

Status and Exploration of Wealth Management Services of
China's Trust Industry

by

Nuan Zhao

A Dissertation Presented in Partial Fulfillment
of the Requirements for the Degree
Doctor of Business Administration

Approved April 2015 by the
Graduate Supervisory Committee:

Jiang Wang, Chair

Bin Gu, Co-Chair

Chun Chang

ARIZONA STATE UNIVERSITY

May 2015

中国信托业财富管理服务的现状与探索

作者：赵暖

本论文完成了工商管理博士学位
所要求的部分工作任务

2015年4月

通过研究生管理委员会：

王江，主席

顾彬，联席主席

张春

亚利桑那州立大学

2015年5月

ABSTRACT

With years of continuous Chinese economic growth and accelerating aging population, better serving the changing demands in wealth management has become the new market development directions. As evidenced in international experiences, the embedded nature of privacy and isolation of managed assets in the trust business have demonstrated built-in consistency with the needs of high-end wealth management and inheritance; hence, trust has become a very fitting vehicle for wealth management. By 2014, total assets under trust management have reached RMB14trillion.

However, there is as yet a massive gap between the current service levels received by high net worth individuals and their requirements; a gap that is adverse in establishing a stable customer service relationship; which eventually hinders the vigorous development of the overall industry.

With modeling the gaps in service levels as the basic foundation, this paper first and foremost starts with the discussion on the issues in listening to service needs. This paper conducted customer surveys in such categories as customer expected and perceived service quality, service level design and standards, service provided in accordance with the design, and service commitment actually fulfilled. By correlation and regression analyses, this paper analyzed the characteristics of high net worth population, concluding that high net worth individuals with different gender, profession, age exhibit varying needs, preferences and other determining factors in wealth management.

This Paper has designed wealth management service standards and value-added asset allocation systems; the Paper has structured a systematic and disciplined framework in wealth management, which serves as a guideline in the implementation of leading wealth management and in the establishment of superior trust management services. It serves as an impetus for the trust industry to thrive as the leader in China's

wealth management domain, enhance industry brand image, accumulate stable customer segments and develop sustainable market core competencies.

摘要

信托行业近年来发展迅速，截至 2014 年的受托资产规模已达 14 万亿元人民币，但其服务水平与高净值客户的实际财富管理需求仍存在差距，不利于客户关系的稳定与行业发展，建立信托财富管理的标准及服务体系将有助于改善财富管理服务质量。

以服务质量缺口模型为基本框架，文章通过基于问卷数据的统计计量分析考察了高净值客户的群体特征、投资决策与服务需求，分析了高净值客户为何选择金融投资、在金融投资中为何选择信托、为何选择特定信托公司的原因。以此为基础，文章针对客户的增值服务与资产配置服务需求设计了一套财富管理服务体系，以期为提高财富管理服务水平、积累稳定客户群体、提升行业品牌形象提供参考与借鉴。

关键词：财富管理 家族信托 服务质量 服务缺口 资产配置

目录

	页码
图目录.....	xii
表目录.....	xvi
章节	
一 导论.....	1
1.1 研究背景	1
1.1.1 财富管理应具备三大特征	1
1.1.2 成熟市场财富管理业务的发展经验	2
1.1.3 中国财富管理市场现状与未来发展策略	3
1.2 问题的提出	5
1.3 研究目的及意义.....	7
1.4 文献综述.....	7
1.4.1 财富管理特征研究.....	8
1.4.2 服务质量差距模型	10
1.4.3 投资组合理论模型	12
1.5 本次研究主要创新	13
1.6 研究方法.....	14
1.6.1 研究重点与数据来源	14

章节	页码
1.6.2 问卷调查法	15
1.6.3 定性与定量分析法	16
二 财富管理服务的经济与法律基础.....	20
2.1 经济增长、结构转变与私人财富管理的发展.....	20
2.1.1 高速经济发展、居民财富积累与私人财富管理需求的增长.....	20
2.1.2 增长方式转变、资本回报水平下降与私人财富管理需求的增长.....	23
2.1.3 人口年龄结构老化与私人财富管理需求的增长	28
2.1.4 非银金融的兴起与私人财富管理业的发展.....	31
2.2 私人财富管理市场的法律制度基础.....	33
2.2.1 民事法律体系不断完善：私人财富管理市场的制度基石.....	33
2.2.2 金融法律体系日臻完善：私人财富管理市场的规范化与法制化保证.....	34
2.3 小结.....	41
三 财富管理模型构建概述.....	43
3.1 服务质量缺口模型.....	43
3.2 模型四个缺口的含义.....	44
3.2.1 缺口 1：不了解客户的期望.....	45
3.2.2 缺口 2：未选择正确的服务质量设计和标准	47
3.2.3 缺口 3：未按服务标准提供服务.....	48

章节	页码
3.2.4 缺口 4：未能履行承诺	50
3.3 缺口模型的特点	51
3.4 缺口模型在信托业应用的意义	52
3.5 小结.....	53
四 高净值客户的群体特征与金融需求分析.....	54
4.1 高净值客户群体的基本特征：性别、年龄、学历与职业	54
4.2 高净值客户群体的财富特征：资产现状与收入预期	61
4.3 高净值客户群体的金融投资偏好：收益性、流动性与安全性要求	64
4.4 高净值客户群体的投资决策：投资结构与标的分布	68
4.5 高净值客户群体特征与金融偏好的相关性分析.....	76
4.6 小结.....	82
五 高净值客户的投资决策与金融需求分析.....	83
5.1 高净值客户的金融投资比重：计量分析	84
5.1.1 模型设定与方法选择	84
5.1.2 回归结果与分析	86
5.2 高净值客户的信托投资比重与投资渠道选择：计量分析	90
5.2.1 模型设定与方法选择.....	91
5.2.2 回归结果与分析.....	93

章节	页码
5.3 关于特定高净值客户群体个性化金融需求的若干假设与验证.....	98
5.3.1 专业人士投资信托比重较低的原因：流动性需求.....	99
5.3.1 女性金融投资比重高于男性的原因：性别分工文化.....	105
5.4 小结.....	110
六 财富管理服务需求改进的意义.....	111
6.1 财富管理服务质量因子设定、统计与相关性分析.....	111
6.1.1 服务质量因子设定.....	111
6.1.2 服务质量因子的统计特征.....	111
6.1.3 服务质量因子相关性分析.....	119
6.2 服务质量因子对财富管理的影响：计量分析.....	120
6.2.1 模型设定与方法选择.....	121
6.2.2 回归结果与分析.....	122
6.3 控制变量下服务质量因子对财富管理的影响：计量分析.....	127
6.3.1 模型设定与方法选择.....	127
6.3.2 回归结果与分析.....	128
6.4 小结.....	135
七 财富管理服务及其标准设计：增值服务.....	138
7.1 财富管理服务及其标准设计简介.....	138

章节	页码
7.2 财富传承与子女教育增值服务及其标准设计	139
7.2.1 财富传承	139
7.2.2 子女教育	142
7.3 养老规划与医疗增值服务及其标准设计	143
7.3.1 养老规划	143
7.3.2 医疗通道	145
7.4 税收筹划与出境移民增值服务及其标准设计	147
7.4.1 税收筹划	147
7.4.2 出境移民	149
7.5 艺术品、奢侈品与高端聚会增值服务及其标准设计	151
7.5.1 艺术品收藏与投资	151
7.5.2 全球奢侈品采购	155
7.5.3 高端人士聚会	158
7.6 小结	159
八 财富管理服务及其标准设计：资产配置服务	161
8.1 资产配置服务的意义	161
8.2 资产配置中的资产类别及其特征	162
8.2 资产配置中的理论与过程	164

章节	页码
8.3 中国家庭资产配置的实证案例分析.....	167
8.4 小结	174
九 财富管理服务及其标准设计中的法律风险防控.....	176
9.1 信托机构开展私人财富管理的法律风险	176
9.1.1 法律风险的界定	176
9.1.2 主要法律风险的表现.....	177
9.2 法律风险的内部防控.....	184
9.2.1 健全财富管理机构内部管理与责任机制	185
9.2.2 建立相对独立的高净值客户信息系统和保密制度	186
9.2.3 合规风险防范与信息披露制度相结合.....	187
9.2.4 严控产品前端设计，破解刚性兑付困局.....	188
9.3 小结.....	188
十 财富管理的服务绩效研究.....	190
10.1 服务绩效研究与改进的意义.....	190
10.2 影响绩效缺口的重要因素：人力资源	191
10.2.1 角色模糊性和冲突，岗位不明确.....	191
10.2.2 员工技能不匹配.....	192
10.2.3 激励及补偿系统不恰当.....	192

章节	页码
10.2.4 缺乏授权、感知控制和团队工作	192
10.3 影响绩效缺口的重要因素：供需问题	193
10.3.1 现阶段公司客户需求的新特征	193
10.3.2 建立新型的财富管理供给机制	194
10.4 影响绩效缺口的重要因素：用户自身问题	197
10.5 小结	199
十一 财富管理的服务沟通研究	200
11.1 比较分析财富管理服务和传统服务产业的沟通缺口差异	200
11.1.1 传统服务产业的沟通缺口理论	200
11.1.2 财富管理中的沟通缺口表现	201
11.2 信托在弥合财富管理沟通缺口上的业务优势	203
11.2.1 信托在私人财富管理中的优势：制度功能	203
11.2.2 信托在私人财富管理中的优势：应用功能	206
11.3 信托在弥合财富管理沟通缺口上的功能探索	208
11.3.1 生前信托	209
11.3.2 遗嘱信托	211
11.3.3 家族股权信托	213
11.3.4 慈善信托	214

章节	页码
11.4 小结	216
十二 结论与展望	217
参考文献	221
附录	
A 调查问卷	227
B 排序与计数回归主要方法对本文调查问卷数据适用性的比较分析	241

图目录

图表	页码
1.1 2008-2013 中国个人可投资资产规模及资产分布	4
2.1 2007 年以来融资信托与投资信托之比	27
2.2 收入和储蓄的生命周期与财富管理	29
2.3 中国 65 岁以上人口占总人口比例	30
2.4 社会融资构成	31
3.1 服务质量缺口模型	45
3.2 客户缺口的影响因素	45
3.3 缺口 1 的影响因素	46
3.4 缺口 2 的影响因素	48
3.5 缺口 3 的影响因素	49
3.6 缺口 4 的影响因素	51
4.1 抽样调查中的财富管理客户的男女比例	56
4.2 抽样调查中的财富管理客户的年龄结构	57
4.3 抽样调查中的财富管理客户的学历分布	59
4.4 国家统计局数据中我国人口的学历分布	59
4.5 抽样调查中的财富管理客户的职业分布	60
4.6 抽样调查中的财富管理客户的收入来源	61

图表	页码
4.7 抽样调查中的财富管理客户的收入预期.....	63
4.8 抽样调查中的财富管理客户可用于财富管理的收入比重.....	63
4.9 抽样调查中的财富管理客户的金融投资偏好	66
4.10 抽样调查中的财富管理客户的风险承担意愿	67
4.11 抽样调查中的财富管理客户的风险偏好	68
4.12 财富管理客户的金融投资占总资产比重.....	69
4.13 财富管理客户的信托投资占金融资产比重	70
4.14 财富管理客户的股票投资占金融资产比重	71
4.15 财富管理客户的基金投资占金融资产比重	72
4.16 财富管理客户的券商资管投资占金融资产比重.....	73
4.17 财富管理客户的银行理财投资占金融资产比重	74
4.18 财富管理客户的保险投资占金融资产比重	75
4.19 财富管理客户的其他投资占金融资产比重	75
6.1 抽样调查中的顾客对公司产品与服务新期盼占比	112
6.2 抽样调查中的管理层与客户沟通现状.....	113
6.3 客户反馈机制现状	114
6.4 抽样调查中的财富管理服务流程现状	115
6.5 抽样调查中的服务环境体验.....	116

图表	页码
6.6 抽样调查中的服务质量与绩效	117
6.7 抽样调查中的客户对营销和运营的评价	118
6.8 客户选择受托人的原因	119
7.1 调查中的顾客收入相关特征与关心财富传承咨询情况	141
7.2 调查中的顾客投资行为特征与关心财富传承咨询情况	141
7.3 投资收益性/安全性要求与子女教育规划增值服务需求	142
7.4 不同年龄层次/教育背景与养老规划增值服务需求	145
7.5 投资安全性要求/风险偏好与养老规划增值服务需求	145
7.6 不同职业类别与关注医疗健康绿色通道服务需求	147
7.7 不同职业类别与税收筹划增值服务需求	148
7.8 财富管理的不同动因与税收筹划增值服务需求	148
7.9 财富管理的不同动因与出境移民增值服务需求	151
7.10 投资人基本情况与艺术品投资需求分析	152
7.11 投资人收入情况与艺术品投资需求分析	153
7.12 投资人风险偏好情况与艺术品投资需求分析	154
7.13 受益人安排情况与艺术品投资需求分析	155
7.14 职业情况与全球奢侈品采购需求分析	156
7.15 投资要求情况与全球奢侈品采购需求分析	156

图表	页码
7.16 受益人安排情况与全球奢侈品采购需求分析.....	157
7.17 职业情况与高端人士聚会需求分析.....	158
7.18 投资收入情况与高端人士聚会需求分析.....	159
8.1 调查样本人群资产配置状况.....	168
8.2 多种资产年收益率.....	170
8.3 多种资产累计收益率比较.....	170
8.4 资产组合有效前沿.....	174
10.1 客户预期与实际投资的理论最佳水平.....	198
10.2 低收益客户对其自身与高收益客户的比较.....	199
11.1 财富管理服务质量沟通缺口.....	202
11.2 信托财产分配意向.....	202

表目录

表格	页码
2.1 改革开放以来人均 GDP 与人均储蓄余额的年均增速 (扣除通胀)	21
2.2 21 世纪以来居民财富管理中理财与信托产品的发展	23
2.3 资本回报水平下降：每元投融资拉动的 GDP (元)	26
2.4 商业银行的主要监管政策	36
2.5 证券公司的主要监管政策	37
2.6 信托公司的主要监管政策	38
2.7 保险公司的主要监管政策	39
2.8 基金公司的主要监管政策	40
2.9 期货公司的主要监管政策	41
4.1 不同身份的高净值客户特征：Tetrachoric 相关性分析	79
4.2 不同收入来源的高净值客户特征：Tetrachoric 相关性分析	80
4.3 不同性别、年龄与学历的高净值客户特征：Tetrachoric 相关性分析	81
5.1 财富管理客户金融投资比重的决定因素：负二项回归分析	87
5.2 财富管理客户金融投资渠道选择的决定因素：负二项回归分析	93
5.3 特定高净值客户群体个性化金融需求的假设与验证：专业人士	101
5.4 特定高净值客户群体个性化金融需求的假设与验证：女性	109
6.1 服务质量因子的相关性分析	120

表格	页码
6.2 服务质量因子对顾客以往投资规模的影响.....	123
6.3 服务质量因子对顾客欲设立财富管理规模的影响.....	126
6.4 控制变量下服务质量因子对顾客以往投资规模的影响.....	128
6.5 控制变量下服务质量因子对欲设财富管理规模的影响.....	131
7.1 财富管理服务及其标准设计缺口.....	139
7.2 调查中的顾客对公司产品与服务新期盼占比.....	140
7.3 调查中的顾客特征与关注医疗健康通道的关系.....	146
7.4 调查中的顾客特征与关注出境移民咨询的关系.....	150
8.1 理财产品的流动性分类.....	163
8.2 理财产品的收益性分类.....	163
8.3 理财产品的风险性分类.....	164
8.4 各资产平均收益率和方差.....	169
8.5 各资产相关系数矩阵.....	169
8.6 各项资产投资权重（情景一）.....	171
8.7 各项资产投资权重（情景二）.....	172
8.8 各项资产投资权重（情景三）.....	172
8.9 不同预期收益率对应的各项资产投资权重一览.....	173
10.1 服务标准与绩效差距的影响因素.....	190

表格	页码
11.1 传统服务质量沟通缺口	201
B.1 多种方法下若干主要回归方程的 Wald 检验值比较	243
B.2 负二项回归与有序 Logit 方法下的回归系数比较：以方程 5.1(5)及 5.2(1)为例.....	245

第一章 导论

1.1 研究背景

1.1.1 财富管理应具备三大特征

财富管理与传承是一个世界性问题。如何合理规划财富、实现保值增值？如何稳健传承财富、世代延续？这些问题已在理论研究与实践探索中逐步得到解决，由此催生了一类通过提供专业的财富管理服务、为世界范围内的高净值群体（High-Net-Worth Individuals,简称 HNWI）实现财富管理与传承意愿的服务机构，获得了高净值群体的广泛认可。

财富管理究竟魅力何在？通过对已有国内外文献梳理及实践经验总结，笔者发现财富管理本质上具有如下三方面特征：1）财富的集中管理。财富天生具有集聚特性，集聚是财富加速增值的催化剂。通过聚集财富，集中运作，才能实现财富的规模效应和价值增长。2）财富的专业管理。财富管理的专业性体现在对财富的投资运作方面，投资需要专业领域知识、长期实践经验、丰富全面信息源及准确投资判断，这些都是个人投资者所不具备的投资条件。3）财富的稳健管理。财富管理并非是急功近利地实现财富的迅速增长，而是通过发挥时间维度及稳健增长预期的幂方效应，借助于资产配置策略与技术，谋求财富的长期复利价值。

1.1.2 成熟市场财富管理业务的发展经验

在欧美发达国家和地区，客户对财富管理的认识较为理性，财富管理服务较为规范，业务相对比较成熟。多数研究一般认为，现代私人财富管理业务以私人银行的形式起源于18世纪的瑞士，而后盛行于美国。在18世纪的瑞士，私人银行家活跃在国内外的市场上，为国际、国内客户提供资金转移、资产管理、货币兑换、票据贴现等业务，而其发展壮大则是在20世纪的美国，后者是目前世界上最大、最成熟、竞争最激烈的财富管理市场。美国的理财业务起步于20世纪30年代，最早为保险公司所经营的投资规划、收益分析、代办手续等业务，系保险产品销售的补充；二战后随着美国的经济重建与金融发展，国民的理财需求逐渐扩大，一些金融服务机构如商业银行、投资银行开始引入理财服务并逐渐固化为一项日常业务（徐文婷，2010）。值得注意的是，欧美早期财富管理机构都是民营机构，而相较之下中国的财富管理机构有相当大比例为经营稳健的国有控股或混合所有制企业，这可能是造成国内财富管理服务质量差距的一个重要原因，后者未必单纯是中国财富管理业务起步较晚所致。

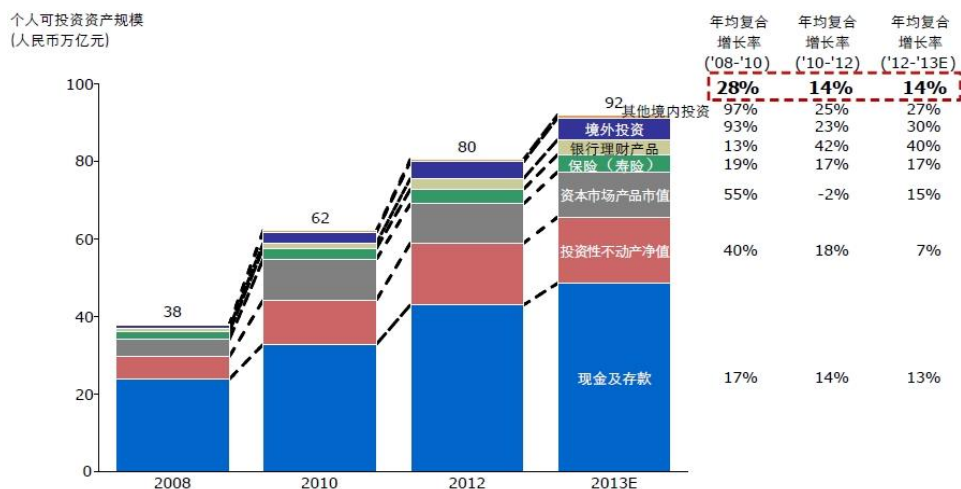
由于欧美国家经济现代化、工业化较早，因此遗产继承是其财富增长的重要影响因素，很多财富都是数代以前创造的，这可能是其增值服务水平远高于中国的一个主要原因，相较之下中国与欧美财富管理中的资产配置服务方面的差距就并不是很明显。从美国的经验来看，美国在90年代中后期开始打破金融管制的界限，特别是1999年11月克林

顿政府颁布《金融服务现代化法案》后金融机构的业务线得到了极大丰富，可以为客户提供“一站式”的综合性金融服务，满足各种风险收益特征客户的需求。中国的资本市场深化改革也正呈现出竞争强化、经营混业的局面，金融对社会经济的服务正在强化，未来中国的财富管理服务内容也将广泛涵盖资产管理、资产配置、风险管理、税收筹划、遗产规划和信托服务、限定类产品的定向配售、离岸金融、机构研究分析等多方面。

1.1.3 中国财富管理市场现状与未来发展策略

中国经济已经历 30 余年的高速增长，期间中国居民个人财富迅速积累，大量的财富存量使得高净值人群理财或财富管理意愿快速膨胀。据贝恩资本《2013 中国私人财富管理报告》，2012 年中国个人持有的可投资资产总体规模达到 80 万亿人民币，较 2008 年的个人可投资资产规模已翻番。中国高净值人群规模逐年扩大。2012 年，中国高净值人群数量已超过 70 万人，与 2010 年相比增加约 20 万人，年均复合增长率达到 18%，已超过 2008 年人群数量的两倍。其中，超高净值人群规模现已超过 4 万人，可投资资产 5 千万以上人士共约 10 万人。就私人财富规模而言，2012 年中国高净值人群共持有 22 万亿人民币的可投资资产；人均持有可投资资产约 3100 万人民币。回顾近 3 年，虽然经历了 2011 年经济调整期，不动产和资本市场等主要投资市场增速略有下降，但银行理财、信托产品、其他境内和境外投资依然以较快速度增长，成为中国财富管理市场的新增长级。

图 1.1 2008-2013 中国个人可投资资产规模及资产分布



来源：贝恩公司高净值人群收入-财富分布模型

中国高净值群体巨大的财富管理与传承需求吸引了市场的注意，特别是 2012 年下半年以来，各监管机构逐步放开资产管理业务牌照，各类金融机构相继推出自己的资产管理与财富管理业务，银行私人银行部门、专业资产管理机构及第三方财富管理机构等相继投身财富管理行业，市场竞争程度呈现加剧趋势。而中国信托业，自 2007 年新“一法两规”颁布之后，就伴随中国高端财富管理市场共同成长与发展。

截至 2014 年 12 月，整个行业受托资产规模已突破 14 万亿元人民币，信托产品已成为高净值群体资产配置的重要标的之一。信托业高速增长一方面受宏观经济政策、规范监管与资本市场结构性调整之益，另一方面也与高端财富人群资产膨胀与需求扩张有关。这些因素促成了中国信托业近年来的辉煌发展。但随着泛资管市场竞争格局的形成和客户需求的日趋多元化，信托业未来将面临更为激烈的竞争。目前，伴随宏观环境变化与政策

红利消失，信托业此前发展的独占优势已被撼动，因此，未来整个行业需要加快转型步伐，深耕中国高端财富管理市场。

当前一个现实是，中国的整个财富管理市场还处于发展初期，高净值人群财富管理与传承需求还远未被满足，当前财富管理机构的专业化程度并不能给客户带来适宜的服务体验，其服务内容多为单纯的金融产品销售，客户所得仅为受托资金的预期收益回报。相较之下，国际成熟财富管理机构的受托资产类别包括现金、股权、债权及不动产等；服务内容涉及财富保值、升值，财富传承规划，税务策划，投融资咨询及其他增值服务，真正体现了财富管理的集中性、专业性及稳健性。

因此，面对财富管理需求快速膨胀与专业财富管理服务缺失的矛盾越发明显，中国财富管理市场尚未被开发这一现状，有必要对目前国内财富管理市场现状进行系统性的梳理，并重点研究、探讨信托业在财富管理市场中所应构建的标准服务体系，发挥好财富管理集中、专业、稳定三大优势，以此树立信托业在财富管理市场上的领先地位与专业服务形象，回归信托制度受人之托的本源定位。

1.2 问题的提出

通过前述分析发现，中国财富管理市场空间巨大，但尚缺乏专业财富管理机构与服务标准，由此造成财富管理特征在中国市场上未有体现，财富管理的优势无法发挥。针对财富管理体系残缺、服务方式简单粗放等问题，为改善服务质量，建立高效、专业、全

面的财富管理体系，本文将在充分了解高净值群体预期与感知基础上，提出财富管理服务体系下的服务质量差距模型，并将整个服务流程划分为四个环节分别展开研究，即：

1) 客户倾听缺口：首先深入了解财富客户想要什么，通过问卷调查及对海外相关数据收集等方式，充分理解客户财富管理的内在需求，需要什么样的财务管理服务；特别是针对客户的收益和风险期望，笔者通过问卷的方式进行了调查和分析。

2) 服务设计与标准差距：在明确客户需求后，建立合适的服务框架、完善服务内容、确定服务质量标准，如通过吸收成熟市场服务理念、方式及资产配置技术等，落实财富管理服务等标准的整体设计，对于每个客户的收益和风险形成其特有的资产配置策略。

3) 服务绩效差距：财富服务实施的监督与实际效果的检验是保证服务标准实现的关键，特别是在投资方面，针对中国市场实际情况及可能的变化，对投资策略、技术进行定期检验，并及时调整相关参数，以此确保服务标准下的动态达标；

4) 服务沟通差距：通过对客户预期和实际财富管理服务的跟踪和修正，持续补充、更新、完善上述三方面内容，最大程度缩小客户预期与真实感知的整体差异。

需要说明的是，信托财富管理不同于传统信托理财的特点是以客户为中心、将产品设计与销售视为服务的一部分。因此，本文的服务质量模型涵盖了产品的范畴，将产品的设计与销售视为一种资产增值服务、投资服务或理财服务。

1.3 研究目的及意义

本次研究目的在于解决中国高端财富管理市场需求与当前财富管理机构服务差距的矛盾，并建立中国信托业财富管理业务的服务标准及服务体系，实现财富管理集中性、专业性与稳定性的有机整合，以此不断改善服务质量，缩小服务差距缺口。具体将通过借鉴成熟市场的财富管理经验，运用服务缺口模型及马科维兹均值方差模型等定性、定量模型，建立一套科学、规范的财富管理服务系统，以此贴近多样、个性化的财富管理需求，持续改善管理质量与服务水平，使财富管理业务成为信托业内的最佳金融实践。

财富管理服务体系的建立，有利于促使信托业尽快实现从片面追求规模的粗放式经营向“精耕细作”、提升业务技术含量和产品附加值内涵的经营模式升级转型，从而将有力地推动信托业成为中国财富管理领域的领先者，提升行业整体品牌形象，积累稳定客户群体，形成长期持续的市场核心竞争力。

1.4 文献综述

关于财富管理服务体系建设方面的研究，目前学界未见系统性研究成果。对相关研究内容的回顾，本文将从财富管理特征研究、服务质量差距模型及投资组合模型等方面分别阐释，并在总结相关领域专家学者工作的基础上，开创性地将服务质量管理模式与投资组合相关理论相结合，全面细致地对财富管理业务所提供的服务标准、方式进行探讨。

1.4.1 财富管理特征研究

有关财富管理的特征，目前已有诸多国内外著名投资家、经济学家进行了总结。笔者认为，财富管理呈现出三大典型特征：财富集中管理、财富专业管理和财富稳健管理。很多国内外著名投资家、经济学家对此做出过相关论述。

关于财富专业管理。美国经济学家 David Hirshleifer 认为个人投资者并非一直是理性的。相反，一些投资者会出现各种行为偏差，这些行为偏差导致他们犯认知错误。其中一种认知错误是自欺，自欺出现是因为人倾向于认为他们比现实中的自己更优秀 (Trivers 1991)。无论是心理学文献还是金融学文献都将此种行为刻画为“过度自信”。过度自信的投资者相信他们能获得巨大的收益，因此他们交易更为频繁并且常常低估相关风险 (Benos 1998)。Barber 和 Odean 研究了 1991-1997 年期间 78,000 个美国家庭的交易模式后发现，投资者交易过于频繁并且持有高风险的投资组合。事实上，作为过度自信倾向的结果，Odean 发现个人投资者事后的交易决策也不佳。相比机构和专业人士，个人投资者在信息来源、分析能力上都有所不及。此外，上海交通大学上海高级金融学院王江教授也认为在资产管理方面专业投资机构对比个人投资者更有效用。

关于财富集中管理。罗斯柴尔德家族早就意识到：“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。”财富集中管理可以统一进行税收筹划，可以更有效的进行投资。财富只有集中管理，不因子女分家等原因被打散，才能更好

产生“钱生钱”的效应。2011 瑞士信贷调查报告显示，全球 0.5%的人口拥有世界 38.5%的总财富，且这个“富人更富”的趋势已经持续了很多年。

关于财富稳健管理。所谓稳健增长，需要借助于资产配置、坚持价值投资，长期稳定盈利，由时间来检验管理的结果。谋求财富增长不应当急功近利，而是长期的坚持，充分发挥时间的复利价值。发起于 1935 年的美国 Voya Corporate Leaders Trust Fund 成立之初买入了相同数量的 30 只当时美国的大公司股票基金公司，在此后长达 80 年的岁月中，没有进行过任何换仓或新的投资，但其收益率超过了 98%的竞争对手，仅有记录可查的近 44 年的时间里净值就增长了 123 倍。Warren Buffett 也认为，投资最大的收益是“时间复利”。投资者进行价值投资的目标是实现财富增值，其实质是对复利规律的认识和利用

本文试对复利收益率特征进行分析，并根据复利规律找出价值投资操作中投资类别选择投资标的和价格。长期来看，财富的积累与三个因素密切相关：投资本金 I 、复利收益率 R 和投资期限 N 。财富终值 F 用数学公式表示为： $F=I \times (1+R) \times (1+R) \times (1+R) \times \dots \times (1+R)$ 。简化为： $F=I \times (1+R)^n$ 从财富公式看，复利收益率 R 是财富终值函数的底数，表现出固有的特征。由此可见，在投资本金和复利收益率一定的情况下，投资期限越高，获得的财富增值越大。

关于中国的财富管理，朱焱（2008）、郭妍婷（2011）认为我国的财富管理刚处于起步阶段，受金融分业管制所限各金融机构能为客户提供的产品限制较多，产品的缺乏使得

财富管理在国内开展的并不顺利。但中国富裕人群的增加，财富管理必将成为一种趋势，财富管理可以亦可以减少投资的资本风险和运营成本，国内机构应着手积极准备和应对。

潘新民（2012）认为民间财富正随着中国经济的持续快速发展和非公经济、小微企业的跨越式发展而体现出集中趋势，认为深入探究财富管理业务的发展规律意义重大，将有助于从产品创新、品牌建设、人力资源管理、服务体系、交叉销售、渠道建设、组织架构、风险管理等多个方面入手全方位发展财富管理业务能力。王都富（2012）研究了中国富裕阶层与中低收入阶层金融行为的一般特征以及这些金融行为所产生的各种效应，分析了中国富裕阶层金融行为的主要影响因素，并为商业银行如何适应金融发展的趋势并进行变革提出了建议。

前述研究的一个主要局限是重产品轻服务或将产品与服务并列，未能以客户为中心地意识到产品本身是服务的一部分。本文在总结上述学者对财富管理的研究的基础上，开创性地将服务质量管理模式与投资组合相关理论相结合，全面细致地对家族信托等财富管理业务所提供的服务标准、方式进行探讨。

1.4.2 服务质量差距模型

20 世纪 80 年代，在质量管理领域产生了一种具有代表意义的管理方法，即以美国管理文化为背景的服务缺口模型（也称服务质量差距模型）和 SERVQUAL 评价法。这种方

法极大地推动了顾客感知质量的研究和发展，并对后来的顾客满意度及忠诚度管理产生了深远的影响。

服务质量差距模型是帕拉休拉曼 (Parasuraman) 和贝瑞 (Berry) 在 1985 年提出的，中心思想在于弥合顾客期望服务与感知服务之间的差距，以使顾客满意并建立长远的关系。该模型自提出以来，得到了广泛的认同，同时也得到了补充和完善。在西方，该模型不仅被理论界所接受，同时也被金融业、电信业等服务行业所广泛使用。

该模型由两部分构成，上半部分与顾客有关，而下半部分则与服务提供者有关。其中，顾客所期望的服务是顾客过去的服务体验、个人需要和口碑传播的函数，同时,它还受到服务企业营销宣传的影响。顾客所体验的服务在模型中称为感知服务，它是一系列内部决策和活动的结果。分解来看，差距模型涵盖四方面内容：1) 对客户期望的感知；2) 服务质量设计与标准；3) 按服务质量设计与标准提供服务程度；4) 履行诺言实际情况。

利用服务质量差距模型可准确找出产生服务质量问题的根源，有利于企业对症下药，制定正确的发展战略。SERVQUAL 评价法可更好地理解顾客感知质量，更好地追踪服务质量的变化趋势，全面衡量服务质量。

但 Carman(1990)指出，SERVQUAL 的 5 个要素并不都是“中性”指标，对不同行业并不具有完全的适用性。Teas(1993)认为简单地将“感知”与“期望”之差作为度量感知服务质量的标准容易产生误导作用。最有力的反对者无疑是 Cronin 和 Taylor(1992)，他们认

为，该差距模型缺乏实证性研究，并进而提出了改进后的“绩效感知服务质量度量模型 (SERVPERF)”。

1.4.3 投资组合理论模型

早在投资组合理论发展之前，分散投资的理念已存在，但当时投资管理理论关注的更多是个体管理的简单集合。后来不确定性的引入对投资组合理论的发展起了重大作用。在 30 年代，Keynes (1936)和 Hicks (1939)提出了风险补偿的概念，认为由于不确定性的存在，应对不同金融产品 in 利率之外附加一定的风险补偿，Hicks 还提出资产选择问题，认为风险可以分散。随后 Von Neumann (1947)应用预期效用的概念提出不确定性条件下的决策选择方法。在此基础上，1952 年美国经济学家马柯维茨(Markowitz)发表论文《资产组合的选择》，标志着现代投资组合理论的开端。他利用均值-方差模型分析得出通过投资组合可以有效降低风险的结论。同时，罗伊(Roy，1952)提出安全首要模型(Safety-First Portfolio Theory)，将投资组合的均值和方差作为一个整体来选择。这为后来 VaR (Value at Risk)等方法提供了思路。之后托宾(Tobin，1958)提出了著名的二基金分离定理：在允许卖空的证券组合选择问题中，每一种有效证券组合都是一种无风险资产与一种特殊的风险资产的组合。在马柯维茨等人的基础上，夏普(Sharpe)、林特(Lintner) 和莫辛(Mossin) 分别于 1964 年、1965 年和 1966 年提出了各自的资本资产定价模型(CAPM)。这些都是在不确定条件下探讨资产定价的理论，对投资实践具有重要指导意义。资本资产

定价模型(CAPM) 基于严格的假设条件，例如证券市场是无摩擦的竞争市场、投资者具有理性预期等，这都是脱离实际的，为突破这种局限，罗斯(Stephen. A. Ross)于 1976 年提出了套利定价理论(APT)。APT 认为在未达到均衡状态的情况下市场上存在无风险的套利机会，投资者可以充分利用套利机会以谋求最大收益。APT 不需要像 CAPM 那样作出很强的假定，从而突破性地发展了 CAPM。70 年代最具革命性意义的事件无疑当数布莱克和斯科尔斯(Black, Scholes, 1973) 推导出的期权定价公式，以及莫顿(Merton, 1973) 对该定价公式的发展和深化。期权定价公式，即 Black-Scholes 模型，其适用条件较弱，背后的基本经济机理仅是无套利原理。由于它适用广泛，除了应用于期权定价外，还应用于各种形式的金融衍生品以及公司债务的估价等。70 年代后期，哈里森(Harrison)和克雷普斯(Kreps, 1979) 发展了证券定价的鞅理论(theory of martingale pricing) ，该理论目前仍是金融研究的前沿课题。

1.5 本次研究主要创新

财富管理的客户需求是一种隐性服务标准，它是存在于客户头脑中个体的一种内心体验，无法用语言或书面材料进行准确描述。受情景因素影响，它不易被体察和模仿，只有不断地与感知质量进行对比，客户内心的这种需求才会日渐明朗。与此相对应的是企业内部制定的各种显性服务标准，它存在于员工手册和企业的规章制度中，是管理层可以控制的标准。隐性标准通过客户与销售人员的沟通和服务传递，逐渐在销售人员的头脑中清晰

起来，这种感知通过组织内部的沟通渠道获得管理层的认可，作为新条款写进财富管理服务的管理规章中，变为显性标准。

基于以上逻辑，本次研究着眼于信托公司财富管理业务标准服务体系的建立，以服务质量差距模型为基本框架，针对客户感知与服务实践全过程中的各个环节，包括客户倾听、服务质量设计与标准、服务绩效和服务沟通，并将财富的专业管理、集中管理和稳健管理运用到中国实践，结合定性与定量研究方法予以细化，以此科学指导财富管理业务的展业实践。更重要的是，本研究以信托制度特有的优势作为出发点，分析了信托业如何做好家族信托等财富管理业务，较好地理论价值与商业价值进行了结合。

1.6 研究方法

1.6.1 研究重点与数据来源

本次研究重点有如下三方面：第一，利用服务质量差距模型，分析现有的财富管理业务中所提供的金融服务与客户期望之间的真实差距，包括：对客户期望的感知；服务质量设计与标准；按服务质量设计与标准提供服务程度；履行诺言实际情况。第二，针对客户感知与服务实践全过程中的各个环节，建立服务规范及管理体系以及后续管理的评价修正体系，以此科学指导财富管理业务与家族信托业务的展业实践。第三，借助马科维兹均值-方差模型设计出资产配置方案，制定不同客户的资产配置策略。

本次研究的数据来源主要由两方面：一是通过投放 500 份问卷获得市场客户第一手客观数据；二是通过 Wind、CRIC、同花顺等数据平台获得资本市场、宏观经济、金融产品等的历史数据和最新动态，通过 Westlaw 等数据库，获得不动产及法律方面的专业资料。

1.6.2 问卷调查法

问卷调查法也称问卷法，它是调查者运用统一设计的问卷向被选取的调查对象了解情况或征询意见的调查方法。问卷法在社会调查研究中发挥着重要的作用，现代社会最常用的抽样调查使用的主要调查方法就是问卷法。问卷调查的实施步骤包括设计问卷、选择调查对象、分发问卷、回收问卷等过程。

在财富管理研究中，问卷法在对客户需求了解方面非常重要。财富管理是以客户需求为导向的信托服务，即要根据客户需求或潜在需求，判断其不同的风险承受能力及对资产收益回报的需求；其中的家族信托等服务尤其涉及对财富传承的个性化条件设定等，有时还需要通过适当的教育使其修正不合理的预期等，这各种信息均需通过调查问卷来获取。因此，问卷法将是本次研究的重要方法之一；同时，问卷内容的设计好坏，将决定我们对客户真实需求了解程度，并将最终影响本次研究的成果。为提高问卷回复率、有效率和回答质量，本次问卷设计问题遵循客观性、目的性、必需性、对象性、自愿性、具体性、单一性等原则，保证作为主体的调查者在问卷设计过程中的实证性、客观性，尽可能地减少人为主观成分和影响，以达到如实反映财富管理需求的根本目的。当然，问卷法也存在一

些局限，如全部客户未必能够一致理解问卷内容；调查对象未必愿意真实回答所有问题等。

本财富管理研究在遵循上述原则的基础上，设计了一份针对目标客户的问卷，问卷中的问题分为四部分：“客户基本情况信息”、“投资需求”、“财富安排”和“服务质量调查”，具体内容参见附录。研究过程中问卷投放数量为 500 份，实际有效回收了 404 份。在问卷回收之后，笔者根据问卷的结果对目标客户的财富管理目标、风险偏好、投资约束、服务评价等内容进行综合评测，进而为后续实证分析环节提供数据支持。由于有些问题并不是所有客户都有回答，因此个别回归分析只有 310 左右的样本，但很多都在 330 以上，第五章分析的样本则达到 392 个。

1.6.3 定性与定量分析法

本次研究过程中，将采用定性分析与定量分析相结合的方法。主要针对问卷反馈结果，利用定量和定性分析方法，对客户进行系统性分类；在各类客户分类基础上，统计各类别风险收益特征，借助均值-方差模型得到适宜的资产配置方案。

定性分析贯穿于研究过程的始终，包括在尽调数据收集前，服务标准体系建立过程中、针对高净值群体需求特征了解，以及相关描述性分析框架的建立等环节。在研究结论做出和结论描述方面，使用了矩阵图、流程图、组织结构图等定性分析工具。但定性方法使用过程中可能存在一些问题，如所获得的结论难以在较大范围中推论到总体等。

而本文的定量分析，主要涉及统计方法的使用，如基本描述性的统计方法（频数分布、百分比、方差分析、离散情况）、探索变量之间关系的方法（相关性分析、回归分析），以及统计检验等。当然，定量方法也会涉及一些问题，如历史数据在未来重演的可能性、数据本身的处理和修正、定量模型假设的合理性，这些一定程度上会影响研究结论。

由于调查问卷数据是受限且离散的数据，本文的相关性分析与回归分析均采用了非线性的方法。相关性分析方面，统计学中一般所说的“相关性分析”是指 Pearson 相关性分析，假定变量的正态分布，以及变量对的联合正态分布。而本文的调查问卷样本数据基本是不服从正态分布的离散数据，因此研究中主要采用了 Tetrachoric 相关性分析的方法。这是一种专门针对 0-1 变量的非线性相关分析，该方法的采用意在更准确、合理地描述离散数据之间的相关关系，以避免分布非正态所导致的偏差问题。由于调查问卷中某些问题是离散的 0-N 型但并非 0-1 型，这里我们将这类变量转换为 0-1 型变量，其中高于均值者为 1，低于均值者为 0，毕竟从 0-N 型到 0-1 型分布假定的转换所造成的扭曲显然要小于从 0-N 型到连续性分布假定所造成的失真。不过，文中仅在相关性分析部分才将部分离散变量标准化为 0-1 变量，但在作为定量分析核心的回归分析中，这些变量都尽可能地被处理为多元离散变量，即 0-N 型或 1-N 型。在回归分析中，由于被解释变量通常为分布在

0-N 之间的非负整数，且并非连续正态分布，因此本文采用针对非线性因变量的回归分析法以避免分布的偏差问题。

从现有的应用计量学文献来看，调查问卷分析中一般采用排序与计数模型而非断尾模型或托宾截取模型，主要是因为后一类模型虽能很好地处理受限因变量，却不能较好地处理数据的离散问题。其中，排序模型主要为有序 logit (Ordered logitstic regression) 和有序 probit (Ordered logitstic regression)，系二元选择模型 (logit 与 probit) 基于平行线假定的变型，在调查问卷分析中较为常用。但平行线假定要求被解释变量不仅在形式上序次的级差相等，相邻等级之间的差别也要相等。而计数回归分析则主要用于处理非负整数型被解释变量，即 0,1,2.....其中最常用的模型是泊松模型 (Poisson regression)，该模型假定被解释变量观测值 y_i 服从参数为 λ_i 的泊松分布：

$$P(Y_i=y_i|x_i)=\frac{e^{-\lambda_i}\lambda_i^{y_i}}{y_i!}$$

不过，这一分布的一个特点是期望与方差均等于泊松到达率 (Poisson arrival rate) λ_i ，

即：

$$E(Y_i|x_i)=\text{Var}(Y_i|x_i)=\lambda_i$$

但在问卷的数据中， $E=\text{VAR}$ 的假定常不成立，与泊松分布的特征不符。因此，本文没有采用最常见的泊松回归法，而是全部利用负二项回归法 (Negative Binomial

regression) 进行 MLE 估计，事实上，泊松分布可以被视为负二项分布的一个特例 ($n \rightarrow \infty$ 时)，即假定被解释变量观测值 y_i 服从以下负二项分布：

$$P(Y=y|\theta,J)=C_{y+J-1}^{J-1}\theta^J(1-\theta)^y$$

一般而言，负二项回归与有序 logit 方法都可以用于处理具有层次性或重复测量资料的分类因变量，且后者更为常用。但后者理论假设要求更高，除要求样本符合逻辑斯蒂分布外，还要求符合平行线假设，而负二项回归只要求样本符合负二项分布即可。就本文研究过程中的软件运行结果来看，有序 logit 回归的 Wald 检验值通常比同一方程的负二项回归结果的 Wald 检验值低 20% 或更多，这说明负二项分布对本文调查问卷数据的拟合要好于 logit 分布，这可能与问卷题目选项的具体设计有关。此外，在对同一方程的运算中，笔者还发现负二项回归中显著的变量一般在有序 logit 中也显著，其系数方向均相同。虽然两类方程的系数大小存在明显差异，但这主要源于不同非线性回归方法下系数与解释变量的边际效应之间的特定转换关系不同。因此，采用负二项回归方法而非有序 logit 对本文的结论无实质性影响。关于两种方法的具体比较，参见附录 B。

第二章 财富管理服务的经济与法律基础

经历 30 余年的高速增长后，个人财富的积累、经济结构的转变、社会年龄结构的老龄化与非金融的兴起为中国财富管理服务的的发展提供了经济基础，而民事与商事相关制度的完善为财富管理服务的进行提供了法律基础。本章考察了研究财富管理服务体系构建的经济与法律基础，并总结了其对于财富管理体系构建的意义。

2.1 经济增长、结构转变与私人财富管理的发展

2.1.1 高速经济发展、居民财富积累与私人财富管理需求的增长

表 2.1 展示了改革开放以来不同时段中人均 GDP 与人均储蓄余额的年均增速比较（%，扣除通胀），从中可以明显看出，尽管居民财富绝对存量的增长源于经济的高速发展，但其积累速度明显长期高于经济生产的增速。^①

这种财富积累与高净值人群规模扩大的结果，是国内居民对以信托为代表的私人财富管理产生了与日俱增的需求。银监会主席助理杨家才指出，信托过去发展缓慢的一个主要原因是当时高收入者较少，缺乏财富管理的市场需求，但改革开放以来的社会财富极大丰富、高收入群体增长迅速，为信托的私人财富管理业务发展提供了很大的空间。^②从表 2.1

^① 储蓄存款是指为居民个人积蓄货币资产和获取利息而设定的一种存款，与企业存款、财政存款和机关团体存款是并列关系，可在一定程度上表征居民的财富积累。表 1 根据国家统计局及中国人民银行公布数据计算，通胀以 GDP 平减指数衡量。不选取 CPI 是因为 GDP 平减指数更适于处理 GDP 中的通胀。

^② 杨家才，《在 2013 年中国信托业年会上的讲话（2013 年 12 月 19 日）》，《银监会通报》，2014 年第 27 期

中可以看到，我国居民储蓄存款的（人均）增速在进入 21 世纪以后有所下降，但这显然并不是因为居民财富的积累减速，而恰恰是因为居民财富积累的绝对量已达到一个较高的水平，许多居民寻求储蓄存款以外的、更高效的财富管理方式。随着经济的发展与金融的市场化，金融投资日益得到发展，各类更专业的金融理财产品如公募基金、银行理财、券商资管计划、阳光私募基金、信托、投连险与万能险等也如雨后春笋般出现。

表 2.1 改革开放以来人均 GDP 与人均储蓄余额的年均增速（扣除通胀）

时段	人均 GDP 的年均增速（%）	人均储蓄余额的年均增速（%）
1979-1983	6.648	25.535
1984-1988	10.392	27.232
1989-1993	7.552	19.520
1994-1998	9.080	17.827
1999-2003	7.915	12.028
2004-2008	10.960	8.873
2009-2013	8.327	11.088

数据来源：国家统计局，中国人民银行。

表 2.2 展示了 21 世纪以来居民财富管理中理财与信托产品的发展，从一个侧面反映了居民财富管理结构的变化。金融理财产品在 2001 年大约只有居民储蓄规模的 1.3% 左

右，但凭借十几年来高达 66% 的年均增速，现已与居民储蓄规模相近。而这一时期内信托产品的发展速度则更是高达年均 163%，其占金融理财产品的比重从 2001 年的 0.1% 飙升至 2013 年的 27.24%。^①当然，过去 30 多年来的超高速增长是不可复制的。学界和市场都普遍相信，从中长期走向来看，中国经济以往依靠要素粗放投入方式取得的两位数超高速增长速度已经难以为继，未来必然将随着经济结构的调整和生产效率的优化转变为次高速增长速度。但即便中国经济以 5% 的速度再增长 30 年，仍能将经济产出再翻两番，这一过程中将形成居民财富的进一步积累，并进一步推动私人财富管理需求的持续增长。

^① 表 2 根据中国人民银行、银监会、证监会、信托业协会及 WIND 资讯所提供的数据综合计算。限于数据可得性，金融理财产品规模数据包括基金、银行理财产品、券商资管计划、阳光私募基金和信托产品，不包括投连险与万能险等保险资管产品。

表 2.2 21 世纪以来居民财富管理中理财与信托产品的发展

年份	理财产品与居民	理财产品中
	储蓄规模之比	信托产品比重 (%)
2001	0.013	0.105
2002	0.018	0.248
2003	0.026	5.610
2004	0.049	7.731
2005	0.081	9.485
2006	0.160	8.330
2007	0.351	9.377
2008	0.367	11.064
2009	0.436	11.657
2010	0.594	16.869
2011	0.755	18.536
2012	1.199	15.599
2013	0.895	27.236

数据来源：中国人民银行，银监会，证监会，信托业协会及 WIND 资讯

2.1.2 增长方式转变、资本回报水平下降与私人财富管理需求的增长

近些年来我国的经济增速亦有所放缓，但也开始主动调整经济结构、加速转变发展方式，大力推动产业升级与经济市场化，从过去以要素投放扩张为主导的、外延的经济增长方式日益转向追求生产率提高的、内涵的经济增长方式。这种增长方式转变的直接结果是经济增长速度放缓、质量提高。虽然这会导致私人财富的积累速度有所降低，但并不会削弱私人财富管理的发展前景，反而会提振私人财富管理的需求、推动私人财富管理的增长。这一点从近三年的经济调整期中即可见一斑：不动产和资本市场等主要投资市场增速虽有下降，但银行理财、信托产品、其他境内和境外投资依然以较快速度增长，并成为中国财富管理市场的新增长级。第一章中的图 1.1 是《2013 中国私人财富管理报告》对高净值人群资产分布的统计——虽然其统计口径与本文有所不同，但足以反映这一群体在财富管理方式上的变化：低收益或无收益的财富管理方式（如现金及存款等）的比重与增速均日趋下降，金融化的财富管理方式（如信托与银行理财产品）的比重则不断上升，其年均复合增长率也保持在一个较高的水平之上。

这种私人财富管理市场规模逆周期扩张、在经济增长及财富积累放缓时加速的现象看似奇特，却有着深刻的内在经济逻辑。传统经济增长方式在带来大量带来财富积累的同时，也使得资本的相对稀缺程度下降，社会融资需求弹性增加，进而导致资本回报水平下降，这在经济减速期尤为明显。

从表 2.3 中可以看出，每单位固定资产投资所能拉动的经济产出（GDP）正逐步下降，2013 年仅为 1.27 单位，不足 21 世纪初的一半和 20 世纪 80 年代的三分之一；每单位社会融资所能拉动的经济产出也已经仅约为 21 世纪初的一半。在这种情况下，虽然高净值人群的教育水平、经济理念、财力水平、财富生产能力与自信心水平都促使其追求财富的保值与增殖，但全社会资本回报水平的下降大大提高了获得较高投资回报的难度，经济的减速更是唤醒了这一群体中有识者的危机意识。这就使得高净值人群在追求财富保值、增殖的过程中越来越多地寻求和依赖专业人士的咨询与管理服务。

表 2.3 资本回报水平下降：每元投融资拉动的 GDP (元)

时段	每元投资拉动的 GDP (元)	每元社会融资拉动的 GDP (元)
1981-1987	3.976	
1988-1994	3.415	
1995-2001	3.035	
2002	2.766	5.983
2003	2.444	3.982
2004	2.269	5.584
2005	2.083	6.163
2006	1.967	5.066
2007	1.936	4.455
2008	1.817	4.499
2009	1.518	2.451
2010	1.444	2.864
2011	1.519	3.688
2012	1.386	3.295
2013	1.272	3.290

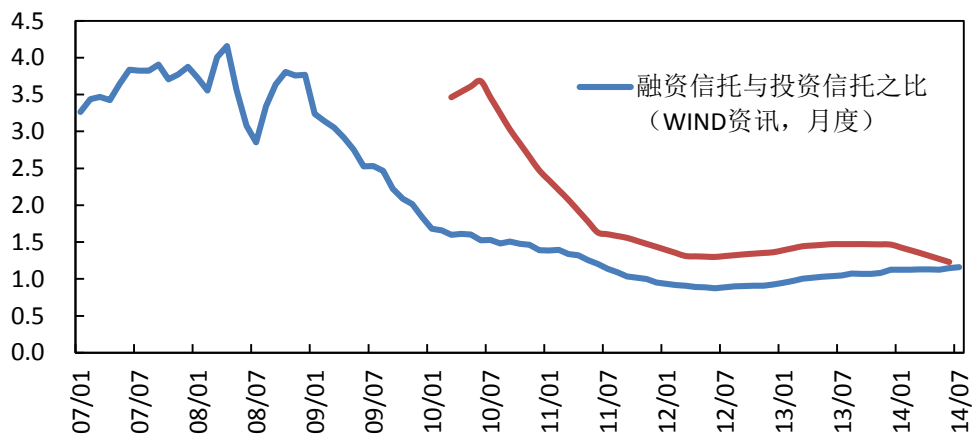
数据来源：国家统计局、中国人民银行

在信托领域，这具体表现为以私人财富管理为代表的正向投资信托业务日益兴起，而传统的反向融资信托业务则增速逐渐放缓。需要说明的是，“正向信托”与“反向信托”并非专业的金融术语，而是信托业内约定俗成的一种说法，前者指信托项目的根本推动力为投资需求，即“钱找项目”，后者则指信托项目的根本推动力为融资需求，即“项目找钱”。^①

更为正规的表述则是“投资信托”和“融资信托”，图 2.1 的数据证明前者的比重正不断上升，后者的比重正不断下降。根据 WIND 资讯的月度统计数据来看，金融危机以前融资信托与投资信托之比缓步上升，而金融危机之后则呈下降趋势，目前已处于较低的水平。

从经过线性插值和季度平滑处理的信托业协会季度数据来看，这一比例还有进一步下滑的趋势。

图 2.1 2007 年以来融资信托与投资信托之比



数据来源：信托业协会、WIND 资讯

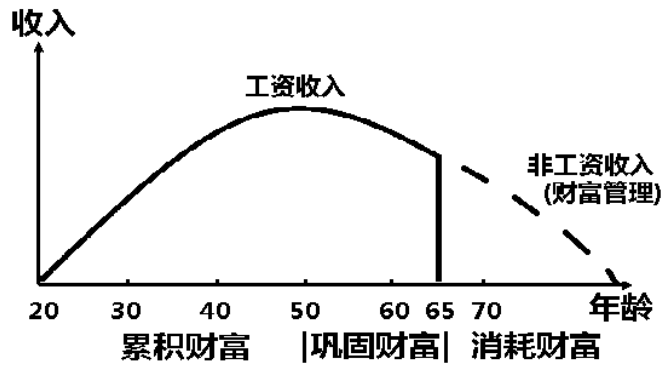
^① 据笔者所见，“正向信托”与“反向信托”这一对概念最早正式出现于 2012 年 2 月 6 日《中国经营报》B2 版上的一篇文章《百亿资金蜂拥艺术品信托》（作者为杜丽娟、秦玥和孔方）。

根据国际经验来看，在达到中等收入水平后，发展中国家很容易因劳动力成本上涨和自主创新能力不足而遭遇中等收入陷阱：在低技术领域无法与低收入、低工资的发展中经济体竞争，在高技术领域又无法与技术先进、不断创新的发达经济体竞争。为避免陷入中等收入陷阱，中国开始加速转变发展方式。在这一过程中不仅我国的经济增速将明显低于此前，资产回报水平也将明显下降，私人财富管理与专业化投资的意义也将因此凸显。

2.1.3 人口年龄结构老化与私人财富管理需求的增长

除经济增长带动社会财富规模扩张、资本回报率下降与专业财富管理需求增长以外，中国社会人口年龄结构的老化也进一步地对专业的私人财富管理产生更高的需求。诺贝尔经济学奖得主莫迪利安尼的生命周期理论指出，家庭的收入变化在人的生命周期内是有规律可循的：人在年轻时有很多工资收入，因此可以大量积累财富，并在进入中年后进一步巩固；而退休后的老年人由于收入减少，因此只能消费青壮年时的积蓄。根据这种理论，老龄化的社会将发生财富积累速度的下降，因此对私人财富进行积极、主动的管理以寻求升值就变得意义重大，从而提高对私人财富管理的需求（图 2.2）。

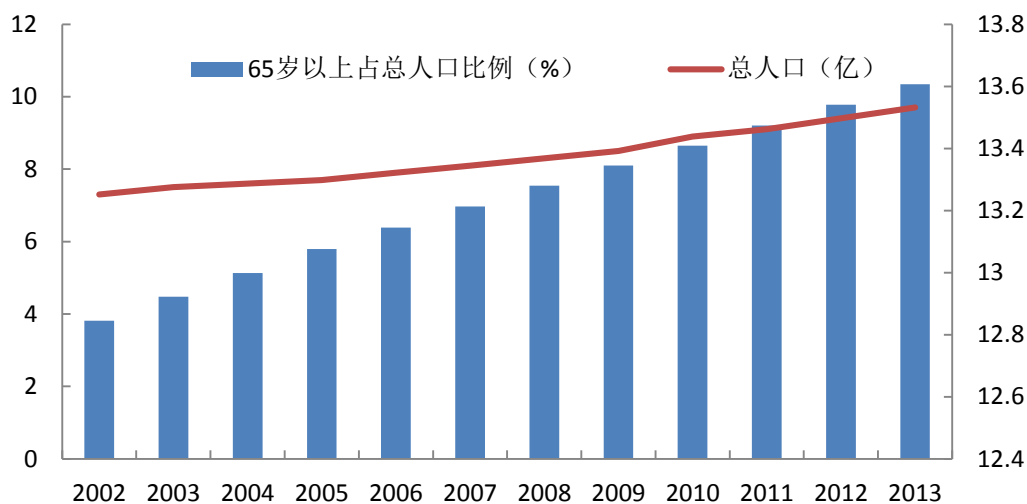
图 2.2 收入和储蓄的生命周期与财富管理



资料来源：作者自行整理

老年人的收入保障是生活和情感等多方面需求的经济基础，因此最为根本也最为重要。然而对于这一离开财富生产岗位的人群而言，现有财产（包括社保收入）几乎是固定的，专业的私人财富管理是唯一可帮助其获取额外收益、实现财富增殖的渠道；而中国日益明显的老龄化结构必将带来更多的私人财富管理需求。中国于 20 世纪 70 年代开始的计划生育政策不仅大幅减缓了人口增速，同时也基本决定了之后低出生、低死亡、低增长的人口发展模式。至 2002 年，中国人口结构老龄化程度已经大幅加深，中国 65 岁及以上人口占总人口的比例开始超过 7% 这一联合国定义的老龄化标准线（图 2.3），步入老龄化社会。全国老龄工作委员会办公室预计，这一进程将于 2010 年起加速，而 65 岁及以上人口比例到 2050 年时将超过 20%。

图 2.3 中国 65 岁以上人口占总人口比例



数据来源：国家统计局

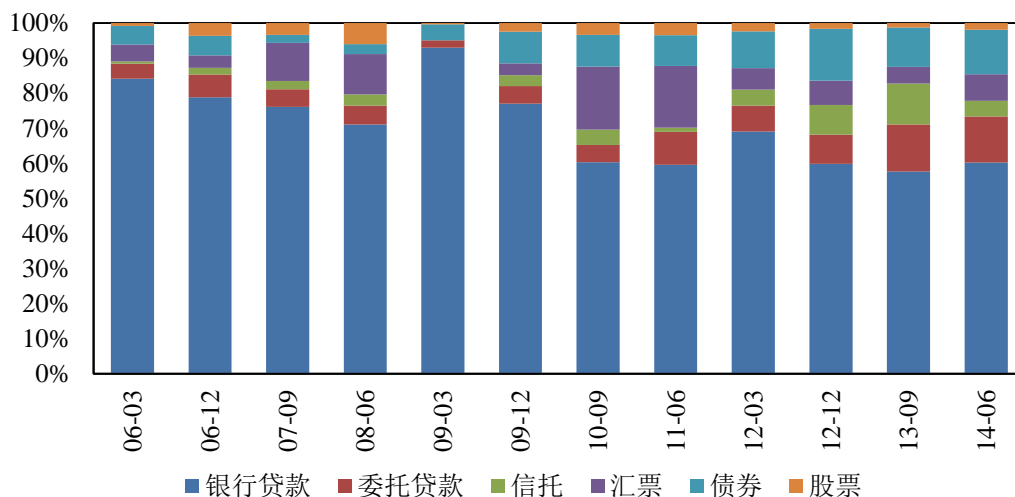
除了老年群体的一般性财富管理需求以外，更值得关注的是其中高净值群体的财富传承需求，尤其是正逐步离开企业经营管理一线的第一代企业家，一方面他们通过奋斗积累了大量财富，另一方面随着年龄的增长与精力的衰退，因此这一高净值群体产生了对财富传承的迫切需求。根据本文的调查来看，民营企业家约占客户群体的 29.7%，他们之中认为自己不需要考虑财富传承问题的比例仅为 4.8%，远低于总客户群体 12.4% 的比例。在这一高净值群体中，55.8% 的企业家认为子女成年、需要提前进行财产安排是他们考虑设立财富管理信托的一个主要原因，而 31.7% 的人已经面临家族私营企业进入财富移交阶段的问题。

所以，如何在发展财富管理业务的基础上进一步做好财富传承服务，逐渐成为各家财富管理机构发展、转型的重要方向。

2.1.4 非银金融的兴起与私人财富管理业的发展

银行向来执我国金融业之牛耳。在社会融资结构中，银行信贷一直占据着较大的比重。从图 2.4 可以看出，尽管信贷对国内融资总量的贡献已显著下降，但至今仍保持 55% 以上的高水平。而且，虽然直接融资对总融资的贡献有所上升，但值得注意的是，其中债券融资约七成左右仍由银行持有。

图 2.4 社会融资构成



数据来源：中国人民银行

当前中国金融体系过度依赖银行信贷的这种状态并不利于经济增长方式的转变与产业结构的转型，原因在于银行融资过于偏重非股权抵押品的提供、企业规模及国有背景，虽利于大型制造业的发展，却对于经济市场化、发展第三产业和搞活小微企业的助力不大。与此同时，大量的民间资本不能有效地参与到实体经济的投融资活动中，只能涌入房地产

等个别领域。这些问题使得资本要素不能在各市场间充分流转，资本要素价格不能反映市场真实的供需情况。

因此，中国亟需发展非银金融，并加强对民间资金的吸收，以优化资本要素市场的资源配置，十八大报告亦有加快发展多层次资本市场的表述。基于这些考虑，本届领导集体出台了一系列政策推动金融改革。2013年5月，中国人民银行下发了《人民币合格境外机构投资者境内证券投资试点办法》；发改委也发布了《关于2013年深化经济体制改革重点工作的意见》，涉及利率和汇率市场化、完善融资体系等方面。2013年7月，国务院批准建设上海自由贸易实验区，突出金融改革创新试点，并发布了《关于金融支持经济结构和转型升级的指导意见》，强调民间资本的引入和融资体制的改革。此外，经国务院批准，人民银行全面放开了金融机构贷款利率管制。2013年8月，国务院批准建立金融监管协调部际联系会议制度，发布了《关于金融支持小微企业发展的实施意见》，并在常务会议中做出了进一步扩大信贷资产证券化试点的决定。2013年11月，中共中央十八届三中全会提出要紧紧围绕使市场在资源配置中起决定性作用深化经济体制改革，并指出要完善金融市场体系。2014年4月，国务院发布了《关于金融服务“三农”发展的若干意见》。2014年5月，国务院发布《关于进一步促进资本市场健康发展的若干意见》，明确指出要发展包括资金信托在内的私募投资产品，引导和鼓励此类资金支持科技发展、创业投资与中小微企业。2014年8月，国务院发布《关于多措并举着力缓解企业融资成本高问题的指导意见》，明确提出要缩短企业融资链条，加强金融理财产品与实体经济的直接对接。

这些金融改革措施的发展，为基于信托的私人财富管理带来了良好的投资机遇。事实上，从投资标的的竞争来讲，过去直接融资机构与规模大、经验丰富、接受更多政策保护的银行相比并不处于上风。但随着金融改革的深化与国家对非银金融的扶持政策不断出台，以信托为代表的直接融资机构能够更好地服务于非制造业企业和小型企业的融资需求，从而有助于经济结构的转型与小微企业的发展。以本届政府关于发展直接融资和完善多层次资本市场的既定方针为基础，信托将给私人财富管理带来良好的投资机会。

2.2 私人财富管理市场的法律制度基础

2.2.1 民事法律体系不断完善：私人财富管理市场的制度基石

一个国家私人财富管理市场能否长期持续发展，取决于该国对公民财产权的法律保障程度。这是因为，财产权的基本功能是“保障个人在财产法领域的自由空间，并由此使其型塑自我负担的生活成为可能”，^①也就是保证个人在经济上自我决定并自我负责，使其可以通过其自主意志而形成其经济生活的基础。将财产权作为个人的自由权来保障，保障个人排他地、自由地支配和处分财产，是财产权最基本的规范目标。^②

近 30 年来，中国私人财产权的确立和保护史，也正是中国经济体制改革的发展史。从 1986 年的《民法通则》、1999 年的《合同法》到 2007 年颁布实施的《物权法》，这一历史进程深刻反映了私人财产权的保护力度不断加深。首先，民事法律体系的不断完善，奠定了私人财富管理市场的制度基石。市场经济是一个复杂的、动态的经济运行系统，市

^① BVerfGE 24, 367 (389); BVerfGE 50, 290 (339).

^② Vgl. Werner Böhmer, Grundfragen der Verfassungsrechtlichen Gewährleistung des Eigentums in der Rechtsprechung des Bundesverfassungsgerichts, NJW1988, S. 2563.

市场经济的法制化主要是通过对经济运行的过程和运行结果的双重确认来实现的。其中对经济运行过程的确认主要是通过合同制度来完成的，而经济运行结果的确认则通过物权制度加以实现。如果说合同制度的主要功效在于给市场主体提供一个可以重复使用的博弈规则的话，那么，物权制度的主要作用则是为市场主体追求长期利益提供一个稳定的预期目标。好的法律制度不但要求博弈规则科学、合理和具有透明度，而且也要求交易的各方当事人必须对自己的资源有比较可靠、明晰的权利边界，而这种权利边界明确、产权关系明晰的状态只有通过物权制度才能实现。

在没有法律之前，人对财产的利用是通过占有而实现的，但这种单纯的占有由于没有权利的外衣，因此具有不稳定性和易受侵害性。物权制度或产权界定的基本功效就是给市场主体提供一个追求长期利益的稳定预期，并对财产的价值和收益及行使财产权所获得的利益形成合理的期待，其最终目的是为了鼓励人们积极创造社会财富。因此，从这个意义上说，《物权法》的制定不但使民众通过自己的辛勤劳动和其他合法方式所获得的财富有了进一步的法律保障，而且还可以进一步激发社会公众获取财富的热情，从而极大地推动社会的进步。

2.2.2 金融法律体系日臻完善：私人财富管理市场的规范化与法制化保证

金融法律体系的日益健全是我国财富管理市场的规范化、法制化的根本保证，也是金融产品创新和金融安全的法律依据。根据国际经验，财富管理主要是指财富管理机构根据高净值客户不同发展阶段的财务需求和收益风险偏好，通过为客户进行相应的财务规划，通过现金管理、资产管理、债务管理、保险保障、税务筹划、退休计划及遗产安排等手

段，对客户的资产、负债、流动性进行管理，帮助客户达到满足财务需求、降低风险、实现财富增值的目的。由于中国目前仍处于银行、证券、信托、保险、基金分业经营和分业管理的金融体制下，因此，目前中国参与财富管理的机构包括商业银行、证券公司、信托公司、保险公司、基金公司及第三方理财机构等。

随着我国金融市场的不断发展和金融监管体系的不断完善，我国的金融监管逐步由原来强调行政审批的合规型监管向法制化管理转变。经过 30 年的不断发展，我国已基本建立了一套以《中国人民银行法》、《商业银行法》、《证券法》、《保险法》、《信托法》、《票据法》等金融法律为核心，以金融行政法规、金融规章和金融规范性文件相配套，多层次、全方位的金融监管法律体系，在保障我国金融体系运行安全、防范金融风险方面发挥了越来越重要的作用。金融机构组织法、金融业务经营法、金融宏观调控法以及金融监督管理法的法律规范系统的全面构建，为我国私人财富管理市场提供了规范化和法制化保障。

具体而言，涉及到财富管理的法律规范详见下表：

表 2.4 商业银行的主要监管政策

颁布时间	文件名称	颁布机构	效力级别	主要目的
2012.11.29	《关于商业银行资本工具创新的指导意见》	中国银行业监督管理委员会	部门规范性文件	推动和规范商业银行开展资本工具创新，拓宽资本补充渠道，增强银行体系稳健性，支持实体经济持续健康发展。
2011.08.28	商业银行理财产品销售管理办法	中国银行业监督管理委员会	部门规章	规范商业银行理财产品销售活动，促进商业银行理财业务健康发展。
2011.03.08	《关于做好住房金融服务加强风险管理的通知》	中国银行业监督管理委员会	部门规范性文件	提出妥善处理个人住房贷款中出现的问题，保护消费者合法权益，加强风险管理、规范业务发展的基本要求。
2011.01.26	《关于规范商业银行使用外部信用评级的通知》	中国银行业监督管理委员会	部门规范性文件	规范商业银行使用外部信用评级机构和使用外部信用评级结果，防范商业银行因外部评级调整产生的系统性风险。
2011.01.13	《关于进一步规范银信理财合作业务的通知》	中国银行业监督管理委员会	部门规范性文件	进一步防范银信理财合作业务风险，促进商业银行和信托公司理财合作业务健康发展。

资料来源：中国政府网、人民银行、银监会

表 2.5 证券公司的主要监管政策

颁布时间	文件名称	颁布机构	效力级别	主要目的
2013.08.21	《证券公司参与股指期货、国债期货交易指引》	中国证券监督管理委员会	部门规范性文件	规范证券公司参与股指期货、国债期货交易行为，防范风险。
2013.06.26	《关于修改〈证券公司客户资产管理业务管理办法〉的决定》	中国证券监督管理委员会	部门规章	修订和完善了之前的《证券公司客户资产管理业务办法》。
2013.06.26	《证券公司客户资产管理业务管理办法》	中国证券监督管理委员会	部门规章	规范证券公司客户资产管理活动，保护投资者的合法权益，维护证券市场秩序。
2011.10.26	《转融通业务监督管理试行办法》	中国证券监督管理委员会	部门规章	健全融资融券交易机制，拓宽证券公司融资融券业务资金和证券来源，规范转融通业务及相关活动，防范转融通业务风险。

资料来源：中国政府网、人民银行、银监会

表 2.6 信托公司的主要监管政策

颁布时间	文件名称	颁布机构	效力级别	主要目的
2010.08.24	《信托公司净资本管理办法》	中国银行业监督管理委员会	部门规章	加强对信托公司的风险监管，促进信托公司安全、稳健发展。
2007.03.12	《信托公司受托境外理财业务管理暂行办法》	中国银行业监督管理委员会，国家外汇管理局	部门规范性文件	规范信托公司受托境外理财业务，鼓励具备资质的信托公司进行审慎金融创新，提高自身竞争能力。
2007.01.23	《信托公司管理办法》	中国银行业监督管理委员会	部门规章	加强对信托公司的监督管理，规范信托公司的经营行为，促进信托业的健康发展。
2009.02.04	《信托公司集合资金信托计划管理办法》	中国银行业监督管理委员会	部门规章	规范信托公司集合资金信托业务的经营行为，保障集合资金信托计划各方当事人的合法权益。
2007.01.22	《信托公司治理指引》	中国银行业监督管理委员会	部门规范性文件	完善信托公司治理，加强风险控制，促进信托公司的规范经营和健康发展。
2001.04.28	《中华人民共和国信托法》	全国人大常委会	法律	调整信托关系，规范信托行为，保护信托当事人的合法权益，促进信托事业的健康发展。

资料来源：中国政府网、银监会、信托业协会

表 2.7 保险公司的主要监管政策

颁布时间	文件名称	颁布机构	效力级别	主要目的
2014.04.04	《保险资金运用管理暂行办法》	中国保险监督管理委员会	部门规章	规范保险资金运用行为，防范保险资金运用风险，维护保险当事人合法权益。
2012.04.28	《关于进一步加强财产保险公司投资型保险业务管理的通知》	中国保险监督管理委员会	部门规范性文件	规定了财产保险公司经营投资型保险产品应该具备的条件。
2013.03.15	《保险公司次级定期债务管理办法》	中国保险监督管理委员会	部门规章	规范了保险公司次级定期债务的募集、管理、还本付息和信息披露行为，保证保险公司的偿付能力。

资料来源：中国政府网、银监会、信托业协会

表 2.8 基金公司的主要监管政策

颁布时间	文件名称	颁布机构	效力级别	主要目的
2013.04.02	《证券投资基金托管业务管理办法》	中国证券监督管理委员会、中国银行业监督管理委员会	部门规章	规范证券投资基金托管业务，维护证券投资基金托管业务竞争秩序，保护基金份额持有人及相关当事人合法权益。
2013.03.15	《证券投资基金销售管理办法》 (修订版)	中国证券监督管理委员会	部门规章	规范公开募集证券投资基金的销售活动，促进证券投资基金市场健康发展。
2013.03.01	《人民币合格境外机构投资者境内证券投资试点办法》	中国证券监督管理委员会，中国人民银行国家外汇管理局	部门规章	规范人民币合格境外机构投资者在境内进行证券投资的行为，保护投资者合法权益。
2012.09.26	《基金管理公司特定客户资产管理业务试点办法》	中国证券监督管理委员会	部门规章	规范基金管理公司特定客户资产管理业务，保护当事人的合法权益。
2013.03.15	《证券投资基金销售管理办法》	中国证券监督管理委员会	部门规章	规范证券投资基金的销售活动，促进证券投资基金市场健康发展。
2009.11.06	《证券投资基金评价业务管理暂行办法》	中国证券监督管理委员会	部门规章	规范证券投资基金评价业务，保障基金投资人和相关当事人的合法权益。

资料来源：中国政府网、证监会、基金业协会

表 2.9 期货公司的主要监管政策

发布时间	文件名称	颁布机构	效力级别	颁布机构
2012.09.24	《证券期货业信息安全保障管理办法》	中国证券监督管理委员会	部门规章	保障证券期货信息系统安全运行，加强证券期货业信息安全管理工 作，促进证券期货市场 稳定健康发展
2012.07.31	《期货公司资产管理业务试点办法》	中国证券监督管理委员会	部门规章	为有序开展期货公司资 产管理业务试点工作， 规范试点期间资产管理 业务活动，保护投资者 权益
2014.09.05	《证券期货市场诚信监督管理暂行办法》	中国证券监督管理委员会	部门规章	加强证券期货市场诚信 建设，保护投资者合法 权益，维护市场秩序。
2011.03.23	《期货公司期货投资咨询业务试行办法》	中国证券监督管理委员会	部门规章	规范期货公司期货投资 咨询业务活动，提高期 货公司专业化服务能 力，保护客户合法权 益。

资料来源：中国政府网、证监会、基金业协会

2.3 小结

尽管财富管理与传承在国外成熟已久，但其在过去的中国并不是一个主流的问题。这是因为在改革开放前的赶超战略下，中国的财富主要体现在公共积累中，并通过转化为工业及基础设施建设投资为后来的经济起飞奠定基础。

改革开放以后，私人部门逐渐兴起，私人财富的积累与高净值人群规模扩大的结果，是国内居民对以信托为代表的私人财富管理产生了与日俱增的需求，而资本回报水平的边

际递减、人口年龄结构的老化与非银金融的兴起更是为私人财富管理市场的发展奠定了经济基础。

在经济基础的作用下，以法律制度为代表的社会上层建筑也发生改变。随着社会主义市场经济的发展，中国的法律体系从过去的注重调节公共部门与私人部门间的关系转向更注重调节私人部门内部的关系，这就使得民事与金融相关的法律体系得到了长足的发展，日臻完善，成为了私人财富管理市场法制化与规范化的保证。这为本来就在私人财富管理中具有优势的信托进一步提高对高净值人群服务的质量提供了良好的发展契机与保障。

第三章 财富管理服务模型构建概述

中国信托行业自 1979 年复业以来，先后经过六次较大的整顿。这个过去被边缘化的行业，正在扭转众人眼中“坏孩子”形象，成长为中国金融业四大支柱之一。信托业作为一种金融服务行业，服务质量至关重要。目前，我国信托业整体经营管理水平和服务水平都有了长足的进步和提高。但不可否认的是，还有很多信托公司存在服务态度不理想、服务效率低、服务规范化程度低等问题。要想改变这种现状，需要做的工作很多，在我国信托业财富管理服务模型进行全面质量管理，不失为一条重要的途径。

财富管理服务模型由服务质量缺口模型演变而来。本章通过引入和运用服务质量缺口模型对财富管理进行全面质量管理，详细介绍服务质量缺口模型四个缺口的含义和形成原因，并论述该模型演化为财富管理服务质量模型在信托业应用的意义。需要强调的是，信托财富管理与传统信托理财的区别在于，不是以产品为中心，将服务视为产品销售的补充或催化剂，而是以客户为中心、将产品设计与销售视为服务的一部分。因此，本文的服务质量缺口涵盖了产品的范畴，将产品的设计与销售视为一种资产增值服务、投资服务或理财服务。

3.1 服务质量缺口模型

近年来，服务质量测量评价模型是服务质量研究关注的热点之一，其间有很多研究者（Sasser，Olsen & Wwyckoff, 1978；Gronroos, 1982；PZB, 1985；Haywood Farmer,

1988) 都构建过诸多测评模型, 其中以服务质量缺口模型 (PZB 模型) 最有代表性。该模型在服务质量研究领域具有里程碑式意义, 不仅理论性强, 而且更具可操作性。服务质量缺口模型是帕拉休拉曼 (Parasuraman) 和贝瑞 (Berry) 在 1985 年提出的。

该缺口模型认为顾客满意程度来自于顾客对服务质量的感知与期望的比较, 其核心思想在于弥合期望服务与感知服务之间的缺口, 以使客户满意并与他们建立长远的关系, 因此主张对服务质量内涵的感知和对服务质量产生过程的准确诊断才是卓越服务质量的来源和基础, 模型本身则是一种对服务质量提供过程予以诊断的理想工具。

3.2 模型四个缺口的含义

缺口模型的核心是客户缺口, 而客户缺口是由缺口 1、缺口 2、缺口 3 和缺口 4 构成的。为弥合客户缺口 (总缺口), 服务营销者就要弥合四个缺口。在图 3.1 中, 中轴线上方的两个方框分别对应客户期望与客户感知。在实际中, 一般都会存在客户缺口。客户缺口的影响因素如图 3.2 所示, 分别是: 缺口 1—不了解客户的期望, 缺口 2—未选择正确的服务质量设计和标准, 缺口 3—未按服务标志提供服务, 缺口 4—未将服务绩效与承诺相匹配。要想弥补客户缺口, 必须要弥补以上四个缺口。

图 3.1 服务质量缺口模型

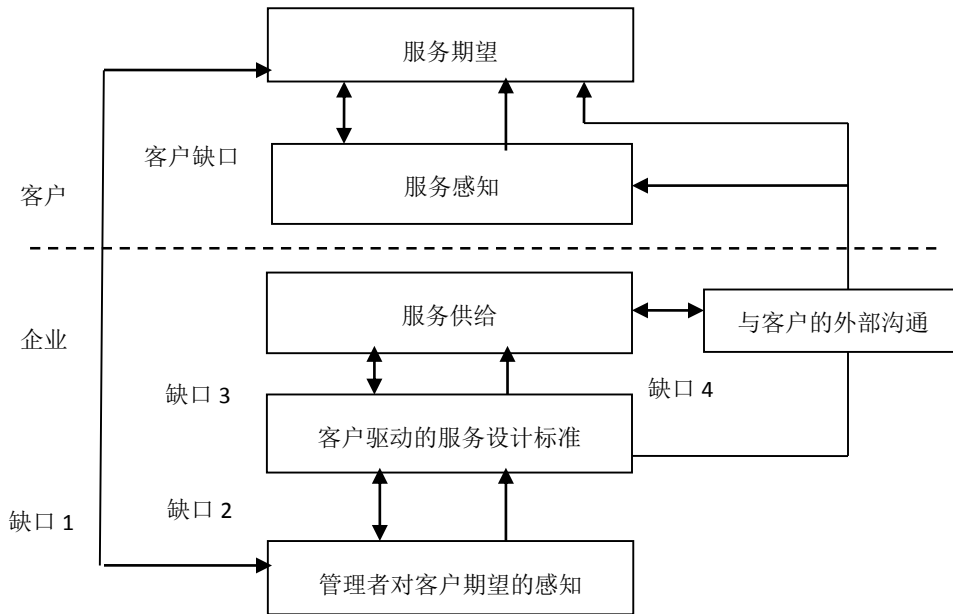
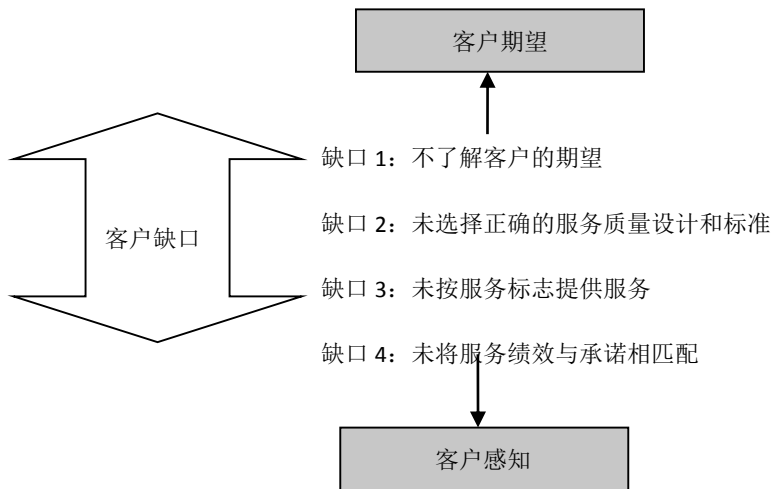


图 3.2 客户缺口的影响因素

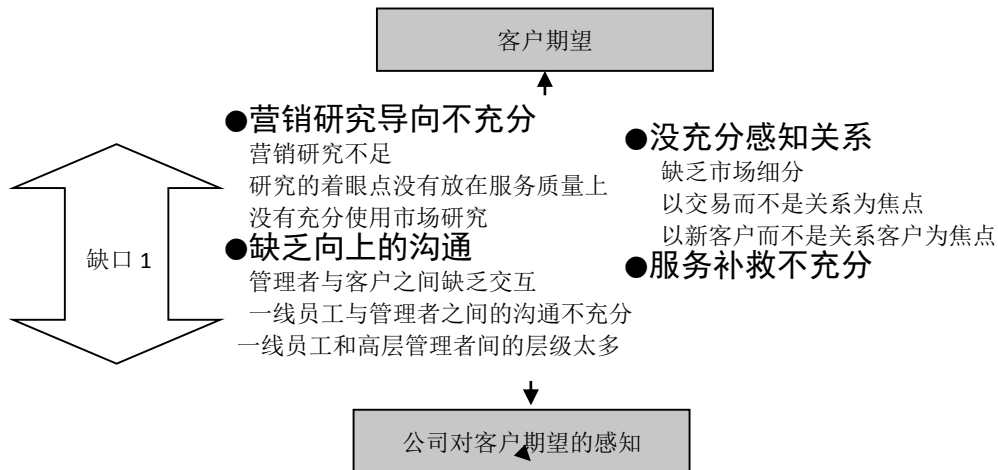


3.2.1 缺口1：不了解客户的期望

该缺口是指客户对服务的期望与公司对这些期望的理解之间的差别。公司不了解或者不清楚客户的期望，甚至不愿意了解客户期望或不准备解决这些问题。这些都可导致服务

行为不符合客户的期望。该缺口可能会引发一系列的错误决策与次优资源配置，最终导致低劣的服务质量感知。缺口 1 的影响因素如图 3.3 所示。

图 3.3 缺口 1 的影响因素



这一缺口的存在，除与单纯的管理人员有关以外，还与组织中能够变更或影响服务政策流程的所用员工有关，因为对服务传递进行调整的权力可能已经分配给授权团队和前台人员了。由图 3.3 可知，不充分的市場研究是造成该缺口的关键因素之一，如果管理层或被授权的团队没能及时充分地获得客户期望的正确信息，那么此缺口就会扩大。例如，在缺少向上沟通的情况下，尽管前台人员通常对客户有深入的了解，但管理层如果不经常与前台人员接触，不去了解他们所知道的情况，那么该缺口也会扩大。

还有一个关键因素是公司战略不是以关系客户为焦点，仅仅是为了吸引新客户，而没有维持好或者就没有去维持与老客户及关系客户的稳固关系。最后一个影响因素就是缺乏服务补救。即使服务很好的公司，对客户有清晰的理解，有时也会出现失误。这时服务补

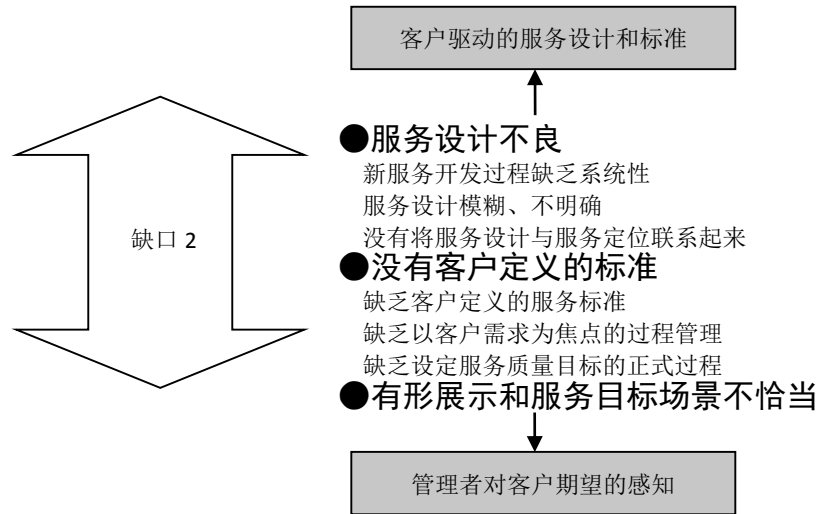
救显得很关键，如应对投诉问题等，同样可以挽回客户。但如果缺乏服务补救，则客户感知会很差。

3.2.2 缺口 2：未选择正确的服务质量设计和标准

该缺口是指企业对客户期望的理解与制定客户驱动的服务设计和标准之间的缺口。即公司虽然对客户期望有着比较清楚的了解，但没有将这种期望转变为客户期望的服务质量标准。公司很难制定准确的绩效标准来衡量员工是否服务到位。

导致该缺口的因素如图 3.4，负责设置标准的人员有时会认为客户的期望是不合理的或不现实的，或者认为服务本身具有可变性，使得他们觉得服务标准化毫无意义，要么不将服务标准化，要么为标准化而标准化。但事实上，设计模糊与不准确及认识上的不足加大了缺口 2。服务具有无形性，这给描述和沟通服务带来了困难，开发新服务时更是如此，这就要求以客户需求焦点，避免在疏忽、片面、主观或偏见的情况下设计服务。该缺口设计到的另一个因素是有形展示，如商业卡片、网上展示、提供服务的硬件设施等。这些有形展示可以很好地有形地传递无形服务的信息，营造服务氛围。

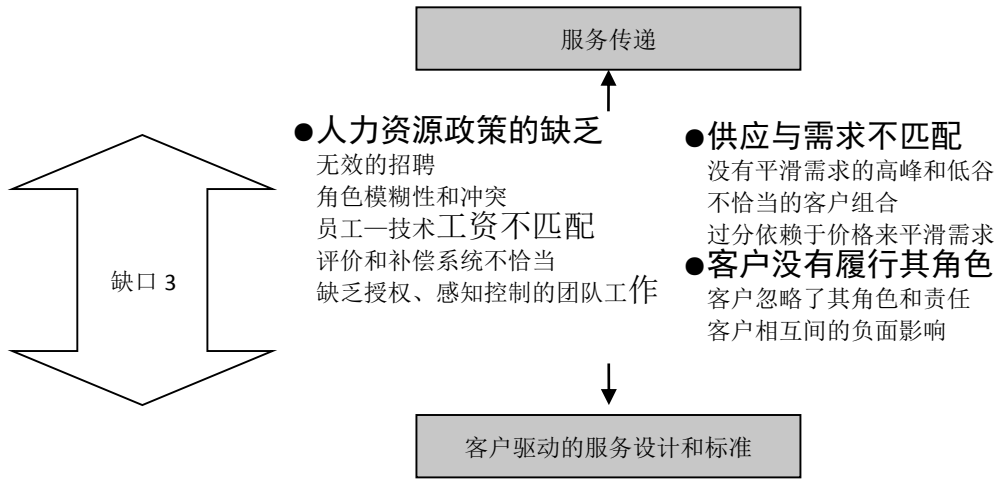
图 3.4 缺口 2 的影响因素



3.2.3 缺口 3：未按服务标准提供服务

缺口 3 是指客户驱动的服务标准与公司员工的实际服务绩效之间的缺口。也就是客户驱动的服务标准开发与实际服务传递之间的差异。此缺口直接源于职工，但也可能间接源自公司不恰当的激励方式。即使公司有很好的服务绩效指南、并且能够正确对待客户，也未必一定会有优质的服务绩效。这就要求公司协助、鼓励和要求职工达到标准。

图 3.5 缺口 3 的影响因素



该缺口的影响因素如图 3.5，这些因素可归纳为三类，第一类因素来自于企业内部，包括员工不合适，不称职，技术支持不充分，奖惩制度不当，缺乏授权和团队合作。这和公司的人力资源职能有关，包括招聘、培训、反馈、工作设计、激励和组织结构等公司内部结构。

第二类来自于客户，这主要是指客户不能很好地使用企业提供的信息或遵守操作指南，没有充分地向服务提供商提供自己信息，这都使得客户不能得到服务的全部价值。

第三类来自于服务的中间提供商，或者第三方服务提供者。另外，企业面对需求周期性变化时，过多的依靠价格来调节需求的高峰与低谷，这也会影响缺口 3。

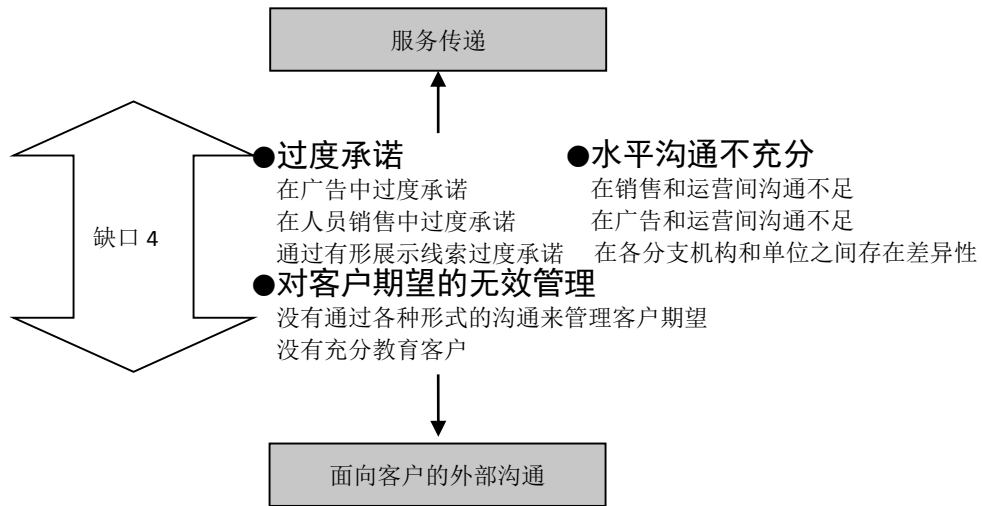
3.2.4 缺口 4：未能履行承诺

缺口 4 是指服务供应商实际传递的服务与其宣传的服务之间的缺口。服务业企业通过媒体广告、销售人员以及其他沟通手段做出的承诺有可能提高客户期望。而实际提供的服务与承诺的服务之间的缺口要从负面影响客户差距。

该缺口的影响因素如图 3.6，造成这种缺口的原因是多方面的，其中较为常见的是承诺过高而无法实现。但也有些情况下，缺口可能是企业未能履行本可履行的承诺所造成的，常见于服务技术或者生产运作部门与市场部门协调、沟通出现问题的情况。此外，除了企业实际服务与客户期望不符外，一些隐性的沟通因素也会影响客户对服务质量的评价，如企业不能很好的培训客户如何使用服务、不能管理客户期望等，都会使企业服务与客户期望间存在较大的缺口。

以上论述了缺口模型的 4 个缺口及其影响因素，这四个缺口主要来自于企业，因此企业可以采取的措施，缩小或控制这些缺口。

图 3.6 缺口 4 的影响因素



3.3 缺口模型的特点

缺口模型的核心是客户总缺口。模型中提出的四个分缺口都是针对公司在管理当中存在的缺口，而这些缺口的负面影响最终都会作用于客户，从而影响客户所感受到的公司服务质量的提高。因此，这四个缺口的弥合，归根结底还是为了弥合客户总缺口。毕竟，客户缺口是造成客户满意度低，公司服务质量不高的直接原因。尽管缺口模型将客户缺口从企业的角度系统化、具体化，但这不能理解为客户造成的缺口，其弥合应从企业方面而非客户方面寻求解决的最佳途径。缺口模型就将影响客户缺口的因素从企业管理的角度，具体到了四个缺口，从而使企业有了具体可行的解决途径。

3.4 缺口模型在信托业应用的意义

财富管理根据客户不同人生阶段的财务、金融及其它需求，通过产品设计、财务规划等途径提供相应的投资理财服务或其它增值服务，其与传统信托理财的区别在于，前者以客户为中心、将产品设计销售视为服务的一部分，关注如何与客户发生持续的、终生的甚至跨越多代人的联系；后者则以产品为中心，业务只有单一的产品销售，而服务只是产品销售的补充或催化剂，因此无法深入客户的生活场景，缺乏客户粘性。

因此，服务缺口模型可以让信托业的管理者超越传统的产品销售视角，获得一个系统分析服务质量的途径，有针对性地进行服务质量管理。该模型全面考虑了各级管理层、一线员工和客户三个层次的期望和感知以及它们之间的逻辑关系。由于各级管理层、一线员工和客户从不同的角度看待服务提供过程，他们对服务质量的期望、对客户期望的感知以及服务质量的感知会存在一定的差异。因此，一系列的缺口便会在服务提供者与接受者不同的期望与感知之间产生。此外，该模型还突出了一线员工在服务提供过程中的重要作用。一线员工是服务的直接提供者，他们是与客户直接接触的窗口，也是服务质量出现问题的中心。他们对客户期望与服务质量的感知在很大程度上决定了他们在服务提供过程中的行为和态度，决定了实际交付给客户的服务质量水平，决定了客户对实际服务质量的评价。事实上，客户如何选择受托人其实是通过客户对财富管理服务因素的评价反映出来的，这体现的正是客户对财富管理独立于收益率需求以外的个性化服务需求。

3.5 小结

财富管理服务缺口模型主张，顾客满意程度来自于顾客对财富管理服务质量的感知与期望的比较，因此客户对财富管理服务质量的感知与期望间的总缺口源自四个分缺口，这四个分缺口分别由财富管理服务者不了解客户的期望、未选择正确的服务质量设计和标准、未按服务标准提供财富管理服务、以及未能履行财富管理服务承诺所造成。

通过系统地分析模型中的各个缺口以及他们之间的相互关系，管理者将能够对服务质量产生更全面和更深刻地认识，能够更迅速地发现服务提供过程中出现的问题，并找出产生问题的原因，从而弥合客户缺口提高整体服务质量。本章的意义在于为全文搭建分析框架，成为后文定量分析与服务偏好、评价研究的理论基础，进而为后文服务缺口的弥合提供理论指导。

第四章 高净值客户的群体特征与金融需求分析

高净值客户群体的特殊性，并不单纯是指财产规模更大或收入水平更高之类的群体特征，而更是指这些财富特征使其在财富管理方面的看法和需求，与一般人的理财需求不尽相同。从实践经验来看，这一群体虽然财富规模较高，但却不一定交易规模较高，这主要取决于他们的财富管理需求能否得到较好的挖掘与满足。

对此，以往的许多私人银行研究已经有所讨论，但这些文章主要是强调这些特征或需求的高度个性化或多样性，认为财富管理的关键在于了解和满足这些高净值客户的具体财富管理需求。但笔者认为，就这些具体的客户需求而言，财富管理展业中首要关注的应是客户的流动性、安全性和收益性需求。

本章主要利用统计学方法考察了高净值客户的群体特征（如性别、收入、资产现状）和金融偏好（如安全性、收益性需求），这些分析为第五章研究客户为何选择金融投资奠定了基础。^①

4.1 高净值客户群体的基本特征：性别、年龄、学历与职业

^① 需要说明的是，本文数据类图表都用四舍五入法保留小数点后 1 位，因此有些比重图中各分项之和可能并不是 100%。

根据调查问卷的结果（问题 1--问题 3）来看，高净值客户群体的自然特征是男性比例偏高，平均年龄较大。其社会特征是，学历水平远远高于社会平均水平，职业多的则是企业高管和民营企业家，其次是金融、文体等专业人士，家族成员的比重还较低。这一结果与前述已有研究的结果相差不大。

首先来看性别比例。在本文回收的有效问卷中，男性比例为 57.3%，女性比例为 42.7%，性别比为 134.19（女=100），远高于平均水准——根据国家统计局的数据来看，全国总体的男性比例是 51.24%，女性比例为 48.76%，性别比为 105.09。

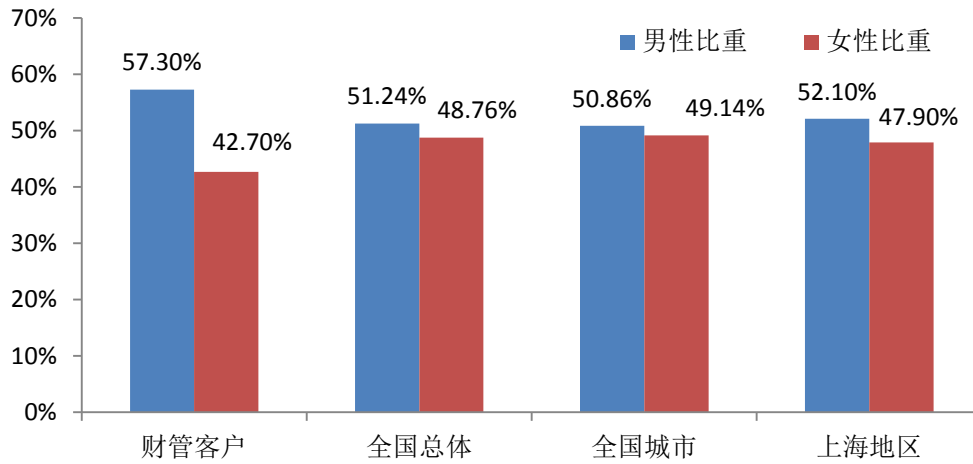
这表明，高净值客户群体中男性的比例偏高，这一性别结构也符合我们对当前社会劳动性别分工现状的认识。而且，其他类似的研究中也有相近的结果。^①

不过，考虑到信托机构位于城市，那么城市性别比例是否有其特殊性，会导致发生样本选择偏差呢？根据统计局的城市人口数据，城市中的男性比例为 50.86%，女性比例为 49.14%，因此城市的性别比为 103.51，低于农村和全国平均。如果将调查数据和这一数据而非全国数据作对比，会发现男性比例偏高的特点更加明显了，所以就性别问题而言，并不存在样本选择偏误。那么，这是否与调查发生地在上海有关呢？从根据统计局数据来看，上海的男性比例为 52.1%，女性比例为 47.9%，性别比为 108.78，确实高于全国水平

^① 例如王都富，《中国富裕阶层金融行为研究》，中国金融出版社，2012 年。下同。

和国内城市平均水平，但还是远远低于本文的调查数据，因此对本文调查结果中的高男性比例影响非常有限。这就表明，“高净值客户群体中男性的比例偏高”这一结论是比较稳健的，并不存在样本选择偏误，可以成立。

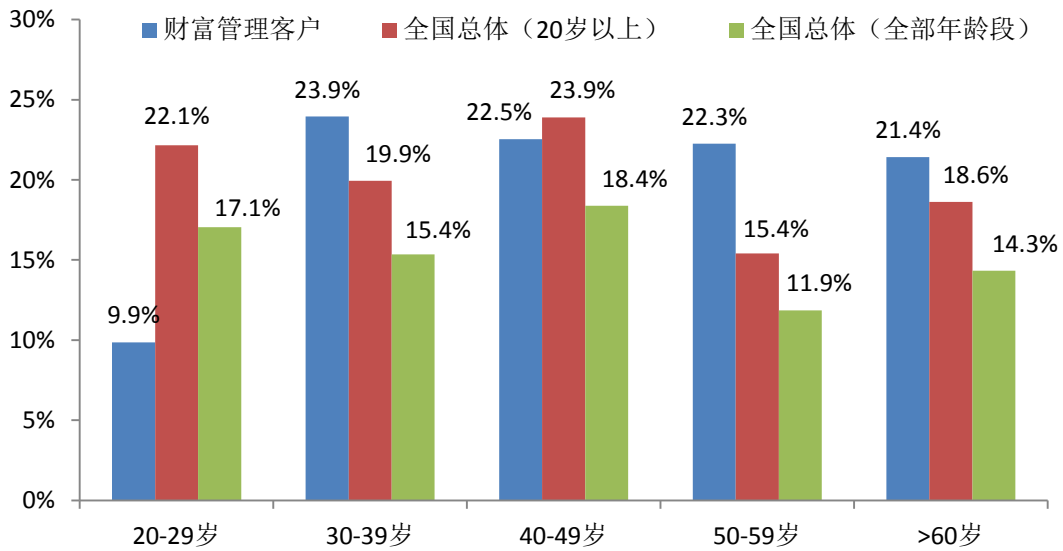
图 4.1 抽样调查中的财富管理客户的男女比例



数据来源：问卷调查数据，国家统计局

接下来看年龄结构。本文所调查的客户中，并没有 20 岁以下的人士，而这一年龄段的人口占全国总人口的 23%。20 岁-29 岁年龄段的客户比重大约占全部客户的 9.9%，而该年龄段的人口占全国总人口的 17.1%，占全国 20 岁以上人口的 22.1%。30-39 岁年龄段的客户比重大约占全部客户的 23.9%，而该年龄段的人口占全国总人口的 15.4%，占全国 20 岁以上人口的 19.9%。40-49 岁年龄段的客户比重大约占全部客户的 22.5%，而该年龄段的人口占全国总人口的 23.9%，占全国 20 岁以上人口的 22.5%。50-59 岁年龄段的客户比重大约占全部客户的 22.3%，而该年龄段的人口占全国总人口的 18.4%，占全国 20 岁以上人口的 15.4%。60 岁以上年龄段的客户比重大约占全部客户的 21.4%，而该年龄段的人口占全国总人口的 14.3%，占全国 20 岁以上人口的 18.6%。

图 4.2 抽样调查中的财富管理客户的年龄结构



数据来源：问卷调查数据，国家统计局

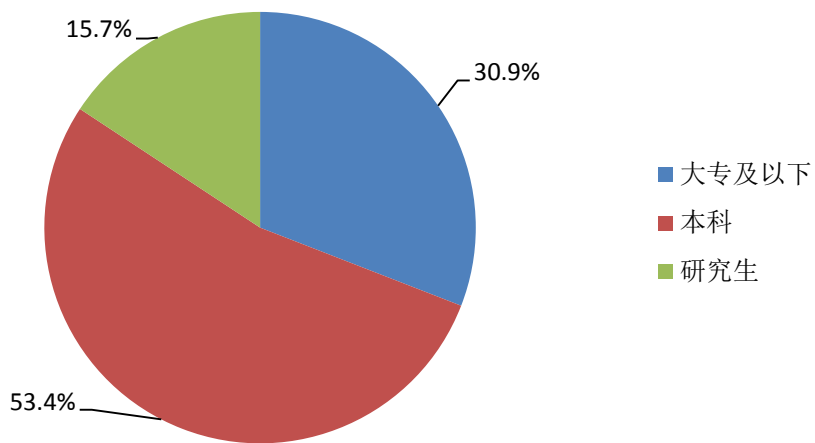
前述结果表明，财富管理的客户从整体上来看，年龄偏大。尽管这与发达国家有所不同，但就中国而言，这是一个很自然的结果。发达国家由于进入工业化、信息化社会都较早，因此存量财富积累较多，许多信托财富管理客户系最初是通过财产继承来获得其财富的，许多年龄较低。但中国的高速经济发展始于改革开放，多数客户为“零起点”，而从社会经济的整体发展来看，个人的财富积累需要时间，所以如果撇除性别、能力等因素，那么年长人士积累的财富总是要多于年轻者。不过，值得注意的是这一年龄分布与其他研究的结果稍有不同。例如，在王都富的研究中，富裕阶层中 40-49 岁的中年人士最多 (38%)，其次是 30-39 岁 (29%)，再次是 50-59 岁 (19%)，而 60 岁以上则较少 (4%)。①这或许表明，高净值信托客户与高净值群体整体也有些差异。事实上，不同财富管理产品的法律与金融特点也确实有所不同，总体而言信托更适合 60 岁以上客户，因为其法律特征更适合进行财富传承安排，这也就是为什么信托财富管理的老年客户较多的原因。

第三是学历特征。本文所调查的客户的受教育水准远远高于社会平均水平。其中，大专及以下占 30.9%，本科及以上学历占 69.1%，其中本科占 53.4%，研究生占 15.7%。相较之下，根据国家统计局资料来看，我国大专及以上学历人口仅占全体 20 岁以上人口的

① 例如王都富，《中国富裕阶层金融行为研究》，中国金融出版社，2012 年，第 47 页。。

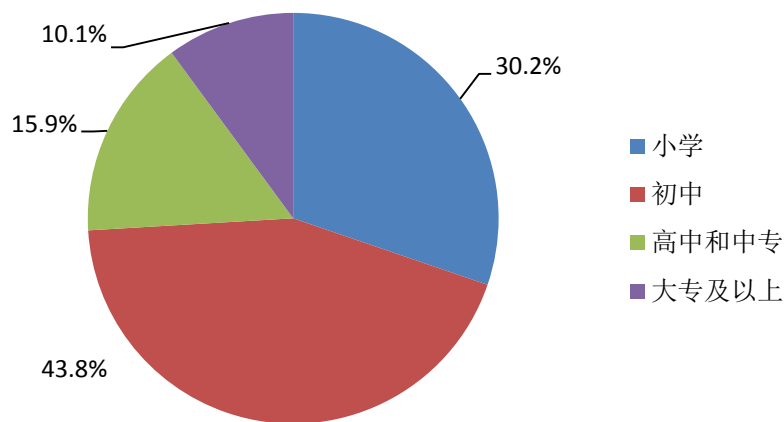
10.6%和总人口的 8.9%。这一特点符合我们对教育回报的一般认识：受教育水平较高者一般工资水平较高，因此其财富积累水平也较高。况且受教育水平较高者一般接触的金融、经济知识较多，因此从大样本的角度讲，其平均的理财意识可能也会更高；以往研究结果也与此类似。

图 4.3 抽样调查中的财富管理客户的学历分布



数据来源：问卷调查数据

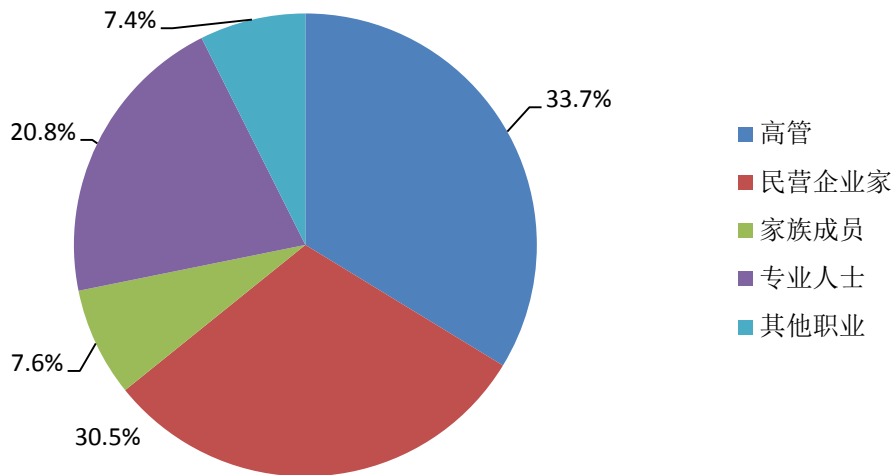
图 4.4 国家统计局数据中我国人口的学历分布



数据来源：国家统计局

最后是职业。从职业分布上来看，高净值客户中比例最高的是企业高管，约占总数的33.7%，其次是民营企业家，占客户的30.5%，二者间的差距不大，其总和为64.2%。第三则是金融、文体等专业人士，约占20.8%。这三类客户群体比重最高，说明当前我国高净值客户的来源主要还是财富创造，还不是财富传承。

图 4.5 抽样调查中的财富管理客户的职业分布



数据来源：问卷调查数据

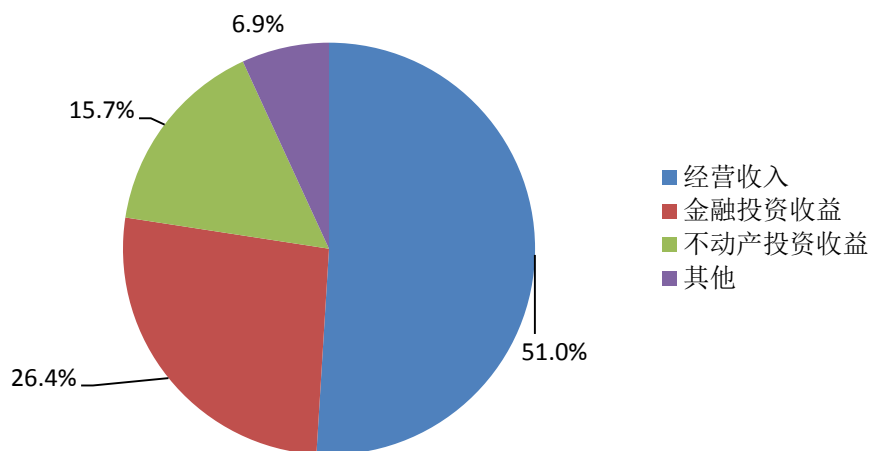
在本文的样本中，家族成员的比重仅为7.6%，但我们预期将来会逐渐稳步上升。其原因在于，我国改革开放才三十余年，因此许多高净值客户系财富传承的第一代，因此家族成员的比重还很低。

4.2 高净值客户群体的财富特征：资产现状与收入预期

性别等自然特征与学历等社会特征不是决定高净值客户财富管理需要的全部因素，相比较之下其财富特征对其经济行为影响更大。从逻辑上讲，资产或收入水平较高的个体对于一般财富管理的专业性要求也更高，因为其资产或收入水平能达到更多种类领域投资的门槛，所以其可选择的投资标的更为广泛，组合更为复杂，对专业财富管理的要求自然也就更高。

根据我们问卷的第 4 题的调查数据来看，51%的财富管理客户的收入来源是经营收入，这与前面职业分布分析中企业人士比重较高是一致的。26.4%的客户以金融投资收益为主要收入来源，15.7%的客户以不动产投资收益为主要收入来源。应当注意到，这里所谓的金融投资收益，应当是包括信托收益的。剩余 6.9%的客户的收入来源为其他收入。

图 4.6 抽样调查中的财富管理客户的收入来源



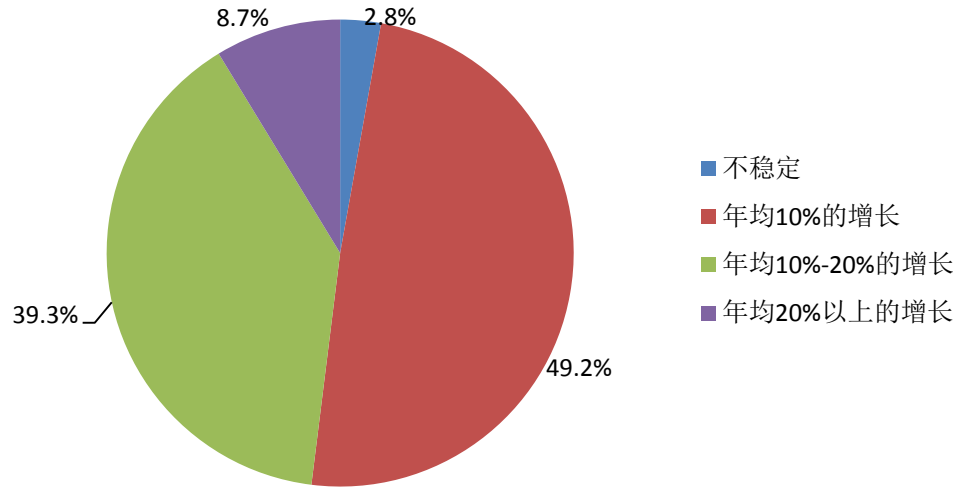
数据来源：问卷调查数据

根据我们问卷的第 5 题的调查数据来看，财富管理客户中认为未来收入不稳定、将发生较大波动的约占 2.8%；认为收入将保持年均 10%的增长的客户约占总体的 49.2%，比重最高；认为收入将保持年均 10%-20%增长的客户约占总数的 39.3%；余下 8.7%的客户认为自己的收入将以年均 20%以上的速度增长。

这也就是说，多数客户认为自己的收入增速会高于当前的经济产出增速（GDP 的增速同时也近似于国民收入增速，近年多在 7%-8%左右，人均增速则相对略低一点在 6%-7%左右），表明他们对未来收入预期较为乐观。

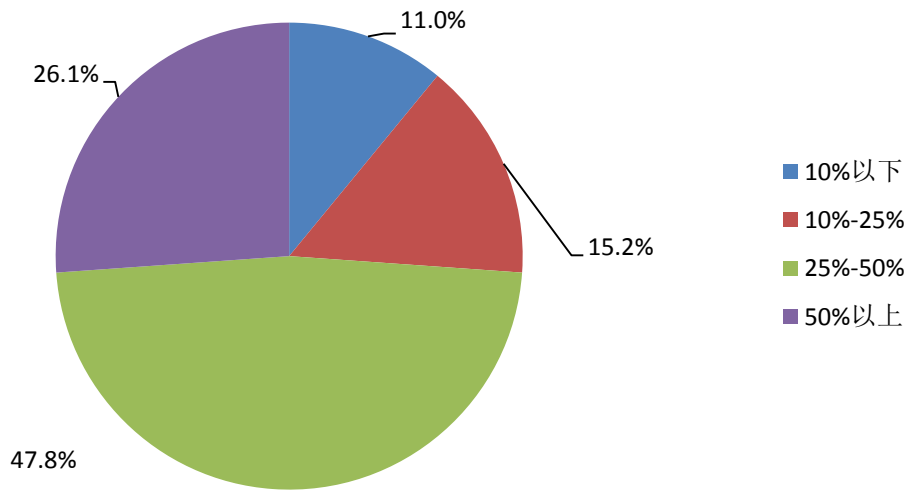
根据我们问卷的第 6 题的调查数据来看，85%的财富管理客户的家庭年收入在 1000 万元以下。根据我们问卷的第 7 题的调查数据来看 80%的财富管理客户的家庭年收入在 5000 万元以下。但就其可用于财富管理的比重而言（第 8 题），11%的客户只有 10%以下的收入可用于财富管理，15.2%的客户有 10%-25%的收入可用于财富管理，比重最高的是 25%-50%的收入可用于财富管理的客户，约占 47.8%，其余 26.1%的客户有 50%以上的收入可用于财富管理。

图 4.7 抽样调查中的财富管理客户的收入预期



数据来源：问卷调查数据

图 4.8 抽样调查中的财富管理客户可用于财富管理的收入比重



数据来源：问卷调查数据

4.3 高净值客户群体的金融投资偏好：收益性、流动性与安全性要求

满足高净值客户群体的财富管理需要的关键，在于满足其金融投资偏好。投资学中一般关注投资组合的三个金融特征：收益性、流动性和安全性。所谓收益性，就是指投资本身获得回报的能力；所谓流动性，主要是指投资标的转变为现金或其他可流通票据的能力；而所谓安全性，则主要是指投资组合净值的波动性。

表面上看，对于投资者而言，三方面特征应该都是越高越好，但世界上并不存在收益性、流动性和安全性都特别高的资产。其经济逻辑在于，如果一项资产的收益性、流动性和安全性三个特征都高于其他资产，那么投资者就会大量买入这类“三高”资产，从而导致其价格上升、收益率下降。因此，在三者不能兼顾的情况下，客户必然要对三方面中的一者或两者提出更高的要求，识别不同客户的金融投资偏好、对其提供不同类别的、有针对性的服务因此也就成为了财富管理服务的—一个重要任务。根据调查问卷的结果（问题 14--问题 16）来看，高净值信托客户对财富的安全性要求较高。

在我们问卷的第 14 题中，选择“避免资产由于通胀原因造成的购买力损失”表示客户对资产的安全性和收益性有所要求，选择“对流动性要求较高，并不会考虑因通胀因素导致的资产购买力损失”表明客户对资产的流动性要求较高，选择“保持资产稳健的成长，同时定期有一定的现金回报要求”表明客户对资产的安全性、收益性和流动性都要一定的要求，而选择“维持资产迅速的成长，同时短期对投资回报和流动性没有额外的要求”则说明

客户对资产的收益性要求会比较高。具体来说，偏重安全性的客户约占五成，偏重流动性的客户约占三成，偏重收益性的客户约占二成。^①

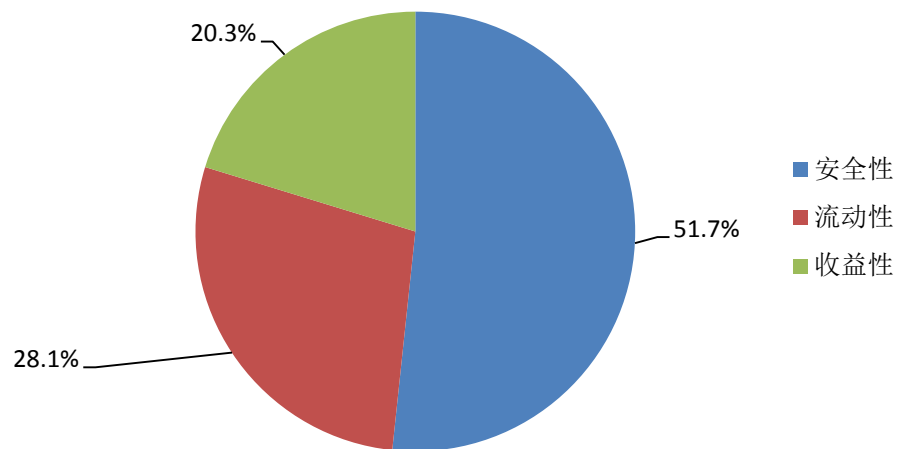
在我们问卷的第 15 题中，选择“厌恶风险，不希望本金损失，希望获得稳定回报”表明客户的风险承担意愿极低，选择“保守投资，不希望本金损失，愿意承担一定幅度的收益波动”表明客户风险承担意愿较低，选择“寻求资金的较高收益和成长性，愿意为此承担有限本金损失”表明客户风险承担意愿较强，选择“希望赚取高回报，愿意为此承担较大本金损失”则说明客户表明客户风险承担意愿极强。在我们问卷的第 16 题中，选择“有 100% 的机会赢取 1000 元现金”表明客户是极端风险厌恶的，选择“有 50% 的机会赢取 5 万元现金”是轻度风险厌恶的，选择“有 25% 的机会赢取 50 万元现金”的是轻度风险偏好的，选择“有 10% 的机会赢取 100 万元现金”则表明客户是高度风险偏好的。

从整体问卷结果来看，高净值信托客户似乎对安全性的要求水平较高，风险承担意愿不高，风险情绪偏向厌恶。这可能表明客户对受托资产投资安全性的要求较高。从逻辑上讲，并不能因此就断定这是客户金融偏好的准确反映，因为接受问卷调查的以信托客户及潜在信托客户为主，所以必须考虑一种可能：被调查者是否由于关注近年处于转型期的信

^① 为制图和统计的方便，这里我们将选两方面或三方面特性的客户记为 1/2 或 1/3 归到不同方面进行比重计算。

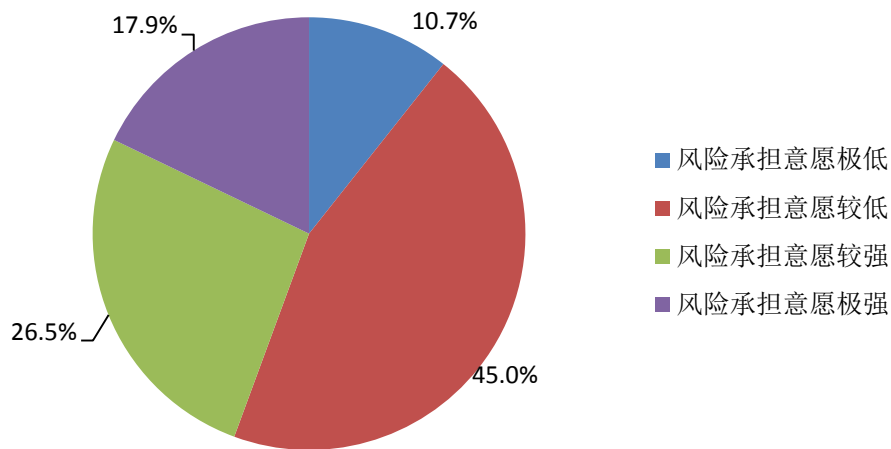
托业是否会打破过去的刚性兑付承诺，才对反映安全性要求选项的关注较多？这需要找到一个变量，既能表明被调查者的金融投资偏好是追求安全性的，又与被调查者对信托刚性兑付可能打破的焦虑关系不大。在 2.1.3 部分中，我们注意到高净值信托客户的股票投资较少，这就说明他们选择较高安全性选项的原因在于其自身的金融投资偏好，而不在于其对刚性兑付的考虑。毕竟，对于信托刚性兑付是否应当打破的争议多发生在金融专业圈，况且目前还无定论，未形成市场一致预期。因此，这里的实际情况是客户偏重投资的安全性。

图 4.9 抽样调查中的财富管理客户的金融投资偏好



数据来源：问卷调查数据

图 4.10 抽样调查中的财富管理客户的风险承担意愿

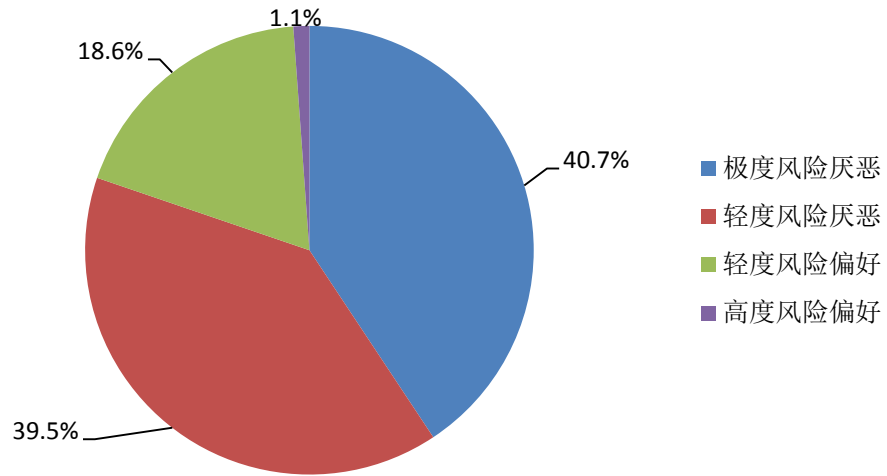


数据来源：问卷调查数据

此外，被调查者在回答问卷时没有对收益性提出特别明显而强烈的要求，后文计量分析部分的进一步考察也表明，被调查者投资信托的主要原因中不包括高收益，因此安全性往往是投资者更为首要的考虑。

逻辑上讲，这或许与这些高净值客户其默认了信托产品收益较高的特点有关系。但从其他指标的统计与计量分析中，我们并没有看到任何其他支持性的证据指向信托客户的高收益要求——事实上如果高净值信托客户的收益性要求较高，那么显然其股票投资就不应如此之少，且与信托投资比重相关关系也不应太弱。因此，安全性因素确实是高净值客户更首要的考虑。

图 4.11 抽样调查中的财富管理客户的风险偏好

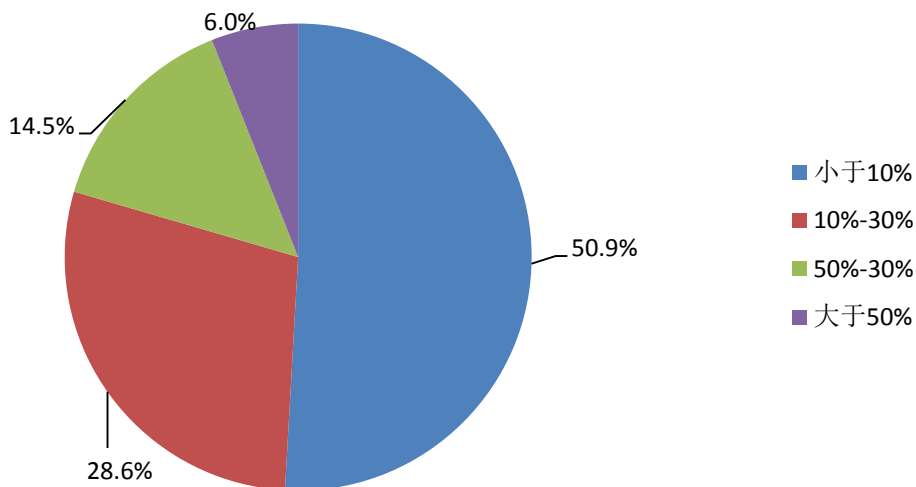


数据来源：问卷调查数据

4.4 高净值客户群体的投资决策：投资结构与标的分布

信托是一种灵活的投资载体，可以为投资者实现在不同领域进行复合投资的安排。因此，通过考察客户的现有资产安排结构与标的分布，我们可以考察高净值信托客户的渠道选择偏好，从而创造出更有针对性的产品，实现更优的财富管理服务。

图 4.12 财富管理客户的金融投资占总资产比重



数据来源：问卷调查数据

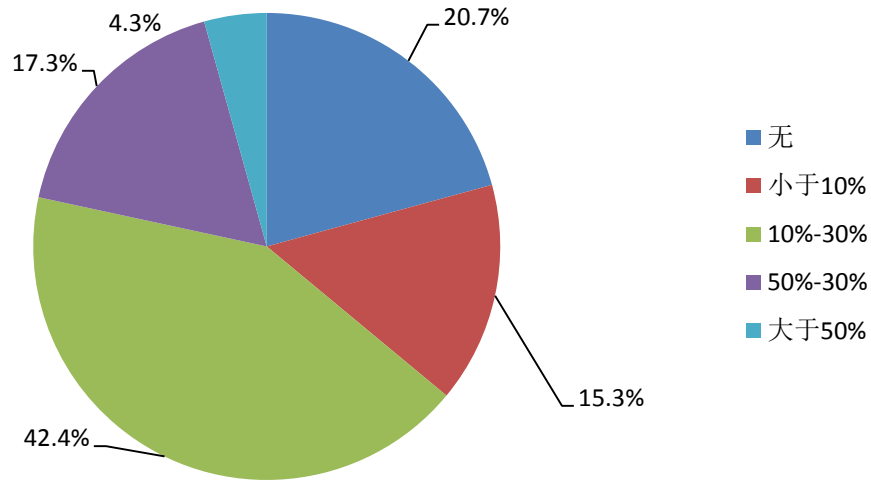
第 10 题考察了财富管理客户的金融投资偏好，其中 50.9% 的客户的金融投资比重不超过其总资产的 10%，28.6% 的客户的金融投资比重为其总资产的 10%-30%，14.5% 的客户的金融投资比重为其总资产的 30%-50%，6% 的客户的金融投资比重超过其总资产的 50%。我们注意到多数客户的金融投资不超过其总资产比重的 30%，这可能是因为我国高净值客户的总资产中有很大大比重是房产的缘故。

在我们问卷的第 11 题中，我们考察了财富管理客户的金融投资渠道选择，包括信托产品、股票资产、基金产品、券商资管计划、银行理财产品、保险产品和其他产品。

首先是信托产品。在接受调查的客户中，20.7% 没有投资信托产品，15.3% 所投信托产品占其总体金融投资的比重不超过 10%，42.4% 所投信托产品占其总体金融投资的比重

为 10%-30%，17.3%所投信托产品占其总体金融投资的比重为 30%-50%，4.3%的所投信托产品占其总体金融投资的比重大于 50%。

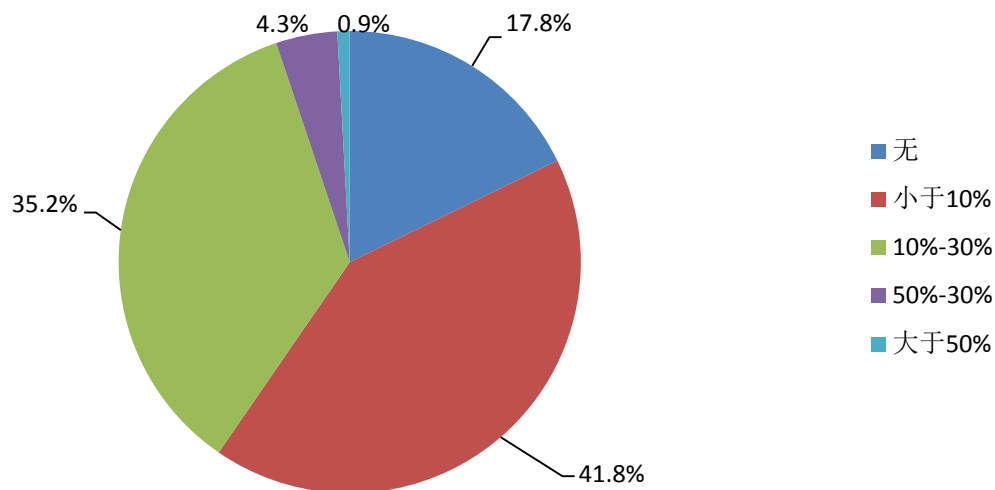
图 4.13 财富管理客户的信托投资占金融资产比重



数据来源：问卷调查数据

其次是股票。在接受调查的客户中，17.8%没有投资股票，41.8%所投股票占其总体金融投资的比重不超过 10%，35.2%所投股票占其总体金融投资的比重为 10%-30%，4.3%所投股票占其总体金融投资的比重为 30%-50%，0.9%的所投股票占其总体金融投资的比重大于 50%。

图 4.14 财富管理客户的股票投资占金融资产比重

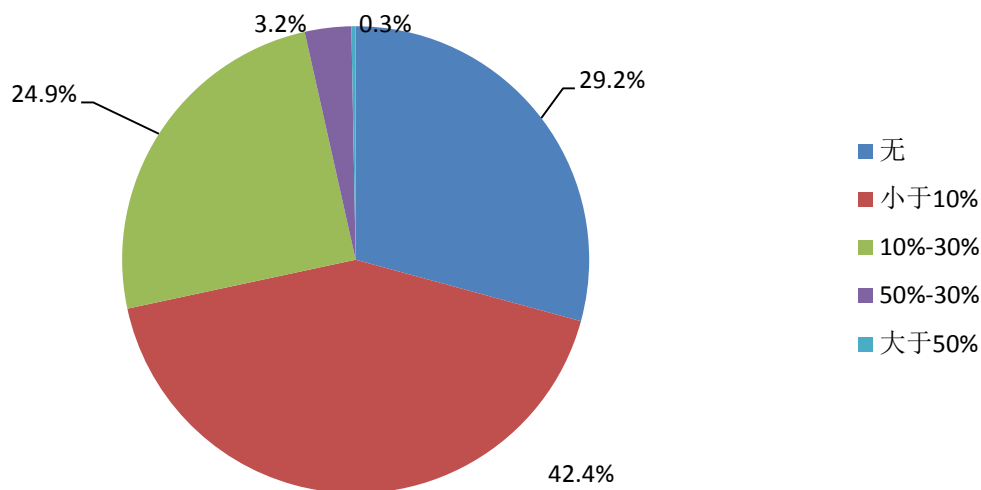


数据来源：问卷调查数据

这一比例数据多少有些出人意料。股票市场是我国金融市场中发展较早者。理论上，主动进行金融投资与管理的人群中一般应有很多都会有股票投资。但是，我们所调查的客户中多数没有或者较少投资股票，这说明客户群整体的金融偏好是强调安全性的，可与前一节中重视安全性的结果相呼应。

再次是基金产品。在接受调查的客户中，29.2%没有投资基金产品，42.4%所投资基金产品占其总体金融投资的比重不超过10%，24.9%所投资基金产品占其总体金融投资的比重为10%-30%，3.2%所投资基金产品占其总体金融投资的比重为30%-50%，0.3%的所投资基金产品占其总体金融投资的比重大于50%。

图 4.15 财富管理客户的基金投资占金融资产比重



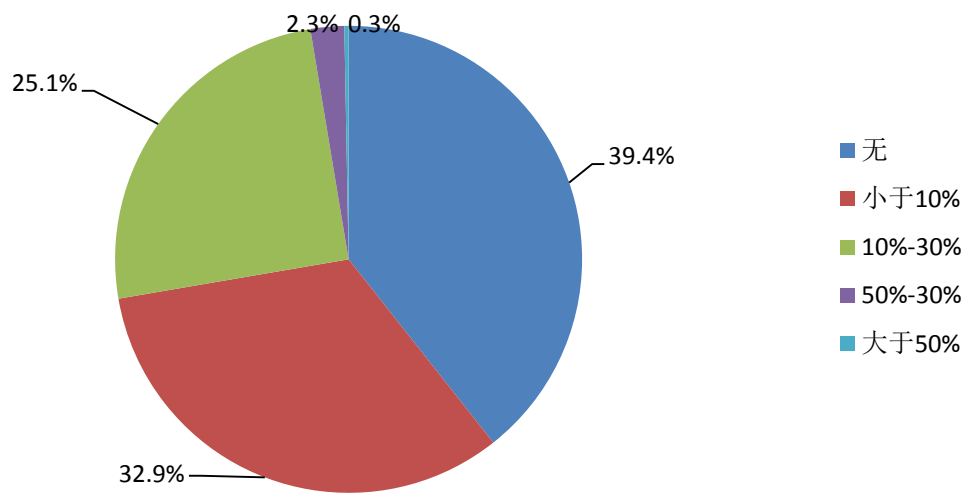
数据来源：问卷调查数据

尽管基金是受托理财中业务发展最早的行业，但从基金投资比重数据来看，客户对其的总体偏好也不高，与股票投资的比重差不多甚至还低一点，这可能与开放式基金市场主要以偏股型基金为主有关，这同样说明客户群整体的金融偏好是强调安全性的。

第四是券商资管产品。在接受调查的客户中，39.4%没有投资券商资管计划产品，32.9%所投券商资管计划产品占其总体金融投资的比重不超过10%，25.1%所投券商资管计划产品占其总体金融投资的比重为10%-30%，2.3%所投券商资管计划产品占其总体金融投资的比重为30%-50%，0.3%的所投券商资管计划产品占其总体金融投资的比重大于50%。

从券商资管计划的投资比重数据来看，客户对其的总体偏好也不高，与股票和基金投资的比重差不多或更低。这恐怕与目前券商资管的投资主要以偏股型投资计划为主有关，这同样说明客户群整体的金融偏好是强调安全性的。

图 4.16 财富管理客户的券商资管投资占金融资产比重

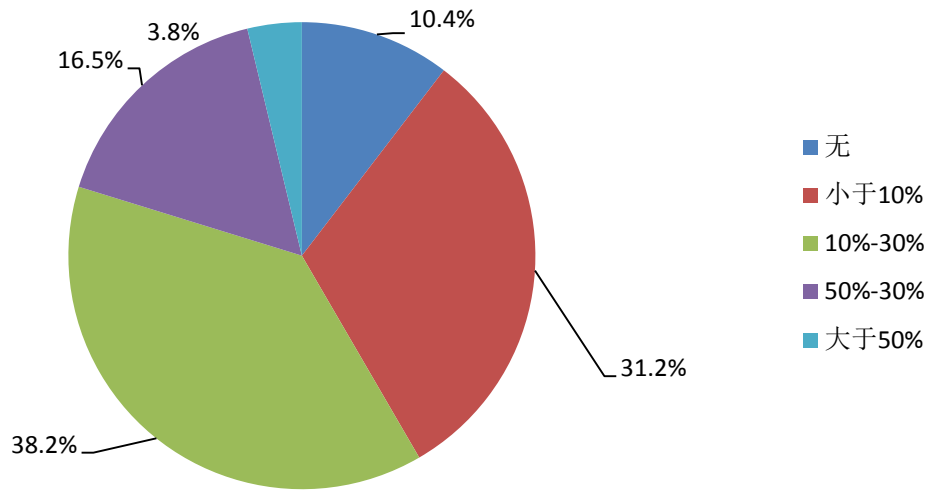


数据来源：问卷调查数据

第五是银行理财产品。在接受调查的客户中，10.4%没有投资银行理财产品，31.2%所投银行理财产品占其总体金融投资的比重不超过10%，38.2%所投银行理财产品占其总体金融投资的比重为10%-30%，16.5%所投银行理财产品占其总体金融投资的比重为30%-50%，3.8%的所投银行理财产品占其总体金融投资的比重大于50%。从前述数据来看，财富管理客户对其的总体偏好程度与信托基本相当。根据银监会的理财登记系统所发布的2013年及2014年上半年《中国银行业理财市场报告》来看，银行理财产品投资资产

的 70%为信托，因此投资银行理财产品与信托产品的风险、期限与最终实体投资领域等偏好是较为接近的（例如强调安全性等），同时也说明银行理财产品是信托产品的主要竞争对手。

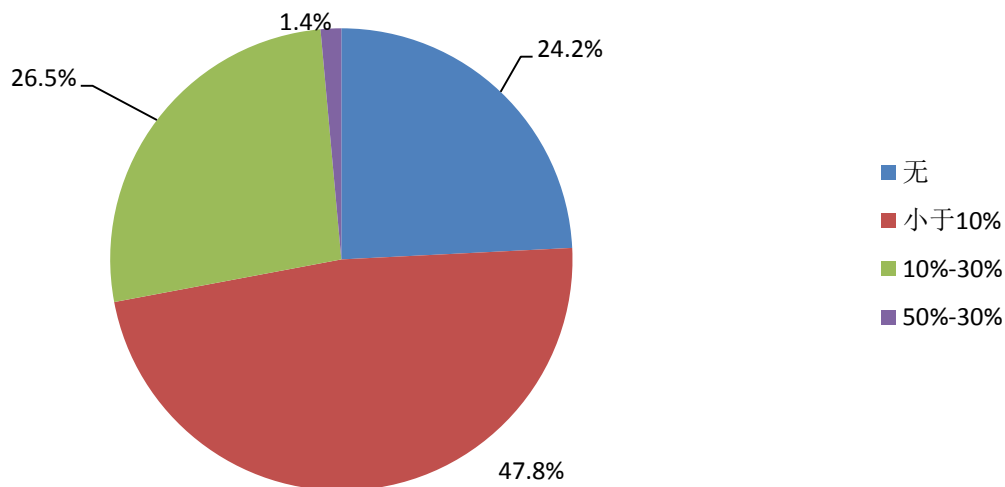
图 4.17 财富管理客户的银行理财投资占金融资产比重



数据来源：问卷调查数据

第六是保险产品。在接受调查的客户中，24.2%没有投资保险产品，47.8%所投保险产品占其总体金融投资的比重不超过 10%，26.5%所投保险产品占其总体金融投资的比重为 10%-30%，1.4%所投保险产品占其总体金融投资的比重为 30%-50%，无客户所投保险产品占比大于 50%。因此，在财富管理客户的投资组合中，保险投资的比例是很低的。

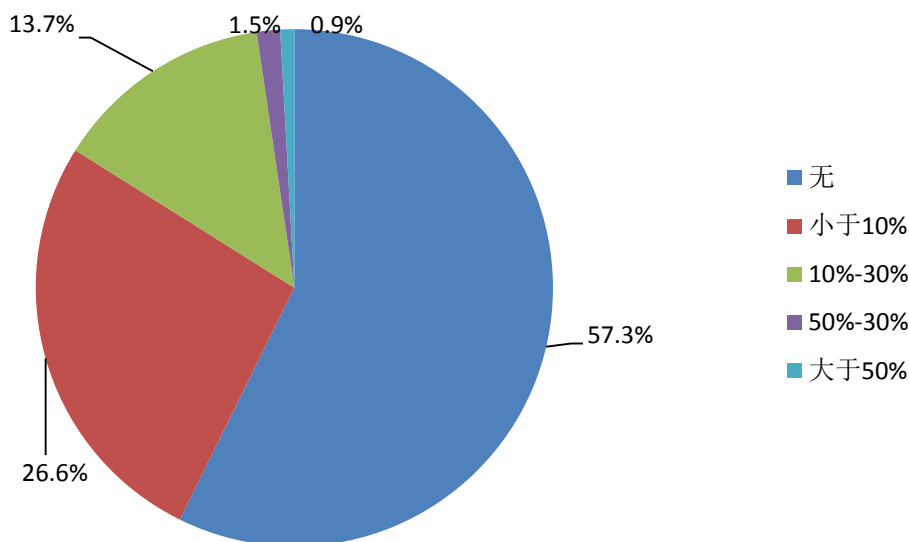
图 4.18 财富管理客户的保险投资占金融资产比重



数据来源：问卷调查数据

最后是其他产品。在接受调查的客户中，57.3%没有投资其他产品，26.6%所投其他产品占其总体金融投资的比重不超过10%，13.7%所投其他产品占其总体金融投资的比重为10%-30%，1.5%所投其他产品占其总体金融投资的比重为30%-50%，0.9%所投其他产品占其总体金融投资的比重大于50%。从这个数据也可以看出接受调查的客户对安全性的要求比较高，不太愿意尝试衍生品、私募股权投资等前沿金融标的。

图 4.19 财富管理客户的其他投资占金融资产比重



数据来源：问卷调查数据

4.5 高净值客户群体特征与金融偏好的相关性分析

前述这些表征高净值客户群体特征的重要变量，多数将在本章第二、三部分的回归分析中涉及，因此这里有必要对其做一个概貌性的相关性分析，具体采用的是 Tetrachoric 相关性分析的方法。由于调查问卷中某些问题是离散的 0-N 型（或 1-N 型）但并非 0-1 型，这里我们将这类变量转换为 0-1 型变量，其中高于均值者为 1，低于均值者为 0（但回归分析中仍保留为 0-N 型或 1-N 型）。此外，由于变量数量较多，这里将相关性分析结果拆分成多个表格分别讨论。

表 4.1 主要是针对不同身份的高净值客户群体的特征分析。从中我们可以看到，“身份为企业高管”与“收入来源为经营”有统计显著的弱正相关，与“收入来源为金融投资”有统计显著的弱负相关，除此以外的特征并不明显。

“身份为家族企业成员”与“收入预期乐观”有统计显著的弱正相关，除此以外的特征并不明显。这表明，企业高管与家族企业成员的群体除个别特征外都不是特别鲜明。

“身份为民营企业家”与“性别为男性”弱正相关，与“收入来源为经营”有统计显著的弱正相关，与“收入预期乐观”有统计显著的弱正相关，与“资产水平高于均值”有统计显著的中度正相关，与“回报性要求”有统计显著的弱正相关，表明民营企业家的整体特点是财富积累水平高、对未来收入预期乐观、注重投资回报。

“身份为专业人士”与“学历水平”为统计显著的中度正相关，与“收入来源为经营”有统计显著的中度负相关，与“收入来源为金融投资”有统计显著的弱正相关，与“资产水平高于均值”有统计显著的中度负相关，与“信托投资比重”和“回报性要求”有统计显著的弱负相关，与“流动性要求”、“风险厌恶”和“过往投资回报”有统计显著的弱正相关，表明专业人士的整体特点是高学历、金融投资收入占比与回报水平高、重视流动性但风险厌恶，资产水平在财富管理客户中低于平均。

从相关性分析的结果来看，笔者认为专业人士投资信托比重较低的原因可能有三，第一是其对流动性有较高的要求但很多信托产品无法满足，其二是其资产水平低于均值而信

托门槛较高，其三是其自行投资的回报水平较高、对专业财富管理服务的需求相对较低。

计量分析的结果支持第一种假设，具体的讨论参见第五章的 5.3 部分。

表 4.1 不同身份的高净值客户特征：Tetrachoric 相关性分析

	企业高管	民营企业企业家	家族企业成员	专业人士
性别	-0.1006	0.2004*	0.0461	-0.0304
年龄	-0.1508	0.104	0.1208	-0.1107
学历	0.0278	-0.1634	0.235	0.4215*
收入来源：经营	0.2605*	0.2342*	-0.0523	-0.4336*
收入来源：金融	-0.2454*	0.0582	0.2683	0.3936*
收入来源：不动产	0.1072	-0.1728	0.0378	0.018
收入预期乐观	0.0787	0.3779*	0.4004*	-0.1873
资产水平	-0.272	0.4322*	0.2459	-0.3862*
投资经验	0.1151	0.0982	-0.0484	-0.1385
金融投资比重	0.0783	0.1236	0.1575	-0.102
信托投资比重	0.1454	0.0567	0.1807	-0.2597*
安全性要求	-0.0135	0.0738	0.1706	-0.0184
流动性要求	-0.0962	-0.182	0.1044	0.2661*
回报性要求	0.1093	0.3334*	0.1071	-0.2241
风险厌恶	-0.167	-0.1254	0.1413	0.2513*
过往投资回报	-0.1263	-0.1697	0.0425	0.2183*

注：数据来源为调查问卷，*表示 5%显著。

表 4.2 主要是针对不同收入来源的高净值客户群体的特征分析。从中我们可以看到，“收入来源为经营”与“投资经验”和“风险厌恶”有统计显著的弱负相关，这表明以经营为主要收入来源的群体可能缺乏金融投资经验，且具有一定的风险偏好。

表 4.2 不同收入来源的高净值客户特征：Tetrachoric 相关性分析

	收入来源：经营	收入来源：金融	收入来源：不动产
收入预期乐观	-0.0962	0.3790*	0.1631
资产水平	0.2333	-0.0453	0.3516*
投资经验	-0.2530*	0.3397*	0.4930*
金融投资比重	-0.0117	0.2358*	0.2319*
信托投资比重	-0.1394	0.1566	0.1506
安全性要求	-0.1409	0.2719*	0.2174
流动性要求	-0.1203	0.0357	0.1887
回报性要求	0.162	0.1649	0.0502
风险厌恶	-0.2482*	0.2732*	0.0654

注：数据来源为调查问卷，*表示 5%显著。

表 4.2 中，“收入来源为金融投资”与“收入预期乐观”、“投资经验”、“金融投资比重”、“风险厌恶”和“安全性要求”三者有统计显著的弱正相关，表明该群体的特点是金融投资经验多、比重高、投资谨慎。“收入来源为不动产投资”与“资产水平高于均值”、“金融投资比重”有统计显著的弱正相关，与“投资经验”有统计显著的中度正相关。该群体资产水平高于

均值是符合经济规律的，因为不动产投资的门槛高于一般的其他投资。此外，该群体还具有金融投资经验多、比重高的特点。

表 4.3 考察的是不同性别、年龄与学历的高净值客户的群体特征。就性别而言，男性与回报性要求显著弱正相关，而女性则与流动性要求显著弱负相关。就年龄而言，年龄高于均值与投资经验丰富显著中度正相关，与信托投资比重显著弱正相关。就学历而言，高学历与资产水平和回报性要求显著弱正相关，与过往投资回报显著弱负相关。

表 4.3 不同性别、年龄与学历的高净值客户特征：Tetrachoric 相关性分析

	性别	年龄	学历
收入预期乐观	0.1494	-0.1461	0.2084
资产水平	0.0536	0.1775	0.2940*
投资经验	-0.0106	0.4154*	-0.0223
金融投资比重	0.1298	0.0222	0.1669
信托投资比重	-0.0797	0.2415*	0.0429
安全性要求	-0.1788*	0.0457	0.0386
流动性要求	-0.2167*	0.1681	-0.0783
回报性要求	0.2829*	-0.149	0.3059*
风险厌恶	-0.1203	-0.0102	0.016

注：数据来源为调查问卷，*表示 5%显著。

4.6 小结

本章考察了高净值客户群体的自然特征、财富特征和金融投资偏好。根据调查问卷的结果来看，高净值客户群体的自然特征是男性比例偏高，平均年龄较大，学历水平远高于社会平均水平，职业最多的则是企业高管和民营企业家，这些特点都符合直觉与尝试。客户中家族成员的比重还较低，原因在于改革开放才三十余年，许多高净值客户还是财富传承的第一代。这些高净值客户的财富特征是收入来源以经营和投资收入为主，对未来收入预期较高。而他们的金融投资偏好是对投资的安全性要求较高，所投产品中信托与银行理财产品较多。前述这些分析为第五章研究客户为何选择金融投资奠定了基础。

第五章 高净值客户的投资决策与金融需求分析

有研究指出，高净值客户自身具有并认同有限理性特征，对私密性和安全性要求较高，金融服务需求较为个性化，且投资目标及范围广阔。^①表面上看，这一结论显然是没错的：对于财富管理机构而言，拥有丰富的产品线有助于满足不同高净值客户的财富管理需求，更重要的还是准确识别高净值客户的财富管理需求，由此才能将客户与产品和服务较好的匹配起来，因为很多客户并不是金融专业人士，他们可能自己都不特别清楚自己应该选择哪一种产品才能满足自己的财富管理需求，自然需要财富管理者与其进行深入的交流，从中充分挖掘。但是，这一思路也存在重要的问题，不能因为这些需求表面上看起来的高度个性化，就放弃对不同客户需求之间可能存在的共通处的考察，因为某些决策或行为背后的逻辑可能是相同的。例如，高净值客户群体通常平均年龄高于常人，因此其中对财富传承有需求者的比例也就高于常人。再如，这一群体中受雇佣的工薪阶层的比例低于常人，自由职业者与民营企业企业家相对较多，因此其对财富管理的参与度要求和风险偏好要求也与常人有所不同。所以，对财富管理客户的研究不能只停留在需求分析层面，还应进

^① 例如朱焱：《中国高净值客户现状及私人银行价值管理研究》，《吉林金融研究》，2008（11）；张海云、郑春艳、张煜：《关于高净值客户资产配置的理论研究》，《金融理论与教学》，2013（6）；周毓萍、黄彬、韩亚文：《基于客户协同创新的私人银行和高净值客户价值体系研究》，《金融理论与实践》，2013（9）；中国工商银行宁波市分行课题组、董继松、吴洁：《商业银行高净值客户的管理与维护》，《金融论坛》，2010（9）等。王都富，《中国富裕阶层金融行为研究》，中国金融出版社，2012年。

一步分析这些需求形成的原因。显然，这些财富管理需求可能源自其禀赋效应，可能源自其机会成本，也可能源自其个体特征或其他因素，因此通过相关性与回归分析考察各种金融需求与偏好的决定因素，以更好地服务高净值客户、满足其财富管理需求是十分必要的。

本章主要利用回归分析方法考察了高净值客户投资决策背后隐含的金融需求，研究了客户为何选择金融投资、在金融投资中为何选择信托，为第六章研究客户为何选择特定信托公司奠定了基础。

5.1 高净值客户的金融投资比重：计量分析

第四章中对于问卷本身的统计分析虽有助于我们对被调查对象的情况做一个概览，但并不能足够科学、全面和准确地反映出高净值客户的金融需求特点，更不能反映出这些金融需求或特征背后的决定因素，因此有必要进一步采取回归分析以考察。由于调查问卷数据是受限的离散数据，并不服从正态分布 (Normal Distribution)，因此我们采用针对离散、受限因变量的专门回归分析法以避免分布的偏差问题，考察高净值客户的金融投资比重的决定因素。

5.1.1 模型设定与方法选择

前面第四章的统计分析中，我们已经介绍过高净值客户的金融投资比重特征，多数客户的金融投资不超过其总资产比重的 30%。具体到每个客户而言，其对金融投资比重的

决策可由其基本特征（性别、年龄、学历与职业等）、财富特征（收入来源、资产与收入水平等）和金融投资偏好（收益性、流动性与安全性要求）来解释。

在分析中，笔者首先将所有的可能变量都放入回归分析进行检验，而后根据不同变量组合的具体表现来决定变量的取舍。根据变量的经济含义、具体变量的显著情况以及 AIC（或 BIC）信息准则，职业、收入水平、收入预期、收入来源和风险承担意愿等变量被舍弃。职业变量、收入来源和收入预期被舍弃的原因是显著性不足，且被信息准则识别为冗余变量。收入水平变量虽然显著，但其经济意义与资产规模高度接近，且被且被信息准则识别为冗余变量。风险承担意愿变量虽然被信息准则识别为非冗余变量，但并不显著，且其经济意义与收益性、流动性与安全性要求三个变量有重叠与交叉。最终，具体回归模型设定如下：

$$\text{weight}_i = a + b_1 \text{gender}_i + b_2 \text{age}_i + b_3 \text{degree}_i + b_4 \text{asset}_i + b_5 \text{available}_i + b_6 \text{safe}_i + b_7 \text{liquid}_i + b_8 \text{profitability}_i + b_9 \text{career}_i + b_{10} \text{return}_i + b_{11} \text{attending}_i + \varepsilon_i$$

最终的解释变量包括：性别（gender）、年龄（age）、学历（degree）、资产规模（asset）、可投资资产占总资产的比重（available）、安全性要求（safe）、流动性要求（liquid）、收益性要求（profitability）、投资经验（career）、过往回报（return）和委托理财的投资参与度要求（attending）。

由于调查问卷数据是受限且离散的数据，被解释变量 $weight$ 分布在 1-4 之间，并非正态分布，这里采用了针对非线性因变量的计数回归分析法以避免分布的偏差问题，考察高净值客户的金融投资比重的决定因素。这里采用负二项分布回归模型的原因在于，问卷数据中被解释变量的期望为 $E(weight_i)=1.662$ ，而其方差则为 $Var(weight_i)=0.808$ ，二者差异较大，与泊松分布的特征不符。事实上，泊松分布是负二项分布的一个特殊情况，即假定 $E=Var$ 。关于负二项回归及泊松回归的具体介绍，参见导论中的研究方法部分 1.6。此外，本节的计量部分如采用有序 logit 的方法进行回归，其结论与负二项回归类似。关于两种方法的具体比较，参见附录 B。

5.1.2 回归结果与分析

从表 5.1 的回归结果来看，主要的显著变量包括性别、资产规模、可用投资比重、收益性要求、流动性要求和投资经验。

“性别”（女=0，男=1）变量的显著为负数表明，女性的金融投资比重显著高于男性。这一结果是相当出人意料的，因为社会的一般印象是，整体而言男性更愿意进行高风险的投资，女性则更加重视投资的安全性。一个可能的解释是，金融投资并非都具有高风险，而女性一般比较容易听取投资顾问等金融专家的意见，容易沟通和接受建议，从而进行更高比例的金融投资。另一个可能的解释是，社会文化对男性的不动产置业投资要求较高，但对女性的不动产置业投资则基本没有要求，这就降低了高净值男性客户金融投资的比

重。对此，笔者利用问卷数据和代理变量进行了假设验证，回归分析的结果为第二个解释提供了证据，即女性金融投资比重显著高于男性的原因很可能在于“男方买房”的社会性别分工文化，详细的讨论见本章的 5.3 部分。

“年龄”变量在回归方程 (1) - (4) 中都较为显著，但在方程 (5) 中失去显著性，原因是加入了“投资经验”变量。这表明，现实中可能观察到的年长者进行高比例金融投资的现象，这可能源自他们的投资经验，而那些缺乏金融领域投资经验的年长者可能并不会进行太多金融投资。

“学历”变量在方程 (1) 中显著为正，但回归中加入“资产规模”变量后变得不显著，而“资产规模”变量则显著为正。这表明，前文统计研究中财富管理客户的总体学历水平较高的主要原因是，资产规模较高者一般学历较高，而且资产规模较高者一般财富管理需求更强，而不是因为高学历者更愿意寻求专业财富管理的帮助，或者有更强烈的财富管理意识。

“可用投资资产占总资产的比重”变量显著为正也是符合经济逻辑的，一般而言可用投资资产占总资产比重高者，有更多的资金可用于金融投资。

“安全性要求”、“收益性要求”和“流动性要求”中，后两者显著为正，唯独“安全性要求”不显著。这与一般人对金融投资的特点的认识是相符合的，即高收益、高流动性和高波动性，因此是符合经济逻辑的。

值得注意的是，投资者的“投资经验”显著为正而“过往回报”并不显著，这表明许多客户并不是因为擅长金融投资而进行金融投资，而是因为熟悉金融投资才进行金融投资。

因此，从前述问卷数据分析结果来看，高净值财富管理客户中，投资经验多、资产规模较高、收益性与流动性要求较高的客户以及女性客户一般金融投资比重占其总资产比重较高。

表 5.1 财富管理客户金融投资比重的决定因素：负二项回归分析

变量	金融投资比重				
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
性别	-0.043 (0.064)	-0.102* (0.059)	-0.113* (0.058)	-0.111* (0.058)	-0.12** (0.053)
年龄	0.015*** (0.002)	0.006*** (0.002)	0.005** (0.002)	0.005*** (0.002)	0.001 (0.002)
学历	0.141*** (0.049)	0.047 (0.048)	0.041 (0.046)	0.025 (0.045)	-0.024 (0.046)
资产规模		0.031*** (0.009)	0.036*** (0.009)	0.036*** (0.01)	0.032*** (0.011)
可用资金比重			0.154*** (0.04)	0.144*** (0.037)	0.098*** (0.034)
安全性要求				-0.01 (0.066)	-0.01 (0.063)
收益性要求				0.809*** (0.222)	0.526*** (0.196)
流动性要求				0.352*** (0.111)	0.229** (0.105)

投资经验					0.181***
					(0.035)
过往回报					0.059
					(0.044)
参与度要求					-0.039
					(0.049)
常数项	-0.534***	0.085	-0.322*	-0.697***	-0.739***
	(0.146)	(0.152)	(0.187)	(0.169)	(0.199)
<hr/>					
统计量					
观测值数量	366	320	320	320	312
极大似然值	-486.1	-432.992	-427.914	-423.432	-405.916
AIC	980.199	875.985	867.829	864.865	835.831
BIC	995.81	894.826	890.439	898.78	880.747

注：***、**、*分别表示 1%、5%和 10%显著，括号中为异方差稳健标准差。

5.2 高净值客户的信托投资比重与投资渠道选择：计量分析

前面的统计分析中，我们已经介绍过高净值客户的投资渠道选择，包括信托产品、股票资产、基金产品、券商资管计划、银行理财产品、保险产品和其他产品。由于从调查问卷中所得的这些比重数据同样是并不服从正态分布 (Normal Distribution) 的受限离散数

据，因此我们依然采用针对离散、受限因变量的负二项回归分析法以避免分布的偏差问题，考察其决定因素。

5.2.1 模型设定与方法选择

每个客户对投资渠道的选择决策可由其基本特征（性别、年龄、学历与职业等）、财富特征（收入来源、资产与收入水平等）和金融投资偏好（收益性、流动性与安全性要求）来解释。与前面类似的回归分析类似，笔者首先将所有的可能变量都放入回归分析进行检验，而后尝试不同的变量组合，而后根据变量的经济含义、具体变量的显著情况、AIC（或BIC）信息准则以及不同投资渠道选择决策解释方程的可比性来决定变量的取舍。最终的解释变量为：性别（gender）、年龄（age）、学历（degree）、资产规模（asset）、可投资资产占总资产的比重（available）、安全性要求（safe）、流动性要求（liquid）、收益性要求（profitability）、投资经验（career）、过往回报（return）、委托理财的投资参与度要求（attending）和委托理财的财富传承要求（inherit）。

信托产品、股票资产、基金产品、券商资管计划、银行理财产品和保险产品的投资比重解释模型分别设定如下：

$$w_trust_i = a + b_1 gender_i + b_2 age_i + b_3 degree_i + b_4 asset_i + b_5 available_i + b_6 safe_i + b_7 liquid_i + b_8 profitability_i + b_9 career_i + b_{10} return_i + b_{11} attending_i + b_{12} inherit_i + \varepsilon_i$$

$$w_stock_i = a + b_1 gender_i + b_2 age_i + b_3 degree_i + b_4 asset_i + b_5 available_i + b_6 safe_i + b_7 liquid_i + b_8 profitability_i + b_9 career_i + b_{10} return_i + b_{11} attending_i + b_{12} inherit_i + \varepsilon_i$$

$$w_fund_i = a + b_1 gender_i + b_2 age_i + b_3 degree_i + b_4 asset_i + b_5 available_i + b_6 safe_i + b_7 liquid_i + b_8 profitability_i + b_9 career_i + b_{10} return_i + b_{11} attending_i + b_{12} inherit_i + \varepsilon_i$$

$$w_ziguan_i = a + b_1 gender_i + b_2 age_i + b_3 degree_i + b_4 asset_i + b_5 available_i + b_6 safe_i + b_7 liquid_i + b_8 profitability_i + b_9 career_i + b_{10} return_i + b_{11} attending_i + b_{12} inherit_i + \varepsilon_i$$

$$w_bank_i = a + b_1 gender_i + b_2 age_i + b_3 degree_i + b_4 asset_i + b_5 available_i + b_6 safe_i + b_7 liquid_i + b_8 profitability_i + b_9 career_i + b_{10} return_i + b_{11} attending_i + b_{12} inherit_i + \varepsilon_i$$

$$w_insur_i = a + b_1 gender_i + b_2 age_i + b_3 degree_i + b_4 asset_i + b_5 available_i + b_6 safe_i + b_7 liquid_i + b_8 profitability_i + b_9 career_i + b_{10} return_i + b_{11} attending_i + b_{12} inherit_i + \varepsilon_i$$

由于调查问卷数据是受限且离散的数据，被解释变量 weight 分布在 1-4 之间，并非正态分布，因此我们依然采用针对非线性因变量的泊松回归分析法 (Poisson regression)，以避免分布的偏差问题，考察高净值客户的投资渠道选择的决定因素。具体方法前文已有介绍，此处不再赘述。

不过，需要强调的是，本节的回归依然采用负二项回归法而非最常见的泊松回归法，原因在于被解释变量的期望依然与方差差异较大，与泊松分布的特征不符。其中，信托投资比重的期望为 $E(w_{trust_i})=2.591$ ，而其方差则为 $Var(w_{trust_i})=1.178$ ；股票投资比重的期望为 $E(w_{trust_i})=2.274$ ，而其方差则为 $Var(w_{trust_i})=0.863$ ；基金投资比重的期望为

$E(w_{trust_i})=1.997$ ，而其方差则为 $Var(w_{trust_i})=0.844$ ；券商资管投资比重的期望为
 $E(w_{trust_i})=1.919$ ，而其方差则为 $Var(w_{trust_i})=0.873$ ；银行理财投资比重的期望为
 $E(w_{trust_i})=2.752$ ，而其方差则为 $Var(w_{trust_i})=1.018$ ；保险投资比重的期望为
 $E(w_{trust_i})=2.015$ ，而其方差则为 $Var(w_{trust_i})=0.756$ 。此外，本节的计量部分如采用有序 logit 的方法进行回归，其结论与负二项回归类似。关于两种方法的具体比较，参见附录 B。

5.2.2 回归结果与分析

从表 5.2 中的回归结果来看，不同方程中的显著变量是有很大差别的，表明不同类型的客户会偏重不同的投资渠道。首先值得注意的是，在信托投资比重方程中，“性别”（女=0，男=1）变量的显著为负数，这表明女性投资者比较偏好信托投资渠道，这可能是因为女性整体上更加重视投资的安全性（参见表 4.3 中的相关性分析表），而目前的信托投资还是承诺“刚性兑付”的，这从“安全性要求”变量在信托投资比重方程中的显著为正亦可见一斑。此外，男性投资者相对更偏好券商资管产品。

“年龄”变量在基金投资比重方程中显著为负，在银行理财投资比重方程中显著为正，表明年长客户不喜欢投资基金，但喜欢投资银行理财。“资产”变量在保险投资比重方程中显著为正，表明高净值客户喜欢投资保险产品。不过，由于系数较小，说明这种偏好虽然是统计显著的，但边际贡献很小，对实践的指导意义较为有限。

“学历”变量在股票、基金投资比重方程中显著为负，表明高学历者较少投资于股票和基金。笔者认为这可能是这两类投资比较普及，因此吸引了许多不熟悉金融的低学历投资者，而高学历投资者一般会更多地根据自己的实际情况进行更审慎和有效的选择，但这种选择是需要一定知识储备的。

“可用投资资产占总资产的比重”变量在信托投资比重方程中显著为正是符合经济逻辑的，因为其投资门槛较高，而一般可用投资资产占总资产比重高者才有更多的资金可用于相关产品的投资。该变量在银行投资比重方程中显著为正则与过去高门槛的财富管理业务集中在银行的私人银行业务部门有关。相较之下，券商资管虽现在门槛高至 100 万，但过去仅为 5 万，因此其方程中可用投资比重变量并不显著。

“安全性要求”、“收益性要求”和“流动性要求”中，前者在信托和基金投资比重方程中显著为正，后两者在股票投资比重方程中显著为正，这符合我们对这几类投资产品的金融特征的认识。就安全性而言，信托产品存在刚性兑付，因此会吸引对安全性较高的投资者；基金产品之所以会吸引高安全性要求的投资者，可能是与近年来类存款的高安全性货币基金的流行有关。就收益性而言，在这六类投资品中，股票的年化收益率在理论上可以大幅超过所有其他产品（即便偏股型基金可以取得较高的收益，扣除申购费用和管理费用后也将低于股票），因此股票是最有可能在短期内实现较高收益的产品，对收益性要求高的投资者会更愿意投资于股票。就流动性要求而言，在这六类投资品中，也只有股票可以

实现当日抛售、当日回笼资金并转入银行账户，其他投资品并没有如此好的流动性（即便是基金也有赎回的延期）。因此，对流动性要求高的投资者很可能会更愿意投资于股票。

值得注意的是，在信托与券商资管投资比重方程中，投资者的“投资经验”显著为正而“过往回报”并不显著，这表明许多客户并不是因为擅长投资而进行信托与券商资管的投资，而是因为熟悉金融才进行投资。在银行理财产品投资比重方程中，投资者的“投资经验”显著为负而“过往回报”并不显著，表明许多投资者主要是因为缺乏经验才选择了银行理财产品。而“投资经验”与“过往回报”皆显著为正的投资者会选择股票、基金和保险产品，原因在于此类投资者能够利用自己的投资经验和技巧选择更有助于其取得高收益的投资产品。此外，我们还注意到券商资管的客户是对参与度要求最低的，只关注收益。

最后，“财富传承要求”在信托与保险投资比重方程中显著为正，这表明一些客户是出于财富传承、资产移交的需要来投资信托与保险的。信托的避税与财富主动管理功能对于财富传承的意义是不言而喻的，因此“财富传承要求”在信托投资比重方程中显著为正不足为奇。而之所以该变量在保险投资比重方程中也显著为正，主要是因为，在信托业兴起之前，许多高净值客户一度愿意通过购买高额人寿保险并将受益人指定为其子女来实现财富传承，通过将财产转为保险赔偿金，该笔财富既可合理避税又能避免遗产纷争。

综上所述，我们可以看出信托财富管理客户的一些整体特点：女性居多，金融投资经验多但历史回报水平不高，对安全性要求高，可用投资资产占总资产的比重较高。如果要

拓展信托财富管理客户，那么女性“基民”和特定保险产品客户可能更值得信托财富管理者关注。从回归结果的来看，不同方程中的显著变量是有很大差别的，表明不同类型的客户会偏重不同的投资渠道

表 5.2 财富管理客户金融投资渠道选择的决定因素：负二项回归分析

解释变量	被解释变量 (某类投资占其金融投资比重)					
	信托	股票	基金	券商资管	银行理财	保险
性别	-0.134*** (0.044)	0.041 (0.04)	0.026 (0.046)	0.097** (0.049)	0.018 (0.04)	0.03 (0.039)
年龄	0.002 (0.002)	-0.002 (0.001)	-0.004** (0.002)	-0.002 (0.002)	0.004** (0.001)	-0.002 (0.001)
学历	-0.03 (0.032)	-0.098*** (0.034)	-0.092** (0.038)	0.021 (0.04)	0.038 (0.032)	-0.037 (0.032)
资产	0.005 (0.006)	0.005 (0.007)	-0.007 (0.009)	-0.006 (0.008)	-0.007 (0.009)	0.014** (0.007)
可用投资比重	0.126*** (0.026)	0.03 (0.025)	-0.013 (0.027)	-0.005 (0.027)	0.08*** (0.022)	-0.006 (0.02)
安全性要求	0.11** (0.051)	-0.012 (0.046)	0.091* (0.05)	0.079 (0.057)	0.04 (0.043)	0.022 (0.046)
收益性要求	-0.113 (0.14)	0.205* (0.119)	0.016 (0.148)	-0.152 (0.147)	0.138 (0.13)	-0.057 (0.124)
流动性要求	0.046 (0.073)	0.099 (0.06)	0.02 (0.072)	0.09 (0.081)	0.036 (0.071)	-0.097 (0.064)

投资经验	0.116***	0.062	0.101***	0.085***	-0.102***	0.065***
	(0.028)	(0.026)	(0.029)	(0.031)	(0.025)	(0.022)
过往回报	0.036	0.095	0.076***	0.024	-0.036	0.109***
	(0.034)	(0.028)	(0.028)	(0.032)	(0.027)	(0.024)
参与度要求	-0.022	-0.034	0.017	-0.09**	0.014	0.025
	(0.041)	(0.03)	(0.037)	(0.04)	(0.034)	(0.035)
财富传承要求	0.098**	0.026	0.037	0.052	0.007	0.085**
	(0.041)	(0.042)	(0.049)	(0.056)	(0.049)	(0.043)
常数项	0.184	0.49***	0.491***	0.487***	0.803***	0.347**
	(0.172)	(0.167)	(0.165)	(0.172)	(0.141)	(0.151)

统计量

观测值数量	332	330	325	323	326	327
极大似然值	-532.606	-486.78	-466.959	-458.462	-516.233	-462.32
AIC	1091.212	999.56	959.919	942.924	1058.466	950.64
BIC	1140.678	1048.949	1009.109	992.034	1107.696	999.909

注：***、**、*分别表示 1%、5%和 10%显著，括号中为异方差稳健标准差。

5.3 关于特定高净值客户群体个性化金融需求的若干假设与验证

在前述问卷数据及回归分析基础上，笔者对所发现的若干关于特定高净值客户群体个性化金融需求的问题进行了进一步的分析，发现专业人士投资信托比重较低的主要原因在

于其流动性需求高而信托产品流动性弱于其他理财产品；而女性金融投资比重高于男性的主要原因，则在于强调男性而非女性在家庭中负责进行不动产置业投资的社会文化。

5.3.1 专业人士投资信托比重较低的原因：流动性需求

在第四章的 4.5 部分的表 4.1 中，笔者通过相关性分析发现“身份为专业人士”与“信托投资比重”有统计显著的弱负相关。那么，专业人士投资信托比重较低的原因是什么呢？

显然并不是因为他们不擅长或不需要金融投资，因为“身份为专业人士”与“收入来源为金融投资”有统计显著的弱正相关。

表 4.1 中的相关性分析表明，“身份为专业人士”与“资产水平高于均值”有统计显著的中度负相关，与“信托投资比重”和“回报性要求”有统计显著的弱负相关，与“流动性要求”、“风险厌恶”和“过往投资回报”有统计显著的弱正相关。因此，流动性需求、资产水平与自行投资的回报水平是值得考虑的三个可能原因。对此，我们可以提出三个假设并利用问卷数据做出验证：

第一，专业人士对流动性有较高的要求，这导致其信托投资比重较低；

第二，专业人士的资产水平低于均值，这导致其信托投资比重较低；

第三，专业人士的自行投资回报水平较高、对专业财富管理服务的需求相对较低。

其中，第一个假设隐含了“信托产品流动性差于其他类型的理财产品”这一假设，而第二个假设则隐含了“信托投资门槛高于其他类型的理财产品”这一假设。

为此，笔者以表 4.5“财富管理客户金融投资渠道选择的决定因素：负二项回归分析”中信托投资比重的方程为基础，加入新的变量，进行回归的设计与分析，结果列示于表 5.3 中。因篇幅所限，表中省略了一些系数方向与显著性水平均无变化的变量，共 9 个，分别为性别、年龄、学位、可用投资比重、回报性要求、投资经验、参与度要求、财富传承要求和常数项。

表 5.3 特定高净值客户群体个性化金融需求的假设与验证：专业人士

解释变量	被解释变量 (信托投资占其金融投资比重)				
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
资产	0.005 (0.006)	0.005 (0.006)	0.004 (0.006)	-0.001 (0.008)	-0.003 (0.008)
安全性要求	0.11** (0.051)	0.11** (0.053)	0.111** (0.054)	0.102* (0.053)	0.103* (0.055)
流动性要求	0.046 (0.073)	0.046 (0.074)	0.052 (0.074)	0.099 (0.078)	0.107 (0.078)
过往回报	0.036 (0.034)	0.036 (0.034)	0.036 (0.033)	0.02 (0.038)	0.021 (0.037)
专业人士		0.001 (0.061)	-0.042 (0.091)	-0.163 (0.203)	-0.194 (0.21)
公司高管			-0.043 (0.077)		-0.047 (0.078)
企业主			-0.082 (0.074)		-0.087 (0.077)
家族成员			-0.004 (0.105)		0.005 (0.106)

专业人士×				-0.27**	-0.278**
流动性要求				(0.117)	(0.119)
专业人士×				0.078	0.071
过往回报				(0.069)	(0.069)
专业人士×				0.012	0.016
资产				(0.013)	(0.013)
其他控制变量	9 个	9 个	9 个	9 个	9 个
<hr/>					
统计量					
<hr/>					
观测值数量	332	332	332	332	332
极大似然值	-532.606	-532.606	-532.27	-531.314	-530.921
AIC	1091.212	1093.211	1098.54	1096.628	1101.842
BIC	1140.678	1146.483	1163.228	1161.315	1177.944

注：***、**、*分别表示 1%、5%和 10%显著，括号中为异方差稳健标准差。

表 5.3 中的 (1) 为表 4.5 中关于信托投资比重的原始方程，其中未考虑职业特征。方程 (2) 在方程 (1) 的基础上加入了“身份为专业人士”这一变量，发现并不显著。而方程 (3) 则在方程 (2) 的基础上又加入了企业家、高管、家族成员等身份的虚拟变量，但回归结果中的“身份为专业人士”这一变量仍不显著。这表明，专业人士的信托投资比重低并不是单纯决定于其身份，而很可能是决定于这一身份与其他某些要素的交互——这里所谓

的“其他某些要素”就是指前述流动性需求、资产规模与自行投资回报水平三个因素。为了验证究竟是哪个（些）要素影响了专业人士的信托投资行为，方程（4）在方程（2）的基础上、方程（5）在方程（3）的基础上，进一步加入了“身份为专业人士”这一变量与“流动性要求”、“资产规模”和“过往回报”三者的交叉项。

回归结果表明，无论是否控制其他职业身份的虚拟变量，“身份为专业人士”虚拟变量与“流动性要求”的交叉项在方程（5）与方程（4）中均显著为负，但“身份为专业人士”与其他两个因素的交叉项并不显著，这表明专业人士的流动性要求降低了其信托投资的比重，但并无证据表明其资产规模较低或过往回报较高是导致其偏低的信托投资比重的原因。

不过，如前所述，“专业人士对流动性有较高的要求，这导致其信托投资比重较低”这一主张中隐含了“信托产品流动性差于其他类型的理财产品”这一假设，虽为业界共识，但仍需加以说明。

就市场上主流的理财方式而言，在公开市场集中交易的股票，以及投资于在公开市场集中交易的标的（如股票、债券、货币市场工具等）的公募基金的流动性最佳，一般在交易日股票可于购入后 T+1 日售出、资金在 T+2 日转回银行账户；多数基金则是买入或申购后可 T+1 日售出或赎回、资金在 T+3 日至 T+4 日到账，但在 2013 年“余额宝”流行以后，许多货币市场类基金可做到 T+0 日或 T+1 日赎回、到账。

受“余额宝”的影响，原本由于不能集中交易而流动性略差于股票、基金的券商资管与银行理财中也有不少产品目前可做到 T+0 日或 T+1 日套现，但主要限于类货币基金品种，总体上的流动性仍低于股票。券商资管产品由于多数投资者于股票的二级市场，因此通常有一定的封闭期，每周或每月开放申购、赎回的较多，与公募基金有些类似；但其中的定向增发类产品则封闭期通常为 1 年（此前还流行 3 年期的结构化定增产品，但该产品已于 2014 年 7 月被证监会叫停）。银行理财产品由于长期是作为存款的替代品出现的，因此期限种类较为丰富，数日、数十日、数百日的品种均很常见，多数是到期后返还本金、收益。笔者利用 Wind 数据库统计发现，委托期限在 1 个月以内的银行理财产品占总数的 4.67%，委托期限在 1-3 个月的产品约占总数的 58.59%，委托期限在 6-12 个月的产品约为 22.85%，委托期限在 12-24 个月的产品约占 1.27%，其余占 0.95%，平均委托期限约为 3.7 个月。

与前述产品相比，信托产品由于资金多以贷款形式流向基础产业，因此期限通常较长，多数在 1 年以上且只能到期后分配本金与收益。笔者对 Wind 数据库中的信托产品进行了统计，发现截止 2015 年 3 月，信息较为完备的 22291 只存续中或已到期信托产品平均存续期限长达 29.2 月；如果剔除其中 6623 只证券投资类信托（此类产品实际多为阳光私募基金，一般可按月、季度或半年申购、赎回，存续期不能反映其流动性），则余下的 15668 只信托产品的平均存续期限为 23.2 个月，即 2 年左右。

此外，保险也是居民理财的一个主要渠道，但由于保险本身属于一种消费，因此其理财产品常具有保险消费、投资理财的双重功能，产品内容及期限种类也更加丰富和灵活，从 T+0 的类货币基金产品到期限长达数年的综合型产品均较常见，因此其流动性情况也较为复杂，不能与其他产品做简单的比较。

综上所述，信托在各类居民理财工具中属期限较长者（这也是其收益率较高的重要原因之一），因此“信托产品流动性差于其他类型的理财产品”这一假设是成立的，进而也表明笔者提出的“专业人士对流动性有较高的要求，这导致其信托投资比重较低”这一假设是成立的。

5.3.1 女性金融投资比重高于男性的原因：性别分工文化

在本章的表 5.1“财富管理客户金融投资比重的决定因素”中，“性别”（女=0，男=1）变量在回归分析中显著为负，这表明女性的金融投资比重显著高于男性。

这一结果是相当出人意料的，因为社会的一般印象是，整体而言男性较女性更具备进行高风险投资的意愿与能力。第四章表 4.3 中的相关性分析也确实表明，女性更注重金融投资的安全性和流动性，而男性则更注重金融投资的回报性。因此，女性的金融投资比重为何高于男性便成为了一个值得探究的有趣问题。从直觉上来看，一个可能的解释是，金融投资并非都具有高风险，而女性一般比较容易听取投资顾问等金融专家的意见，容易沟通和接受建议，从而进行更高比例的金融投资；但在表 4.3 中我们并没有看到“性别”变量与

“金融投资比重”变量的显著负相关，这就表明可能并不是性别本身决定了其金融投资比重，而可能是性别与某种因素的交互作用决定了女性较高的金融投资比重。另一个可能的解释是，作为灵长目动物，拥有并据守固定居所（领地）是人类的本能，父系社会关于性别分工的社会文化对男性提出了较高的不动产置业要求，但对女性的不动产置业则基本没有要求。在一般的婚姻匹配当中，社会文化要求男性提供住所，这并非中国所独有。尽管不同国家因经济发展水平、意识形态与历史文化传统的差异而衍生出了不同类型的社会文化细节与风格（例如，男性拥有住宅是否为婚姻匹配的前置条件），但总体上都是对男性的不动产置业投资有显著高于女性的要求。这就降低了高净值男性客户金融投资的比重。

需要注意的是，这一假设是否成立，与婚姻中男女之间的相对经济地位无关。例如，对于一位资产规模为一千万的男性而言，假如其所购买的房产价值五百万，其余全部投向金融领域，那么无论其婚姻匹配过程中选择资产规模为一百万的女性（即“男高女低”的梯度匹配），还是选择资产规模为一千万的女性（即“门当户对”的同类匹配），其金融投资比重都不会高于 50%。在梯度匹配模式下，妻子的金融投资总额最高仅为一百万，远低于丈夫最高五百万的金融投资总额，妻子的金融投资比重最高也仍为 100%，为丈夫金融投资比重的 2 倍。在同类匹配模式下，妻子的金融投资总额最高为一千万，不仅数额上高于丈夫最高五百万的金融投资总额，其比重最高也为 100%，同样为丈夫的 2 倍。

对此，笔者利用问卷数据进行了假设验证，通过加入新变量进行回归的设计与分析。

理论上，新加入的变量应为“不动产投资比重”和“是否愿意因投资顾问的建议而投资”(及二者与性别变量的交互项)，但这两个问题最初在问卷设计时并未考虑，因此笔者从问卷数据中选取了两个代理变量，并加入了二者与性别变量的交互项。具体而言，问卷中的“收入来源主要为不动产投资收益”为“不动产投资比重”的代理变量，因为就不动产投资比重较高的投资者而言，其收入来源主要为不动产投资收益的概率也较高，二者是高度正相关的——当然，这种相关性并非在世界范围内都普遍成立的，但就中国地产过去十余年的黄金发展期而言，国内不动产投资比重较高的投资者从不动产投资中所获的收益从理论上讲应当是相当可观的。而问卷中的“选择受托人的原因为私人关系”则为“是否愿意因投资顾问的建议而投资”的代理变量，因为如果客户是因为私人关系而选择特定信托公司，这表明其投资行为模式不是经济学、金融学理论中通常所主张的、根据公开信息所进行的理性人决策，而是一个同时也包含了所受他人建议影响等因素的函数，从逻辑上讲这与投资者愿意因投资顾问的建议而进行投资是正相关的。

代理变量回归的结果列示于表 5.4 中，表明女性金融投资比重显著高于男性的原因在于“男方买房”的性别分工文化。因篇幅所限，表中省略了一些系数方向与显著性水平均无明显变化的变量，共 9 个，分别为年龄、学位、可用投资比重、安全性要求、回报性要求、流动性要求、投资经验、过往回报和常数项。

表 5.4 中的五个方程均以金融投资比重为被解释变量，(1) 为不包含新增变量的基础方程，未考虑不动产投资与性格是否易接受他人建议的影响。方程 (2) 在方程 (1) 的基础上加入了“收入来源主要为不动产投资收益”这一变量，发现并不显著，性别变量的显著性也无变化；但方程 (3) 在方程 (2) 的基础上又加入“收入来源主要为不动产投资收益”与性别变量的交叉项后，这一交叉项显著为负而性别变量变为不显著。而方程 (4) 在方程 (1) 的基础上加入了“选择受托人的原因为私人关系”这一变量，发现并不显著，性别变量的显著性也无变化；方程 (5) 在方程 (4) 的基础上又加入“选择受托人的原因为私人关系”与性别变量的交叉项后，这一交叉项并不显著而性别变量的显著性也无变化。这表明，女性客户金融投资比重较高的原因不在于性格上是否愿意因他人建议而投资，而在于男性客户的不动产投资挤占了金融投资占总投资的比重。

表 5.4 特定高净值客户群体个性化金融需求的假设与验证：女性

解释变量	被解释变量 (信托投资占其金融投资比重)				
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
性别	-0.11**	-0.113**	-0.069	-0.106**	-0.118**
	(0.053)	(0.053)	(0.059)	(0.053)	(0.057)
收入主要源自 不动产投资		-0.059	0.051		
		(0.066)	(0.09)		
收入主要源自 不动产投资×性别			-0.217*		
			(0.129)		
选择特定信托原因 为私人关系				-0.117	-0.161
				(0.072)	(0.118)
选择特定信托原因 为私人关系×性别					0.071
					(0.149)
其他控制变量	9 个	9 个	9 个	9 个	9 个
统计量					
观测值数量	332	332	332	332	332
极大似然值	-532.606	-532.606	-532.27	-531.314	-530.921
AIC	1091.212	1093.211	1098.54	1096.628	1101.842
BIC	1140.678	1146.483	1163.228	1161.315	1177.944

注：***、**、*分别表示 1%、5%和 10%显著，括号中为异方差稳健标准差。

5.4 小结

本章通过对问卷调查数据的计量分析，考察了高净值客户为何选择金融投资、在金融投资中为何选择信托，为第六章研究客户为何在诸多信托中选择了特定信托公司做准备。

整体而言，低学历的客户对专业财富管理的需求更强，这一特点较为符合直觉，毕竟低学历的客户通常缺乏专业知识，因此更需要专业财富管理服务。不过，由于不同背景、特质客户通常拥有的多样化、个性化财富管理需求，具体取决于其自然或职业特征，因此符合常识或反直觉的结论是并存的。例如，具有财富传承作用的保险产品客户对信托财富管理的需求较高，这是符合常识的，因为巨额人寿保单与信托产品具有类似的避税作用。但学历高者占比更高这一结论则有些反直觉，毕竟低学历的客户对专业财富管理的需求通常更强；回归表明，这其实是因为高学历的客户往往资产水平更高，而信托财富管理有资产 100 万的合格投资者门槛，两个结论之间并不矛盾。除一般性分析外，笔者还对专业人士、女性这两个群体的个性化金融需求做了进一步的分析，发现专业人士投资信托比重较低的主要原因在于其流动性需求高而信托产品流动性弱于其他理财产品；而女性金融投资比重高于男性的主要原因，则在于强调男性而非女性在家庭中负责进行不动产置业投资的社会文化。

第六章 财富管理服务需求改进的意义

本章根据问卷调查设立服务质量因子，并对其进行了统计、计量分析来评估服务需求现状与问题、探索服务质量因子对客户的财富管理需求的影响。加入包括客户个性特征的控制变量后，进一步分析服务质量因子对客户的财富管理需求的影响，回归结果将更加细致。本章目的在于研究哪些服务质量因子对财富管理具有显著的影响，并探求其改进的意义。事实上，客户如何选择受托人其实是通过客户对财富管理服务因素的评价反映出来的，这体现的正是客户对财富管理独立于收益率需求以外的个性化服务需求。

6.1 财富管理服务质量因子设定、统计与相关性分析

6.1.1 服务质量因子设定

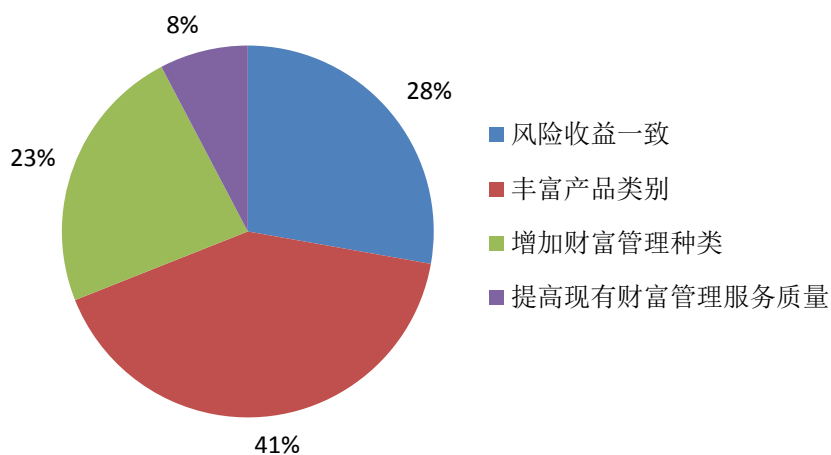
本章所需数据均来自调查问卷，其中有效问卷 404 份，包括潜在客户和实际投资客户。调查问卷中关于服务质量的问题共 8 个 (30-37)，对其进行问题合并和选项分解后，共得到 10 个服务质量因子，分别为：1.公司与顾客的沟通状况；2.公司的服务流程；3.服务环境的舒适性；4.服务环境的私密性；5.服务质量与专业团队；6.营销与运营现状；7.顾客选择受托人的原因为服务流程规范；8.顾客选择受托人的原因为品牌声誉好；9.顾客选择受托人的原因为产品收益率高；10.顾客选择受托人的原因为私人关系。

6.1.2 服务质量因子的统计特征

一、公司与顾客的沟通状况

公司不了解或者不清楚客户的期望，甚至不愿意了解客户期望或不准备解决这些问题。这都可导致服务行为不符合客户的期望。调查问卷第 30 题所得数据显示：关于客户对公司提供产品和服务最迫切的期盼中，占比最高的为丰富产品类别，占比高达 41%，如下图所示 6.1 所示，其他选项如风险收益一致，增加财富管理种类占比略低，分别为 28% 和 23%，而提高现有财富管理服务质量占比最低，但是也达到了 8%。

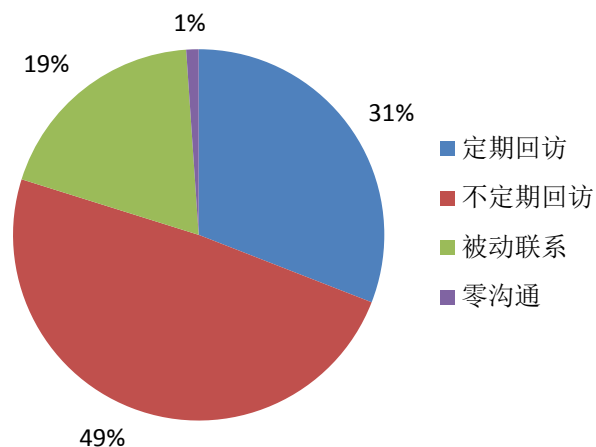
图 6.1 抽样调查中的顾客对公司产品与服务新期盼占比



数据来源：问卷调查数据

关于管理层与客户的沟通问题，调查问卷 31 题所得数据显示：占比最高的为公司经理主动非定期的进行回访或者推荐新产品，其次为定期的售后回访或者推荐新产品。两者的占比之和接近 80%，说明公司管理层和客户的沟通现状良好。具体如图 4.8 所示。

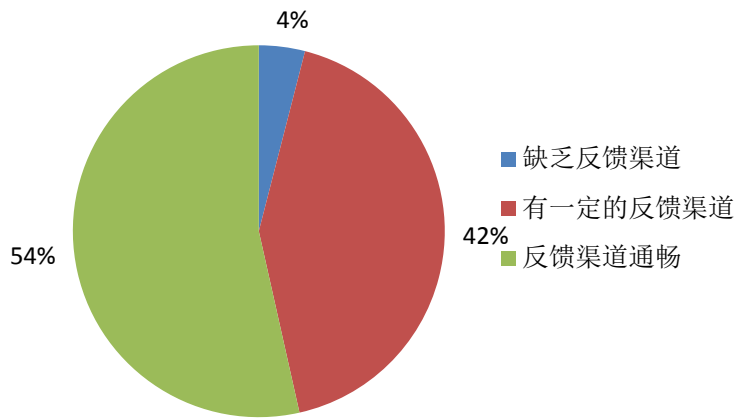
图 6.2 抽样调查中的管理层与客户沟通现状



数据来源：问卷调查数据

关于客户的反馈机制现状，调查问卷 32 题所得数据显示：反馈渠道通畅，能够及时、迅速、妥善的处理客户询问的占比最高为 54%；有一定的反馈渠道，但服务人员面对客户询问或质疑时表现拖沓、缺乏耐心，无法给出迅速有效反馈的占比略低，为 42%；认为完全缺乏反馈渠道，无专门人员配备的占比为 4%，说明客户认为无反馈渠道或者反馈渠道不够通畅的占比近半，亟需改进。

图 6.3 客户反馈机制现状

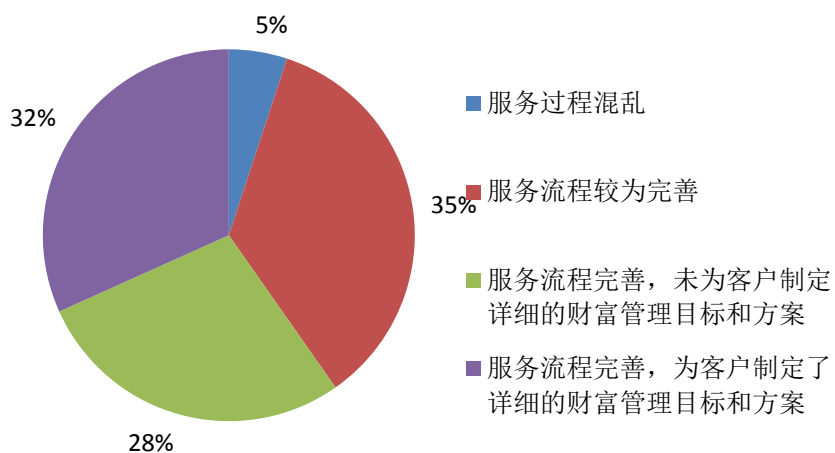


数据来源：问卷调查数据

二、公司的服务流程

公司虽然对客户期望有着比较清楚的了解，但如果没有将这种期望转变为客户期望的服务质量标准，那么公司很难制定准确的绩效标准来衡量员工是否服务到位。对于财富管理服务流程的现状评价，调查问卷 33 题所得数据显示：占比最高的为有较为完善的服务流程，但缺乏对客户理财需求进行充分了解，为 35%，其次为有完善的服务流程，并对客户理财需求进行详细了解，但未制定详细财富管理目标及实施方案，占比为 32%，这两项的占比之和接近 70%。说明客户对公司提高的服务流程比较满意，但是专业性的个性化服务还不到位。

图 6.4 抽样调查中的财富管理服务流程现状

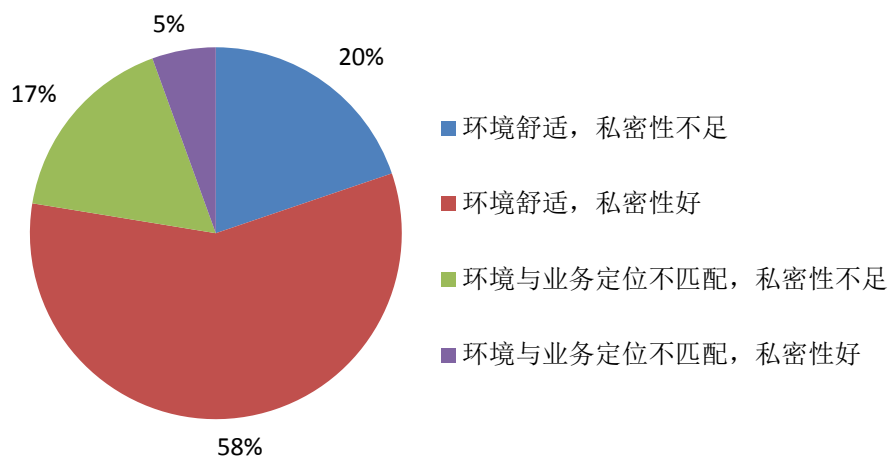


数据来源：问卷调查数据

三、服务环境的舒适性和私密性

对于环境的舒适性和私密性调查中，调查问卷 34 题所得数据显示：58%的客户认为公司提供的服务环境舒适且私密性好，仍有 22%的客户认为环境和高端财富管理业务定位不匹配，甚至有 25%的客户认为服务环境中存在私密性不足的问题。

图 6.5 抽样调查中的服务环境体验

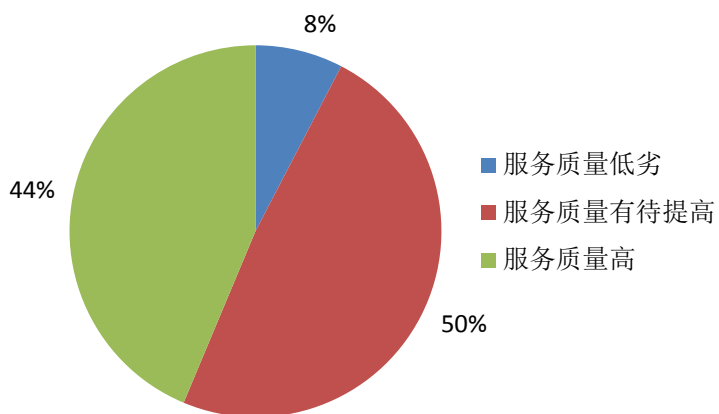


数据来源：问卷调查数据

四、服务质量与专业团队

根据缺口模型中缺口三的描述，即使公司有很好的服务绩效指南并正确对待客户，也未必一定会有优质的服务绩效。这就要求公司提供支持，协助、鼓励、和要求职工达到标准。关于公司的服务质量与绩效，调查问卷 35 题所得数据显示：50%的客户认为公司已经建立了基本的服务标准流程，并配备了相应的团队服务人员，但是服务专业性有待提高；另有 8%的客户认为公司服务质量低劣，服务团队角色模糊、专业水平不高。

图 6.6 抽样调查中的服务质量与绩效

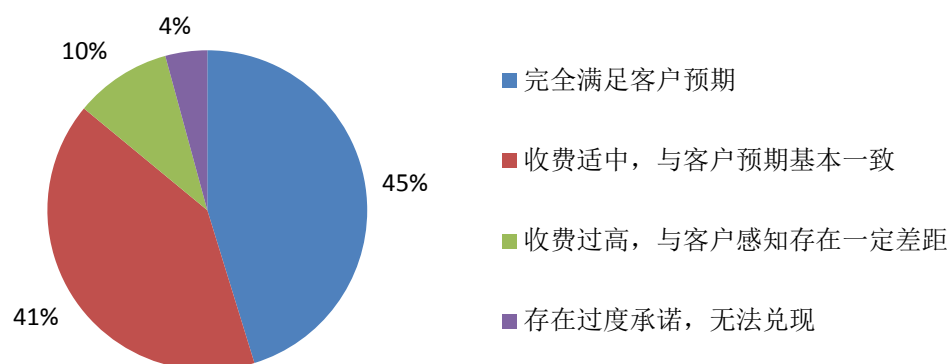


数据来源：问卷调查数据

五、营销与运营现状

服务业企业通过媒体广告、销售人员以及其他沟通手段做出的承诺有可能提高客户期望，而实际提供的服务与承诺的服务之间的缺口会从负面影响客户差距。关于客户对于营销和运营的评价，调查问卷 36 题所得数据显示：45% 的客户认为公司有充分的投资者教育，产品收益和服务完全满足客户预期；41% 的客户收费适中认为服务内容与客户预期基本一致，但仍有提升改进空间；总体来看，客户对公司的营销和运营是满意的，但是仍有 4% 的客户认为销售中有过度承诺，产品收益和服务不能兑现。

图 6.7 抽样调查中的客户对营销和运营的评价

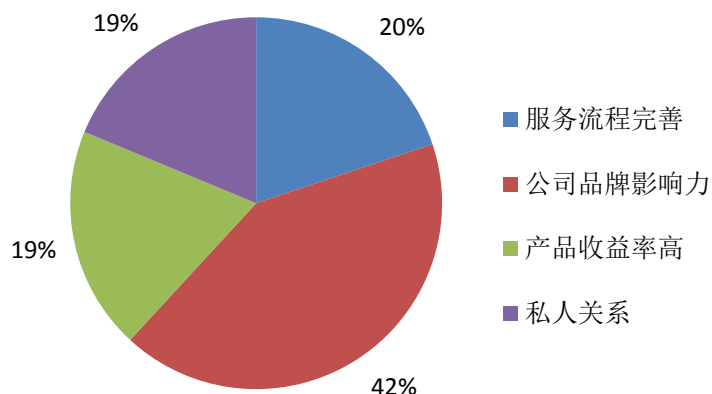


数据来源：问卷调查数据

六、客户选择受托人的原因

关于客户选择受托人的原因，调查问卷 37 题所得数据显示：42% 的客户以公司的品牌影响力为选择受托人的最重要的原因，客户选择受托人的其他原因：服务流程完善、产品收益率高、私人关系所占比例均为 20% 左右。

图 6.8 客户选择受托人的原因



数据来源：问卷调查数据

6.1.3 服务质量因子相关性分析

不同的服务质量因子存在一定的相关性，客户对其的评判因而也相关。从表 5.1 中我们可以看到，客户对服务沟通状况、服务流程完善性和团队专业性三者的满意度是中度正相关且统计显著的，这表明，对于高净值客户而言，沟通不畅本身就表明服务流程的不完善和服务团队的不专业，反之亦然。此外，客户对服务流程完善性、环境舒适性与环境私密性三者的满意度看法是中度或弱正相关的。这表明，对于高净值客户而言，环境舒适度欠佳或者私密性不足都是服务流程不完善的体现，但并不会因此归咎于其所接触的服务提供团队本身，而可能是更多将此归咎于服务流程的设计者。

表 6.1 服务质量因子的相关性分析

	沟通	服务	舒适	私密	专业	营销	流程	品牌	收益
沟通状况	1								
服务流程	0.46*	1							
环境舒适	0.14*	0.35*	1						
环境私密	0.16*	0.29*	0.42*	1					
团队专业	0.68*	0.49*	0.12*	0.12*	1				
营销状况	0.04	0.18*	0.07	0.06	0.10*	1			
流程规范	0.17*	0.18*	0.16*	0.16*	0.15*	0.19*	1		
品牌声誉	0.13*	0.06	0.09	0.09	0.05	-0.18*	-0.28*	1	
收益率高	-0.03	-0.05	0.05	0.05	-0.05	0.02	-0.12*	-0.26*	1
私人关系	-0.13*	-0.11*	-0.14*	-0.04	-0.06	-0.01	-0.23*	-0.34*	-0.08

注：数据来源为调查问卷，*表示 5%显著。

不过，客户对这些因子的这些评判不一直都是正相关的，负相关关系也是存在的。例如，看重品牌声誉的客户可能并不太看重服务流程规范、高收益率和私人关系，品牌声誉因子与后三个因子在统计分析中都呈弱的负相关关系。此外，看重私人关系的客户除不太重视品牌声誉外，也不太重视流程规范（二者呈弱负相关关系）。

6.2 服务质量因子对财富管理的影响：计量分析

对于问卷本身的统计分析虽有助于我们对被调查对象的情况做一个概览，但并不能足够科学、全面和准确地反映出服务质量因子对公司经营绩效的影响，更不能反映出这些需求或特征背后的决定因素，因此有必要进一步采取回归分析作进一步考察。由于调查问卷所得数据为受限的离散数据，并不服从正态分布 (Normal Distribution)，因此我们采用针对离散、受限因变量的负二项回归分析法以避免分布的偏差问题，考察服务变量对顾客投资决策的影响。

6.2.1 模型设定与方法选择

通过服务变量对客户欲设立的财富管理项目的规模和在公司的真实投资额度的影响，来分析各个服务质量因子对财富管理影响的显著性和影响程度。具体回归模型如下：

$$\text{amount}_i = a + a_1q1_i + a_2q2_i + a_3q3_i + a_4q4_i + a_5q5_i + a_6q6_i + a_7q7_i + a_8q8_i + a_9q9_i + a_{10}q10_i + \varepsilon_i$$

$$\text{size}_i = a + a_1q1_i + a_2q2_i + a_3q3_i + a_4q4_i + a_5q5_i + a_6q6_i + a_7q7_i + a_8q8_i + a_9q9_i + a_{10}q10_i + \varepsilon_i$$

在上述两个模型中，amount 代表过往投资额度；size 代表欲设立财富管理的额度；

q1、q2、q3、q4、q5、q6、q7、q8、q9、q10 分别代表 10 个服务质量因子：与顾客的沟通状况、服务流程、服务环境的舒适性、服务环境的私密性、服务质量与专业团队、营销与运营现状、顾客因服务规范而选择受托人、顾客因品牌声誉好而选择受托人、顾客因产品收益率高而选择受托人、顾客因私人关系选择受托人，其系数依次为 a1、a2、a3、a4、a5、a6、a7、a8、a9、a10；a 为常数项；i 为顾客编号；ε 为扰动项。

本节的计量部分仍采用负二项回归方法。如采用有序 logit 的方法进行回归，则其结论与负二项回归类似。关于两种方法的具体比较，参见附录 B。

6.2.2 回归结果与分析

模型 (1) 的回归结果如表 6.2 所示，从回归的结果来看，主要的显著变量包括 q1 (管理层与顾客的沟通状况)、q2 (管理服务流程)、q4 (环境服务私密性)、q6 (营销与运营状况)、q8 (选择受托人原因为品牌声誉好) 和 q9 (选择受托人原因为高收益)。其中，“管理层与顾客的沟通状况”变量在回归中加入“管理服务流程”变量后变得不显著，而“管理服务流程”变量则显著为正，这说明在好的服务流程中管理层与顾客的沟通状况一般也会良好，好的服务管理流程对顾客的过往投资额度有正向影响关系。

“环境服务私密性”变量在所有方程中都显著为正，而“环境服务舒适性”变量并不显著。说明高投资额的顾客对服务环境私密性重视程度要高于服务环境的舒适性。

“营销与运营状况”变量在所有方程中都显著为负，说明营销与运营过程中出现的问题，如收费过高，或者销售中的过度承诺都会对顾客的投资额度产生恶劣影响。

“选择受托人原因为品牌声誉好”变量在方程 (3) 中并不显著，但是模型中加入变量“选择受托人原因为高收益”后，两变量在方程 (4) 和 (5) 中都显著为正，这说明顾客选择受托人的原因首先是受托人提供高收益，在此基础上，受托人拥有高声誉的品牌也会对顾客的投资额度产生正面的影响。

表 6.2 服务质量因子对顾客以往投资规模的影响

	顾客以往投资规模				
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
q1	-0.020 (0.121)	-0.018 (0.121)	-0.057 (0.128)	-0.110 (0.125)	-0.111 (0.124)
q2	0.162*** (0.067)	0.151*** (0.069)	0.204** (0.060)	0.257*** (0.056)	0.261*** (0.064)
q3	-0.183 (0.280)	-0.161 (0.271)	-0.247 (0.270)	-0.309 (0.268)	-0.321 (0.283)
q4	0.249** (0.126)	0.263** (0.117)	0.257** (0.118)	0.067** (0.120)	0.074** (0.125)
q5	0.079 (0.268)	0.100 (0.261)	0.089 (0.257)	0.130 (0.248)	0.132 (0.245)
q6	-0.283** (0.140)	-0.277** (0.141)	-0.298** (0.143)	-0.314** (0.150)	-0.313** (0.148)
q7		-0.106 (0.282)	-0.033 (0.296)	-0.025 (0.275)	-0.034 (0.277)
q8			0.225 (0.225)	0.482** (0.240)	0.471* (0.253)

q9	0.922***	0.921***
	(0.242)	(0.242)
q10		-0.032
		(0.252)

注：***，**，*分别表示在 1%、5%、10%的水平上显著。篇幅所限，统计量及常数项略。

模型 (2) 的回归结果如表 6.3 所示，从回归的结果来看，主要的显著变量包括 q1 (管理层与顾客的沟通状况)、q6 (营销与运营状况)、q7 (顾客选择受托人的原因为服务流程规范) 和 q8 (选择受托人原因为品牌声誉好)。

“管理层与顾客的沟通状况”变量在全部方程中显著为正，与模型 (1) 回归结果不同，回归中加入“管理服务流程”变量后依然显著，而“管理服务流程”变量则不显著，这说明如果管理层与顾客的沟通状况良好，对顾客欲设立财富管理额度有正向影响关系，与管理服务流程无关。“营销与运营状况”变量在所有方程中都显著为负，这与模型 (1) 的回归结果一致，说明营销与运营过程中出现的问题，如收费过高，或者销售中的过度承诺都会对顾客的投资额度产生恶劣影响。

“顾客选择受托人的原因为服务流程规范”变量在模型（1）的回归结果中并不显著，但是在模型（2）的所有方程中都是正向显著的。这说明顾客有意向设立财富管理时，设立规模会受到服务流程的规范程度的直接影响。

“选择受托人原因为品牌声誉好”变量在模型（1）中显著的前提是“选择受托人原因为高收益”变量存在且显著，该变量在模型（2）所有方程中都是正向显著的，这说明顾客与欲设立财富信托的规模与所选受托人的品牌声誉有显著的正向关系。

表 6.3 服务质量因子对顾客欲设立财富管理规模的影响

	欲设立财富管理额度				
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
q1	-0.052** (0.031)	-0.055** (0.031)	-0.057** (0.033)	-0.063** (0.034)	-0.066** (0.034)
q2	0.007 (0.049)	0.005 (0.049)	0.005 (0.049)	0.001 (0.048)	-0.005 (0.050)
q3	0.030 (0.080)	0.025 (0.081)	0.022 (0.084)	0.005 (0.085)	0.022 (0.084)
q4	0.003 (0.075)	0.002 (0.075)	0.003 (0.076)	-0.005 (0.076)	-0.013 (0.074)
q5	0.009 (0.065)	0.006 (0.066)	0.006 (0.065)	0.013 (0.066)	0.016 (0.067)
q6	-0.030** (0.041)	-0.036** (0.042)	-0.035** (0.044)	-0.032** (0.044)	-0.031** (0.044)
q7		0.071* (0.062)	0.079* (0.076)	0.121* (0.082)	0.153* (0.086)
q8			0.021 (0.071)	0.069** (0.079)	0.101** (0.083)

	0.170	0.188
q9	(0.081)	(0.082)
		0.087
q10		(0.073)

注：***，**，*表示在 1%、5%、10%的水平上显著。篇幅所限，统计量及常数项略。

6.3 控制变量下服务质量因子对财富管理的影响：计量分析

6.3.1 模型设定与方法选择

上一节中模型 (1) 和 (2) 的回归结果分析可一定程度上解释各服务质量因子对财富管理影响的显著性和影响程度。本部分在前述模型的基础上，加入服务质量因子的控制变量，使得各个服务质量因子对财富管理的解释更加细化和深入。具体回归模型如下：

$$\begin{aligned}
 \text{amount}_i &= a + \varphi \text{control}_i + a_1 q1_i + a_2 q2_i + a_3 q3_i + a_4 q4_i + a_5 q5_i \\
 &\quad + a_{16} q6_i + a_7 q7_i + a_8 q8_i + a_9 q9_i + a_{10} q10_i + \varepsilon_i \\
 \text{size}_i &= a + \varphi \text{control}_i + a_1 q1_i + a_2 q2_i + a_3 q3_i + a_4 q4_i + a_5 q5_i \\
 &\quad + a_6 q6_i + a_7 q7_i + a_8 q8_i + a_9 q9_i + a_{10} q10_i + \varepsilon_i
 \end{aligned}$$

在上述两个模型中，amount代表过往投资额度；size代表欲设立财富管理的额度；control为控制变量集合，包括投资者的性别、年龄、职业、收入、自有资产额、以往投资回报率等；q1-q10分别代表10个服务质量因子，其系数为a1-a10；a为常数项；φ为控制变量的系数集合；i为顾客编号；ε为扰动项。

6.3.2 回归结果与分析

表 6.4 控制变量下服务质量因子对顾客以往投资规模的影响

	顾客以往投资规模				
	全体	女	男	较高的未来 收入预期	较差的未来 收入预期
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
投资时间	0.011 (0.010)	-0.014 (0.017)	0.027** (0.013)	0.032** (0.015)	0.001 (0.011)
年龄	-0.004 (0.005)	-0.003 (0.008)	-0.004 (0.005)	-0.011 (0.007)	-0.001 (0.006)
学历	-0.076 (0.089)	-0.038 (0.146)	0.000 (0.105)	0.057 (0.104)	-0.249** (0.111)
资产	0.487*** (0.104)	0.275 (0.170)	0.481*** (0.156)	0.454** (0.201)	0.314*** (0.117)
收入	0.266** (0.123)	0.464** (0.195)	0.136 (0.178)	0.217 (0.168)	0.745*** (0.211)
职业	0.009 (0.083)	-0.020 (0.122)	0.014 (0.085)	0.009 (0.096)	0.034 (0.113)
信托投资	0.006	-0.006	-0.071	0.035	-0.198***

比重	(0.064)	(0.123)	(0.079)	(0.088)	(0.074)
过往回报	0.102	0.222	0.049	-0.020	0.312**
率	(0.101)	(0.180)	(0.086)	(0.109)	(0.124)
q1	-0.030	-0.079	0.041	0.005	0.031
	(0.085)	(0.163)	(0.080)	(0.086)	(0.086)
q2	0.299***	0.259*	0.416***	0.183*	0.334***
	(0.099)	(0.155)	(0.129)	(0.108)	(0.125)
q3	0.105	0.134	-0.053	0.301	0.025
	(0.168)	(0.397)	(0.209)	(0.201)	(0.211)
q4	0.013	0.153	-0.035	0.297	-0.290
	(0.147)	(0.352)	(0.166)	(0.187)	(0.203)
q5	-0.106	0.032	0.430***	-0.289	-0.161
	(0.159)	(0.201)	(0.147)	(0.179)	(0.139)
q6	-0.169**	-0.104	-0.165	-0.061	-0.209**
	(0.085)	(0.200)	(0.127)	(0.120)	(0.106)
q7	0.189	0.121	0.369	0.145	0.337
	(0.189)	(0.294)	(0.289)	(0.187)	(0.247)
q8	0.417***	0.526**	0.455*	0.755***	0.121
	(0.157)	(0.246)	(0.250)	(0.164)	(0.185)

q9	0.198 (0.139)	0.102 (0.204)	0.273 (0.195)	0.301** (0.130)	0.125 (0.189)
q10	0.4025** (0.16)	0.699** (0.291)	0.203 (0.162)	0.028 (0.193)	0.336 (0.232)
常数项	3.657*** (0.517)	3.126*** (0.674)	4.203*** (0.713)	3.953*** (0.768)	4.090*** (0.466)
<hr/>					
统计量					
<hr/>					
观测值数	179	80	99	80	99
极大似然值	-1100.218	-505.224	-580.088	-483.018	-599.840
AIC	2240.436	1050.449	1200.176	1006.037	1239.680
BIC	2304.183	1098.089	1252.079	1053.677	1291.583

注：***，**，*分别表示在 1%、5%、10%的水平上显著。

表 6.5 控制变量下服务质量因子对欲设财富管理规模的影响

	欲设财富管理规模					
	全部客户 (参与度)	部分客户 (参与度)	全部客户 (信托比 重)	部分客户 (信托比重)	全部客户	部分客户
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
投资时	-0.002	-0.005	-0.002	-0.005	-0.004	-0.006
间	(0.004)	(0.005)	(0.005)	(0.005)	(0.004)	(0.005)
年龄	0.001	0.001	-0.002	-0.001	0.000	0.001
	(0.001)	(0.002)	(0.001)	(0.002)	(0.001)	(0.002)
学历	-0.088***	-0.032	-0.070**	0.004	-0.080***	-0.026
	(0.032)	(0.044)	(0.034)	(0.045)	(0.031)	(0.043)
资产	0.339***	0.400***	0.335***	0.387***	0.324***	0.384***
	(0.031)	(0.036)	(0.036)	(0.047)	(0.034)	(0.042)
职业	0.012	-0.016	0.021	-0.025	-0.006	-0.036
	(0.025)	(0.034)	(0.027)	(0.039)	(0.025)	(0.037)
过往回	0.008	-0.006	0.015	0.003	0.019	-0.003
报率	(0.026)	(0.036)	(0.028)	(0.038)	(0.026)	(0.036)
参与度	-0.226***	-0.169***			-0.221***	-0.167***

	(0.045)	(0.056)			(0.044	(0.056)
信托投			0.072***	0.074**	0.063***	0.067**
资比重			(0.022)	(0.033)	(0.021)	(0.034)
q1	-0.079***	-0.071**	-0.087***	-0.086***	-0.081***	-0.076***
	(0.025)	(0.028)	(0.029)	(0.033)	(0.025)	(0.029)
q2	0.021	0.059	-0.026	0.035	-0.001	0.040
	(0.043)	(0.052)	(0.044)	(0.050)	(0.042)	(0.050)
q3	0.062	-0.010	0.089	-0.024	0.066	0.001
	(0.056)	0.067)	(0.063)	(0.071)	(0.057)	(0.067)
q4	-0.039	-0.017	-0.039	0.002	-0.032	-0.012
	(0.047)	(0.065)	(0.052)	(0.071)	(0.048)	(0.067)
q5	-0.033	0.004	-0.025	0.006	-0.036	-0.001
	(0.049)	(0.051)	(0.055)	(0.058)	(0.049)	(0.050)
q6	-0.026	0.003	0.011	0.027	-0.002	0.025
	(0.028)	(0.033)	(0.031)	(0.039)	(0.028)	(0.037)
q7	0.122**	0.030	0.129	0.046	0.108*	0.028
	(0.058)	(0.088)	(0.061)	(0.095)	(0.057)	(0.092)
q8	0.155***	0.129**	0.156***	0.133*	0.161***	0.132**
	(0.047)	(0.064)	(0.051)	(0.073)	(0.047)	(0.066)

q9	0.153*** (0.044)	0.124** (0.057)	0.142*** (0.051)	0.125** (0.070)	0.170*** (0.044)	0.149** (0.059)
q10	0.060 (0.050)	0.018 (0.071)	0.042 (0.050)	-0.021 (0.064)	0.044 (0.049)	-0.013 (0.069)

注：***，**，*分别表示在 1%、5%、10%的水平上显著。

模型 (3) 的回归结果如表 6.4 所示，从回归的结果来看，部分控制变量显著，显著服务质量变量包括 q2 (管理服务流程)、q5 (服务质量与专业团队)、q6 (营销与运营状况)、q8 (选择受托人原因为品牌声誉好)、q9 (选择受托人原因为高收益) 和 q10(选择受托人原因为私人关系)。控制变量中，男性和较高收入预期的客户的投资时间与以往投资规模显著成正比；而较差收入预期的客户的学历与投资规模显著成反比；客户的资产规模与投资规模显著成正比，无论客户类型如何划分；女性和较差收入预期的客户的每年总收入与投资规模显著成正比；较差收入预期的客户的信托投资比重与投资规模显著成反比。

“管理服务流程”变量在全部方程中均为正向显著，这说明受托人的管理服务流程与以往投资规模显著正相关，且无论客户类型如何划分；

“服务质量与专业团队”变量在方程 (3) 中正向显著，这说明男性客户对服务质量和团队服务评价与投资规模成正比，而其他类型顾客不存在这种显著关系。

“营销与运营状况”变量在方程（1）和（3）中为反向显著，这说明有较差收入预期的客户的营销和营运评价与投资规模明显成反比，有较差收入预期的客户特别仇恨过度承诺。

“选择受托人原因为品牌声誉好”变量在全部方程中均为正向显著，这说明因为受托人的品牌声誉好，值得信赖而将它选为合作对象，对男性和女性客户以及有较高或者较低收入预期的客户来说都是显著的。

“选择受托人原因为高收益”变量在方程（4）中为正向显著的，这说明产品收益高对有较高收入预期的客户来说都是显著的，对其他类型的顾客来说并不适用，较高收入预期的顾客对产品收益率特别重视，这直接影响到了他的过往投资额度。

“选择受托人原因为私人关系”变量在方程（1）和（2）中为正向显著的，这说明女性更加注重私人关系，这种重视程度直接影响到了她的过往投资额度。

模型（4）的回归结果则如表 6.5 所示，全部客户表示全部参与调查问卷的客户，部分客户表示，全部客户中投资值大于零的客户。

从回归的结果来看，依然是部分控制变量显著，显著服务质量变量包括 q1（管理层与顾客的沟通状况）、q7（顾客选择受托人的原因为服务流程规范）、q8（选择受托人原因为品牌声誉好）和 q9（选择受托人原因为高收益）。控制变量中，全部客户的学历与欲设立财富管理规模显著成正比，但是部分客户的回归结果并不显著；资产与欲设立财富管理规

模显著成正比，与客户范围无关；加入的控制变量“参与度”和“信托投资规模”与欲设立财富管理规模也是显著成正比的。

“管理层与顾客的沟通状况”变量在全部方程中显著为正，这说明如果管理层与顾客的沟通状况良好，对顾客欲设立财富管理额度有正向影响关系，与客户范围的划分无关。

“顾客选择受托人的原因为服务流程规范”变量只是在方程（1）和（5）中为正向显著，在其他方程中并不显著，这说明顾客有意向设立财富管理时，设立规模会受到服务流程的规范程度的直接影响，且影响程度与客户的参与度有关。

“选择受托人原因为品牌声誉好”变量在全部方程中均为正向显著，这说明因为受托人的品牌声誉越好，越值得信赖而将它选为合作对象，欲设立的财富管理的规模越高。

“选择受托人原因为高收益”变量在全部方程中均为正向显著的，这说明产品收益高对所有客户来说都是显著的，较高收入预期的顾客对产品收益率特别重视，直接影响到了他们欲设立财富管理的规模。

6.4 小结

本章对调查问卷中关于服务质量的 8 个问题进行合并和选项分解后，共得到 10 个服务质量因子，对其统计分析的结果显示：沟通渠道顺畅，但公司服务不符合客户的期望；客户最迫切的期盼为丰富产品类别；服务流程完善，但缺乏有针对性的个性化服务方案；半数客户认为已建立了基本的服务标准流程，并配备了相应的团队服务人员，但服务专业

性有待提高；总体来看，客户对公司的营销和运营是满意的；近一半的客户以公司的品牌影响力为选择受托人的最重要的原因。

加入控制变量后的对服务质量因子的定量分析结果显示：受托人的管理服务流程与以往投资规模显著正相关，且无论客户类型如何划分；男性客户对服务质量和团队服务评价与投资规模成正比，而其他类型顾客不存在这种显著关系；有较差收入预期的客户的营销和营运评价与投资规模明显成反比，有较差收入预期的客户特别仇恨过度承诺；因为受托人的品牌声誉好，值得信赖而将它选为合作对象，对男性和女性客户以及有较高或者较低收入预期的客户来说都是显著的；产品收益高对有较高收入预期的客户来说都是显著的，对其他类型的顾客来说并不适用，较高收入预期的顾客对产品收益率特别重视，这直接影响到了他的过往投资额度：女性更加注重私人关系，这种重视程度直接影响到了她的过往投资额度。

如果管理层与顾客的沟通状况良好，对顾客欲设立财富管理额度有正向影响关系，与顾客范围的划分无关；顾客有意向设立财富管理时，设立规模会受到服务流程的规范程度的直接影响，且影响程度与客户的参与度有关；说明因为受托人的品牌声誉越好，越值得信赖而将它选为合作对象，欲设立的财富管理的规模越高；说明产品收益高对所有客户来说都是显著的，较高收入预期的顾客对产品收益率特别重视，直接影响到了他们欲设立财富管理的规模。

总的来说，客户倾听缺口对各类客户的投资委托行为均有显著的影响。无论客户类型或范围如何划分，如果受托人能够主动倾听客户需求并进行反馈，则客户更乐于接受受托人的财富管理服务。

第七章 财富管理服务及其标准设计：增值服务

财富管理与传统信托理财的区别在于，前者以客户为中心、将产品设计销售视为服务的一部分，关注如何与客户发生持续的、终生的甚至跨越多代人的联系；后者则以产品为中心，业务只有单一的产品销售、未上升至金融服务或投资服务的层面，而增值服务也只是产品销售的补充或催化剂，因此无法深入客户的生活场景。本章主要讨论财富管理服务中一般性的增值服务，第八章则针对与产品设计相关的资产增值服务、投资服务或理财服务，二者的结合才是完整的财富管理服务。

7.1 财富管理服务及其标准设计简介

财富管理提供的非金融增值服务是增加客户粘性的重要手段，并且增值服务也要能够满足特定的客户需求，不能千篇一律，因此明确客户需求是建立合适的财富管理服务设计及绩效标准的前提。然而，财富管理服务提供者对客户期望的理解与制定的财富管理服务设计与标准间会存在一定差别，具体参见表 7.1。这一缺口分析不仅适用于本章的财富管理增值服务，也适用于第八章的财富管理资产配置服务。

在问卷中，本文设计的多选问题考察了客户对税收筹划、子女教育规划、养老规划、家庭财富传承相关咨询、出境移民咨询、医疗健康咨询、艺术品收藏和投资、高端人士聚会、全球奢侈品采购方面的需求。根据问卷调查结果，养老规划、医疗健康“绿色通道”、子女教育规划是受访者选择的前三项，分别占到 49.8%、49.3%和 37.4%，表现该三项服

务是高净值人群需求较为迫切的。其他增值服务选项如税收筹划、家庭财富传承咨询、出境移民咨询、艺术品收藏和投资、高端人士聚会、全球奢侈品采购等则分布比较平均。

表 7.1 财富管理服务及其标准设计缺口

宏观因素	明细
服务设计不良	1、财富管理服务开发缺乏系统性 2、服务设计模糊 3、服务设计与定位不一致
缺乏客户驱动标准	1、缺乏客户驱动服务标准 2、没有关注客户需求的过程管理 3、没有设定服务质量目标的正式流程
有形展示和服务场景不当	1、客户期望有形化失败 2、场景设计与客户、员工需求不匹配 3、服务场景的维护和升级不够

在具体的分析中，考虑到我们的调查问卷样本数据的特点是受限且离散，因此不服从正态分布，为此我们采用专门针对离散变量的 Tetrachoric 相关性分析方法，以避免分布非正态所导致的偏差问题。由于调查问卷中某些问题是离散但并非 Tetrachoric 相关性分析所需的 0-1 型，这里我们将这类变量转换为 0-1 型变量，其中高于均值者为 1，低于均值者为 0。由于变量数量较多，这里将相关性分析结果拆分成多个表格分别讨论。

7.2 财富传承与子女教育增值服务及其标准设计

7.2.1 财富传承

前面的分析已经指出，高净值客户群体平均年龄高于常人，因此其中对财富传承和养老规划增值服务有需求者的比例也就高于常人。从样本中，我们发现男性选择关心家庭财

富传承相关咨询的比例为 30.14%，而女性为 28.48%，但这种差异在统计意义上不显著。

年龄高的群体关心家庭财富传承相关咨询的比例为 33.94%，而年龄低的群体的该比例为 24.51%，并且年龄与关心家庭财富传承相关咨询的比例之间的正相关性是显著的。

表 7.2 调查中的顾客对公司产品与服务新期盼占比

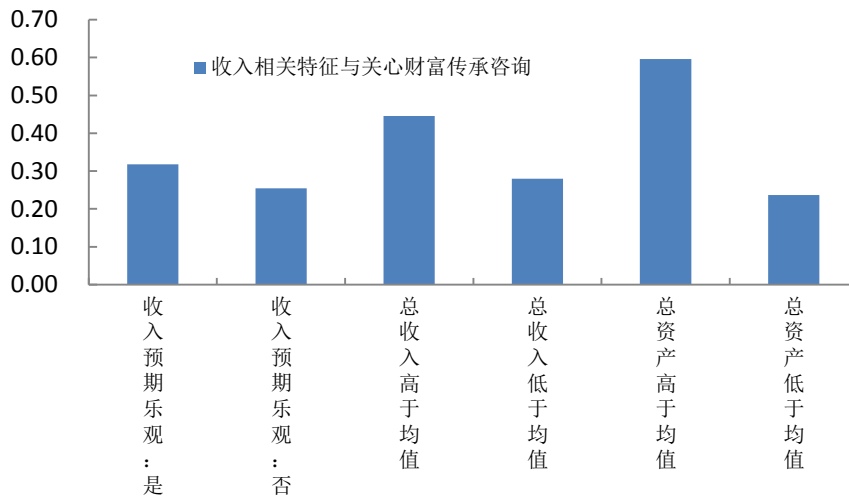
	特征	关心财富传承咨询的比例
性别	男	0.3014
	女	0.2848
	相关性	0.0314
年龄	年龄高于均值	0.3394
	年龄低于均值	0.2451
	相关性	0.1783
学历	研究生	0.2981
	本科及以下	0.2612
	相关性	0.1855

样本中，研究生人群中有 29.81%选择关心家庭财富传承相关咨询，而学历本科及以下的比例为 26.12%，差距不大，且相关性也不显著。而客户的职业类型也会影响其对于财富传承咨询的关注度，在自身家族企业中任职的人员往往更加关注财富传承的相关咨询。

此外，客户的收入来源特征也对是否关注财富传承的相关咨询具有影响：高收入人士、总资产高于均值人士都更加关注财富传承咨询，而且这种正相关性相关是显著的。客户的投资行为特征也影响了其关注财富传承咨询的程度。金融投资资产占比较高、信托资产占比较高以及投资回报水平较高的客户更加关注财富传承咨询，而且这种正相关程度非

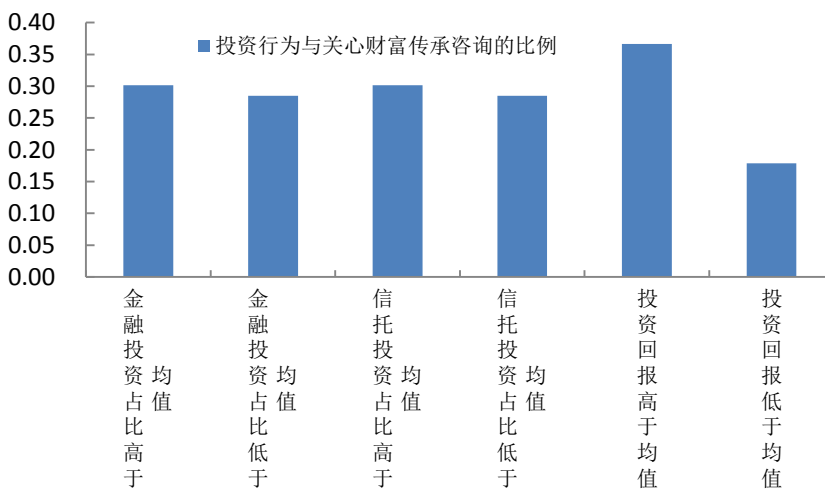
常显著。对于投资安全性、流动性、收益性的要求不同的客户，对于财富传承咨询关注的程度也不同：客户对于安全性的要求与关注财富传承咨询成正比。那些期望财富管理合同具有较长期限的客户，更加关注财富传承咨询。

图 7.1 调查中的顾客收入相关特征与关心财富传承咨询情况



数据来源：问卷调查数据

图 7.2 调查中的顾客投资行为特征与关心财富传承咨询情况

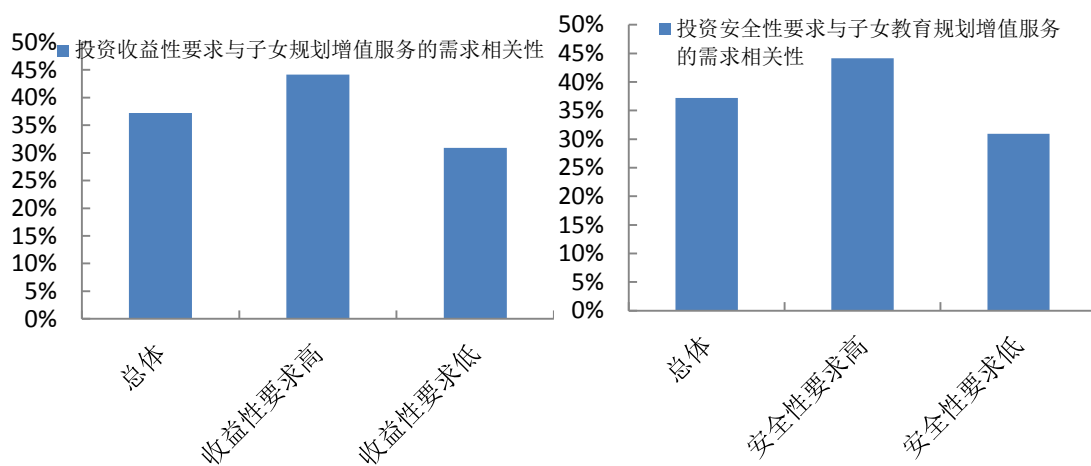


数据来源：问卷调查数据

7.2.2 子女教育

财富传承关注的是如何更好地将有形资产传承给下一代接班人，而子女教育关注的是怎样更好地将对文化与社会的理解以及正确的人生观、价值观传承给下一代接班人。因此，两者不仅是相关的，而且是有形资产与无形资产的融合。所谓富不过三代，究其原因也无外乎未能做好以上两点，即财富传承者未能将有形财产合理地安排给下一代，财富继承者不具备良好的财富管理能力或良好的金钱观。资产传承和子女教育可以称之为有形资产的财富传承和无形资产的财富传承。目前可以提供的子女教育规划服务包括：出国留学服务、贵族学校入学、礼仪培训、夏令营、素质教育等具体服务。这些服务定位于客户的不同需求，最大限度帮助客户解决二代甚至三代继承人的教育问题。

图 7.3 投资收益率/安全性要求与子女教育规划增值服务需求



数据来源：问卷调查数据

在对客户不同年龄情况与子女教育规划增值服务进行相关性分析后，我们发现，46岁以下的受调查者比46岁以上的受调查者，更加关注子女教育问题，前者更希望获得子女教育规划的增值服务，这主要是因为46岁以下人群的子女正处于受教育阶段，而46岁以上人群的子女的学校教育基本已经完成。调查还发现，希望获得子女教育规划增值服务的受访者对投资的收益性和安全性要求也较高。一般来说，教育费用特别是非义务教育费用的增长速度远超过通货膨胀水平。而子女教育费用通常又是若干年以后才需要使用的，因此在子女教育费用的准备，需要充分考虑到教育费用在未来潜在的增长，也就是说，应着重规划孩子在高中之后教育费用的积累，因此，在这种情况下，客户可能更关注投资的安全性及收益性。

7.3 养老规划与医疗增值服务及其标准设计

7.3.1 养老规划

财富传承规划的另一个重要方面是帮助客户安度晚年。养老规划的制订实施宜早不宜迟，越早开始为养老积累资金，到达养老目标的可能性就越大，也较为容易从短期市场低迷和投资失误中恢复过来。

养老的本质问题是如何保障退休前后资金的平衡，财富管理机构借助金融理财的专业服务优势，将解决养老问题落地到养老财务规划服务中，帮助客户理性、清晰地了解财务现状与养老目标之间是否存在差距，建立科学理财观念，合理配置资产，促成客户达成养

老和幸福安度晚年生活的目标。养老规划增值服务的内容包括了解分析客户养老需求目标和当前财务状况，根据客户提供的家庭资产负债、收入支出以及未来现金流等情况，运用相关模型预测客户养老金供给，帮助客户合理筹划资金。

经过分析，我们看到不同的客户年龄情况与养老规划增值服务相关性表现明显，即46岁（平均水平）以上的客户比46岁以下客户对养老规划增值服务的需求更明显。另一方面，研究生及以上学历的人群比本科及以下的人群对养老规划增值服务的需求更高，这表明高学历人群对养老规划有更为的自信，因此，可将此项服务向本科及以下学历人群倾斜。

此外，研究发现，选择养老规划增值服务的客户对投资安全性要求较高，属于风险厌恶型。养老金是退休后所需，为了完全规避风险，大多数客户会考虑通过银行储蓄进行退休金的积累。但值得注意的是，大多数理财产品在较长期限内收益相当可观，同时风险也不会象在短期里波动剧烈。所以可结合客户的风险承受能力选择适合的保守型、收益型、稳健型资产配置策略，以弥补通货膨胀带来的影响。通货膨胀是客观存在的，即便是养老期间也无法忽视通胀的因素，因此要提前考虑，安排好充足的养老金。尤为重要的是为避免市场变化带来的风险损失，应不断根据市场实际情况调整配置策略，以保证客户晚年生活的和谐幸福。

图 7.4 不同年龄层次/教育背景与养老规划增值服务需求

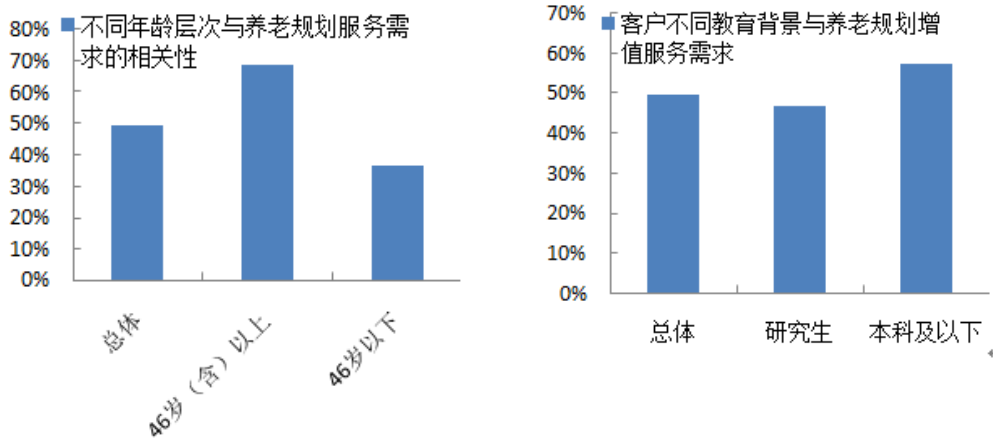
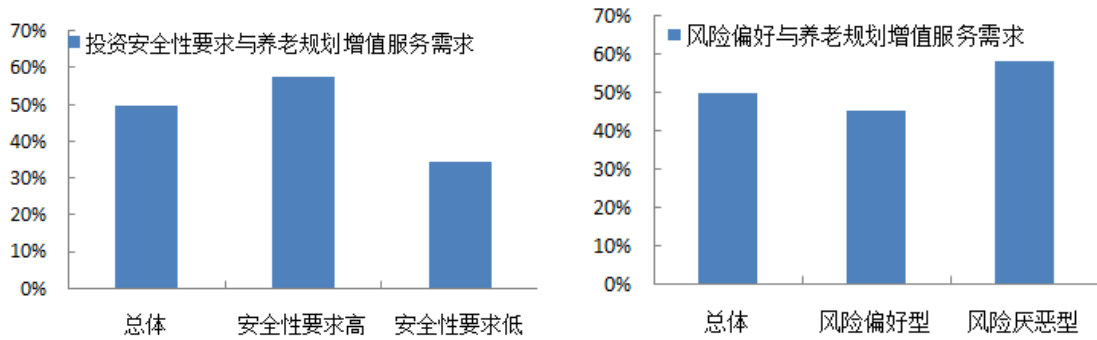


图 7.5 投资安全性要求/风险偏好与养老规划增值服务需求



数据来源：问卷调查数据

7.3.2 医疗通道

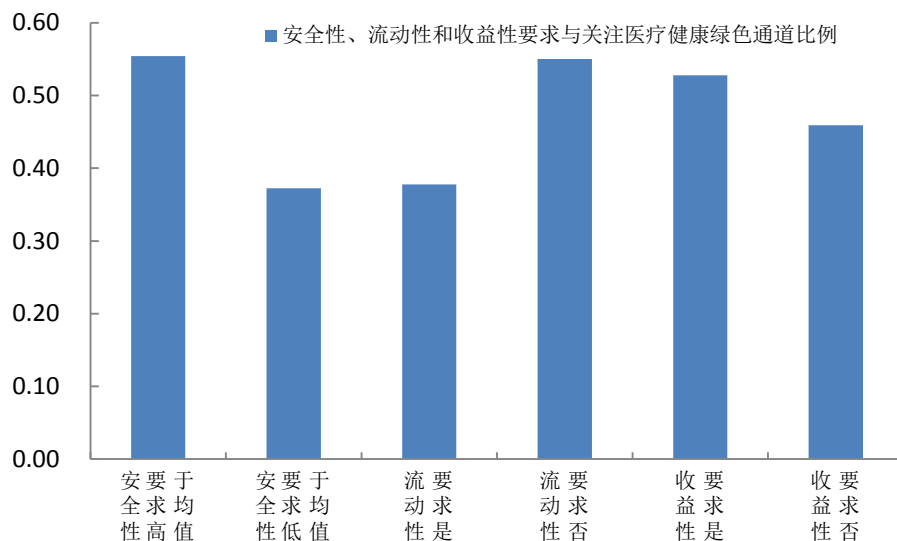
客户的性别、年龄和学历特征也和是否关注医疗健康“绿色通道密切”相关。性别方面，男性客户选择医疗健康“绿色通道”的比例为 43.84%，而女性为 57.59%，差异非常显著。年龄结构方面，年龄越高的人越关心医疗健康“绿色通道”，并且这种正相关性是显著的。学历和医疗健康“绿色通道”的则呈现负相关性。职业方面，我们发现，在自身家族企

业中任职的客户和医疗健康“绿色通道”关注度呈现正相关。此外，客户的收入来源同样和医疗健康“绿色通道”的关注程度相关。最后，客户对于安全性的要求，以及客户对医疗健康“绿色通道”的关注比例呈正相关，而客户对于流动性的要求和关注医疗健康“绿色通道”的比例也呈正相关。

表 7.3 调查中的顾客特征与关注医疗健康通道的关系

	特征	关注医疗健康绿色通道比例
性别	男	0.4384
	女	0.5759
	相关性	-0.2142*
年龄	年龄高于均值	0.5636
	年龄低于均值	0.4314
	相关性	0.2060*
学历	研究生	0.4755
	本科及以下	0.5299
	相关性	-0.2506*

图 7.6 不同职业类别与关注医疗健康绿色通道服务需求



数据来源：问卷调查数据

7.4 税收筹划与出境移民增值服务及其标准设计

7.4.1 税收筹划

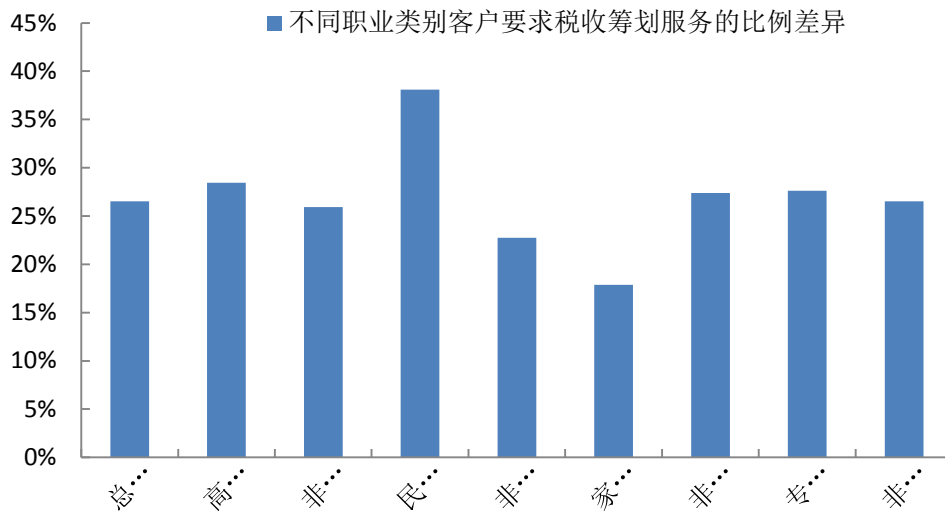
所谓税务筹划是指纳税人在税法许可的范围内，通过对经营投资、理财活动事先进行规划与安排，以减少或推迟税款缴纳的行为。财富管理机构根据客户的资产状况向客户提供一切合法的节税避税建议，并通过保险离岸账户信托等工具辅助客户来实现。

由于税收筹划是一种高层次的管理控制工具，包含很高的纳税技巧和涉税风险规避的能力，是一种寻找自身经营活动与税法规定契合点的行为，是在遵从税法的前提下的灵活应用，在此基础上的自我受益的行为税收筹划必须在严格的规则下进行，是一种创造性很强的活动，需要筹划人员具有很强的素质和合理的动机，加之税务机构对于合理的纳税筹

划是支持的态度，但是对于违法筹划避税逃税偷税行为要严厉处置，因此，财富管理机构

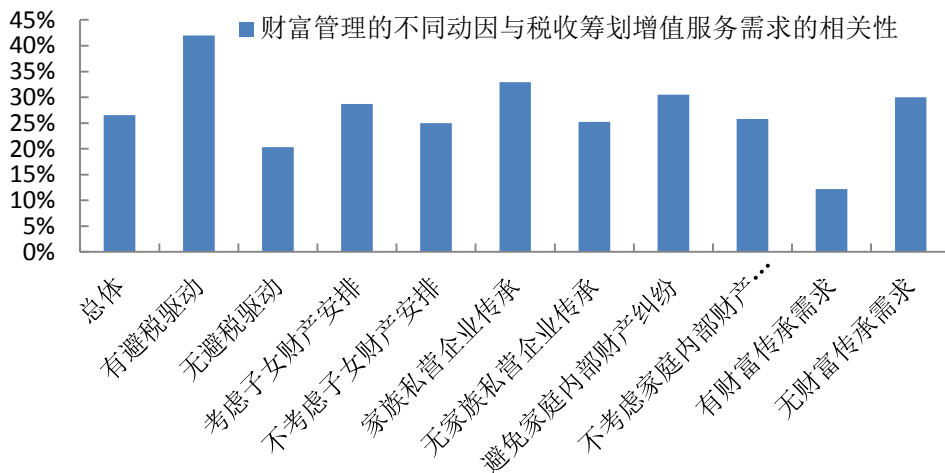
提供税收筹划服务需要与专业的税务事务所合作。

图 7.7 不同职业类别与税收筹划增值服务需求



数据来源：问卷调查数据

图 7.8 财富管理的不同动因与税收筹划增值服务需求



数据来源：问卷调查数据

通过观察所收集的数据，受访者的职业类别与税收筹划需求有一定相关性。与企业高管、家族成员、专业人士相比，民营企业家更关注税收筹划，这款能与在测试的职业类别中，民营企业家对税收敏感度更高有关，因此，未来提供增值服务可以较多考虑该群体的这一需求。

此外，受访者对财富管理的不同动因也与税收筹划增值服务的需求有一定关联。具体而言，对政府政策因素，特别是遗产税因素关注度较高的受访者，更希望获得税收筹划这项增值服务需求。

7.4.2 出境移民

客户的性别、年龄和学历特征和是否关注出境移民咨询密切相关。男性客户选择关心出境移民咨询的比例为 26.03%，而女性为 23.42%，但是差异不显著。年轻人更加关心出境移民咨询，并且低于平均年龄人群和高于评级年龄人群之间的差异是显著的。研究生群体相对本科及以下学历人群也更加关注出境移民咨询，并且学历和出境移民咨询之间的正相关性是显著的。

客户的职业也和出境移民咨询相关。我们发现，在自身家族企业中任职的客户和出境移民咨询紧密相关。客户的收入来源同样和是否关系出境移民咨询相关。我们发现，收入主要来自地产的客户更加关注出境移民咨询。客户的收入乐观程度、总资产高低、总收入高低也和出境移民咨询相关，而且统计意义上非常显著。客户对于安全性的要求高低和关

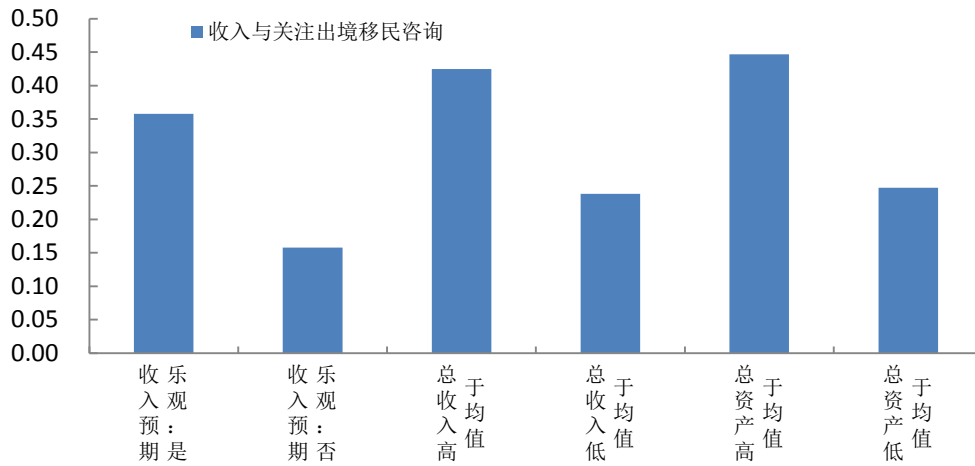
注出境移民咨询的比例呈负相关，对于流动性要求高低和关注出境移民咨询的比例呈正相关、客户对于收益性的要求高低和关注出境移民咨询的比例呈负相关。

财富管理信托设置的受益人为子女和配偶的客户，往往更加关注出境移民咨询。设立财富管理信托计划的目的是为了子女财产安排、私营企业传承、避免财产纠纷的客户和关注出境移民咨询的比例呈正相关。

表 7.4 调查中的顾客特征与关注出境移民咨询的关系

	特征	关注出境移民咨询的比例
性别	男	0.2603
	女	0.2342
	相关性	0.0551
年龄	年龄高于均值	0.1939
	年龄低于均值	0.2990
	相关性	-0.2212
学历	研究生	0.2868
	本科及以下	0.1716
	相关性	0.2726

图 7.9 财富管理的不同动因与出境移民增值服务需求



数据来源：问卷调查数据

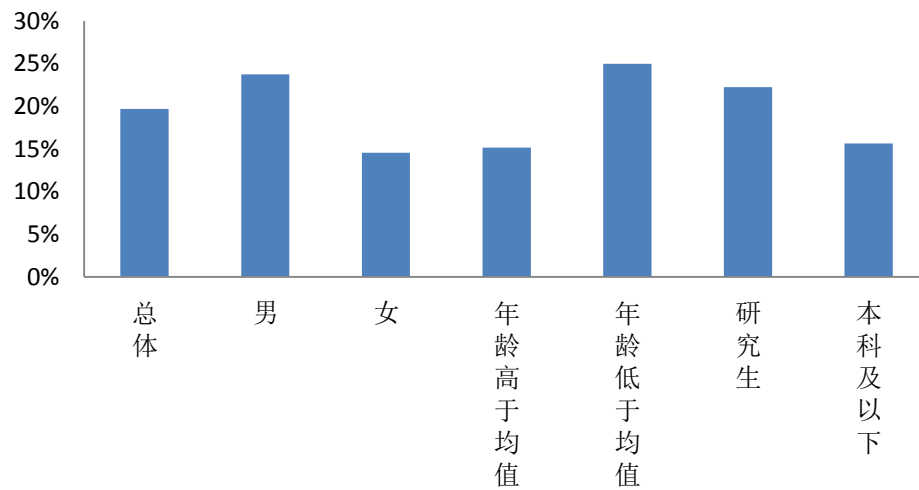
7.5 艺术品、奢侈品与高端聚会增值服务及其标准设计

7.5.1 艺术品收藏与投资

近年来，高净值人群出于“喜好”与“社会责任感”进行艺术品收藏和投资的情况有所增长。财富管理提供的艺术品投资与收藏增值服务内容主要有：为客户提供专业的艺术品收藏鉴定、采购、拍卖、保函、抵押贷款等服务；开展艺术品鉴赏沙龙、艺术品鉴定培训活动策划并举办境内外艺术展示、交流等活动；策划并举办艺术公益与艺术慈善活动；参与国际艺术投资与收藏领域的最新动态交流；设立艺术品投资基金并进行募资服务策划管理；开设客户艺术品保管服务；为客户提供家族企业艺术馆、收藏馆的建设与咨询服务；举办艺术品投资行业峰会；开展其他与艺术品投资、收藏相关的活动和服务。

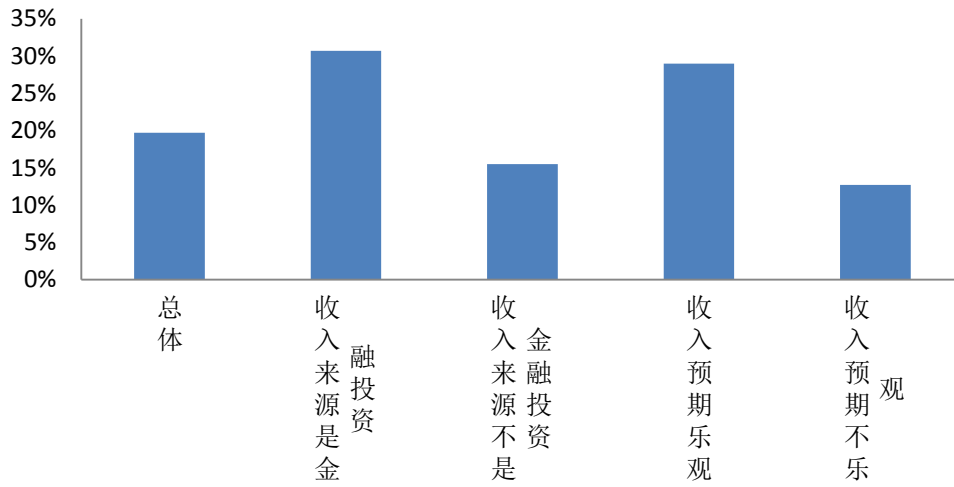
通过观察所收集的数据，受访者的基本情况与艺术品收藏投资需求有一定相关性。受访者的基本情况包括其性别、年龄和学历，其中受访者的性别和学历与其艺术品收藏投资需求的相关性为正，但是受访者的年龄与其艺术品收藏投资需求的相关性却为负，究其原因，相对于高年龄投资者，低年龄投资者对收藏和投资风险较高的艺术品跟感兴趣。

图 7.10 投资人基本情况与艺术品投资需求分析



数据来源：问卷调查数据

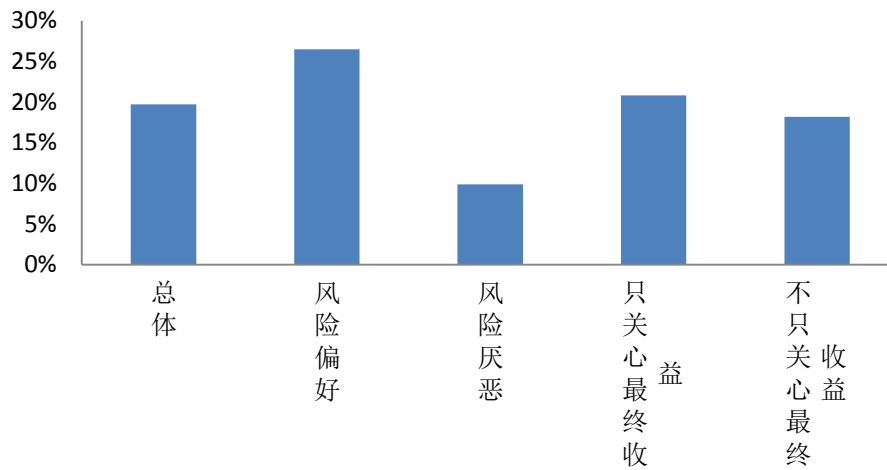
图 7.11 投资人收入情况与艺术品投资需求分析



数据来源：问卷调查数据

受访者的收入情况与艺术品收藏投资需求也有一定相关。收入情况中，收入来源为金融投资和收入预期乐观的受访者与艺术品收藏投资需求相关性最为显著。受访者的风险偏好情况与艺术品收藏投资需求也存在一定相关性，且风险偏好与艺术品收藏投资需求的相关性系数达到 0.5。只关心最终收益的的受访者与艺术品收藏投资需求的相关性也颇为显著。

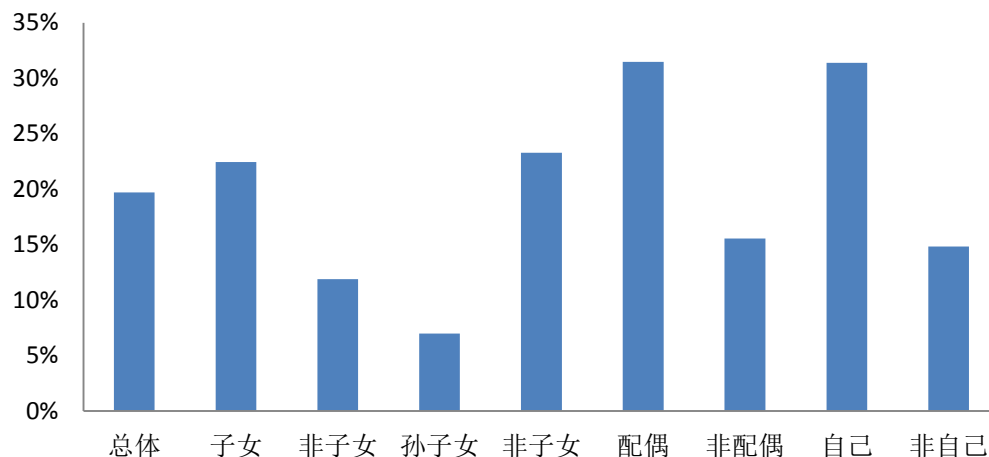
图 7.12 投资人风险偏好情况与艺术品投资需求分析



数据来源：问卷调查数据

受访者的财富管理的受益人安排情况与艺术品收藏投资需求的相关性也颇为显著。受益人安排为子女、孙子女、配偶和自己的受访者与艺术品收藏投资需求相关性均为显著。这种情况说明受访者只要做了财富管理的受益人安排，其对艺术品收藏投资就有一定的需求。

图 7.13 受益人安排情况与艺术品投资需求分析



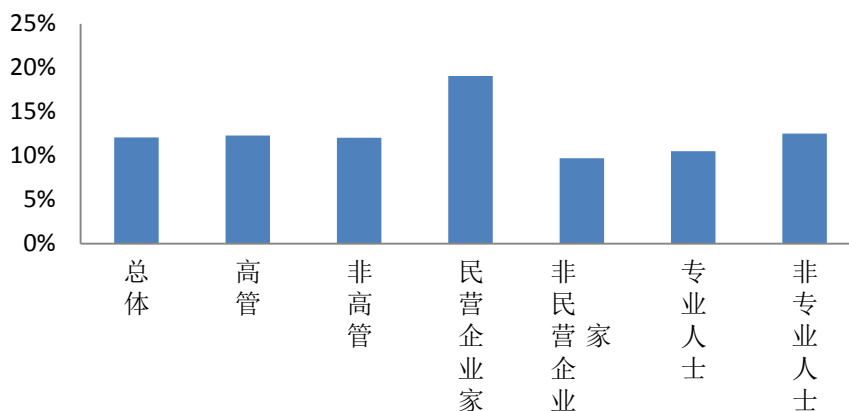
数据来源：问卷调查数据

7.5.2 全球奢侈品采购

正规渠道购买、正品保证、节省搜索购买渠道及沟通所耗费的时间和精力、提供全球奢侈品价格差异等重要资讯。此项服务并不只限于价格昂贵的商品。小到对亲人表达心意的小礼品，大到豪华游艇，只要是客户的需要，财富管理团队都可以提供高品质的服务。

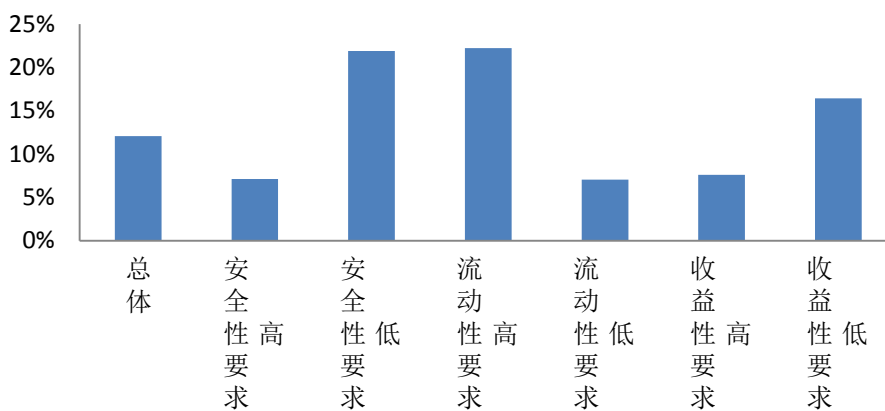
通过观察所收集的数据，受访者的职业情况与全球奢侈品采购需求有一定相关性。与全球奢侈品采购需求相关性较为显著的受访者职业民营企业家，而高级管理者、专业人与全球奢侈品采购需求的相关性并不显著。

图 7.14 职业情况与全球奢侈品采购需求分析



数据来源：问卷调查数据

图 7.15 投资要求情况与全球奢侈品采购需求分析



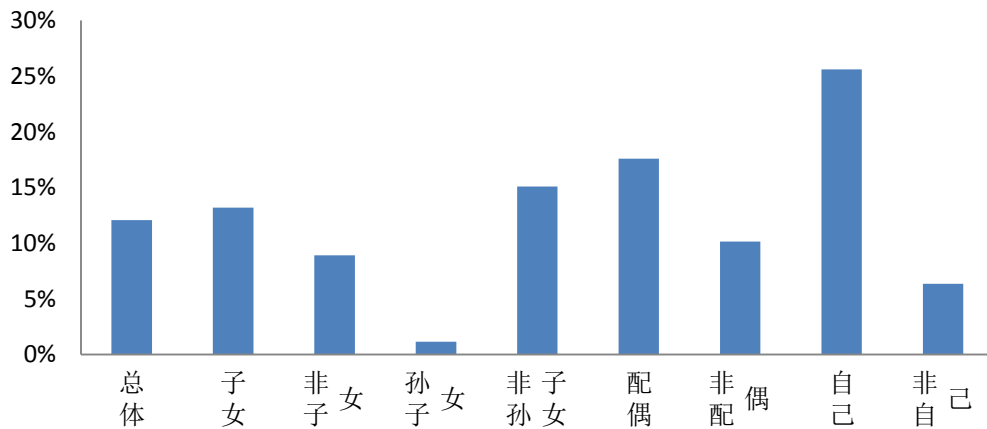
数据来源：问卷调查数据

受访者的投资要求情况与全球奢侈品采购需求有一定相关性。受访者对投资的要求分为安全性、流动性和收益性，这三个方面的要求均与全球奢侈品采购需求相关性较为显著，其中安全性要求和收益性要求与全球奢侈品采购需求相关性为负，流动性要求与全球

奢侈品采购需求相关性为正，这说明对投资流动性要求较高，但是对投资安全性和收益性要求较低的投资者对全球奢侈品采购需求敏感性较强。

受访者的财富管理收益人安排情况与全球奢侈品采购需求有一定相关性。受访者将财富管理收益人安排为孙子女和安排为自己的情况与全球奢侈品采购需求相关性最为显著，但是受访者将财富管理收益人安排为子女和安排为配偶的情况与全球奢侈品采购需求相关性并不显著，其中将财富管理收益人安排为孙子女与全球奢侈品采购需求相关性为负，安排为自己的情况与全球奢侈品采购需求相关性为正，这说明将财富管理收益人安排为孙子女或者为自己的投资者对全球奢侈品采购需求敏感性更强一些。

图 7.16 受益人安排情况与全球奢侈品采购需求分析

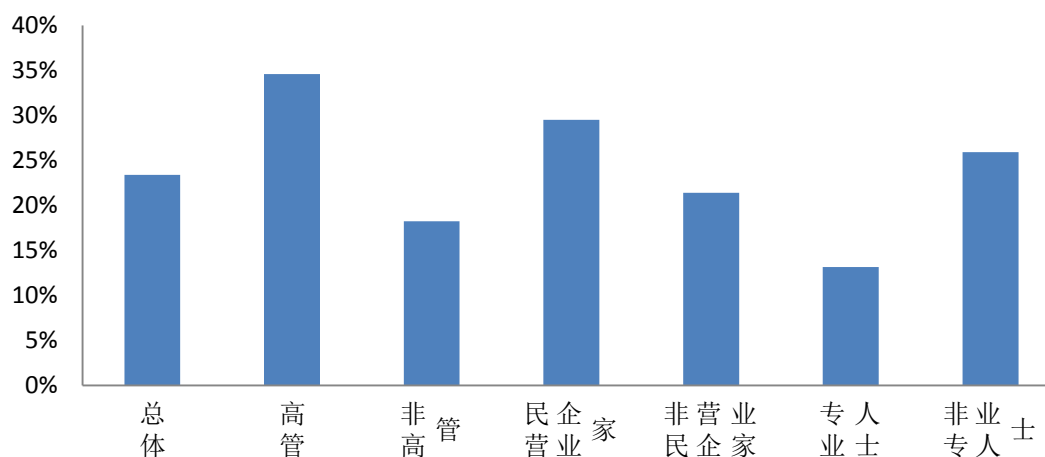


数据来源：问卷调查数据

7.5.3 高端人士聚会

财富管理中的各种高端人士聚会多以俱乐部的形式存在，如艺术品收藏投资俱乐部、高尔夫俱乐部、马术俱乐部等等，举办的形式有定期和不定期两类，对拓宽高端人士的人脉、增加其投资渠道和丰富其业余生活具有积极作用。通过观察所收集的数据，受访者的职业情况与高端人士聚会需求有一定相关性。与高端人士聚会需求相关性较为显著的受访者职业有高级管理者和专业人士，而民营企业家和家族人士与高端人士聚会需求的相关性并不显著。这是因为受访者参加高端聚会一般需要一定专业知识底蕴，而一般的民营企业家和家族人士并不具备。

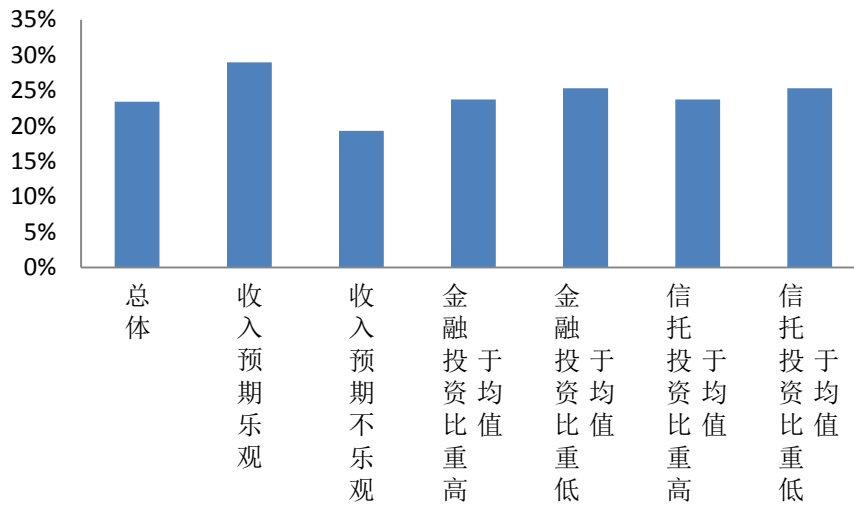
图 7.17 职业情况与高端人士聚会需求分析



数据来源：问卷调查数据

受访者的投资收入情况与高端人士聚会需求的相关性也颇为显著。对收入预期较为乐观的投资者与高端人士聚会需求相关性最为显著。投资者投资中金融投资比重和信托投资比重与高端人士聚会需求相关性并不显著，这说明受访者只要对收入预期较为乐观，无论投资去向如何，其对与高端人士聚会就有一定的需求。

图 7.18 投资收入情况与高端人士聚会需求分析



数据来源：问卷调查数据

7.6 小结

服务设计与标准缺口（尤其是服务流程的完善度问题）对各类客户的投资委托行为有明显的影 响，但不同客户群所受影响的程度不同：男性客户（与女性客户相比）、收入预期良好的客户（与收入预期较差的客户相比）更加重视服务流程中的良好设计与完善标准。本章主要对高净值客户在财富管理中的增值服务进行了需求分析与服务设计，其中需

求分析结果基本符合直觉，如 46 岁以下人群更关注子女教育增值服务（因其子女正处于受教育阶段），而 46 岁以上人群更关注养老规划等增值服务等。下一章中，本文将对财富管理中的资产配置进行情景假设分析与服务设计。

第八章 财富管理服务及其标准设计：资产配置服务

本章主要通过吸收成熟市场服务理念、方式及资产配置技术，结合公司在实际展业中遇到的问题与客户的个性化金融偏好形成其特有的资产配置策略，通过确定目标、制订财富管理计划、运用各种资产配置手段，将客户的货币资金等资产投资于诸如股票、债券、信托、外汇、房地产等领域，为客户实现资产的长期稳健增值。

8.1 资产配置服务的意义

随着我国的金融行业改革的推进，金融服务体系逐步完善，建立了服务居民财富管理需求的各式理财渠道和产品。各种银行、保险、基金公司、信托公司、第三方理财、私募等等专业化的理财机构和公司应运而生，为客户提供专业的理财产品和服务。各种理财产品，如股票、债券、信托、保险、房地产等，无不使个人投资者眼花缭乱，如何选择合适的投资组合，进行有效的资产配置，成为家庭经济生活中需要解决的重要问题之一。《金融分析师杂志》(The Financial Analysts Journal)上刊载了 Brinson (1986)、Hood(1986)和 Beebower (1986)的名为“投资组合表现的决定性因素”(Determinants of Portfolio Performance)的文章，对 1974 年至 1983 年 10 年间的 91 家大型养老金公司的季度投资绩效进行分析，发现总投资回报的 93.6%是由资产配置决定的，其余 6.4%是由市场时机、证券选择和其他因素决定。因此，在众多机遇与风险面前，进行有效的财富管理的关键就是做出正确的资产配置，因为资产配置是决定投资收益的核心因素。

研究财富管理的资产配置，对个人或家庭来说有助于树立正确的财富管理观念，引导其进行理性科学的投资，从而培养和提高自身财富管理能力，改善家庭财务状况甚至是创造未来的生活方式；其次，对金融机构来说，作为财富管理服务的提供方可以看到目前存在的问题和改进的方向，从而推动银行、信托等资产管理机构在财富管理业务上做出更好的发展，最终实现个人、金融机构和社会的多赢局面。

8.2 资产配置中的资产类别及其特征

资产配置的主要类别包括：现金、固定收益证券、股票、基金产品、信托产品、银行理财产品、保险理财产品、衍生品和外汇、私募股权、房地产、贵金属和艺术品等。

在资产配置的时候，我们通常需要关注资产的三个重要特性：流动性、收益性、风险性，而整个资产配置工作其实都是围绕这些特性展开的。

流动性：指资产能够以一个合理的价格迅速变现的能力，它反映投资的时间尺度(卖出所需时间长短)和价格尺度(与公平市场价格相比的折价)之间的关系。现金的流动性是最高的，活期存款也几乎等于现金。在二级市场交易的股票和债券的流动性通常较好，因为大部分可随时按市场价买卖。但房地产的流动性就比较差，而理财产品和私的流动性则分为高中低三档，常见理财产品流动性分类如表：

表 8.1 理财产品的流动性分类

流动性	划分标准	产品
高	可以立即或在半年以内变现	现金及其等价物、在二级市场交易的股票、债券、贵金属、外汇和衍生品等
中	变现时间在半年至 3 年	房地产、到期日在半年至 3 年的理财产品
低	变现时间在 3 年以上	到期日在 3 年以上的产品如私募股权基金等

对于收益性，通常用年化收益率来比较不同产品的收益高低。统计数据显示，权益类投资收益率高于固定类收益产品收益率，但是相对高的收益也伴随着相对高的风险。不同类别资产在不同时间段表现不一样，投资者本身投资的技巧也是收益率的重要决定因素。根据历史经验来看股票、贵金属、外汇和衍生品、权益类基金、私募股权基金等产品的收益率较高，其次是房地产和债券类基金，最差的是现金。

表 8.2 理财产品的收益性分类

收益性	划分标准	产品
高	历史数据统计结果	股票、贵金属、外汇和衍生品、权益类基金、私募股权基金等
中	历史数据统计结果	房地产、债券类基金
低	历史数据统计结果	现金、债券

风险性：风险的高低和资产收益性的高低，基本上是呈正相关的，即收益越高往往风险越大。各种产品的风险划分大致如下：

表 8.3 理财产品的风险性分类

风险性	划分标准	产品
高	本金可能出现较大亏损	股票、贵金属、外汇和衍生品、权益类基金、私募股权基金等
中	本金可能出现亏损，但幅度较小	房地产、债券类基金
低	本金不会亏损或者可能出现较轻微亏损	现金、债券

8.2 资产配置中的理论与过程

现代证券组合理论的创始人是美国经济学家马柯维茨 (Harry Markowitz)。他于 1952 年在美国的《金融杂志》上发表的具有历史意义的论文《投资组合的选择》，以及 1959 年出版的同名专著，阐述了证券收益和风险分析的主要原理和方法，奠定了对证券选择的牢固理论基础。

马柯维茨有关证券组合理论的中心观点是，在既定的风险水平下，如何使证券组合的期望收益率最大，或在既定的预期收益率下，如何使风险最小。其方法就是投资者通过具有较小甚至为负的相关系数的资产组合能够在降低非系统风险的同时，维持组合的期望收益率不变；或者在一个证券投资组合中，当各证券的标准差及每两种资产的相关系数一定时，减少投资组合风险的唯一办法就是纳入另一资产，扩大投资组合规模。马柯维茨指出最大的收益率的投资组合不一定具有最小的风险，而是两者之间存在着特定的比例。马柯维茨在严格意义上要求投资者是理性的效用最大化人。该假设的成立需要一定的前提假

设：影响投资者决策有两个参数：期望收益率和方差；投资者都是风险厌恶者；所有的投资者都力图在风险既定的水平上取得最大收益；假设所有的投资者对全部风险资产的期望收益率和方差都有相同的预期，即一致性预期；所有的投资者具有共同的单期投资区间。

风险与收益相伴而生。投资者在选择收益最高的证券时，可能会面临最大的风险。投资者大多把资金分散在几种证券上，建立一个证券组合以降低风险。分散化投资在降低风险的同时也可能降低收益。通过提出“有效边界”，在进行证券的组合与分析后，证券的标准差、协方差、相关系数、期望均可估计出来。在既定的风险组合的期望收益率下，为使风险的代表方差最小，投资者必须权衡各种资产上的投资比例。根据风险的偏好，高风险要求较高的回报率。马柯维茨理论奠定了现代金融学的基础。它的创新在于对各证券的风险以及组合中对整体的风险进行了区分。

在此基础上，资产配置的过程通常分为四个步骤：步骤一，设立财富管理目标；步骤二，建立资产配置策略；步骤三，选择适合的金融产品，形成具体投资组合；步骤四，定期检视投资组合。这四个步骤通常需要在整个投资期间不断重复。

步骤一：设立财富管理目标。整个资产配置的第一步是设立财富管理的目标，也是决定资产配置成功与否的重要因素。目标设定明确，是成功实施财富管理计划的先决条件。根据达成时间长短，我们通常分为短期目标(3年以内)、中期目标(4-7年)与长期目标(7年以上)。同时，对于收益率目标的设定也非常关键，目标通常设定在高、中、低水平。

步骤二：建立资产配置策略。在确立了财富管理目标之后，接下来就是要建立资产配置策略，把现有的资金和未来的资金配置到存款、债券、股票、基金、信托、保险等理财产品中。根据统计数据，风险资产的长期平均投资报酬率会高于存款，但是短期内可能会有收益甚至低于存款甚至本金损失的可能。为了能够得到更多的投资回报率，这个风险是值得承担的。在建立资产配置策略的时候，我们通常在前文所述的资产配置的理論指导下展开，关注资产的流动性、收益性、风险性。

步骤三：选择合适的产品，形成投资组合。对于许多人来说，执行投资策略可能是最为困难的一部分，投资者必须要认真的了解各种投资产品，时时关注相关信息，总之越认真看待并执行计划，目标实现的可能性就越大。

步骤四：定期检视投资组合。一旦选定投资产品并进行投资，应该尽量广泛的阅读相关书籍，充实自己的投资知识。同时，要定期追踪投资的绩效，了解各项投资运作是否如预期，是否有新的更适合产品，是否有需要调整的情况出现。当发生如下事项时一定要及时检视投资组合，确定是否做出调整：某一个投资市场出现重大事件，需要重新评估该市场的长期表现；某项投资与预期出现较大偏差时；新的投资产品出现，可以改善投资组合时；产品到期需要再投资时。

8.3 中国家庭资产配置的实证案例分析

根据信托客户调查问卷的数据，我们估计了样本家庭或者个人在各项资产的配置^①。

问卷调查中涉及的资产类别包括：信托产品、股票资产、基金产品、证券公司集合理财产品、银行理财产品、保险产品、衍生品和私募股权基金等等。根据统计结果，我们发现风险较低的银行理财产品和信托产品最受青睐，而高风险的衍生品和私募股权基金在样本人群资产配置中的份额较低。

1. 相关假设

我们对投资者的投资需求和投资目的做出以下若干假设，并根据均值-方差模型给出相应的资产配置方案。

(1) 假设未来全球经济正常运行，经济危机、自然灾害、战争、政权更迭等对市场具有重大影响的异常事件排除在考量外。

(2) 为了简化预期收益率和风险的测算，我们假设投资者不会在投资周期内注入新资金。

^① 由于问卷中的资产配置比例的选项是一个数据区间，我们以区间的平均值作为精确数值的估计。选项 A 到 E 的分别赋予数值 70%、50%、20%、5%、0。

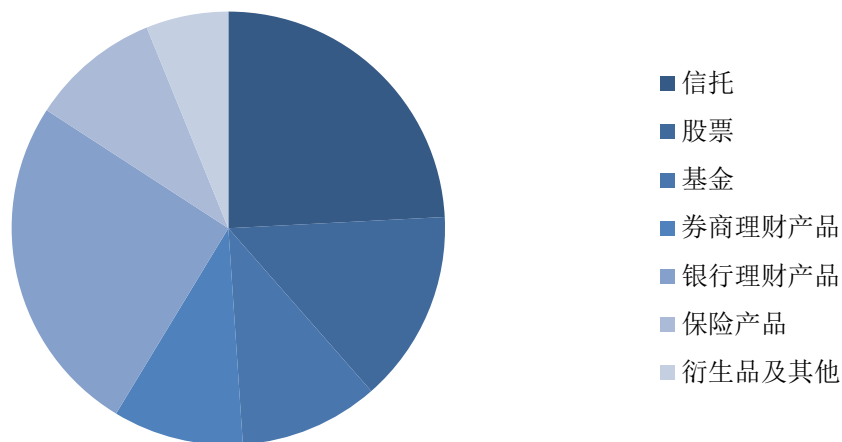
(3) 假设投资者具有通过全球化配置其资产的能力，以提高其投资区域的多元化，分散风险。

(4) 为简化计算，在投资组合收益计算时不考虑交易成本（税收、行政费等）。

(5) 资本可以在全球范围内自由流动。

(6) 各投资产品在未来继续存在，并可供投资。

图 8.1 调查样本人群资产配置状况



数据来源：客户调查问卷

2. 资产配置案例实证

本节选取沪深 300 股票指数收益率、标普 500 指数收益率、二手房价格指数收益率、中证综合债券指数收益率、黄金价格指数收益率、贷款类信托收益率和货币市场基金收益率，利用其 2003 年至 2013 年的年收益率进行最优投资组合分析，发现沪深 300 股

票指数波动性最大，而中证债券指数波动性最低。收益率方面，黄金在样本期间拥有最高的累计收益率，而房地产的收益率其次，波动风险最小的货币市场基金收益率最低。同时债券资产的收益率和其余资产呈现负相关，在资产组合中可以起到很好的风险分散的作用。这里的二手房价选取代表性的一线城市二手房价格指数。信托产品以贷款类信托产品的平均收益率数据作为代表，货币市场基金选取历史数据较长的南方基金的南方现金增利a作为代表。

表 8.4 各资产平均收益率和方差

收益率	沪深300指数收益率	标普500指数收益率	二手房价格指数收益率	中证综合债券指数收益率	黄金收益率	贷款类信托收益率	货币基金收益率
年均收益	0.0703	0.0698	0.0959	0.0330	0.1196	0.0668	0.0281
算术均值	0.2364	0.0875	0.1004	0.0344	0.1325	0.0669	0.0281
标准差	0.7042	0.1842	0.1080	0.0584	0.1651	0.0198	0.0089

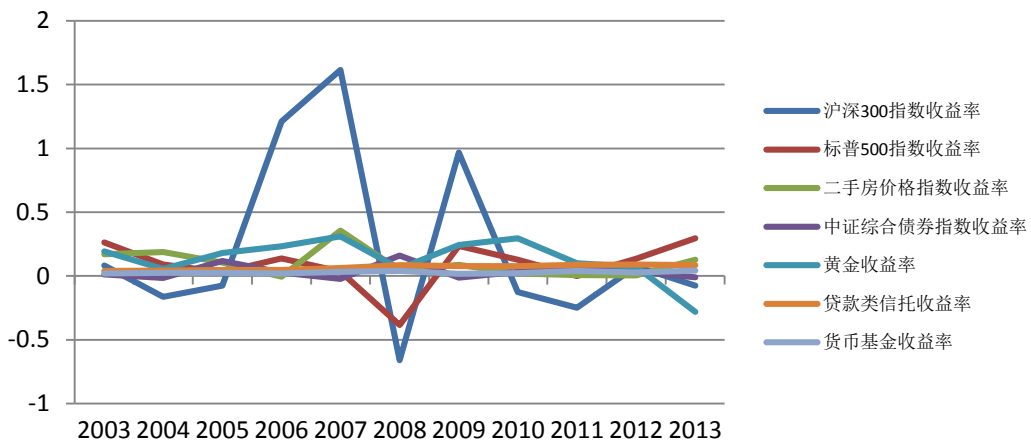
数据来源：Wind 资讯

表 8.5 各资产相关系数矩阵

资产类别	沪深300指数收益率	标普500指数收益率	二手房价格指数收益率	中证综合债券指数收益率	黄金收益率	贷款类信托收益率	货币基金收益率
沪深300指数收益率	1	0.3479	0.4222	-0.5681	0.5087	-0.2754	-0.3887
标普500指数收益率	0.3479	1	0.1236	-0.7807	-0.5681	-0.2188	-0.4073
二手房价格指数收益	0.4222	0.1236	1	-0.4653	0.1061	-0.4224	0.0573
中证综合债券指数收	-0.5681	-0.7807	-0.4653	1	-0.0216	0.1859	0.2515
黄金收益率	0.5087	-0.0803	0.1061	-0.0216	1	-0.3577	-0.6899
贷款类信托收益率	-0.2754	-0.2188	-0.4224	0.1859	-0.3577	1	0.5817
货币基金收益率	-0.3887	-0.4073	0.0573	0.2515	-0.6899	0.5817	1

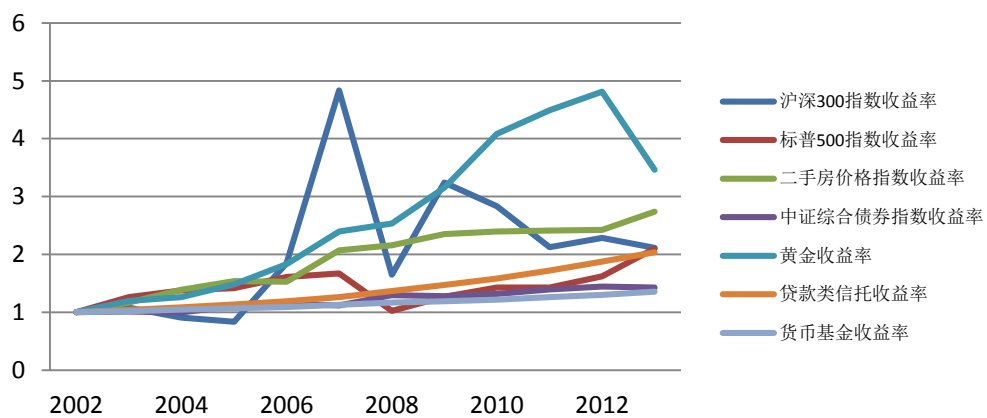
数据来源：Wind 资讯

图 8.2 多种资产年收益率



数据来源：Wind 资讯

图 8.3 多种资产累计收益率比较



数据来源：Wind 资讯

借助均值方差模型，可根据情景假设配置出三个不同风险程度的投资组合。情景一：投资者的预期收益率为 7%，风险承受能力低，均值-方差模型计算出的资产投资权重为：

表 8.6 各项资产投资权重 (情景一)

资产	权重
沪深 300 指数	0.00%
标普 500 指数	5.34%
二手房价格指数	9.62%
中证综合债券指数	13.67%
黄金	4.88%
贷款类信托	66.49%
货币基金	0.00%
组合标准差	1.12%

具体分析看，预期收益较低的情况下约 80% 资金进入到稳健的贷款类信托产品以及债券产品。情景二下我们调高投资者的风险偏好，假定其预期收益率为 11%，风险承受能力一般，均值-方差模型计算出的资产投资权重将大部分资产进入黄金资产、房地产和贷款类信托，有助于在风险可控的情形下获取适度的收益率 (表 8.7)。情景三下我们进一步提高投资者的风险偏好，假定其预期收益率为 20%，风险承受能力较高，模型计算出的资产投资权重也更具进取性 (表 8.8)。

表 8.7 各项资产投资权重 (情景二)

资产	权重
沪深 300 指数	0.00%
标普 500 指数	9.55%
二手房价格指数	40.18%
中证综合债券指数	0.00%
黄金	42.18%
贷款类信托	8.09%
货币基金	0.00%
组合标准差	8.68%

表 8.8 各项资产投资权重 (情景三)

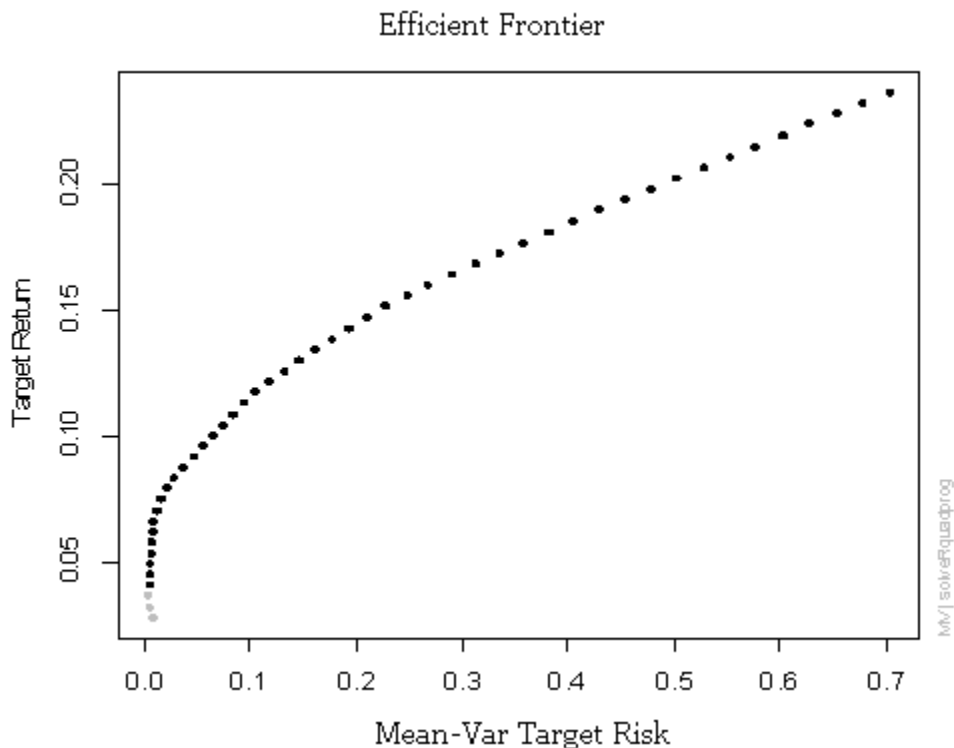
资产	权重
沪深 300 指数	64.98%
标普 500 指数	0.00%
二手房价格指数	0.00%
中证综合债券指数	0.00%
黄金	35.02%
贷款类信托	0.00%
货币基金	0.00%
组合标准差	48.95%

具体分析看，在预期收益较高的情况下，高风险的权益类资产配置比重提升，超过一半资产配置到沪深 300 指数资产，有助于获取较高收益率，但是投资者需要承担的风险也大幅攀升。根据我们的模型测算的结果，我们绘出了适用于被选择出的 7 种典型资产对应的有效前沿，其纵轴代表风险，横轴得代表收益率。

表 8.9 不同预期收益率对应的各项资产投资权重一览

预期收益率	5%	7%	11%	15%	20%
沪深 300 指数	0.00%	0.00%	0.00%	16.84%	64.98%
标普 500 指数	5.21%	5.34%	9.55%	0.00%	0.00%
二手房价格指数	4.67%	9.62%	40.18%	0.00%	0.00%
中证综合债券指数	14.22%	13.67%	0.00%	0.00%	0.00%
黄金	3.58%	4.88%	42.18%	83.16%	35.02%
贷款类信托	27.78%	66.49%	8.09%	0.00%	0.00%
货币基金	44.54%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
组合标准差	0.62%	1.12%	8.68%	54.85%	48.95%

图 8.4 资产组合有效前沿



8.4 小结

本章主要以均值方差模型为基础，针对国内市场上的可投资品种进行了资产配置的服务设计，对任一客户均可以其风险、收益及流动性偏好为基础提供相对应的资产配置方案，以期对财富管理服务标准设计的缺口起到一定程度的弥合作用。

不过，本章的局限也是非常明显的：由于现行金融法规存在诸多局限，因此国际上家族信托财富管理服务展业中的全球性大类资产配置在中国尚无法完全实现，这对资产配置服务的影响远大于增值服务，毕竟资产配置服务的风险、收益、安全三大核心要素深受国内市场整体情况的影响，其服务质量不像医疗、养老等服务的质量那样有可能高度独立于

国内市场的基础情况。未来，随着中国金融改革与对外开放的深化，这些问题有望得到缓解或克服。

第九章 财富管理服务及其标准设计中的法律风险防控

一般来讲，高净值客户信用水平相对较高，似乎没有多大的风险。但实际上，与传统金融服务相比，财富管理业务所提供的服务涉及财富保值、增值和传承服务，内容复杂多样，这就决定了由此可能产生的风险更加复杂错综。根据国际经验，声誉风险、市场风险、操作风险和法律风险等是财富管理业务领域存在的主要风险，其中法律风险是财富管理业务发展面临的最大障碍，本章试图对这一风险的防控加以讨论。^①

9.1 信托机构开展私人财富管理的法律风险

9.1.1 法律风险的界定

财富管理领域的法律风险并无统一界定，我们不妨参考《巴塞尔新资本协议》对银行的法律风险的界定，《巴塞尔新资本协议》将法律风险定义为：包括但不限于因监管措施和解决民商事争议而支付的罚款、罚金或者惩罚性赔偿所导致的风险敞口。其主要分为经营法律风险和环法律风险两种类型，其中法律风险普遍存在于商业银行经营管理与业务操作的各个方面，如商业银行的操作风险，实际上也是一种具有法律特征并需要运用法律

^① 需要说明的是，尽管本章形式上与第二章有所相似（讨论了很多法律问题），但内容上同第七章、第八章一样都是在讨论如何设计财富管理服务，即“*How*”；第二章讨论的是为何研究财富管理服务是重要的，为什么要设计财富管理服务，即“*Why*”。

专业判断才能够有效控制的一类风险。^①可见，法律风险并非独立存在，从受托机构运营操作到客户权益保护，涉及的风险相互交织在一起，同一行为在产生一种风险的同时也会直接或间接地引发第二种风险。例如，受托机构未进行风险提示或提示不充分的行为属于违约风险范围，但同时也违反了法律规定，属于合规风险；又如，客户不披露自身重要信息既是对约定义务的违反，给受托机构带来违约风险，在其利用财富管理业务进行洗钱犯罪时，则又会给受托机构带来合规风险。

9.1.2 主要法律风险的表现

一、监管风险——统一监管的缺失

正如上文所阐述，信托的主要功能有财产转移与财产管理，派生功能有资金融通、信息融通、资源配置以及税务规避等。金融理财市场提供的综合性金融服务，正是试图利用营业信托的这些功能特点，针对不同客户而定制，财富管理业务也因此成为我国跨行业交叉性金融业务中最活跃的业务类型。信托与财富管理有着高度的统一性，两者均强调金融机构受信任的地位以及诚信、专业的品质。“信托”一词之所以能从英美法系走入大陆法系，恰恰并非依托于信托命名的机构或行业，二是依托于“基于信任而托付”的制度安排。目前，在国内不管是商业银行推出的个人理财业务，还是证券公司、基金公司、保险公司

^① 刘轶：《论巴塞尔新资本协议中的法律风险》，武汉理工大学学报(社会科学版)2006年第2期。

等各类金融机构推出的类信托业务，其核心都是“受人之托，代人理财”。无论提供信托服务的主体以怎样的名称或形式出现，作为受托人，其在受托管理他人财产的过程中，都必须“恪尽职守，履行诚实、信用、谨慎、有效管理的义务”。究其实质，并未跳出信托这一范畴，营业信托机构范围已经从信托公司拓展开来成为不争的事实。如果将“信托”的认识与定位仅停留在信托公司层面，既不利于民事信托的发展，也不利于营业信托的监管。因此，我国信托业已经成为从事营业信托业务的所有金融机构的总和或者相应业务的市场总和，相对应的，信托业监管对象绝不应该限于信托公司及其业务。然而，受制于分业经营和分业监管的政策，同类型的财富管理业务却会因为金融机构不同而有不同的监管标准，这种监管尺度宽严不一，监管理念相去甚远的情况直接导致了差别监管。差别监管在市场上正在不断制造越来越多的不公平竞争，参差不齐的市场准入制度也在快速集聚信托风险。

二、合规风险

所谓合规风险，是指受托机构因未能遵守法律、监管规定、自律性组织制定的有关准则，而可能受到法律制裁或者监管处罚、重大财务损失或者声誉损失的风险。实际上，各国金融监管机构都从降低经营风险的角度出发以法律形式规定了业务经营的禁止性规定。由于财富管理业务通常内容复杂、个性化程度高，涉及多个金融领域，对产品及服务的法律合规性有着严格的要求。随着财富管理业务的核心越来越明确，即帮助客户实现财富的

保值、增值和传承。在国外混业经营的市场环境下，金融机构可以按照客户的要求，利用多种金融工具提供多元化的产品，但我国法律确立的分业经营制度，银行、证券、保险、信托市场处于割裂状态，导致目前国内财富管理业务所提供的产品并不能满足综合化、个性化的要求。从国外成熟市场来看，财富管理业务无一不是和资本市场、金融市场有着密切联系。随着国内该项业务的需求持续扩张，金融机构为了能够获得比较优势，必然会积极为客户的资金寻找更多利于保值增值的投资渠道，产品的范围不排除会逐渐向法律法规禁止的金融领域延伸，稍有不慎便会陷入违规经营的困境。

三、承诺预期收益的风险

任何的投资都有风险，只不过是风险大小的问题。基于信托机理的财富管理业务，当然包括投资功能。在实践中，信托公司往往公布预期收益，从而吸引投资者。预期信托收益，是设计信托产品最重要的组成部分，这关系到投资回报的关键问题。一方面是投资者积极参加信托计划的源动力，另一方面又是信托公司选择投资项目而进行投资的责任。投资者的投资回报来源于信托收益，如果没有预期的信托收益或者令投资者满意的收益率，投资者也不会认购信托产品。因此，预期的信托收益，是投资者和信托公司共同关注的问题。从法律上讲，信托收益不能保底，信托财产也不能保证不受损失。根据早期的《信托投资公司管理办法》规定，信托公司不得承诺信托财产不受损失或者保证最低收益。但是，“刚性兑付”已经成为行业潜规则。业内所谓的刚性兑付，可概括为：信托计划发生兑

付困难时，信托公司以自身或者关联方信用，为信托计划原受益人实现兑付的非市场化兑付行为。刚性兑付的特性表现为以下几方面：

1、刚性兑付异化了信托业务的本质，信托业务从其属性上不属于信托公司的负债业务，而刚性兑付实质上是由信托公司或其关联方为信托计划提供了隐性担保，进而将信托业务变成了信托公司的一种隐性负债，由于这种隐性担保的存在，进一步导致了信托产品风险与收益的不匹配，产生了信托市场高收益，零风险的扭曲现象；

2、刚性兑付具有权利义务的不对等性，因刚性兑付扭曲了信托业务的本质，进而导致信托公司因此承担了信托合同外义务，存在权利义务的不对等性，进而加大了信托公司的经营风险；

3、刚性兑付运作方式具有非市场性的特征，主要表现信托公司或者关联方对信托受益权的受让从动因上看主要是基于规避信监管不利后果，而非信托受益权价值的真实体现，其定价也并非基于信托受益权的真实市场价值。

从历史纬度观察，刚性兑付是在信托行业发展初期，信托公司为维护市场声誉和规避监管的不利后果，在出现风险时采取一种特殊兑付方式。我们认为，刚性兑付具有功能上的双重性，在信托行业发展初期对行业发展起了一定的促进作用，是信托公司在市场机制不完善的背景下为保护投资者利益而形成的一种特殊的自我约束机制，对于促进信托公司

以此为警戒提升风险管理能力具有一定的促进作用。但刚性兑付背后隐含的风险却不容小觑，长远来看不可维系。其风险表现为：

1、正如上文分析，刚性兑付在一定程度上异化了信托业务受人之托，代人理财的信托本质，以信托公司及关联方信用为信托计划提供了隐性担保，使得其承担的实质风险超越了净资本约束的范围。随着行业的不断发展以及受托管理资产规模的不断扩大，刚性兑付背后所隐含的风险将超出信托公司的承受范围，势必将影响了信托公司的长远发展。

2、刚性兑付具有风险积蓄及传导功能，可能引发系统性的金融风险刚性兑付异化信托业务本质的另一个表现是风险与收益的不匹配。信托业尤其是其中集合资金信托业务飞速发展的一个重要原因是刚性兑付背景下信托产品高收益，零风险现象，此现象吸引了大量社会资金涌入信托市场，而随着刚性兑付对于信托公司乃至信托行业不可长期维系，过多的资金涌入信托市场，而信托业务风险又被长期忽视，资本收益长期不能得到合理的风险定价，极易引发系统性的金融风险。

3、引发和加重系统性金融风险的另一个原因是不同的金融机构之间的合作进一步加深，随着 2012 年资管市场的全面开放，银信合作、证信合作、基信合作、保信合作等新的业务合作模式不断涌现。如信托市场发生系统性风险，极易将风险传导至其他金融部门，进一步加深金融行业的系统性风险。

概言之，信托行业的刚性兑付规则，使信托产品的投资人在获得远高于一般存款人和债券投资者的收益同时，却不承担相应的风险和损失，使信托公司变相为信托产品投资人提供隐形担保。如果任其发展，可以预见信托产品零风险、高收益特征将使低风险的固定收益类产品面临利率大幅提升的被动局面，进而扭曲国家的利率体系。

四、违反反洗钱义务的风险

违反反洗钱义务风险是私人财富管理业务面临的最重要的风险之一。所谓洗钱，是指将犯罪所得及其收益通过交易转移转换等各种方式加以合法化，以逃避法律制裁的行为。

金融机构在接受一笔巨额财产的同时也承担了巨大的法律风险。

中国正处于经济转轨时期，因腐败、走私、贩毒、侵吞国有资产等等各种违法犯罪行为产生的违法收入数额巨大，希望借助私人财富管理业务这一渠道洗钱的欲望也特别强烈。如果不加强对于私人银行反洗钱义务的宣传和监管，所谓的投资理财会为贪污腐败的官员和取财无道的商人大开洗钱的方便之门。全球化的进一步发展使得各国对反洗钱活动的危害认识加深，各国在立法上也对私人财富管理业务的尽职审查义务提出了更高的要求。无论是素有离岸资金乐土之称的瑞士，还是以在金融自由化下私人银行业务突飞猛进的美国，其都为了应对洗钱犯罪对本国的法律做了修改。如何在保证私人财富管理业务快速发展的前提之下，有效地监控和防范洗钱风险，将成为未来我国私人财富管理业务健康长远发展的关键。

我国《反洗钱法》及《金融机构反洗钱规定》等法律法规，规定了金融机构的反洗钱义务及其法律责任，要求金融机构必须建立健全反洗钱内部控制机制，建立客户身份识别制度客户身份资料和交易记录保存制度以及大额和可疑支付交易报告制度等。然而，在财富管理业务的实际开展过程中，如何界定高净值资产客户的财产是否合法，却是一个难以解决的问题。

首先，执行难度大。从我国金融机构反洗钱的现状来看，受托机构获取、审查客户完整、有效的身份信息和经营信息的手段单一，可操作性较弱，缺少高水平的甄别技术和信息手段，工作人员难以有效识别其真伪。当前，富裕阶层很难完整的说明财产来源渠道及其合法性，并提供相对应的法律证明文件，法律所规定的诸如工资单、纳税单等收入证明文件类型已经不适应其收入来源渠道的多元化趋势。对受托机构来说，承担着巨大的法律风险，随时可能因为涉及帮助非法资金外逃和洗钱犯罪而受到法律制裁。

其次，存在利益冲突。金融机构开展反洗钱工作，必然要加大对客户信用、资质的审查，这就使得原本相对宽松的服务变得严格和复杂。一方面，客户往往会认为受托机构在“监视”自己的隐私，从而引起客户的避忌。势必会损失部分客户，使得直接受益下降。另一方面，反洗钱的监控成本也会大大提高财富管理的总成本。当各家财富管理机构在激烈的市场竞争中争夺高端客户时，财富管理机构可能因为利益诱惑而在判断客户财产合法性

时待遇履行反洗钱义务。同时，如果金融机构为履行反洗钱义务所付出的较高成本得不到补偿，会挫伤其参加反洗钱工作的积极性。

再次，与为客户保密原则的背离。在实践中难免发生与为客户保密原则背离的情形，因此为了执法与司法的需要，法律又对金融机构的保密义务做了许多例外规定，如《民事诉讼法》第 220 条、《行政诉讼法》第 65 条、《刑事诉讼法》第 45 条、《税收征收管理法》第 38 条、《证券法》第 168 条等等。根据这些例外条款，能在金融机构行使查询划拨冻结等权力的机关众多，金融机构保密义务的规定与保密例外规定的关系失衡。在这种情况下，很难履行对客户金融信息保密的承诺，高净值资产客户对于把自己的资产委托给金融机构经营管理不能不产生种种疑虑和担心。从目前我国的法律环境来看，个人隐私和财产保护的法律边界、保护方式、公权力干预范围及方式损害赔偿等内容处于空白状态，无疑将对财富管理机构合法适当地履行对客户隐私和财产的保护义务带来不利影响。这同时也是财富管理机构的反洗钱义务与为客户保密原则的矛盾所在。

9.2 法律风险的内部防控

法律风险的普遍性决定了法律风险管理的组织结构较为复杂，以及对其理过程中需要广泛运用法律专业判断和风险量化技术。因此，构建私人财富管理的法律风险防控的组织结构必须明确各个组织部门的管理职责，同时为使所有相关部门能够理解和有效实施法律风险管理必须建立相应的协调或者报告机制。

9.2.1 健全财富管理机构内部管理与责任机制

私人财富管理内部管理与责任机制是通过财富管理机构自身的管理机制来确保其合法合规经营的重要方式。具体而言，内部管理机制可从客户信用风险评级、投资业务分析管理、业务流程跟踪监控、风险责任救济机制及员工管理体制五方面进行完善。首先，建立高净值客户信用风险评级机制。完善的风险评级机制是财富管理机构避免行为风险的基础，财富管理机构通过建立专业的信用风险评级流程与系统，根据客户提供的个人信息及主观投资风险识别对客户的风险承受能力作出准确判断，从而进行有针对性的产品销售行为。

其次，健全投资业务分析管理体系。投资业务分析管理要求财富管理机构具备专业性分析人员，通过对投资事项的调查与论证对产品的投资风险与收益作出准确性判断，并将判断结果如实告知客户，以便客户以此作出投资决策。第三，进行业务流程跟踪监控。业务流程跟踪监控是财富管理机构对投资业务存续运行过程中的管理机制，通过流程监控及时调整投资方式，确保预期投资收益的实现。第四，设置风险责任救济机制。风险责任救济机制是财富管理机构因错误投资判断或义务履行缺失而导致客户权益受损时，采取的私力救济方式。财富管理机构应当针对不同产品类型制定救济预案，当损失发生时及时采取救济措施，防止客户投资资金亏损进一步扩大，切实保护客户权益。第五，完善员工管理体制，通过制定内部员工操作规则加强员工道德风险与操作风险防范。

9.2.2 建立相对独立的高净值客户信息系统和保密制度

了解客户是财富管理业务开展的重要基础。这是因为，一方面，财富管理机构需通过了解客户状况防止由交易对象所带来的法律风险；另一方面，只有充分了解客户，才能更针对性地为客户提供其所需要的个性化服务。因此，财富管理机构应该在现有制度的基础上，建立相对独立的高净值客户信息系统和保密制度。该系统同时收集客户的业务信息和反洗钱信息，将业务发展和反洗钱工作结合起来。还应该制定概念准确、符合反洗钱要求的客户信息保密制度和查询制度。严格规范查询权限，确保财富管理客户的信息安全。

从国外知名财富管理机构的经验来看，他们总是将反洗钱制度和客户信息保密制度结合起来介绍。这样的处理方式，可以让目标客户明白自己的金融隐私受到法律和银行的强力保护，让不良企图者知险而退。

具体而言，在商业活动的开始，即资金实际进入财富管理业务体系之前就应开展这一了解工作。首先，在开户程序上，客户经理就要确保对客户的信息核实工作到位，不与身份未明的客户发生业务和提供服务，严格构筑起反洗钱的第一道防线。一般而言，客户经理应在开立账户前与该客户进行面谈，需要收集和记录的基本信息应包括：开户原因；财富来源(描述产生其净财富的经济活动)；估计净财富；资金来源(描述开立账户所接受货币的来源及支付手段)；可能的情况下，通过证明人或是其他途径来确认有关客户的信息。

其次，在财富管理所服务的高净资产客户中，有几类人需要对其进行额外的尽责调查，因

为他们可能给受托人带来更高的风险。比如，资金来源于那些被业界广泛认为是反洗钱工作水平不足或是犯罪和腐败高风险的国家和地区；在职或是曾在职的政治性人物及其家人。开展财富管理业务应根据不同种类金融产品的特点，以及客户的经济状况、业务状况、风险认知能力、投资偏好、风险承受能力等因素，为客户建议或设计适合客户需要的产品及服务，防止由于了解客户不够而损害客户利益的情况发生。

9.2.3 合规风险防范与信息披露制度相结合

金融机构应当制作详尽而规范合同，其中一些重要条款应当经由专职法律人员进行审查，确保合同的合规性。在销售过程中金融机构应要求客户经理向客户充分揭示产品风险，并建立几道严密的防线。

首先，如果客户经理通过电话联系客户，金融机构应进行电话录音；设置尽职调查岗位，再一次向客户确认是否了解产品的特性，客户经理是否对其充分揭示了产品风险。通过这些做法使客户更加了解金融机构向其提供的产品、服务的内容、可能存在的风险、双方当事人的权利义务。金融机构有可能承担的法律风险与后果等。这样既降低了金融机构违约风险的可能，也更好地保护了财富管理业务客户的合法权益。

其次，建立客户经理的黑名单，对泄露客户信息、损害客户合法权益的客户经理进行业务限制。此外，对财富管理业务客户经理的考核不应仅以业绩作唯一标准，评判还应包括对其服务质量、职业操守等进行全方面调查和监督。

9.2.4 严控产品前端设计，破解刚性兑付困局

前述风险分析已表明，刚性兑付并非受托人的法定义务，甚至与受托人义务是相悖的。而造成这种刚性兑付困局的原因，是由多方面的历史因素综合导致，面对愈来愈激烈的财富管理市场竞争，受托机构是否要刚性兑付，我们已经无从选择。因此，既然刚性兑付已经成为业内“潜规则”，我们不妨换个视角，从信托产品的设计开始，防范“兑付危机”。兑付危机来源于信托本息能否实现。针对信托风险，首先看资金运用项目的投资情况，特别是项目在信托期限内的现金流量是否能充分承担还本付息的义务；其次，看项目公司的背景和实力，是否有足够的资金实力在项目不能正常还本付息时的偿付信托财产的情况；再者，看信托资金运用的风险防范手段，如抵押（质押）物是否有保障，担保方信用等级和资金实力如何，是否有保险机制介入等情况；最后，看发售信托产品的市场成熟程度，例如在 2003 年 7 月，中信信托推出的“华融公司优先资产收益权”的信托产品，虽然在资产处置和融资思路方面做出了重大创新，但是其高风险程度只有业内人士才知道。所以，这就要凭借从业经验和国家金融产业政策来综合考量判断。

9.3 小结

本章从信托机构开展私人财富管理的法律风险及风险防控两个方面讨论了私人财富管理市场的发展策略，认为财富管理的法律风险包括经营法律风险和环法律风险两种类型，并且法律风险并非独立存在，从受托机构运营操作到客户权益保护，涉及的风险相互

交织在一起，同一行为在产生一种风险的同时也会直接或间接地引发第二种风险。法律风险的普遍性决定了法律风险管理的组织结构较为复杂，以及对其理过程中需要广泛运用法律专业判断和风险量化技术。因此，应从内部治理、客户信息系统建设、信息披露制度、产品前端设计四个方面开展风险防控。

信托从一开始强化财产保有、转移财产的功能，发展到兼顾财产管理功能，这一过程正是民事信托发展到商事信托的过程。在商事领域扩容后，大量金融衍生品的不断涌现，资金、股票等金融性财富纷纷进入信托市场，使得信托法律关系出了具备财产转移与财产管理两大基础功能外，逐渐衍生出金融、投资、中介等方面的功能。总体而言，在我国财富管理业务市场才刚刚兴起，法律制度并不完善的情况下，国内的从事财富管理业务的金融机构就已经开始了激烈的竞争，随着金融市场逐步开放，可以预见中资和外资金金融机构必然会在这个领域展开新一轮的较量。财富管理业务本身是一项重要的金融工具，工具本身并无对错之分，却有优劣之别。在开展财富管理业务时必须以投资者保护作为首要宗旨和行动目的，唯有如此才能使刚刚起步的财富管理业务不致偏离方向，像国外成熟市场那样历经百年而经久不衰。

第十章 财富管理的服务绩效研究

财富服务实施的监督与实际效果的检验是保证服务标准实现的关键，除了强化人员、系统外，特别是在投资方面，我们将针对中国市场实际情况及可能的变化，对投资策略、技术进行定期检验，并及时调整相关参数，以此确保投资（服务）标准的动态达标。

10.1 服务绩效研究与改进的意义

财富管理服务设计及标准设定后，下一步将进入服务的提供及操作阶段。为保证服务标准落实到位，其前提是系统、流程、人员全部到位，确保服务传递与正确服务设计与标准相匹配。但实际中，服务标准与服务绩效间往往存在差距，这些因素将涉及以下方面：

表 10.1 服务标准与绩效差距的影响因素

宏观因素	明细
人力资源政策的缺乏	1、角色模糊性和冲突，岗位不明确 2、员工技能不匹配 3、评级及补偿系统不恰当 4、缺乏授权、感知控制和团队工作
供给与需求不匹配	1、没有平滑需求的高峰、低谷 2、过分依赖价格平滑需求
客户没有履行其角色	1、客户忽略其角色和责任 2、客户相互间负面影响

财富服务实施的监督与实际效果的检验是保证服务标准实现的关键，除了强化人员、系统外，特别是在投资方面，我们将针对中国市场实际情况及可能的变化，对投资策略、技术进行定期检验，并及时调整相关参数，以此确保投资（服务）标准的动态达标。

公司的服务供给与客户需求应匹配，并建立灵活的服务供给机制，伴随客户需求的变化，及时调整服务供给能力。此外，客户这一不可控变量也会在财富管理服务提供过程中产生异质性。如果其不能扮演恰当的角色，则同样会对服务质量产生负面影响，因此，理解客户角色，并让他们认识到如何影响服务传递及产出，也是我们整个体系中的关注点。

10.2 影响绩效缺口的重要因素：人力资源

10.2.1 角色模糊性和冲突，岗位不明确

工作岗位职责和要求很不明确，没有详细的工作内容、工作说明和规范，也没有相应的成文的规章制度，员工们的职责几乎是凭借他们自己的理解和自觉性来履行的。这样的状况会影响工作的开展，从而损害公司利益。因此，我们需要根据岗位工种确定岗位职责范围。岗位职责说明书并不是要面面俱到，而是对岗位职责进行合理有效的分工，促使有关人员明确自己的岗位职责，认真履行岗位职责，出色完成岗位职责任务。

明确岗位职责，对企业员工来说，明确了应该干什么、应该怎么干、应该干到什么标准，就有可能主动去做好一些与岗位职责有关的事情，员工就有了明确的目标和义务，提高工作效率和工作质量，规范了操作行为。对企业来说，企业也有了绩效考核的依据，也明确了应该为员工所做的工作。

10.2.2 员工技能不匹配

员工技能不匹配是指员工技能与岗位技能要求不匹配，其结果会导致员工创造性下降，客户满意度不高，企业竞争优势丧失以及企业盈利能力下降。解决人岗不匹配问题的关键，主要有两大方法：一是人员重新配置，二是人员培训。在实际运作中，问题往往是错综复杂的，仅靠单项措施难以完全解决，因此需要我们根据实际情况，灵活地组合运用多种解决方法。

10.2.3 激励及补偿系统不恰当

不重视员工，制定的激励措施也往往只有薪酬激励一项，没有从员工的自身需要出发来制定相应的激励措施。许多企业没有认识到培训对于企业人才培养方面的作用，因此培训可以让员工不断提高。总之，采用综合性的激励方案可以充分调动员工的工作积极性，从而激励员工为公司做出更大的贡献。

10.2.4 缺乏授权、感知控制和团队工作

通常情况下，员工希望能在工作中独立自主，并拥有对自己工作的“所有权”。充分的授权能让员工有主人翁意识，并激发他们更努力地投入到工作中去。

团队精神是指团队成员团结一致，互相帮助，为了一个共同的目标坚毅奋斗到底的精神。团队合作能够不断地释放团队成员潜在的才能和技巧；能够让员工深感被尊重和被重视；鼓励坦诚深度的交流，避免恶性竞争。总之，为了一个共同的目标，大家自觉地认同

所必须担负的责任，并愿意为此奉献自己的才能，共同创造团队最大最优的工作成果。

10.3 影响绩效缺口的重要因素：供需问题

公司的服务供给与客户需求应匹配，并建立灵活的服务供给机制，伴随客户需求的变化，及时调整服务供给能力。

10.3.1 现阶段公司客户需求的新特征

一、个性化

公司客户各自业务运作方式逐渐不同，对金融业务需求个性化彰显。客户要求的产品和服务符合其自身独特的经营环境。过去那种千篇一律的金融服务，已远远不能满足客户的需求。公司应根据客户的需求为其量身定做服务方案，且不断对产品进行创新。

二、多样化

现代企业由于竞争激烈，纷纷专注于自己的核心业务，出现非核心的业务外包；企业收购重组,成立企业集团，出现业务跨国、跨区域经营；企业经营范围的扩大和经营规模的壮大，使得公司客户追求财富管理增值服务的金融需求呈现日益多样化。如税收筹划、子女教育规划、养老规划服务、出境移民咨询等。

三、市场化

随着我国商业银行业务的扩展，资产管理公司、基金公司等的兴起，客户进行选择空间充足，客户可以在充分考虑金融机构的的实力、产品和服务的质量、效率的基础上选

择。客户需求和金融机构应对客户需求由过去的“一一对应”发展到“一对多”和“多对一”，金融机构和客户需求的匹配日益趋向市场化。

四、电子化

出于降低成本和竞争的需要，客户希望借助现代科技实现资金的高效利用、成本的无限降低。客户广泛地采用网上银行、电话银行，实现资金的及时回收和归集、提高资金的使用效率，互联网金融已成为现代财富管理的一个发展方向，提供安全、快捷、操作简便的网上服务已成为竞争优质客户的重要手段。

10.3.2 建立新型的财富管理供给机制

由于对客户需求发展趋势的前瞻性研究不够，同时缺乏迅速的反应机制，企业供给存在着以产品为中心，产品单一，单纯追求利润最大化等问题，企业要想持续发展，必须根据客户需求的新特征建立新型的财富管理产品供给机制。

一、响应客户需求，开展金融创新

公司客户需求出现的新特征，产生了金融新要求。信托公司必须积极响应客户需求，开展金融创新，满足客户多元化需要。

一是以客户需求引导“营销创新”。随着市场经济的发展，公司单纯追求利润最大化必然会失去客户这一重要的资源而无以为继，要想持续发展，必须建立并长期维持与客户之间

的良好关系。巩固和赢得客户的关键靠营销。现代信托业最稀缺的资源是营销理念和营销方式。

公司体制创新是基础，技术创新是手段，营销创新才是目标。营销创新的核心是“以客户需求为中心”，一切的营销策略都追求“顾客满意”，在顾客满意的过程中获取利润。在营销过程中认真研究和了解客户的需求，要站在客户和公司双重立场上开展营销工作，找到客户和银行双赢结合点。

二是建立“需求倒推”运营机制。与传统的产品推销完全不同的是，需求倒推的运营机制是从深入理解客户的需求出发，在透彻地理解了客户的需求基础上，再进行产品的设计开发，再把产品推销给客户。产品创新要坚持产品来自基层、客户，由客户经理和产品经理负责产品的开发，上层管理部门提供技术支持和服务。因为客户经理最了解客户的需求，创新的源头在第一线，同时，客户经理和产品经理众多，从事创新的力量强大，推出新产品的周期短，更有利于竞争优质客户。需求倒推的运营机制的关键是要建立专门的产品研发机构，负责客户需求的收集、上报新产品的审批、组织新产品开发。

三是践行“虚拟企业”经营。为满足客户多元金融需求，目前在分业经营体制下，信托公司应该跳出分业经营的制约，与积极银行、证券、保险公司合作，构建虚拟企业，协同服务客户。在业务上与银行、证券、保险建立以协同化运作为目的的协调运作机制，形成

以利润为中心、以财富管理业务为重点和纽带的业务结构和协调方式，共同创新产品，为公司客户提供“金融超市”或“一站式金融服务”，通过合作可以进行更加有效的金融创新。

二、顺应客户需求，调整业务结构

推行“客户追随战略”，对客户需求进行深入分析,追随客户需求，调整公司业务发展结构。调整业务结构,一方面是顺应客户的需求，另一方面也是公司自身发展的需要。从客户需求来看，客户对公司传统业务需求在所有业务需求中占比呈下降趋势。随着企业竞争加剧，企业越来越集中力量于自己的核心竞争力，企业对银行的各种中间业务需求也越来越多。同时，客户需求出现的个性化、多样化、市场化、电子化，给公司提供了更多的商机,公司自然要随之调整业务发展方向;就公司自身发展而言，目前，信托公司应针对客户需求多元化和资产增值保值需求，充分利用各种金融工具,在财富管理业务中推出各种产品组合，加强高端产品的研发力度，大力推出低风险、高附加值产品，达到调整业务结构之目的。

三、适应客户需求，提高服务效率

公司以客户为中心，就是要想客户之所想，急客户之所急，千方百计提供客户满意的优质服务。面对更高要求、更多元化的客户需求，公司应通过以下三项措施改善服务：

1. 建立客户需求“精确分析”系统。从竞争的角度来说，公司是不应局限于泛泛了解客户需求是什么，应当深入客户的生产经营的全过程，深入客户的上下游企业或顾客，与客

户进行全面交流，与客户共同探讨她到底需要的是什么，做到有的放矢，也最易赢得客户。为此，有必要建立客户需求精确分析系统。客户需求精确分析系统由以下几个部分构成：客户需求调查系统、客户资料整理系统、客户需求分析系统。这一系统的特征是对客户的需求分析要尽可能全面、深入、细致。

2. 推行差别化服务。公司为最大限度地获取利润，考虑到成本因素，不可能对所有客户均提供同样的金融服务，必须适应激烈的市场竞争和客户多样化的金融需求，根据客户对公司贡献度大小，充分利用自身有限的金融资源，以最有效的个性化服务为优质客户提供差别化服务，最大程度地满足客户需求，以赢得客户满意，培育自身的高价值忠诚客户群体。根据不同客户群体，细分市场，有针对性地分别提供个性化服务，以良好的人性化服务牢固占领不同群体客户市场。

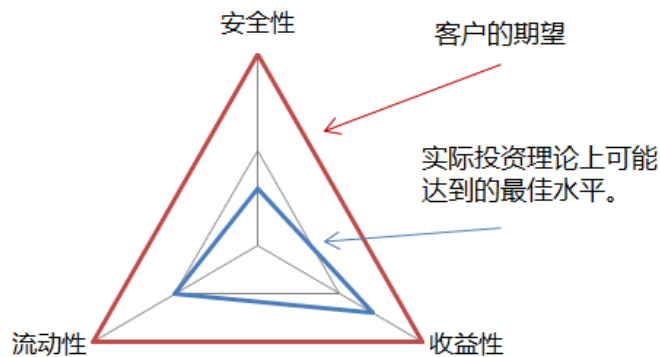
3. 缩短客户业务需求路径。缩短客户业务需求路径，达到为客户服务提速、效率提高之目的。缩短客户业务需求路径的途径是要推动流程整合和机构改革。流程整合的根本目的是使公司组织系统更加合理，能够更好地满足客户的各种需求。

10.4 影响绩效缺口的重要因素：用户自身问题

用户自身问题是影响绩效缺口的重要因素之一。最常见的情况有两种，第一是，客户忽略其角色和责任，第二是客户间相互的负面影响。所谓客户忽略其角色和责任，是指客户可能无法准确定位自己的角色与责任，在投资中同时要求过高的安全性、流动性和收益

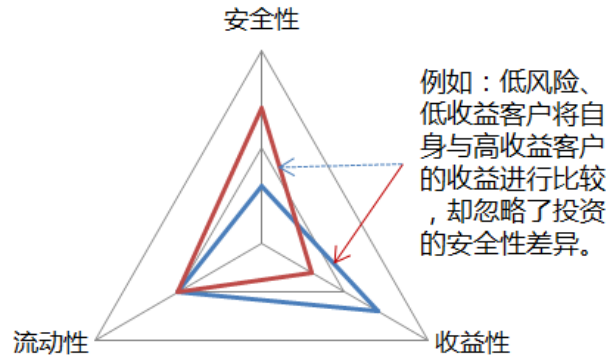
性；或者，在调查中表现出较低期望，但投资后却发现实际期望较调查结果更高。这种情况是非常常见的，因为很多客户并不是金融专业人士，他们可能并不真正了解安全性、流动性和收益性三个概念的实质含义是什么，也就更无法了解三者之间的关系究竟是什么。

图 10.1 客户预期与实际投资的理论最佳水平



由于很多客户并不特别清楚自己的财富管理需求究竟是什么，这就需要财富管理者与其进行深入和充分的交流和挖掘。但是，单纯的交流本身并不意味着绩效缺口的弥合，原因是客户即便了解了金融概念，也很可能无法正确评估自己的风险承受能力，例如认为自己能承受 10% 的损失，但损失真正发生后却无法接受等。此外，客户间相互的负面影响也是可能造成绩效缺口的一个重要原因。例如，不同客户间可能以最终的收益率进行相互比较，却忽视了最初投资时所面临的风险或流动性差异，导致低风险承受能力（或高流动性要求）的客户将低收益归咎于财富管理服务本身。对此，应耐心向客户解释，及时但委婉地指出其归因中的谬误，帮助客户进步。

图 10.2 低收益客户对其自身与高收益客户的比较



10.5 小结

理解客户角色，并让他们认识到如何影响服务传递及产出，是整个体系中的关注点。

从人力资源角度出发来看，对岗位职责进行合理有效的分工、提高员工技能匹配度，优化员工配置奖惩体系和提高团队控制授权与感知情况将有助于弥合绩效缺口，而供需的优化和帮助客户自身进步也是解决绩效问题的要点。

此外，对于资产配置服务的绩效评价，我们主要检阅投资组合的表现是否符合投资者的风险偏好，定期审视组合的标准差，根据组合表现重新计算有效前沿，调整组合结构。

而对于高风险偏好的投资者，我们需要关注组合的收益率状况。同时，我们也需要关注投资者风险偏好的变化，例如高风险偏好的投资者可能会降低风险偏好的程度，那么我们就需要对资产配置的策略进行相应的调整，更好地改善绩效。

第十一章 财富管理的服务沟通研究

11.1 比较分析财富管理服务与传统服务产业的沟通缺口差异

11.1.1 传统服务产业的沟通缺口理论

随着关系营销范式的崛起，企业与顾客之间的互动关系更加频繁，营销沟通变得前所未有的重要起来。然而，Parasuraman、Zeithaml 和 Berry (1985) 发现，企业对于客户做出的服务承诺与企业实际为客户所提供的服务质量存在或大或小的差距，即存在营销沟通缺口。^①

传统的服务质量缺口模型的理论认为，这种现象的出现一方面是由于市场沟通的计划与执行不力，例如市场沟通计划与服务运营未能融合在一起、实施者没有执行市场沟通中着力宣传的服务质量标准等；另一方面是由于企业在广告宣传和市场沟通中过度承诺，例如过于美化产品质量或功能、承诺提供过多过好的服务等。

Johnson R.和 D.Lyth(1989)通过调查发现，企业在提供服务时有言过其实的行为，尤其是夸大服务质量或功能，而实际上企业根本无法做到。这种“欺骗”顾客的行为被解释为企业趋利性本能下的促销行为。

^① A.Parasuraman, V LaarieA. Zeithaml, Leonard L Berry. A conceptual model of service quality and its implications for future research[J]. Journal of Marketing 1985(49):41-50.

具体而言，公司实际传递的服务质量与内容和宣传的服务间存在差别，这些差别产生的原因涉及以下内容：

表 11.1 传统服务质量沟通缺口

宏观因素	明细
缺乏整合营销传播	1、倾向于将外部沟通看做独立的 2、在沟通计划中缺乏互动营销 3、缺乏有力的内部营销计划
对客户期望无效管理	1、没有通过各种形式的沟通管理客户期望 2、没有进行客户充分教育
过渡承诺	1、在广告中过渡承诺 2、在人员销售中过渡承诺
水平沟通不充分	1、在销售和运营间沟通不足 2、在广告和营运间沟通不足
不恰当定价	1、高收费超出客户期望 2、费用与客户感知的价值不符

数据来源：作者自行整理

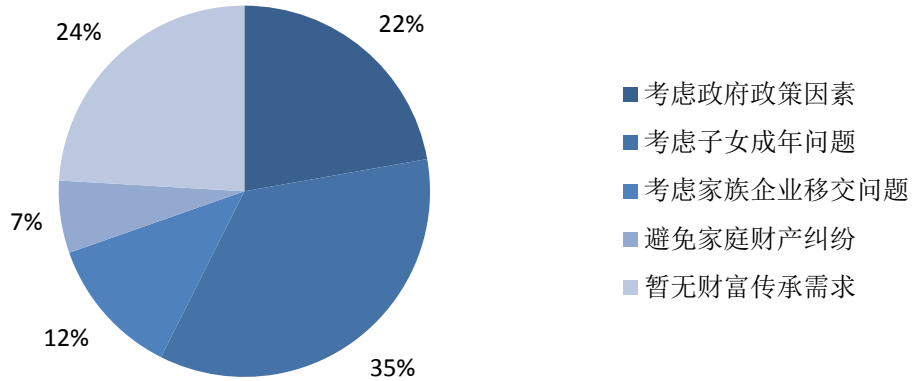
鉴于上述因素，在外部沟通方面，无论是营销沟通还是定价，都可能提高客户对服务传递期望，从而造成更大差距。

11.1.2 财富管理服务中的沟通缺口表现

根据本文的调查数据分析，金融领域的服务质量沟通缺口与传统服务产业的沟通缺口有很大区别，这具体反映在私人财富领域的服务质量沟通缺口，更多地体现在客户的多层次需求不能得到很好的满足。目前，财富管理业务仍然停留在委托理财阶段，而根据我们的数据统计 76% 的被调查者有更高层次的财富管理需求，而不再仅仅限于资产的配置，高

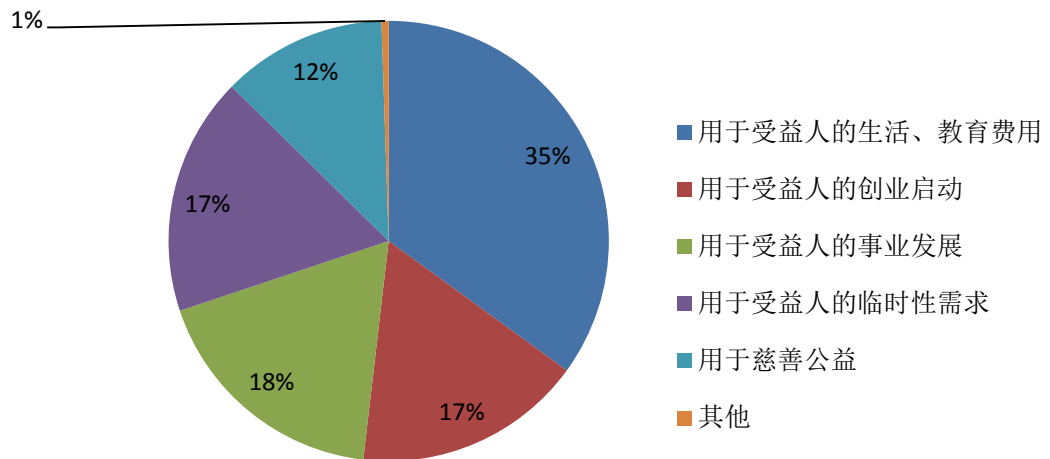
净值人群更多关心的是财富传承、税务安排、家族成员之间的关系治理，以及慈善公益行为。

图 11.1 财富管理服务质量沟通缺口



数据来源：问卷调查数据

图 11.2 信托财产分配意向



数据来源：问卷调查数据

问卷结果显示，“考虑子女成年子女问题”占到高净值客户财富管理需求缺口的35%，排在需求缺口的第一位；其次是“考虑政府政策因素”特别是遗产税如何开征，这一比例占到22%；排在第三位的是“考虑家族企业移交问题”，这一比例为12%；排在最后一位的是“避免家庭财产纠纷”，占到7%。数据表明，如何有效的将创富一代积累起来的巨额财富最大限度地传承至子孙后代是目前财富管理高净值客户最关心的问题，而这一过程伴随着家族企业移交问题以及家族内部关系治理问题。而在信托财产分配意向方面，有35%的受调查者希望把财产用于子女今后生活、教育开支；用于受益人的“创业启动”、“事业发展”和“临时需求”的比重比较均衡，基本在17%-18%浮动；值得注意的是，有12%的高净值人群希望把财富用于慈善公益事业，这说明金钱所带来的物质享受和社会地位已经不能满足他们的需求，“高品质”很大程度上体现在精神上的高品质。他们开始关注慈善和社会公益事业，希望以实践性公益活动。

11.2 信托在弥合财富管理沟通缺口上的业务优势

11.2.1 信托在私人财富管理中的优势：制度功能

信托是一种优秀的财产转移与财产管理制度。与以“赠与”、“继承”、“买卖”代表的财产转移制度和以“委托代理”、“行纪”、“有限合伙”为代表的财产管理相比，信托在践行财产转移与财产管理功能方面具有独特的优越性。

首先是复合性。传统的财产转移制度（无论是赠与、继承还是买卖）由于没有“受托人”的设计，在转移财产所有权后无法实现对所转移的财产附加管理。而传统的财产管理制度，无论是委托代理、行纪还是有限合伙，则由于没有“受益人”的设计而只能用于财产管理，无法实现对所管理的财产进行转移或者传承功能。而信托是将财产转移功能和财产管理功能整合为一体的复合性制度。例如，甲在其子乙 10 岁时，拿出 100 万元设立一个“本金与收益相分离的信托”，约定受托人于乙满 30 岁时将信托本金交付给乙，在此期间，由受托人对该 100 万元信托财产进行投资管理，并将投资收益按年交付给甲。通过设置该信托，甲同时实现了将 100 万元财产转移给乙和对该笔财产进行投资管理的两种目的。

其次是灵活性。信托之所以能够日益发展成为一项世界性的法律制度安排，根本原因就在于其应用上的巨大灵活性。信托的应用具有极大灵活性，这是其他财产转移与财产管理制度所不具备的。其灵活性表现在三方面：

(1) 设立方式多样化

信托的设立既可以采取合同方式，也可以采取遗嘱方式。与此不同，传统的财产转移方式中，赠与和买卖只能采取合同方式进行，不能采取遗嘱方式进行；继承则只能采取法定继承和遗嘱继承，而不能采取合同方式。在传统的财产管理方式中，无论是委托代理、行纪还是有限合伙，都只能采取合同的方式，不能采取遗嘱方式。

(2) 信托目的自由化

在信托中，只要不违背法律的禁止性规定和社会公共利益，委托人可以为各种各样的目的而创立信托。委托人既可以为了自己的利益设立“自益信托”，也可以为了他人的利益设立“他益信托”，还可以为了公益目的设立“公益信托”。

相比之下，传统的财产转移制度中，赠与和继承只能用于他益和公益场合，不能用于自益场合；买卖则只能用于自益场合，不能用于他益场合和公益场合。而传统的财产管理制度，则均只能用于自益场合，不能用于他益和公益场合。这就是信托目的的自由化所赋予的信托原则的灵活性。

(3) 信托利益的弹性规划

信托目的自由化集中表现为委托人可以对受益人及其信托利益进行弹性规划。从而使信托能够更加灵活地实现委托人的意愿。如在信贷资产证券化信托、证券投资信托、不动产投资信托以及私人股权投资信托中，信托机构可以通过设计受益权分层的“结构性信托”，将受益权分为优先级和次级等不同层次，不同级别受益权的收益和风险特征不同，使同一信托得以同时满足不同偏好的投资者需要，极大地丰富了信托的财产管理功能。相比之下，委托代理、行纪和有限合伙类似财产管理制度均无法对财产利益进行类似于信托的弹性规划，因而，难以向信托那样成为灵活的投资工具。

传统的财产转移制度在财产转移时通常是即时的转移，传统的财产管理制度在管理结构上则通常是法定的，因而，难以附加可以达成财产权人特定目的的各种条件，应用上

较为僵化，缺乏弹性，灵活性不足。由于委托人设立信托的目的是自由的，可以在信托财产的管理结构和信托利益的设置方面附加各种条件，因此，信托在应用上具有空前的灵活性。

3.稳定性。由于传统的财产管理制度实现的财产转移通常都是即时转移，因而难以有保障财产权人转移财产所要达到的目的的稳定性机制；传统的财产管理制度，除投资公司和有限合伙外，委托代理随时可以解除，因此，也没有稳定的管理机制。而信托在法律上因有存在连续性的设计，因此，信托设立后可以不因各种意外情况发生而终止，从而确保委托人能稳定地实现自己的信托目的。

11.2.2 信托在私人财富管理中的优势：应用功能

信托最早应用于民事领域，与民法之委托代理、寄托等并列为财产管理制度。信托制度发展到现代，制度功能上最大的突破就在于引入了金融功能，纵观世界各国，现代信托业几乎都已兼具了财产管理机构和金融机构的双重职能。

首先，信托业作为营业信托受托人，其主要业务就是接受委托人的委托，以受托人身份，为了信托文件规定的受益人的利益或特定目的，对信托财产进行管理运用或者处分。从委托人角度来看，可以利用信托制度，按照自己的意愿进行财产转移和财产管理。从受托人角度看，信托制度是一种为委托人提供财产管理的特殊制度安排。委托人无论是利用

信托进行财产转移，还是进行财富管理，都要通过受托人对信托财产的管理行为实现。这便是信托制度的民事功能。

其次，现代信托业又是一种金融机构，发挥了金融中介和金融服务的功能。信托业务的金融化是社会经济发展的必然结果。从西方信托发展历程来看，信托业的金融化主要表现为三方面：第一，信托财产日益金融化。早期的信托财产主要是土地、实物等非金融资产，现代信托财产以资金、有价证券等金融资产为主；第二，信托产品的金融化。早期信托业的产品以特定委托人中心，主要为其提供个性化的信托服务。现代信托业以受托人的经营为中心，通过受益权的单位化、证券化等方式，主动募集标准化的信托资金，为投资者提供一般化的投资理财服务，如各国普遍开展的证券投资基金业务、集合资金信托业务等；第三，信托财产管理方式的金融化。早期信托财产的管理方式受到限制，主要采取出售、出租、照料、保管等非金融方式加以管理，现代社会由于高度发达的金融市场和金融手段，信托业已经普遍运用贷款、金融产品投资等金融方式管理信托财产，信托财产的运用方式日益金融化。由此，现代信托业不仅对委托人发挥金融服务功能，而且对资金需求方，发挥融通资金的金融中介功能。

再次，民事功能与金融功能并存互依。信托业的金融机能是与其财产管理机能为基础的，不能独存。而财产管理机能深化的重要表现就是信托管理金融化，充分运用金融方式管理信托财产，提高管理效益，满足委托人对投资管理的需要。由此，信托业的金融功能

正是财产管理功能实现的结果形态。反之，如果单纯地把信托业作为金融机构，片面强调其金融功能，势必歪曲信托的本旨，抑制信托机能的全面发挥，从而阻碍信托业务的拓展。

11.3 信托在弥合财富管理沟通缺口上的功能探索

针对高净值客户在财富管理中的沟通需求缺口，我们认为应该在未来展业中应积极探索信托这一优良制度在弥合财富管理沟通缺口中的功能，而这主要通过四方面来构建：生前信托、遗嘱信托、家族股权信托、慈善信托。按照信托生效的时间不同，可以将信托分为生前信托和遗嘱信托。所谓生前信托是指委托人在生存期间设立并生效的信托，而遗嘱信托只有在委托人死亡后才生效。因此前者反映的是在生前委托人就已经将自己的财产设立为信托财产并以交付，而后者则是遗嘱人以遗嘱的方式表示将自己的财产转让给受托人，要求受托人按照信托目的为受益人的利益或者特定目的而为管理、处分等行为，从而建立起受托人与收益人之间的信义法律关系。根据委托人不同的需求，两者都发挥了重要作用，如生前信托在满足家庭成员特殊需要的信托、资助成年子女、实现资产价值冻结、慈善公益、保护财富隐私、管理老年人财产和离婚赡养等方面可以发挥重大作用；而遗嘱信托则在保障配偶生活需要、保障未成年人利益、防止受益人挥霍浪费遗产等方面作用明显。

11.3.1 生前信托

一、满足家庭成员特殊需要的信托

由于各种先天、后天原因或者偶然因素，不少家庭可能都存在因身体或者精神缺陷不能照料自己的成员，如何长期照料这样的成员的生活，通常都是这个家庭面临的难题。这时信托就成了最优的选择。如果其他家庭成员能够亲自照顾，就可以指定其为家庭成员为受托人，如若信托需要存在很长时间，则指定一家信托公司作为受托人，以确保信托的管理可以服务受益人的一生。此类信托，由于是为残疾人的生活保障建立的信托，在残疾人成年之前，信托的收入和资本均可能免税；即使在残疾人成年之后，信托的收入通常也只按照很低的税率纳税。

二、资助成年子女的信托

按照各个国家的民法，父母抚养子女的义务在法律上只持续到子女成年为止，但现实中成年子女的生活遇到困难的，最终还是寻求父母的帮助。特别是，现代社会里生活复杂化、价值多元化，许多父母可能发现，成年子女在离婚、失业、缺乏自我生活能力，有些甚至染上赌博、吸毒的恶习，导致生活不能自足。因此，按照通常的做法，即父母通过赠与的方式直接给予子女一笔金钱，并不能解决上述问题。

例如，铺张奢侈的子女可能很快把钱浪费，因离婚很导致财产被迫分割，嗜赌成性的子女可能用这笔钱赌博，然后再向父母索要。设立一项为成年子女利益的信托就成为一个

比赠与更好的选择：将一笔资金纳入信托，用于保障成年子女在一定期限内的生活。信托条款明确规定，受托人定期向子女支付一定的信托收入款项，但子女不能直接提取信托基金，以防止子女挥霍基金。如果难以确定子女的生活需要，并且需要应对可能出现的意外事件，在这两种情况下，父母可以亲自担任受托人，并在信托文件里明确授权受托人可以根据受益人的生活需要，将信托基金或其一部分支付给子女。如果父母可能还需要这笔资金，信托文件还可以规定，当子女重新获得稳定的收入或者过上稳定的生活后，受托人可以决定信托终止，信托财产回归父母或者按照父母的意愿处理。

三、管理老年人财产的信托

随着年龄的增长，当创富一代退休以后，逐步步入老年，会越来越难以有效管理自己的财产事务。虽然子女会予以协助，但是精力有限，而且也担心自己参与父母的财产事务，可能招致其他子女的不满，因此引发不必要的矛盾。面对这种年龄较大的委托人情况，一个可能的解决办法是，父母（委托人）设立一项信托，将大部分财产纳入信托，父母在世期间，由父母获得信托的收入；父母去世后，信托资本最终分配给子女和孙子女。同时指定一家信托公司和一个子女作为共同受托人，这样就可以确保，一方面由信托公司进行专业的信托管理，另一方面有一个子女在信托中照管父母的个人事务。这样，作为共同受托人的子女，不一定必须在父母身边工作和生活，因为可以在父母生活的地方请一家

信托公司或分支机构担任专业受托人，负责信托的日常管理工作。只有涉及父母的个人事务需要处理时，再由子女受托人和专业受托人共同作出决定。

四、离婚赡养信托

在家庭面临离婚问题时，特别是如何支付子女抚养费问题时，往往成为争议焦点。一次性支付赡养费虽然可以避免日后争端，但是，怎样保证这些资金真正用于抚养子女，也很容易引起担忧，特别是双方都存在再婚的情况下，更加令人担心赡养费被侵吞。面对这样的问题，对委托人最好的办法就是设立一项离婚赡养信托，指定一家信托公司担任受托人，由受托公司用该笔信托财产进行投资，并且根据约定定期向被赡养一方及子女分配收入，用于日常生活和教育开支。对受益人而言，可以按时得到相应的收入保障；为委托人而言，履行了法定义务，并且其纳入信托的资金不会在子女成年之前挥霍殆尽。

11.3.2 遗嘱信托

遗嘱信托的特征主要包括：首先，它以遗嘱作为信托设立的方式。在很多国家，法律准许当事人通过契据、合同（包括口头合同和书面合同）行为等方式设立信托，甚至委托人的一句话、一张便条、一个行为都可以有效的设立信托。这些信托可能被称为契约信托、推定信托、宣言信托等。但遗嘱信托只能是指以遗嘱方式设立的信托。其次，遗嘱信托以委托人死亡为遗嘱信托生效时间。一般信托财产是由委托人自己或其代理人进行相应的不动产变更登记或动产交付完成的，且在财产登记或交付行为完成时信托生效；而遗嘱

信托则在委托人死亡时生效，即此时，继承刚刚开始，委托人的财产尚未由其继承人或遗嘱执行人进行财产的变更登记或交付，但这不影响遗嘱信托的生效。再次，它以财产维持和代与代之间的传承为主要功能特点。这一特点与继承的理念息息相关，遗嘱信托所主要解决的是委托人死后财产如何管理和处分的问题，与一般继承不同之处在于，它借助引入第三者——受托人，来实现委托人维护家族地位，实现财产保值增值，甚至借助对财产的控制实现对后代及社会控制的目的。

一、保障配偶生活需要的信托

夫妻或一方拥有大量财产，但配偶缺乏金融知识和投资经验，或者生病、缺乏行为能力等情况下，为了在一方去世后保障另一方的生活，可以通过遗嘱设立一项信托，将一笔钱纳入信托，一方去世后，信托收入归幸存的配偶，双方都去世后，剩余的信托财产归子女或孙子女。

二、未成年人利益信托

为未成年人设立信托，几乎可以说是一种不可或缺的保障措施，根据需要，信托既可以为了保障未成年人广泛的一般福利，也可以为了特定目的，例如未成年人的教育、未来创业基金等等。此类信托一般是委托人为子女、孙子女的利益而设立的，信托条款通常规定，在受益人成年时或者达到委托人认为合适的年龄、有能力承担一定责任时，将信托的剩余财产交给受益人。有些委托人的需求，可以设定受益人成年时将信托剩余财产交给

他；也可以设定受益人到特定年龄或者发生特定事件（如受益人创业需要资金），再把信托剩余财产交给受益人。这种安排既可以确保女子生活的基本稳定，也可以在其事业发展需要的时候，得到父母的遗产资助。

三、浪费者信托

有些父母准备为子女或其他家庭成员提供经济资助，但又不愿直接把财产交给他们，因为担心子女或者其他受益人有不良的生活方式或者没有行为能力。如果把资产直接转移给不能很好管理资产的子女或其他家庭成员，必须由法庭指定监护人或监护委员会，并且通过公共监护人或公共受托人监督资产的管理和处分，对资产管理施加一些限制，这些限制与父母的期望可能不是一致的。因此，设立一个遗嘱信托显然是更好的办法。

11.3.3 家族股权信托

现代企业管理理论的核心是所有权和经营权分离，其方式多种多样，信托也是其中之一。然而对某些家族创业者宁愿给职业经理人（非股东家族成员）现金补偿，而不愿给他们股权。股权不仅代表财产所有权、分红权，还代表着表决权，后者决定着公司经营决策和发展方向。将股份部分转让或赠与其他成员，或者向他们定向增发新股，这些方式会导致股权的稀释，从而可能影响表决时的力量对比，进而对现有股东控制权形成威胁。

因此，创业者股东大多不愿采取上述方式，但同时还必须考虑给职业经理人某些利益。股权信托可以解决这个矛盾。创业者可以拿出一部分股份设立信托，以选定的非股东

成员为受益人。受益人享有这部分股份的分红。受托人可以是专业信托机构，因接受信托义务而成为家族企业的股东。在具体实施时，委托人约定相应的信托财产管理办法，以对受托人在股东大会上行使表决权予以必要约束，使其表达委托人的意志，从而保证委托人在企业中的主导地位。同时，作为受益人，非股东家族成员可享有家族企业适当的利益回报。

11.3.4 慈善信托

按照美国现行的税法，公益信托分为两类：“无保留权的公益信托”（Outright Charitable Trusts）和“分离利益的公益信托”（Split-Interest Charitable Trusts）。前者是指委托人对信托财产不保留任何利益的信托，信托目的绝对排他，是严格意义上的公益信托，这种捐赠原则上适用一般赠与的规定；后者（分离利益的公益信托），顾名思义是指信托财产不仅可以使公共受益人受益，也允许非公共受益人受益。

美国的分离利益信托按照信托收益的分配方法和分配时间，又可以分为“优先受益权公益信托”（charitable lead trust）和慈善性剩余信托（charitable remainder trust）。此两种分离利益的公益信托虽然具有相关性，但是运行模式有根本区别。优先受益权公益信托是指公益受益人（charitable beneficiary）在一定期限内就该信托财产所生收入有优先受益的权力，并于受益期间届满或信托终止时将信托财产转移给委托人指定的非公益受益人；慈善性剩余信托指非公益受益人（non-charitable beneficiary）优先享有受益权，

在信托终止时将信托财产的剩余价值归属于捐赠人（委托人）所指定的公益团体。换言之，此两种 Split-Interest Charitable Trusts 的运行方式截然相反，由此纳税规则亦有很大差别：在 charitable lead trust 安排中，由于公益机构所得的利益比较少，因此在税收优惠亦享受的比较少。目前美国银行受托经营的公益信托很多都采用了慈善性剩余信托类型。

如果委托人希望实现公益慈善和自益的双重目的，则分离利益的公益信托是很好的选择。慈善性剩余信托特别适合年纪较大、收入较高，承担很高的边际税率缴纳所得税的老人，他们希望去世后向慈善事业做一些捐献，并且有能力放弃这部分财产。慈善性剩余信托独具特色，即允许捐赠人从该信托产品中获得一定比例的收益以满足自身和家庭生活的需要，而将剩余的收益用于特定的慈善目的或转赠给某个特定的慈善机构。信托基金不用缴纳所得税，信托托管人出售信托财产也无需缴纳资本利得税，信托授予人的所得税扣除是基于剩余部分的价值。通常情况下，慈善性剩余信托做法分为两种：一是慈善性年金信托(Charitable remainder annuity trust)，即在信托受益人生前，每年信托机构以年金的形式将一定比例（5%~50%）的信托财产收益（信托设立时评估）支付给受益人，受益人死后或者信托终止则将剩余的所有信托财产转给信托协议中规定某一特定慈善机构。二是慈善性剩余联合信托（Charitable remainder unitrust），即非公益受益人每年可以得到

按当年市价计算的信托财产的一定比例（5%~50%）的价值额。^①而这种联合信托设计的目的是为了**保证信托受益人的信托收益不因通货膨胀而减少，从而使受益人的生活能够切实得到保障**。而**优先受益权公益信托**则适合有公益慈善愿望，但仍希望主要财富保留在家族内部的富人。

11.4 小结

本章首先论证财富管理服务中的沟通缺口与传统服务产业的沟通缺口有很大区别，认为反映在私人财富领域的服务质量沟通缺口，更多地体现在客户的需求层次不能得到满足。继而根据问卷调查数据，着重分析该缺口的主要表现为，高净值人群不再仅仅限于资产的配置，而更多关心的是**财富传承、税务安排、家族成员之间的关系治理，以及慈善公益行为**。试图探寻信托在弥合此缺口可发挥的功用。作者认为弥合上述缺口可以通过四方面来构建：**生前信托、遗嘱信托、家族股权信托以及慈善信托**。

^① 26 USC § 664.

第十二章 结论与展望

私人财富管理并不单纯等于理财，而是一项包含投资理财与各类增值服务在内的、内容丰富的经济活动。尽管它在过去的中国并不是一个主流的问题，但改革开放以后私人部门逐渐兴起，私人财富的积累与高净值人群规模扩大的结果，是国内居民对以信托为代表的私人财富管理产生了与日俱增的需求，而资本回报水平的边际递减、人口年龄结构的老化与非银金融的兴起更是为私人财富管理市场的发展奠定了经济基础。在经济基础的作用下，以法律制度为代表的社会上层建筑也发生改变。随着社会主义市场经济的发展，中国的法律体系从过去的注重调节公共部门与私人部门间的关系转向更注重调节私人部门内部的关系，这就使得民事与金融相关的法律体系得到了长足的发展，日臻完善，成为了私人财富管理市场法制化与规范化的保证。这为本来就在私人财富管理中具有优势的信托进一步提高对高净值人群服务的质量提供了良好的发展契机与保障。

尽管随着中国经济规模的扩大与发展水平的提高，经济增速现在已有所放缓、且未来仍将进一步放缓，但一方面中国经济增速放缓后仍将长期维持在 5% 以上的水平并带来许多增量财富，另一方面过去三十余年的高速增长已经积累了许多存量居民财富，其中许多资产还尚未进入财富管理市场，未来将随着社会年龄结构的变化、金融市场的发展与理财意识的加强而更多寻求专业的私人财富管理服务。据中国人民大学《中国财富管理报告 2014》课题组测算估计，到 2020 年中国私人财富市场规模大体将处在 220 万亿至 235

万亿人民币之间。因此，私人财富管理是一片未来仍有广阔发展前景的市场，做好私人财富管理意义重大。

本文首先分析了财富管理客户的整体特征与各类需求。整体而言，低学历的客户对专业财富管理的需求更强，这一特点较为符合直觉，毕竟低学历的客户通常缺乏专业知识，因此更需要专业财富管理服务。但不同背景、特质客户通常拥有的多样化、个性化财富管理需求，具体取决于其自然或职业特征，因此符合常识或反直觉的结论是并存的。例如，具有财富传承作用的保险产品客户对信托财富管理的需求较高，这是符合常识的，因为巨额人寿保单与信托产品具有类似的避税作用；46岁以下人群更关注子女教育增值服务，因为其子女正处于受教育阶段，而46岁以上人群更关注养老规划等增值服务等，因为其将进入养老规划阶段。但“学历较高的投资者占信托财富管理比重更高”这一结论则有些反直觉，毕竟低学历的客户对专业财富管理的需求通常更强；回归表明，这其实是因为高学历的客户往往资产水平更高，而信托财富管理有资产100万的合格投资者门槛，两个结论之间并不矛盾。

除一般性分析外，笔者还对专业人士、女性这两个群体的个性化金融需求做了进一步的分析，发现专业人士投资信托比重较低的主要原因在于其流动性需求高而信托产品流动性弱于其他理财产品；而女性金融投资比重高于男性的主要原因，则在于强调男性而非女性在家庭中负责进行不动产置业投资的社会文化。

以这些分析为基础，本文从需求倾听、标准设计、服务绩效和服务沟通四个方面入手建立了财富管理服务质量缺口模型，并针对服务流程中的四个缺口进行了考察与分析：

1) 客户倾听缺口对各类客户的投资委托行为均有显著的影响。无论客户类型或范围如何划分，如果受托人能够主动倾听客户需求并进行反馈，则客户更乐于接受受托人的财富管理服务。

2) 服务设计与标准缺口（尤其是服务流程的完善度问题）对各类客户的投资委托行为有明显的影响，但不同客户群所受影响的程度不同：男性客户（与女性客户相比）、收入预期良好的客户（与收入预期较差的客户相比）更重视服务流程中的良好设计与完善标准。

3) 服务绩效缺口虽然影响客户的投资委托，但主要是通过实际财富管理展业中的服务体验来影响客户感受，因此其影响主要限于既有客户，而不包括潜在客户。

4) 服务沟通缺口分析表明不同客户群体对服务沟通的需求不尽相同。收入预期较差的客户则更重视服务承诺是否能最终兑现，服务宣传与客户感知的一致有助于保证此类客户的服务体验，相较之下收入预期良好的客户更重视产品的收益率。女性客户较为重视私人的非正式沟通。

针对前述四类服务质量缺口的弥合，本文设计了一套兼顾增值服务与资产配置服务的财富管理服务及标准体系，试图对未来的财富管理展业起到一定的指导借鉴作用。例

如，对于服务绩效缺口，本文分析建议通过提高员工技能匹配度、优化奖惩体系和提高团队控制授权与感知情况等方法以弥合，指出保证服务绩效的关键在于对客户需求进行动态重估以便相应地调整配套的服务；对于服务沟通缺口，本文提出通过整合营销传播、管理客户期望和加强水平沟通等方法加以弥合。

当然，由于此前还没有专门针对财富管理的服务质量体系，而传统的服务质量体系研究所针对的行业性质又与财富管理差异甚大，研究也存在一定的局限：首先，调查问卷仅发放 500 份，虽满足统计分析条件但样本代表性可能仍有不足。其次，样本中包含一些普通信托客户，其资产规模与私人财富管理门槛可能仍有差距，因此样本客户的特征、偏好与需求不一定与私人财富管理服务客户完全一致。再次，现行法规存在诸多局限，因此国际上家族信托财富管理服务业中的全球性大类资产配置、某些避税功能与部分增值服务在国内尚无法完全实现。最后，国内互联网金融正蓬勃发展、不断冲击着包括财富管理在内的各类金融展业，其对客户体验的重视与强调也值得财富管理服务业借鉴，但本文对此尚未进行深入的分析与思考。总的来说，本文的尝试还较为初步，在缺乏可供参照的蓝本下某些思考可能并不完备，有必要在未来的财富管理服务实践中进行进一步的调整，以更好地服务于正蓬勃发展的中国财富管理事业。

参考文献

- Abel, Andrew B. 1990. "Asset Prices under Habit Formation and Catching up with the Joneses." *American Economic Review* 80:38-42.
- Agnew, Julie, Pierluigi Balduzzi, and Annika Sunden. 2003. "Portfolio Choice and Trading in a Large 401(K) Plan." *American Economic Review* 93:193-215.
- Akaike, H. 1974. "A new look at the statistical model identification." *IEEE Transactions on Automatic Control* 19: 716-723.
- Albrecht, C., and Zemke R. 1985. *Service America: Doing Business in the New Economy*. New York: Warner.
- Artin, Lfgren and Lars Witell. 2005. "Kano's Theory of Attractive Quality and Packaging." *Quarterly Management Journal* 12:7-20.
- Babakus, E., and Boller G. W. 1991. "An Empirical Assessment of SERVQUAL Scale." *Journal of Business Research* 24:253-268.
- Bakshi, Gurdip S., and Chen Zhiwu. 1996. "The Spirit of Capitalism and Stock-Market Prices." *American Economic Review* 86:133-157.
- Banz, R. 1981. "The Relationship between Return and Market Value of Common Stocks." *Journal of Financial Economics* 9:3-18.
- Berger, Charles et al. 1993. "Kano's Methods for Understanding Customer-defined Quality." *Center for Quality Management Journal* 4:3-36.
- Campbell, John Y., and Hyeng Keun Koo. 1997. "A Comparison of Numerical and Analytical Approximate Solutions to an Intertemporal Consumption Choice Problem." *Journal of Economic Dynamics and Control* 21:273-295.
- Campbell, John Y., and Robert J. Shiller. 1988. "The Dividend-Price Ratio and Expectations of Future Dividends and Discount Factors." *Review of Financial Studies* 1:195-228.
- Campbell, John Y., and Robert J. Shiller. 1991. "Yield Spreads and Interest Rates: A Bird's Eye View." *Review of Economic Studies* 58: 495-514.
- Campbell, John Y., Andrew W. Lo, and MacKinlay A. Craig. 1997. *The Econometrics of Financial Markets*. Princeton: Princeton University Press.
- Campbell, John Y. 1996. "Understanding Risk and Return." *Journal of Political Economy* 104: 298-345.

- Campbell, John Y. 1999. "Asset Prices, Consumption, and the Business Cycle." In *Handbook of Macroeconomics*, edited by John Taylor and Michael Woodford, 1231-1303, North- Holland: Amsterdam.
- Carman J. M. 1990. "Consumer Perceptions of Service Quality: An Assessment of the SERVQUAL Dimensions." *Journal of Retailing* 66:33-55.
- Chrisnall, P. 1995. "Strategic Business Marketing. Englewood Cliffs", NT: Prentic Hall International(UK) Limited.
- Dabholkar, A. P., Thorpe D. I., and Rentz J. O. 1996. "A Measure of Service Quality for Retail Stores: Scale Development and Validation." *Journal of the Academy of Marketing Science* 24:3-16.
- Deaton, Angus. 1997. *The Analysis of Household Surveys: A Micro econometric Approach to Development Policy*. Baltimore: Johns Hopkins University Press.
- Dimitri, Vayanos, and Wang Jiang. 2012. "Liquidity and Asset Returns under Asymmetric Information and Imperfect Competition." *Review of Financial Studies* 25:1339-1365.
- Dynan, Karen E. 2000. "Habit Formation in Consumer Preferences: Evidence from Panel Data." *American Economic Review* 90: 391-406.
- Edwards, J. H., and Edwards A. W. F. 1984. "Approximating the tetrachoric correlation coefficient." *Biometrics* 40:563.
- Faig, Miquel, and Pauline Shum. 2002. "Portfolio Choice in the Presence of Personal Illiquid Projects." *Journal of Finance* 57:303-328.
- Gollier, Christian, and John W. Pratt. 1996. "Risk Vulnerability and the Tempering Effect of Background Risk." *Econometrica* 64:1109-23.
- Gomes, Francisco, and Alexander Michaelides. 2003. "Portfolio Choice with Internal Habit Formation: A Life-Cycle Model with Uninsurable Labor Income Risk." *Review of Economic Dynamics* 6:729-66.
- Gomes, Francisco, and Alexander Michaelides. 2005. "Optimal Life-Cycle Asset Allocation: Understanding the Empirical Evidence." *Journal of Finance* 60: 869-904.
- Gronroos C. 1990. *Service Management and Marketing*. Massachusetts: Lexington Books.
- Guiry, M., Hutchinson W., and Weitz B. A. 1992. "Consumers' Evaluation of Retail Store Quality and Its Influence on Store Choice." Working Paper. University of Florida.

- Guiso, Luigi, Michael Haliassos, and Tullio Jappelli. 2003. "Household Stockholding in Europe: Where Do We Stand and Where Do We Go?" *Economic Policy* 36: 123-64.
- Haliassos, Michael, and Carol C. Bertaut. 1995. "Why Do So Few Hold Stocks?" *Economic Journal*, 105: 1110-29.
- Heaton, John, and Deborah Lucas. 1997. "Market Frictions, Savings Behavior, and Portfolio Choice." *Macroeconomic Dynamics*, 1: 76-101.
- Heaton, John, and Deborah Lucas. 2000. "Portfolio Choice and Asset Prices: The Importance of Entrepreneurial Risk." *Journal of Finance* 55: 1163-1198.
- Huberman, Gur, and Paul Sengmueller. 2004. "Performance and Employer Stock in 401(K) Plans." *Review of Finance* 8: 403-443.
- Jermann, Urban J. 1998. "Asset Pricing in Production Economies." *Journal of Monetary Economics* 41:257-275.
- Kim, Tong Suk, Edward Omberg. 1996. "Dynamic Nonmyopic Portfolio Behavior." *Review of Financial Studies* 9:141-161.
- Lehtinen U, Lehtinen J. 1983. "Service Quality: A Study of Quality Dimensions." Working Paper. University of Tampere, Finland.
- Lewis R C, Booms B H. 1983. "The Marketing Aspects of Service Quality." In: *Emerging Perspectives on Services Marketing*, edited by Berry L. Chicago: GIS hostack and G.Upah, Eds.
- Lindqvist L. 1988. "Customers' Perception of Quality in Consumption Phase." In: *Research Report No.17*. Helsinki: Swedish School of Business and Economics.
- Longstaf, F.A. 2001. "Optimal Portfolio Choice and the Valuation of Illiquid Securities." *Review of Financial Studies* 14:407-431.
- M. Haugh and L. Kogan, Jiang Wang. 2006. "Evaluating Portfolio Policies: A Duality Approach." *Operations Research* 54:405-418.
- Mankiw, N. Gregory, and Stephen Zeldes. 1991. "The Consumption of Stockholders and Nonstockholders." *Journal of Financial Economics* 29: 97-112.
- Mao, J. C. T. 1970. "Models of Capital Budgeting E- V versus E - S." *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 5: 657-675.
- Markowitz H. 1952. "Portfolio Selection." *Journal of Finance* 7:77-91.

- Mehra, Rajnish, and Edward C. Prescott. 2003. "The Equity Premium in Retrospect." In *Handbook of the Economics of Finance*. Vol. IB. ed. George M. Constantinides, Milton Harris, and Rene Stulz, Amsterdam: Elsevier Science, North-Holland.
- Moreira, Marcelo J. 2003. "A Conditional Likelihood Ratio Test for Structural Models." *Econometrica* 71: 1027-48.
- Odean, Terrance. 1998. "Are Investors Reluctant to Realize Their Losses?" *Journal of Finance* 53: 1775-98.
- Oliver R L. 1985. "An extended Perspective on Post Purchase Phenomena: Is Satisfaction a Red Herring?" Presented at Annual Conference of the Association for Consumer Research, Las Vegas, October.
- Olson J C, Dover P. 1979. "Disconfirmation of Consumer Expectations Through Product Trial." *Journal of Applied Psychology* 64:179-189.
- Parasuraman A, Zeithaml V A, Berry L L. 1985. "A Conceptual Model of Service Quality and Its Implications for Future Research." *Journal of Marketing* 49:41-50.
- Parasuraman A, Zeithaml V A, Berry L L. 1988. "SERVQUAL: A Multiple-Item Scale for Measuring Consumer Perceptions of Service Quality." *Journal of Retailing* 64:12-40.
- Raftery, A. 1995. "Bayesian model selection in social research." In *Sociological Methodology* Vol. 25, ed. P. V. Marsden, 111-163. Oxford: Blackwell.
- Ralf Korn. 2004. "Realism and Practicality of Transaction Cost Approaches in Continuous- time Portfolio Optimisation: the scope of the Morton-Pliska approach." *Mathematical Methods of Operations Research* 60:165-174.
- Regan W J. 1963. "The Service Revolution." *Journal of Marketing* 27:57-62.
- Roy, A. 1952. "Safety- first and the Holding of Assets." *Econometrica* 20:431-449.
- Sakamoto, Y., M. Ishiguro, and G. Kitagawa. 1986. "Akaike Information Criterion Statistics." Dordrecht, The Netherlands: Reidel.
- Schwarz, G. 1978. "Estimating the dimension of a model." *Annals of Statistics* 6: 461-464.
- Shefrin H, Statman M. 1994. "Behavioral Capital Asset Pricing Theory." *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 29:323-349.
- Tobin, J. 1958. "Liquidity Preference as Behavior towards Risk." *Review of Economic Studies* 25:65-86.

Vogels R, Lemmink J, Kasper H. 1989. "Some Methodological Remarks on the SERVQUAL Model." In: Marketing Thought and Practice in the 1990s, Avlonitis G L, Papavasiliou N K, Kourenenos A G ed., Conference Proceedings of the XVIII Annual Conference of the European Marketing Academy.

Willian, F. Sharpe. 1963. "A Simplified Model for Portfolio Analysis." Management Science 9:277-293.

贝政新（2005），《机构投资者发展研究》，上海：复旦大学出版社。

曹彤（2009），《关于国内私人银行业务的思考》，《银行家》，3，40-42。

邓富民（2004），《基于服务质量差距模型的服务质量特性构成分析》，《四川大学学报（哲学社会科学版）》，5，27-31。

邓建鹏（2006），《财产权利的贫困：中国传统民事法研究》，北京：法律出版社。

郭妍婷（2011），《财富管理的发展以及在中国的前景》，《经营管理者》，5，135。

郝林林（2014），《信托规避遗产税的立法应对》，《税收经济研究》，2，21-23。

何宝玉（2013），《信托法原理与判例》，北京：中国法制出版社。

何丽芬（2010），《家庭金融资产结构的国际比较及启示》，《国际经济合作》，5，58-64。

黄家章（2008），《国内资本市场投资者如何通过趋归投资本义而走向成熟》，《学术论坛》，12，112-117。

黄学庭（2003），《开放式基金资产配置研究问题》，北京：中国管理科学出版社。

赖源河、王志诚（2002），《现代信托法论》，北京：中国政法大学出版社。

朗志正（1995），《质量管理和质量体系要素》，北京：中国标准出版社。

李海洋、牛海鹏（1996），《服务营销》，北京：企业管理出版社。

孟强（2012），《信托登记制度研究》，北京：中国人民大学出版社。

潘新民（2012），《中国财富管理发展趋势与应对策略》，《时代金融》，3，103-105。

狩野纪昭（2002），《在全球化中创造魅力质量》，《中国质量》，9，32-34。

- 宋彦军（2005），《TQM、ISO9000与服务质量管理》，北京：机械工业出版社。
- 瓦拉瑞尔·A·泽丝曼尔、玛丽·乔·比特纳（2004），《服务营销》，北京：机械工业出版社。
- 王大贤、郝建军（2010），《后金融危机时代的外汇理财走向》，《中国信用卡》，6，21-22。
- 王都富（2012），《中国富裕阶层金融行为研究》，北京：中国金融出版社。
- 尹田（2002），《论物权法定原则的解释及其根据》，《民商法学》，12，48-49。
- 优士丁尼（2005），《法学阶梯》，徐国栋译，北京：中国政法大学出版社。
- 余辉（2007），《英国信托法：起源、发展及其影响》，北京：清华大学出版社。
- 余能斌、文杰（2002），《我国信托法内容缺陷管窥与补正思考》，《民商法学》，12，39-40。
- 约翰·G.斯普兰克林（2009），《美国财产法精解》，钟书峰译，北京：北京大学出版社。
- 张淳（2012），《中国信托法特色论》，北京：法律出版社。
- 张五常（2000），《佃农理论》，北京：商务印书馆。
- 赵新顺（2005），《行为金融与投资行为》，北京：社会科学文献出版社。
- 朱焱（2008），《中国高净值客户现状及私人银行价值管理研究》，《吉林金融研究》，11，10-12。

附录 A

调查问卷

财富管理客户投资意愿及财富规划评估问卷调查表

问卷说明

尊敬的客户：

您好！

财富管理是根据您或您家庭的投资需求、财富规划、财富传承量身定做的信托服务。

为了更好地了解您的内在需求和期望，现请您协助我们完成此问卷，便于我们为您提供更为贴心的服务。

本问卷分为四部分：“客户基本情况信息”、“投资需求”、“财富安排”和“服务质量调查”等。我们将根据问卷的结果对您的财富管理目标、风险偏好、投资约束、服务质量进行综合评测。

我公司将为您填写的信息以及测评结果保密。请您根据实际情况如实填写。

Part One 客户基本情况信息

1. 【客户基本信息】

Q1. 问卷完成人

性别_____ 年龄_____

Q2. 您的最高学历是？（请在适合您的□内划√）

A 大专及以下 B 大学本科 C 研究生及以上

Q3. 您的职业类别是？(请在适合您的□内划√)

A 公司高管(包括高层和中层管理人员)

B 企业主

C 专业人士(医生、律师、会计师等)

D 自由职业者(文体、艺术界等人员)

E 家庭主妇及退休人士

F 其他(请注明_____)

2. 【客户资产收入情况】

Q4. 下列哪项是您收入的最主要来源？(请在适合您的□内划√)

A 经营收入

B 金融资产投资收益

C 房地产等不动产投资收益

D 其他(请注明_____)

Q5. 您认为您将来的收入来源会怎么变动？(请在适合您的□内划√)

A 每年保持 10%左右的增长水平

B 每年保持 10%-20%的增长水平

C 每年保持 20%以上的增长水平

D 不稳定，波动较大

Q6. 您个人每年的总收入大概有多少？（请在适合您的内划√）

A 600 万元以下

B 600 万元-1,000 万元

C 1,000 万元-1,500 万元

D 1,500 万元以上

Q7. 您当前拥有的资产总规模（包括不动产、动产、有价证券）大致在什么水平？（请在适合您的内划√）

A 3,000 万元-5,000 万元

B 5,000 万元-10,000 万元

C 10,000 万元-30,000 万元

D 30,000 万元以上

3. 【历史投资业绩】

Q8. 您在金融领域的投资经验有几年？（请在适合您的内划√）

A 8 年以上

B 5 年-8 年

C 2 年-5 年

D 少于 2 年

Q9. 您在新华信托投资已有_____年，目前持有新华信托产品_____百万元

Q10. 您目前的金融资产投资占总资产的比重是？注：金融资产包括股票、债券、基金、银行理财、信托计划等（请在适合您的内划√）

A 大于 50%

B 50%-30%

C 10%-30%

D 小于 10%

Q11. 目前，您的各项投资资产占您所有可投资金融资产的比例？（请在适合您的内划√）

(1) 股票类（含偏股型的基金、理财和资管计划）

A 大于 50% B 50%-30% C 10%-30% D 小于 10% E 无

(2) 债券类 (含偏债型的基金、理财和资管计划)

A 大于 50% B 50%-30% C 10%-30% D 小于 10% E 无

(3) 保本型产品 (银行存款、货币基金等)

A 大于 50% B 50%-30% C 10%-30% D 小于 10% E 无

(4) 期货及金融衍生品

A 大于 50% B 50%-30% C 10%-30% D 小于 10% E 无

(5) 保险型理财产品

A 大于 50% B 50%-30% C 10%-30% D 小于 10% E 无

(6) 信托产品

A 大于 50% B 50%-30% C 10%-30% D 小于 10% E 无

(7) 其他,如私募股权、外汇等(请注明_____)

A 大于 50% B 50%-30% C 10%-30% D 小于 10% E 无

Q12. 您在过去的三年中,年平均投资收益大致在什么水平?(请在适合您的内划√)

A 20%以上

B 10%-20%

C 5%-10%

D 5%以下

Part Two 客户投资需求

4. 【财富管理目标】

Q13. 在未来 1-5 年内，您和您的家庭进行财富管理愿景有哪些？（请在适合您的□内划

√，选 2 项）

- A 高品质生活 B 子女教育 C 个人事业/企业的进一步发展 D 财富传承
- E 其他（请注明_____）

Q14. 请问您对投资的基本目标和期望是什么？（请在适合您的□内划√）

- A 避免资产由于通胀原因造成的购买力损失
- B 对流动性要求较高，并不会考虑因通胀因素导致的资产购买力损失
- C 保持资产稳健的成长，同时定期有一定的现金回报要求
- D 维持资产迅速的成长，同时短期对投资回报和流动性没有额外的要求

5. 【客户风险偏好及损失承受程度】

Q15. 以下哪项最符合您对投资风险和收益的态度？（请在适合您的□内划√）

- A 厌恶风险，不希望本金损失，希望获得稳定回报
- B 保守投资，不希望本金损失，愿意承担一定幅度的收益波动
- C 寻求资金的较高收益和成长性，愿意为此承担有限本金损失
- D 希望赚取高回报，愿意为此承担较大本金损失

Q16. 以下情况，您会选择哪一种？（请在适合您的□内划√）

- A 有 100%的机会赢取 1000 元现金

- B 有 50% 的机会赢取 5 万元现金
- C 有 25% 的机会赢取 50 万元现金
- D 有 10% 的机会赢取 100 万元现金

Q17. 您投资产品的价值出现何种程度的波动时，您会呈现明显的焦虑？（请在适合您的

- 内划√)
- A 本金无损失，但收益未达预期
- B 出现轻微本金损失
- C 本金 10% 以内的损失
- D 本金 20-50% 的损失

6. 【客户资产投资约束】

Q18. 您希望您未来投资不涉及哪些行业或领域？（请在适合您的内划√，可多选）

- A 基础设施 B 房地产 C IT D 能源 E 环保
- F 农业 G 金融 H 医疗 I 教育 J 其他(请注明_____)
- K 无

Q19. 未来，您打算增持哪类金融资产？（请在适合您的内划√，可多选）

- A 股票类（含偏股型的基金、理财和资管计划）
- B 债券类（含偏债型的基金、理财和资管计划）

C 保本型产品 (银行存款、货币基金等)

D 期货及金融衍生品

E 保险型理财产品

F 信托产品

G 其他,如私募股权、外汇等(请注明____)

Q20. 在预期投资期限内，您是否对投资资金运用有其他要求？

7. 【客户对投资决策的参与度】

Q21. 您更认同下列哪项表述？(请在适合您的内划√)

A 我有明确的投资计划和资产配置策略，只要贵公司能配合我的指令执行。

B 我希望贵公司能够提出资产配置策略并根据我个人情况量身定制财富规划方案。

C 我不关心理贵公司如何投资，我唯一关心的是贵公司最终给我的收益。

8. 【客户对增值服务的需求】

Q22. 您希望得到下列哪些增值服务？(请在适合您的内划√，可多选)

A 税收筹划

B 子女教育规划

C 养老规划服务

D 家庭财富传承相关咨询

E 出境移民咨询

F 医疗健康“绿色通道”

G 艺术品收藏和投资

H 高端人士聚会

I 全球奢侈品采购

J 其他(请注明_____)

Part Three 客户财富安排

Q23. 您希望为谁 (受益人) 设立财富管理信托？ (请在适合您的内划√, 可多选)

A 子女 B 孙子女 C 配偶 D 自己 E 其他(请注明_____)

Q24. 您考虑财富传承的动因是什么？ (请在适合您的内划√, 可多选)

- A 政府政策因素，如遗产税问题
- B 子女成年，需要提前考虑财产安排
- C 家族私营企业进入财富移交阶段
- D 避免家庭内部可能出现的财产纠纷
- E 暂时没有财富传承需求

Q25. 在财富传承的具体安排上，您首要考虑的是？ (请在适合您的内划√, 选 2 项)

- A 保留自己对财富的掌控权和未来生活安排
- B 如何维护家族企业的持续经营
- C 在家族成员中分配财富的方式 (如通过信托持有的股权、房产等资产)
- D 财产分配的公平性
- E 兼顾到子女自己的行业兴趣、人生规划

Q26. 如为财富传承目的，在财富传承规划方面，您希望的财富分配安排是什么？

Q27. 您希望财富管理的合同期限有多长？（请在适合您的□内划√）

A 1-5 年 B 6-10 年 C 11-15 年 D 16-20 年 E 20 年以上

Q28. 您愿意设立财富管理的资金规模（人民币元）为？（请在适合您的□内划√）

A 1,000 万-5,000 万

B 5,000 万-10,000 万

C 10,000 万-50,000 万

D 50,000 万-100,000 万

E 100,000 万以上

E 其他(请注明_____)

Q29. 您希望采取哪种方式向受益人分配信托财产？（请在适合您的□内划√）

A 固定期限，向受益人分批次分配

B 不固定期限，委托人自行决定向受益人分配的条件（如子女年满 18 周岁、结婚、出国等）；当该条件成就时，受托人向受益人分配

C 委托人指定的其他分配方式

Q30. 关于信托财产的分配去向,您会优先考虑以下哪些因素?(按顺序选出您认为最重要的2项)

(1) 请选择_____ ;(2) 请选择_____

a) 用于支付受益人的生活、教育等费用

b) 用于支持受益人的创业启动

c) 用于支持受益人的事业发展

d) 用于支持受益人的临时性需求

e) 用于慈善公益

f) 其他(请注明_____)

Q31. 您是否有其他关于财富传承的特殊要求?请列明:

Part Four 服务质量调查

Q32. 您对公司所提供产品及服务有何新期盼,请选择最迫切的一项?(请在适合您的□

内划√)

A 注重产品收益及风险的一致性

B 丰富产品类别,包括固定收益、浮动收益等产品系列

C 增加财富管理服务的种类

D 提高现有财富管理服务的数量

Q33. 下列哪项最符合公司管理层与您的沟通现状？（请在适合您的内划√）

A 公司经理定期通过电话、短信、邮件等方式进行售后回访或推荐新产品

B 公司经理主动非定期的进行回访或推荐新产品

C 公司经理仅在您主动咨询的情况下才与您建立联系

D 公司经理从未主动联系您，并且对您的咨询或建议置之不理

Q34. 下列哪项最符合客户反馈机制的现状？（请在适合您的内划√）

A 完全缺乏反馈渠道，无专门人员配备

B 有一定的反馈渠道，但服务人员面对客户询问或质疑时表现拖沓、缺乏耐心，无法给出迅速有效反馈

C 反馈渠道顺畅，能够及时、迅速、妥善地处理客户的询问

Q35. 请选择对新华财富管理服务流程最贴近的评价？（请在适合您的内划√）

A 整个服务过程混乱，缺乏服务标准

B 有较为完善的服务流程，但缺乏对客户理财需求进行充分了解

C 有完善的服务流程，并对客户理财需求进行详细了解，但未制定详细财富管理目标及实施方案

D 有完善的服务流程，并对客户理财需求进行详细了解，并制定详细的财富管理目标及实施方案

Q36. 下列哪项符合您对服务环境的体验？（请在适合您的内划√）

A 服务环境舒适，但私密性不足

B 服务环境舒适，私密性有保证

C 服务环境与高端财富管理定位不匹配，私密性不足

D 服务环境与高端财富管理定位不匹配，但私密性有保证

Q37. 请选择对新华财富管理服务质量与团队的最贴近评价？（请在适合您的内划√）

A 服务质量低劣，服务团队角色模糊、专业水平不高

B 已建立了基本的服务标准流程，并配备相应的服务团队人员，但是服务专业性上还有待提高

C 服务整体质量高，服务团队勤奋敬业、专业素质高、服务到位、分工明确

Q38. 下列哪项更符合您对我们营销和运营的总体评价？（请在适合您的内划√）

A 有充分的投资者教育，产品收益和服务完全满足客户预期

B 收费适中，服务内容与客户预期基本一致，但仍有提升改进空间

C 收费过高，服务宣传与客户感知存在一定差距

D 销售中有过度承诺，产品收益和服务不能兑现

Q39. 您选择新华作为信托受托人最重要原因是什么？（请在适合您的□内划√）

A 服务流程规范，能给我带来良好的体验

B 新华历史悠久、品牌声誉好，值得信赖

C 产品收益率高于同业其他产品，安全有保证

D 通过私人关系选择的新华

E 其他_____

感谢您的参与和配合!

附录 B

排序与计数回归主要方法对本文调查问卷数据适用性的比较分析

排序与计数回归主要方法对本文调查问卷数据适用性的比较分析

本文的回归分析均以调查问卷数据为基础进行，其被解释变量通常为分布在 0-N 或 1-N 之间的非负整数，并非连续正态分布，因此需要采用针对非线性因变量的排序或计数回归分析法以避免分布的偏差问题。

理论上，排序与计数模型都可以用于处理具有层次性或重复测量资料的分类因变量。而在现有的应用计量学文献中，调查问卷分析中更多应用的是排序模型（如序次 logit、序次 probit）较多，计数模型（如泊松回归、负二项回归）相对较少。

但是，序次选择模型是二元选择模型（logit 与 probit）基于平行线假定的变型，而平行线假定要求被解释变量不仅在形式上序次的级差相等，相邻等级之间的差别也要相等，这与本文的问卷调查设计有所不同。

例如，在第 11 题“您的各项投资资产占您所有可投资金融资产的比例”的选项中，我们为答题者提供了“A 大于 50%”、“B 50%-30%”、“C 10%-30%”、“D 小于 10%”、“E 无”五个答案，但这并不符合平行线假定，因为选项 A-D 均为区间、E 为点，且 A-D 各区间的大小都不尽相同，这导致相邻等级之间的差别并不相同。符合平行线假定的、有利于以有序 logit 法进行分析的选项形式上应为“A 80%-100%”、“B 60%-80%”、“C 40%-60%”、“D 20%-40%”、“E 0%-20%”。

而且，就本文研究过程中的具体回归结果来看，负二项分布对本文调查问卷数据的拟合也确实要好于 logit 分布和 probit 分布，这可能与问卷题目选项的具体设计有关。表 B.1 展示和比较了正文若干主要回归方程以负二项回归、有序 probit 与有序 logit 四种方法分别运算所得的 Wald 检验值。这里所谓的“主要回归方程”，主要是选取正文各回归分析表中控制变量最全的、对本文结论支撑性最强的方程，结果均表明负二项回归的 Wald 检验值更大、方程整体显著性更强。

表 B.1 多种方法下若干主要回归方程的 Wald 检验值比较

回归方法	5.1(5)	5.2(1)	5.2(6)	5.3(5)	6.4(1)	6.5(5)
负二项回归	162.44	94.25	64.95	132.27	182.29	200.01
有序 Probit	152.98	73.36	56.62	99.44	82.55	118.13
有序 Logit	144.08	78.67	52.99	97.14	74.61	121.13

Wald 检验一般适用于检验非线性的约束条件，通过对原方程的无约束模型进行估计，构造出检验统计量，该统计量在大样本下服从以约束条件为自由度的卡方分布。因此同一方程无论其采用负二项回归、有序 probit 还是有序 logit 方法，其 Wald 检验的参数是一致的。以方程 6.5 (5) 为例，该方程的被解释变量为客户欲设的财富管理规模，解释变量有 18 个，包括投资时间、年龄、学历、资产、职业、过往回报率、参与度、信托投资比重、公司与顾客的沟通状况、公司的服务流程、服务环境的舒适性、服务环境的私密性、服务质量与专业团队、营销与运营现状、顾客选择受托人的原因为服务流程规范、顾

客选择受托人的原因为品牌声誉好、顾客选择受托人的原因为产品收益率高、顾客选择受托人的原因为私人关系。因此，该方程进行负二项回归、有序 probit 和有序 logit 分析的非线性约束条件检验都是 Wald(18)。

虽然三种方法下该方程的 Wald 检验都在 0.01%水平上显著，但具体的 Wald 检验值大小不同（越大表明越显著）：负二项回归法的 Wald 检验值最大，为 200.01，有序 probit 和有序 logit 的 Wald 检验值则分别为 118.13 和 121.13。这说明负二项分布对该方程的拟合要更好，这显然与问卷题目选项的具体设计不利于平行线假定有关。

表 B.1 所列的 5.1(5)、5.2(1)、5.2(6)、6.4(1)、6.5(5)这五个方程均为本文较关键的回归。这五个方程中，负二项回归的 Wald 检验值分别比有序 probit 回归的 Wald 检验值高 6.18%、28.48%、14.71%、120.82%和 69.31%，比有序 logit 回归的 Wald 检验值高 12.74%、19.80%、22.57%、144.32%和 65.12%，这表明负二项分布对本文调查问卷数据的拟合更佳，因此采用负二项回归而非有序 probit 回归或有序 logit 回归是更合适的。

表 B.2 负二项回归与有序 Logit 方法下的回归系数比较：以方程 5.1(5)及 5.2(1)为例

变量	金融投资比重		信托投资占其金融投资比重	
	负二项回归	有序 Logit	负二项回归	有序 Logit
性别	-0.12** (0.053)	-0.519* (0.24)	-0.134*** (0.044)	-0.674*** (0.219)
年龄	0.001 (0.002)	0.005 (0.009)	0.002 (0.002)	0.011 (0.008)
学历	-0.024 (0.046)	-0.162 (0.212)	-0.03 (0.032)	-0.162 (0.155)
资产规模	0.032*** (0.011)	0.142*** (0.047)	0.005 (0.006)	0.022 (0.028)
可用资金比重	0.098*** (0.034)	0.497*** (0.166)	0.126*** (0.026)	0.644*** (0.126)
安全性要求	-0.01 (0.063)	-0.117 (0.286)	0.11** (0.051)	0.632** (0.255)
收益性要求	0.526*** (0.196)	2.080** (1.064)	-0.113 (0.14)	-0.536 (0.725)
流动性要求	0.229** (0.105)	0.821 (0.593)	0.046 (0.073)	0.176 (0.391)

投资经验	0.181*** (0.035)	0.776*** (0.154)	0.116*** (0.028)	0.5*** (0.12)
过往回报	0.059 (0.044)	0.338* (0.19)	0.036 (0.034)	-0.196 (0.144)
参与度要求	-0.039 (0.049)	-0.128 (0.242)	-0.022 (0.041)	-0.123 (0.217)
财富传承要求			0.098** (0.041)	0.453** (0.205)

注：***、**、*分别表示 1%、5%和 10%显著，括号中为异方差稳健标准差。常数项略。

此外，在对同一方程的运算中，笔者还发现负二项回归中显著的变量普遍在有序 logit 中也显著，其系数方向均相同。虽然两类方程的系数大小存在明显差异，但这主要源于不同非线性回归方法下系数与解释变量的边际效应之间的特定转换关系不同。因此，采用负二项回归方法而非有序 logit 法不会导致本文结论的实质性偏误。