

「封面故事」

# 金融开放下的财富管理新篇

# 和 人 銀 行

## 财／富／文／雅

寒风乍起，经济寻路

霍华德·马克斯：如何洞察周期的秘密

四书心得——「孔孟之道」的若干「学」与「问」

对话陈履生——是否到了谈大众艺术消费的时候了

财经  
CAIJIING

和  
人  
銀  
行

二〇一九年十二月

工银亚洲私人银行为  
中国工商银行（亚洲）有限公司私人银行部之简称

# 努力

We work hard

# 创造卓越

to make wealth easy



工银亚洲私人银行为您带来全球化投资机遇，  
多元的财富管理方案和全面的增值服务。

了解我们助您财富增值和传承的愿景。  
致电 218 95588    [www.icbcasia.com](http://www.icbcasia.com)

投资涉及风险。

ICBC  工银亚洲  
Private Bank 私人银行

# 目录 CONTENTS

2019年第5期 / 总第三十四期



P16



## 财以行智

静待曙光：贸易摩擦趋缓，负利率压力加码 / 27  
**国际**  
登顶全球财富金字塔尖：创富机会何在 / 24  
金融开放下的财富管理新篇 / 16  
**封面故事**  
多国央行「试水」数字货币，谁能变中取胜？ / 12  
**前沿**  
寒风乍起，经济寻路 / 8  
**宏观**

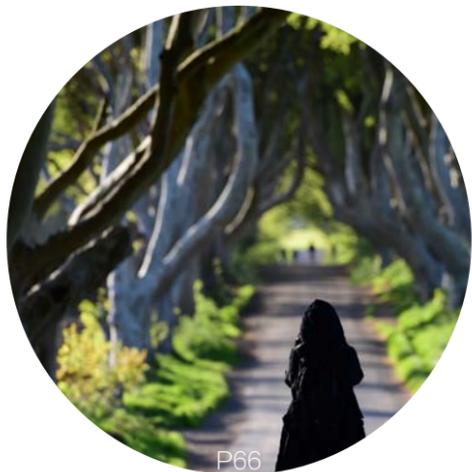


P32



## 富以行远

与爱同行 温暖行动，我们始终前行 / 47  
**动态**  
高端保障，成就家族荣耀长盛不衰 / 45  
合理配置「一篮鸡蛋」，从黄金定投开始 / 43  
**策略**  
财富顾问的一天 / 38  
**型格**  
中金刘刚：增速放缓和政策宽松的赛跑中，孰快孰慢 / 35  
橡树资本霍华德·马克斯：如何洞察周期的秘密 / 32  
**洞见**



P66



## 文以行广

巡礼权力游戏——北爱奇幻之路 / 66  
**在途**  
一碗米粉知桂林 / 58  
**美食**  
四书心得——「孔孟之道」的若干「学」与「问」(1) / 54  
**古文观启**



P87



## 雅以行艺

进博会让世界分享中国数字经济成长 / 95  
**博物**  
健康消费升级 私人医生时代来临 / 92  
**健康**  
「技术流」导演从李安到卡梅隆如何革新电影？ / 88  
**电影**  
弗里达和四朵女人花——不同的女人，  
同样自由的灵魂！ / 84  
**悦读**  
是否到了谈大众艺术消费的时候了？ / 78  
对话陈履生：「文博热」的当下，  
**艺术**



#### 主办单位

中国工商银行私人银行部

#### 协办单位

《财经》杂志

#### 采编中心

出版人 / 张小东

主编 / 邹慧丽 陈坚 董劲然

副主编 / 沈玥

编审 / 毕培艺

统筹 / 廖文亮 陈如一 张羽

联合出版人 / 刘霄 何刚

主编 / 袁满

副主编 / 张威 孙新

主笔 / 俞燕

策划编辑 / 富饶

流程制作 / 孙新

#### 视觉中心

视觉总监 / 黎立

美术编辑 / 颜斌 于宗文 张玲

#### 运营统筹

崔毅

\*版权所有 侵权必究

每两月出品

免责声明:

本刊文中观点和建议仅供参考,在任何情况下,我行及作者均不对由于依赖文章中的任何意见或观点而导致的损失承担任何责任;文中观点受制于市场及其他条件的变化,不应作为对未来事件发展的预测或对未来投资的保证。

# 更开放的金融市场，更好的私人银行

文 / 中国工商银行私人银行部总经理 张小东

**进**入2019年四季度，中国金融市场开放进程正在以前所未有的速度大步迈进，从MSCI等国际主流指数公司纳入A股比例不断提升，到QFII额度的全面取消，再到国务院金融稳定发展委员会7月发布的11条金融业对外开放新举措，金融领域各项对外开放政策密集推出，国际知名金融机构也在加速布局中国市场。内外融通，合作共赢，金融行业更加开放的新格局正在逐步形成。

可以预见，随着金融行业的更加开放，外资私人银行会加速在中国的业务布局，国内私人银行业将面临更激烈的竞争。国际私人银行业务有数百年的悠久历史和更丰富的业务经验；相比之下，中资私人银行业务尚属“后起之秀”，却也在过往十余年的发展过程中立足中国实际国情，取得了优异成绩。以工行私人银行为例，从2008年成立以来，始终紧跟时代发展脉络，与时俱进，不断成长，服务高净值客户从4318户增长至9.2万户，管理客户资产规模从749亿元增长至1.59万亿元，年复合增长率34%，实现跨越式发展。

面对即将到来的新竞争局面，各金融机构都已开始提前布局。工商银行提出“打造第一个私人金融银行”的新发展战略，其中在私人银行领域，工行将始终秉承以客户为中心的发展理念，彰显热爱客户、服务客户、客户至上的立场和感情；积极建设“卓越服务、满意私银”品牌，努力成为“更好的私人银行”。这意味着：

一是更好的服务能力。服务客户是我们的立身之本。工行私人银行将进一步完善客户信息全视图，建立账户管理、信贷管理、资产管理、财富管理等多元综合服务全功能体系，为高净值客户设计一揽子金融服务方案，逐步形成全权委托、投资顾问以及交易执行三类服务模式供客户选择。

二是更好的专业能力。专业立身是我们的头号使命。工行私人银行将进一步借力科技金融手段，建立覆盖集团内外的全市场遴选产品平台，构建产品遴选评价体系，结合大数据应用，持续优化客户资产配置模型，深度挖掘“客群”需求，根据客户各类特征、投资经验及风险偏好，在产品统一平台遴选产品的基础上为客户建立专属配置组合。

三是更好的品牌美誉。品牌口碑是我们的不懈追求。工行私人银行将依托集团整体资源，继续推广“工银私人银行”“君子偕伙伴同行”等子品牌，加强顶层设计方案，汇集区域特色资源，打造场景化、阶梯式的非金融增值服务平台，以健康、财经、商旅、教育、艺术、生活等板块为基础，形成阶梯式的增值服务标准，并探索家族化、个性化、定制化的增值服务架构，形成私人银行增值服务自我完善的长效机制。

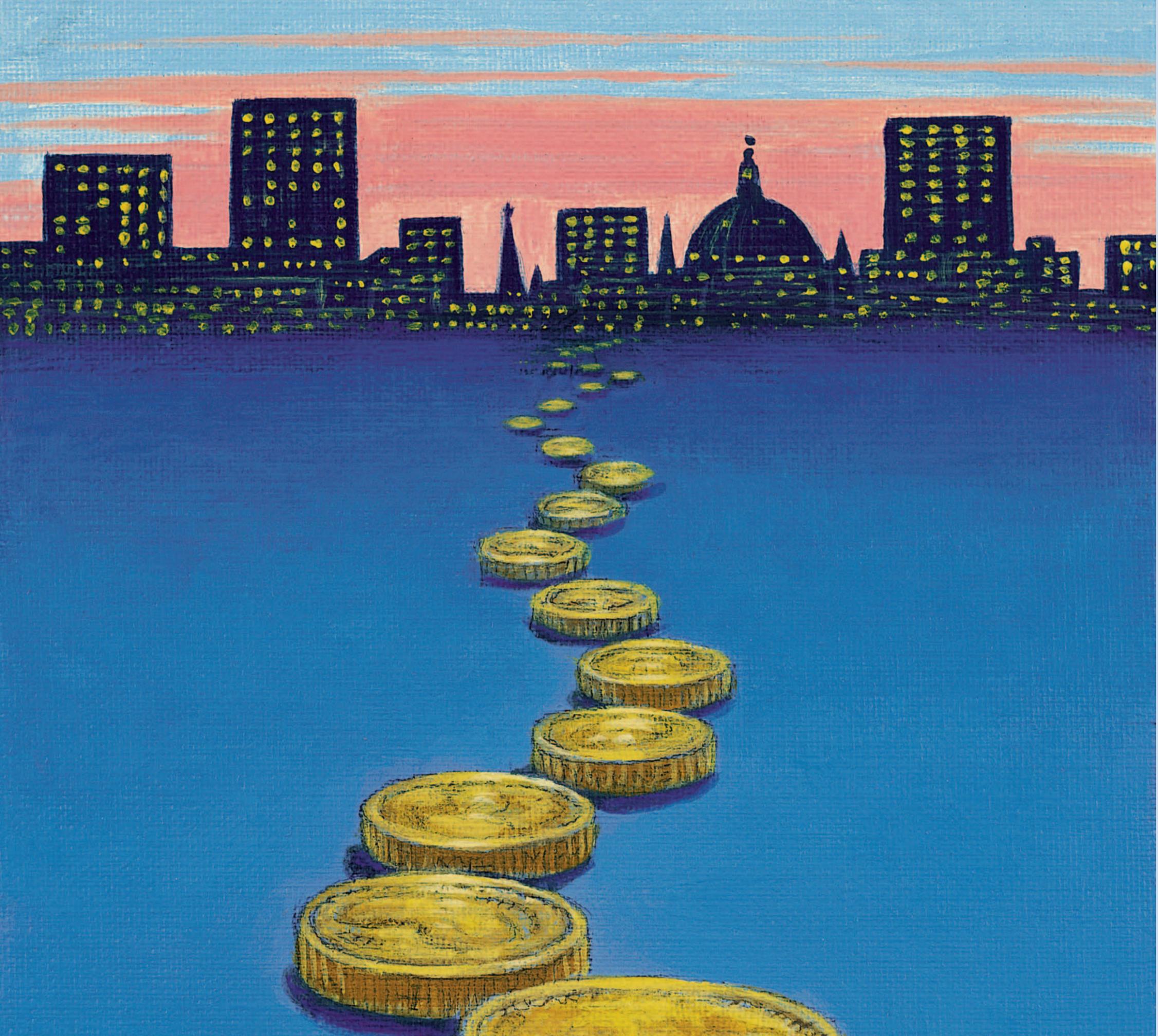
四是更好的智能服务。智能技术是我们的制胜法宝。工行私人银行将高度重视智能技术的应用，进一步强化私人银行业务的智能化开发，努力将数字化技术高效、融洽地运用到整个业务链条中，特别是运用到客户识别、客户服务、业务支撑等关键环节，形成智能客户画像、智能投顾服务、智能业务支持的数字化生态服务系统。

五是更好的国际视野。全球服务是我们的有力武器。工行私人银行将进一步加快全球布局，强化全球资产配置研究，建设更有全球视野的配置方案设计能力，持续推动与工银亚洲、工银国际等境外机构联动，稳健开展全球投资机构合作，同时兼顾境内外合规管理要求，形成境内外业绩双向激励机制、双向客户推荐机制以及协同服务维护机制，推进私人银行客户全球资产视图、全球投资交易和全球投资组合分析等系统功能，促进境内外客户市场的双向流动。

六是更好的合规经营。稳健合规是我们始终坚持的底线。工行私人银行将继续推动集团统一的风险管理体系建设和三道防线建设，完善前中后台职能分离，保持风险中台的独立性和完整性，加强事中风险管控，全面落实各项风险管理、产品销售合规管理、反洗钱管理以及消费者保护等合规经营措施。

七是更好的专业队伍。人才团队是我们的强大支撑。工行私人银行将继续打造行业精英的财富顾问团队和投资顾问团队，加强队伍人员的资质培养，建立“培训”与“自学”相结合的能力培养模式，进一步提升专业队伍的市场研判能力、资产配置组合能力、产品咨询顾问能力和综合化服务能力。

金融开放的大势已来，率先转型、整装上路的工行私人银行始终在路上。■



# 财

## 以行智

只有智慧才能创造财富。

# 寒风乍起，经济寻路

文 / 晨曦 编辑 / 张静

全球主要经济体寄希望“降息”等货币政策改变现状，寻求经济增温。但随之而来的风险亦不容忽视

**全**球的经济就像北半球的天气一样，随秋入冬，寒意渐起。10月中旬，国际货币基金组织(IMF)在美国华盛顿发布了最新一期《世界经济展望报告》，将2019年全球经济增速再次下调0.2个百分点至3%，这已经是连续第四次下调这一预期，并为2008年金融危机爆发以来最低水平。

同时，上述报告将2020年全球经济增速下调0.1个百分点至3.4%。

不仅如此，面对全球贸易和投资放缓，世界银行在10月最新的报告中将2019年世界经济增长率预测从2.6%调低至2.5%。

嘉信理财首席投资组合策略师Liz Ann Sonders认为，全球制造业正处于衰退走势中。

在全球经济下行的趋势下，中国尚未跟进降息潮，维持正常利率政策水平，但是否能够独善其身，仍有待观察。

最新的数据显示，我国前三季

度国内生产总值(GDP)同比增长6.2%。分季度看，一季度增长6.4%，二季度增长6.2%，三季度增长6.0%。尽管增速绝对数位于全球较高水平，但依季下滑的现状依然让市场感到担忧。

为此，全球主要经济体寄希望“降息”等货币政策改变现状，寻求经济增温。随之而来，可能引发的风险亦不容忽视。

## 全球增速预期再下调

除IMF以外，世界银行、OECD等国际组织均已下调了今明两年全球经济增长预期。某分析师表示，其中贸易问题是主要

拖累经济下行的原因，WTO已将2019年的全球商品贸易额增长由2.6%下调至1.2%。

荷兰经济政策分析局(CPB)的数据显示，全球贸易量在今年前两个季度分别下降0.3%和0.7%。三季度WTO全球贸易景气指数为95.7，较上季度下降0.6，表明全球贸易增长连续四个季度低于趋势水平。生产方面，8月摩根大通全球制造业PMI为49.5，其中新订单指数和就业指数均连续四个月位于荣枯线以下，表明全球制造业生产呈现收缩态势。先导指数方面，OECD综合领先指标已连续19个月放缓，降至金融危机以来最低水平；商业信心指数也连续12个月放缓，为7年来最低。初步估计，2019年三季度全球经济增长环比折年率为2.5%，较上季度下降0.1个百分点。

IMF预计，到2020年如果中美贸易仍旧紧张将进一步拖累全球GDP下降0.8%。IMF数据显示，2019年全球近90%的地区经济增长放缓，

其中发达经济体放缓至1.7%；新兴市场和发展中经济体放缓至3.9%。

从主要国家来看，美国经济增速下调0.2个百分点至2.4%，欧元区下调0.1个百分点至1.2%，中国下调0.1个百分点至6.1%。上述分析师表示，美国随着减税刺激作用的消退，贸易政策的不确定性将遏制企业投资，强势美元和贸易保护主义使贸易逆差扩大，预计还存在一定回落空间。

公开数据显示，今年一季度美国GDP增速为3.1%，到了二季度按年率计算大跌至2%。根据亚特兰大美联储(Fed)预计，美国第三季GDP实质季增率将落在1.8%。而纽约Fed则预测三季度GDP实质季增率为2%、第四季降至1.3%。

“欧洲受全球贸易摩擦的影响，外部需求长期弱于预期，拖累制造、投资和出口，在欧美贸易和英国脱欧未取得重大进展前，欧洲经济将继续陷于低迷状态。新兴市场在全球经济放缓、大宗商品价格走低的背景下，未来经济金融脆弱性或明显上升。”上述分析师认为。

对于三季度全球经济现状，平安证券研究所宏观组总结为，美国经济加速回落，欧元区经济延续弱势，中国经济增速放缓，全球经济下行中趋于收敛，整体形势依然严峻。

四季度全球经济大概率仍将延续下行，平安证券研究所宏观组认为，其中，2019年四季度美国经济增速加速回落；欧洲经济面临的内忧外患仍将延续；在全球经济整体下行以及消费税率提升的背景下，日本经济在四季度大概率将加速下行；新兴经济体整体仍将继续承压，工业国经济疲软也将逐渐导致资源国出口乏力，进而整个新兴经济体均面临增长乏力的困境。

## 中国季度数据变中有忧

国家统计局10月18日公布数据显示，前三季度国内生产总值697798亿元，按可比价格计算，同比增长6.2%。分季度看，一季度增长6.4%，二季度增长6.2%，三季度增长6.0%。分产业看，第一产业增加值43005亿元，增长2.9%；第二产业增加值277869亿元，增长5.6%；第三产业增加值376925亿元，增长7.0%。

其中，1-9月固定资产投资同比增长5.4%，

较1-8月放缓0.1个百分点；9月社会消费品零售总额增长7.8%，较上月加快0.3个百分点，但扣除汽车影响后增速为9%，较上月回落0.3个百分点；9月进出口总额同比下降3.3%，较上月放缓3.4个百分点。三大需求整体呈现“一稳、一升、一降”格局。

平安证券研究所宏观组认为，中国宏观四季度仍然面临总需求回落的压力：投资受房地产与制造业低迷的拖累，消费的政策刺激效应尚未显现，净出口对经济的贡献将减弱。本轮工业企业的去库存可能正在逐渐接近尾声，库存周期可能进入一个较长的筑底阶段。此前该分析曾预计四季度经济增长将呈现温和向下的态势，三、四季度GDP增速分别为6.1%、5.9%，全年GDP增速6.2%。从已经公布的数据来看，三季度GDP增速低于预期。

有分析指出，展望四季度，外部环境依然复杂多变，但随着中美贸易谈判的再度重启以及“六稳”政策的落地和显效，中国经济平稳运行的积极因素将增多，预计四季度将有所企稳，全年GDP增长6.2%左右。

不过，分析指出，为应对更加复杂严峻的内外部形势，宏观调控政策将重点关注以下方面：一是财政政策加力增效，助力基建托底经济；二是货币政策继续适时适度适向逆周期调节，加强对制造业等领域的支持；三是以供给侧结构性改革为抓手，加快推动产业结构转型升级；四是坚持因城施策，房地产调控以稳为主；五是建立健全逆周期监管机制，发挥好监管政策对实体经济的支持和维稳作用。

### 降息热潮仍在继续

在全球经济持续下行，贸易摩擦长期难以解决，各国面临紧缩、投资疲软、出口缩减等压力下，年初至今，已有30多个国家或地区先后宣布降息。

其中，土耳其降息425个基点，幅度最大；印度累计降息5次，次数最多；美联储降息50个基点，最受市场关注。

根据9、10月份的最新消息，降息热潮还在持续。9月6日，俄罗斯央行降息25个基点至7%；9月12日，欧洲央行宣布降息10个基点

至-0.5%，是2016年3月以来首次降息；9月19日，美联储继8月降息后再次降息，联邦基准利率调整至1.75%-2%，随后印尼、巴西、沙特等7家央行跟随降息；10月4日，印度央行进行年内第五次降息，下调利率25个基点至5.15%，本月内澳大利亚、韩国也有不同程度的降息。

某分析人士指出，各国央行期望能够通过降息释放资本流动性，促进实体经济发展，刺激政府、企业、居民消费，从而达到缓解本国经济下行压力的目的。

尽管中国并未开启降息，但自2018年下半年开始，中国货币政策已经开始边际放松。今年以来，央行进一步推进逆周期调节。包括降准、增量开展中期借贷便利(MLF)等提供充裕的中长期流动性。

数据显示，上半年，MLF操作期限均为3个月，利率为3.5%。下半年，将期限延长为6个月，利率为3.35%，为引导金融机构降低贷款利率和社会融资成本，11月又将其利率下调至3.25%。

金融数据显示，其社会融资状况改善有助于改善市场流动性。10月15日，人民银行公布数据显示：9月份M0同比增长4%，M1同比增长3.4%，M2同比增长8.4%，社会融资规模存量增速为10.8%，人民币贷款余额同比增长12.7%。

最新的金融数据显示，10月末，广义货币(M2)同比增长8.4%，增速与上月持平；狭义货币(M1)同比增长3.3%，增速比上月末低0.1个百分点。

分析指出，9月份M1增速的稳定反映出近期企业的资金状况较为稳定。M2增速的回暖与9月份降准措施相呼应，表明逆周期货币政策的效果初显。M1与M2的剪刀差为-5%，比上月略有回升，与7月持平，反映出企业投资动力稳定。近期国内经济运行存在下行压力，中美经贸摩擦依然存在不确定性。企业的投资行为较为谨慎，未来随着外部环境逐步稳定，逆周期政策的效果将逐步显现，企业的扩大再生产意愿或将逐步提升。

某分析师指出，近期“全面+定向”降准的货币政策和提前下发地方专项债额度助力宏观调控政策稳增长。逆周期货币政策的加力叠加积极的财政政策信号更加积极有利于经济主体扭转之前的悲观预期，提升市场信心。但由于2019年以

过去经验表明，降息恐难成为拯救经济的“灵丹妙药”，在全球增长放缓的情况下，更需警惕流动性阀门再度打开后债务负担、资产价格泡沫加剧带来的潜在震荡。

来规模以上工业企业利润为负增长，短期内经济下行压力使得企业贷款的规模难以迅速增加，融资增速快速回升的可能性不高。未来随着逆周期政策效果的显现，需求的不断提振，信贷增速将大概率保持平稳增长。

某证券分析师认为，在全球经济普遍回落及中国经济下行压力较大的情况下，中国货币政策中长期偏宽松的趋势不变，利率处于趋势性下行的通道；四季度货币政策可能由于多方掣肘而较为谨慎，不会采取较大规模的宽松操作，而年内利率水平走低的空间也较为有限。

### 金融风险不容忽视

在当前的经济格局以及全球降息朝下，市场主要声音认为，新旧风险叠加，金融问题愈加突出。

在新一轮宽松的货币政策大潮下股市和债市跳涨，负收益率债券的规模也日益壮大。数据显示，目前全球主要股市处于高位，美国三大股指不断创出新高，欧洲主要股市的市盈率已接近20倍。美债长短期收益率曲线在2019年3月开始出现倒挂，倒挂情况已长达半年。欧洲市场的国债则开始不断出现负利率的情况，目前全球已超过14万亿美元的债券是负利率。

分析指出，在总体债务水平已经非常高的情况下，降息会刺激经济主体继续增加借贷，使债务水平不断攀升，进一步增大债务违约风险。新的金融风险不断积累，而旧的贸易摩擦、地缘政治风险也尚未得到解决。贸易摩擦问题前景仍不明朗，中美贸易摩擦虽在近期缓和，但最终能否达成协议，未来还存在不确定性，美欧之间的贸易摩擦有愈演愈烈趋势，WTO等多边机制改革仍旧悬而未决。

此外，大国博弈、双边地缘摩擦的风险也在继续增大，地缘政治的突发事件往往会引发金融市场或大宗商品价格震荡。有研报预计，四季度全球金融市场将仍处于相对动荡的状态，相关风险仍应引起高度重视。

该研报指出，当前值得重点关注的风险包括：警惕全球货币宽松潮引发的潜在波动以及部分新兴市场面临金融动荡风险。

随着欧洲央行9月宣布降息，欧美货币政策开始同步宽松，这标志着全球将正式迎来新一轮降息潮。2019年以来，全球已有超过30个经济体先后宣布降息，部分经济体甚至多次降息，表明全球经济基本面处于恶化状态。上述降息举措的实施，将促进全球流动性的回升，一定程度上有助于缓解各国融资压力、促进投资消费增长。但另一方面，过去经验表明，降息恐难成为拯救经济的“灵丹妙药”，在全球增长放缓的情况下，更需警惕流动性阀门再度打开后债务负担、资产价格泡沫加剧带来的潜在震荡。

此外，全球货币政策同步转向宽松，新兴市场将获得“喘息之机”，但部分经济体由于自身的结构性问题，可能成为潜在的风险源头。例如，8月阿根廷总统初选造成的金融动荡仍在不断发酵。阿根廷政府8月15日宣布一系列外汇管制措施，8月28日宣布“债务延迟兑付”方案，被外界认定为实质性违约。

国际评级机构惠誉指出，阿根廷商业信心已经下跌，银行业面临的风险上升。穆迪在下调阿根廷主权评级后，又调整了175家阿根廷债券基金的评级。鉴于阿根廷年内将有超过600亿美元公共债务到期，且现政府和在初选中获胜的反对党在10月总统大选前将持续角力，阿根廷金融风险不容忽视。

# 多国央行“试水”数字货币，谁能变中取胜？

文/吴菲 编辑/云飞

法定数字货币不仅能在财政支出上节约千亿级印钞成本、损耗成本，而且有助于国家在国际支付体系中占据主导权。有业内人士直言，更重要的是，央行可以更好地监控洗钱以及其他犯罪行为

**多**国央行或将站在时代风口的最前端。近年来，伴随比特币等“虚拟货币”的迅速发展，由其引发的“三反”（反洗钱、反恐怖融资、反逃税监管）和资本外流等问题亦受到多国关注。在防范“虚拟货币”可能引发的相关风险时，多国政府开始思考其背后的技术是否可给本国货币体系发展提供借鉴。

“各国央行未来可能会发行数字货币。”据CoinTelegraph今年6月报道，国际货币基金组织（IMF）在一份报告中指出，一些国家的央行正在考虑实施某种形式的央行数字货币。另据媒体报道，乌拉圭已经启动了一个央行数字货币的试点项目，而中国、瑞典、乌克兰、巴哈马等国家也都“即将”测试他们的央行数字货币系统。

此外，一些国家的央行也一直在研究央行数字货币对金融稳定、银行部门结构、非银行金融机构的进入和货币政策传导的潜在影响。

多国央行竞相追逐的数字货币究竟是什么？对于很多普通人来说，容易将数字货币与电子货币、虚拟货币混为一谈。其实，从广义来看，数字货币包含的方面比较广阔，包括电子货币、虚拟货币和法定数字货币。

但事实上，央行数字货币与网上银行等支付的电子货币并不相同，电子货币本质上而言只是

法定货币数字化的表现，是用来进行电子化交易的。虽然用户在使用央行数字货币和电子货币的时候体验看似差不多，但其原理是有本质区别的。

“电子货币背后对应的都是实实在在的钞票和银行里面的存款，数字货币不是，它本身就是财富的表现形式，并不直接对应物理钞票。换句话说，平常大家使用的支付宝等电子货币，只不过是一种记账符号，而数字货币是加密过的算法，就好像拥有唯一编号的现金钞票，具有不可篡改性。”有区块链行业资深研究人士指出。

值得注意的是，数字货币与虚拟货币之间亦存在本质区别：虚拟货币只能在网络中封闭流通，而数字货币是可以被用于真实的商品和服务交易，但只有国家发行的数字货币才是法定数字货币，包括比特币在内的虚拟货币均是非法定数字货币。

对于法定数字货币，目前国际尚无统一定义。中国人民银行数字货币研究所原所长姚前曾指出，中国央行研究发行的数字货币是指数字化人民币，从各国方案看属于法定加密数字货币，其本身是货币而不仅仅是支付工具。与之对应，虚拟货币也称为非法定数字货币。

## 多国央行积极“备战”

可以看到，多国央行已经陆续试水官方数字



货币。

最先试水数字货币的是南美洲国家厄瓜多尔。2014年12月，厄瓜多尔推出“电子货币系统”及基于该系统的“厄瓜多尔币”。通过资格认证的市民可以通过移动App，使用厄瓜多尔币在超市、商场、银行等场所完成支付、转账等操作。

厄瓜多尔币的推出被市场认为是厄瓜多尔国“去美元化”进程的举措之一。厄瓜多尔国于2000年废弃旧有的本国货币，采用美元以摆脱经济危机。2014年该国禁用比特币，并推出上述系统。但厄瓜多尔币并未像最初预测的那般普及开来，于2018年3月底宣告停止运行。

几乎同一时间，同样是在南美洲，委内瑞拉政府开始正式发售官方数字货币“石油币”，该币以石油为价值支撑，直接与油价挂钩，发行参考价60美元，发行量为1亿。按照委内瑞拉总统马杜罗的想法，石油币或许能够帮助委内瑞拉完成经济转型，抵御西方的经济制裁。

事实上，自“石油币”发行以来，更多的人则认为这是一场由政府背后操控的资金骗局。与此同时，来自美国的经济制裁亦让石油币的发展蒙上阴影。

但这并没有阻挡其他国家发行数字货币的热情，位于非洲的突尼斯和塞内加尔，大洋洲的马绍尔群岛等，都先后发行了各自国家的央行数字货币。

“对于一些依赖美元的国家，引入央行发行的数字货币将降低美元化程度，反过来可以维护金融领域的主权；对于那些依赖美元但是又跟美国没有签订友好条款的国家，引入央行发行的数字货币则能够帮助他们逃脱美元的制裁。”有区块链行业人士直言，小国在国家数字货币发行上多为拯救国内复杂的经济与政治局势，寄希望借助区块链东风，寻求本国经济与国际地位的飞跃。

欧洲、北美等地的部分国家亦开始“行动”。尤其自2019年6月，美国社交网络服务网站

2019年10月23日，美国华盛顿，美国众议院金融服务委员会就Facebook公司的Libra项目召开听证会，Facebook公司首席执行官马克·扎克伯格出席。图/视觉中国

## 虽然目前并无明确信号表明美国和日本有推出央行数字货币的计划，但一场由官方发起的、自上而下的数字货币改革，正逐步席卷全球。

Facebook发布Libra(虚拟货币)白皮书后，不少国家就面临极大压力。

9月17日，欧洲央行管委维勒鲁瓦对外透露，法国央行已经开始研究央行数字货币。而与法国一样，英国、加拿大、新加坡、巴西、丹麦、挪威、以色列、菲律宾等诸多国家也早已紧锣密鼓地展开了对央行数字货币的研究。

此外，包括中国、俄罗斯、泰国、印度等，均在计划推出央行数字货币的国家之列。

虽然目前并无明确信号表明美国和日本有推出央行数字货币的计划，但一场由官方发起的、自上而下的数字货币改革，正逐步席卷全球。

近日，Facebook首席执行官扎克伯格在Libra项目听证会上表示，“在我们继续向前之前，确实需要解决一些重大风险，但我也希望我们能够讨论不创新的风险，尤其需要考虑中国央行数字货币。中国有一部分基础设施比美国要先进得多，美国必须要在现有基础上建立更现代化的支付基础设施。”另据IMF上述发布的报告，各个国家推出央行数字货币的动机各不相同。发达国家主要是希望通过央行数字货币寻求在现金使用频率下降的情况下提供现金的替代方案。而对于发展中国家等新兴经济体而言，央行数字货币的主要目的是降低银行成本，并有可能使商业银行更容易为没有银行账户的公民提供服务。

### 未来已来 变革已至

可以看到，与部分小国直接“上车”的策略相比，一些发达国家或发展中国家，一直在加紧筹备，从金融、法律、技术等层面为本国数字货币发行做准备。

凡事预则立，不预则废。近年来，中国央行

在数字货币研究领域已有不少积累与沉淀。2014年，时任央行行长的周小川提议研发央行数字货币，同年，央行成立发行法定数字货币的专门研究小组，开始论证其可能性；2015年，央行开始对数字货币发行和业务的运行框架、数字货币的关键技术等进一步深入研究，发行法定数字货币的原型方案也经过两轮修订；2016年1月，央行召开数字货币研讨会，进一步明确了发行数字货币的战略目标；2017年，中国人民银行数字货币研究所悄然挂牌成立。

“央行数字货币已经呼之欲出了。”2019年8月，原中国人民银行支付结算司副司长穆长春（现任央行数字货币研究所所长）如是表示。这被视为央行数字货币发展的重要转折点。

今年10月，中共中央总书记习近平在主持中共中央政治局第十八次集体学习时强调，区块链技术的集成应用在新的技术革新和产业变革中起着重要作用。要把区块链作为核心技术自主创新的重要突破口，明确主攻方向，加大投入力度，着力攻克一批关键核心技术，加快推动区块链技术和产业创新发展。

“区块链技术应用已延伸到数字金融、物联网、智能制造、供应链管理、数字资产交易等多个领域。目前，全球主要国家都在加快布局区块链技术的发展。我国在区块链领域拥有良好基础，要加快推动区块链技术和产业创新发展，积极推进区块链和经济社会融合发展。”习近平说。

尽管央行在推进法定数字货币的过程中并未预设技术路线，但上述内容亦被市场解读为区块链技术应用积极信号。

中国的央行数字货币英文简称为“DC/EP”，“DC”是“Digital Currency(数字货币)”的缩

写，“EP”是“Electronic Payment(电子支付)”的缩写。人民银行原行长周小川此前强调，研究数字货币，本质上是要追求零售支付系统的方便性、快捷性和低成本。

毋庸置疑，央行数字货币一旦诞生，带来的深远影响与变革是可以预见的。

作为法定货币发行机构的中国央行，每年都需要向市场投放相当数额的纸币。但是纸币在流通中会产生大量损耗，与此同时，又会有相当数量的假币进入到流通中，危害人民财产安全。

另一方面，随着移动支付的普及，纸币在生活中的使用场景越来越少，虽然有效抑制了假币在市场的流通，但也造成了大量纸币堆积银行库房的情况。

“如果法定数字货币能够取得成效，不仅能在财政支出上节约千亿级印钞成本、损耗成本，而且有助于国家在国际支付体系中占据主导权。”有业内人士直言，更重要的是，央行可以对资金流动信息进行全面监测，进而更好地监控洗钱以及其他犯罪行为。

据某数字货币研究人员透露，数字货币相当于给每笔钱一个“身份证编号”，一张钞票对应一组数字，这组数字如同我们的身份证一样，是有加密标示的，能够轻易验证真伪。而且，数字货币在流通中的每一个环节都会被记录，比如从谁的手里到了谁的手里，用于支付了什么东西。

此外，银行卡或支付宝等互联网支付工具都是基于账户紧耦合的模式，要进行银行账户绑定和实名认证，无法满足用户匿名支付的需求。在网络不佳的情况下，用户很难使用电子支付工具，而央行数字货币保持了现钞的属性和主要特征。即使在没有网络的情况下，亦可利用央行数字货币进行支付。从这点来看，这将大力促进人民币的流通性以及国际化进程。

那么，集多重优点于一身的央行数字货币，是否会直接发放到老百姓手中？理论上来说是可以的。但据穆长春透露，中国央行数字货币设计了双层的运营投放体系，而不是由人民银行直接对公众发行数字货币的单层运营体系。在双层运营体系下，上层是央行，由央行对发行的法定数字货币做信用担保，因此央行的数字货币与人民币一样具有无限的法偿性；运营投放体系的下面

一层由不同的商业银行构成，商业银行等机构负责面向公众发行央行数字货币的同时，需要向央行100%缴纳全额准备金，以保证央行数字货币不超发。

一言以概之，整个发行过程就是央行先把数字货币兑换给银行或者是其他运营机构，再由这些机构兑换给公众。

数字货币行业分析师肖磊认为，未来民众获取央行数字货币的方式大概分为三类：第一类是到银行开通一个数字货币的钱包，直接拿着手上的现金，包括纸币和硬币，换成数字货币（柜台办理）；第二类是直接拿现有账户上的钱，用网银在线购买，类似于把银行账户里的钱，转到支付宝或微信支付（线上办理）；第三个是直接在场外交易，我转给你，你转给我，或我有什么东西要卖，明确只收数字货币。未来中国可能会出现三种形式的支付，网银、第三方支付（支付宝、微信支付等）、官方数字货币，用户将钱放在何处取决于用户。

但随着央行数字货币相关工作推进及当前移动支付的发展，部分民众担忧，这是否意味着未来纸币将消失？尽管用数字货币替代实体货币是最终目标，但考虑到中国的复杂国情，央行表示目前尚无发行的具体时间表。在较长的一段时间内，数字货币将和纸币并存流通。

亦有民众对匿名性保护存在担忧。但据路透社报道，近日穆长春在参加新加坡的一次会议上表示，公众使用现金是为了保持匿名性，央行会满足他们的匿名交易需求。但同时，他也表示，央行将在“可控制的匿名性”与反洗钱、反恐融资(CTF)、税收问题、在线赌博以及任何电子犯罪活动之间保持平衡。

“这是我们必须保持的平衡，这是我们的目标，我们不寻求对公众信息的完全控制。”穆长春说。

即便当前并无中国央行数字货币的具体推出时间表，但在多名区块链行业从业者看来，央行的数字货币必将给金融行业带来格局式的改变，相对于其他国家来说，中国多迈出的这一步将帮助其在未来的国际金融体系变革中占据有利位置。而对于普通老百姓来说，未来也许不会再体验“数钱数到手软”，却能真正实现“无钱包走天下”。

# 金融开放下的财富管理新篇

文 / 晨曦 夕樱 编辑 / 云飞

有声音预测，过去十年是中国的实体经济纳入全球体系的十年，未来十年将是中国的金融体系加速开放、纳入全球体系的十年

视觉中国

ID: VCG211144725449  
500px Select RF

**当**金融开放的国门打开的尺度越来越大，外资机构进一步深入本土金融市场成为一个确定无疑的趋势，在此之下，大金融之下的每一个细分领域的参与主体似乎都值得警醒和思考。

中国巨大的财富管理市场，作为外资机构窥视已久的一块蛋糕，将面临不可逆转的新一轮变化和竞争。

最新的一份报告显示，自2000年起，中国家庭财富总值从3.7万亿美元增长至2019年年中的63.8万亿美元，增长接近17倍，增速超过多数其他国家的3倍。

另一份数据显示，2018年末中国个人可投资资产达190万亿。在很多金融人士看来，外资机构特别是外国银行私人银行势必觊觎这块市场，并且会选择最合适的时机进入。

今年下半年以来出台的多个金融开放政策则为这些外资机构提供了很好的时机。今年7月，金融委办公室发布《关于进一步扩大金融业对外开放的有关举措》，提出了11条金融业对外开放措施，其中，鼓励境外金融机构参与设立、投资入股商业银行理财子公司。允许境外资产管理机构与中资银行或保险公司的子公司合资设立由外方控股的理财公司。

进入10月之后，银证保等多个领域再次连环政策推动，进一步降低外资机构的准入门槛、扩大业务范围、扩展市场大门，构成了此轮金融开放的主要特征。

某银行私人银行人士表示，在这些政策推动下，外资机构进入中国市场确定无疑，而对中资机构来讲则面临新一轮的竞争，一方面，我国财富管理市场依然具有巨大的发展空间和新的需求，中资机构本身就需要提升自己的服务能力；另一方面，外资机构在财富管理市场方面具备颇为丰富的经验，中资机构需要尽快学习外资机构的经验，与之在专业和能力方面形成抗衡。

宏观层面，中国金融业进一步开放，亦促使人民币国际化推进了一步。在6月14日的2019年陆家嘴金融论坛上，央行前行长周小川就表示，中国金融需要巨大的转变和改革，进一步的金融开放非常重要，可以更好地应对贸易摩擦给人民币国际化和资本项目开放可能带来的挑战和压力。

### 政策密集出台

进入9、10月份，中国金融业开放新政策更是接二连三出台。

9月10日，国家外汇管理局宣布取消合格境外机构投资者（QFII）和人民币合格境外机构投资者（RQFII）（以下合称“合格境外投资者”）投资额度限制，同时，RQFII试点国家和地区限制也一并取消。

10月11日，证监会发布消息称，在全国范围内取消期货公司、基金管理公司以及证券公司的外资股比限制，分别于明年的1月、4月、12月开始实施。

10月15日，《国务院关于修改〈中华人民共和国外资保险公司管理条例〉和〈中华人民共和国外资银行管理条例〉的决定》（下称《决定》）发布，外国银行可以在中国境内同时设立外商独资银行和外国银行分行；外国银行分行可以吸收中国境内公民定期存款的数额下限由每笔不少于100万元人民币改为每笔不少于50万元人民币，并取消对外资银行开办人民币业务的审批等新政。

《决定》还宣布在保险领域，取消申请设立外资保险公司的外国保险公司应当经营保险业务30年以上，且在中国境内已经设立代表机构2年以上的条件；允许外国保险集团公司在中国境内投资设立外资保险公司，允许境外金融机构入股外资保险公司。

对比来看，此轮新政发布不是简单的框架性文件，而是具有实际意义的务实举措。与各领域此前出台的政策相比，几大领域连环政策推动，进一步降低准入门槛、扩大业务范围、扩展市场大门，共同构成了此轮金融开放的主要特征。

与QFII、RQFII额度放松政策对应，10月16日，人民银行会同外汇局制定了《关于进一步便利境外机构投资者投资银行间债券市场有关事项的通知》（下称《通知》），允许同一境外主体QFII/RQFII和直接进入渠道下的债券进行非交易过户，资金账户之间可以直接划转，同时同一境外主体通过上述渠道入市只需备案一次。

某接近监管层人士表示，金融市场开放包括两层含义，一是机构设置门槛，包括持续推动银证保在内的外资机构持股比例的放宽甚至取消；二是外资机构开展业务的放松，比如债券承销等。

“还有一块是金融市场本身的开放，让更多的境外投资者参与市场交易，其中QFII与RQFII就属于这一领域。”

今年3月，博鳌亚洲论坛副理事长、中国人民银行前行长周小川表示，中国金融业对外开放有很大的空间，扩大开放的同时还要允许这些金融机构做的业务范围扩大一些。这也正是一次开放政策其中一个重要的关注点所在。

不论是降低门槛、放低持股，还是扩大外资机构的业务范围，其政策能够得到回应的基础是中国金融市场的巨大吸引力。宏观经济数据以及金融市场发展现在都足以佐证这一点。

宏观经济方面，在全球经济增速超预期下行之际，中国前三季度GDP增长6.2%，并成为少有尚未开启降息周期的国家，有分析认为，中国在新兴经济体中具备相对较好的基本面与较充裕的政策空间。

金融方面亦是如此，《2018年中国金融市场发展报告》显示，中国金融市场运行稳中有进，国内金融业运行总体平稳，行业资产总量保持稳定增速。

分领域来看，银行业发展规模保持增长，风险抵补能力较为充足。银行业金融机构本外币总资产年末余额268.24万亿元，同比上升6.27%；商业银行贷款损失准备余额3.77万亿元，拨备覆盖率186.31%，各项指标均优于上年同期水平；证券业资产规模保持稳定。截至2018年12月31日，131家证券公司总资产为6.26万亿元，净资产为1.89万亿元，行业总体规模保持稳定，全年实现营业收入2662.87亿元，净利润666.20亿元，106家公司实现盈利。保险业总资产增速保持稳定，总资产2018年末余额18.33万亿元，同比上升9.45%，与上年同期基本持平。另据中国信托业协会公布数据，截至2018年末，信托业管理的信托资产规模达到22.7万亿元，利润总额为731.8亿元。

甚至，有声音预测，过去十年是中国的实体经济纳入全球体系的十年，未来十年将是中国的金融体系加速开放、纳入全球体系的十年。

“这也说明中国在新兴经济体中具备相对较好的基本面与较充裕的政策空间。亚洲新兴市场在全球仍具有相对较好的发展机遇。”平安证券研究

表：国务院金融委出台金融业对外开放11条

领域	举措
理财	鼓励境外金融机构参与设立，投资入股商业银行理财子公司。允许境外资产管理机构与中资银行或保险公司的子公司合资设立由外方控股的理财公司。
保险	允许境外金融机构投资设立、参股养老金管理公司。人身险外资股比例制从51%提高至100%的过渡期，由原定2021年提前到2020年。取消境内保险公司合计持有保险资产管理公司的股份不得低于75%的规定，允许境外投资者持有股份超过25%。放宽外资保险公司准入条件，取消30年经营年限要求。
证券及经纪业务	支持外资全资设立或参股货币经纪公司。将原定于2021年取消证券公司、基金管理公司和期货公司外资股比限制的时点提前到2020年。
债券市场	允许外资机构获得银行间债券市场A类主承销牌照。进一步便利境外机构投资者投资银行间债券市场。允许外资机构在华开展信用评级业务时，可以对银行间债券市场和交易所债券市场的所有种类债券评级。

资料来源：中国人民银行、中金公司研究部 制表：张玲

所宏观组在最新研报中指出。

在很多外资机构人士看来，伴随金融市场改革不断深化，银行、证券、保险等主要金融行业的行业结构和组织体系持续完善，城镇化和金融科技等亦为中国金融业提供了广阔的发展空间，中国金融市场表现值得期待，其对外资机构的吸引力将大幅提升。

事实确实如此，中国作为全球第二大经济体，高度吸引外资机构进入中国市场。值得注意的是，中国金融市场发展还处在初级状态，发展空间很大，积累了丰富经验的外资机构进入的意愿度更高。

### 财管管理迎变

随着外资机构进入本土的意愿度提升，多位业内人士表示要关注中国财富管理市场的变化。

此前，中央和金融监管部门多次提及引入境外专业的财富管理机构，开放措施中涉及理财子公司（鼓励外资参股）、理财公司（允许外资控股）、养老金管理公司（允许外资参股）、保险机构（允许外资独资或控股）。

事实上，财富管理领域开放框架早在今年7月份就明确提出。今年7月，金融委办公室发布《关于进一步扩大金融业对外开放的有关举措》，提出了11条金融业对外开放措施，其中，鼓励境外金融机构参与设立、投资入股商业银行理财子公司。允许境外资产管理机构与中资银行或保险公司的子公司合资设立由外方控股的理财公司。

10月21日，瑞信研究院(Credit Suisse Research Institute)发布了第十份《全球财富报告》。报告显示，自2000年起，中国家庭财富总值从3.7万亿美元增长至2019年年中的63.8万亿美元，增长接近17倍，增速超过多数其他国家的3倍。

根据瑞信的统计数据，中国目前的百万富翁人数为440万(按美元百万富翁人数计，仅次于美国)，财富超过5000万美元的超高净值人士数目为18132人，全球排名第二，超过美国以外的其他任何国家。瑞信预计到2024年，中国百万富翁人数将接近690万。同时，2019年，在全球最富裕的10%人口中，中国占1亿人，首次超过美国的9900万。

另一份报告显示，2018年末个人可投资资产190万亿，其中现金及存款和不动产就达到约80万亿和40万亿，投资理财需求巨大。

分析认为，引入境外财富管理机构可以满足国内资金多样化的投资理财需求，尤其是对全球资产配置的需求，另一方面引入境外财富管理机构有利于提高国内资产管理机构经营效率和服务实体经济的能力。

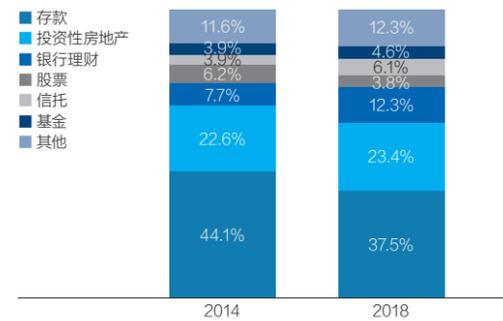
金融开放政策为外资机构进入中国财富管理市场创造条件，与此同时，中国财富管理市场还未饱和，拥有巨大的蓝海空间。“外资机构怎么放弃进入的机会！”某机构人士感叹。

某业内人士指出，金融开放倒逼国内金融机构提升经营效率，有利于打开优质机构的估值空间。在经营层面，有望发挥鲑鱼效应，倒逼国内金融机构改革，尤其是在部分短板领域(如财富管理、直接融资、风险定价等)，提升金融效率和服务实体经济的能力。

某金融学者也指出，在金融服务业方面，中国通过对外开放引入外资，也会加强行业内竞争，优化金融资源配置，进一步提高了金融机构的创新能力及风控能力。例如，中国内地无抵押信用贷款、村镇银行等业务，均由外资银行引入。

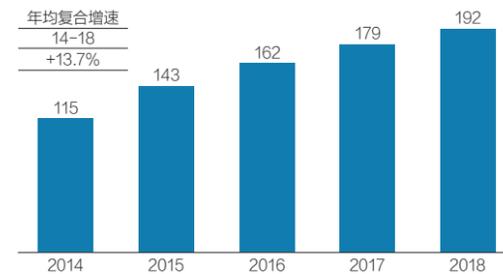
不过，也有外资机构人士指出，外资机构进来不会打破市场规则，反而会带来很多国外的新思路、新产品、新理念。“我们也非常明白，中国市场的接受程度比我们想象的要快、要开放，中国客户的需求比我们想象的要更复杂、更殷切，

图1: 2014年与2018年中国居民资产投向



资料来源: 波士顿咨询、贝恩咨询、艾瑞研究院 制图: 张玲

图2: 2014年-2018年中国居民可投资资产



单位: 万亿元  
资料来源: 波士顿咨询、贝恩咨询、艾瑞研究院

往往国内都是需求早于产品，监管当然有的时候也在观察市场发展，但我觉得外资进来可以在这个领域大大提升我们国内的市场成熟度。”

“国内市场一个最大的问题，我们觉得是同质化竞争。”上述人士进一步指出，大家都是拼块头，都是拼同一个产品。那么，不排除外资机构进来能够加大整合力度，可能外资进来以后，中资也要考虑，你做我也做还不如合并到一起做，未来合作的情况也会存在。“我们特别看好中国的财富管理市场，中国国内市场还远远没有深度开发，还没有达到成熟的地步。”

随着经济的高速成长，我国高净值人群数量迅速增加，带动了财富管理市场的扩张。根据2018全球财富报告，我国进入全球最富裕10%人群的规模达到8940万，仅次于美国的10247万，居全球第二位。2018年，我国财富管理市场规模124万亿元，个人可投资资产规模约190万亿元。

“我国的财富管理市场仍属于不成熟的市场。财富管理机构的过度拉高产品的预期收益率



以争夺市场，有的过多投资于信用风险、市场风险较高的底层资产，风险调整后的投资回报率降低。部分投资者盲目相信销售方评估的预期回报率，忽视实际风险，遭受投资损失。”10月27日，中国银行前行长、中国互联网金融协会区块链工作组组长、第十二届全国人大财经委员李礼辉在“2019全球财富管理论坛”上指出。

他进一步表示，未来的财富管理市场将是一个国际化的市场。实现我国财富管理市场的健康发展，是财富拥有者、财富管理业者和财富金融监管者共同的责任。

某具有外资机构从事经验的人士表示，对于本土金融机构而言，外资的进入既不是“狼来了”，也不是“无所谓”。上述人士表示，当前的开放会给金融行业带来实质性的新竞争力量，特别是在国内金融体系中相对还比较新、比较弱的领域中，例如资产管理、财富管理、交易银行业务等。

### 中资行的机会

新政策密集出台，外资机构已经翘首以盼，面对财富管理即将出现的新变化，我国中资机构特别是私人银行自身具备的优劣势，以及需要发力点在什么地方？

某金融人士了解，相比于外资机构，中资行私人银行具备多方面的优势：首先来自于对本土文化的了解，这是外资机构不具备的；其次，拥有多年布局中国财富管理的连续性经验；再次，对中国的监管环境比较熟悉；在业务层面，中资金融机构拥有自身客户基础好的优势。

某业内人士指出，外资在中国金融体系的存在感微弱，业务拓展有点陷入恶性循环。这很可能与业务准入、拓展渠道限制有关，也与其自身的战略取向、经营管理方式有很大关系。很多外资金机构相对集中的管理模式在应变本土特色上显得不够快、不够灵活，这些原因也是相互作用的。

在金融对外开放过程中，人民币的国际化扮演着非常重要的角色。图/IC

中资私人银行要做好转型，就是要真正发掘和满足客户需求。  
图/视觉中国



该人士指出，一个更开放的市场，应该是一个更公平、更透明的市场。在这样的市场中，专业能力会越来越成为比拼的关键。对于本土金融机构而言，开放是又一个“照镜子”的机会：面对未来，自己走到哪儿了？赛道上如果来了新选手，自己又会在哪儿？

事实确实如此，外资机构进入中国，即使有了“国民待遇”，成功经营还是会需要能够积极利用中国本土的资源，与存量金融机构合纵连横，与本土的经济发展水乳交融。在展业的过程中，会有很多细节规则需要落实到位，开放政策才能被执行下去。此外，外资金融机构自己需要找到在中国的发展模式。

此前，中国银保监会原副主席王兆星曾透露，截至2019年4月，共有来自54个国家和地区的215家外国银行在中国设立了41家外国银行法人机构，外资银行的营业机构已经达到982家。截至2019年二季度末，外资银行在华共设立116家外国银行分行。

某金融学者指出，“相对于其他行业，中国的金融业是开放最晚的，一定程度上也保护了金融业的发展。以银行业为例，本土的银行在国内

占据绝对优势，而取消持股比例限制之后，外资行的进入并不能对本土银行产生太大冲击。”

事实上，外资银行自身的理财业务规模非常小，自身发展实力局限，对申请理财子公司的市场前景并不乐观。但是国内部分大型城商行和部分股份制银行也会希望能够和外资股东合资成立理财子公司。

例如，宁波银行和南京银行本来银行层面就有外资股东，但是为了加快初期申请批复进度，目前为止获批的银行理财子公司都是独资。业内预测，未来如果外资金融机构参与设立需要寻找更小的银行合作，或者是增资扩股的形式后期参与已经设立的理财子公司。

某私人银行人士表示，现在处在一个财富管理的转型期，而且是最关键的转型期。当前，中资私人银行要做好转型，就是要真正发掘和满足客户需求。

在另外一位私行人士看来，家族传承越发重要，但是传承的理念、法律体系还有待健全。所以，私行在转型中应该根据财富管理市场的变化与客户的需求进行转变。

面对家族传承这个问题，机构不仅仅是帮助

客户从股权来做一个顶层的设计，做一个资产配置，还要基于全生命周期做一整套长期的资产配置方案。“有了这个突破，我觉得我们的业务才能够真正落地。”

上述有外资从事经验的人士表示，在业务上，开放能够提升市场竞争，激发各类市场主体的发展动力，快速弥补业务上的不足或空白。在管理上，外资金融机构所积累的管理经验对于中国金融机构的转型也会越来越有参考意义。很长时间以来，中国金融体系的发展有很强的独特性，海外经验往往被诟病为“水土不服”。但随着中国经济与全球发展的互联互通，中国金融行业的发展逻辑与经营规则也会需要与全球主要市场能够交流对接。

### 助推人民币“走出去”

中国金融业进一步开放，亦促使人民币国际化向前推进。2016年人民币正式纳入国际货币基金组织特别提款权，标志着中国对全球经济金融体系治理的深度参与，在更高层次上进一步推动了中国的对外开放。

在金融对外开放过程中，人民币国际化扮演着非常重要的角色。在6月14日的2019年陆家嘴金融论坛上，央行前行长周小川表示，中国金融需要巨大的转变和改革，进一步的金融开放非常重要，可以更好地应对贸易摩擦给人民币国际化和资本项目开放可能带来的挑战和压力。

2019年8月，中国人民银行决定改革完善LPR形成机制，9月国家外汇管理局决定取消合格境外机构投资者（QFII）和人民币合格境外机构投资者（RQFII）投资额度限制，这些金融开放的举措，亦对中国金融市场和人民币国际化的发展产生了深远的影响。

中国银行业协会首席经济学家巴曙松去年撰文指出，构建人民币境内外贯通的循环模式，对中国金融开放的同步深化提出了更高的要求。人民币直接投资将促使人民币国际化进程更加稳健，人民币跨境直接投资可有效优化人民币在境外实体经济中的循环模式，帮助构建以中国企业为核心的人民币计价全球供应链结构。

在巴曙松看来，为了避免贸易逆差与货币国际化的“特里芬悖论”，需要以促进资本项目开放

来丰富人民币的输出渠道，进而改善中国的国际投资头寸表。此外，由于国际货币会充当大量的与本国经济无关的交易计价工具，并且境外主体有在发行国以外持有国际货币的需求，亦使离岸人民币市场的发展进程相应加快。

对于财富管理市场而言，金融业进一步开放和人民币国际化深入推进，使中国资产管理市场与发达的国外资本市场进一步接轨，人们对海内外资产配置的意识和要求的提高，为资产管理带来了新的机遇。

人民币成功加入国际货币基金特别提款权（SDR）的货币“篮子”，为海外投资者配置人民币资产提供了新动力，将促进中国境内金融市场以创新产品为基础加速融入全球金融体系，更高水平的金融开放亦可顺应境内居民的全球资产配置与财富结构调整需求。

人民币国际化带来了产品创新的潜力。今年以来，央行先后五次在香港发行中央银行票据，香港市场反应热烈，商业银行、基金、中央银行和国际金融组织等各类离岸市场投资者纷纷积极认购。诸市场分析人士认为，这对于丰富离岸人民币投资产品、稳定人民币汇率，建立完善的离岸人民币市场利率曲线都具有积极意义。

香港交易及结算所有限公司集团行政总裁李小加此前表示，在内地金融市场还未完全开放之际，人民币离岸产品进一步丰富了人民币计价的金融产品创新，香港作为连接内地与全球的重要的门户市场和离岸中心，将成为推动人民币“走出去”、实现国际人民币跨境投融资、风险管理、金融创新的重要门户。

中国金融40人论坛成员和理事连平撰文指出，一国货币国际化必须要依托强大的国内金融市场，金融开放是促进金融市场竞争和提高资源配置效率，从而扩展金融市场深度和广度的重要环节。开放举措使境内金融市场会更广泛和深入地与国际市场相联通，支付结算、人民币计价交易和投融资等国际需求，都会得到长足的发展。

多位金融界人士认为，未来人民币资产将有望加速融入到全球金融体系中，迅速提升其在全球金融体系中的影响力。随着金融业的进一步开放，一个日益多元而发达的金融市场，将成为人民币国际化的进程中重要的载体和支持力量。



## 登顶全球财富金字塔尖：创富机会何在

编辑/夕樱

最成功的国家是解决了制度和金融板块缺陷，从而进一步增加了财富的良性循环。包括中国在内的新兴市场主体，被认为是形成这一良性循环运作的案例



最近，在娱乐和社会新闻占大头的微博热搜榜，突然出现了一条财经新闻：中国富裕人口首次超过美国。

这条热搜上的关键词，其实来自瑞士信贷集团研究院 (Credit Suisse Research Institute) 10月21日发布的《全球财富报告》(下称“瑞信报告”)。

根据瑞信的统计，目前中国的百万(按美元计)富翁人数为440万人，中国拥有财富超过5000万美元的超高净值人数为18132人，仅次于美国，全球排名第二。如按全球前10%的富裕人口数量，中国为1亿人，超过美国的9900万人，即富裕人口总量为全球第一，超过美国。这便是这条热搜产生的来源。

不过，如果以中美两国的绝对人口来论，两国的富裕人口在总人口中的占比却有不小的差距，中国富裕人口在总人口中占比为7%，而美国则为30%。

空谈指标没有意义，透过现象，了解位于财富金字塔尖的富裕人群对于财富管理的所思、所想、所愿，了解其价值观和投资习惯以及致富的原因，那么普通人通过奋斗成为百万富翁，才不会只是一个缥缈的梦。

瑞信报告指出，通过对财富与国民生产总值(GDP)的比率等指标的分析可以发现，最成功的国家是解决了制度和金融板块缺陷，从而进一步增加了财富的良性循环。包括中国在内的新兴市场主体，被认为是形成这一良性循环运作的案例。

2018年以来，中国进一步打开了金融业对外开放的大门。金融业进一步开放，对于富裕人群来说，亦增加了财富双向流动和投资的新机会。瑞信报告预计，未来五年，中国将占亚太区超高净值总人数的42%。

### 亚太区成为全球最大财富区

瑞信报告显示，截至2019年年中，全球共有4680万名百万富翁，占全球成人的0.92%，总计拥有158.3万亿美元财富(占全球财富总值的44%)。上半年新增的110万名百万富翁中，美国占一半以上，日本和中国分别新增18.7万和15.8万人。

在过去的一年，亚太区的家庭财富增长

2.4%，达到141.219万亿美元，占全球财富的40%，成为全球最大的财富区。其中，中国和印度表现最为强劲，家庭财富总值分别增长3.1%和5.2%。

瑞信国际财富管理部首席投资官兼全球经济和研 究主 管Nannette Hechler-Fayd'herbe指出，尽管过去一年中美贸易局势紧张，但两国的创富能力强劲，分别贡献了1.9万亿和3.8万亿美元财富。在其看来，中国和其他新兴市场对这一不断增加的人群贡献最显著，显示出发展迹象和投资机会。

报告显示，自2000年起，中国家庭财富总值从3.7万亿美元增长至2019年年中的63.8万亿美元，增长接近17倍，增速超过多数其他国家的三倍。

瑞信亚太区首席投资官伍泽恩(John Woods)指出，尽管美国仍居全球榜首，中国紧随其后，但两国的相对差距可能将缩小，预计美国百万富翁数量增加23%，而中国将增加55%，达到690万人。

瑞信预测，到2024年，亚太区超高净值人士数量将增加约21300人，相当于年均增长8%，总数达到近6.6万人，其中42%将来自中国。届时，亚太区的家庭财富将增长33%，达到188万亿美元，超过同期全球家庭财富总值27%的增速。亚太区百万富翁人数将达到1910万人，比2019年年中的1270万人增加50%。

虽然中国的百万富翁人数占成年总人口不到1%，但百万富翁人数增长最快。在瑞信看来，中国富裕人群的增长，主要归因于平均财富增长(78%)、人口增长(16%)以及财富不均的加剧(6%)。

### 壮大的中产阶层和缩水的财富

除了位于财富金字塔尖的超级富豪，瑞信报告还显示，中产阶层的壮大，也是富裕人群总体增长的一个重要原因。而强大的中产阶级往往被视为充满活力的经济的基石。

瑞信的统计显示，财富在1万美元到10万美元的人群十年来增长最快，从2000年的5.14亿人增加到2019年的17亿人，十年间增长了三倍。新兴经济体尤其是中国的繁荣，使得中产阶层人

在海外投资中，海外房产和海外股票成为最主要的海外资产配置品种，而分散或规避投资风险、抓住全球投资机会，以及为子女海外教育购置房产，成为最主要的海外购房动机。

群扩大。

不过，另一个现实则是，虽然中产阶层整体扩大，但从全球来看，中产阶层的财富近十年来实际上却处于缩水的状态。

美联储理事Lael Brainard近期在“重建中产阶级的承诺”研究会议上演讲时指出，在过去三十年，根据通货膨胀调整后的数据显示，中产阶层家庭的财富平均每年增加约1%，而同一时期的实际国内总收入年均增长率则为2.6%。自美国大衰退以来，中等收入和低收入家庭的财富复苏远低于高收入家庭，两个群体之间在的财富缺口很大。

Lael Brainard同时指出，财富的差异往往具有遗传性，年轻人能否跻身于中产阶级，往往取决于其继承的属性——例如父母的收入、财富、教育、年龄、种族和族裔背景等。

除了金融财富之外，年轻人还继承了影响其获取信息和社交网络能力的无形资产，这些无形资产有助于获得就业机会并利用教育和其他渠道建立财富的机会。

#### 资产配置国际化成新趋势

罗杰·詹姆斯·汉密尔顿在《富定位 穷定位》一书中指出，百万富翁成长计划是提供通往成功的GPS定位系统，你要知道自己想去哪里，身处何方，对当下和未来拥有清晰的认识。

不同人群对于创造财富的路径和资产配置的结构各有不同，以中国为例，根据瑞信的报告，

中国家庭资产中，非金融资产比例从2015年的43%提高到2019年中的53%，体现了房地产市场的强劲。

从经济学角度来说，资本自由流动、独立的货币政策、固定汇率不可能在同一个经济体里共存。从去年以来的迹象来看，越来越多的富裕人群意识到这一点，将目光投向全球资产市场，寻求资产配置的国际化，其海外资产在其可投资资产总额中的占比正稳定提升。

FT中文研究院近日发布的报告显示，受访的大众富裕投资人持有外汇的比例高达31%，46%的被访大众富裕投资人目前持有海外资产，而计划在未来三年投资海外资产的比例则高达64%。

在海外投资中，海外房产和海外股票成为最主要的海外资产配置品种，而分散或规避投资风险、抓住全球投资机会，以及为子女海外教育购置房产，成为最主要的海外购房动机。

据统计，在未来三年，计划投资海外股票的受访富裕人群的比例高达32%，其中尤以美股和港股为主，而对德股、英股、日股的投资需求亦呈增长之势。优质海外上市公司和更为合理的估值，成为海外股市最大吸引力。

调研还显示，除股票外，基金和债券的投资需求走强，海外证券投资对象将进一步多样化，且未来对第三方投资管理服务的需求将走强。

有金融业人士指出，随着金融业进一步开放和人民币国际化的深入推进，中国的富裕人群将有更多的资产配置空间和投资机会。

## 静待曙光： 贸易摩擦趋缓，负利率压力加码

编辑/夕樱

当下美联储发出的货币宽松政策信号和贸易摩擦出现缓和迹象，让经济增长“更慢更持久”，是否能成为新一轮的增长动力仍然存疑

金秋十月，胶着已一年的中美贸易摩擦，有了一些新的进展。

“十一”黄金周之后，中共中央政治局委员、国务院副总理、中美全面经济对话中方牵头人刘鹤率团赴美，与美国贸易代表莱特希泽、财政部长姆努钦在华盛顿举行了新一轮中美经贸高级别磋商，就共同关心的经贸问题进行了坦诚、高效、建设性的讨论，双方在农业、知识产权保护、汇率、金融服务、扩大贸易合作、技术转让、争端解决等领域取得实质性进展。

一周后，美国贸易代表办公室(USTR)在当地时间10月18日发布了最新公告声明，决定自10月31日起对中国3000亿美元加征关税清单产品启动排除程序。届时排除申请如获批准，自2019年9月1日起已加征的关税可以追溯返还。

这些无疑是中美两国政府和企业界的重大利好。在这场世纪博弈中，通过磋商解决两国纷争，使中美双双跌入“螺旋下降陷阱”的危机得以缓解。

在中美贸易纷争造成的紧张局势缓解之时，全球重新启动新一轮货币宽松政策。当地时间10月9日，美联储主席鲍威尔表示，美联储将很快恢复购买国债，以扩大其资产负债表。鲍威尔的讲话强化了市场对美联储“降息+扩表”的预期。

很快，市场的预期成为现实。10月的最后一天，美联储宣布了年内的第三次降息消息。华泰

证券报告认为，美联储启动了“预防式降息”，将打响2020年负利率抵抗的第一枪。

中美贸易摩擦起起伏伏已有年余，诸市场观察人士认为，目前恐怕尚难料终局。另一个挑战在于，在负利率时代全球央行重启量化宽松之下，何时出现经济回暖的曙光？

#### “排除清单”意味着什么

对于被视为新一轮中美经贸高级别磋商成果之一，美国发布的加征关税产品排除清单，对于市场和企业界意味着什么？

根据美国贸易代表办公室(USTR)发布的公告声明，申请人可以在USTR官方网站填写申请表，将产品从清单中排除出去，也就不再需要被征关税，曾经被征收的税费还可以追溯返还。

据了解，目前美国根据301条款，美国针对中国进口产品征税有4次，每次皆有相应的征税产品清单。截至该公告发布之时，美国每一次征税都有清单排除手续，排除批次达到13轮。

从以往发布的“排除清单”来看，清单上的产品多为机械设备与零部件等制造业产品。此类产品是美国较缺乏且依赖，同时中国有规模优势。这意味着，美国加征关税并不能轻易破坏这种产业链，短期内中国在全球产业链的价值并不能被轻易被替代。



2019年10月10日至11日，中共中央政治局委员、国务院副总理、中美全面经济对话中方牵头人刘鹤，与美国贸易代表莱特希泽、财政部长姆努钦举行新一轮中美经贸高级别磋商。图/视觉中国

今年9月，中国公布的针对美国产品的关税排除清单则显示，清单所列主要以上游原材料为主，而此类产品在中国有较大供给，同时也因为相关产业链下游有着巨大需求。

两相对照，有市场分析人士指出，美国发布的针对第四次3000亿美元关税清单的排除手续，被市场认为是中美贸易摩擦短期缓和的一个表现，是在更符合双方利益情况下的一次常规操作。

虽然中美贸易摩擦有缓和之势，但全球贸易的不确定性却在上升，而贸易增速大幅回落，三季度尤其明显。三季度摩根大通全球综合PMI和全球制造业PMI均值分别为51.4和49.5，分别环比下降0.1和0.4个百分点，全球贸易也随之减速。

在主要发达经济体中，美国7、8月出口同比增速均值为-0.3%，比今年二季度的均值少降了1.4个百分点。日本7、8月出口同比增速均值为-4.9%，比二季度均值少降了0.7个百分点；欧盟7、8月出口同比增速为1.6%，较二季度均值降低了4.0个百分点。

### 美国进入降息通道？

全球贸易增速回落，经济增长乏力的同时，全球金融市场则持续震荡，世界经济金融的脆弱

性显著上升。

数据显示，被称作“恐慌性指数”的波动率期货指数VIX从二季度末的15.1上升至8月初的24.6，随后回调至三季度末的16.2。三季度发达经济体股市均震荡上行，美国、德国、日本和法国股市季内最大向上波幅分别为6.5%、10.7%、9.1%和8.7%。而中国的上证综指在三季度内最大向下波幅为10%。

有关数据显示，三季度以来，主要发达经济体央行的货币政策继续转向宽松。按照桥水基金创始人达利欧的分类，美、欧、日央行的货币政策1.0和货币政策2.0几乎已达到极致。

已处于负利率时代的欧、日央行，则在坚定地计划扩大量化宽松(QE)，日本央行的资产购买行为已成为其货币政策的常态，欧洲央行在9月重启了资产购买计划(APP)。

有多个机构和市场人士认为，为了刺激疲软经济，美联储在未来也有可能将利率降至负值，即美国也很有可能进入负利率时代。

今年8月1日，美联储宣布下调联邦基准利率25个基点，这是自2008年以来的首次降息。时隔一个半月，美联储又在9月18日宣布了年内的第二次降息。

当地时间10月9日，美联储主席鲍威尔表示，美联储将很快恢复购买国债，以扩大其资产负债表，希望借此防范最近短期借贷市场的混乱局面重演。

仅仅过去20多天，美联储宣布降息25个基点，成为年内第三次降息。对此，诸市场人士认为，本次降息的幅度与此前的市场预期一致。

美联储在为期两天的货币政策例会后发表声明称，将继续监测反映经济前景的各项指标，同时评估未来利率的合理走向。

《华尔街日报》认为，美联储的这一表述与其在9月例会后的声明有所不同。彼时美联储称，为保持经济增长“将采取适当措施”。《华尔街日报》分析，这一措辞上的变化可能预示美联储接下来将暂停降息。

经过三次降息，目前美国联邦基金利率已进入1.5%-1.75%的区间。下一步，美国是否会步欧、日后加入负利率的大军？

鲍威尔在9月议息会议中明确表示负利率不是美联储工具箱中的首选，这意味着鲍威尔实际上不希望美国走向负利率。但在不扩表的情形下，如果贸易摩擦加剧，全球经济进一步下行，那么最终美国会向负利率发展。

另一个迫使美国进入负利率时代的压力在于，欧、日等非美元国家所出现的负利率进一步增强了对美元的需求，海外投资者将更多地投向正收益率的美国市场，从而会促使美元升值。为了防止美国出口的外汇成本上升过多，进而防止美国竞争力下降或经济走软，美联储进一步降息可能不得已而为之。

《华尔街日报》认为，各国央行竞相抢在美联储之前下调利率，并通过使本国货币贬值来支持其经济。

有投资人士认为，宽松货币政策有利于金融市场资产估值，但对于实体经济需求，“推绳子”越来越难。在持续多时的中美贸易冲突的负面影响之下，美国的商业投资亦已陷入疲软。

全球央行重启宽松周期，正一步步迈入难以自拔的负利率泥潭。

华泰证券报告认为，美国可能会成为全球第一个站出来抵抗负利率趋势的国家，将打响2020年负利率抵抗的第一枪，大概率会进行扩表来抑制全球负利率的蔓延。在华泰证券看来，扩表同

样是抵抗负利率趋势的重要工具。

诸市场人士都在观望：美联储还能撑多久？

### 负利率时代如何投资？

随着负利率时代的到来，被视为“世界第八大奇迹”的复利，其奇迹将消失。

在金融世界里，大多数投资者都是基于未来与过去是非常相似的假设而采取行动。而在过去，正利率以及对复利的追求恰恰是金融世界的运行基础。但在负利率时代，一切将朝相反的方向发展。

以前投资界流行一句话：懂复利者可以从中获利，不懂的人会付出代价。如今在负利率时代，或许应该改为：懂负利率者可以从中获利，不懂的人付出代价。

在利率为负的情况下，很多投资者不愿进行投资。在此情况下，即使历史回报水平有限的高风险投资，也变得受欢迎。因此，避险行为受到抑制。投资者别无选择，只能选择高风险资产，因为他们大多不能接受安全资产的负回报率。而当前经济的疲软加剧了投资者悲观情绪，对未来经济日益疲软的恐惧使其更加重视资金的安全。

橡树资本联席董事长霍华德·马克斯日前在中国表示，在当前所处的市场环境下，最可靠的解决方案可能是买入具有持久现金流的资产。在负收益时期，投资于可能产生稳定（或最好是持续增长的）正向回报的债券、贷款、股票、房地产和企业都是合理的，无论收益的表现方式是派息还是现金收益。

在马克斯看来，相较于孤注一掷地追求大起大落的投资，投资持久性和稳定性更加重要。

有关分析显示，10月以来，美股对风险因素如贸易冲突的敏感性加剧。中美贸易摩擦具有长期性，未来如果仍将反复，已处于高位的美股将存在上行乏力的风险。在“放缓+宽松”的政策组合拳之下，美股的盈利增长乏力，已经出现颓势。从风险收益比的角度，美股的上行和下行风险开始不对称。

伴随着新一轮降息潮，以及配合财政手段的赤字货币化，负利率将把所有人带入一个新的投资环境，很多投资逻辑将重新构建。只是，投资者们是否已从心理到资金上都做好了迎接更严峻的挑战的准备？



# 富

## 以行远

恒产者有恒心，恒心者基业长青。



## 橡树资本霍华德·马克斯： 如何洞察周期的秘密

编辑 / 夕櫻

历史不会重复，每一轮周期的情况都是不一样的，每次周期成因也都不一样，结果亦各异。但是在每次周期之中又会反复出现一些基本元素

有人说，世界商业史上，能够踩对一次周期的公司，就可以做成大公司；踩对两次周期的，将成为伟大的公司；但踩中三次风口的，寥寥无几。

那么，周期到底是什么呢？人们如何把握周

期并踩准周期的风口？如何弄清楚自己当下所处的周期位置？

经济学家们试图在各国宏观经济数据中，投资者们致力于在K线图的起伏变化中，找出周期的轨迹，踩准周期的节点，期待跑赢市场。

对于投资者来说，看懂周期，就能够顺应周期的趋势，加大投资的筹码，获得更好的投资收益。

判断周期说来容易做起来难，何处才是均值回归点，涨跌持续的区间有多大？以本轮全球经济景气周期来看，自2018年二季度以来一直处于高位回落的阶段。外部经济何时才能完成探底？恐怕谁都不敢现在下结论。

周期永远都存在，因为“历史不会重演过去的细节，但又会重复相似的过程。”美国投资大师、美国橡树资本管理有限公司创始人兼联席董事长霍华德·马克斯日前造访中国时表示，“我特别相信周期，50年来我一直都是在处理周期。”

但是，马克斯同时表示，“成功的投资者必须具备概率分布分析的能力，但这并不意味着就能准确知道未来能发生什么。靠宏观面预测战胜市场而闻名的投资人极少，因此我根本不理会那些宏观预测。”

成长型投资者关注未来，价值投资者强调当前，但不可避免地都要面对未来。既然宏观预测不靠谱，投资者尤其是价值投资者如何根据基本面和市场面做出正确的投资判断呢？

每到年报发布季，很多投资者尤其是中国的投资者，最盼望的事之一就是“股神”巴菲特在每年年报的“致股东的信”出炉，希望从中取取经。而巴菲特自己最喜欢读的信，却来自霍华德·马克斯每年写给客户的投资备忘录。

马克斯的这些投资备忘录，后来汇集成一本书《周期》，登上了2018年《华尔街日报》和《纽约时报》畅销书排行榜。

目前新一轮困境债务投资机会中的关键条件已明朗，加剧市场波动性的潜在因素正逐步显现。因此，当马克斯近日出现在中国的机构投资者们面前时，大家最急于想知道的、问得最多的就是，如何洞察当下所处的周期的方位，怎样才能更好地掌握当下的周期？

“他山之石，可以攻玉”，对于不笃信宏观预测的马克斯来说，如何分析周期，因时而变，他的“秘密武器”是什么？

### 周期变化的关键成因

马克斯直言，一般的投资者并不完全理解周

期的特点和周期的重要性，很多人也没有亲历多轮周期的经验，也有很多人没有好好读一下金融史，通过系统的学习从过去的周期中学习经验。

更重要的是，很多普通投资者往往把环境或发生在周期里的事件当作孤立事件来看待，而不能参透背后的原因和重复发生的模式，因此无法理解周期的重要意义。

马克斯指出，大多数人认为周期是一些事件围绕一个中间点上下波动的形态和规律，认为这是先后发展的顺序，比如先发展A事件，然后是B事件。但重要的是要洞悉其中的因果关系，才能有助于投资者更好地掌握周期，从而增加胜算。

为什么有周期呢？为什么GDP不是每年都平稳地按照长期增长率来增长呢？为什么有的趋势会出现过热？“答案就是人的因素的参与。”马克斯表示。

在马克斯看来，人的决策对经济周期、企业周期、市场周期等产生了巨大的影响，而经济、企业、市场的构成要素就是人与人之间的交易。

历史不会重复，每一轮周期的情况都是不一样的，比如市场波动的速度、强度和持续时间都不一样，每次周期成因也都不一样，结果亦各异。但是在每次周期之中又会反复出现一些基本元素。在这些造成市场波动的基本元素之中，排在首位的就是人做出的决策和投资情绪。

### 不可忽视的心理周期

除了企业周期、金融周期和市场周期，还有一个重要的周期常常被人们忽视，那就是投资者的心理周期。对这一领域的关注，亦是马克斯不同于其他市场研究人士之处。

心理周期很少被投资者所重视，而投资者的心理钟摆和风险态度周期，是马克斯的周期研究中最重要内容。

马克斯指出，“很多人认为资产价格像股票、债券等的价格变化是由基本面决定的，但是实际上资产价格是由基本面和投资者心理相互作用而决定的，而心理作用会影响并放大基本面的变化。在其他条件相同的情况下，如果情绪过于乐观，就会使资产价格超出基本面水平。”

在马克斯看来，投资者的情绪在周期中发挥的作用，有两个方向，一是情绪放大客观因素的

力量，由此导致周期走向极端，而最终不得不修正。二是情绪导致市场参与者忽视了周期性事物的周期性，此时意识到波幅过大至关重要，这是导致投资盈亏的重要时机。比如，“我们本该低买高卖，但是我们的心理却总是导致我们高买低卖。” 马克斯指出。

投资如同硬币的两面，不可分离，一面是追逐利润，一面是承担风险。人都有主观感觉和情感，很难在两者之间一直保持理性态度。巴菲特有句名言：其投资成功的原则是在别人贪婪时恐惧，而在他人恐惧时贪婪。而在马克斯看来，市场的心理和情绪波动如同钟摆，在恐惧和贪婪两端之间摇摆。

马克斯通过对长达47年的投资经历的研究发现，所有投资者的态度和行动的波动合在一起，会让资本市场成为一个超级钟摆。在47年间，只有三个年度的股市收益率处于正常水平，而大部分年度大幅偏离正常收益水平，和投资者的心理与情绪的大幅摆动有很大的相关性。

正面的情感会导致一些过度扩张的管理决策，投资者的积极乐观情绪亦使资产从价格方面反映市场的乐观情绪，从而导致资产价格增速超出其基本面的增速。此时便会出现过度升值时期，资产价格达到高于历史平均水平的回报，资产估值也达到历史高位。

当投资者对未来过于乐观，就会掉以轻心，就不再做深入的尽职调查，不会要求安排风险补偿，这种放松的态度和不严谨的行为会使市场变得危险。“当有太多的钱追逐太多投资机会的时候，你就要小心了。” 马克斯警告。

顶部总是短暂。很快，快速扩张导致产能过剩，盈利下降，基本面逐渐恶化。当需求无法达到预期水平时，导致资产价格的增速低于基本面增速，甚至出现经济衰退，这时哪怕是优质资产，也会出现下跌甚至会跌到内在价值之下。

投资者们的心理期望下降，信心减弱。有人开始抛售撤退，市场上的风险厌恶情绪增加。在马克斯看来，当人们感到害怕，这时候恰是市场有各种潜在机会的时候，“我们应该及时出手”。

在2008年国际金融危机前，马克斯两次在备忘录中呼吁市场中狂热的投资者要冷静观察。但当金融危机爆发之后，他却果断入市。

针对当前的市场环境，马克斯提醒，投资者应该紧密关注市场动态，及时把握投资机遇。

### 投资者要有“周期感”

人们没有办法预知未来，也无法知道最终的结果是什么，那么是什么决定了投资者成功的机遇？

马克斯认为，这在很大程度上取决于投资者是否能够判断市场在周期之中处于哪个位置。而这种判断力来自“周期感”。

拥有“周期感”的卓越投资者，能够敏锐地大致判断出当下市场所处的周期的类型和方位，并明白周期信息所传达的含义，以及如何在当下的周期中甄选投资资产。

在马克斯看来，周期定位需要在保守与激进之间抉择，而成功的秘诀有三点，一是要深思熟虑地分析市场当下所处的周期位置，二是基于分析提高进攻性，三是结果要能证明你是对的。而第三点则受制于随机性。

“在周期任何位置都有可能发生任何事情，但并不意味着几率都是一样的，在底部的时候反而我们更有胜算。” 马克斯表示。

马克斯领导的橡树资本，便很好地把握了底部的机会。2008年国际金融危机席卷之下，雷曼兄弟等一系列金融巨头破产并倒下。市场一片恐慌，很多人抛售资产。人们的情绪陷入悲观，甚至觉得整个金融体系都要崩溃了。

这时橡树资本却在大举进场抄底，以每天投资100亿美元的速度，连续20周抄底。结果就是，最终世界没有崩溃，而橡树资本成功踩准点，赚得盆满钵满。

当然，橡树资本并不是盲目抄底，而是在分析了投资标的的财务数据和市场心理的情况下，选择在其看来安全的投资标的，比如有抵押的债券。“只要你控制好了风险，收益就会接踵而来，” 马克斯如是总结，“增加在周期中的胜算是我们的目标。”

根据周期选择投资时机的合理性，取决于投资者对选择投资时机的期望。

周期的存在是投资市场亘古不变的真理，万事万物皆有周期。“唯有掌握周期，才能在变化的市场中稳如泰山。” 马克斯表示。

## 中金刘刚：增速放缓和政策宽松的赛跑中，孰快孰慢

编辑/夕樱

频频降息，明年经济是否会陷入衰退？

被誉为“20世纪金融史上最成功的投资者之一”的德国证券界“教父”安德烈·科斯托拉尼有句话：“身为投资人必须是一个用脑思考的人。”在复杂而多变的经济形势下，更需冷静思考，对当下和未来作出理性判断。

“我们经常会问到美股长达十多年的牛市什么时候会结束。”在近日举办的“2019年工银私人银行财经论坛·北京站”上，中国国际金融有限公司研究部执行总经理刘刚如是说。

10月底，美联储宣布年内第三次降息，美股应声而涨。黄金亦随着美联储降息“放水”，一度站上1514美元每盎司。

有市场观点认为，美联储降息将再度吹胀美股泡沫。亦有投资者关心，美国经济会衰退吗？当下的低利率和负利率时代会持续多久？

刘刚坦言，在目前复杂的政治经济形势下，其实很难对每一个变量都作出精准的预判。与其进行预测，不如从过去的变化中汲取经验教训并理性分析可能影响未来趋势的主要变量更有意义。

如芒格所言：“你的内心应该有一个罗盘。”在当下的形势下，每个投资者都应该有一个罗盘。

### 美股牛市来了？

即将过去的2019年，堪称美国降息年：年内

三次降息。

在过去半年时间内，美国国债收益率曲线倒挂、贸易摩擦不断升温，加之美国增长动能不断趋缓，多种因素促成下，美联储在10月的最后一天又宣布了年内的第三次降息，将其基准利率下调25个基点至1.5%~1.75%的目标区间。

美联储公布利率决议后，美股全线转涨，道指一度涨超百点。

当天收盘时，三大股指全线收高，标普500指数更是再创历史收盘新高。

刘刚表示，在本轮降息之前，他还常被人问到美股何时开始大跌或者进入熊市，“但实际上今年美股的市场表现还算不错，从今年年初有20%多的收益，并于近期再创历史新高。”

在刘刚看来，美联储的预防式降息跑在了增速放缓的前面，因此不仅推动了美股市场的上涨，还促成了股债双牛的情形。

有市场人士认为，随着美联储降息，结束缩表开始“放水”，美股即将重现2016年末到2018年初的这轮疯牛行情。

华尔街著名投资人Ed Yardeni认为，随着美联储三度降息，美股马上会出现一轮向上疯涨的行情，预期今年底，标普500将涨至3100点，明年有望突破3500点。此轮上涨会让美股估值变得更贵，泡沫吹大，风险增加。



刘刚

从大类资产配置的角度来看，利率是一个重要的变量，可以从三个因素来分析其未来变化，一是全球的增长预期，二是货币政策的变化，三是中美贸易摩擦的演变。图1/C



### 投资中的利率逻辑

在利率下行周期中，资产预期的回报率也在下降，尤其是较为极端的欧洲、日本负利率，意味着长期的预期收益率也将是负的。

那么钱投到哪儿才能保值增值？刘刚认为，在利率大幅下行的时期，债券或提供固定回报的保值型资产的表现更好，2019年涨得比较好的品种，如全球REITs、债券、高股息和黄金都是如此。虽然全球主要股市如美股也有不错表现，但也就刚刚高过2018年10月的高点，收复了此前的失地。

刘刚指出，从今年以来资产价格表现的驱动原因看似比较乱，股票、债券、REITs和黄金都上涨，但背后的逻辑其实都是利率特别是实际利率的大幅下行。

举例而言，黄金的走势与实际利率有很高的相关性，从大的周期来看，实际利率对黄金的影响更大，因此作为没有现金流的“负收益”资产，实际回报率的下降会使得黄金的吸引力提升。

对于股票而言，在盈利不断下行的背景下，美股市场上涨的主要贡献来自于估值的贡献，而估值得以反弹也正是得益于无风险利率的持续回落，抵消了股权风险溢价的抬升。换句话说，在对未

来的现金流进行贴现估值的过程中，作为分子的EPS虽然在不断下降，但是如果分母贴现率降得更快的话，整体现值即股票的价值不一定会下跌。换言之，经济增速放缓时股市未必会出现下跌。

刘刚认为，从大类资产配置的角度来看，利率是一个重要的变量，可以从三个因素来分析其未来变化，一是全球的增长预期，二是货币政策的变化，三是中美贸易摩擦的演变。

刘刚还发现一个有意思的现象：中美利率走势在过去多年大部分时间是基本同步的，只有2018年之后出现了相对明显的“脱钩”。彼时美债利率一直从当年10月冲到年底，而中国的利率从2018年初就开始下行。究其原因，美国的一个重要因素是大规模税改支撑并延后了美国的增长动能，中国在2018年初开启去杠杆，以及发生的中美贸易摩擦都使得增长开始面临更大的压力，进而使得利率率先开始下降。但到了今年，则是美股利率下降很快（因为货币宽松更为坚决），中国利率的下降反而放缓甚至出现阶段性抬升。

刘刚认为，今年8月美债利率一度接近2016年中1.3%的历史低点。往前看，除非出现大幅的衰退风险，或者贸易摩擦等其他系统性风险大幅抬升，短期进一步大幅下行的空间将受限；反而

言之，从中长期视角看，在没有新的拉动增长的动能之前，出现一轮大幅上行似乎也同样不太现实，毕竟抛开短期交易和情绪因素，长端利率更多反应的是对于未来增长的预期。

刘刚判断，由于降息预期已经较为充分而且美联储近期传递了未来降息暂缓的信号，因此，如果美联储不能进一步传递政策宽松或宽松预期，美债长端利率未必下降得很多。但得益于美联储大规模的扩表操作，短端利率依然维持低位，因此收益率曲线的陡峭化更为明显。

目前市场对于美联储后续是否降息仍有分歧。有分析人士认为，美联储并没有对降息完全关上大门，只是更多把焦点放在经济数据上。美国银行维持第一季度降息一次的预期，道明证券预计明年上半年将降息三次，瑞银证券预计2020年将降息三次。

受市场分歧的影响，美元亦冲高回落。

### 明年美国经济是否会衰退？

美国经济会出现衰退吗？刘刚通过分析历史数据，认为虽然目前美国经济处于后周期且下行压力依然存在，但是离衰退可能还有一定距离。在其看来，如果后续美国经济真的陷入衰退，美债利率则将还有进一步下行空间。根据历史经验，每一次衰退前后，美债的长端利率约下行50-70个基点，而目前美债利率为2%左右。

刘刚表示，如果将当前衡量衰退的主要指标与历史上每一次经济衰退前后的情形作比较，可以发现，目前还没有到达历次衰退的程度。而且，市场上较为关注的收益率曲线倒挂，也并不是每次倒挂后都会出现衰退（当然每次衰退前都有倒挂），过去40年中，只有1998年唯一出现倒挂后经济没有衰退的现象。

究其原因，收益率曲线倒挂后，美联储采取预防式降息的及时响应措施，仅隔18天之后就开启降息，而其他阶段倒挂到降息平均间隔9个月。1998年美联储在9-11月之间三度降息，与这一轮降息如出一辙。不仅如此，今年10月之后美联储重新开始扩表，购买短端债券压低了短端利率，三个月和十年收益率曲线也再度重新转正。

在刘刚看来，不仅是经济衰退，收益率曲线倒挂和市场见顶之间也都有一段距离。但是这个

时间可长可短，并没有固定的历史经验可循。因此如果单纯用这个指标作为择时性的判断，其实起不到很好的效果。

刘刚认为，从明年美国增长和周期的角度看，一方面通胀年底会因为基数有一个翘尾，明年开始下行；同时，制造业库存和企业投资周期也将持续回落。根据历史经验，或将于2020年二季度左右降至历史相对低位，因此从这个意义上讲，整体增长依然面临下行压力。

人们的另一个疑虑在于，美股估值是否存在泡沫？“我从来不说美股估值便宜，但我也不用泡沫来形容。”刘刚表示。在其看来，2000年科技股是一个典型的泡沫状态，但目前只是高于历史均值，还没有到那么夸张的状态。不过反过来而言，单独的低估值在基本恶化的毕竟下也没有太大意义，例如2008年金融危机导致的下跌前美股的估值其实并不高，实际上低于历史均值，但也无法抵御基本面大幅恶化带来的下行压力。

刘刚发现，梳理美股历史上1929年以来16轮熊市的经验，可以发现其真正的驱动因素有四个：高估值、美联储紧缩、基本面恶化以及外部冲击。从目前来看，基本面、外部冲击也即贸易摩擦是最重的驱动因素。

对于当前市场都非常关注的贸易摩擦，刘刚认为，除了从全球经济地位之争去理解外，还可以尝试用美国的“双赤字”和美元回流去理解这一问题。众所周知，美国多年来一直处于财政和经常账户持续的“双赤字”状态，但可以长期持续的其中一个原因是通过经常账户逆差流出的资金，又通过资本或金融账户得以回流，进而形成一个闭环。当前与上世纪80年代日美贸易摩擦相似之处在于都是在资本账户回流减少的同时，经常账户的赤字也在扩大。

此外，明年11月的美国总统大选是一个重要的政治变量。

最后，对于那些无法做出准确预判的变量与事件，刘刚认为，“我们能做到的是把可能发生的情形列举出来，并给出不同情形下的市场和资产价格演变，在这一基础上，未来每隔一段时间或者关键节点上，去检验每一种情形的变化以及应该怎样去相应操作，如果能够做到这一点并严格操作纪律，中长期来看，也会取得非常不错的结果。”

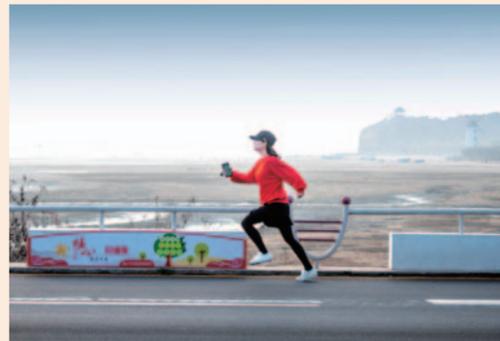
# 财富顾问的一天

编辑/晨曦

对于一个人而言，一天无非是起床、工作、休息，再迎接下一个日出。但是，看似平常生活的背后，总有人在默默付出

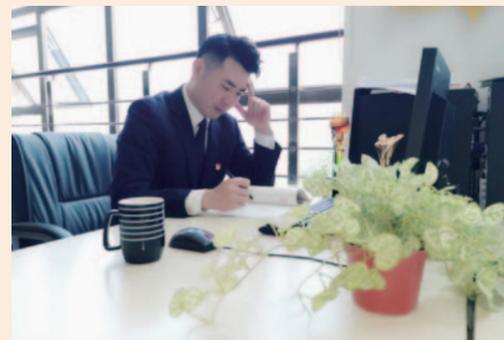
## 🕒 6:00

当一座城市的大多数人还在沉睡的时候，财富顾问们以晨跑开启自己的一天。财富顾问是一份高强度高压力的职业，必须确保自己能以饱满的姿态开展一天的工作，而跑步就是种很好的方式。在晨跑中，看着清晨的第一缕阳光洒向大地，这样的一天总能多些仪式感。



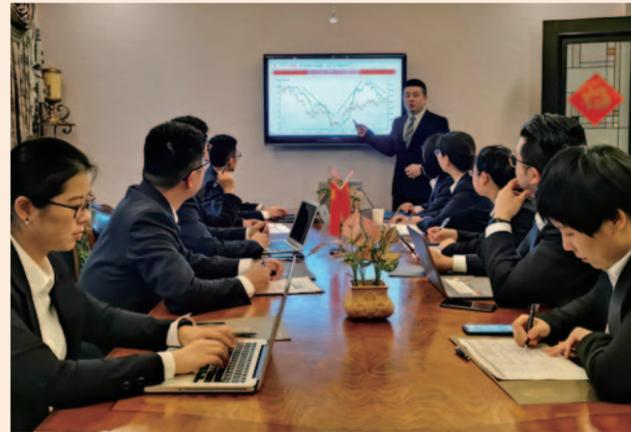
## 🕒 8:00

早上8点，在正式上班前，财富顾问们已经开始回顾昨晚全球金融市场的变化。昨夜今晨的财经资讯是他们的早餐，宏观经济政策、全球股市债市等资本市场情况已了然于心。



## 🕒 9:00

每天9点的晨会是头脑风暴、激荡财智的时刻。这时，财富顾问和投资顾问交流对金融市场变化的看法，探讨市场行情，站在客户角度思考合适的产品配置策略。



## 🕒 10:00

上午10点，财富顾问小元准备会见一位老客户，整洁的妆容、诚恳的微笑，给客户带来一份放心。而财富顾问小张和小周，要去另一个城市拜访客户。三个小时的车程，出发前，他俩仍在仔细检查为客户量身定制的方案。



## 🕒 11:00

尽管已经到中午，全国各地的财富顾问们仍在火热地与客户交流。有些正在为客户耐心解读当前宏观政策，有些则与客户逐一探讨方案细节。



### 🕒 12:00

杭州分行的财富顾问团队刚见完客户，待会儿又有一个重要的会议，来不及吃午饭，担心待会儿精神倦怠，买上咖啡提神醒脑。



### 🕒 13:00

饭后还来不及休息，财富顾问又和客户用电话联系上了。每位财富顾问平均每天会接到数十个与客户相关的电话。电话那头，是客户关于金融服务和非金融服务的咨询。电话这头，是财富顾问专业的解答。



### 🕒 15:00

工银私人银行财富顾问团队5000人，而培训和充电是必不可少的。总分行定期组织的面授、网络、视频培训、各类精英工作坊，让财富顾问们在切磋中提升专业能力。



### 🕒 16:00

越来越多的年轻高净值客户选择工银私人银行。四川分行团队正在向年轻的客户介绍新产品与最新财税政策方案；而新疆分行的财富顾问正与年轻客户交谈融资方案，双方进展顺利。



### 🕒 18:00

虽然已经到下班时间，但大连分行的财富顾问团队正在为明天针对女性客户的活动做精心布置。第二天要举办一场财税活动，天津分行的财富顾问也正紧锣密鼓地布置场地。充足的准备总能带来活动的成功。前不久，广东分行举办的财经论坛座无虚席。



### 🕒 20:00

财富顾问小钟下班到家，看到孩子在堆积木。她卸下一身疲惫，换上母亲的身份，陪伴孩子的成长。



### 🕒 21:00

一天就要过去了，财富顾问小孟仍在电脑前复盘今天的产品表现。因为客户正在国外出差，考虑到时差的关系，她半小时后才能与客户视频沟通。



夜晚回归平静，一切归于从容。财富顾问的一天忙碌而充实，他们为客户守护财富，赋予财富更多价值。



黄金作为金融资产所具备的优秀特质，使其成为资产配置中不可或缺的一部分。图/IC

## 合理配置“一篮鸡蛋”，从黄金定投开始

编辑/张静

作为另类资产的黄金，从收益的角度分析，短期内其收益率逊色于风险较高的权益类资产，但长期来看，尤其是在逆周期中，黄金同样有着相对不俗的收益

资产配置，是鸡蛋不能放在一个篮子里。如何合理配置自己的“鸡蛋”，也是一门艺术。投资者首先要正确把握国内外经济形势。

当下中国的宏观经济运行稳中有变，经济面临下行不确定性加剧。GDP虽保持连年增长，但增速近年来呈下降趋势，预计未来增速仍可能处于新的均衡状态，存在不稳定性。目前货币政策仍相对偏紧，实体企业融资受限，未来盈利能力相应承压。从全球视角来看，全球经济处于下行通道，主要经济体经济增速同步放缓，PMI新出口订单下滑，各国贸易保护主义抬头，全球贸易争端加剧，给出口贸易和产业升级带来一定压力。

宏观经济背景下，叠加美联储降息预期、地缘政治冲突不断、黄金开采成本上升等一系列因素的影响，黄金的避险价值开始凸显。国内外市场风险事件的累积和通货膨胀一定程度上都在推动黄金价格上升，与风险资产和其他防御类资产相比，黄金是下一阶段分散风险的优质选择。

与此同时，作为市场风向标的各国央行，近年来频繁出手不断增持黄金，引起了市场的广泛关注。

2008年金融危机后，各大央行从黄金卖方摇身变为买方。2018年各国央行共买入黄金651.5吨，较2017年上涨74%，创1971年尼克松宣布

美元与黄金脱钩以来最大年度购买量。今年1-6月，全球央行净购金量达到374.1吨，创19年来全球官方黄金储备金增幅最大的纪录。截至9月末，我国外汇储备3.09万亿，黄金储备19万盎司，实现了自2018年12月以来，连续第10个月增持。根据世界黄金协会中央银行和公共政策事务团队发布的2019年央行黄金储备调研结果，11%的新型和发展中国家央行表示，将在未来12个月内购买更多黄金。

从国内黄金市场来看，2018年国内居民财富增速虽然有所放缓，但总量仍保持增长。2018年全国个人可投资金融资产总额达到147万亿。随着居民财富的增加，资产配置的理念逐渐深入人心。为了尽可能抵御经济周期变动带来的外部风险，理性的投资者会分散投资品种，以期在不同经济周期下持续获得收益。此时，黄金作为金融资产所具备的优秀特质，使其成为资产配置中不可或缺的一部分。黄金相关的投资品也逐渐受到投资者的关注，上海黄金交易所2018年全年黄金交易量达到6.75万吨，同比增长24%。

作为另类资产的黄金，从收益的角度分析，短期内其收益率逊色于风险较高的权益类资产，但长期来看，尤其是在逆周期中，黄金同样有着相对不俗的收益。从风险的角度分析，黄金与传统资产呈现低相关和负相关性，可有效分散风险，

抵御权益市场波动及经济衰退。从流动性的角度分析，部分黄金投资品在证券交易所、金交所、期交所等有着较高的流动性，在需要流动资金的时候能够较快变现。相比于货币，黄金不以任何政府信用为支撑，故无信用风险，可抵御货币贬值。黄金具有的此类种种优秀特质，使其成为投资者配置资产时不可或缺的品种。

认识到黄金的重要性后，如何合理配置个人财富，让黄金在一揽子组合中发挥最大作用，是投资者需要着重考虑的问题。通常而言，投资者可在投资组合中，按照5%-10%的份额比例配置黄金，降低资产的波动风险和获得较为稳定的风险对冲。

目前常见的黄金投资方式包括实物黄金、账户黄金、黄金衍生品等。面对繁杂的黄金投资方式，投资者常会无从选择。投资实物黄金，会面临购买价格不透明、流动性差、赎回渠道少等问题；投资黄金衍生品，风险较高，无法满足部分投资者稳健投资的要求；投资账户黄金，遇到黄金震荡期，部分投资者可能会在高点买入或者在低点迟疑不决，导致投资损失或错过投资良机。此时，投资者需要一种长期、稳健、省心的黄金投资方式——黄金定投。为满足投资者对黄金定投的需求，工行与世界黄金协会共同开发了一款创新黄金投资产品——工银积存金。

工银积存金有两种积存方式——主动积存和定期积存。主动积存即客户根据工行提供的积存金价格，主动发起单笔购买。定期积存采用的是日均定投模式，即将积存金额平摊到次月每个交易日进行投资。投资者确定积存金额后，每月倒数第五个自然日工行从客户资金账户上扣款，将此金额除以次月的交易天数，确定每天积存份额。自次月第一个交易日起，以每天积存金额，按当日工行公布的第一次报价，即定期积存金价格买入相应数量积存金。

工银积存金的定期积存模式其本质就是黄金定投，相比其他黄金投资方式有着多重优势：

第一，工银积存金金价透明。相比于传统金店售卖实物黄金时的定价，工银积存金采用单一报价模式，报价紧跟上海黄金交易所及国际金价走势，价格公开透明，让投资者明明白白买黄金。

第二，工银积存金的投资成本低。工银积存

金采用日均定投的方式，按照每日积存价格进行积存，可以有效平抑金价波动，降低投资成本。举例说明，以2019年7月为购买区间，每月投入10000元，共23个工作日，日均投入约435元，按工行工作日平均金价计算，共购入积存金31.6847克。相比之下，若在当月最高价时购金，只有31.1905克。长期来看定期积存的成本优势更加明显，从2013年1月到2019年8月期间，如果进行积存金定投，可以获得33%的累计收益，而一次性购买仅可获得6%的累计收益。

第三，工银积存金可以转让。如果受让人已开通工银积存金账户，工银积存金个人账户之间就可以通过网银实现积存金的转让。

第四，工银积存金可以兑换实物。积存金可以直接兑换为工行黄金、白银等各类贵金属产品。当前兑换实物产品还可享受价格折扣、免收手续费等优惠措施。

第五，工银积存金可以质押。用工银积存金可以办理个人质押贷款，贷款资金可以用于消费或经营。投资者直接在线上即可申办并及时审批，审批通过后合同金额在30万元以内的提款可以即时到账，让客户“不赎金就拿钱”。

第六，工银积存金变现灵活。投资者只要在交易时间内（每周一至周五9:10-22:30，国家法定节假日、上海黄金交易所休市日等特殊日期除外）即可进行积存金赎回，主动积存份额都是实时显示，赎回金额也是实时到账。

第七，工银积存金作为客户的金融资产，可以开具资产证明，用于留学、签证等用途。工行目前还在开发更多积存金份额的兑换和使用渠道，让积存金化身“灵活的金山”真正成为客户的财富象征。

最后，工银积存金享有多种投资优惠。2019年12月31日之前，工银积存金定期积存模式免收前端0.5%手续费。如果客户持有宝贝成长卡或军人保障卡进行主动积存，同样可以免收前端0.5%手续费。通过手机银行、网上银行或柜面渠道都可办理。除了积存金外，工行还推出了包括实物类、代理类、融货类、资管类等完整的黄金产品体系，为投资者提供多层次、多种类的黄金投资选项。作为国内贵金属商业银行第一品牌，工行贵金属始终是每位投资者可靠的伙伴。

## 高端保障，成就家族荣耀长盛不衰

文 / 工银安盛人寿保险有限公司

近年来，随着社会高速发展，全球政治、经济环境的不确定性日渐上升，高净值人群对财富管理心态愈发成熟。他们逐步意识到财富管理的根本目的，是能够抵御经济下行和市场周期所带来的各种不可控的风险，实现长久稳定的家业繁荣，成就家族荣耀长期兴盛。

《2019中国私人财富报告》显示，高净值人群对各类资产配置将更加均衡，高风险高收益产品配置（股票、公募基金等）和较稳健产品配置（银行理财产品、保险）预计同步增加。此外，在中国财富市场增速放缓与过去两年市场波动的背景下，2019年高净值人群避险情绪加强。从投资收益预期上看，倾向于“高于储蓄收益即可”的人士占比进一步增加至30%，为过去十年的最高值。

深谋远虑，行军用兵之道。面对市场风云诡谲，纷繁变幻，分析未来走势，合理配置资产，做到防范风险，控制风险和抵御风险是目前高净值人群需要深思和长远规划的。

在此过程中，保险正成为家庭资产配置的重要角色。保险的基本功能是实现风险平移和价值补偿，除了生存上的保障，通过合理的保险规划还能够满足客户全生命周期的财富管理诉求。无论是简单的财富保值增值，还是高端养老、医疗教育、财富传承、资产隔离等高层次需求，保险在实现客户各层次财富管理目标上有着独特而不可或缺的价值，正在被越来越多的高净值客户所认

可。

为满足高净值客户的差异化和尊享化诉求，中国工商银行旗下子公司工银安盛人寿近期重磅推出鑫如意六号终身寿险产品，为高净值人士打造专属财富管理工具，将积累的财富化为幸福的保障，全心全意守护对爱的承诺。

### 妥善规划 福泽后世

鑫如意六号终身寿险为高净值人士提供终身人寿保障，通过明确受益人实现财富安全定向传承，使财富福泽后世，适合正在主导社会商业及价值观的精英人群，满足他们对保障提升及资产有序传承的渴望，帮助客户在风险不期而至时，给家庭预备一份安心。

### 抵御风险 保障倍增

鑫如意六号在保障被保险人利益的情况下实现财富的稳健增长，既含有风险保障功能，同时也侧重于财富保值增值。一方面，其覆盖终身身故及全残保障，中长期来看保障倍数较为可观；另一方面，从第二个保单年度起，保险金额每年按基本保险金额的3.2%年复利递增，安享财富稳健增值。

### 保单借款 随心掌控

鑫如意六号使高净值人士准确把握财富流动性，投保人凭借保单可申请借款，以便在关键时

刻应对不时之需，辅助家庭及事业发展。

### 财富传承 开创美好未来

鑫如意六号可为高净值人士提供稳健的财富传承规划工具：其一，可以按照客户意志打造传承计划，通过指定受益人及受益顺序、份额，避免繁冗的手续，其他人不得分享身故保险金，使财富维持家族内部传承；其二，高度保护客户隐私，保险合同只需要投保人和被保险人确认，经保险公司同意后即可生效，从一定程度上规避不必要的纷争。

投保人Z先生，今年58岁，育有两子，现均已成人，但事业平平。其中大儿子已成家，育有3

岁的儿子，Z先生的大孙子从小聪慧过人，深得Z先生喜爱。Z先生考虑将一部分资产在两个儿子之间分配，而将另外一笔资金以自己为被保险人购买鑫如意六号，在征得监护人同意后，通过保险合同指定大孙子为受益人，实现财富隔代传承给大孙子，为其日后求学、成家、创业提供必要的支持。

### 保单现金价值 稳健递增

鑫如意六号专注财富安全初心，纵使市场风云波诡，变幻莫测，其享有的现金价值不受市场波动影响，且逐年递增，为客户的财富搭建一座“避风港”。

### 【规划示例】

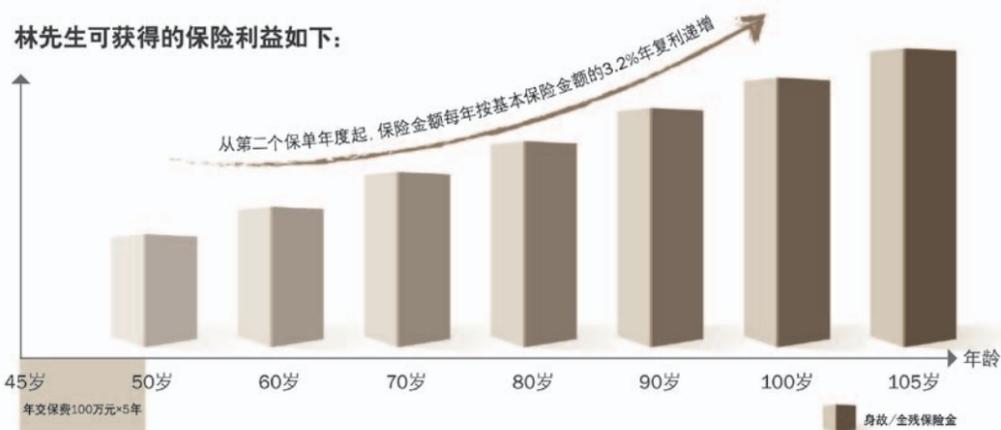


林先生，45岁，私营企业高管，事业有成，有一个幸福的三口之家。

征战商场多年的林先生深知世事变幻无常，希望能够合理配置家庭财富，妥善规划家庭未来，防范意外风险给家庭带来冲击，同时也希望将一部分财富尽早做好传承规划。

经过悉心比较，林先生选择为自己投保了“工银安盛人寿鑫如意六号终身寿险”，交费期5年，基本保险金额4,434,590元，年交保费1,000,000元。

林先生可获得的保险利益如下：



年龄	60岁	70岁	80岁	90岁	100岁	105岁
身故/全残保险金(单位:元)	7,011,087	9,862,528	13,796,009	19,015,522	25,414,635	28,855,877
保障倍数(约)	1.4倍	2.0倍	2.8倍	3.8倍	5.1倍	5.8倍

\*保障倍数=身故/全残保险金÷累计已交保费

注：本产品由工银安盛人寿（合作机构）发行与管理，代销机构不承担产品的投资、兑付和风险管理责任。

# 与爱同行

## 温暖行动，我们始终前行

编辑/云飞

阴雨绵绵  
山里起了雾  
有些微凉  
但心却是暖的  
因为我们见到了那么多真切的笑脸



上图：2018年8月，工银私人银行“君子伙伴·与爱同行”通江公益行

左图：2019年9月，工银私人银行“君子伙伴·与爱同行”万源公益行



通江、南江、万源公益项目捐赠仪式

### 走进大山，送去温暖

9月16日至9月18日，工银私人银行一行人等来到了四川山区，奔赴四川万源市开展定点扶贫工作调研和“君子伙伴·与爱同行”公益捐赠活动。此次活动还专程邀请了北京、四川两地前期参与公益捐赠的客户，一同前往山区实地探访学生的学习生活环境。

在捐赠仪式上，工银私人银行将多方募集的30万元善款捐赠给了当地政府，并由当地政府向客户代表颁发了公益证书。仪式结束后，大家一同

在旧院镇中学开展实地探访，查看校舍及热水器安装使用环境，与在校师生促膝长谈、交流思想，将随身携带的衣物和图书送到了学生们手中。随后，全体人员分批前往学生家中拜访，送上祝福。一位客户表示，亲历公益活动让他真切地感受到山区孩子生活的艰辛与不易，也让他更加坚定了参与公益事业信念。

### “君子伙伴·与爱同行”公益项目

四川山区海拔高，地理偏僻，冬季往往特别寒

冷。长期以来，由于生活基础设施落后，孩子们只能哆嗦着在冰冷的水中洗澡、洗衣服，小手、小脸总是因为冰冻而红肿。对当地的孩子而言，冬天是记忆中挥之不去的刺骨寒冷，温暖总是遥不可及的奢望。

然而遥远的工行人的到来，为他们带来了从未奢望过的温暖。此次工行捐助的善款全部用于安装电热水器。热水器的安装和使用，让孩子在冬季的夜晚洗上一个暖呼呼的热水澡，洗去寒冷与疲惫，伴着舒适与暖意安心入梦。

为了让学生们用上热水，工银私人银行从2018年起即启动了“君子伙伴·与爱同行”公益项目，通过公益竞买和直募等方式集善款。自项目启动以来，工行与艺术家、各大名品名商等合作，举办了20场公益活动，让山区孩子困境为更多人知晓，有效凝聚了各界的爱心。目前已有近1000位私人银行客户及工行员工参与累计募得善款近130万元。这些公益善款将全部用于“温暖行动”热水器采购，为山区孩子送去暖暖热水和拳拳爱心。

虽然目前已解决了部分四川冬天用热水的困难，但山区学生们且家庭条件也较差，只能在学校甚至连过冬的棉被和垫絮都没有，又重又旧的棉絮根本无法抵御凛冽的寒冬，只能抱团凑在一个被窝里相互取暖，这也严重影响到了睡眠质量。

为能进一步改善学生的生活环境，“温暖行动”暖心冬被项目已于10月正式上线，项目所筹公益善款将用于购买棉被和床上四件套，持续助力山区孩子们的健康成长。

### “温暖行动”，我们始终在前行

涓涓细流，汇聚成河。如何汇聚更多人的爱心，为山区孩子建设更美好的生活环境，是工银

私人银行孜孜不倦的追求。今年7月，工行私人银行公益项目与四川省科技扶贫基金会合作，依托工行融e购平台，正式搭建专业化、规范化运作的公益平台，客户可通过融e购方便快捷地进行慈善捐助。平台一经上线，便受到了广泛好评，目前已实现42000多笔线上捐赠，募集善款近45万元。

公益事业，是我们每一个人朴素的追求，就是为了让所有人生活得更加美好，这也是公益前行的原生力量。工银私人银行将持续为公益项目凝心聚力，携手私人银行客户及社会公众为扶贫公益事业贡献力量、传递能量。



与客户捐赠的热水器的孩子们





## 融e购 | 私银专享

中国工商银行“融e购”电子商务平台于2014年1月12日正式营业。平台秉承“名商、名品、名店”的定位，以特色性、便利性、专业性、安全性为原则，努力打造品质领先、特色鲜明的商融合作平台、中高端用户服务平台和金融价值创造平台。

目前，融e购已汇集数码家电、金融产品、食品饮料、珠宝礼品、交通旅游等十大行业的知名品牌畅销商品。作为银行系电商，融e购致力于提升客户体验，同时重点突出银行业支付灵活、融资便捷的金融服务优势。未来，融e购将不断优化用户体验，丰富商品品类，深化电商与金融的融合创新，为用户打造放心、便捷、质优的消费平台。

私人银行专区是为私人银行客户在融e购上打造的专属服务板块。私行专区分为“安享健康”“畅享旅程”“私享财智”“艺享大乘”“智享传承”“臻享生活”等六大板块，涵盖私人银行客户所需要的各个需求层面。首批上线专区的服

务由总分行共同推荐。“安享健康”提供诸如三甲医院就医陪医、远程慢病管理服务等服务；“畅享旅程”提供全国机场接送机服务、首都机场商旅服务、专享精选旅程等服务；“私享财智”包含贵金属定制、私人银行杂志、黑金卡、亚布力论坛等服务；“智享传承”与新东方合作，提供留学咨询及海外游学项目等服务；“臻享生活”板块涵盖客户生活所需求的酒、茶、珠宝等臻选精品；“艺享大乘”则网罗名家大师，提供艺术品定制服务。

近期私人银行专区将为大家带来一系列活动，其中包括五粮液、dyson、SK-II等商品的全额积分兑换，0元就把好礼带回家。



融e购 APP



私人银行专区

**1** 戴森 dyson/家用电吹风 HD01  
**积分: 196.67万**  
商城价¥2950.00



**2** SK-II / 护肤精华露 230ml 紫色限量版  
**积分: 96.67万**  
商城价¥1450.00



**3** 美的 / MB-DHZ4002XM 4L 电饭锅  
**积分: 166.60万**  
商城价¥2499.00



**4** 奔富 Penfolds / 澳大利亚 BIN407 干红  
**积分: 269.20万**  
商城价¥4038.00



**5** 北京同仁堂冬虫夏草野生礼盒装  
**积分: 188.00万**  
原价¥2950.00



**6** WMF / 刀具 4件套  
**积分: 26.60万**  
商城价¥499.00



## 第八代经典五粮液 全新上市

WULIANGYE  
FROM CHINA TO THE WORLD



第八代经典五粮液是五粮液对经典产品的传承和创新，整体保持了第七代经典五粮液的设计风格，同时秉承“精益求精”的工匠精神，对品质、包装、防伪进行了三重升级，在更加优化包装细节的同时，更加凸显五粮液“香气悠久、味醇厚、入口甘美、入喉净爽、各味谐调、恰到好处，尤以酒味全面而著称”的独特风格。

“全面提升消费体验”是第八代经典五粮液产品升级的最大亮点。消费者通过扫描“二维码”，不仅可以进行产品防伪验证、追溯产品来源，未来还可

加入即将上线的“五粮液消费者俱乐部”，获取更多会员

五粮液坚持带来高品质精准服务、高质量的体验，通过走进企业、邀约高端私银客户、老带新等方式邀请有潜力、有意向的私银客户参加五粮液酒厂寻根之旅的品鉴与交流，展现五粮液文化品格与服务品质，提升私银客户对产品的认知与品牌印象；2018“我的五粮液 我的世界杯”主题活动，由五粮液组织私银客户前往俄罗斯世界杯观赛，近距离体验与感受了足球魅力与激情。