



朱云来：新格局下财富管理之路



意见领袖 | 中国金融四十人论坛

9月12日，在中国金融四十人论坛（CF40）主办的第四届金家岭财富管理论坛“新格局下财富管理之路”上，CF40常务理事、金融专业人士朱云来从资产规模、资产构成、资产名义收益与真实收益、经济增长动力、权益与负债、实体经济部门杠杆率、资本市场的发展与开放等多个角度出发，全面勾勒了我国财富管理领域的“新格局”框架，并分析了财富管理行业的发展趋势。

就人们普遍关注的养老问题，朱云来在演讲中提供了一个框架模型。该模型假设一个人22岁就业，按2020年全国居民人均收入、消费支出为起点，参考成熟国家案例，及我国过去10年的平均经济增长状况，预计未来30-40年收入/消费增速，并按60岁退休、预期寿命80岁规划，假定养老基金年投资收益率6%左右，最后计算出：每年投入6000元左右，即可在退休前攒够供后续退休生活使用的资金。

当然，上述数字最终取决于收益率和通胀率的变化情况，朱云来特别指出了提高收益和控制通胀的重要性。

他最后强调，走好新格局下的财富管理之路，需要做到以下几点：建立系统分析框架、提高市场数据质量；确定财富管理目标、创建业绩标定机制；鼓励专业机构发展、普及大众理财常识；提高稳定金融收益、控制降低价格通胀。

以下为演讲实录，未经授权不得以任何形式复制、转发、引用本文内容及观点。文中所有图片均可点开看大图。



我今天的题目是“新格局下财富管理之路”。“新格局”，我想是指经济发展的基础背景，以及它的新的变化，而“格局”这个词强调的是整体的基本框架。在这样的框架下，我们重新来思考一下财富管理，系统梳理总结它的基本情况，并探讨它未来应该有什么样的新的发展，我想也是很有必要的。过去几十年经济和财富都有了快速发展，在未来的重要性还将不断增加。

首先，我们讲了这么多财富管理，那么财富是什么？到底如何定义？通过以下具体的数据展现，希望能让我们对这个问题理解得更清楚。

中国资产规模和构成时图

初步测算，中国总资产在1992-2020年期间从近13万亿增至1005万亿元，均增16.9%，总增78x。金融资产扩张更快，实物资产占比由38%降至29%。

注：估算实物资产主要包括房产、基建、生产产能设备等，考虑了1992年以前值及折旧影响。金融资产则包括存款、贷款、债券、保险准备金、证券客户保证金、证券投资基金份额等，包括上市公司净资产价值，但不含市值波动，参照资金流量表和金融机构资产负债表等推算。



数据来源：中国统计年鉴，国家统计局

未经许可不得以任何形式复制、引用、转发

7

图1是中国资产规模和构成时图，数据来源是国家统计局的年鉴。统计年鉴于1982年首次出版一直持续至今，数据非常全面，1992年之后公布了更为系统的布局系列，就是包括资金流量表在内的基本国家账户体系，能让我们对经济有一个更为系统、全面、结构性的理解。

从图中可以看到，1992年左右，中国的总资产大概是10万亿元左右的水平，现在已经达到了1000万亿元左右的水平；也就是历史投资或者说积累下来的东西到现在总共达到1000万亿左右。这本质上是一个会计的概念，计算我们手上有多少东西留了下来。其中，实物资产差不多占1/3，剩下的是金融资产。金融资产本质上是金融合约。从图中可以看到，1992

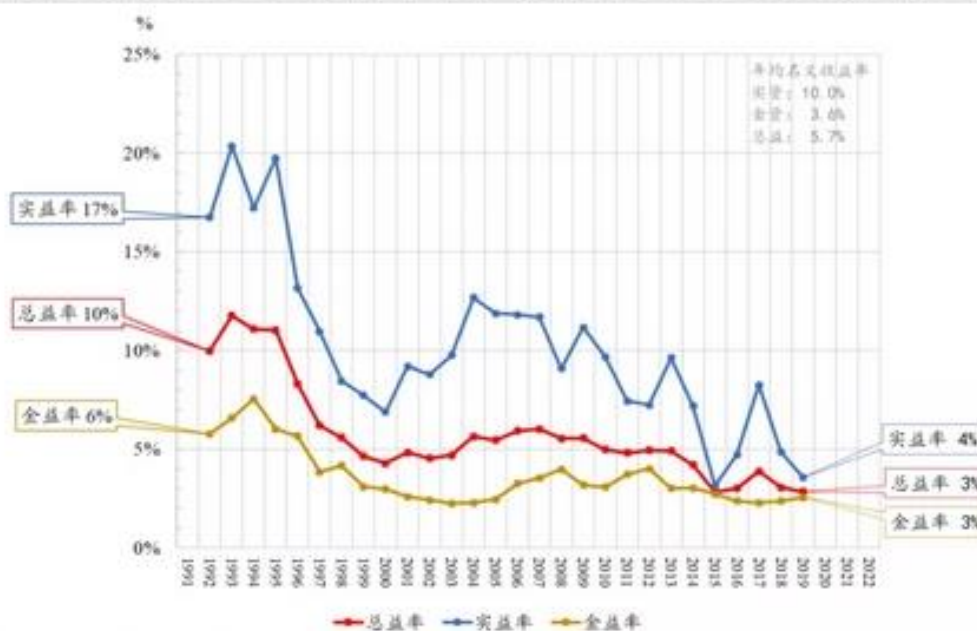
年,我们实物资产占比较高,接近 40%;到现在,实物资产降低到不足 30%。这是对我国资产规模与结构的最基本描述。

了解了规模,我们再来看资产收益的情况(图 2)。图中红线代表总的资产收益,同时测算区分了金融资产和实物资产的收益。90 年代初发展比较快,收益比较高,此后随着经济发展变化而有所波动。实物资产收益比较高,其中有一部分是反映了房价上涨因素。当然,所有这些都是名义的,反映的是当年的价格水平。

中国资产收益时图 - 名义收益

- 实物资产年均名义收益率 10.0% (最高 1993 年的 20.4%), 剔除平均 4.6% 的通胀影响, 实际收益率不足 6%, 可变现价值的确定性不高。
- 近三十年来金融产品总收益率约为 8%-3%。2019 年住户部门金融资产收入 4.4 万亿元, 人均约 3170 元 (9 元/日)。同期全国居民人均可支配收入约 30700 元 (84 元/日), 金融/居收 11%; 人均年消费约 21600 元 (59 元/日), 金融/居消 15%, 其中根据国家统计局住户调查公布人均年食品消费约为 3960 元 (11 元/日), 人均金融/食消约达 80%。

(注: 实物资产收益主要包括商品住宅价格上涨, 生产性资产创造的利润; 金融资产收益主要包括金融产品利息、红利等。)



数据来源: 中国统计年鉴, 国家统计局 *总收益率指国内生产总值平减指数

未经授权不得以任何形式复制、引用、转发

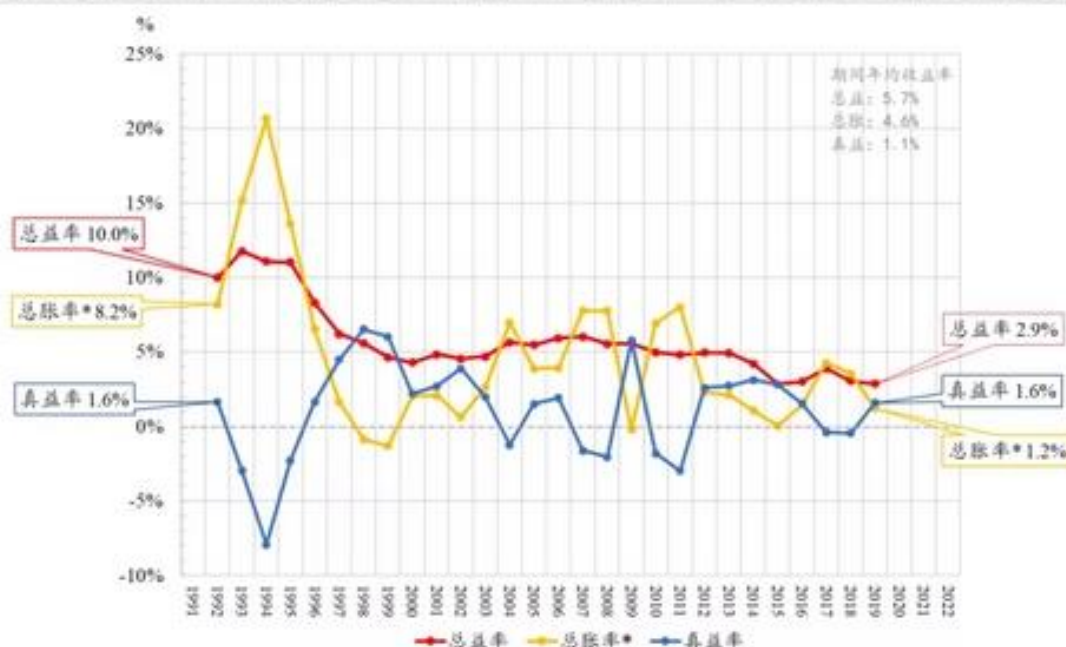
我们做一个通胀的调整来考察真实收益情况(图 3), 可以看到: 90 年代前期收益率似乎很高, 但是因为同期通胀也很高, 所以实际上的真实

收益率反而是负的。再往后看，到本世纪初这段时间，通胀水平比较低，名义收益率跟真实收益率比较接近，真实收益水平相对较高。再往后，波动比较大，虽然名义收益率比较稳定甚至略微增长，但是由于通胀重回高位，真实收益率反而波动下降了。那么新格局之下，未来的收益率会怎么走？这应该是投资人、财富拥有人都很关心的问题。

中国资产收益时图 - 通胀调整

— 过去近30年，总资产年均收益率为5.7%，同期总体通胀年均上涨4.6%；期间有10年，即约1/3年份的总资产收益率低于当年的总通胀。

（注：总通胀率（总体通胀率）参照年度国内生产总值平减指数计算；与规模测算一致，收益包括上市公司红利但未考虑市值波动。）



数据来源：中国统计年鉴、国家统计局

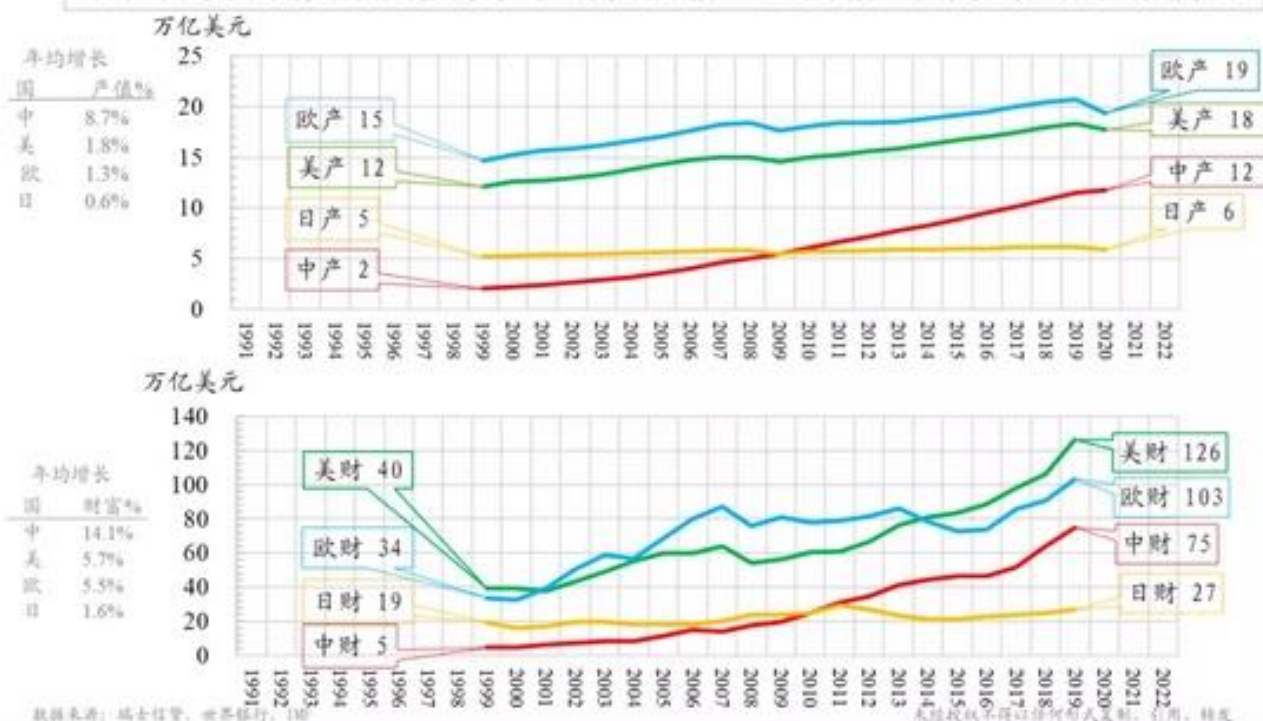
未经授权不得以任何形式复制、引用、转载

从历史上看，产值增长和财富积累关系紧密，这在中国和海外都适用（图4）。从1999年至2019年，中国的年均名义产值增速接近9%，是很高的增长率，但财富增速则更高，达到14%左右。

财富积累与经济增长速度

根据瑞士信贷全球财富报告，1999-2019年中国财富由5增到75万亿美元，年增14.1%，并于2011年超过日本；美国财富由40增到126万亿美元，年增5.7%，并于2014年超过欧盟；同期中国、美国产值增速分别达到8.7%、1.8%，也快于欧、日产值增速。更快的经济增长促进了中、美财富的更快积累。

（注：瑞信定义的财富，按市价衡量的家庭/个人拥有的金融资产加上非金融资产（主要是住房）的价值减去债务。）



类似地，美国在这一时期产值增速约 2%，而财富增长接近 6%。这里的财富，也包括金融资产，即金融合约的总额增长。金融合约是由双方共同签署，甲方的金融资产等于乙方的金融负债，比如银行存款对储户是资产，对银行就是负债了。这是一个合约对应的关系，也是一个基本的经济原理。

当然，财富积累速度也不仅仅取决于经济增速，和经济发展质量也有关系。所谓经济质量很重要的一点就是，中国经济增长核心动力是什么，经济发展到底是靠什么，靠劳动力增加、设备投资力度还是生产效率提高。这里展示的是央行的一个研究（图 5、图 6），我觉得他们做得还是很细的。

其内容是，将 1978 年到 2020 年分为 5 个发展时段，考察不同时段中的产值增速及三大贡献要素。其中，劳动力的数量（蓝色）和质量（粉色）都被看作劳动力变化的影响，下面黄色部分是投资的影响，上面蓝色部分是要素生产率或者说是效率（图 5）。可以看到，在早期快速发展阶段，有比较高的全要素生产改善或者说效率的提升，当然也有很重要的资本投入。但是从 2007 年以后，全要素改善或者说效率提升的相对贡献就变小了，投资的贡献越来越大。不同增长拉动力驱动，对应上证指数阶段涨跌也有变化，从一个侧面反映了财富受增长质量的影响。

中国经济增长质量：分要素增长时图

- 根据央行研究*，1978至2020年分为5个经济发展阶段：前2个阶段经济增长加速，从1978-1990年的9.3%提高到1991-2001年的10.3%，且增长质量改善，全要素生产率由年均贡献3个百分点的经济增长，提高到年均贡献4.1个百分点增长。
- 随后的3个阶段，受经济基数扩大等多重影响，整体经济增速有所回落，全要素生产率贡献也下降：固定资本投入却由1991-2001年的年拉动3.9个百分点增长提高到2008-2012年最高时的年拉动5.4个百分点。2008-2012年间的低投入刺激导致同期股市大幅波动。

（注：经济增长要素可分解为资本和劳动力的投入，及全要素生产率（指总产量与全部要素投入量之比，衡量科技进步、制度改革等影响））



预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_35070

