倘若如此的话，信托产品尤其是商业银行基于信托原理发行理财产品等此类“影子银行”业务将受到更为严格的约束，理财产品的市场规模将会出现不同程度的影响，从而间接地影响中央银行的货币政策有效性。

（二）在部分银行理财产品发行审核制度下，监管行为约束着理财产品的市场规模，影响着货币政策的有效性

在核心资本充足率一定的情况下，商业银行可以通过一些制度安排将未到期的资产移到资产负债表之外，减少表内资产数额，从而间接提高核心资本充足率。因此，商业银行发行诸如资产担保证券（Asset-backed Securities, ABS）和抵押支持证券（Mortgage-backed Securities, MBS）之类的理财产品，多是出于此种目的。理论上讲，只要银行理财产品的发行规模和期限与银行的资产规模和期限相匹配，在核心资本不变的情况下，银行的资产规模也可以不同程度地扩张。但在中国目前的监管体系下，商业银行并不能够完全按照自己的意愿发行理财产品，多数理财产品特别是高风险理财产品的发行尚需银监会的审批。如此情形下，银行监管部门具有根据市场情况控制或调节理财市场规模和品种的职能，从而间接地影响家庭金融资产替代的规模和货币政策的有效性。

（三）金融监管部门通过部门规章制度约束诸如政信合作、银信合作、银保合作等商业银行行为，间接地影响银行理财市场的规模和品种，从而起到影响货币政策有效性的作用

例如，银信理财合作业务，是指商业银行将客户理财资金委托给信托公司，由信托公司担任受托人并按照信托文件的约定进行管理、运用和处分的行为。上述客户包括个人客户（包括私人银行客户）和机构客户。为规范银信理财合作业务，2010年8月10日，《中国银监会关于规范银信理财合作业务有关事项的通知》要求商业银行将之前的银信理财合作业务中的所有表外资产在2010年、2011年两年全部转入资产负债表内，并按150%的拨备覆盖率计提准备金。诸如此类的部门规章制度的逐步颁布与实施，影响着商业银行发行政信合作、银信合作、银保合作等理财产品的收益与成本，间接地起到了影响银行理财产品市场的品种与规模的作用。

其应用受到了一定的限制。

在此基础上,学者们对资产组合理论进行了延伸,又形成了两种资产定价模型:资本资产定价模型、套利定价模型。

资本资产定价模型,简称 CAPM 模型,该模型的基本假设是:投资者是厌恶风险的,其目的是使预期收益达到最大;所有的投资者对所有证券的均值、方差都有相同的估计;不考虑税收因素的影响;完全的资本市场;资本市场处于均衡状态。基于这些假设,夏普研究后认为,当所有投资者面临同样的投资条件时,他们就都会按马科维茨模型做出完全相同的决策。

CAPM 模型一直在金融定价模式领域占统治地位,然而,史蒂芬·A. 罗斯认为,事实上找不到实际的证券来证明这个模型。由此,罗斯提出了“套利定价理论”,简称 APT 模型。APT 模型与 CAPM 模型的主要区别在于:CAPM 模型依赖于“均值—方差”分析,而 APT 模型则假定收益率是由一个要素模型生成的,因此后者不需像前者那样对投资者的偏好做出很强的假定,即 APT 模型并不依据预期收益率和标准差来寻找资产组合,它仅要求投资者是财富偏好者。

不难看出,马科维茨分散投资理论的主要贡献在于运用数学公式建立起一套模型,系统阐明了如何通过有效的分散来选择最优资产组合的理论和方法。夏普的 CAPM 模型为资产选择开辟了另一条途径,他运用对数据的回归分析来决定每种股票的风险特性,把那些能够接受其风险和收益特性的股票结合到一个“组合”中去,这种做法大大简化了马科维茨模型的计算量。罗斯的 APT 模型则从假设条件上做文章,因而更具有广泛意义。总之,现代资产组合理论通过以马科维茨、夏普、罗斯等为代表的众多经济学家的努力,在基本概念的创新、理论体系的完善、研究结论的实证和结论应用的拓展上都取得了重大进展。但时至今日,现代资产组合理论仍然存在一些不足。

(1) 马氏分散投资理论的缺陷。在理论上,马氏的“大多数有理性的投资者都是风险厌恶者”这一论点,其真实性值得怀疑。按马氏的理论设想,预期收益和风险的估计是一个组合其所包括证券的实际收益和风险的正确度量;相关系数是证券未来关系正确的反映概念;方差是度量风险的最适当的指标。这些观点难以让人信服。因为,第一,历史的数字资料不太可能重复出现;第二,由于一种证券的各种变量随着时间的推移经常变化,因此证券间的相互关系不可能一成不变;第三,按照马氏理论,应用价格的短期波动决定一种证券的预期收益,应有一个高的或者低的预期方差。但在实践中,如果投资者受了有限流动性的约束,或者他们确实是一些证券的保存者,那么短期价格

富管理业务是利用所掌握的客户信息与金融产品,在分析客户财务状况的基础上挖掘客户的财富管理需求,通过向客户提供整合的银行、保险和投资理财产品与服务,协助客户实现资产保值增值的业务”^①。我们认为,以上诠释实际上都是在诠释财富管理的手段,尤其是强调财富管理咨询机构提供外力——咨询,帮助微观经济主体管理财富的种种行为,而并非财富管理本身的全部。

从文法上理解,“财富管理”实际上是谓语后置,其正常顺序应该是“管理财富”,是指微观经济主体自身的财富管理行为本身。以下我们想要说明的是,什么是经济主体的财富、经济主体管理财富的目标是什么。

(一) 财富的概念界定及其构成

对财富的研究由来已久,最早的认识源于古希腊哲学家色诺芬(Xenophon),他认为财富就是具有使用价值的东西。^②重商学派认为,财富便是货币,便是金银。亚当·斯密(Adam Smith)认为,财富是可供交换和消费的商品,认为“一个人是贫是富,看他能在什么程度上享受人生的必需品、便利品和娱乐品”。由于他在价值观上持二元劳动价值论观点,故同时又认为,“是贫是富要看他能够支配多少劳动,换言之,要看他能够购买多少劳动”^③。这是人类第一次把劳动看成财富。阿尔弗雷德·马歇尔(Alfred Marshall)认为,财富包括私人产权的能满足个人需要的物质以及私人所有的、能帮助其获得有用物质的非物质资源。^④米尔顿·弗里德曼(Milton Friedman)在研究货币与财富的关系时发现,人们的现期收入是不固定的,持久性收入却是固定的,可以代表财富,从而第一次将收入和财富的关系清楚地揭示。^⑤在批判上述争议的基础上,戴维·W.皮尔斯认为,“任何有市场价值并且可用来交换货币或商品的东西都可被看成财富。它包括实物与实物资产、金融资产以及可以产生收入的个人技能。当这些东西可以在市场上换取商品或货币时,它们被认为是财富。财富可以分成两种主要类型:有形财富,指资本或非人力财富;无形财富,即人力资本”^⑥。

我们认为,财富是指一切能够为所有者带来收入的经济资源。这种经济资

① 王都富.中国富裕阶层金融行为研究[M].北京:中国金融出版社,2010:5.

② 色诺芬.经济论:雅典的收入[M].张伯健,陆大年,译.北京:商务印书馆,1961:3.

③ 亚当·斯密:国富论[M].王亚南,郭大力,译.北京:中华书局,2012:1.

④ 马歇尔.经济学原理:上卷[M].朱志泰,等,译.北京:商务印书馆,1964:76.

⑤ M.弗里德曼.货币数量论——一个重新的表述[M].芝加哥:芝加哥大学出版社,1956:4.

⑥ DAVID W PEARCE.现代经济学词典[M].宋承先,等,译.上海:上海译文出版社,1988:12.

管理者借入资源时,必然约定在某一时间段放弃自身所有的资源作为租金,实际上是对自有资源的运用;另一方面,在复式记账法则下,借入资源必有一科目进入资产负债表的借方,作为资产,管理者对其有使用、占有、支配、处分的权利。而且负债管理具有从属性:管理人借入某种经济资源,必定要将这些经济资源进入资产负债表的资产部分再加以管理。

(三) 家庭财富管理的特殊性

家庭财富管理,或称个人财富管理,是财富管理的重要分支,也是目前最受各类金融机构重视的一类财富管理方式。金融机构之所以对此十分青睐,参与者众多,可能是因为,在它们看来,相比于政府和企业,个人或家庭的财务知识匮乏,资源配置意识相对淡薄、对经济信息的解读能力相对较弱、资源配置的能力相对不高,所以更需要第三方对其资产进行管理,以实现家庭财富的最大化,有目的“高尚”的一面。也可能是因为,在信息不对称的约束下,包括主流金融机构在内的各类所谓财富管理机构,看到了一个巨大的盈利空间,有利益驱动的因素。一般说来,家庭财富管理有如下的特点:

1. 具有典型的生命周期性特征

与政府和企业的持续经营假设不同,个人或家庭的持续性受到生理规律的影响,不论是个人还是家庭,就其个体而言,一定会在某个时间点消亡。这个特性使得家庭的财富管理具有明显的周期性特征。如在青少年期,个人一般会借入其他资本,进行人力资本的积累,包括接受学校教育、接受业务技能培训等,而在退休期,则很少进行这方面的投入;又如在成年后,由于居住的需要,一般必须配置自有住房,但在青少年时期则很少有这个需求。

2. 财富管理受到管理者风险偏好的影响

在上节数学定义中,无论是长期配置还是短期配置,我们都加入了最大风险的约束条件 $X_i V X_i^T \leq V_0$ 和 $Y_{si} V_s Y_{si}^T \leq V_{s0}$ 。相比于其他的管理主体,家庭间的风险偏好程度的差异更大,这会引起其他条件相同的家庭资产配置间的差别。一般认为,家庭财富总量越大,风险偏好越大,或者说,家庭财富总量越大,风险承受能力越大;处于青年期和中年期的个人的风险偏好比处于老年期的个人风险偏好大。

3. 人力资本管理具有较大的局限性

在政府财富管理和企业财富管理中,人力资本实际上是对外部资源的引入,如企业的人力资源管理,是通过人力资源需求分析,招募合格人才并实行优胜劣汰。而家庭财富管理中的人力资本管理是管理者对自身的人力资本的管理,具有较大的局限性。如人力资本的开发运用受到自身禀赋限制,一个身体

4. 房地产投资：实物资产选择

从资产管理模式看，房地产投资也可分为两类：直接房地产投资和间接房地产投资。直接房地产投资是指以直接买卖或出租房地产为手段，以赚取房地产买卖差价或租金收入为目的的房地产投资方式；而间接房地产投资是指投资于类似房地产信托投资基金（REITs）一类的金融工具投资。本部分所述的房地产投资主要是指房地产直接投资。

一个最近兴起的概念是“产权式投资”，按照通行的说法，产权式房地产投资（以下简称产权式投资）是指投资者从房地产开发商处购得标的物业，再将标的物业托付给房地产经营企业（如物业管理企业、酒店经营企业）经营的一种投资模式。虽然这个定义很简单，但其中却隐含着关乎投资法律关系的问题，即投资者从房地产开发企业取得物业，是以何种方式取得。从国外的经验看，产权式投资一般要求投资者取得物业所有权，即向房地产开发商购买物业。但是从目前国内此类投资的运作模式看，投资者所取得的标的资产，却不一定是物业的所有权。主要原因在于：

（1）自《中华人民共和国物权法》出台以来，我国法律明确了不动产产权的转移以登记为要件，而部分地方性法规或规范性文件又明确规定禁止特定物业（如酒店）的分割出售，导致相关物业不能转移给零散的投资者。在这种情况下，即便是开发商与投资者签订了买卖合同，他们之间的关系也只是债权债务关系。

（2）部分开发商由于各种原因（如需要将标的物业向金融机构抵押融资）本身不愿意出售物业所有权，或者标的物业的权属本身存在争议，开发商不能出售物业所有权，继而向投资者出售物业的经营权或者物业的租赁权。

从严格意义上看，任何投资者如果进行无法取得物业产权的投资，都不能称为产权式投资，其实质属于民间借贷。只有投资者取得了标的物业的产权的投资才属于房地产投资，而且是直接的房地产投资。

直接房地产投资具有以下特点：①投资起点较高。撇开所谓的豪宅不论，中国一线城市里100平方米以上房产的价格总额大都在几十万甚至于几百万元人民币左右，房产不可能是普通家庭的主要投资品种。②根据国外的经验，房价有明显的周期性和地域性，在宏观经济上行和利率下行的区间内，房产价格的波动和风险可能不大，但并不意味着房地产投资没有风险。事实上，从美国、日本、中国香港的经验看，房地产市场价格泡沫的破灭对于普通的家庭来说，可能是灾难性的打击。③在中国目前的情形下，房价问题不仅仅是一个经济问题，可能还是一个社会问题。在这种背景下，政府的房地产调控政策会在

(1) 无独立的担保措施。风险备用金账户看上去与担保公司作用相当，实际上完全不同，具体表现在资金的提供方、保障范围、资金来源、失效条件和法律性质五个方面。虽然风险准备金账户能起到一定的风险控制作用，但并不是典型意义上的担保措施，其对贷款人的保障力度也较小。此外，担保服务与居间业务都由平台公司提供，这有可能使平台公司在经营上陷入两难境地：如果偏重业务发展，则风险准备金账户很可能被用罄，最终影响业务的发展；如果偏重风险控制，则有可能将借款人的融资成本增加，最终也会影响业务发展。实际上，此种模式将本应该属于两个企业提供的服务集中为一个企业提供，对平台企业的资产定价能力、内部控制等都提出了更高要求。

(2) 贷款利息完全归贷款人所有。由于本金保证计划等措施不能完全覆盖借款人信用风险，大部分信用风险仍然由贷款人承担，故借款人付出的利息全部归贷款人所有，平台公司的风险补偿由贷款费用承担。贷款利息都归贷款人所有，会造成不同贷款的利率不一样。这实际上是将借款人、贷款人分别作了市场细分，高风险承受能力的贷款人对应信用不佳的借款人和风险较高的贷款，低风险承受能力的贷款人对应信用优良的借款人和风险较低的贷款，这有助于提高整个平台的运行效率。

(3) 平台运营风险较大。目前，无担保模式为了与有担保模式竞争，多数引入了本金保障计划机制。为了业务发展，部分 P2P 平台机构展业比较激进，对不良类贷款实行通融赔付，大大超过了自身的承受能力。甚至部分没有本金保障计划机制的平台，也对不良类贷款进行赔付。赔付的增多让平台机构铤而走险，这样更加大了平台的运营风险。如优易贷、安泰卓越、众贷网、城乡贷等一批平台机构轰然倒下，多少都与这些因素有关。见表 4.14。

表 4.14 风险备用金账户与连带责任担保的区别

项目	本金保证计划	连带责任担保
信用提供方	平台自有账户	独立的第三方担保公司
保障范围	根据借款信用的不同，分为部分本金、全部本金、本金及利息三类	本金及利息
资金来源	从平台的服务费中收取	单独收取担保费
失效条件	风险备用金账户用罄	担保公司破产，无力履行担保责任
法律性质	一般的商事约定	典型的担保

再看余额宝类理财产品。余额宝类理财产品运作模式比较简单，即用互联

成员的资金支持来变成富翁。

按先后顺序来看,中国高净资产人群主要的个人意愿为:积累财富、追求更高质量生活和继承财富。这跟第一代财富创造者和比他们稍小的下一代的财富追求目标是一致的。

从地理分布来看,中国高净资产人群主要集中在中国三个核心经济区域,即长江三角洲、珠江三角洲和环渤海。其中五个省市,包括广东、上海、浙江、北京和江苏地区的高净资产人群数量约占全国范围内总数的47%。这些人群不仅汇聚在中国经济中心如北京、上海、深圳和广州等地区,他们的身影也出现在较小的城市如温州、福州、义乌、宁波、佛山。

三、中国财富管理行业

中国财富管理行业的市场很大,但缺乏客户分类和多样化的服务和产品。这一领域的主要市场参与者包括银行、保险公司、共同基金管理公司、信托公司和证券公司。

在过去几年,中国财富管理服务行业已取得了突飞猛进的增长。根据中国保险监督管理委员会提供的数据,从2003年至2009年,保险业总资产增长了三倍多,从2003年的1.23万亿元RMB增加至2009年的4.06万亿元RMB。在同一时期,中国基金公司所管理的资产从200亿美元增加至3370亿美元,增加了17倍。中国的信托资产在2009年增加至189740亿元RMB。银行管理的财富总额增加至2009年的5万亿元RMB。2009年,在所有家庭可投资资产中,现金和存款总额达到了4.3万亿美元。在中国,由于有超过75%的私人财富仍然是以现金和存款形式被持有的,因此财富管理服务行业未来有着巨大的增长潜力。

四、高净资产人群财富管理服务业

中国高净资产人群的财富管理服务行业正处于发展的初期阶段,因此市场普及率低,客户认知度逐步提高,市场分散,增长潜力大就成了这一阶段该行业的主要特点。

(1) 较低的市场普及率

目前,中国大约有80%的高净资产人群自己管理他们个人的财富和自己做投资决策。这些人群持有的现金和存款额不到他们总资产的40%。他们投资的对象主要集中在股票、共同基金和银行理财产品上。

就财富管理产品和服务的供应而言,这一市场仍处于早期发展阶段,因此也存在诸如成熟产品、运营经验、合格的专业人才缺乏等不足。

此外,在中国,由于高净资产客户的财富管理服务属于新兴行业,目前

（二）债券发行市场趋势分析

1. 发行规模扩大，债券品种日益丰富

如果说过去十年中国金融市场的爆发式增长促成了非标准金融资产（银行理财、信托计划、券商集合理财等）规模的扩大，但是，近年来稳定增长的市场需求为债券市场带来了新的发展机遇，大量非标准化的金融资产通过资产证券化转换成了标准化的债券，建立规范的二级市场成为了适应各类机构资产管理基金化趋势的需要。在存贷利率市场化的背景下，直接融资工具将逐步替代部分间接融资工具，这将会创造出更多的债券新品种，如真正意义上的地方政府债券、基于不动产支持的债券等，而既有的资产证券化产品、针对企业的专属债券、集合票据等品种也将迎来新的发展机遇及宽松的政策环境，具有较大的创新与发展空间。

2. 债券发行标准的降低，使得更多的融资主体通过债券市场融资，一个多层次的债券市场体系基本形成

从历史上看，我国债券市场对发行人的资质要求很高，近乎苛刻，除中小企业私募债、城市投资债券之外，其他债券发行人的准入门槛普遍高于制度上的要求，将大量融资需求主体挡在了债券发行大门之外。此外，债券发行人出于维护自身声誉和再融资能力的考虑，即使发行人债券投资项目失败，缺少了正常兑付债券本息的能力，也很少以违约的方式处理，而是采用各种风险后移的方式解决。债券市场发展了 30 余年，迄今为止鲜有实际违约的案例出现，债券市场似乎成为了无风险金融资产市场，不能不说是中国债券市场的典型特征，具有鲜明的中国特色，但无论如何不能算是债券市场的一个正常现象。此类现象的长期存在，一方面，使得中国的债券失去了本来意义上的风险收益相对称的金融资产本质，扭曲了债券市场的基本功能；另一方面，政府背书债券信用以及债券投资的稳赚不赔，强化了债券发行人的道德风险，更不利于投资者教育、风险意识和信用文化的建设，值得深入思考。

二、债券二级市场

中国债券二级市场的兴起与发展最早可追溯到 1987 年，在此之前，债券只有一级市场，没有二级市场。1987 年 1 月 5 日，中国人民银行上海分行公布《证券柜台交易暂行规定》，明确了经认定的政府债券、金融债券、公司债券等可以在经金融监管部门批准的金融机构办理柜台交易；1988 年，金融监管部门批准在全国 61 个大中城市进行国债流通转让的试点，开始了银行柜台债券现货交易。经过 20 多年的发展，我国已经基本上建立起以银行间债券交易

（三）快速发展阶段

2006—2009 年期间，银行理财市场的产品发行数量再翻 5 番，发行规模增长 22.75 倍，达到了 4.75 万亿元。这一阶段的增长主要得益于银行理财产品新品种的不断推出，“打新股”、QDII、结构性理财产品等的发行将中国人理财投资的热情不断推高。

2010 年，理财产品发行量突破万亿元大关，发行数量达到 7.05 万亿元。2011 年理财产品发行数量呈现爆发式增长，前 7 个月的发行数量就已超过 2010 年全年，截至 11 月底的发行规模已逼近 16 万亿元。究其原因，宏观经济环境的变化是这一阶段理财市场扩容的主因：2010 年，CPI 增长率从年初的 1.5% 直逼年末的 5.1%；2011 年 CPI 上涨势头依旧不改，严峻的通货膨胀形势直接逼迫货币政策转向稳健的通道，在这一政策环境下，一方面银行信贷资金出现前所未有的紧张，直接导致其通过理财产品的发售来缓解资金压力；另一方面，面对日趋严峻的通货膨胀形势，投资者通过理财产品寻求资产保值的需求也日益旺盛。两方面的市场因素共同引发了 2010—2011 年银行理财市场的繁荣景象。这个阶段银行理财产品市场出现了以下两个趋势：

（1）银行理财产品本币化，以外币理财产品为主的市场格局逐渐被以人民币理财产品为主的市场格局取代。由于外币的大额存款利率已经实现了市场化，各商业银行可以自主决定，商业银行通过理财产品吸引外币存款动机减弱，而通过发行理财产品吸引本币存款的动机增强，以理财产品的方式实现本币存款利率的市场化。

（2）银行理财产品收益固定化。2008 年开始的全球金融危机，让前期发行的投资于较高风险境外资产的代客理财产品发生巨亏，投资者开始“用脚投票”，前期发行此类产品较多的外资银行面临着巨大的声誉危机。在这种背景下，银行理财产品的风险收益属性趋于稳健：投资于股票市场的理财产品采取结构化设计，更多银行理财产品投资于银行的增量贷款或信贷资产，而银行对这些基础资产的风险控制，比照其自营贷款进行管理，风险相对较小。

（四）稳定发展阶段

2010 年，中国银监会开始对银行理财产品投资运作进行一系列规范，银行理财产品开始进入稳定发展阶段，演变为中国主流的理财市场。这主要表现在以下几个方面：

（1）理财产品发行机构增多。理财产品发行初期，发行银行理财产品的银行主要是国有控股商业银行和股份制商业银行，但目前银行理财产品的发行机构不仅涵盖了所有的国有控股商业银行、股份制商业银行和大型区域性商业