



中国工商银行私人银行部出品

2016 年第五期 总第二十期



登峰策

君子偕
伙伴同行



工银私人银行，
重新定义财富管理，
布局宏观，
战术精准，
并肩屹盛世，
踏阶稳登峰。

您身边的银行 可信赖的银行

网站 www.icbc.com.cn 服务热线 95588



主编寄语

在动荡中保持稳健

这是一个有些戏剧性的时刻。

一位名叫唐纳德·特朗普（Donald Trump）、未从过政的商人，在美国大选中获胜，让那些寄望于更有国际声望、懂得把握尺度的希拉里·克林顿（Hillary Clinton）当选的选民们大跌眼镜。

和英国脱欧的投票有点像，全球市场出现了过激反应：美国时间11月8日晚，大选结果出炉前，资本市场的恐慌开始蔓延并加剧。

已经开盘的亚太股市普跌，日经225种股票平均价格指数大跌超过5%，创英国“脱欧”公投以来最大跌幅。美国道琼斯工业平均指数比前日收盘一度重挫超800点。华尔街金融机构针对特朗普当选对资本市场的影响是这么预测的：标准普尔500种股票指数将面临抛售暴跌。黄金期货成为避险的首选。11月8日，纽约商品交易所12月黄金期货价格暴涨。

有趣的是，特朗普当选后，美股却表现出了“利空出尽”的“特朗普式”反弹：恐慌只持续了七八个小时，道指便收涨至历史高位，标普收涨、纳指收涨。这还带来了债市的连锁反应。

市场担忧特朗普推动的经济增长计

划，可能导致通胀上升，全球债券市场在当天应声缩水超3000亿美元。接着，意大利又开始向市场注入不确定性：公投修改宪法。

从12月5日初步计票结果来看，反对修宪人数比例更高。现在市场担心的是，意大利会不会走上“脱欧”公投之路，让欧元区笼罩在“不确定性”中。

经历了英国脱欧公投的“黑天鹅”事件后，在面对特朗普的意外当选时，人们的心理承受能力正在变得更好：在无法改变的现实面前，更明智的选择是保持更好的心态，做更稳健的投资。

全球金融危机以来，外围市场动荡已经成为一种“惯常状态”。不过，这种动荡随着政治经济环境的变化，正在变得难以预测，而又深刻影响着身处其中的各个经济体，也包括中国。如何保持投资的稳健、展开财富的良性代际传承，成为重要命题。这时，专业的力量得以突显。

巴菲特是专业力量可以参考的样本——特朗普当选以来，在全球的动荡中，他的财富两周内暴增110亿美元。无论是旗下伯克希尔·哈撒韦公司持有的6家金融机构的股份，还是B股，以及五年

前购买的认购权证，都给他的收益提供了正面效应。当然，这不是巴菲特在哪一位候选人当选美国总统中做的短线投机，恰恰相反，他更认清的是美国与全球的投资趋势，这才是他投资稳健的法宝。

中国的专业力量也正致力于趋势投资，无论外围如何动荡，关注的不是“一城一池”的得失，而是更长期的回报。这给家族财富管理提供了重要参考和有效的工具与方法。在本期的杂志中，我们将看到，专业的力量如何在家族财富管理中发挥效用，他们是如何运转的。

互通有无，加深交流，是获得更多投资机会与信息的重要途径。在本期的杂志中，我们还将看到阿布扎比是如何与工银私人银行合作共赢的：全球化、国际化，与稳健的经营能力优势正在突显。

放眼长远，在动荡中保持稳健，是一种能力，更是一种心态。外面风雨再大，也抵不过内心宁静的力量。

执行主编



主办单位

中国工商银行私人银行部

协办单位

第一财经周刊

采编中心

出版人／马健

主编／徐卫东 邹慧丽

副主编／钱晓阳

编审／马根妹

统筹／张越 陈如一 张羽

执行主编／朱宝

编辑总监／洪潇

资深主笔／肖文杰

记者／陆佳裔 吴洋洋

视觉总监／戴喆骏

首席美术编辑／景毅 蒋亦哲

平面设计／项凯

图片编辑／马赛 殷莺

流程主管／徐如

校对／俞培娟

广告中心

活动总监／田佳禄

策划经理／车跃

广告热线／13671522507

版权所有 侵权必究

每两月出版

《私人银行》隶属《第一财经周刊》增刊随报及中国工商银行

私人银行高端数据库赠阅

CONTENTS

目 录

14 | FAMILY FORTUNE
家族财富

家族企业的传承与治理

随着中国的经济发展日益迅速, 家族财富管理越来越成为富裕人群所关注的问题。如何能够运用财富给家人和子女带来优渥的生活, 如何在变幻莫测的经济环境中掌控资金稳定, 如何给后代留下足以延续的资产和家族信念, 都是当下值得思考和探讨的问题。



OPINION

• 观点 •

FOCUS

• 焦点 •

ICBC

• 商学院 •

ART

• 文艺 •

LIFESTYLE

• 生活家 •

NEWS

• 资讯 •

8 / 宽松货币无法永续
10 / 战略性新兴产业成为
中国经济蓄势前行的新动力
12 / 媒体头条

14 / 家族企业的传承与治理
16 / 西方家族治理经验
——打破“富不过三代”的魔咒
20 / 家族办公室
——家族财富的“超级管家”
22 / 内部沟通：
解决两代人之间的冲突

25 / 中国市场资产配置方法和实践分享
30 / 传承让老品牌焕发新活力
——专访友臣食品总裁游晓文、
工商银行泉州分行行长周灿森
34 / 贺志强：“独角兽”背后的饲养员
36 / 王正华：老师和他的“春秋大业”
38 / 探索新丝绸之路，
“一带一路”下的中东欧投资机会
44 / 徐翔：照亮君子伙伴同行道路的
“精诚之光”
45 / 包文豪：跨越藩篱，终将行至宽处
46 / MOM与FOF傻傻分不清？
带您一次认清楚

50 / 光影相随，至美由心——
“2016·光影伙伴”工银私人银行杯
摄影大赛圆满落幕
60 / 老相机里窥新颜
64 / 辞旧迎新艺相伴
声如洪钟美如画

68 / 举世瞩目的万宝之宫
——卢浮宫博物馆
72 / 一次几乎要失败的伟大的成功
76 / 通过工银私人银行，
让全球更多精英人士成为我们的庄园主
78 / 想念圣诞节？
不如化身圣诞老人

82 / 工行快讯
84 / 城市活动



《晨曲》

天似穹庐，笼盖四野。

日出的太阳将烁亮的光明涂抹在苍茫草原上，空气中弥漫起凛冽而清爽的气息。晨晖裹挟着寒风从各个方向吹刮而来，偏偏西北的苍穹与四野面面相连，一切仿佛都被凝缩于天地之间。

层层雾霭中，近景处牧马人如勇敢的战士般策马奔驰，随着清脆的长鞭声，上百匹骏马向着金黄色的草原撒蹄狂奔，烈髻舞动，威风凛凛；所经

之处无不溅起漫天尘嚣。动静之间，远处的浩瀚草原成为天地合一的背景，辉煌金色被演绎得淋漓尽致；光影结合中，恰到好处的表现了这天然画卷般的英雄壮丽景象。

相机成为记录牧马人进取精神的最好工具——以昂扬不怕艰辛的生活状态，积极面对人生中的风雪严寒，用热情去拥抱生活。人与自然的完美结合，也很好地诠释了本次大赛的主题“光影伙伴”。

本期封面照片是工银私人银行客户谢世森先生拍摄的作品《晨曲》，荣获“2016·光影伙伴”工银私人银行杯摄影大赛金奖。

OPINION

观点

媒体头条

战略性新兴产业成为中国经济蓄势前行的新动力

宽松货币无法永续



宽松货币无法永续

从长期来看，不仅宽松政策无法永续，宽松政策的影响也正在从偏向正面转为偏向负面。人无远虑，必有近忧，对于长期稳健投资而言，现在更需警惕货币幻觉，把握真实周期。

文 | 程实

“橘生淮南则为橘，生于淮北则为枳，叶徒相似，其实味不同。所以然者何？水土异也”。同一种事物，在不同环境下，其属性也大为不同；环境变了，对同一种事物的认识和判断也需要应时而变。

9月至10月议息大潮渐逝，全球流动性拐点被证伪，宽松货币的基调得以确认。尽管市场由于宽松续杯而欢欣鼓舞，但我们认为，短期安全并不意味着长期无虑，由于全球经济环境在危机发生8年之后发生了根本性转变，宽松货币的作用已经从偏向正面逐渐转为偏向负面。如此背景下，对宽松续杯的市场亢奋无异于饮鸩止渴，理性投资更需警惕货币幻觉、把握真实周期。

产出缺口缩小，宽松收益下降

经济学的一个基本共识在于，长期中，货币是中性的，能够影响实体经济的只有真实要素；短期中，货币是非中性的，宽松货币政策能够产生两种效应，增长效应和通胀效应，决定两者比例的是产出缺口和时间。只有存在产出缺口的，宽松货币才能提振经济增长，而随着时间推移，增长效应逐渐

减弱，最终短期过渡到长期，货币回归“面纱”本色，增长效应全部让位于通胀效应。实际上，从时间线看，危机已过去8年，全球宽松政策增长效应显现的高峰期已经过去，政策边际效应递减的程度不断加大。更关键的是，从经济环境看，产出缺口不断缩小，宽松货币越来越难以带来真实的刺激作用。我们利用IMF的基础数据进行了测算，全球有统计数据的27个主要经济体的产出缺口已达到2009年以来的最低点。2016年，主要经济体产出缺口（实际经济增长率低于潜在水平的绝对值）的平均值为1.22%，较2015年下降0.32%，较2009年下降1.65%；有5个主要经济体的产出缺口彻底消失，其中就包括德国这种系统重要性国家，而3年前还没有任何一个经济体达到这个状态。2017年，27个主要经济体产出缺口的平均值将进一步降至0.82%，产出缺口消失的经济体数量将从5个升至7个，美国的产出缺口也将降至0.55%的绝对低位。产出缺口缩小，意味着宽松收益不断下降，宽松货币对实体经济不仅长期无益，短期也日显“鸡肋”。

路径依赖渐强，政策效率降低

宽松货币产生增长效应，需要一个传导过程，政策传导路径是否通畅决定了政策效率的高低。从政策传导机制角度看，宽松政策的政策效率也在不断降低：第一，“流动性陷阱”不断凸显，宽松货币对利率的影响日渐式微。无论是传统货币政策，还是超常规的资产购买，对市场利率的压降作用不断削弱，以至于全球央行愈发注重对收益率曲线的直接调控，但目前来看，效果有限。第二，实体经济的利率敏感性下降，宽松货币对长期投资的提振愈发有限。由于全球经济增长中枢下移，长期投资的预期回报率相应下降，实体经济对宽松货币的行为反应变得迟钝。第三，宽松货币路径依赖渐强，政策难以通过“动态不一致性”获得积极效果。全球央行被市场绑架，鸽派风格占据主导地位，持续宽松对疲态市场和惰性经济的刺激效应不断下降。

第四，竞争性宽松引致全球囚徒困境，外部性问题削弱了宽松政策的真实影响。宽松货币成为一种普遍选择，竞争性汇率贬值现象广泛出现，全球化退潮抑制了宽松政策全面的效果显现。

长期风险积聚，政策成本上升

经济世界从没有免费的午餐，宽松货币始终是有成本的。随着宽松货币不断加码，各类风险持续积聚，政策边际成本递增，宽松货币愈发成为一种得不偿失的选择。第一，无节制的宽松货币会削弱实体经济的活力。刺激性政策对结构性政策产生挤出效应，宽松货币一定程度上抑制了实体经济有益的自发调整，削弱了资源配置的长期效率和经济体系的内生活力。第二，无节制的宽松货币导



短期安全并不意味着长期无虑，由于全球经济环境在危机发生8年之后已发生根本性转变，宽松货币的作用已经从偏向正面逐渐转为偏向负面。



致就业市场长期僵化。在劳动力市场接近自然率水平的状态下，货币政策继续宽松将导致贝弗里奇曲线发生不利的移动，结构性失业取代周期性失业成为核心问题。第三，无节制的宽松货币引发资产泡沫风险。实体经济的羸弱不足以吸纳持续释放的流动性，资产泡沫势必将成为宽松货币的伴生产物。第四，无节制的宽松货币提升长期通胀中枢，甚至可能会带来阶段性、区域性滞胀现象。

警惕货币幻觉，把握真实周期

辩证认识这个充满不确定性的世界，把握有序的投资节奏，需要严格区分短期和长期。我们认为，从短期来看，全球流动性拐点尚未到来，市场业已形成美联储12月加息的一致预期，在此之前，宽松续杯将持续刺激金融市场维持强势。然而，从长期来看，不仅宽松政策无法永续，影响也正从偏向正面转为偏向负面。对于长期稳健投资而言，现在更需警惕货币幻觉，把握真实周期。我们建议：远离明显高估的市场，关注低估值市场的“双面价值”；警惕宽松货币催生的资产泡沫，关注真实周期中较为稀缺的活力要素。总之，今时不同往日，宽松续杯有如饮鸩止渴，与其沉溺其中，不若保有理性，防患于未然。☞

程实

工银国际研究部主管

战略性新兴产业成为中国经济蓄势前行的新动力

传统的增长动力在逐步减弱，需要在新常态下培育新的增长动力。因此，发展创新型的战略性新兴产业，已经成为主要经济体产业结构升级和抢占全球经济发展制高点的关键。

文 | 巴曙松 李懋

在动荡的全球经济金融环境下,无论是发达经济体,还是新兴经济体,都程度不同地面临着共同的问题。那就是:传统的增长动力在逐步减弱,需要在新常态下培育新的增长动力。因此,发展创新型的战略性新兴产业,已经成为主要经济体产业结构升级和抢占全球经济发展制高点的关键。中国推动战略性新兴产业发展的一系列举措,正逐步产生效果,并增强中国经济蓄势前行的新发展动力。

在中国当前重点推动战略性新兴产业发展,主要是在劳动力成本等持续上升、追赶型增长方式面临外部约束等背景下的必然政策选择,体现了内生增长的内涵。经典的内生增长理论认为,国家或地区经济可不依赖外力推动而通过自身内在因素实现持续健康增长,内生的技术进步和创新是推动经济持续增长的决定要素,其中技术创新是经济增长的源泉,而劳动分工程度和专业化人力资本的积累水平决定技术创新水平高低。技术进步带来消费需求结构和产业结构分化,由技术研发机制、市场培育机制、制度激励机制共同作用直接推动产业发展。战略性新兴产业内生性增长体

现为需求、知识、制度等内生变量的增长。同时,基于中国当前的市场潜力以及人力资源等方面的雄厚积累,推动战略新兴产业的发展,是有现实条件支持的。另外,适应转型需求的战略新兴产业,往往对整个产业的转型具有一定的先行、引领、引导作用。技术的重大突破导致技术分化,形成不同发展方向的技术,继而依靠技术选择形成市场信赖的技术群和企业群。产业创新技术的先行性、主导性和突破性,使产业具有政策导向作用,预示着未来经济发展重心能够代表未来技术、产业发展的方向,成为产业发展的主流,在未来较长时期内对经济和产业发展具有较强的引领和带动作用。

2016年以来,中国加快推进“三大战略”向现实转化。一是推进一带一路建设,一批交通、能源、通信等产能合作和重大标志性工程落定;二是新增长带、增长极支撑作用显现,京津冀协同发展重大项目加快实施,北京城市副中心加快规划建设,长江经济带生态保护,通用航空、城市轻轨等新兴综合交通建设进一步加强;三是新产业、新业态、新模式等经济形态快速发展,如基于互联网、大数据、物联网和生物技术的应用创新快速拓展,制造业企业数字化车间、智能工厂改造提速。

同时,制度、政策鼓励和保障催促新经济、新动能茁壮成长,对经济稳定增长发挥着重要作用。一是商事制度改革再次提速,“五证合一、一照一码”全面实施,全社会创新创业呈现蓬勃发展的好势头。2016年前三季度,全国新登记企业401万户,同比增长27%,日均新登记企业1.46万户。二是大力推动创新驱动发展。制定国家创新驱动发展战略纲要,加快航空发动机及燃气轮机自主研发和



制造生产,落实“中国制造2025”,实施互联网+行动计划和国家大数据战略,超级计算、量子通信和大飞机等尖端领域创新成果不断涌现,2016年前7个月国内发明专利授权量增长49.5%。

中国战略性新兴产业确定为国家发展战略以来,发展快速。2015年新兴产业领域27个重点行业规模以上企业主营业务收入达21.9万亿元,实现利润总额近1.3万亿元,同比分别增长15.3%和10.4%。战略性新兴产业七大行业全年PMI平均指数都处于荣枯线以上,均高于同期的美国制造业和中国制造业PMI指数。到2016年前三季度,战略性新兴产业继续良好发展势头,产值同比增长10.8%,增速比规模以上工业高4.8%,网上商品零售额增长25.1%,比社会消费品零售总额高14.7%,新能源汽车销售增长83.7%。根据战略性新兴产业“十三五”规划,到2020年产值规模有望超过60万亿元,占GDP比重超过15%。

当全球新技术革命和产业革命又来到一个新的历史性选择关头,中国战略性新兴产业除了激烈外部竞争压力,内部同样面临许多严重的问题。一

是产业发展的制度和体制障碍需要进一步理顺,财政金融政策支持、资源倾斜优先配置等具体落实措施和政策没有完善。二是面对发达国家的技术垄断壁垒,技术创新进步还需要加大原始积累,关键和核心技术领域优势不明显,自主创新能力不强,技术研发、转化利用效率不高。三是光伏、风电等个别产业领域出现产能难以消化过剩问题。

展望中国战略性新兴产业未来发展,一是增强制度内生增长机制的建设,在政策倾斜扶持,人才、资金、市场等资源配置优先,夯实竞争的基础。二是更加重视从需求端拉动产业发展,综合并用各类手段培育新兴产业市场。三是把握好中国现有的产业基础和发展比较优势,有所为、有所不为,明确发展重点和优势产业,加强与传统产业的改造升级结合,推进完整的产业链体系。四是围绕重点领域集中力量突破制约产业发展的技术进步核心关键问题。

可以预计,随着战略性新兴产业的进一步加速发展,这些顺应经济转型需要的新兴产业,正在成为中国经济蓄势前行的新动力。⑤

《经济学人》

特朗普时代

11月9日, 特朗普赢得大选, 开放市场和西方自由民主主导世界的愿景破碎了。

于内, 一场业余的竞选让传统竞选政治产业颜面扫地; 于外, 他攻击战后历任总统接受的信仰, 不认为美国从全球霸权里有所收益。如果特朗普现在和世界脱轨, 天知道随之而来的是一场怎样的风暴。尽管脱欧后的英国人民已体会到了个中滋味, 但它的影响远不及美国大选结果带来的冲击。问题是, 特朗普的胜利所推倒的共识, 将被什么取代。



《哈佛商业评论》

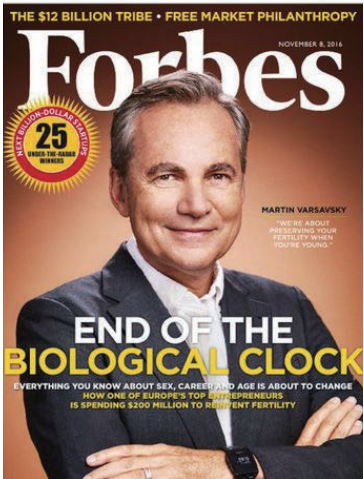
如何克服做决定时的杂音

任何机构都希望雇员的决定能保持一致性, 然而人类是很不可靠的。即便他们担任同样的职位, 遵循相同的指南, 但一些不相关的因素, 比如心情和天气, 都可能改变一个人的决定。这些影响决策的因素被称作“杂音”, 会给企业造成惊人的损失。有专家提出, 公司可以开展“杂音审计”, 如果问题严重, 公司应该采取补救措施, 其中最重要的措施是用算法取代人类决策。

《福布斯》

打破女性生物年龄限制

56岁的马丁·法萨夫思奇创办了6家公司。两年前, 他从西班牙搬到美国, 开始创立一家新的医药企业Prelude Fertility, 计划改变整个生育产业。目前, 美国越来越多女性选择推迟生育年龄, Prelude Fertility帮她们冷冻卵子, 以便她们日后做好生育准备的时候利用。该公司已拿到2亿美元投资, 意在塑造一个女性在家庭和事业上具有完全自主权的世界, 不再让年龄限制决定一切。⑤



FOCUS

焦点

内部沟通：解决两代人之间的冲突

家族办公室——家族财富的“超级管家”

西方家族治理经验——打破“富不过三代”的魔咒

家族企业的传承与治理

家族企业 传承与治理

随着中国的经济发展日益迅速，家族财富管理越来越成为富裕人群所关注的问题。如何能够运用财富给家人和子女带来优渥的生活，如何在变幻莫测的经济环境中掌控资金稳定，如何给后代留下足以延续的资产和家族信念，都是当下值得思考和探讨的问题。

在全球家族企业史上，成功传承从来就是一个小概率事件。美国布鲁克林家族企业学院的研究表明，真正从一代传到二代的家族企业不到20%，有70%的家族企业没能传到下一代，88%的没能传到第三代。成功传承的比例还在不断下降。

而随着“改革开放”后的第一代企业家相继退休交班，家族财富管理市场的重心正从创造财富转为财富传承和移交。调查显示，近7成的中国家族正在寻找接班人。无论从时间的紧迫性还是群体的数量看，这在之前都是难有先例的。

真正的家族财富传承故事涉及太多的牺牲和放弃，期间的过程更是饱含着智慧和挑战。一方面，国内的家族可以积极吸收、借鉴西方家族百年传承积累和家族治理的先进理念，另一方面，也需

要结合中国本土企业家奋斗、家族治理的优秀文化，帮助企业转型和代继传承，把西方观念和东方智慧交融结合。

本期特别策划了“家族企业传承与治理”专题，此专题由工银私人银行举办的主题活动而来，也加入了多位家族企业治理专家的分享。比如哈佛商学院约翰·戴维斯教授、剑桥家族企业咨询公司蔡青蓉女士、英国家族办公室G3创始人麦克·贝特诗先生，一起探讨家族财富管理之道。专题配以案例分析，希望在谈到家族传承与治理中遇到的问题和挑战时，也一并给出一些解决措施。



P16

西方家族治理经验——
打破“富不过三代”的魔咒

P20

家族办公室——
家族财富的“超级管家”

P22

内部沟通：
解决两代人之间的冲突

西方家族治理经验——打破“富不过三代”的魔咒

家族企业的财富取决于家族精神，而家族精神来源于所有家族成员，拥有一种有助于创造和保有财富的家族文化，是基业能够代代相传的法宝，家族精神与家族共同遵守的道德准则是家族永续的基石。

口述 | John A.Davis Florence Tsai

家族企业的传承在任何地方都是难题。富二代、富三代们，或因能力不足，或因缺乏兴趣难以继承家业，着实让辛苦打拼的父辈们伤透脑筋。

在美国，有超过1/2的大型公司由家族控制。在其他国家，家族类大型企业、上市公司的数量在上升。但暂时表现很好的家族企业也可能遇到阻挠企业存续的障碍。

一些是经济干扰，一些是自然灾害等不可抗力。家族矛盾干扰到决策的制定，这些都会影响到企业的生意。

无论在哪里，几乎每一个家族面临的问题都是类似的。种种原因导致了一个结果——在很多国家，都有类似“富不过三代”的谚语。然而，也有例外，总有一些长寿的家族企业能够发展得越来越好，甚至历经几百年风雨飘摇仍屹立不倒。这些

企业能够长期取得成功都有规律可循。

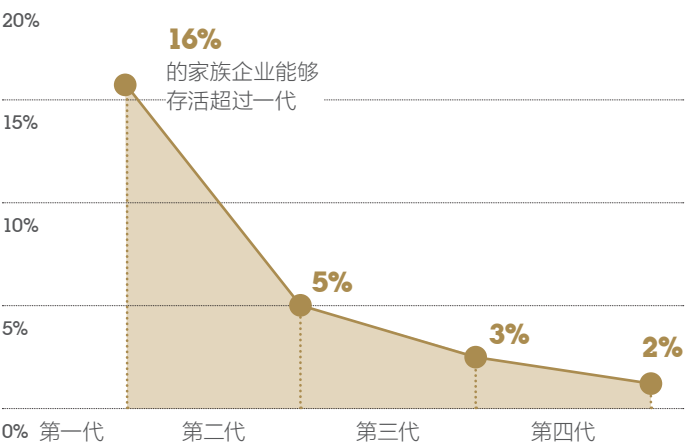
无论祖辈开创的事业多么辉煌，如不注重对财富的传承和保全，在经过数代动荡和流失之后其积累的家业也会消耗殆尽。家族企业想代代相传，必须要扩大资产规模，必须有人才，有凝聚力。即使这三要素无法同时满足，也要及时发现短板并尽可能快速补齐，否则几年之后企业将极有可能走下坡路。这三个因素几乎可以视作成功企业的金科玉律，需引起重视，并努力践行。

要在传承中增长家族资产

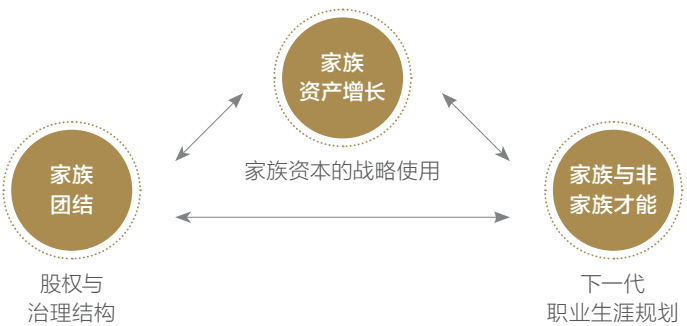
成功的家族企业都不是投机的。我们要打造企业的长期价值，密切关注所在行业变化，熟悉行业生命周期。

当今社会的发展日新月异，行业每分每秒都

美国家族企业的可持续发展情况



家族企业持续发展所需三要素



John A.Davis

哈佛商学院家族企业课程主任，剑桥家族企业学院/咨询公司创始人兼董事长，在家族企业领域耕耘了三十多年，被公认为全球家族企业领域的权威人物。



蔡青蓉 Florence Tsai

剑桥家族企业咨询集团的合伙人与大中华区的负责人，为顶尖的华裔家族企业制定企业转型计划以及互相协调的宏观财富与资产配置战略。

在变化，竞争对手也非一成不变，产品和服务也在不断变化，企业不能只停留在跑赢行业平均水平的层次，必须要有超前意识，走在别人前面，在商机来临前做好准备。几乎没有哪个国家像中国这样业务变化如此之快，中国企业家也因此受到更多压力。这就要求企业不断进行实验和创新，通过打造新的产品和服务，开拓新的疆域。

随着公司发展 to 一定程度，资产增长曲线的速度放缓是常见的，如果想要保持公司一直高速增长，必须要对相关产业进行延伸，不论是产品还是服务。比如玛氏家族，初创者父亲一代只是做糖果销售，儿子则斗志勃勃要建造糖果帝国，开始生产M&M’ S，第三代之后又通过并购扩大版图，先后买下德芙、宠物食品公司等，通过产品和服务的多元化实现企业的经久不衰。

即使是最明智的商业领袖也会犯错，没有人的投资是100%可靠。但成功的公司一定非常善于止损。有时家族企业遇到投资失败，却可能很难迅速意识到自己的错误，无法使自己及时脱离失败的深渊。这时就需要明智专业的顾问，来说服大家适时终止糟糕的投资：错了没关系，但是我们要改正。

要善于甄选合适的人才

运行持久的家族企业都不能只是“吃老本”，还需要甄选合适的人才。

要保持企业的稳定和发展，新生代继任者必须积极主动，目标坚定。每个家族企业的传承者，都不会愿意辜负创始人白手起家辛辛苦苦打下的江山。每个人都希望能以自己的方式管理企业，前



家族本身就是文化、精神、价值观的最基本载体。爱马仕是一家上市公司，但是却拥有如城堡一样牢不可破的家族精神城墙。



提是必须有正确的商业理念。长期坚持多元化战略的企业，遇到需要更好的新机遇时，可能要减少多元化，以实现业务增长。这意味着从高峰重回原点，需要很大的勇气与魄力，同时需要很好的人才储备。

财富创造者大体可以分为三种人，第一种是内部企业家，即家族内部出现的接班人，在企业内部进行创新。第二种是创业家，他们不再从内部积累，而是寻找并创建新实业。比如鼓励子女创办新企业的穆里耶兹家族。第三种是投资家，他们善于并购大大小小的企业，给他们一定资本就可以帮助被并购的企业发展，为家族企业增加价值。

下一代志不在于商业也是家族企业可能面临的问题。这时候我们必须克服拒绝外部人才进入企业的心理障碍，你必须非常擅长甄选人才，让家族以外的领导人才施展自己的才华，与他们建立有效的长期合作关系，扶持企业不断发展，比如能力优异的职业经理人和顾问，给予他们话语权，让他们能适时对于企业的投资提出建议，甚至有构建新实业的智谋和勇气。

家族成员可以担任他们更加适合的角色，他们为家族企业的整体战略方向提供指引，但更应

聚焦在财富层面，而并非企业的日常运营。企业需要稳健的资产负债表，从而避免资金闲置，控制债务，保证财务独立。

要促进家族团结

很多时候，家族企业最终的消亡往往是由于家族精神不在了，财富的流失还可以重头再来，但精神内核消失会导致整个游戏的结束。

公司生存发展过程中，企业持续成功的基因、精神和经营理念经过不断提炼和总结形成核心价值观，核心价值观的传承是企业传承成功的关键。所有家族成员必须要有一致的处事方法、生活方式、价值观、使命及愿景。

出现分歧很正常，但要能够尽量协调一致，确保清晰的问责。

选择下一代接班人需要非常小心谨慎，他们必须要非常努力，具备主人公精神和担当。时尚巨头爱马仕的家族传承之道一直被津津乐道，“爱马仕不是我从父母手中继承来的，而是从子女手中借来的”，家族本身就是文化、精神、价值观的最基本载体。爱马仕是一家上市公司，但是却拥有如城堡一样牢不可破的家族精神城墙。

三种财富创造者的能力类型与主要活动



接班人 / 建设组织
在已有企业中创新

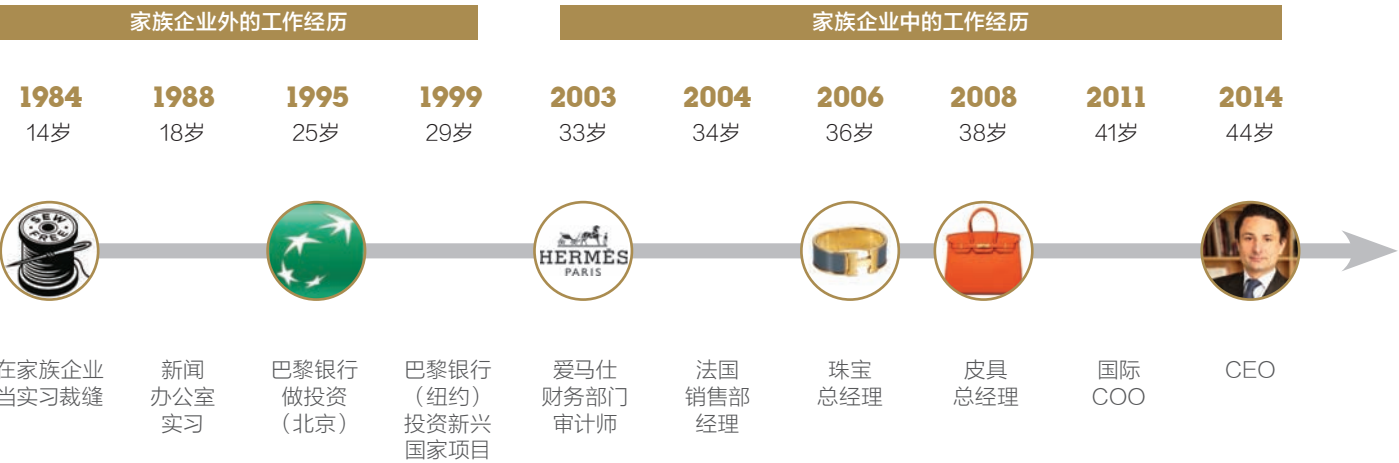


穆里耶兹家族
创业家 / 创办组织
创建新实业



普里兹克家族
投资家 / 家族财富配置
重用人才和显现投资最高增长潜力

爱马仕第六代家族接班人阿克塞尔·杜迈的外部工作经历



要实现极高的凝聚力，合适的治理和股权结构也是必需的，主动寻找和引入外部战略投资者加入，并让其参与公司治理，帮助管理者真正作出符合企业发展的战略抉择。

家族企业有时在财务体系、治理结构等环节不透明、不规范，可以通过给外部股东一定的话语权，用新鲜血液涤荡陈旧风气。

独立董事、外部顾问与家族董事的理念、思路互相激荡，可以少走很多弯路。比如爱马仕就设立了由家族成员代表构成的战略委员会，以确保家族的影响力，实现责任共享。但咨询委员会的存在和机构臃肿是两码事。如果接班人不止一个，则必须确保他们之间有一个股东协议，这样如果遇到困难以决策或是增加持股方等情况的分歧时，至少能够有依可循。

良好的家族声誉、强大的家族认同感自豪感和正面的家族公众形象，也是能够促进家族成员凝聚力的重要驱动力。整个家族对于爱马仕集团来讲，权利甚少，责任重大。这些责任都是家族精神的一部分。

从18世纪末算起，罗斯柴尔德家族已经富过8代，却依然在当前的全球金融舞台拥有不可或缺的话语权。他们从创始人一代开始，就一直在强调家族的凝聚力和认同感，“只要你们团结一致，你们就所向无敌；你们分手的那天，将是你们失去繁荣的开始。”当在制定企业架构的时候，也要考虑到这些架构是否能保持家族内部的适当来往，建立适当的诚信和团结，即使过程中面临分分合合，但有了统一清晰的家训作为家族精神，家族企业才可以真正的永续传承。②5



家族办公室——家族财富的“超级管家”

家族办公室应当做为一个很好的倾听者, 聆听客户的家庭价值观, 探索与客户价值观方面的契合度, 甚至建立一个能够使大家开诚布公的探讨价值观的环境, 在共同的价值观指导下思维和行事。

口述 | 麦克·贝特诗

自1980年代起, 家族办公室开始在美国风行。高净值家族出于传承企业的目的, 开始雇佣专职的金融家、律师、财务专家管理财富相关事项, 产生了原始意义上的家族办公室。

直至21世纪早期, 随着财富在全球内积累增长, 人们逐渐认识到——管理家族财富与经验不同, 是一项更艰巨、持久的“生意”。现代社会中, 越来越多的家族建立了家族办公室, 它们成为基于诚信、正直和透明的理念, 服务于极高净值群体的一项私人咨询服务: 为家族传承规划、财富管理、家族事务而服务, 提供一整套解决方案以管理个人及家族的资产投资, 帮助家族在没有利益冲突的安全环境中更好地完成财富管理目标、实

现家族治理和传承家族的理念和梦想。

为什么要设立家族办公室

纵观很多传承数代的西方家族, 家族办公室都起到了不可小觑的实际作用。作为资源配置的基础平台, 家族办公室通过建立科学的运营组织结构, 整合各团队之间的资源, 及时有效的分享信息和经验, 使办公室成员之间协同工作, 更好地借助彼此的专业能力发挥自身作用。

从根本上看, 家族办公室设立的目的是为家族永续和财富传承提供全方位服务; 其核心任务是完成家族的价值观代代相传; 同时肩负着维护家族利益确保家族基业长青和实现家族传承的使命。它并不在意资产的短期增值, 其工作重心是对未来家族财富的科学规划和合理传承, 使得家族积累下来的财富、荣耀和精神价值可以代代传递而不会因为个体的差异原因消耗殆尽。

对于客户来讲, 家族办公室至少要做到诚信、客观、透明、正直, 首先要做到主动、积极地了解客户。在客户的家族运作中, 只有得到基本数据, 并且真正了解一个家族, 才能够帮助他们做出最明智的决策进行资产配置。同时, 家族办公室能够帮助客户做出最佳抉择, 但它作为一个工具, 而并非主动行为能力者, 该做的只是提供一个框架和家族成员所需的信息, 负责任的决策最终仍必须由家族的成员自己来完成, 一个详实明确的家庭治理计划是必需的。

一个家族的财富包括人力资源、智力资本和物质财富等等, 而构成家族的共同价值观, 则确保这些资源不至于分散。首先, 家族办公室应当做一

个很好的倾听者, 聆听客户的家庭价值观, 探索与客户价值观方面的契合度, 甚至建立一个能够使大家开诚布公探讨价值观的环境, 在共同的价值观指导下思维和行事。

实现家族财富与精神的传承是家族面临的关键问题。传承的眼光要放的长远才能制胜, 例如, 家族办公室对于家族儿童的教育, 更是一种无形却胜过有形的精神财富传承。对于后代, 不仅是教育他们如何去经营企业, 更重要的是关于整个家族的精神、规章、宗旨, 都是教育下一代如何能够顺利接班, 把家族企业传承下去的重要因素。

家族办公室的不同形态

由于家族财富的总规模、多元化的程度, 及准继承人各方面因素的不同, 家族办公室的需求与做法也是不同的。具体可分为单家族办公室和多家族办公室两种类型。

单一家族办公室为一个家族提供服务, 它建立在财富家族的需求和喜好基础上, 是针对家族需求而提供服务的; 多家族办公室则为多个家族提供服务, 一般会有多种专业技术方面的服务, 更着眼于利润和财富增值, 直接被服务的家族主听从意见后, 具有自行取舍的选择决定权。

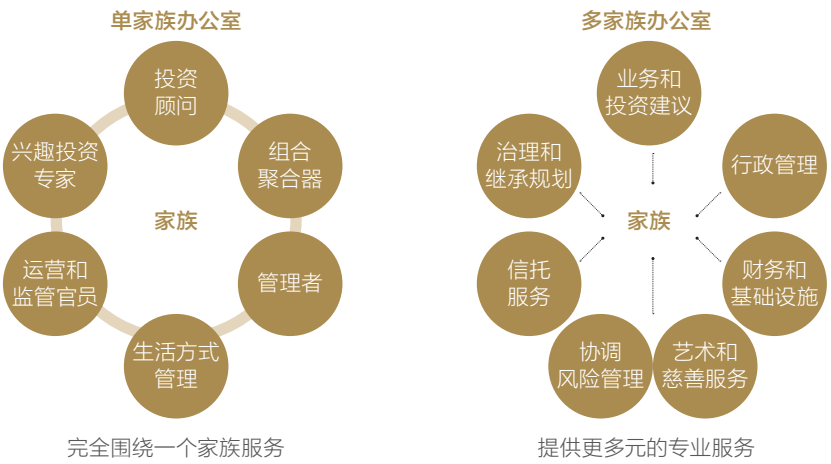
由于多家族办公室服务范围更加广泛, 也能够接触到更多行业的专业人员, 且专业人员的能力和和经验都来自于多个家族, 因此家族人员可以在过程中吸收更多的经验, 避免重蹈其他家庭的覆辙。且成本结构的改善, 降低了家族财富管理的门槛。多家族办公室相当于集思广益, 在降低成本的基础上提高效率, 提供多元化视角。

“管家”与“主人”的良性互动

客户与家族办公室之间的一个重要纽带即是信任, 在沟通的时候静静地倾听, 且能很快理解。好的客户很有自己的主见, 不需要办公室说三道四提供意见。家族办公室除了在投资组合上可以最大化地帮助客户, 它几乎是一个“全能管家”, 可以包办一切日常事务, 甚至保卫客户的人身安全。

对于资产投资, 客户一般会首先咨询家族办公室能否取得其想要获得的目标, 但如果该项目很合客户心意却不满足投资标准, 家族办公室会相应对标准进行调整。比如艺术品资产也是富裕家族在代际传承中必不可少的部分, 因此家族办公室也是客户购藏艺术品的把关人, 能够在不规范的艺术品市场面前帮助客户降低风险, 提供包括艺术品购藏的全方位服务, 搭建好客户艺术品的资产结构。家族办公室作为顾问方, 帮助客户搭建资产结构并确保其财富的安全, 才能确保双方持续与和谐互动。②⑤

两种家族办公室的不同结构与服务



内部沟通： 解决两代人之间的冲突

家族企业的传承，并不是简单地继承企业或延续家族，而是世界观、文化、组织与人才的进化。内部沟通是形成家族文化，从而达到家族治理中的重要部分。

文 | 陆佳裔

家族财富传承的话题在国际上已经延续多时，如果算上最早国际化传承的家族，至今已有百年历史。

国外的家族从一代传到二三代的时候，也要经历一个过程。国外不少机构做过针对香港、新加坡、中国台湾公司的调研，专门研究这些家族企业的上市公司。据统计，每一次传承后，这个公司的平均股价都会下跌近40%，有些公司下跌之后会反弹，但是也有一些就一直沉寂。

股价实际反映的，是家族企业在面临传承时，究竟做好了多少准备。国际家族企业协会亚太区主席（FBN Asia-China）和家族企业基金会董事会成员曹慰德先生告诉《私人银行》，家族传承的好与坏可能要很长一段时间才知道，FBN从1989年成立至今，已经走过了27个年头。曹慰德认为，一个家族中的传承概念先行，可以让家族提前做好准备，比如企业是传给孩子来打理，还是交由职业经理人掌管。若由子女打理，应该如何参与



曹慰德
国际家族企业协会亚太区
主席和家族企业基金会董
事会成员

管理职业经理人等等。这样可以召开定期例会去讨论问题，所以正式传承前考虑的问题是多方面的。在曹慰德看来，孩子的兴趣在他十来岁时就应该开始培养，而不是等到30岁准备接管时才开始培养。

曹慰德同时也是万邦集团的董事长以及音昱联合创始人，该集团是由曹氏家族于1906年在上海创办，以船运起家，如今已传承至第四代。二十多年前，37岁的曹慰德从父亲曹文锦手中接过家族企业的权杖，掌舵万邦的航运、工业两大主业。他的父亲曹文锦是香港“四大船王”之一，他没有牢牢掌握家族企业，而是逐步放权退出。如今，曹慰德领导万邦集团已将传统的航运公司重组成一家全球性企业，多元化的业务遍布超过16个国家及地区。

曹慰德强调家族内部沟通的重要性。在他看来，家族企业的传承，并不是简单地继承企业或延续家族，而是世界观、文化、组织与人才的进化。内部沟通是形成家族文化，从而达到家族治理中的重要部分。

两代人之间的关系很容易出现冲突，尤其是在财富传承和职业生涯的规划上。“在中国，基本上是家长制，就是企业主说了算，而且两代之间的沟通往往也不平等，所以在过程中怎么样能让一家人坐下来沟通，就存在非常大的问题。”曹慰德说。

曹慰德在接班时也遇到过波折。随着父亲曹文锦年岁增大，希望曹慰德回来接班，后来父子俩制定了一个5年接班计划。这段时期，曹慰德称之为“一个饭碗，两双筷子”。为了避免父子冲突，



不让下面人为难，曹慰德的对策是“挑战事实，不挑战权威”。他先是按照父亲的意愿做事，多次行不通之后，父亲不得不由儿子自己主张，让实践来说话。后来，曹文锦也逐步认可了儿子的经营管理才能。

如果两代人之间无法有效交流，就可能产生两难局面：老一代成员迟迟不肯退位，让渡财富及权力，年轻一代也因无法获得信任，从而与之产生隔阂。老一代一方面希望引入下一代，让他们对家族历史、产业加深了解；另一方面又有所隐瞒，不愿意坦诚地告知所有情况。缺乏有效沟通会让家族企业主在传承中踌躇不前。掌门人害怕将财富交给下一代，怕他们挥霍一空；后代却认为是父母不愿意将家族企业和家族其他资产交给他们。因此财富如何继承，也将无从讨论。

要加强代际沟通，可以通过构建机制，比如参考国外的沟通机制，设置家族委员会、家族议会，甚至制定家族的宪章，形成沟通的氛围，聚集大家

定期沟通和共同议事。

富过三代之后，曹慰德的关注点不再是财富，而是意义和文化的传承。并把自己对于一些“境界”的思考，也加入家族传承和产业传承中，比如把太极、天人合一等思想融入到旗下“音昱”品牌的建筑中，并和家族治理相结合。

皮埃尔·兰多特把家族内部沟通衍生出的家族文化称为价值传承，他是山度士基金会的第四代掌门人。山度士基金会是瑞士享有盛名的股权投资机构，最早由画家和雕刻家爱德华·山度士于1964年创立，目前山度士家族控股诺华制药和爱马仕两大企业。在兰多特看来，价值传承也是他们百年基业的秘诀。“价值观是在同一文化背景下，人对善与恶、可欲与不可欲所共同怀有的重要而持久的信念或理想。它对一个人或组织的行为和态度具有重大影响。普遍的企业价值观包括公平、创新、可持续价值创造以及社区参与意识。”兰多特说。他所强调的一致性文化建设和价值观梳理，令家族财富的传承和积累成为每一代家族成员协力维护的目标。

在当下的中国，约有5000万的家族企业，这些企业由一些富有创新精神或者创业精神的人所创建。其中的3200万企业主已经超过50岁，他们在今后的5至10年内，都面临着传承和接班问题。当下的时代已经不似从前农业或者工业时代的百年不变，而是分秒都在变化中。因此时代本身决定了二代或者接班人就需要不断学习，甚至再创业。给予子女时间和资源学习创业，加强沟通，传承文化，这或许是将来每个企业都要考虑培养接班人学习的重要部分。④

ICBC

商学院

中国资产配置的理论与实践

王正华：老师和他的“春秋大业”

贺志强：“独角兽”背后的饲养员

工商银行泉州分行行长周灿森

传承让老品牌焕发新活力——专访友臣食品总裁游晓文、

探索新丝绸之路，“一带一路”下的中东欧投资机会

徐翔：照亮君子伙伴同行道路的“精诚之光”

包文豪：跨越藩篱，终将行至宽处

MOM/FOF傻傻分不清？带您一次认清楚

中国市场资产配置方法和实践分享

资产配置方法论的本身并没有优劣之分,关键在于理解和融合,使之合适财富管理机构自身的特点。

文 | 中国工商银行私人银行部投资管理部
副总经理 金列

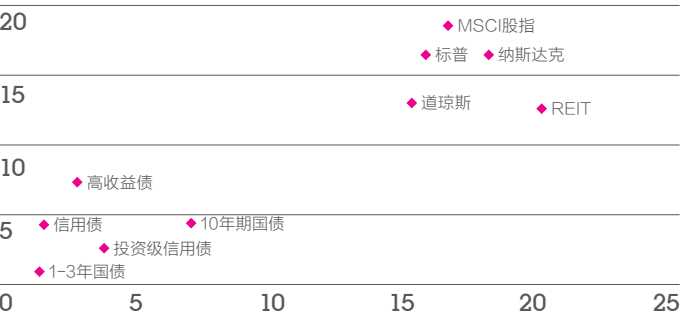
今年以来,资产配置一词越来越多地出现在投资交流和公众视野之中。一方面是因为目前背景下单一资产已经无法满足投资者对于中低波动、中高收益率的需求;另一方面,随着国内机构投资者的兴起,投资组合管理理念开始更多地被应用。工商银行私人银行作为较早从事专业资产配置的MOM/FOF管理机构,其探索和实践取得了一定的成效,但也深刻体会到资产配置的高度专业要求与不易。本文通过介绍资产配置方法和实践经验,供刚进入资产配置专业领域或者准备进入该专业领域的同行者参考,以期共同推动以资产配置为核心的财富管理市场发展壮大。

一、以资产配置为核心的财富管理市场正在兴起

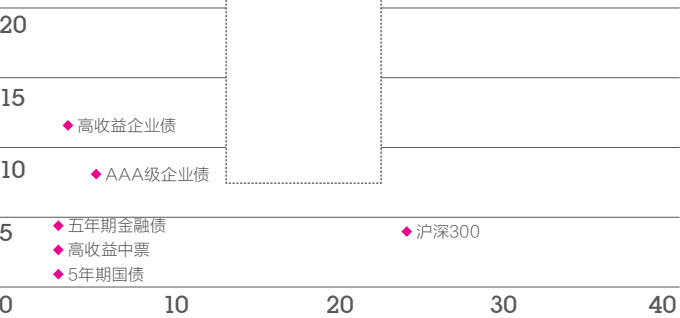
“资产荒”背景下的资产配置似乎已经成为今年以来最热门的投资交流主题之一。之所以要给资产荒加个引号,是因为我们并不认为资产荒的本质是缺资产,而是缺乏对投资者来说风险-收益合适的资产。对比中美资产频谱,中国的资产频谱显得比较离散,收益率和波动率的相关性相对较

弱,过去几年非标/信用债等信贷类资产在刚性兑付预期之下满足了投资者对中低波动、中高收益的单一资产投资需求,但是随着非标资产的下降和信用债利差的极度压缩,中国资产频谱上的空白断层使原先以负债驱动资产的利差投资模式受到极大的挑战,投资者不再能够舒适地享受中低波动和中高收益的资产频谱区间,科学化、国际化的投资组合管理理念开始更多地被尝试应用以解决这个问题,这也为以资产配置为核心的财富管理市场的兴起创造了基础条件。资产配置可以有效填补中国资产频谱的空白,但是资产配置远不止投资组合管理这么简单。

美国资产频谱连续,且收益率和波动率正相关



中国资产频谱离散,不同类型/评级债券分化不明显



二、资产配置的几个重要理念

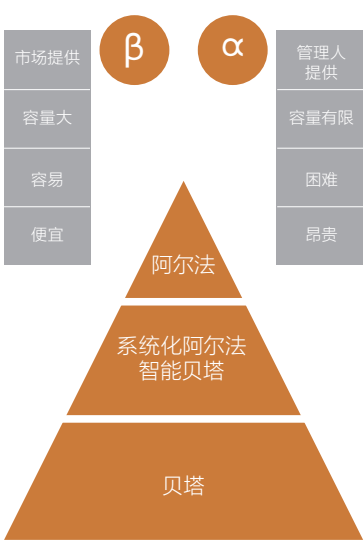
分散化投资是投资中唯一的“免费午餐”

现代投资组合理论为资产配置奠定了基础，现代投资组合理论的首倡者马克维茨指出，通过分散化投资，投资者将组合资产分散到对市场因素反应不同的各类资产类别中，构建一个更加有效的投资组合。在给定的风险水平下，充分分散化的投资组合收益高于未充分分散化的投资组合。反之，收益水平相同时，充分分散化的投资组合面临的风险较低。分散化投资可以在不牺牲预期收益的情况下降低风险水平，对投资者而言，相当于一顿“免费的午餐”。

中国大类资产的风险和回报（2002–2015）

资产类别	年均回报率%	标准差%
深圳成指	27.3%	63.8%
上证综指	18.5%	56.3%
黄金	9.0%	17.0%
信用债	5.1%	7.2%
利率债	3.7%	4.4%
存款及理财	2.4%	0.7%

风险收益来源包括贝塔和阿尔法两类



风险溢价的获取源于对风险的承担

在投资组合理论上发展起来的资本资产定价模型（CAPM，资产收益率=无风险利率+β*风险溢价）清晰划分了资产收益包括无风险收益和承担风险所带来的风险收益。风险收益来自于对风险资产的持有，即承担相应风险带来的风险溢价补偿。长期持有风险资产都能获取相应的风险溢价，风险较大的资产预期回报较高。但是中短期内这种规律可能经常会被打破，为积极管理者带来超额收益空间。

风险收益来源包括β和α两类

β收益是持有该资产获取的系统性风险溢价。β工具的特点是市场容量大，获取较为容易，而且成本较低，比较常见的就是指数基金。α收益则是在β收益基础上的超额收益，例如通过积极管理相对于指数投资的超额收益。α的市场容量

有限，对投资能力要求较高，因此积极型管理人会收取超额业绩提成。

三、资产配置方法论的选择

“在资产配置领域没有银色子弹或者奇迹疗法，每一种方法在实践中都有其缺陷”（哈佛捐赠基金管理报告，2016，HMC）。经过海外多年的实践发展，资产配置方法论已经非常多元化，比如传统的60/40模型，投资时钟模型，BL模型，耶鲁基金模式，风险平配模型等等，但是简单地照搬任何一套方法论在中国实践可能都会面临失效或者重重困难。一方面是因为每个经济主体的发展轨迹和路径不同，中国市场有其自身的运行特点，需要方法论进行本土化的融合落地；另一方面是因为每一种方法论都有自己的前提假设条件，如果急

于应用而忽视了对前提假设条件的静心研究可能往往适得其反。

例如基于均值-方差模型的传统60/40组合，组合绝大部分的风险贡献来源于60%的权益投资，因此需要忍受短期波动带来的挑战，尤其是在波动率超过全球平均水平的中国权益市场；投资时钟模型和BL模型均面临对当前经济周期的判定和推导，由于长中短期的经济周期表现可能出现分化且并不一定按规律延续，虽然越长期的周期走势相对越稳定，但是市场对中短期核心矛盾的认定切换更容易产生短期资产表现的快速轮转，比如今年所谓的美林电扇现象；耶鲁基金模式中，另类资产的贡献比较显著，这得益于耶鲁基金自身获取该类资产的能力，在中国国内另类资产的市场容量还比较小；风险平配模型较好分散了风险贡献度，以获取同等条件下最优的风险收益比，但是该模型通过杠杆方式来提升目标波动率从而达到最优风险收益比下的投资回报的方式在目前可能面临困境。因此资产配置方法论的本身并没有优劣之分，关键在于理解和融合，使之合适财富管理机构自身的特点。

四、资产配置方法和实践介绍

工行私行成立于2008年，经历8年的快速发展和改革转型，客户AUM突破1.2万亿，直接管理资产已经超过8000亿元。资产投资范围覆盖货币、固收、权益、股权、跨境、另类 and 绝对收益等七大类资产。作为较早从事专业资产配置的MOM/FOF管理机构，通过对资产配置理论的研究和实践探索，形成符合自身投资目标和投资约束的大类资产

配置体系，连续三年取得了7%的组合回报，夏普比始终保持在2左右，将取得的这些成效进行业绩归因，资产配置的贡献大约为80%，即β收益；择时和管理人选择的贡献分别大约为5%和15%，即α收益。

资产配置框架和实践

资产配置框架包括自上而下的大类资产配置和自下而上的投资策略（管理人）遴选与组合两条主线，前者主要负责β，后者主要负责α，投资组合有效前沿的构建是两条主线的结合落脚点。从管理层次上，资产配置框架包括大类资产配置、策略分配和管理人选择三个层次。

大类资产配置

大类资产配置层面，需要通过宏观经济走势的研判和模型的因子测算，最终输出大类资产配置的明确比例。这是自上而下大类资产配置主线的起点，却也是整个资产配置框架中最重要的部分。之所以重要，是因为大类资产配置比例的确定决定了占整体收益贡献近80%的β收益来源。因此如果从效益的角度而言，专注于资产配置的机构应该起码把自身80%以上的精力和时间花在这个阶段，而不是在选人或者选基金的层面。

（A）大类资产配置比例确定的是一个矢量

矢量是种既要有方向，又要有具体大小的量。研究宏观经济的人多，其中能根据宏观研判严谨给出大类资产配置方向的可能只有一部分人，而其中再能给出具体配置大小比例的可能就更少了。比如通过逻辑的宏观研判，你即使得到了超配一类资产的方向，超配是多少比例呢？是5%还是10%？

中间的幅度又得拍脑袋吗? 这似乎会让前面严谨的推断显得事倍功半。

大类资产配置过程表明, 投资决策过程中需要将科学和艺术紧密结合起来, 因为单纯依赖定性的判断或单独依赖定量分析都不能为投资者带来持续的成功。在很多投资者看来, 宏观经济研判中基于经济数据的经验规律总结和推导非常重要, 但是由此得到的配置建议大都是方向性的, 很难得到比例大小的决策输出。确实需要花比较多的时间做这些工作, 但是也需尝试用因子模型把偏艺术性分析的宏观配置刻画出来。从宏观分析到配置落地其实是将组合目标风险预算量分配在经济增长因子(股票)、经济萎缩因子(债券)和通货膨胀因子(商品)的过程, 如果用纯科学量化的手段, 可以选择用风险平配的方式使风险在三个因子间均衡暴露, 但是严谨的宏观研判可以为因子敞口的管理提供更多的支持, 从得到符合自身投资目标, 在宏观研判配置方向指导下的量化解。

(B) 战术配置及再平衡

上述大类资产配置比例的确定是大类资产战略配置(SAA), 虽然事实证明择时的收益贡献占比不高, 但是适度的战术配置(TAA)可以有效提升整体组合的投资收益。择时之所以贡献不高, 是因为从概率论上来说, 这是一项50%概率的决策, 所以并不是择时越多越好, 而是追求高胜率的择时。因此试图通过资金拟合模型、行为金融模型、动量追踪模型等增加择时的胜率, 目前加权模型胜率也只能提升到65%的水平, 但这已经足够为我们增加5%的整体收益贡献比例。

另外, 由于资产本身的涨跌以及到期再投资等

原因, 需要为资产配置组合进行再平衡。再平衡是对实际组合比例偏离资产配置比例的修正, 因为长时间的偏离其实意味着组合承担了另一种资产配置方案的风险分配, 所以再平衡的根本动机是维持组合的长期目标, 目的是控制风险而非增加收益。

策略分配

(A) 资产内策略优化

策略分配层面是大类资产配置的延伸落地, 是投资组合有效前沿的构建和细化。每一项大类资产之下都会有一些更加细化的子策略可供选择, 比如债券的利率策略、信用策略等等。在大类资产的既定 β 分配之下, 有专门按资产类别管理的团队负责在该资产内部对不同资产子策略进行风险因子的均衡分配, 由此最终形成策略的组合, 即投资组合的构建。通过境内实践, 希望分享的是近年因为桥水而引起广大关注的风险平配理论其实不仅限于资产间的风险均衡, 在资产内部的风险均衡也可以非常有效地提升收益风险比。比如沪深300指数基金是一种很有效方便的 β 配置工具, 但是由于其内在构成中金融行业的风险贡献明显更大, 所以从资产内进行策略均衡的角度可以选择有能力提供均衡风险分配的smart β 工具进行优化。

(B) 策略组合的执行

策略分配层面的另一项重要工作是找到能够有效执行策略的主体, 这些主体在形式上可以是MOM的专户形式, 也可以是FOF的基金形式, 而资金分配给这些主体的过程也被市场称之为“委外”, 所以“委外”也只是一种形式表象, 在资金背后隐含的大



每个经济主体的发展轨迹和路径不同, 中国市场有其自身的运行特点, 需要方法论进行本土化的融合落地; 另一方面是因为每一种方法论都有自己的前提假设条件, 如果急于应用而忽视了对前提假设条件的静心研究可能往往适得其反。



类资产配置策略分配才是真正的灵魂。如果“委外”缺少了灵魂, 那么“委外”的资金方可能就不清楚自身承担了哪些风险, 会有哪些风险收益, 容易在市场大幅波动的时候发生高买低卖行为; 而“委外”的受托方可能也无法理解资金隐含策略, 产生执行层面的策略偏移问题。

(C) 管理人选择和评价

资产配置尤其是大资金的资产配置往往是孤独的, 因为大类资产的配置和调整必须具有前瞻性, 中短期趋势性的交易(择时)不可能成为资产配置者的主要收益来源; 简单的止盈止损也不是资产配置者该考虑的方式, 更多该思考不同策略在风险因子相关性上的对冲。所以在策略执行时资产配置者往往会出现在市场左侧, 也只有逆向选择才能完成资产配置的需求。比如去年从信用向利率的切换至今保持如此大规模资金零信用风险的记录, 再比如今年熔断市场后对港股资产的增仓成为今年组合风险收益的主要来源。而这一切策略的执行离不开理解我们的合作伙伴, 因此管理人的选择对于 β 的快速落地和 α 的贡献至关重要。目前对管理人的选择包括了管理人准入

和管理人评价两个方面。管理人准入包括运营能力的尽调(ODD)和投资管理能力的尽调(IDD): ODD侧重于 β 执行的硬件保障调查, 更多是针对公司层面的; IDD侧重于对 α 输出能力的调查, 更多是针对投资团队或是投资经理层面的。在IDD过程中, 由于国内尚缺少第三方独立具备公信力的投资管理能力评估机构, 所以需要更多依托托管行的高质量数据作为基础进行尽调。

在管理人评价方面有基于净值(Return Base)的管理人评价体系, 分为 α 分析、 α 持续性分析、风险模型解释度分析三个维度。通过构建的风险因子模型, 对管理人获取 α 的能力进行评价, 具有超额业绩、稳定性更高、风险模型解释度更低的管理人则更为优秀。也有基于持仓(Holding Base)的管理人评价体系, 分为定量数据分析、业绩归因、组合贡献、定性数据分析四个维度。以此从另一个角度更加详细地刻画出管理人的投资收益-风险来源和 α 能力。通过建立日度、周度、月度、季度以及年度的管理人账户监测机制、长效评价机制, 注重和管理人的投资策略交互, 来实现管理人选择的科学化、系统化。②5

传承让老品牌焕发新活力——专访友臣食品总裁游晓文、工商银行泉州分行行长周灿森

从闽南的一个小作坊到一个全国知名的品牌，友臣现在想做的是把品牌推向全球。经过几年细水长流的合作，工银私人银行已经成为了他们金融服务的伙伴，携手走得更稳、更好、更远。

刚过完32岁生日的游晓文笑起来就是一位大男孩，光凭外表，很难想象这样一位年轻的继承者目前已经是全国最大食品公司之一的掌门人了。这家位于福建泉州的的公司，在短短的4年时间一跃成为肉松饼行业的领军企业，市场占有率高达70%以上，在仅同类肉松饼有两百多个竞争品牌的食品行业其优势不容撼动。

友臣食品虽然成立于2012年，但若追问历史，可以追溯到1990年代。当时游晓文的父亲游铃华从宁德来到侨乡泉州创业，凭借擅长的烘焙技艺和食品机械研发优势，创办了泉州市鲤城区福泉食品厂。这是友臣的前身。游晓文毕业后，和在食品行业有着四十多年积淀的父亲共同合作，在父亲已有的研发基础上，对闽南一带的传统美食肉松饼改良和包装，这一举措迅速占领了市场。之后，友臣又推出了果粒吐司、肉松蛋糕等好评率颇高的产品。因为研发团队发现，伴随生活的碎片化，越来越多年轻人期望零食与正餐能够融合，而友臣的新产品正迎合了这种需求。

渠道、品牌的塑造，友臣也赶了时髦。可能是食品行业中最早一批进入天猫的商家，友臣试着用互联网的渠道拓宽以前线

下依赖分销商的传统渠道。友臣还有更年轻的一面，比如在好声音上投放广告，让友臣这个品牌在年轻人的心中扎根。

从泉州一个小小的食品作坊，到现如今在国内5个工业园产区，和遍布全国的销售网络，以及极高的品牌价值，友臣这个老品牌正变得越来越年轻，焕发出了新活力。现在的友臣食品在游晓文眼中，是一家创新型企业，只有不断研发创新新产品，升级工艺，品牌才会常青。现在的友臣希望把触手伸向海外，那是一片更大的蓝海。品牌的建立需要时间，就和伙伴一样细水长流才能携手共进。随着友臣的拓展，游晓文认为，他们对银行业务的一些依赖跟交往会越来越多。《私人银行》杂志特别邀请了游晓文和中国工商银行泉州分行行长周灿森，畅想金融服务的未来与合作空间。

《私人银行》：通常友臣推出一款新产品，尤其是爆款，会经过怎样的研发步骤？

游晓文：通过我们的经验以及对市场的敏感度，确定哪些品类会有比较大的亮点，这是我们一个方向，那我们就组织研发队伍朝这个方向专攻。有了雏形后，我们会在公司内部做一个评估和调研，这个产品不管是外形怎么样，至少在口味、口感方面需要得到通过。总体来说就是先内部讨论，然后市场调研，最后内部测试。

《私人银行》：这个周期通常需要多久？

游晓文：这个看产品，时间不一定。比如今年推出的果粒吐司，其实从我们准备到上市就一个多月时间，当然也是需要紧跟市场热点的原因。加上这个



产品之前有一些相关基础，所以不管是产品研发还是设备技术，开发的都比較快。但是肉松餅就不一样了，開發的時間相對比較長。

《私人銀行》：肉松餅是您父親研發的嗎？能否還原一下研發的過程？

游曉文：對。肉松餅其實也算閩南這邊有的傳統小吃。我父親在食品上有很好的天賦，又加上這麼多年經驗積累，對產品、對口感、對配料都非常敏感，之前餡餅主要還是以甜味、素餡為主，我父親在這個基礎上創造性也加入了葷的肉松，開創了一種新的口感，把咸甜結合，皮薄餡多。

《私人銀行》：這就是肉松餅能夠長期暢銷的原因吧？

游曉文：對，但是最初局限於當地，體量也比較小。改良口味後還需要對市場有把握，對產品敏感。我們後來對產品也做了一個優化升級，除開對口味口感升級外，還對外觀升級，這是目前很多同行都沒有達到的。把傳統的這種作坊式產品轉化

為工業化生產產品，才有可能走向全國市場。

《私人銀行》：產品研發中，您會參與並給一些建議嗎？

游曉文：會的。我們雖有一支研發團隊，但是產品的研製過程中，大家都會不斷的坐下來品嚐、討論、改進，然後再次研發，這個過程反反覆復。要過很多人的關，最終才能最終確定。另外除了產品本身研發，還有包括包裝設計，產品定位，定價，銷售渠道等，這些各方面需要配套推廣。方法跟手段我們都會共同討論，確定一個完整方案，最後才推向市場。

《私人銀行》：請問您和工行是如何結緣的，過程是怎樣的？

游曉文：工行是公認的第一大行，網點遍布全球，企業和銀行合作是十分順理成章的事情，隨着公司發展，對銀行業務的一些依賴跟交往會越來越多，合作會越來越密切。當然我們實際上也有跟很多銀行合作，但是最終跟工行的合作會更加深入



「銀行は、社会の基盤を築く役割を担っている。その役割を果たすためには、社会のニーズに合わせたサービスを提供することが重要だ。また、リスク管理も非常に重要で、顧客の資産を守ることが私たちの使命だ。」



「銀行は、社会の基盤を築く役割を担っている。その役割を果たすためには、社会のニーズに合わせたサービスを提供することが重要だ。また、リスク管理も非常に重要で、顧客の資産を守ることが私たちの使命だ。」

贺志强：“独角兽”背后的饲养员

贺志强希望大家看到的是，“联想是一个不断探索未来、引领创新的公司，而且联想不仅仅在做产品做服务，它也希望通过创投来激发创新。”



贺志强收到了一封邮件。

发件人是他投资的一个手游发行平台的CEO，邮件围绕股权问题言辞激烈。以往贺志强并不需要出面与对方打交道，但这次，或许是中间出了什么岔子谈不拢，问题被直接捅到了老贺这儿。

他给对方拨了电话，把事情谈开解决了之后，他告诉下面的总经理，他很看好这个公司。

尽管也有点被鲁莽打扰的不舒服，但贺志强看到了一个CEO身上必须该有的优点——知道自己要做什么，并且很坚持。

“聪明的人很多，但聪明的人想法太多，聪明而又能坚持的人，成功的概率就大很多。”贺志强果然没看错。

这家公司是乐逗游戏，是乐基金首个天使投资项目——乐逗游戏在极短时间内登陆纳斯达克，乐基金取得了超过80倍的投资回报率。

作为联想创投集团的掌门人，老贺总是很忙。

联想创投在下一盘大棋。它计划借助资本的

力量，培育一批具有核心技术的产业上、下游的关联企业，构建拱卫联想主业的全价值链条，为联想寻找未来。

这项艰巨而重要的担子落在了贺志强肩上。

对于风险投资基金来说，最好的营销方式就是靠业绩说话——曾经投资了哪些大牛公司。联想乐基金是一支新锐队伍，让领军者贺志强骄傲的是，成立5年，已投的30多家公司中，有70%进入下一轮融资，投资回报率每年都在增长。

老贺是个雷厉风行的人，总是健步如飞，这也正如他做投资的过程。作为联想曾经的首席技术官，如今把事业的重点转向投资，贺志强身上既有“技术派”一贯的理性和扎实，也有投资人的眼光独到和稳准狠。

对创业者来说，投资人不仅是创业路上的伯

乐，也是“贵人”，提供资金、资源、人脉等全方位帮助。因为投资人与创业者之间的“亲密”关系，有人说投资人和创业者之间就像是“夫妻”，休戚相关，唇亡齿寒。但贺志强不这么认为，“创业者和投资人更像是恋爱关系，有时候会一路走在一起，有时也会因缘分殆尽分开。”

他也很认同一种比方，这种关系也很像“父女”。“作为父亲把所有的经验、一切的爱给她，但是知道这个女儿终究是要嫁人的，所以你要教会她如何去挑一个好女婿，建立好幸福家庭。”就如同让创业者很顺利地把创业的过程走下去。

创业路途上，从始到终的配合、磨砺，他们和创业者更像是一同打拼的人，而不是甲乙两方。

11月6日，贺志强发了一条微博，“做企业在创新的同时，也必须清楚什么是不变的本质。”他的微博个人简介写道：大道至简。所以他把自己的创投风格总结成了4个字，“人、事、势、时”。人为重，事为先，看清楚大趋势，顺势而为、审时度势，并且抓好投资的时间点。

任何时候，“独一无二的技术”都是工业世界里的权力之源。贺志强数十年的技术背景是他偏爱技术和互联网领域投资的原因之一，而且联想懂技术。背靠着联想集团的平台，加之联想散布全球的一万余名核心研发人员，都是联想创投获取前瞻性技术的雷达和触角。很多初创企业可能没有明晰的商业模式，贺志强却不看重盈利路径，而是基于对未来的判断，毕竟一个没有突出产品优势的小企业在讲求规模效益的商业世界难以生存。但是，他也承认，在互联网时代，好的商业模式同样具有颠覆市场的潜力，比如Facebook，将50亿人连

接起来，这也是价值。

选择投资时，贺志强很重视考核团队，团队是否有核心人物，股权分配是否合理。在联想创投曾经投资的一个项目中，创始人的妻子也占有股份。贺志强告诉经理去探探创始人的口风，告诉对方他太太不能在公司，“如果他能干脆的答应你我们就投”，因为他认为这样不利于构建团队平衡。团队如果发展很快，就容易掩盖很多问题。因此，乐基金在天使轮就致力于帮助企业调整和打造核心团队，避免短板效应制约企业未来发展。

贺志强的另外一个投资逻辑是：不跟风，有自己独特的见解和眼光。当前大热的VR、AR领域，尽管老贺也觉得它重要，但一旦大家已经一窝蜂涌上去，“理论上讲我已经要很小心地去投了。”

投资人和创业者的步伐一致非常重要，投资人非常希望团队清晰地知道自己做一件什么样的事，需要竞争时，快速地去占领领先地位，而打根基时，就要慢慢收敛。但创业企业可能会遇到很多问题，初期一定会犯错误，老贺是一个有耐心的人，他非常清楚创业者们在这阶段的心理需求，不会在时间点上给创业者很多压力。他总是强调，“我们是创业者的知己，我相信只有知己才能行远。”

贺志强希望大家看到的是，“联想是一个不断探索未来、引领创新的公司，而且联想不仅仅在做产品做服务，它也希望通过创投来激发创新。”这是一种永远要走在时代潮头的精神追求。每一次技术更迭之际，对于新技术的质疑与戒备都未停止过。但这并不妨碍在浮躁动荡的行业变局中做成一门好生意。这个世界一直在喧嚣声中前行。⑤



王正华： 老师和他的“春秋大业”

“你想成为百万富翁吗？很简单，你先成为亿万富翁，然后去投资航空股，你就会变成亿万富翁了。”巴菲特的这句流传甚广的话充分体现了股神心中航空业的无利可图。在中国，想在垄断严重的航空业占据一席之地，是许多民营企业家不敢做的“春秋大梦”。而王正华的出现，不仅以一己之力打开了行业新格局，还成就了“春秋大业”——他于耳顺之年创立的春秋航空去年成功登陆A股，成为中国航空业中民营资本的“第一股”。

一本带有企业logo的台历，让人甘愿竞相出价50美元抢购，就算只是一场社会营销，也实实在在让春秋航空火了一把。“空中飞人”这个行业普遍的高颜值本身就足够吸睛，因此当有颜有身材的机长们的身影被印在台历上，宛如明星时尚硬照的台历一经推出，立刻在航空界引起很大反响。

这件事是瞒着董事长王正华偷偷做的，直到生米煮成熟饭，成品摆在王正华面前时，他也就接受了。“说好听一点是时尚，但难听一点多少有点出格。”话虽这么说，他却丝毫没有愠怒的神色，语气中有小小的无奈，这背后是作为一位企业掌门人必须考量的企业形象和对董事会的担当。台历上秀出八块腹肌的机长们会不会造成公司不务正业的负面印象？衣帽的不端正会不会有哗众取宠之嫌？虽然年轻人们都纷纷拍手叫好，年纪大一点的股东们却会担心“不要坏了我们的形象”。王正华对此则态度通达，“说明新媒体的确能产生很多时尚的符合年轻人喜乐的创意。”

“台历事件”如同投石问路，年轻而脑洞大开的春秋航空员工们有了越来越多大胆的尝试。他们让董事长出任朋友圈广告的代言人，为即将促销的11万张特价机票做宣传。一开始王正华是拒绝的，“我都老成这样了，来做广告哪能适合？”然而在两个年轻员工的一唱一和之下就被忽悠了去“试试看”，结果一炮打响，收获了行业内外及旅客的一致好评。投放仅半小时，春秋微信粉丝就增长三万余人。他懂得“有时候年轻人有很多的想法，很多的创意”，因此，王正华也一次次“就范”，对于他来说，新鲜的、好玩的，哪怕自己暂时不能完全接受，也一定不阻挠年轻人积极尝试。

在无伤大雅的小举措上王正华很开通，在涉及企业发展战略方向的大问题上他也绝不霸权。公司发展到今天，他本人对“上市”这件事是很反对的，但年轻人的想法不一样，“他们跟我说了很多上市的好处，对公司的健康发展有利。”因此即便上市不属于他的本意，“但公司的年轻人都想上，那我也同意上。”

但对于创新手段，王正华有着自己的一套标准。“希望让旅客开心的同时也不能触犯我们的底线。”机长台历的诞生是企业团队锐意创新的缩影，尚在底线允许范围之内，但有些方式是不能跨越底线去尝试的，比如美西南在行李舱暗藏女孩子作为给全舱旅客“机上惊喜”的案例。

通过降低运营成本，让利于消费者，让越来越多的老百姓能坐得起飞机出行，是王正华一开始为春秋航空设立的定位和梦想。如今，春秋一直朝着王正华设想的蓝图稳健地发展，在他看来，“接下来的发展战略也不会有太大的调整，但在服务上还要下功夫。”

由于为省运营成本而做出取消机上免费餐食的决定，机上空乘人员的工作量也减轻了不少，但如此一来，如何给旅客更温馨的乘机体验就是值得思虑的问题。春秋的员工在与靠近过道的乘客对话时采用跪蹲式姿态，通过与旅客平视来减轻顾客的压迫感，希望让春秋航空的旅客花平价享受到头等舱的服务。

王正华身上兼具海纳百川的包容和企业领导者的强硬做派。他的眼光从来不局限于短暂的现实利益，他的眼睛永远朝着国外最先进的对标。在公司初创阶段，他就瞄准了B2C模式。与如今被迫

王正华的出现，不仅以一己之力打开了行业新格局，还成就了‘春秋大业’——他于耳顺之年创立的春秋航空去年成功登陆A股，成为中国航空业中民营资本的“第一股”。

捧的热闹相比，曾经的B2C一度不被接受，成本高，风险大，简直是投资深渊。有大公司花费了3亿元也没能做成的项目，彼时只准备了6亿元资金的王正华却跃跃欲试。尽管在这过程中他遇到了各种劝阻，为此还差点与当时来帮助春航公司建设的副总裁闹翻，对方甚至放出狠话，“你如果坚持要做，你飞机起飞的那一天，我就离开这个公司。”但放眼国际，美西南能做到，瑞安、易捷都能做到，“为什么我们中国人不能”，王正华不信这个，倔脾气被激出来，他咬紧牙关，自主开发了独立的销售系统，摆脱中国航信的垄断，每年省去了上亿元的开支，硬是在悬崖边上开辟了一条自己的新路。

挂牌那日，王正华率领着一百多名股东，在上交所大厅摆阵打起太极。整齐的白色唐装，一致的步调引起轰动。生于1944年的王正华，已72岁高龄。然而每每谈及此，王正华总是笑称：“我是36‘公岁’。”谈及两个儿子，他说，他们都很孝顺，没有富家子弟的脾气和纨绔性格，“在公司里也是广受好评”。大儿子王煜如今已成为春秋航空总裁，扛过了企业发展的重担，至于自己呢，“除了早上打太极拳，白天带着小孙子踢踢足球蹦来蹦去的，也不错。”^④

探索新丝绸之路， “一带一路”下的中东欧投资机会



2300多年前，浩瀚的丝绸之路以西安为起点，由河西走廊出新疆，经巴基斯坦，再由西亚抵达欧洲大陆，成为了一条贯通中西政治、经济、文化的交通要道。这条绵延7000多公里的美丽丝路见证了不同国度、地区之间的政治互信、经济互利与文化互动，为人类留下了一笔珍贵遗产。2015年3月，随着国家“一带一路”的政策在博鳌亚洲论坛上的公布，这些丝绸之路上原有的国家和地区再一次成为合作伙伴。尤其对于中东的国家地区，是与中国彼此拉近政治关系、促进经贸往来发展与安全的战略新支点。

从古老的丝绸之路起结缘，阿布扎比成了“一带一路”共建的天然合作伙伴。作为阿联酋的首都，阿布扎比坐落于全球东西走廊的中心，是通往中东和北非地区新兴经济体、印度次大陆、东南亚、大中华地区的门户。过去的40年间，阿布扎比已经从一个沙漠城市发展成为一个繁荣的商业中心，稳定的经济得到了国际认可。近年来，阿布扎比竞争力日益增强，成为区域和国际投资、以及旅游的热门目的地。如今，“一带一路”又被赋予了“新丝绸之路”的含义，回溯中国与阿布扎比（中东）不同文明之间交流的历史轨迹，对于进一步弘扬交流、融合、合作和共赢的基本价值，促进新时期的政治对话与深度合作具有更为重要的时代意义。

工银私人银行正努力让这段丝路情结发挥更大的作用。近日，工银私人银行分别在福建泉州、江西景德镇和重庆召开了中阿经济文化交流论坛。工银私人银行希望提供一个窗口，能促进中阿双方企业家相互了解、更好地把握双边投资机遇，一方面帮助中国的企业家更深入的了解投资所在地的政治、经济和投资环境，同时也让阿布扎比访问团的代表了解中国的投资市场，实现项目对接、考察对接、加快之间的经贸合作。作为两大人类文明的发祥地，中国和中东在漫长的两千多年中拥有共同的文化积淀，通过新丝绸之路，连接更紧密了。^②

一带一路重庆站——西南角的黄金枢纽

目前重庆已经成为了一带一路的支点和重要的连接点：本市与一带一路国家双边的贸易额已经占到经济总量30%左右，一带一路对外投资超过30%，吸收国家的投资占了15%。

文 | 陆佳裔



站在64楼的重庆金融大厦中，从中国西南建筑的制高点眺望，嘉陵江和长江在此交汇，河流向远方延伸。这里是阿布扎比商贸团“一带一路”活动的重点访问城市——山城重庆。

近年来，随着当地经济飞速发展，重庆目前已经成为“一带一路”的支点和重要的连接点；加之获准成立了自由贸易区，相当于拥有了一个离岸的金融中心。凭借自贸区的独特优势，无论是来自一带一路沿线国家的投资，或是利用自贸区获得相应的税收优惠，乃至在国际间的交流方面，在重庆都可以享受莫大的便利。

从地理位置上看，西南角的重庆是一带一路长江经济带大通道的连接点，也是中国内陆的对外连接点。一条渝新欧铁路通过重庆，连接新疆，再到欧洲。同时，一条长江黄金水道让重庆成为了长江上游的枢纽节点。水路、铁路、公路三路的畅通，为物流运输提供了极大方便，能让货畅其行。

因此贸易的往来也有了优势的基础。货品通过渝新欧铁路运到欧洲国家，从根本上改变中国过去贸易格局一江春水向东流的局面，同时依托渝新欧把欧洲的产品，尤其是中国老百姓所受欢迎的产品到重庆来分拨解散。一来一去，商机广阔。因此重庆的进出口贸易在过去几年高速增长，利用的外资连续几年保持在100亿美元以上。

从重庆现有的经验来看，重庆与一带一路国家的双边贸易额已经占到经济总量30%左右，一带一路对外投资超过30%，吸收国家的投资占了15%。强力整合国内外的资源，让重庆的企业家们沿一带一路走出去，加强海外的投资，吸引阿布扎比的资金投资重庆，与一带一路沿线国家合作，这是一个新的发展。

在资本的融通上，重庆已经实现了在一带一路国家中，不同国家企业贸易结算以人民币作为中间价结算。重庆市商务委员会副主任李谦认为，

重庆的金融创新独具特色。得天独厚的条件，让一家有望结算3万亿人民币的规模公司，在两年以后超过10万亿元结算，有达到预期的可能。从贸易推动到资本畅通，重庆和来自阿布扎比的投资者们，和一带一路沿线国家的经贸合作，有着广阔的想象空间。

目前，中阿两国已经签署了100亿美元的联合投资。阿布扎比经济发展局副局长哈利法·本·萨里姆·阿勒曼苏里称，目前主要的投资是直接的资产投资。阿布扎比证券交易所首席执行官拉希德·阿勒贝鲁西信心满满：我们在这里看到的，是一片充满机遇的热土。

在服务重庆和服务中国经济中，工商银行也一直在贡献自己的力量。渠道是巨大的优势。工商银行在全球目前设有近17300个网点，海外网点就多达1000个，这是一个庞大的客户基础和服务网络。工银私人银行已经在全球二十多个国家地区都设

立了私人银行办公室，其中中东的伊斯兰金融服务是私人银行服务的重要内容。工商银行私人银行负责人透露，工银私人银行已经在2015年为一部分中国的客户在迪拜完成资产投资，效果不错。此前，工银私人银行已经在卢森堡设立了全球理财基金，基金框架设立了人民币资产财富管理的规则，以及建立了全球动力基金，可用于现金管理，希望能打造全球人民币财富管理最强基金。此外工行还负责中东欧基金成立，将按照市场化的运作，再把中国一带一路上的16个国家的民间资本和政府的资金整合，推进一带一路的建设。

现在的工银私人银行希望在阿布扎比自贸区的政策下，为企业家客户们在中东开设贸易性的企业提供便利。工银私人银行正在进一步规划中东私人银行中心的战略布局，他们希望把这个网络和强大的客户基础建立连接后，让双方共同创造价值。④





徐翔：照亮君子伙伴同行道路的“精诚之光”

来自广东的徐翔嗓音清亮吐字清晰，语速平缓却往往触及要害；与她交谈得久了，思路会像被激活般清晰。也许是得益于她多年来精心细致的服务经验：作为第一代私人银行从业者，8年的时间里，徐翔几乎伴随着中国私人财富管理的起步而成长，也提升了她专业的见识和服务素养，“当初我幸运的遇上国内私人银行业务发展的‘风口’，从事财富顾问岗位后，就像加入了一场与时间的赛跑，唯有更专注、专业与专心，才能迎接市场

挑战，真正做到‘君子偕伙伴同行’。”

徐翔理解的君子伙伴关系中，双方必须认可一致的价值观和拥有共同走得更深更远的决心与向往。面对复杂多变的市场变化，自己和团队正处于一种当下和未知的状态，只有通过积极学习与细心观察，才能在同行的前路上，闪出有价值的、属于自己的光亮。

回想最初的自己，经济学专业毕业但未从事过银行业务，为了尽快转型成为合格的“财富顾问”，徐翔在接受工商银行总行对财富顾问工作技能培训的同时，花3个月深入拜访了60多名高净值客户，亲身实践了客户信息收集、访谈提纲准备、客户需求理解、客户推荐报告撰写、客户服务方案提供等一系列步骤，完成了产品知识和服务技能的通关学习，才自认为算得上开始入门了。此后8年里的每一天，她坚持花大量的时间研读，了解市场，了解客户；并以同样的标准带领着团队。

她以真诚负责为职业操守，守护着客户的家族财富。2010年初，一位五十多岁的客户有意培养女儿做自己的接班人，并拿出600多万元的资金让女儿掌管，首先就带女儿来见徐翔。一开始，面对徐翔提出的稳健方案，客户的女儿并不以为然，反而更倾向于高风险高回报率的投资配置。面对这位急于证明自己的年轻客户，徐翔耐心地说明本金安全的重要性，为她分析激进投资背后可能存在的风险，并详

细阐述稳健配置方案对她家庭财富管理的意义。最后这位年轻客户采纳了徐翔的意见，放弃了激进想法；事实证明，数周后资本市场波动，如果按照客户的初衷进行激进的配置，造成的损失可能需要3到4年的修复期才有可能收回本金。

随着老新两代的接班，客户的结构发生变化，现代财富规划和资产增值中，传承问题已然是许多客户看重的家族精神内核，这也成为近些年徐翔关注和思考的话题。她意识到越来越多的年轻客户正在加入跑道，这种变化令她时刻充满紧迫感：“很多时候我感觉客户比我们的成长速度更快，尤其是目前新一代的接班人。”

徐翔和她的团队一起，参照工商总行开展了三届的“工银私人银行财能实践营”的模式，在广东省落地了当地的财能实践营。参加的大多是客户的孩子，这些未来接班人的学习创新能力令她惊叹时不忘自省——始终要和客户共同成长。

如今，这支财富顾问团队，对于自己肩负的“伙伴”责任也有了新的认识。“同行的不只是自己与客户，如果说工行是君子的话，那我们作为从业人员就是伙伴，双方因为彼此认同而相互选择，未来也将相互成就。”她从客户身上学到很多值得借鉴的道理。相处过程中，客户主动分享的企业发展心得和体会，或是如何管理团队，在紧急情况下怎样应对危机，都令徐翔受益匪浅。☺



包文豪：跨越藩篱，终将行至宽处

2008年，一个被称为“私人银行”的业务开始在中国银行业席卷。

这一年，在网点工作的包文豪敏锐地意识到，这是一个新的业务蓝海，他所服务的工行客户应该对此很感兴趣，有这个需求。于是他向客户推荐，邀请他们签约私人银行，提供一对一定制服务。

“总部有好的资源，专业的财富顾

问，这能给客户带来价值。”包文豪这么想。

X先生是包文豪推荐的客户之一，他成了工行私人银行的首批客户之一。

X先生带着400万资产，一路从当时最热门的房地产信托、港股与固定资产入手，开始尝试与工银私人银行合作。

从私人银行的门槛来看，X先生并未达到要求。不过，服务他的财富顾问以专业与贴心的服务，经常与他沟通交流金融市场信息，产品策略与特色等，邀请他参加工行提供的针对私银客户的其他服务。

良好的沟通建立了信任与默契，X先生把更多的钱放到了工银私人银行，资产达到私人银行的要求。

正是敏锐地捕捉到了在银行业悄悄发生的变革，包文豪展现出了他对商业的敏感性。随着接触越来越多，了解越来越深入，他开始思考向私人银行客户经理的定位转型：做一个专业全能的私人银行财富顾问。

他在为此做准备：从网点一路做起，升任至中国工商银行上海浦东分行二级支行行长助理。

对于一位从基层做起的年轻人来说，包文豪此时已经打开了职业的上升通道，沿着这条路走下去，他可以有更多可能性。

不过，他还是打算践行当初的想

法。2013年5月，包文豪加入工银私人银行。

加入工银私人银行，包文豪通过大数据挖掘出一位潜在客户，深入了解其身作为民营企业主的切实需求，制定出完善的计划，取得客户信任，客户签约为私人银行客户。

之后三年，包文豪保持着每月一次的客户拜访频率。在这个过程中，客户的业务也发生变化，从计算机软件转型到金融服务。包文豪建议他做好资产隔离，降低创业风险，这让客户感到了包文豪对他着想的善意。

随后，包文豪帮助客户通过沟通交流了解到国内最大机构平台——工商银行对于国内产业资本的观点，帮助客户更好的把握产业资本的动向，为其公司经营决策提供支撑。良好的互动，终使得这位客户从工银私人银行的达标客户成为极高净值客户。

以同理心与客户进行沟通，是他对客户的服务准则，这增加了客户对工银私人银行的信任，这种理念，与工行的“君子偕伙伴同行”的文化不谋而合。

私人银行业务，并不是简单地让客户激进投资，而是根据市场的趋势与变化，提供更为合理、专业而全面的定制性服务，一方面为客户财富的保值增值提供参考，另一方面让客户免去对市场动荡中财富传承的担忧，保持稳健。☺



MOM与FOF 傻傻分不清？ 带您一次认清楚

不能简单地把两种模式的核心归纳为“管人”和“管基金”，应当从资产配置和投资策略分配角度进行深层次理解，并可以将两种方式有效结合，形成更为完善的投资体系。

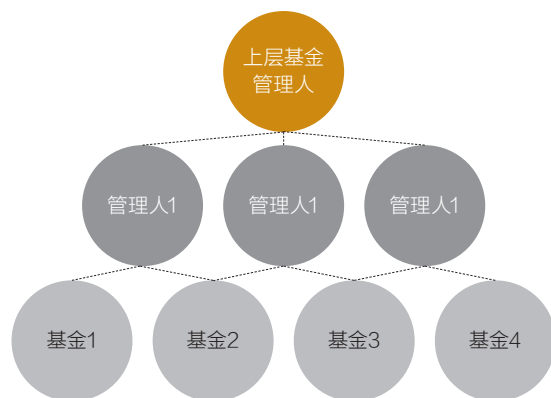
近年来，工银私人银行采用国际领先的MOM管理模式，通过自上而下的资产配置与自下而上遴选管理人的双层动态模式，实现了多元风格、多元策略、多元管理人的资产配置架构，为客户创造了良好的投资收益。其中，2014年和2015年连续两年资产组合回报超过8%，2016年至今投资表现依然出众。

那么，这种领先的MOM模式究竟是什么？它和FOF有什么区别？——接下来揭晓：

① MOM是什么

MOM是Manager of Managers的简称，即管理人的管理人，由MOM基金管理人通过长期跟踪、研究基金经理投资过程，挑选长期坚持某投资理念、投资风格稳定并取得超额回报的基金经理，以委托子账户进行投资管理的多管理人投资模式。是国际大型资产管理机构和社保基金常用的一种资产管理模式。

简单说，您可以想象成是这样：



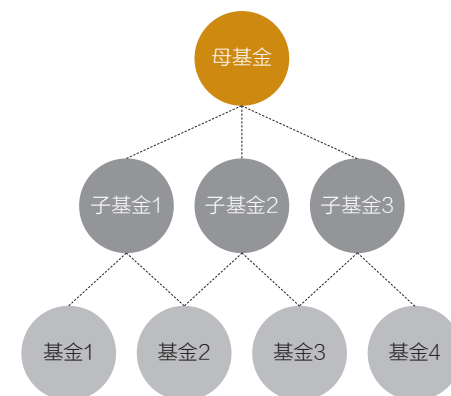
工银私人银行MOM管理模式的实践

工银私人银行通过构建MOM管理模式，运用多维度并定量定性相结合的方法，在市场上优中选优，遴选合适的投资品管理人，并将多个管理人账户按照资产类别和风险收益特征重新进行组合，优化组合风险收益比，获取投资单一管理人或单一基金难以获得的较低净值波动及较高的投资收益表现。

② FOF是什么

市场上另一种历史更悠久的投资模式是人们熟知的FOF，即“基金中的基金”，是通过投资业绩表现良好的基金，取得长期稳定回报的模式。

通常是这样理解的：



然而，实际上，MOM与FOF的区别并不简单局限于管理Manager（人）与管理Fund（基金）的区别，更不能简单地把两种模式的核心归纳为“管人”和“管基金”。应当从资产配置和投资策略分配的

角度进行深层次理解，并可以将两种方式有效结合，形成更为完善的投资体系。

③ MOM和FOF的正解

接下来，我们从资产配置和策略分配两个层面剖析两者的区别：

资产配置层面

投资理念。MOM的核心在于其主动服务于资产配置框架下的大类资产配置策略，上下层管理人均是灵活合作模式；

而FOF更适用于通过遴选成熟的子基金去执行母基金既定的配置策略，属于外生被动型的模式。

投资模式。MOM扩大了资产配置的管理边界，在投资品管理、规模管理、策略管理、风险管理等各个方面，都体现了其优势性；而FOF则降低了实现资产配置的成本，尤其当国内公募基金产品类别日益丰富，选择运作成熟和风格稳定的子基金，更能发挥分散投资风险的优势。

风险管理。MOM与FOF风险管理的深度和广度有显著差异。MOM可实现上层管理人对子管理人穿透管理，根据底层管理人持仓数据实现主动的风险识别；而FOF并不能及时获取子基金的持仓情况，更多是母基金管理人被动进行风险调整。

策略分配层面

MOM在既定的资产配置框架下，依

据管理人投资风格与获取阿尔法的能力，判断其是否能够取得超额收益进行策略分配，同时由上层管理人针对既定策略进行组合优化，并控制风险敞口；FOF则通过参考各个基金产品投资业绩与净值波动性作为投资依据，同时考察基金经理策略执行的稳定性，由母基金管理人针对不同资产和不同策略进行组合优化，达到优化资产配置结构的目的。

④ 展望未来

今年6月17日，中国证监会发布《公开募集证券投资基金运作指引第2号——基金中基金指引（征求意见稿）》。《指引》出台意味着公募FOF即将进入实操阶段。在政策偏紧的市场环境下，监管层为公募FOF创新留下足够空间，使未来公募基金的服务能力进一步提升。

综上，MOM和FOF两种模式，各有侧重及其优势。工银私人银行过去3年多的MOM管理模式实践结果表明，我们拥有业内领先的市场地位和投资经验，为客户提供专业的资产配置服务和卓越的管理业绩；同时紧密关注市场和政策的各项细微变化，积极扩大自身管理的有效边界。近期，我们预判了公募FOF的政策突破，并提前进行了投资布局，在做大做强MOM投资管理的基础上，进一步加大了FOF投资，及时把握市场发展机遇，实现投资组合的优化管理。☺

ICBC  工银家族财富管理



中国工商银行现已推出家族财富管理业务，通过集团内设立家族财富管理基金的形式，致力于为资产在亿元以上的极高净值客户，定制详实、全面的财富管理解决方案，覆盖财富传承、投资顾问、限额融资、跨境咨询、金融咨询、事务管理等六大服务内容。

工银家族财富管理，与您诚信相守，助力家族财富稳健相传！



光影相随，至美由心——
“2016·光影伙伴”工银私人银行杯摄影大赛圆满落幕
老相机里窥新颜
辞旧迎新艺相伴 声如洪钟美如画