

Effect of Fiscal Expenditure on the Growth and Portfolio Management of
Private Banking Clients: Evidence from M Bank

by

Ying Ma

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

Approved March 2021 by the
Graduate Supervisory Committee:

Wei Shen, Co-Chair
Fei Wu, Co-Chair
Tan Wang

ARIZONA STATE UNIVERSITY

May 2021

公共资源财政支出对私人银行客户数量增长和资产配置的影响——来自 M 银行的证据

马莹

全球金融工商管理博士
学位论文

研究生管理委员会
于二零二一年五月批准：

沈伟，联席主席
吴飞，联席主席
王坦

亚利桑那州立大学

二零二一年五月

ABSTRACT

China's reform and opening-up bring economic prosperity and a portion of people accumulate a great deal of wealth. The wealthy people are eager for specialized institutions to help them manage wealth, which provides good opportunity for Chinese private banking market. In order to detect the effect of fiscal expenditure on the growth and portfolio management of private banking clients, this paper uses the data from the private banking clients of M Bank's provincial branches as the portfolio of representative client and measures the supply of public resources by fiscal expenditure. The empirical studies show: (1) In the area with abundant public education and scarce public security, that is, the area with higher fiscal expenditure on public security and lower fiscal expenditure on public education, the amount of private banking clients growth faster. (2) In the area where the public security is deficient or higher fiscal expenditure on public security, wealthy people invest more on banking deposit and insurance but invest less on bank financial products and fund. (3) In the area where the public medical and health services is deficient or higher fiscal expenditure on public medical and health services, wealthy people invest more on banking deposit but invest less on insurance and bank financial products. (3) In the area where the public education is deficient or higher fiscal expenditure on public education, wealthy people invest more on insurance and bank financial products but invest less on banking deposit.

摘要

中国改革开放以来经济高速发展，一部分人群快速积累了大量财富，迫切需要专业机构对其财富进行有效管理，激发了中国私人银行市场的蓬勃发展。本文利用 M 银行全部私人银行网点的客户资产配置数据，以省级行政单位为划分，从核心公共资源供给角度出发，探究地区公共资源财政支出对私人银行客户数量增长和资产配置的影响。本文通过实证研究发现：（1）在人均公共安全财政支出较高、人均公共教育财政支出较低的地区，即公共安全资源相对匮乏、公共教育资源相对丰富的地区，私人银行客户规模增速较快；（2）在人均公共安全财政支出较高，即公共安全资源相对匮乏的地区，高净值人群会积极配置流动性良好的银行存款类产品和保险类产品，同时会减少配置高风险、高收益的理财类产品和基金类产品；（3）在人均公共医疗卫生财政支出较高，即公共医疗资源相对匮乏的地区，高净值人群会积极配置银行存款类产品，同时减少保险类产品和理财类产品的配置比例；（4）在人均公共教育财政支出较高，即公共教育资源相对匮乏的地区，高净值人群会积极配置银行保险类产品和理财类产品，同时减少存款类产品的配置比例。

目录

	页码
表格列表.....	vi
图表列表.....	vii
章节	
一、绪论.....	1
1.1 选题背景.....	1
1.2 研究意义与不足.....	2
1.3 研究框架.....	3
二、私人银行的相关概念.....	4
2.1 私人银行发展历程.....	4
2.1.1 私人银行的起源.....	4
2.1.2 私人银行在中国的发展.....	5
2.2 私人银行的业务特点.....	6
2.3 私人银行的客户特点.....	7
2.3.1 私人银行的目标群体.....	7
2.3.2 私人银行客户的分布和构成.....	11
2.3.3 私人银行客户的投资需求.....	12
2.4 中国私人银行业务发展中的问题.....	16
2.5 M 银行的私人银行业务.....	18
2.5.1 M 银行的发展历程.....	19
2.5.2 M 银行私人银行业务的成立背景.....	20

章节	页码
2.5.3 M 银行私人银行业务的模式特点	20
2.5.4 M 银行私人银行产品种类和特点	22
三、文献综述与理论假设	25
3.1 资产配置理论	25
3.1.1 现代投资组合理论	25
3.1.2 行为投资组合理论	27
3.2 理论假设	29
3.2.1 地区人均公共安全财政支出	29
3.2.2 地区人均医疗卫生财政支出	30
3.2.3 地区人均教育财政支出	31
四、实证分析	33
4.1 数据来源与描述性统计	33
4.2 回归模型	38
4.2.1 公共资源财政支出对私人银行客户规模增长率的影响	38
4.2.2 公共资源财政支出对私人银行客户低风险类产品持有比例的影响	40
4.2.3 私人银行客户高风险产品配置的影响因素（理财类产品和基金类产品）	43
五、调查问卷分析	47
5.1 问卷调查概述（地域普遍性）	47
5.1.1 个人特征	49
5.1.2 家庭特征	52
5.2 对家庭所在地公共资源的认知	54

章节	页码
5.2.1 家庭所在地的公共安全状况	54
5.2.3 家庭所在地的教育资源.....	58
5.3 资产配置选择	59
5.3.1 对资产配置机构的选择.....	60
5.3.2 对银行机构私人银行部门的认知.....	62
5.3.3 对金融产品的需求.....	63
六、结论与展望.....	70
参考文献.....	72
附录	
A. 资产配置调查问卷.....	74

表格列表

表格	页码
1: 描述性统计	36
2: 公共资源财政支出对私人银行客户规模增长率的影响	39
3: 公共资源财政支出对私人银行客户低风险类产品持有比例的影响	41
4: 公共资源财政支出对私人银行客户高风险类产品持有比例的影响	45
5: 477 个有效被调查对象的资产配置情况	64

图表列表

图表	页码
1: 2008-2019 年中国高净值人群的规模及构成（来源：贝恩公司高净值人群收入-财富分布模型）	9
2: 2008-2019 年中国高净值人群的可投资资产及构成（来源：贝恩公司高净值人群收入-财富分布模型）	10
3: 2017-2019 年中国高净值人群构成按职业及资产规模划分（来源：招商银行-贝恩公司高净值人群调研分析）	11
4: 2018 年中国高净值人群区域分布(来源：贝恩公司高净值人群收入-财富分布模型) ..	12
5: 2009-2019 年中国高净值人群风险偏好(来源：招商银行-贝恩公司高净值人群调研分析)	13
6: 2015-2019 年中国高净值人群境内可投资资产配置比例（来源：招商银行—贝恩公司高净值人群调研分析）	14
7: 477 个有效调查对象的常驻地区分布	48
8: 477 个有效调查对象的各年龄段性别分布	50
9: 477 个有效调查对象的学历占比和职业占比	52
10: 477 个有效被调查对象的家庭所在省份、子女状况以及与父母长辈（含配偶父母长辈）共同生活程度	53
11: 477 个有效被调查对象对家庭所在省份公共安全资源的认知	55
12: 家人发生重大疾病时, 477 个有效被调查对象的就医选择	56
13: 477 个有效被调查对象对家庭所在省份公共医疗卫生资源的认知	57
14: 477 个有效被调查对象对子女接受高等教育的计划	58

图表	页码
15: 477 个有效被调查对象对家庭所在省份公共教育资源的认知.....	59
16: 477 个有效被调查对象的可投资规模	60
17: 477 个有效被调查对象最看重的资产配置机构的特征总结	61
18: 477 个有效被调查对象通过银行机构私人银行部门资产配置比例	61
19: 477 个有效被调查对象对银行机构私人银行部门提供的四类金融产品的认知.....	63

一、绪论

1.1 选题背景

中国改革开放以来经济高速发展，一部分人群快速积累了大量财富，迫切需要专业机构对其财富进行有效管理，激发了中国私人银行市场的蓬勃发展。2019年6月5日，招商银行与贝恩公司联合发布《2019中国私人财富报告》（以下简称“报告”）。2018年，国内可投资资产在1000万人民币以上的中国高净值人群数量达197万人，共计拥有61万亿人民币可投资资产。不到千分之二的人群持有超过三分之一的个人财富。面对庞大的高净值人群，中国商业银行和股份制银行纷纷在各地开设私人银行部门，为高净值人群提供定制化的投资理财服务。经过多年的发展，中国私人银行客户数目和客户金融资产规模经历了初期的高速增长，市场趋于成熟。

私人银行目标客户是需要依托专业资产管理人员进行资产配置以实现资产保值增值的高净值人群。相比于普通财富客户，私人银行客户掌握了更多的财富管理知识和更丰富的投资经验，对客户经理的服务要求更高。私人银行客户对银行产品的关注点一般集中于产品的流动性、收益性和风险性，而影响他们资产配置选择的主要因素是核心公共资源的需求和供给情况。私人银行客户会根据核心公共资源的自身需求和社区供给情况，选择流动性、收益性和风险性相匹配的资产配置。

私人银行产品主要分为四类：存款类产品、保险类产品、理财类产品和基金类产品。存款类产品和保险类产品的特点是风险低、收益低；理财类产品和基金类产品的特点是风险高、收益高。从流动性角度来看，流动性最好的资产是存款类产品和理财类产品，保险类产品往往是流动性最差的资产。

核心公共资源主要包括公共安全、医疗卫生和教育。当核心公共资源供应不足的时候，政府作为核心公共资源的主要提供者，会增加相应财政支出缓解核心公共资源短缺带

来的影响。因此地区人均公共安全财政支出、地区人均医疗卫生财政支出和地区人均教育财政支出反映了当地核心公共资源的供应紧缺情况。本文利用 M 银行全部私人银行网点的客户资产配置数据，以省级行政单位为划分，从核心公共资源供给角度出发，探究地区公共资源财政支出对私人银行客户数量增长和资产配置的影响。

在中国私人银行市场发展的初期，M 银行利用其商业银行的背景和资源积极开展私人银行业务。迄今为止，M 银行在香港、澳门和台湾以外的 31 个中国省级行政单位都设立了私人银行部门，部分省级行政单位内根据地域特征设立一个以上私人银行网点，真正在全国范围完成了私人银行业务的全方位覆盖，成为中国私人银行市场中极具代表性的中坚力量。本文分别从地区人均安全财政支出、地区人均医疗卫生财政支出和地区人均教育财政支出三个维度来研究 M 银行不同地区的私人银行客户的数量增长和资产配置差异。

1.2 研究意义与不足

一部分研究高净值人群资产配置的文献通过问卷调查和访谈等方式分析高净值人群自身特征对其资产配置的影响，少量相关文献根据高净值人群的家庭特征来分析高净值人群对社会公共资源的需求。本文从核心公共资源供给角度出发，探究社会公共资源财政支出对私人银行客户数量增长和资产配置的影响，补充了高净值人群资产配置的相关文献。

从实务应用的角度看，本文的研究结论一方面为中国商业银行和股份制银行推动各地区私人银行客户差异化服务提供了更多指导意义，有利于私人银行部门精准提升客户服务质量，增强自身竞争优势；另一方面为监管部门对私人银行部门的区域化监管提供了新的思路。

由于受到政策法规等约束，本文无法详细收集每位客户的全部资产配置，仅能以 M 银行省级私人银行网点的金融资产配置为研究对象，结合部分公开数据进行分析，存在一定局限性。为了进一步探究个人特征和家庭特征对高净值人群资产配置的影响，本文通过

问卷调查的方式收集部分代表性客户的全部金融资产配置情况、个人特征和家庭特征来定量分析。

1.3 研究框架

在本文的研究过程当中，我根据自身在 M 银行私人银行部门多年的从业经验，通过大量文献阅读和实证研究，对本文的研究内容及框架有如下设置：

第一章，绪论。主要阐述本文的选题背景、研究意义与不足以及本文的研究框架。

第二章，私人银行的相关概念。首先回顾了中外私人银行业务发展历程，其次针对私人银行的业务特点和客户特点进行总结归纳，最后介绍 M 银行的私人银行业务。

第三章，文献综述与理论假设。首先回顾了资产配置理论的发展脉络，形成本研究的理论基础，然后分析核心公共资源对高净值人群资产配置的影响确定本文的理论假设。

第四章，实证分析。以 M 银行的各省级私人银行网点客户数据为基础，以私人银行客户对不同产品配置比例作为被解释变量，使用线性回归分析方法探究社会公共资源财政支出对私人银行客户数量增长和资产配置的影响。首先对本文所用到的被解释变量、解释变量和控制变量做描述性统计，然后设计相应的回归模型进行定量分析。

第五章，结论与展望。对研究结论进行归纳总结，然后提出对未来研究的展望。

二、私人银行的相关概念

2.1 私人银行发展历程

私人银行源于对银行业务市场的细分。纵观私人银行的历史发展，其起源、发展、兴盛过程无不与人类社会财富管理需求的不断增长密切相关，作为人类社会发展到一定阶段出现的必然产物，财富管理活动随着社会经济的发展和财富的积累日趋活跃和成熟，私人银行业将迎来了前所未有的发展契机。

2.1.1 私人银行的起源

最早的私人银行诞生于 16 世纪，当时很多法国经商的贵族为躲避宗教迫害来到奉行和平中立政治政策的瑞士，处于保护自己财产安全的需求，他们纷纷开始从事资产管理工 作并开展私人银行业务，由于当时的瑞士已经具有了比较完善的法律制度和社会信用体系，这些优越条件吸引着其他国家越来越多的贵族及富豪将其财富交给瑞士的银行来打 理，由此在瑞士产生了真正意义上的私人银行。还有一种研究说法表明，私人银行起源于 17 世纪的欧洲十字军东征，部分贵族外出征战，家中财产由留守贵族代为管理，后来这些 贵族逐渐演变成了第一代的私人银行家。在今天看来，无论是富豪出逃还是贵族征战，私 人银行的源起都离不开财富拥有者对金钱、财产保值增值的需求和渴望，并最终演变为大 家所熟悉的现代私人银行业。到了 18 世纪，工业革命的到来极大的促进了私人银行的发 展，财富的迅速增长滋生了大量的富裕人群，对私人财富管理的需求也呈爆发式增长，这 为伦敦的银行家们提供了绝佳的机会，并极大推动了世界私人银行的发展，从那时起，私 人银行便由为极为富裕的少数人提供私密服务，逐步演变为向高净值客户提供更多产品的 服务。20 世纪二战结束美国崛起，美国社会的富裕人群不断激增，进一步加剧财富管理 的庞大需求，促使世界私人银行业达到兴盛。

2.1.2 私人银行在中国的发展

中国私人银行业务的发展则得益于近年来内地经济的快速发展，伴随着中国金融体制改革进一步深化和金融市场的进一步对外开放，中国富豪人数和平均资产拥有量逐年稳步增加，形成了私人银行业务巨大的潜在市场。近些年，中国私人银行的管理资产规模（Asset Under Management，以下简称“AUM”）从 2017 年的 10.8 万亿元，增长到 2018 年的 12.3 万亿元；私人银行客户数从 2017 年的 76.2 万人，增长到 2018 年的 90.8 万人。

中国早在明清时代就出现了私人银行业务的萌芽。有些豪门会雇佣有经验及能力的幕僚为拥有巨额财富的官商提供财务意见。然而从国际私人银行发展经验来看，完整的法律体系，混业经营的无限制模式，理性独立、需求全面的客户群体，高度独立的银行管理架构，以及专业优质的私人银行家人才队伍等才是西方现代私人银行蓬勃发展的现实基础和客观条件，仅有需求并不能促使私人银行业务健康发展。很显然，在明清乃至以后相当长的一段时间内，中国并不具备这些条件，导致直到 20 世纪末，中国的私人银行业才开始迈上快速发展的道路。

外资银行首先发现了中国私人银行业务的巨大机遇。2005 年，瑞士友邦银行有限公司进驻上海，设立了中国首个境外私人银行代表处。2006 年，花旗银行私人银行部在上海正式营业，私人银行正式“登陆”中国内地。中资银行方面，中国银行于 2007 年在北京成立了第一家私人银行部，私人银行作为一种银行业的服务部门正式出现在各大商业银行中。随后，招商银行、建设银行等也纷纷成立私人银行部或者私人银行业务条线当今中国的私人银行业处于百舸争流的激烈竞争局面，在这个新兴市场蓬勃发展的背后，依然存在着许多不成熟的地方，但不可否认的是，中国经济的未来发展与市场的巨大潜力，都将推动中国现代银行业持续快速发展。

2.2 私人银行的业务特点

所谓私人银行的业务就是为拥有高净值资产的私人客户个别提供的以财富管理为核心的专业化金融和非金融服务。然而对于金融服务，各个大型商业银行会结合投行、私行、个人银行、公司银行、电子银行、信用卡部门等核心部门为私人银行客户提供定制化的产品服务，为客户的个人金融资产的投资、消费金融贷款、投资银行贷款和投资需求、超高级别信用卡服务、公私联动金融服务、家族信托等方面进行综合性服务。对于非金融服务，各个私人银行也汇同市场上顶级或者前列的其他行业对私人银行进行增值服务，例如教育、旅行、奢侈品、税收、移民等等。总之，各大商业银行都汇集内部资源于私人银行，以高品质服务为主要经营策略，为打造特色私行业务、服务好高净值客户不断完善自己的业务。以下是私人银行业务的三大主要特点描述。

1. 以高净值客户为服务对象，具有私密性

私人银行业务的具有很大的局限性，是因为私行客户具有较高的准入门槛，其服务对象不是一般大众客户，而是社会上的富裕人士，或称为高净值人群。高净值人群是对可投资资产净值达到特定规模的个人投资者的总称。可投资资产净值包括储蓄、保险、金融投资、实物投资，并需扣除未结清贷款、信用卡账单等债务。因其具有良好的交易性和流动性，经常被认作为衡量个人资产水平的标准。高净值人群普遍拥有巨额财富，他们会要求私人银行家提供高私密性的服务，在确保财产安全性的同时实现保值和增值。

2. 大多以财富管理为核心业务，具有专属性

私人银行财富管理中最基本和最重要的业务是资产管理服务，银行会接受客户的委托，并按照事先约定好的投资计划，代理其进行资产管理活动。在顾问式服务的基础上，由于每个客户对于风险的承受能力、资金的流动性及投资的收益率等要求不同，私人银行财富团队会结合客户实际需求，为每个私行客户量身定制专属理财投资计划。私人银行除

基本的投资管理服务外，还会提供保险、信托、税务、法律、遗产及房地产等多方面的咨询及计划服务，用专业的知识解决客户财富管理难题。

3. 以高品质服务为经营策略，具有专业性

随着中国经济实力的快速增强，商业银行间对于客户归属的竞争压力逐渐增大，服务质量逐渐成为高净值客户选择金融机构的依据。从事私人银行服务的金融机构，必须集中银行、财务、税收和不动产策划、投资、法律以及会计等领域的一大批专业人士，为客户提供最高级别的专业服务。私人银行客户对服务的专业化和个性化要求较高，为了满足客户复杂多样的需求，延长客户关系价值链，增强客户对银行的忠诚度，私人银行在为客户提供财富管理服务的同时，也会配套相应的增值服务，比如海外就医、专家挂号、旅游订制、航班升舱及留学咨询等提升客户对银行的好感。

2.3 私人银行的客户特点

私人银行客户的特点是希望以资产保值和增值为目的将资产放于私人银行平台上依托专业的管理人员及产品进行资产配置。私人银行的客户较多于普通财富客户的掌握了财富管理的知识及更长时间的拥有投资的经验。对于银行产品的种类和收益率、对客户经理的服务要求略高于中低净值的私人客户。

2.3.1 私人银行的目标群体

私人银行人群一般指个人金融资产和投资性房产等可投资资产总值较高的社会人群。关于高净值人群的定义与划分，不同的咨询机构在编制报告时所采用的标准不同。波士顿咨询最新的报告中将私人财富超过 100 万美元定义为私人银行人群；在 2012 年正式实施的《商业银行理财产品销售管理办法》中，监管部门给私人银行客户下了定义—是指金融净资产达到 600 万元及以上的商业银行客户。招商银行私人银行团队联手贝恩公司发布《2019 中国私人财富报告》对高净值人士的定义是可投资资产超过 1000 万元人民币的个

人；超过 1 亿元的，则被称为超高净值人士。20 世纪初，意大利经济学家维尔弗雷多·帕累托（Vilfredo Pareto）发现在意大利，大约 80% 的财富掌握在大约 20% 的人手中，即“帕累托法则”或“80/20 法则”。近些年私人银行的目标客户数量及其资产规模保持较快增速，从公布的数据可以看出，2018 年中国的高净值人群数量达到 197 万，与 2016 年相比增加了约 40 万，其中超高净值人群规模约 17 万，可投资资产 5000 万以上的人群规模约 32 万人。从财富规模来看，2018 年中国个人可投资资产总规模达 190 万亿人民币，其中高净值人群共持有 61 万亿人民币的可投资资产，占据总规模的三分之一，人均约 3080 万人民币，年均复合增速为 12%。

个人可投资资产超过1千万人民币的人数（万）

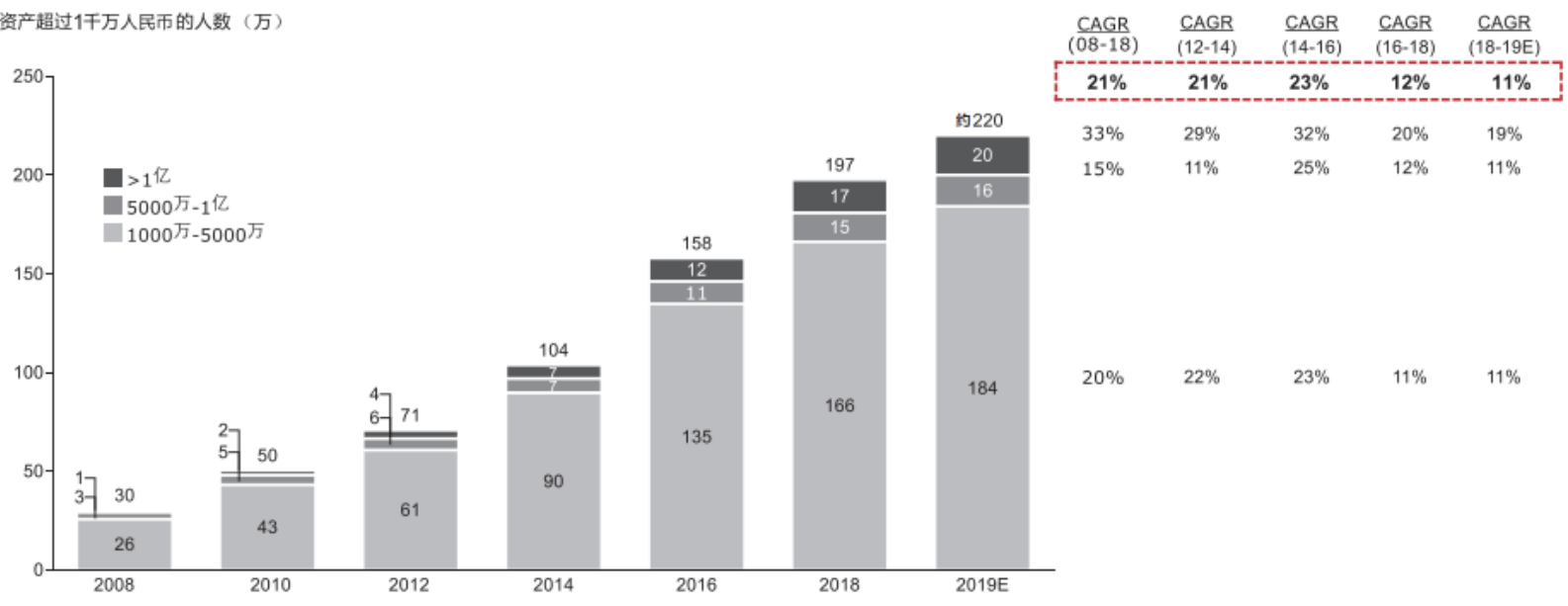


图 1: 2008-2019 年中国高净值人群的规模及构成（来源：贝恩公司高净值人群收入-财富分布模型）

高净值人群的可投资资产规模（人民币万亿元）

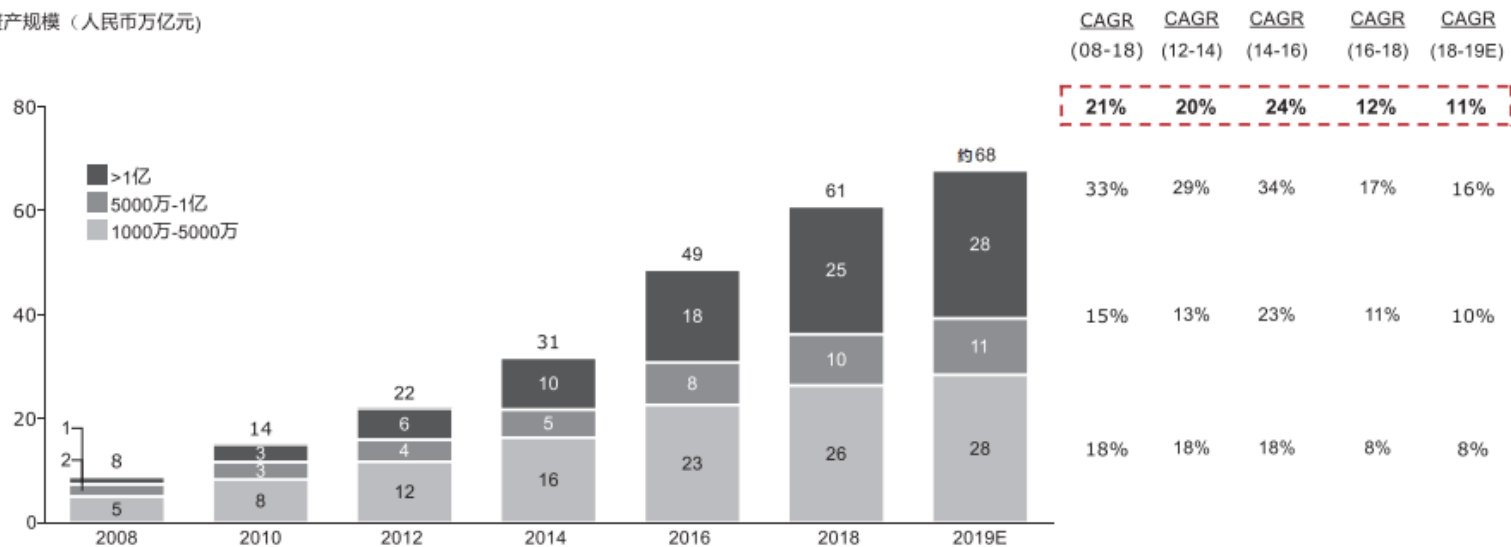


图 2：2008-2019 年中国高净值人群的可投资资产及构成（来源：贝恩公司高净值人群收入-财富分布模型）

2.3.2 私人银行客户的分布和构成

改革开放以来，民营经济的持续快速发展孕育了数量众多的企业家群体，他们成为了高净值个人客户的主要来源，但随着中国经济逐渐多元化的发展，经济社会进入了快速变化的新常态，传统产业在互联网等技术的推动下加快了升级转型的步伐。互联网、大数据、人工智能、云计算、生物制药、新能源等新兴产业的规模化也加快了社会财富增长的速度。新经济企业强调个人价值与公司价值的共同成长，强调团队作战，以股权、期权等激励手段实现公司利益与管理层利益的一致性，推动了企业中、高级管理层与专业人士等新富人群涌现。据招商银行&Bain《2019年私人财富报告》公布的数据显示，高净值人群职业主要为创富一代企业家、家族企业二代继承人、职业投资人、企业中高级管理层及专业人士，占高净值人群总数的85%左右，其中企业高级管理层、企业中层及专业人士所占比例明显上升，占全部高净值人群的比例从2017年的29%上升为2019年的36%，首次规模看齐创富一代企业家群体。

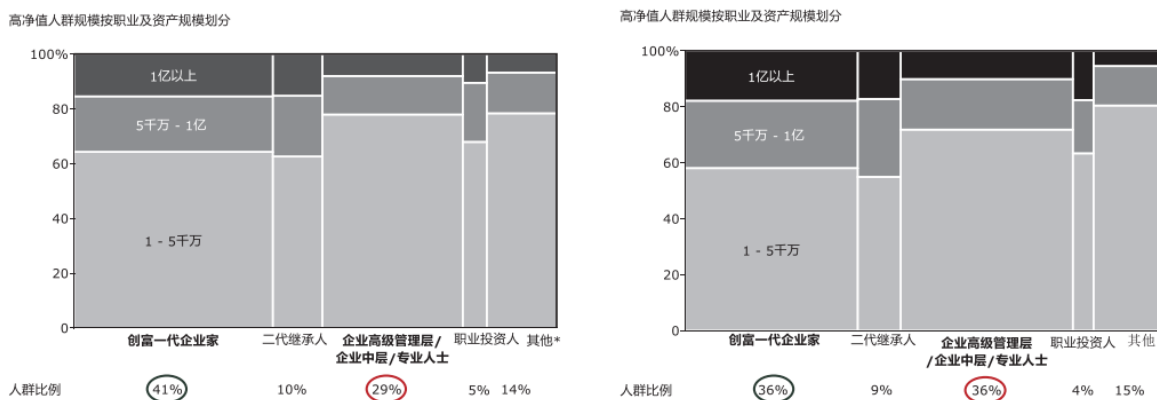


图 3：2017-2019 年中国高净值人群构成按职业及资产规模划分（来源：招商银行-贝恩公司高净值人群调研分析）

私人银行客群主要分布于广东、上海、北京、江苏、浙江五个省市，但近年来区域集中度逐渐降低，地域分布显得更加均衡。截至至 2018 年年末，全国有 23 个省市的高净

值人群已经超过 2 万人，其中山东高净值人群人数首次突破 10 万人，四川、湖北、福建、辽宁和天津数量超过 5 万人。区域差异进一步缩小，广东、上海、北京、江苏以及浙江的高净值人群及可投资资产增速明显放缓，但其高净值人群人数依旧占全国总数的将近一半（43%）；其持有的可投资资产占全国高净值人群财富比重为 59%。

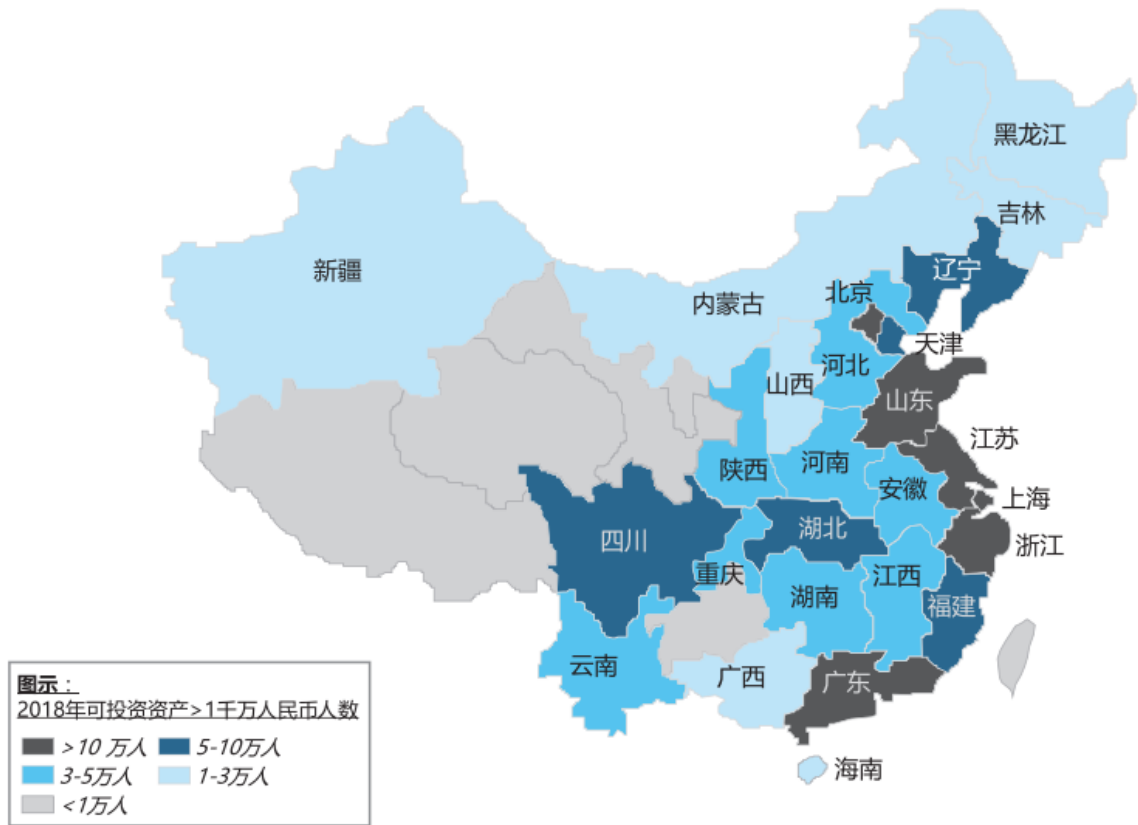


图 4：2018 年中国高净值人群区域分布(来源：贝恩公司高净值人群收入-财富分布模型)

2.3.3 私人银行客户的投资需求

私人银行的客户投资需求非常多样化，每个不同的客户对投资的选择会有不同。本文重点在收益率和风险承担度高低、配置产品类型、客户的个人特征等方面对客户投资需求进行阐述分析。

在中国经济和财富市场增速放缓与过去两年市场波动的背景下，2019 年高净值人群对市场的 uncertainty 认识加深，避险情绪加强，对资产配置组合的认知度也有了进一步的提

升。从投资收益率预期上看，与 2017 年相比进一步降低，30%左右的高净值人群表示“高于储蓄收益即可”，与 2009 年相比增长近 10%。倾向于“中等收益水平”的客户比例基本保持不变，偏好“高收益高风险”人群比例较 2009 年有显著降低。

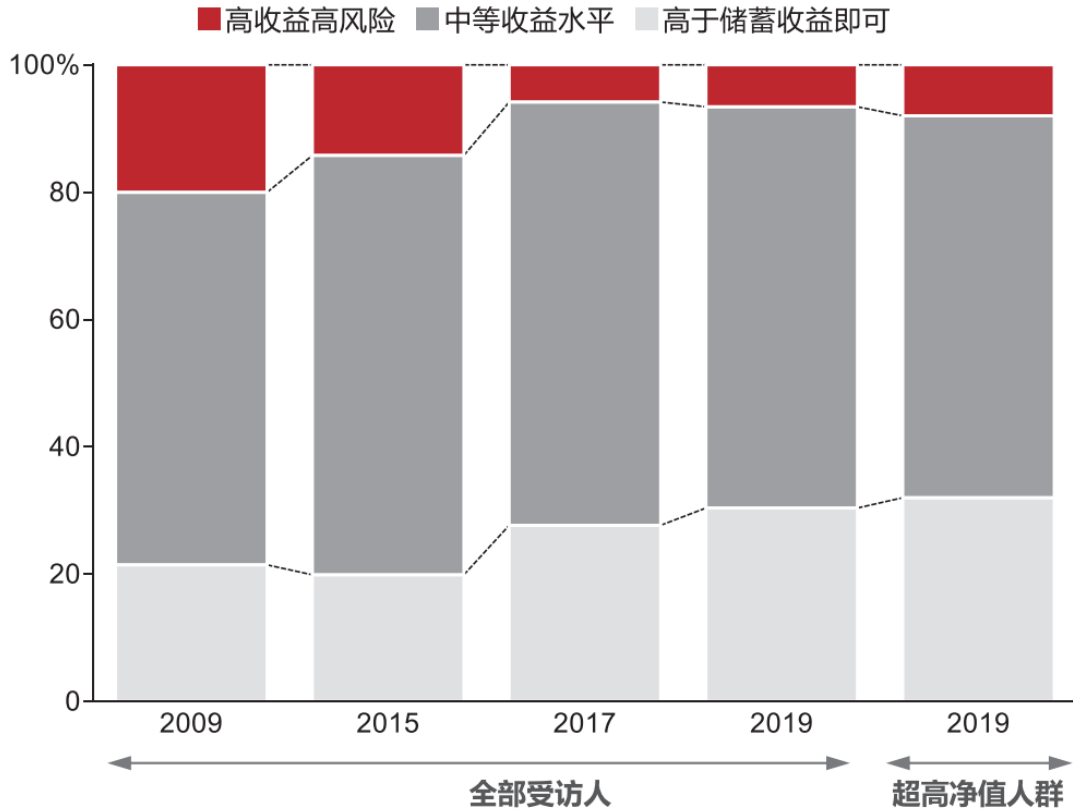


图 5: 2009-2019 年中国高净值人群风险偏好(来源: 招商银行-贝恩公司高净值人群调研分析)

就配置产品类型方面的来讲，随着中国投资市场的日渐成熟、投资产品的日益丰富，以及人们对于财富管理与投资风险意识的逐渐增强，高净值人群对投资产品配置的多元化需求逐渐上升，主要资产配置类型包括储蓄、银行理财、债券、信托产品、股票、公募基金、保险、投资性房地产等。私行客户需要全方位的管理自身的财富资产，并达到分散风险、稳定增值的财富规划目标。招商银行&贝恩公司的高净值人员调研分析报告表明，储蓄以及现金近两年占比增长较快，主要受市场波动以及部分投资产品供给紧缩的影响，高

净值人群趋于选择相对稳健的投资类型，同时使其资金流动性高，方便捕捉市场下一轮投资热点。除此之外，股票与权益类基金产品占比也出现增长，体现了高收益人群对收益要求与风险平衡的投资目的。

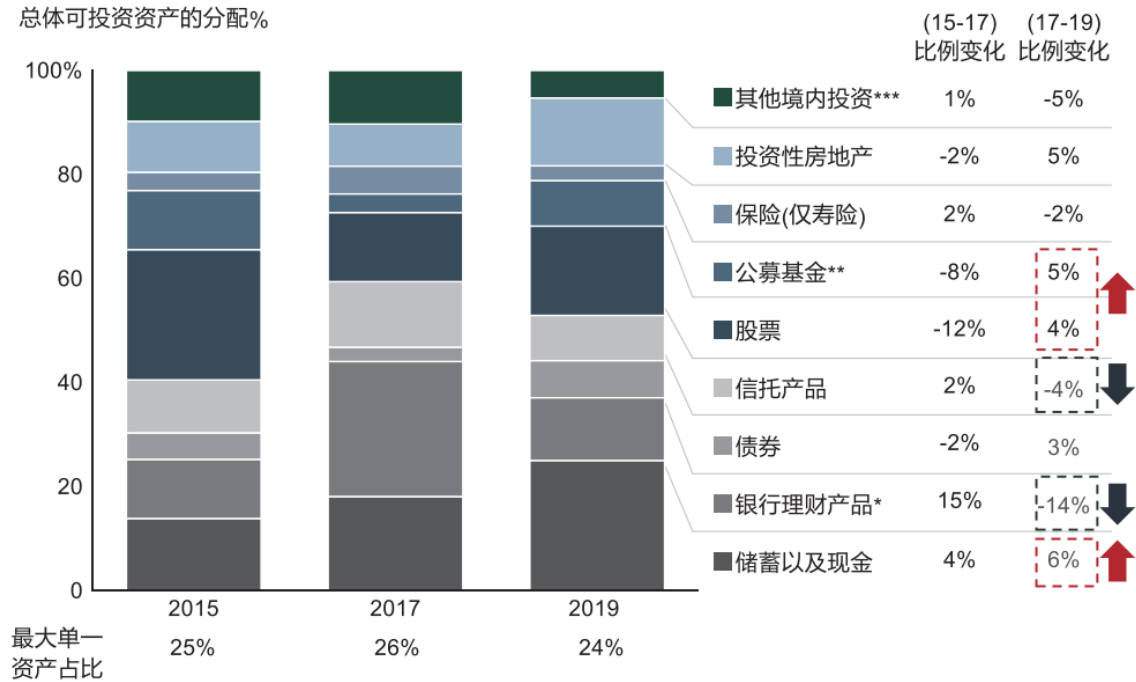


图 6：2015-2019 年中国高净值人群境内可投资资产配置比例（来源：招商银行—贝恩公司高净值人群调研分析）

注*银行理财产品包括净值型理财产品(浮动收益)和非净值型理财收益(稳定/预期收益，含结构性存款)

注**公募基金包括货币型基金、债券型基金、股票型基金和混合型基金

注***其他境内投资包括私募股权基金、私募证券投资基金、黄金、对冲基金以及收藏品等

从报告数据可分析出，外部的因素可能会影响高净值人群的风险承受能力，市场的波动滋生了人们的避险情绪，因此会选择放弃一部分收益来保障投资本金的稳定性。银行理财及信托类产品收益相对较高，但其相较于储蓄类产品有着更高的风险和较低的流动性。

除此之外，客户个人特征的不同也会导致金融需求的不同，例如，若客户为年轻父母，他们可能需要为今后的子女教育金做准备。本段会围绕人身安全及家族传承、医疗及养老和子女教育三方面主要需求进行详细阐述。

- 人身安全及家族传承

高净值客户一般都拥有着巨额财富，他们往往会担心自身遭遇意外时，如何保证家庭财富的稳定增长。意外保险可以有效的提高对风险的抵抗力，还可以补充社会基本医疗保险的不足。另一方面，一代创业企业家的老去意味着家族传承的需求上升，从高净值人群的角度来看，家庭财产的分配问题一定程度上影响着家庭结构的稳定，而人寿保险产品设计中，投保人可以随时更改被保险人，以此消除财产分配的争议隐患，兼具私密性和便捷性，因此得到了众多高净值人群的追捧。

- 医疗及养老

近几年高净值人群普遍对医疗服务提出了新的需求。据 2014 年胡润研究院研究结果显示，高净值人群对于自身的健康满意度不高，近六成会加班，近五成会熬夜和饮食不规律，这些因素使他们对于自身的健康状况极度不自信，表现为更愿意为优质医疗服务支付。招商银行与贝恩公司的调研分析数据显示，90%的企业家都处于亚健康状态，44%高净值人群希望理财机构提供医疗健康相关的增值服务，因此私人银行财富团队往往会为有医疗需求的客户配置保险类产品，如医疗险和重疾险，来降低未来预期的健康风险，来达到客户资产保值增值的目的。随着第一代创富企业家年龄的逐渐增大，高净值人群对于高品质养老生活的需求开始显现，客户可根据自身的老年生活品质要求，配置合适的养老保险，其目的在于保证退休后依旧可以拥有稳定的现金流。养老社区等增值服务也成为了部分高净值客户的关注点。除此之外，诸如社会医疗保障等外部因素，也会影响客户的需求程度，从而影响其在私人银行产品配置的比例。

- 子女教育

随着现代社会对于高素质人才的需求不断增大，高净值人群对于子女教育的重视和投入程度逐年提高。为了给子女营造一个优质的学习环境，教育金的准备变的尤为重要，以保证孩子在每一个重要阶段都能获得一笔稳定的资金支持。胡润百富公司在了一项针对“企业家子女教育”的调研中发现，80%的中国富豪计划将子女送往国外接受教育，他们希望能在孩子开始留学前，为其储备充足的教育资金。部分地区教育资源相对匮乏或者竞争激烈，也可能导致高净值客户对于未来子女教育的担忧，从而增大对教育金储备的需求。

同质化货架式的产品贩卖已无法满足高净值人群的财富管理需求，财富来源的复杂性使得私行客户对税务咨询的需求增大；家庭结构的不稳定性使得高净值人群对于法律方面的咨询有着独特的要求等等。随着商业银行的逐渐增多，客户可选择性增强，这就迫使银行机构积极转型，将以客户需求为中心的优质私行服务作为核心竞争力，为每一位私行客户提供定制化的理财方案和服务，来满足不同客户的个性化需求。

2.4 中国私人银行业务发展中的问题

近些年来中国经济的高速发展衍生了财富聚集效应，参照 2015 年胡润全球富豪榜名单，中国大陆有 429 位富豪入榜，约占富豪总数 20%。另一方面，中国居民储蓄率在 40%以上，主要货币财富都集中在银行。庞大的客户群使得基层物理网点的服务供给吃力，而高净值客户又需要多方面、多层次的专属服务，银行迫切需要分层服务来解决高端客户的金融需求。私人银行应运而生。

中国私人银行业在近十几年的高速发展中，经营管理逐渐成熟，客户数和管理资产规模逐渐上升。然而，与西方私人银行业务上百年的发展史相比，中国商业银行在发展私人银行业务方面仍处于初级阶段，积累的历史经验还远远不足，存在诸如产品同质化、差异化认知、专业人才相对匮乏及非金融增值服务单一等问题。从国际银行业的发展趋势来

看，私人银行业务已成为当今国际先进商业银行的战略核心业务之一。发展私人银行业务是中国银行业改革及商业银行经营转型、加快金融创新的需要，也是应对外资私人银行竞争的需要。因此，分析当前中国私人银行业务发展面临的主要问题、探讨发展私人银行业务的主要措施就具有重要的意义。

- 产品和服务同质化现象严重

发展初期，中国私人银行根生于传统个人金融，以“大零售”模式为基础，难免导致产品同质化。受制于国内银行金融管制、风险控制、研发能力有限及创新品种少等因素，私人银行提供的产品大多是简单的理财产品和代销产品的组合，投资方案简单，更多的通过与同业产品拼收益来竞争客户资源，无法满足高净值客户多元化的投资需求，当面对投资报告、家族信托等高层次、个性化的服务需求时，银行相关的服务供给能力明显吃紧。另一方面，各家银行提供的非金融增值服务也大同小异，主要集中在贵宾待遇、交通旅游和医疗健康上，既未形成长久规律的合作关系，又未区别于一般贵宾客户的专属服务或独家优惠，难以维持客户兴趣。

- 财富团队的专业能力不足

目前中国私人银行的客户经理大多都是从零售理财岗位转换而来，他们拥有着丰富的理财经验，但其知识储备和人生阅历还远远达不到私人银行的要求。即便考取了 CFP 等国际化认证资格证书，但实操经验相对匮乏、财富视野不宽，导致其为客户提供的金融服务不够专业，无法满足客户全方位的需求。相比较而言，私行客户多为社会经验丰富的成功人士，在经营和财富管理方面多有自己独到的见解。财富团队专业能力的不足和私人银行客户的高财商形成反差，一定程度上阻碍了私人银行业务的发展。

- 缺乏合理高效的考核引导方式

商业银行的私人银行业务发展初期需要依靠考核来引导，这是同业整体战略的共识，也是引导发展方向的手段，但从现有的经营考评体系看，私人银行主要以客户规模和产品中收作为主要考核内容，进而细化为金融资产规模、产品销量及签约率等指标进行分解考核，同时强调服务质量与风险控制等因素。这导致许多私行客户经理依旧使用“以产品为导向”的营销模式，把完成指标作为提供客户服务的最终目的，致使忽略了“以客户为中心”的需求引导供给的市场逻辑，偏离了私人银行财富管理配置的初衷。

- 客户价值开发不充分

私人银行客户作为银行的高端客户群体，规模数量虽小，但单个客户的年度综合贡献度极高，具有庞大的价值潜力，属于重点服务对象。另一方面，私人银行客户多有着企业背景支撑，公司业务也应是银行重点关注与营销的目标。私人银行应注重联动营销，通过整合现有部门、专业和渠道的人力、物力和财力，共享市场资源，为客户提供全方位的增值服务，培养客户的忠诚度，提高客户粘合力。因此，私人银行客户并不仅仅是单个财富顾问的服务对象，应尽可能的调动银行内外部资源，充分开发挖掘客户潜在价值。

2.5 M 银行的私人银行业务

M 银行私人银行秉承着“承载每一份信任之托”的宗旨，致力于为个人金融资产达到 600 万元的高净值客户提供多方面、多层次的资产管理服务。私人银行以 M 银行整体战略平台为依托，深度挖掘客户需求，强化客群精细化经营与差异化财富管理服务，更推出特色化“UPPER 工作法”，为高净值和超高净值客户量身定制综合金融解决方案。据 M 银行公布数据显示，截止至 2020 年 5 月，全行达标金融资产 600 万元的私行客户有近 3.5 万人，较去年年底净新增 3000 人左右，总资产年均约 3800 亿元。

2.5.1 M 银行的发展历程

M 银行于 1996 年 1 月 12 日在北京正式成立，是中国大陆第一家由民间资本设立的全国性股份制商业银行。2000 年其 A 股股票在上海证券交易所挂牌上市，2009 年成功在香港联交所上市。成立 20 年来，伴随着中国经济的快速发展，M 银行逐渐发展成一家核心资本超过 3200 亿元、资产总额超过 5.2 万亿元、分支机构近 3000 家、员工近 6 万人的大型商业银行。2016 年 7 月英国《银行家》杂志全球 1000 家银行排名中位居 33 名，2018 年位列美国《财富》世界 500 强排行榜第 251 名。

M 银行作为主要由民营企业发起设立的股份制银行，其充分发挥在普惠金融方面的优势，提出应以民营、小微、高端客户为自身的特色定位，发挥优势资源打造品牌效应。自 09 年 M 银行的战略定位转向“小微企业银行”以来，截止 2016 年末，其小微客户数已达 412.13 万户，小微贷款余额已有 3300 亿元，在中国商业银行领域已打造出了自身的差异化特色优势。M 银行通过不断革新产品，提供优质服务，满足小微企业客户的多样化需求，成为了中国银行业小微金融的发展标杆。同时注重私人银行的发展，力争为高净值客户提供满意的产品与服务。此外，M 银行还大力发展互联网金融，于 2012 年上线手机银行业务，2014 年推出电子直销银行，并开拓小区金融业务。

近年来，国内外经济金融形势发生深刻变化，商业银行纷纷加快战略转型。2015 年 6 月，中国 M 银行启动凤凰计划，推动业务发展方式和经营管理模式转型，2017 年底全面完成 30 个项目并取得预期成效。2018 年 4 月，中国 M 银行董事会审议通过《改革转型暨三年发展规划方案》，明确“民营企业的银行、科技金融的银行、综合服务的银行”三大战略定位。2019 年，中国 M 银行持续深化战略定位，聚焦改革转型关键举措，推动商业模式和管理机制转变，实现高质量、高效益、高效率发展。M 银行始终秉承“为民而生、与民共生”的理念，致力于为客户提供专业特色的现代金融服务。

2.5.2 M 银行私人银行业务的成立背景

改革开放以来中国资本市场持续发展，据统计，近 20 年中国居民金融资产存量增长了 200 倍，年均增长率远高于同期 GDP 的增长速度。时代的发展进步使得中国居民的财富也观念发生了改变，储蓄不再是资产保值增值的唯一途径，资本市场的进一步开发使得投资渠道日益丰富。高净值财富的积累衍生出了对金融服务的更高要求，从以往简单地通过银行储蓄存款获得固定利息收益，发展到资产管理等全方面多层次的服务需求。研究报告表明，中国将成为私人银行业的巨大潜力市场。据统计，银行私人银行业务所带来的利润是普通零售业务平均水平的 10 倍左右，例如，美国私人银行业务过去几年的平均利润率超过 33%，远高于零售业务创利。高净值人群所带来的经济收益以及国际银行抢占市场的竞争压力，诱使中国银行业从单一的公司业务经营模式转向私人银行业务齐头并进的经营方式。除此之外，信息科技的进步极大的降低了私人银行业务的经营成本。

在这样的时代背景下，中国于 2007 年成立首家私人银行，M 银行也紧随其后于 2008 年开展私人银行业务。从建立开始，国内私人银行就在经历着艰难的突破过程，受制于金融制度、金融监管及金融市场发育程度等多方面的制约，导致无法满足客户多元化和差异化的理财需求，商业银行私人银行业务始终处于不确定和局限性的状态。自成立以来，M 银行积极借鉴国际优秀私人银行的管理模式和服务体系，结合中国经济现状，制定独特的私人银行发展策略，致力于为私行高净值客户提供高品质服务，受到众多国内、外媒体和机构的广泛关注与认可。

2.5.3 M 银行私人银行业务的模式特点

M 银行私人银行运用“1+1+多”的服务模式（1 个财富顾问+1 个产品经理+多个专家团队），为高端私行客户提供私密、专业、量身定制的综合解决方案，并借助 M 银行完善的

服务体系，开展私募股权投资、专属理财服务、尊享资产配置、高端授信业务、资产委托管理等多种便捷金融服务。

- 创新服务理念，树立特色私人银行品牌

M 银行私人银行创立了“一体三翼”的服务理念：是以财富管理为主体，以“投行+”为特色，以国际化为方向，以“互联网+”为工具，打造具有 M 特色的私人银行业务体系。M 银行坚持以客户为中心，整合全行优势资源，努力为高净值客户提供全方面的金融与非金融私人银行服务。“投行+”为特色表明 M 银行为私行客户配备专业的投资投行顾问团队，以客户需求为导向，为高净值客户打造定制化资本运作综合方案。部分高净值客户为降低投资风险及追求更高的收益，会提出全球化资产配置的需求，M 银行私人银行以国际化为方向，与海内外知名投资管理人及专业机构开展紧密合作，系统的引进海外市场多层次的优质投资产品，范围涵盖债券、对冲基金、全球地产及国外优秀家族信托服务等。M 私人银行积极响应互联网时代的到来，以“互联网+”为工具，纯熟运营网络科技来塑造便捷高效的私人银行互联网金融服务平台。

- 以财富管理为主体，打造全权委托资产管理服务

为了满足高净值客户个性、私密、专属的财富管理需求，M 银行私人银行扎根大零售体系，打造了一支专业化投资顾问和财富经理队伍，为私行客户提供投融资一体化金融服务方案。M 银行私人银行委托资产管理业务，通过接受私人银行客户的委托或授权，对客户资金进行投资和管理，私人银行客户根据约定的委托方案和投资的实际情况获取收益，并承担相应的投资风险。该业务分为三种模式：投资操作服务模式、投资顾问服务模式和全权委托投资模式。其中全权委托资产管理服务创新地将私人银行传统的“产品销售”转变为“以客户为中心的资产管理服务”模式，专业的私人银行投资顾问团队会根据客户的收益需求和风险承受能力，为客户科学地建立投资组合，并通过联名账户管理架构实现投资操作，产

品涵盖 M 银行内、外部各渠道的银行理财、基金、信托、资产管理计划等类别,投资标的包括股票、债券、房地产、量化对冲基金甚至是海外的资产标的。

- 以客户需求为导向，量身定制私密的家族传承服务

随着 M 银行私人银行资产管理服务的国际化、专业化，以家族办公室为主导，为富豪家族及家族企业客户量身定制私密性、个性化综合金融解决方案的服务体系已经确立。利用高端个人授信、境内外家族信托、资产管理、家族基金、法律咨询、税收筹划及离岸基金注册管理等服务。2014 年推出“三把金钥匙”服务：家族基金、家族信托、委托资产管理，全面实现与国际接轨的顶级私银服务。

- 注重客户体验，提供丰富多彩的非金融服务

享有盛誉的 M 银行私人银行八项非金融服务在 M 客户中同样有口皆碑，其中“南极环保之旅”、“投资家俱乐部”、“国际夏令营”、“瑞士青春之旅”等年度型金牌活动呈系列展开，已经形成稳定品牌形象，确立了领航业界并独具 M 银行特色的“非金融服务产品化，金融产品服务化”模式，具有代表性的“私人飞机基金”项目在 2013 年一经推出，便获得各界的广泛关注与认可，该基金面向私银客户专享募集，在投资私人飞机的同时，分享私人飞机使用权益、使用兑换机时，成为实至名归的“私人飞机航空第一基金”。

2.5.4 M 银行私人银行产品种类和特点

M 银行私人银行产品主要以银行系理财产品为主，结合非银产品给客户定制个性化的产品配置方案。本段将对 M 银行私人银行产品进行分类介绍并阐述其特点。

1. 银行系理财产品

从差异性特点上来看，M 银行银行系理财产品包括普通理财产品和私行客户专属理财产品。私行专属理财产品通常在购买门槛、产品收益等方面与普通理财存在差异，充分体

现了私行客户的独特性。M 银行倾力为私行客户打造私银专属、私银专享理财，并提供专属网银界面与产品专区。

从资金投向上来看，M 银行银行系理财产品主要分为结构化产品和净值型产品。结构化产品将大部分本金投资于银行存款或者固定收益产品，保障客户本金相对安全，并将少量本金购买期权，收益挂钩境外市场（指数、股票、债券基金、黄金价格、原油价格等），分享海外优质资产成长红利，是一种布局海外市场的投资方式。这类产品因本金安全性较高，一般设置为保障本金，或者有最低预期收益率的结构。且产品划分币种，不涉及汇率风险，现仅提供美元与人民币相关的投资产品。净值型产品多为非保本浮动收益型产品，募集资金主要投资于固收类资产、权益类资产和衍生类资产。产品投资策略会充分考虑上述投资资产的收益性、流动性和风险特征，制定最优资产配置比例，力争获取超额收益，同时充分披露风险。

2. 非银行系理财产品

现阶段，M 银行主要利用私银专属银行系理财产品来吸引私行客户，用非银行系理财产品来增加客户粘性，最终实现个性化的资产配置。随着市场的日趋成熟，核心私行产品同质化越来越严重，非银产品将成为各私行机构差异化竞争的重要切入点。非银行系私行产品包括但不限于信托机构提供的信托产品，基金公司提供的基金产品，券商提供的资管产品，保险公司提供的保险产品或者资管计划等。M 银行通过代理销售的方式与非银机构达成合作，并将产品输送到客户手中。

M 银行主要提供基金、保险、信托及资管产品。私行理财经理一般会通过对客户家庭及个人情况的了解，比如风险承受能力偏好及未来生活规划等，为客户推荐适合的产品。对理财产品来说，收益和风险一直是正相关的关系，而私行客户最大的需求就是找到收益与风险的平衡点，在可接受风险的范围内，尽可能获得最大收益。除此之外，有些产品，

比如保险，更提供了家族继承、意外和医疗补偿、养老及教育金规划等功能，来满足不同客户的个性化需求。

总的来说，M 银行私人银行产品相较于普通理财产品具有以下特点：

(1) 客户要求更高：私行客户为在本行金融资产达到 600 万以上的高净值客户。

(2) 投资门槛更高：较普通 M 银行理财产品的投资门槛高，如信托类产品投资门槛大多在 50 万元以上。

(3) 产品收益率更高：专属理财产品较普通理财产品高约 15 至 45 个 BP。

(4) 产品种类更多：许多产品更适合于高净值客户。

(5) 产品风险等级更高：部分非银系理财产品风险等级更高，如私募基金产品，资金投向分布上也更加激进，权益类投资占比更高，适合具有一定投资经验及风险承受能力较高的投资者。

三、文献综述与理论假设

3.1 资产配置理论

3.1.1 现代投资组合理论

资产配置是从战略角度对投资者的财富进行规划和安排，蕴含对时间、风险、收益、成本和不同投资市场逻辑的综合理解。资产配置方案一旦投入执行，一般不需要进行频繁的调整，客观上降低了证券选择和择时操作的频率，也能够帮助投资中有效节约投资成本。资产配置理论的发展主要的两个理论体系，一个是以 Markowitz (1952) 提出的均值—方差模型为代表的现代投资组合理论，另一个是基于 Roy (1952) 提出安全第一组合理论(Safety-First Portfolio theory)，经 Lopes (1987)发展进一步提出了安全、潜力和期望理论(SP/A)为理论基础的行为组合理论。

作为资产定价理论的核心，现代投资组合理论备受学术界和业界的关注。Markowitz (1952) 最早通过均值-方差偏好假设，推导得到有效组合前沿，系统地阐述了投资组合理论，为资产配置理论的发展奠定了基础。这一模型涉及两个重要的假设：市场有效性假设和人的行为心理的完全理性假设。均值—方差模型在资产配置的实践领域是最常用的，其目的在于投资者的风险收益偏好和各种资产组合的预期收益与风险给定之后，确定在市场的 n 种资产中，资金如何分配在 n 种资产中获得使投资者满意的最优资产组合。随后 Markowitz 从多个角度加以扩展和完善并放宽了传统资产配置模型中的前提假设条件。Markowitz (1956) 提出一种对比之前求解更一般资产组合选择问题的算法。随后，Markowitz 研究了效用函数不是二次函数时，均值—方差分析的有效性 (Levy and Markowitz, 1979) 涉及因子和情景的特例 (Markowitz 和 Perold, 1981a)，以及求解资产组合选择问题时利用稀疏矩阵的方法 (Markowitz 和 Perold, 1981b)。基于均值—方差模型的资产配置具有简便实用、逻辑清晰的优点，均值方差模型是静态单期模型，但该方

法存在仅考虑不同资产之间线性关系，排除资产之间存在的其他类型联系的限制性。效用函数最优化方法反应了财富带给投资者的效用价值和投资行为。在不确定环境下，该方法可以考虑多因素对资产配置的影响，并且将这些影响放置到投资者的效用函数中，然后通过效用最大化寻求最优投资决策。

在此理论基础上，**Tobin(1958)** 进一步提出了两基金分离定理。当市场存在一种无风险资产和多种风险资产的情况下，有一个特殊的风险资产组合可以系统地替代所有风险资产。任何一个投资组合问题都可被视为无风险资产和风险资产组合的比例选择问题，而这种比例取决于不同投资者的风险偏好。**Sharpe(1964)**从一般均衡原理出发，系统推导了风险资产超额收益的组成。所有风险资产的超额收益都是对其系统风险的补偿，任何异质性风险都不应该获得额外收益，即著名的资本资产定价模型（**CAPM**）。随后 **CAPM** 模型被逐步完善，**Lintner (1965)** 给出了资产组合理论中第一个关于卖空的模型，**Merton**

(1969) 基于连续时间框架提出了连续时间的 **ICAPM** 模型，**Black (1972)**提出了无风险资产不存在情况下的零贝塔 **CAPM** 模型。作为最著名的单因子风险定价模型，资本资产定价模型（**CAPM**）极大地推广了风险定价思想，成为资产配置理论发展路上的里程碑。**Ross(1976)**通过无套利原理推导出了著名的套利定价模型（**APT**），进一步说明风险资产的超额收益可以被若干个相互独立的风险因子解释，多元化的配置资产可以有效地分散风险。**Fama 和 French (1992)** 著名的三因子模型进一步证实了 **APT** 模型的猜想，使资产定价理论的发展走向高潮。现代组合理论以投资者为理性人假设为基础的，确立了投资者在最优投资组合决策和资本市场均衡状态下各种证券价格如何决定的理论体系，更是在解决金融问题和构造数学模型过程中贯穿理性人的核心假设，使完美数理论证成为可能。

中国学者积极探索现代资产组合理论是否适用于中国股票市场。一部分学者比较了均值-方差策略与等权重组合策略的业绩表现。**李金鑫(2014)** 等认为尽管等权重组合策略具

有更好的统计显著性，但是均值-方差策略的业绩表现更佳。曾颖苗等（2009）进一步改进了均值-方差策略的风险度量指标，选取投资组合的在险价值（Value at Risk, VaR）来替代投资组合收益率的方差作为风险度量，从而得到均值-VaR 投资组合策略，研究结果发现均值-VaR 投资组合策略的业绩表现要显著优于等权重组合策略。另一部分学者针对各种约束下的均值-方差模型，提出各种优化算法，如不等式组的旋转算法（张鹏，2008）和遗传算法（林清泉和张建龙，2009）。

3.1.2 行为投资组合理论

行为投资组合理论与现代投资组合理论的差异主要是源于对投资者心理与行为理解不同，最终体现在风险度量与未来收益确定方面。Markowitz 模型中投资者是风险厌恶型，差异仅在厌恶程度不同。而行为组合理论以期望理论为基础，投资者是损失厌恶型，一方面寻求安全保障，另一方面又追求高风险以期获得高收益。投资者并不总时厌恶风险的，而且他们也并未将所有的资产化作一个组合来对待，不同的资产其变现出来的风险态度是不相同的。由于缺乏对投资者风险态度和实际决策行为的研究，现代组合理论对风险假设性描述脱离了实际，无法解释现实中诸多问题。Roy（1952）提出著名的“安全第一模型”，Baumol（1963）认为方差并未意味着风险，风险主要是反映随机变量取极端低值的可能性。由于此时是现代投资组合理论兴起时，Roy（1952）和 Baumol（1963）的观点未受重视。直到 Lopes（1987）的 SP/A 理论（Security 安全、Potential 潜力、Aspiration 期望的简写），这个一个在不确定条件下如何进行选择的心理学理论。Lopes 认为人们在作投资决策时，受自身情感影响会表现一定程度的非理性。通过将投资者的希望和恐惧情感加入期望财富的决定因素中，利用函数 $h(D)$ 对这种情感因素的影响度加以度量，从而较好的把心理学理论引入到投资决策中。

后续在 Lopes (1987) 的 SP/A 理论基础理论上引出单一账户和多重账户资产组合理论。理论中投资者将资产组合视为一个整体，即单一的账户。单一账户资产组合考虑资产间的协方差，资产组合的选择类似于中的证券组合选择，关注的平面有效边界却有别于均值方差模型。多重账户资产组合选择模型是建立在期望理论之上的。Shefrin 和 Statman(2000)提出投资者具有两个心理账户，分别对应高、低两个期望值，代表投资者既想避免贫困，又希望变得富有的愿望。高、低期望值兼而有之的资产组合常常被描述为分层的金字塔，投资者在底层和顶层之间分配财富，底层的财富是为了避免贫困，顶层的财富是为了变得富有。投资者的目标就是将现有财富在两个账户间分配以使整体效用达到最大。投资者将心理账户与目标相匹配，两个心理账户不统一，最大化投资者整体效用的做法将会使期望账户的组合比高期望账户中的组合看起来更像无风险债券，而与之相反高期望账户里的组合更像彩票。

Darst(2014)提出了资产配置的艺术，强调高净值人群投资可以稳获收益的原因是懂得正确搭配股票、债券、现金、黄金、房地产、商品以及其他资产。资产配置包括资产类别的选择、投资组合各类资产的配置比例以及适时管理。确定满足投资者风险和回报目标的最优资产混合是投资计划长期目标得以实现的重要决策。通常资产配置的方法有战略性资产配置方法、战术性资产配置方法和动态资产配置方法。资产配置影响较大的是应用领域研究理论，依托投资市场以及宏观经济等实际现状形成相对的资产配置决策模型。研究认为构建投资组合的方法比传统的选股更有效，投资组合长期绩效表现的 90%取决于资产配置策略的选择，只有不到 10%取决于对股票涨跌的预测。通过为客户构建定制的资产组合，能够更好地满足客户长期的财富。

3.2 理论假设

私人银行产品主要分为四类：存款类产品、保险类产品、理财类产品和基金类产品。存款类产品和保险类产品的特点是风险低、收益低；理财类产品和基金类产品的特点是风险高、收益高。从流动性角度来看，流动性最好的资产是存款类产品和理财类产品，保险类产品往往是流动性最差的资产。私人银行客户会根据核心公共资源的自身需求和社区供给情况，选择流动性、收益性和风险性相匹配的资产配置选择。

本文假定私人银行客户对公共资源的自身需求相似，从核心公共资源供给角度出发，探究社会公共资源财政支出对私人银行客户数量增长和资产配置的影响。本文从三种核心社会公共资源：地区人均公共安全财政支出、地区人均医疗卫生财政支出和地区人均教育财政支出来进行理论分析。

3.2.1 地区人均公共安全财政支出

公共安全关系到公民自身生活的安全感和幸福感，是社会最为关注的核心公共资源。公共安全资源相对匮乏的地区，社会治安较差，社会犯罪率较高，社会维稳成本高。出于维护当地治安稳定的需要，当地政府需要加大公共安全财政支出，提供更多社会公共安全资源，加强社会安保力量。

一方面，由于高净值人群对于自身生命安全会有较高要求，因此生活在社会公共安全资源供给相对匮乏地区的高净值人群会增加家庭安保支出，提升家庭安全水平。另外为了保全家庭财产，防止家庭财富信息泄露，高净值人群会选择私密性良好的私人银行进行资产管理。

另一方面，出于对地区公共安全状况的担忧，高净值人群更加关注金融资产的流动性，确保在遭遇地区公共安全突发事件时可以快速地变现部分资产以应对短期资金需求。同时，风险意识较高的高净值人群会倾向为自己和家人购买一定比例的保险类产品，来增

加家庭抵抗意外风险的能力。因此，在社会公共安全资源供给相对匮乏、人均公共安全财政支出较高的地区，高净值人群会积极配置流动性良好的银行低风险产品，即存款类产品和保险类产品。综上本文提出假设 1a 和 1b：

- 假设 1a：相比于人均公共安全财政支出较低地区，人均公共安全财政支出较高地区的私人银行客户数量增长较快，即私人银行客户新增数量与地区人均公共安全财政支出正相关。
- 假设 1b：相比于人均公共安全财政支出较低地区的私人银行客户，人均公共安全财政支出较高地区的私人银行客户更多配置流动性良好的产品（存款类产品和理财类产品）和保险类产品。即私人银行客户存款类产品、理财类产品和保险类产品的配置比例与地区人均公共安全财政支出正相关。

3.2.2 地区人均医疗卫生财政支出

公共医疗卫生资源与公共安全资源类似，切实关系到公民自身生命健康，备受社会关注。在公共医疗卫生资源相对匮乏的地区，公立医院就诊等待时间过长，大量病人需要共同使用有限的医疗设备，加重医护人员的工作负荷。出于保障居民基础就医需求的目的，当地政府会在医疗资源缺口过大的时候加大公共医疗卫生财政支出，提供更多社会公共医疗卫生资源，降低公立医疗体系的运转负荷。

由于高净值人群普遍看重家人健康，对于医疗保障有较高要求，因此生活在社会医疗卫生资源供给相对匮乏地区的高净值人群会增加家庭成员保健支出，安排家人定期参加体检。另外，出于对重大疾病的担忧，高净值人群更加关注金融资产的流动性，确保家庭成员生命健康出现重大突发状况时可以快速地变现部分资产以应对短期资金需求。同时，风险意识较高的高净值人群会倾向为自己和家人购买一定比例的医疗疾病保险，确保家庭成员发生重大医疗疾病产生高昂医疗费用时可以获得充足的赔付，降低重大医疗疾病对家庭

财富的潜在风险。因此，在社会公共医疗卫生资源供给相对匮乏、人均医疗卫生财政支出较高的地区，高净值人群会积极配置流动性良好的银行低风险产品，即存款类产品和保险类产品。综上本文提出假设 2a 和 2b:

- 假设 2a: 相比于人均医疗卫生财政支出较低地区，人均医疗卫生财政支出较高地区的高净值人群没有显著动机选择私人银行进行资产管理，即私人银行客户新增数量与地区人均医疗卫生财政支出无显著相关性。
- 假设 2b: 相比于人均医疗卫生财政支出较低地区的私人银行客户，人均医疗卫生财政支出较高地区的私人银行客户更多配置流动性良好的产品（存款类产品和理财类产品）和保险类产品，即私人银行客户存款类产品、理财类产品和保险类产品配置比例与地区人均医疗卫生财政支出正相关。

3.2.3 地区人均教育财政支出

教育资源是一种非常特殊的社会公共资源，社会覆盖面广，社会关注度高。但是由于历史和经济原因，大量优秀教师往往会集中在局部几所学校，造成优质教育资源分配不均的现象。在以公平选拔人才为目标的高考制度下，教育资源争夺更趋于白热化。

与公共安全资源和公共医疗卫生资源不同的是本地教育资源并非是惟一的选择。随着海外求学热潮的兴起，高净值家庭子女可以通过海外求学避免参与到当地稀缺教育资源的竞争中。在中国普遍推行九年义务教育体制的国情下，政府作为教育资源的主要提供者，积极打造师资力量雄厚的公办小学和初中，按照公平公正的原则向社会家庭分配入学名额。因此，高净值家庭对于子女海外求学资金主要用于大学教育阶段，而在子女进入大学教育阶段之前，高净值家庭的教育储备资金需要实现更高目标的保值增值。

在公共教育资源相对匮乏的地区，当地政府会在教育资源缺口过大的时候加大公共教育财政支出，提供更多社会公共教育资源，保障公民受教育的基础权益。高净值家庭出于

为子女教育储备资金保值增值的目的，会积极配置高风险、高收益的银行产品，即理财类产品和基金类产品。综上本文提出假设 3:

- 假设 3a: 相比于人均教育财政支出较低地区，人均教育财政支出较高地区的高净值人群没有显著动机选择私人银行进行资产管理，即私人银行客户新增数量与地区人均教育财政支出无显著相关性。
- 假设 3b: 相比于人均教育财政支出较低地区的私人银行客户，人均教育财政支出较高地区的私人银行客户更多配置高风险产品（理财类产品和基金类产品），即私人银行客户高风险产品配置比例与地区人均教育财政支出正相关。

四、基于地区差异化数据的实证分析

4.1 数据来源与描述性统计

本文使用的高净值客户投资数据均手工整理自 M 银行私人银行部门客户月度报告，仅用作研究目的，不对外公布，因此不在本文这部分数据做描述性统计。由于 M 银行在香港、澳门和台湾以外的 31 个中国省级行政单位都设立了私人银行部门，本文拟选取这 31 个省级行政单位的 M 银行私人银行部门客户在 2017 年 5 月至 2019 年 7 月的数据作为研究样本。由于辽宁省和河南省部分经济数据缺失，因此样本剔除辽宁省和河南省的数据样本，共保留 29 个省级行政单位的 M 银行私人银行部门客户月度数据。由于 M 银行私人银行部门 2018 年 2 月客户报告缺失，故将 2018 年 2 月数据剔除出样本。通常 M 银行将私人银行部门网点建立在省级行政单位的省会城市，但是由于工作需要，M 银行在个别省级行政单位省会城市之外的城市也建立了私人银行部门网点。为了统一研究口径，本文将 27 个中国省级行政单位包含 1 个以上私人银行部门网点的客户合并为 1 个省级私人银行部门。

根据理论假设，本文选取各省份私人银行客户的新增客户数量，存款类产品、保险产品、理财类产品和基金类产品的配置比例作为被解释变量，选取各省份人均公共安全财政支出、人均医疗卫生财政支出和人均教育财政支出作为核心解释变量。为了控制各地区经济差异和年份差异，本文从宏观经济、金融市场和政治反腐力度三个角度来选取控制变量。由于中国高净值人群往往具有较为深厚的政治资源，其投资行为的政治敏感性极高，故而政治不确定性在高净值客户的投资行为中起到关键作用。选取的控制变量和理由如下：

- 人均 GDP（季度）：衡量该省级行政单位的经济发展水平
- 三大产业贡献率（季度）：衡量了该省级行政单位的三大产业的经济结构特征

$$\text{省份第一产业GDP超额贡献率}(\%) = \frac{\text{当季省份第一产业GDP规模}}{\text{当季省份三大产业GDP总规模}} \cdot \frac{\text{当季全国第一产业GDP规模}}{\text{当季全国三大产业GDP总规模}}$$

$$\text{省份第二产业GDP超额贡献率}(\%) = \frac{\text{当季省份第二产业GDP规模}}{\text{当季省份三大产业GDP总规模}} \cdot \frac{\text{当季全国第二产业GDP规模}}{\text{当季全国三大产业GDP总规模}}$$

$$\text{省份第三产业GDP超额贡献率}(\%) = \frac{\text{当季省份第三产业GDP规模}}{\text{当季省份三大产业GDP总规模}} \cdot \frac{\text{当季全国第三产业GDP规模}}{\text{当季全国三大产业GDP总规模}}$$

- 工业企业绩效差异（月度）：衡量该省级行政单位内部工业企业绩效差异程度

$$\text{省份工业企业绩效差异} = \frac{\text{盈利企业总利润}}{\text{盈利企业个数}} - \frac{\text{亏损企业总亏损}}{\text{亏损企业个数}}$$

- 民营资本占比（以 2016 年数据计算）：衡量该省级行政单位内部民营经济成分占比

$$\text{省份民营资本占比}(\%) = \frac{\text{省份个人资本}}{\text{省份个人资本} + \text{省份集体资本} + \text{省份国有资本}}$$

- 沪深 300 指数季度收益率和 10 年期国债季度收益率：衡量股票市场和债券市场的金融资产收益水平
- 沪深 300 指数季度波动率：衡量股票市场系统风险水平
- 反腐力度（月度）：衡量当前时期中国政治环境反腐力度

$$\text{反腐力度} = \text{被处理省部级干部人数} \times 10 + \text{被处理地厅级干部人数}$$

解释变量和控制变量的所有数据均来自 Wind 数据库和国泰安数据库。为了匹配客户月度数据，本文将其余变量均转化为月度数据。针对季度数据和年度数据，对该季度和该年度的不同月份使用相同的季度数据和年度数据作为当月该变量的替代值。为了方便读者对 27 个省级行政单位的整体特征有一个直观印象，本文将研究中用到的各省级行政单位

的主要变量进行描述性统计，统计结果展示于表 1 中。另外样本期内沪深 300 指数月度收益率的平均值和标准差分别为 0.56%和 1.16%，10 年期国债到期收益率月度平均值为 3.54%，反腐力度变量样本平均值为 84.44。

表 1: 描述性统计

	观测数	客户规模增 长率 (%)	存款占 比(%)	理财占 比(%)	基金占 比(%)	保险占 比 (%)	人均公共 安全支出	人均医疗 卫生支出	人均教 育支出	人均 GDP
上海	21	8.503	16.28	66.92	10.35	6.064	1473	1705	3615	22749
云南	21	9.897	19.03	69.6	9.524	1.474	715	1139	2080	9459
内蒙古	20	-1.268	47.86	38.75	10.55	2.6	988.9	1279	2222	16919
北京	21	4.489	26.4	56.69	9.814	6.655	2156	1971	4444	35337
吉林	21	8	36.23	48.88	11.85	3.017	781.9	1028	1870	14209
四川	21	3.369	24.82	56.72	12.04	6.147	567.8	1002	1673	12788
天津	21	19.66	31.32	49.74	14.52	3.912	1332	1170	2791	30708
宁夏	18	15.73	30.7	60.13	9.022	0.0561	947.1	1437	2502	14508
安徽	21	26.82	24.49	59.47	12.76	2.731	413.1	955.6	1623	12213
山东	21	3.529	36.98	48.04	10.77	3.971	565.7	828.8	1889	19648
山西	23	3.883	25.26	53.58	13.27	4.621	583.5	868	1677	11827
广东	23	7.916	24.64	60.28	9.273	5.552	1087	1171	2306	40206
广西	19	9.546	26.37	59.55	10.39	3.569	579.7	1049	1884	10372
新疆	16	27.85	32.04	63.83	4.194	0	2357	1091	2955	12806
江苏	23	8.807	37.58	44.81	11.88	5.792	893.1	983.3	2465	29199
江西	22	3.243	48.13	37.7	11.64	2.242	553.3	1066	2035	11856

	观测数	客户规模增 长率 (%)	存款占 比 (%)	理财占 比 (%)	基金占 比 (%)	保险占 比 (%)	人均公共 安全支出	人均医疗 卫生支出	人均教 育支出	人均 GDP
河北	21	9.06	28.42	57.71	10.63	2.831	488.8	804.7	1698	12053
浙江	23	10.65	27.29	55.22	10.99	6.352	969.5	1033	2528	25349
海南	21	5.237	22.78	62.93	12.48	1.807	925.7	1376	2385	13151
湖北	23	6.728	35.8	50.49	7.834	5.7	673.6	1042	1866	16969
湖南	22	4.862	18.38	56.16	17.3	7.962	541.9	854.2	1626	13490
甘肃	20	2.642	47.25	46.61	5.125	0.0045	648.8	1101	2161	8105
福建	21	4.73	28.51	61.11	8.042	2.066	843.8	1075	2153	22788
西藏	20	-0.392	21.13	70.67	4.26	3.908	3048	2783	6742	11149
贵州	22	30.28	34.5	49.76	14.86	0.758	748.8	1218	2519	10763
重庆	21	5.914	15.86	65.94	14.06	3.984	767.1	1150	2037	16854
陕西	21	4.109	20.29	58.82	16.37	4.331	630.6	1091	2160	16053
青海	17	20.21	77.14	17.84	4.961	0	1506	2094	3136	12188
黑龙江	20	42.27	30.09	53.21	16.29	0.119	589.6	784.3	1513	10828

4.2 回归模型

由于 M 银行针对私人银行部门客户的需求，主动提供定制化的存款类产品、理财类产品、基金类产品和保险类产品。通常存款类产品和保险类产品被视为低风险产品，而理财类产品和基金类产品被视为高风险产品。

4.2.1 公共资源财政支出对私人银行客户规模增长率的影响

为了探究社会公共资源财政支出对私人银行客户规模增长率的影响，本文将不同省级行政单位的 M 银行私人银行部门客户规模增长率作为被解释变量，构建如下面板回归模型进行探究：

$$\begin{aligned} \text{客户规模增长率}_{it} = & \alpha + \beta_1 * \text{安全财政支出}_{it} + \beta_2 * \text{医疗财政支出}_{it} + \beta_3 * \text{教育财政支出}_{it} \\ & + \gamma * \text{控制变量}_{it} + \text{时间固定效应}_t + \text{省份固定效应}_i + \epsilon_{it} \end{aligned} \quad (1)$$

其中下标*i*表示省级行政单位，下标*t*表示月份， ϵ_{it} 为残差项，回归结果如表 2 所示。由于部分解释变量前的回归系数较小，为了方便展示，表 2 中所有系数均调整单位为%。

***、**和*分别表示 99%、95%和 90%统计显著性，括号中为聚类调整后的标准误。

表 2 中，被解释变量为客户规模增长率，解释变量人均安全财政支出的回归系数为 0.0139，统计显著水平为 99%，在控制年份固定效应和省份固定效应后，人均安全财政支出的回归系数为 0.349，统计显著水平为 99%，说明在人均公共安全财政支出较高的地区，私人银行客户规模增速较快，这与假设 1a 一致；解释变量人均医疗财政支出的回归系数为 0.00306，不具有统计显著性，在控制年份固定效应和省份固定效应后，人均医疗财政支出的回归系数为 0.232，依旧不具有统计显著性，说明在人均公共医疗卫生财政支出较高的地区，私人银行新增客户数量没有显著增加，这与假设 2a 一致；解释变量人均教育财政支出的回归系数为-0.00822，统计显著水平为 95%，，在控制年份固定效应和省份固定效应后，人均教育财政支出的回归系数为-0.106，说明在人均公共教育财政支出

表 2: 公共资源财政支出对私人银行客户规模增长率的影响

	新增客户数量	
	(1)	(2)
人均公共安全支出	0.0139*** (0.00482)	0.349*** (0.126)
人均医疗卫生支出	0.00306 (0.00735)	0.232 (0.801)
人均教育支出	-0.00822** (0.00386)	-0.106*** (0.0399)
人均 GDP	0.0000535 (0.000163)	0.000698** (0.000337)
第一产业贡献率	0.232 (0.217)	0.477 (0.387)
第二产业贡献率	-0.126* (0.0671)	0.0894 (0.212)
第三产业贡献率	-0.357*** (0.0950)	-0.177 (0.203)
工业企业绩效差异	-1.983 (1.608)	-0.444 (1.117)
民营资本占比	0.146* (0.0870)	2.471*** (0.838)
沪深 300 股指收益率	-0.278* (0.158)	-0.108 (0.143)
沪深 300 股指波动率	7.033*** (1.779)	2.937* (1.711)
10 年期国债到期收益率	-1.760 (4.281)	-15.83*** (5.606)
政治风向	0.107*** (0.0277)	0.0207 (0.0244)
常数	-6.452 (17.33)	-280.3** (112.9)
观测数	604	604
调整后 R ²	0.145	0.358
省份固定效应	否	是
年份固定效应	否	是

较高的地区，私人银行新增客户数量较低，这与假设 3a 不一致。这可能与高净值家庭子女的当前年龄有关，未来的研究会进一步探究其中具体原因。

4.2.2 公共资源财政支出对私人银行客户低风险类产品持有比例的影响（存款类产品和保险类产品）

为了探究社会公共资源财政支出对私人银行客户在低风险产品（存款类产品和保险类产品）配置上的影响，本文计算不同省级行政单位的 M 银行私人银行部门客户对存款类产品和保险类产品的持有比例，分别将其作为被解释变量，构建如下面板回归模型进行探究：

$$\begin{aligned} \text{存款占比}_{it} = & \alpha + \beta_1 * \text{安全财政支出}_{it} + \beta_2 * \text{医疗财政支出}_{it} + \beta_3 * \text{教育财政支出}_{it} \\ & + \gamma * \text{控制变量}_{it} + \text{时间固定效应}_t + \text{省份固定效应}_i + \epsilon_{it} \end{aligned} \quad (2)$$

$$\begin{aligned} \text{保险占比}_{it} = & \alpha + \beta_1 * \text{安全财政支出}_{it} + \beta_2 * \text{医疗财政支出}_{it} + \beta_3 * \text{教育财政支出}_{it} \\ & + \gamma * \text{控制变量}_{it} + \text{时间固定效应}_t + \text{省份固定效应}_i + \epsilon_{it} \end{aligned} \quad (3)$$

其中下标*i*表示省级行政单位，下标*t*表示月份， ϵ_{it} 为残差项，回归结果如表 3 所示。由于部分解释变量前的回归系数较小，为了方便展示，表 3 中所有系数均调整单位为%。

***、**和*分别表示 99%、95%和 90%统计显著性，括号中为聚类调整后的标准误。

表 3 中，前两列的被解释变量为存款类产品的配置比例，解释变量人均安全财政支出的回归系数为 0.0101，统计显著水平为 99%，在控制年份固定效应和省份固定效应后，人均安全财政支出的回归系数为 0.524，统计显著水平为 99%，说明在人均公共安全财政支出较高的地区，高净值人群会积极配置流动性良好的银行存款类产品，这与假设 1b 一致。表 3 后两列的被解释变量为保险类产品的配置比例，解释变量人均安全财政支出

的回归系数为 0.00176，统计显著水平为 99%，在控制年份固定效应和省份固定效应后，人均安全财政支出的回归系数为 0.0521，统计显著水平为 99%，说明在人均公共安全财政支出较高的地区，高净值人群会积极配置银行保险类产品，这与假设 1b 一致。因此，在平均意义下，人均公共安全财政支出较高地区的高净值人群会同时积极配置流动性良好的银行存款类产品和保险类产品。

表 3: 公共资源财政支出对私人银行客户低风险类产品持有比例的影响

	存款占比		保险占比	
	(1)	(2)	(1)	(2)
人均公共安全支出	0.0101*** (0.00260)	0.524*** (0.0379)	0.00176*** (0.000408)	0.0521*** (0.00298)
人均医疗卫生支出	0.0373*** (0.00661)	0.401*** (0.0261)	-0.00326*** (0.000436)	-0.0391*** (0.00168)
人均教育支出	-0.0192*** (0.00331)	-0.134*** (0.0115)	0.00212*** (0.000265)	0.0128*** (0.000977)
人均 GDP	0.0000934 (0.0000905)	0.00000777 (0.000105)	0.0000963*** (0.0000176)	0.0000139** (0.00000674)
第一产业贡献率	-0.0672 (0.0894)	0.240* (0.145)	-0.0189 (0.0144)	-0.0133* (0.00799)
第二产业贡献率	-0.0665** (0.0332)	0.181 (0.120)	0.0219*** (0.00560)	-0.0101 (0.00701)
第三产业贡献率	-0.0707* (0.0420)	0.140 (0.120)	0.0478*** (0.00708)	-0.00741 (0.00702)
工业企业绩效差异	3.523* (1.864)	1.016** (0.437)	-0.403* (0.214)	0.0269 (0.0460)
民营资本占比	0.121*** (0.0417)	2.935*** (0.228)	-0.00291 (0.00631)	-0.329*** (0.0143)
沪深 300 股指收益率	0.0618 (0.122)	-0.0299 (0.0602)	-0.00508 (0.0201)	-0.00162 (0.00491)

	存款占比		保险占比	
	(1)	(2)	(1)	(2)
沪深 300 股指波动率	-3.679*** (1.367)	-0.366 (0.807)	-0.245 (0.204)	-0.162*** (0.0610)
10 年期国债到期收益率	-3.649 (3.051)	-11.67*** (2.741)	-0.710 (0.492)	-0.162 (0.184)
政治风向	-0.0130 (0.0159)	-0.0112 (0.0101)	-0.00130 (0.00260)	-0.000504 (0.000613)
常数	34.03*** (12.54)	-397.5*** (35.42)	5.631*** (2.009)	49.91*** (2.456)
观测数	604	604	604	604
调整后R ²	0.153	0.756	0.247	0.956
省份固定效应	否	是	否	是
年份固定效应	否	是	否	是

表 3 的前两列中，解释变量人均医疗财政支出的回归系数为 0.0373，统计显著水平为 99%，，在控制年份固定效应和省份固定效应后，人均医疗财政支出的回归系数为 0.0401，统计显著水平为 99%，说明在人均公共医疗卫生财政支出较高的地区，高净值人群会积极配置流动性良好的银行存款类产品，这与假设 2b 一致。但是在表 3 后两列中，解释变量人均医疗财政支出的回归系数为-0.00326，统计显著水平为 99%，在控制年份固定效应和省份固定效应后，人均医疗财政支出的回归系数为-0.0391，统计显著水平为 99%，说明在人均公共医疗卫生财政支出较高的地区，高净值人群配置银行保险类产品的比例较低，这与假设 2b 不一致。这可能与保险类产品的部分保险条款有关，未来的研究会进一步探究其中具体原因。因此，在平均意义下，人均公共医疗卫生财政支出较高地区的高净值人群会积极配置流动性良好的银行存款类产品。

表 3 的前两列中，解释变量人均教育财政支出的回归系数为-0.0192，统计显著水平为 99%，，在控制年份固定效应和省份固定效应后，人均教育财政支出的回归系数为-

0.134，统计显著水平为 99%，说明在人均公共教育财政支出较高的地区，高净值人群会减少配置流动性良好的银行存款类产品。但是在表 3 后两列中，解释变量人均教育财政支出的回归系数为 0.00212，统计显著水平为 99%，在控制年份固定效应和省份固定效应后，人均教育财政支出的回归系数为 0.0128，统计显著水平为 99%，说明在人均公共教育财政支出较高的地区，高净值人群配置银行保险类产品的比例较高。因此，在平均意义下，人均公共教育财政支出较高地区的高净值人群会减少配置流动性良好的银行存款类产品，增加保险类产品的配置。

4.2.3 私人银行客户高风险产品配置的影响因素（理财类产品和基金类产品）

为了探究社会公共资源财政支出对私人银行客户在高风险产品（理财类产品和基金类产品）配置上的影响，本文计算不同省级行政单位的 M 银行私人银行部门客户对理财类产品和基金类产品的持有比例，分别将其作为被解释变量，构建如下面板回归模型进行探究：

$$\begin{aligned} \text{理财占比}_{it} = & \alpha + \beta_1 * \text{安全财政支出}_{it} + \beta_2 * \text{医疗财政支出}_{it} + \beta_3 * \text{教育财政支出}_{it} \\ & + \gamma * \text{控制变量}_{it} + \text{时间固定效应}_t + \text{省份固定效应}_i + \epsilon_{it} \end{aligned} \quad (4)$$

$$\begin{aligned} \text{基金占比}_{it} = & \alpha + \beta_1 * \text{安全财政支出}_{it} + \beta_2 * \text{医疗财政支出}_{it} + \beta_3 * \text{教育财政支出}_{it} \\ & + \gamma * \text{控制变量}_{it} + \text{时间固定效应}_t + \text{省份固定效应}_i + \epsilon_{it} \end{aligned} \quad (5)$$

其中下标*i*表示省级行政单位，下标*t*表示月份， $\epsilon_{i,t}$ 为残差项，回归结果如表 4 所示。由于部分解释变量前的回归系数较小，为了方便展示，表 4 中所有系数均调整单位为%。

***、**和*分别表示 99%、95%和 90%统计显著性，括号中为聚类调整后的标准误。

表 4 中解释变量人均安全财政支出与理财类产品占比和基金类产品占比均为负相关，回归系数分别为-0.00323 和-0.00454，在控制年份固定效应和省份固定效应后，回归系数分别变为-0.48 和-0.0566，统计显著水平均为 99%。对比表 3 中解释变量人均安全财政支出的回归系数可以发现，在平均意义下，人均公共安全财政支出较高地区的高净值人群会减少配置高风险、高收益的理财类产品和基金类产品，这与假设 1b 不一致。

表 4 前两列中，解释变量人均医疗卫生财政支出与理财类产品占比为负相关，回归系数为-0.0311，统计显著水平为 99%，在控制年份固定效应和省份固定效应后，回归系数为-0.352，统计显著水平为 99%，说明在人均公共医疗卫生支出较高的地区，高净值人群会减少配置高风险、高收益的银行理财类产品，这与假设 2b 不一致。但是在表 4 后两列中，解释变量人均医疗卫生财政支出的回归系数分别为-0.00202 和-0.0110，均不有统计显著性，说明在人均公共医疗卫生支出较高的地区，高净值人群并不会积极配置高风险、高收益的银行基金类产品。

表 4: 公共资源财政支出对私人银行客户高风险类产品持有比例的影响

	理财占比		基金占比	
	(1)	(2)	(1)	(2)
人均公共安全支出	-0.00323 (0.00225)	-0.480*** (0.0318)	-0.00454*** (0.000884)	-0.0566*** (0.0158)
人均医疗卫生支出	-0.0311*** (0.00561)	-0.352*** (0.0212)	-0.00202 (0.00179)	-0.0110 (0.0111)
人均教育支出	0.0149*** (0.00284)	0.127*** (0.00985)	0.00174* (0.000896)	0.00424 (0.00473)
人均 GDP	-0.000166** (0.0000783)	0.0000804 (0.0000877)	0.0000936 (0.000028)	-0.000101* (0.0000517)
第一产业贡献率	0.249*** (0.0722)	-0.231* (0.120)	-0.127*** (0.0299)	0.0178 (0.0651)
第二产业贡献率	0.129*** (0.0260)	-0.211** (0.0954)	-0.0746*** (0.0137)	0.0441 (0.0590)
第三产业贡献率	0.0424 (0.0327)	-0.201** (0.0940)	-0.0306* (0.0164)	0.0654 (0.0598)
工业企业绩效差异	-3.342** (1.346)	-1.148*** (0.312)	0.264 (0.506)	0.175 (0.265)
民营资本占比	-0.130*** (0.0332)	-2.597*** (0.182)	0.0281** (0.0129)	-0.0233 (0.0929)
沪深 300 股指收益率	-0.0863 (0.108)	0.00350 (0.0568)	0.00242 (0.0373)	0.00512 (0.0273)
沪深 300 股指波动率	4.158*** (1.193)	0.927 (0.734)	-0.382 (0.372)	-0.749** (0.344)
10 年期国债到期收益率	-0.400 (2.615)	2.719 (2.317)	3.482*** (1.029)	6.306*** (1.381)
政治风向	0.0170 (0.0139)	0.00283 (0.00901)	-0.00580 (0.00479)	-0.0000768 (0.00453)
常数	61.99*** (10.71)	457.7*** (28.68)	1.100 (4.185)	2.955 (15.74)
观测数	604	604	604	604
调整后 R ²	0.194	0.759	0.264	0.568
省份固定效应	否	是	否	是
年份固定效应	否	是	否	是

表 4 前两列中，被解释变量为理财类产品的配置比例，解释变量人均教育财政支出的回归系数为 0.0149，统计显著水平为 99%，在控制年份固定效应和省份固定效应后，人均教育财政支出的回归系数为 0.127，统计显著水平为 99%，说明在人均公共教育财政支出较高的地区，高净值人群会积极配置高风险、高收益的银行理财类产品，这与假设 3b 一致。表 4 的后两列中，被解释变量为基金类产品的配置比例，解释变量人均教育财政支出的回归系数为 0.00174，统计显著水平为 90%，在控制年份固定效应和省份固定效应后，人均教育财政支出的回归系数为 0.00424，不具有统计显著性，说明在人均公共教育财政支出较高的地区，高净值人群会可能积极配置高风险、高收益的银行基金类产品，但是结论并不稳健，并不能完全支持假设 3b。

五、基于客户个人问卷调研数据的实证研究

5.1 问卷调查概述

在实证研究部分，本文使用的 M 银行省级分行数据缺乏客户具体信息，因而可能存在一些潜在争议。首先，由于缺乏 M 银行省级分行的客户个人特征和家庭特征信息，实证研究部分将同一省级分行的所有客户进行同质化假设，因此本文实证研究部分无法探讨高净值人群个人特征和家庭特征对其资产配置选择的影响。其次，本文根据个人从业经验对 M 银行的私人银行部门产品的流动性、风险性和收益性做了相关分析，但是无法确认高净值客户对产品的主观认知是否与当前现实一致。最后，本文通过分析高净值人群对公共资源供给程度的认知给出了本文的研究假设，但是缺乏对高净值客户的实际调查来进行佐证。

为了消除上述潜在争议，本文针对高净值客户设计了资产配置调查问卷进行进一步研究，收回问卷 493 份，其中有效问卷 488 份，其中 11 位家庭常驻地在海外，因此剔除家庭常驻地在海外的调查对象后最终保留 477 份有效问卷。477 个有效调查对象中有 5 位常驻地区在海外，其余 472 个有效调查对象来自除澳门外的 33 个中国省级行政地区（包含台湾）。样本抽样地区相对平均，可以剔除地区选择偏误，因此调查问卷结果可以较为准确地反映中国高净值人群的资产配置选择，图 7 展示了 477 个有效调查对象的常驻地区分布。

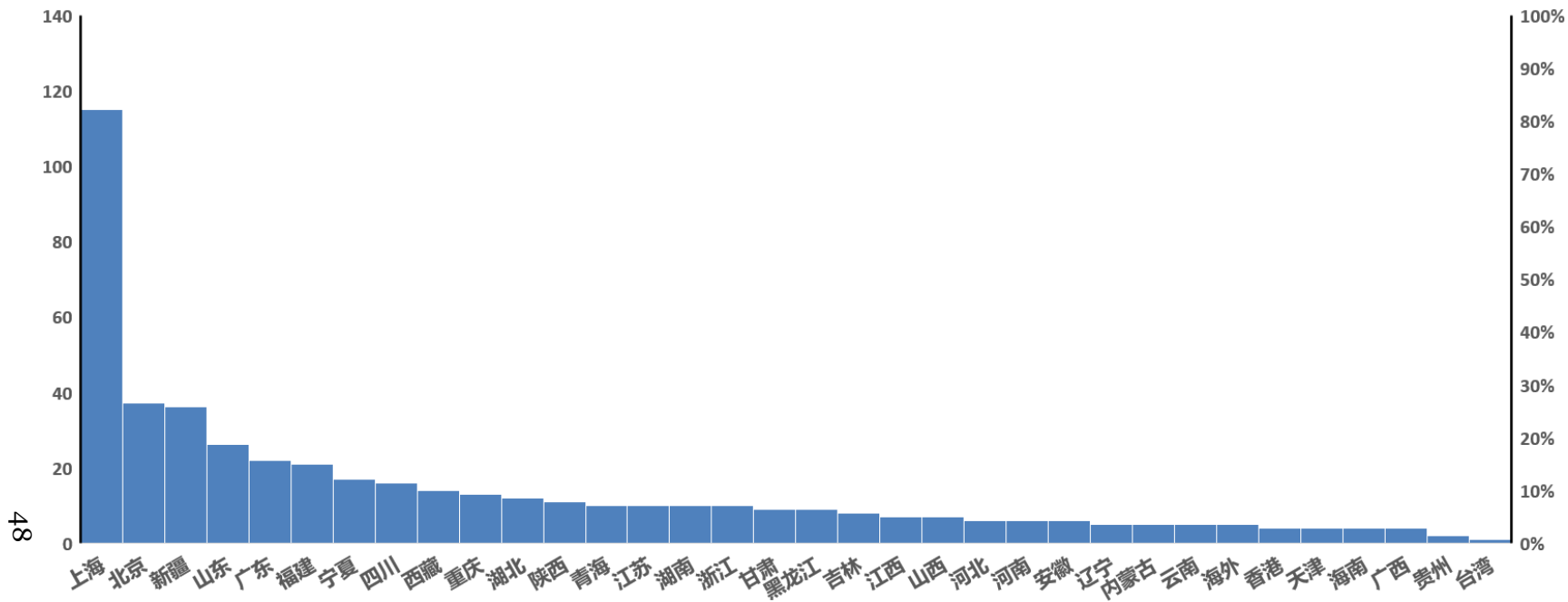


图 7: 477 个有效调查对象的常驻地区分布

5.1.1 个人特征

本文设计的调查问卷主要从四个方面统计被调查对象的个人特征：性别、年龄、学历和职业。477个有效被调查对象包括282名男性和189名女性，年龄横跨17岁到75岁，各年龄中男女比例接近，样本抽样性别相对平均，可以剔除性别选择偏误，确保调查问卷结果的准确性，各年龄段的性别分布如图8所示。

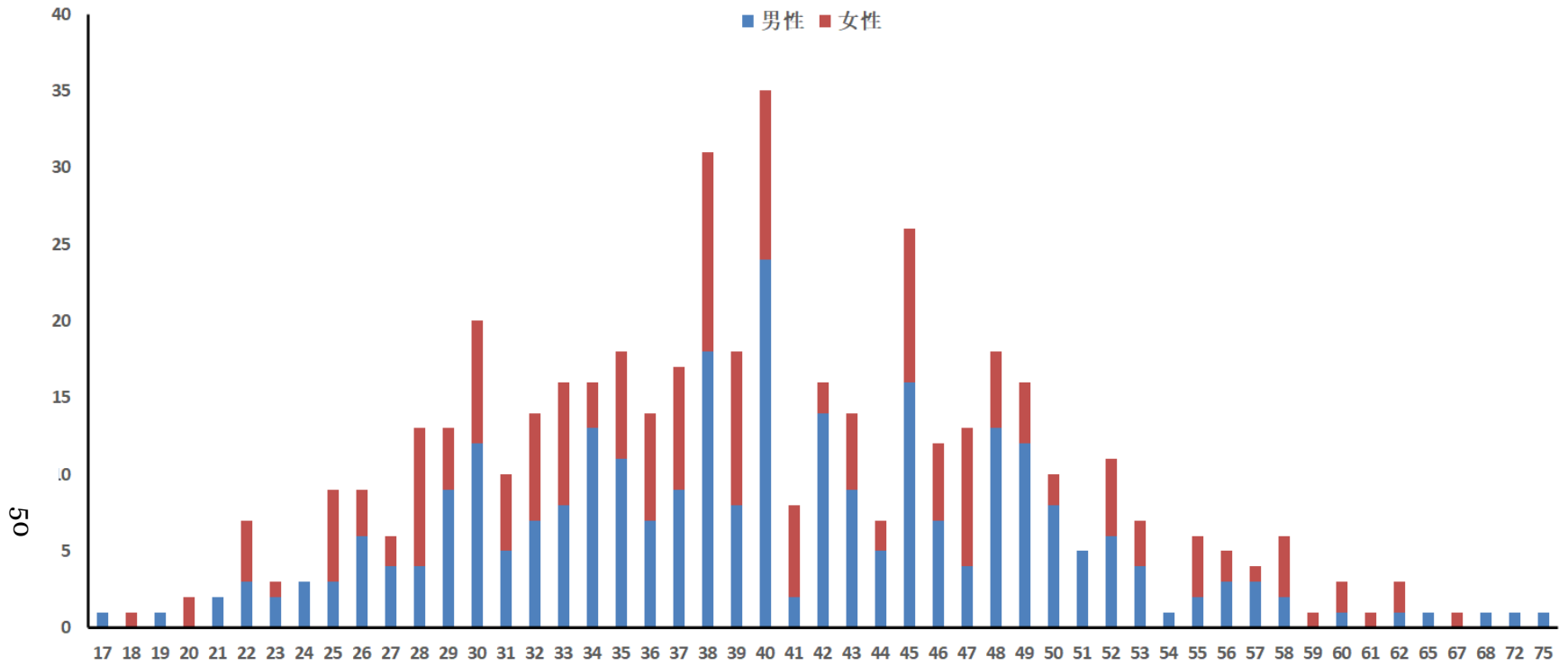


图 8: 477 个有效调查对象的各年龄段性别分布

图 8 结果表明，477 个有效被调查对象中分布最多的年龄段分别是 30 至 40 岁年龄段和 45 至 50 岁年龄段。30 至 40 岁年龄段的被调查对象中，男女比例接近，说明较为年轻的高净值群体中，性别因素不是主要客群特征。但是 45 至 50 岁年龄段的被调查对象中，男性比例较高，说明较为年长的高净值群体中，性别因素构成一个主要客群特征。

图 9 展示了 477 个有效调查对象的学历占比和职业占比，结果表明在 477 个有效被调查对象中，本科学历群体最多，占比 39%，其次是硕士学历群体占比 31%，本科学历以下群体仅占比 24%，博士学历群体最少，占比 6%，说明中国高净值群体普遍具有较高学历，具备良好的教育背景。另外，477 个有效被调查对象中，主要职业是企业主和公司高级管理人员，分别占比 21.4%和 40%。

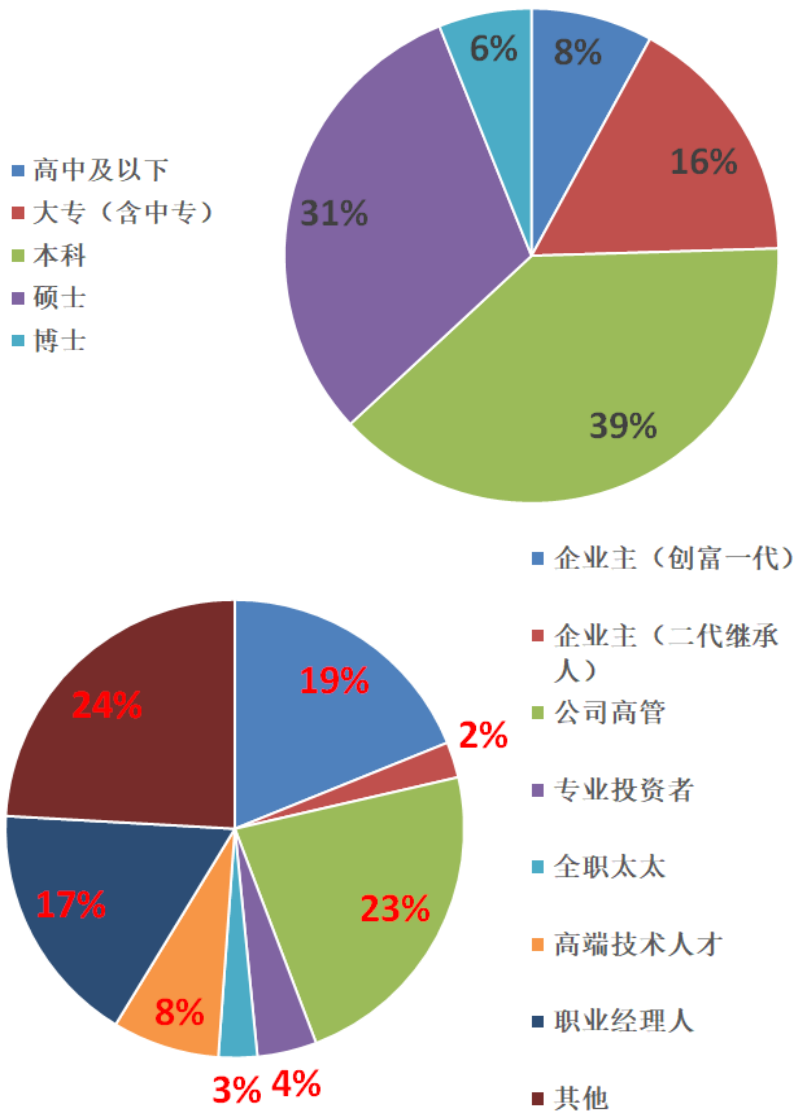


图 9: 477 个有效调查对象的学历占比和职业占比

5.1.2 家庭特征

本文设计的调查问卷主要从四个方面统计被调查对象的个人特征：婚姻状况、子女状况、家庭所在省份和与父母长辈（含配偶父母长辈）共同生活程度。477 个有效被调查对象家庭生活较为完整，其中已婚调查对象有 375 位，占比 78.62%，未婚、离异和丧偶的调查对象分别占比 15.93%、5.24%和 0.21%，这意味着中国高净值群体的家庭特征可能对其家庭投资选择具有潜在影响。

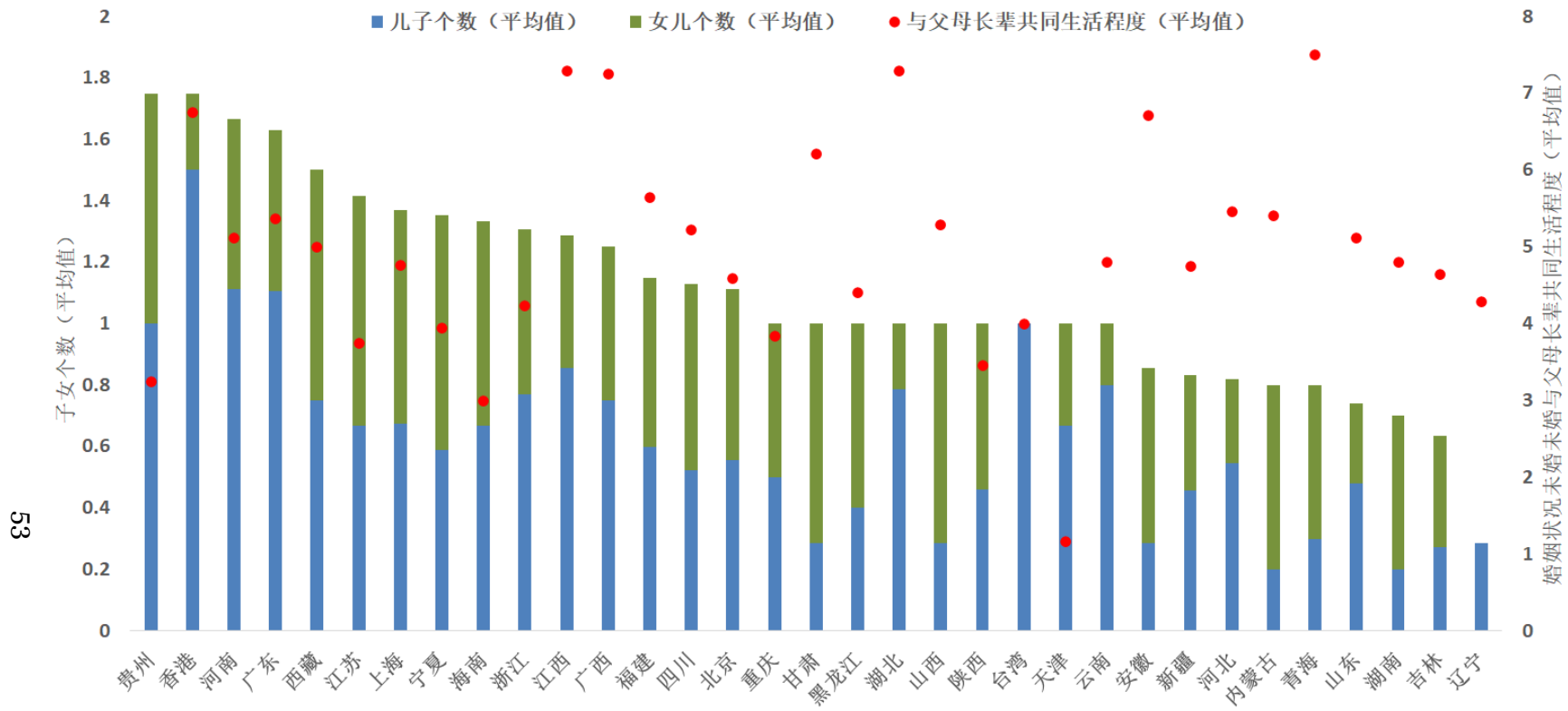


图 10: 477 个有效被调查对象的家庭所在省份、子女状况以及与父母长辈（含配偶父母长辈）共同生活程度

477 有效被调查对象的平均子女个数为 1.138，其中平均儿子个数为 0.597，平均女儿个数为 0.541，说明中国高净值人群的子女性别比例相对均衡。图 10 展示了 477 个有效被调查对象的省份、子女状况以及与父母长辈（含配偶父母长辈）共同生活程度。调查问卷中，被调查对象与父母长辈（含配偶父母长辈）共同生活程度分为 11 级，从低到高分别表示完全不一起生活至完全一起生活，因此指标越高表示调查对象与父母长辈（含配偶父母长辈）共同生活程度越高。平均子女个数排名前五位的省份是贵州、香港、河南、广东和西藏，而排名后五位的省份是青海、山东、湖南、吉林和辽宁，并不存在明显的南北方地域差异。另外 477 有效被调查对象与父母长辈共同生活程度与子女个数并不存在显著的相关性，其中与父母长辈共同生活程度排名前五位的省份是青海、江西、湖北、广西和香港，排名后五位的省份是江苏、陕西、贵州、海南和天津。

5.2 对家庭所在地公共资源的认知

为了进一步检验本文的理论分析是否正确，本文通过设计调查问卷的相关问题来了解被访者对家庭所在地公共资源的认知，主要包括公共社会治安、公共医疗卫生和公共教育三个方面。

5.2.1 家庭所在地的公共安全状况

图 11 展示了 477 个有效被调查对象对家庭所在省份公共安全资源的认知，横坐标的为被调查对象的省份，根据各省份 2017 年的人均公共安全财政支出自左向右排序，2017 年的人均公共安全财政支出越高的省份越靠近横坐标轴左侧。调查问卷中，被调查对象对人身安全和财产安全的担忧分为 11 级，从低到高分别表示对人身安全/财产安全十分担心至对人身安全/财产安全完全不担心，因此指标越高表示调查对象对人身安全和财产安全的担忧。图 11 结果显示，被调查对象对人身安全/财产安全的担忧程度普遍较低且并不存在明显区域差异，说明各省份公共安全财政支出有效弥补了公共安全资源不足

的情况从而推动高净值人群对家庭所在地公共安全状况的评价趋于一致，进一步印证了理论分析中公共安全资源匮乏地区往往具有较高人均公共安全财政支出的观点。

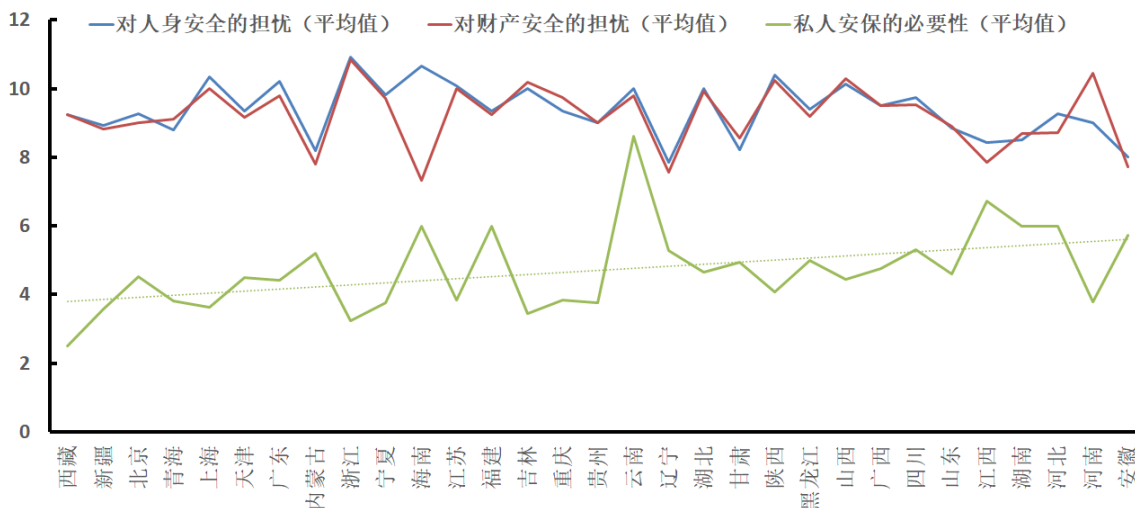


图 11: 477 个有效被调查对象对家庭所在省份公共安全资源的认知

另外，调查问卷中调查对象对私人安保必要性分为 11 级，从低到高分别表示私人安保完全没必要至私人安保完全有必要，因此指标越高表示调查对象对私人安保费用的支付意愿越强烈。图 11 结果显示，人均公共安全财政支出越高的省份即公共安全资源越匮乏的省份，调查对象对私人安保费用的支付意愿越弱，这不支持理论分析中公共安全资源匮乏地区的高净值人群选择支付私人安保费用来提升家庭安全的潜在机制。结合实证分析部分表 3 的结论，人均公共安全财政支出越高的省份即公共安全资源越匮乏的省份，私人银行客户更多配置存款类和保险类产品，调查问卷的结果进一步印证中国高净值人群更倾向于配置流动性良好的存款类资产应对地区公共安全突发事件时的短期资金需求，同时利用保险类产品来增加家庭抵抗意外风险的能力。

5.2.2 家庭所在地的医疗卫生资源

图 12 展示了家人发生重大疾病时，477 个有效被调查对象的就医选择。除内蒙古以外的各省份被调查对象均主要选择当地公立医院就医，说明以公立医院为代表的公共医疗卫生资源仍是中国高净值人群的主要选择，可能对其资产配置选择产生显著影响。

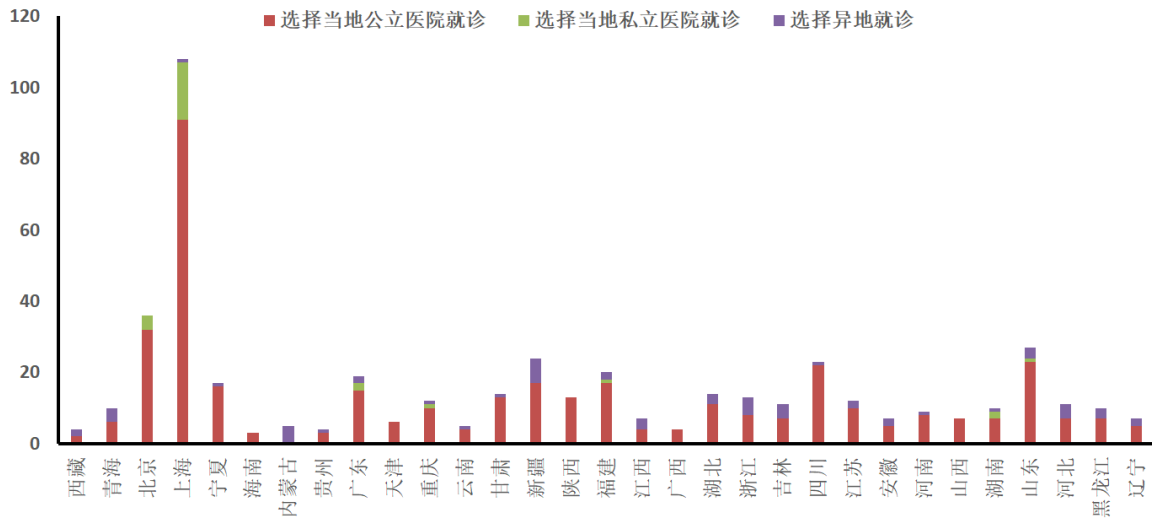


图 12: 家人发生重大疾病时, 477 个有效被调查对象的就医选择

图 13 展示了 477 个有效被调查对象对家庭所在省份公共医疗卫生资源的认知，横坐标的为被调查对象的家庭所在省份，根据各省份 2017 年的人均公共医疗卫生财政支出自左向右排序，2017 年的人均公共医疗卫生财政支出越高的省份越靠近横坐标轴左侧。调查问卷中，相比于全国平均水平，被调查对象对家庭所在地的公立医院的医疗水平和充足率评价分为 11 级，从低到高分别表示远低于全国平均水平至远高于全国平均水平，因此指标越高表示调查对象对家庭所在地的公立医院的医疗水平和充足率评价越高。调查问卷中，相比于当地公立三甲医院，被调查对象对家庭所在地的私立医院的医疗水平和费用水平评价分为 11 级，从低到高分别表示远低于当地公立三甲医院至远高于当地公立三甲医院，因此指标越高表示调查对象对家庭所在地的私立医院的医疗水平评价越高和费用水平评价越低。图 13 结果显示，被调查对象对家庭所在地的公立医院的医疗水平和充足率评

价均普遍较高且并不存在明显区域差异，说明各省份公共医疗卫生财政支出有效弥补了公共医疗卫生资源不足的情况从而推动高净值人群对家庭所在地公共医疗卫生状况的评价趋于一致，进一步印证了理论分析中公共医疗卫生资源匮乏地区往往具有较高人均公共医疗卫生财政支出的观点。

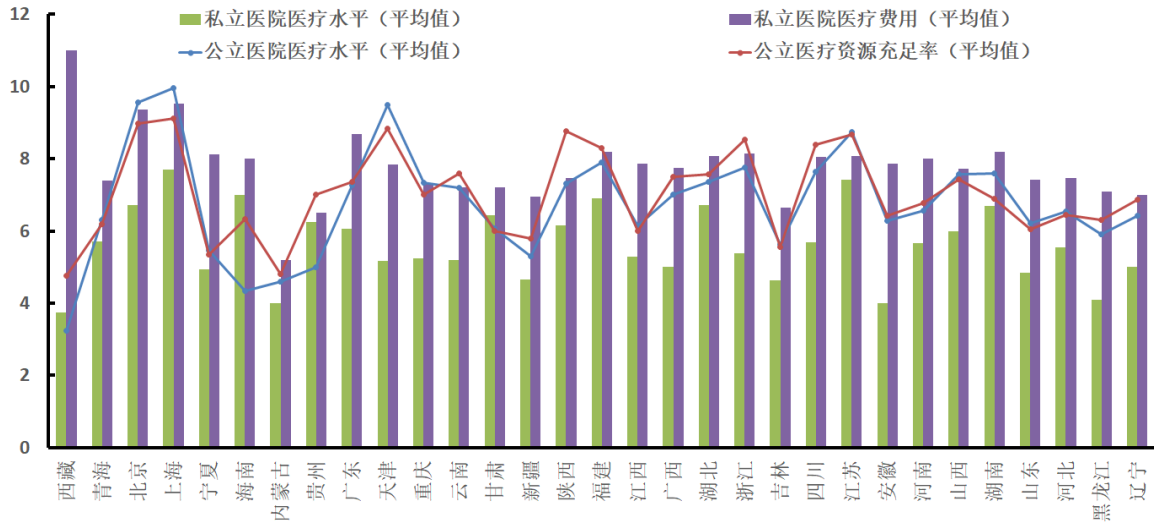


图 13: 477 个有效被调查对象对家庭所在省份公共医疗卫生资源的认知

另外，相比于当地公立三甲医院，被调查对象对家庭所在地的私立医院的医疗水平评价趋于中性（接近指标中间值 6）并不存在明显区域差异，但是各省份被调查对象普遍认为家庭所在地的私立医院的费用水平高于当地公立医院的费用水平（高于指标中间值 6），说明私立医院的性价比普遍较低。

5.2.3 家庭所在地的教育资源

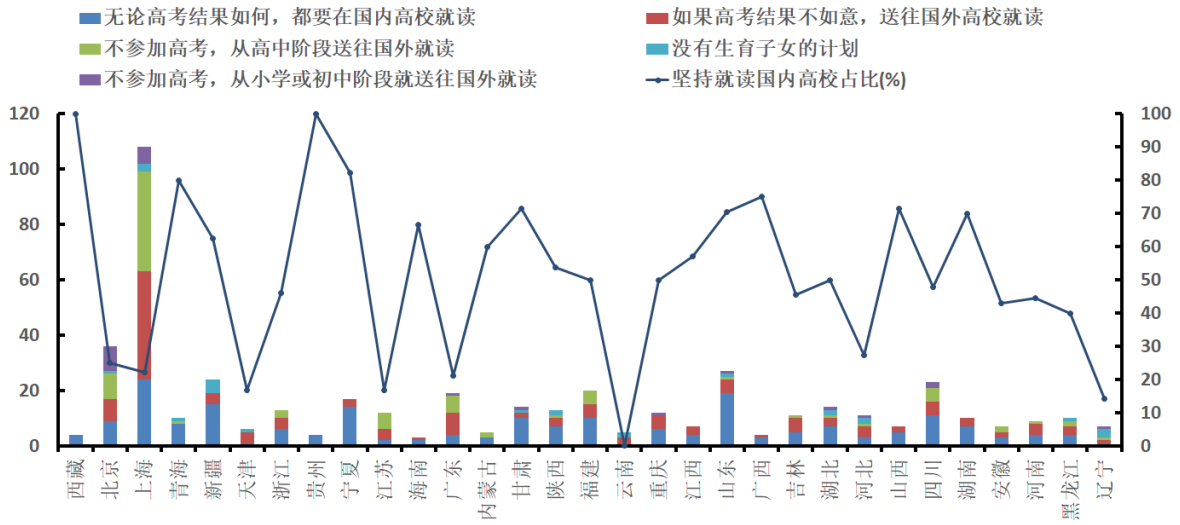


图 14: 477 个有效被调查对象对子女接受高等教育的计划

图 14 展示了 477 个有效被调查对象对子女接受高等教育的计划，205 人选择坚持就读国内高校，占比 43%，137 人选择如果高考不如意，送子女前往国外高校就读，占比 29%，85 人选择高中阶段送子女前往国外就读，占比 18%，仅 25 人选择小学或初中阶段送完国外就读，占比 5%。调查问卷的结果进一步印证中国高净值家庭对于子女海外求学资金主要用于大学或高中教育阶段，因此高净值家庭的教育储备资金需要实现更高目标的保值增值。

图 15 展示了 477 个有效被调查对象对家庭所在省份公共资源的认知，横坐标的为被调查对象的家庭所在省份，根据各省份 2017 年的人均公共教育财政支出自左向右排序，2017 年的人均公共教育财政支出越高的省份越靠近横坐标轴左侧。调查问卷中，相比于全国平均水平，被调查对象对家庭所在地的公立学校的教学水平和充足率评价分为 11 级，从低到高分别表示远低于全国平均水平至远高于全国平均水平，因此指标越高表示调查对象对家庭所在地的公立学校的教学水平和充足率评价越高。调查问卷中，相比于当地公立学校，被调查对象对家庭所在地的私立学校的教学平和费用水平评价分为 11 级，从

低到高分别表示远低于当地公立学校至远高于当地公立学校，因此指标越高表示调查对象对家庭所在地的私立学校的教学水平评价越高和费用水平评价越低。

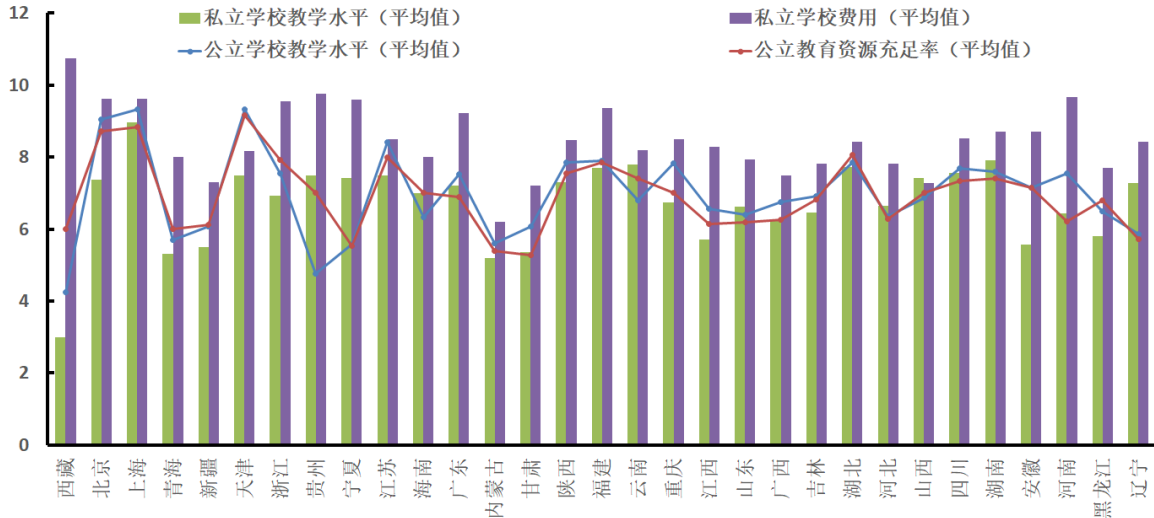


图 15: 477 个有效被调查对象对家庭所在省份公共教育资源的认知

图 15 结果显示，被调查对象对家庭所在地的公立医院的医疗水平和充足率评价均普遍较高且并不存在明显区域差异，说明各省份公共教育财政支出有效弥补了公共教育资源不足的情况从而推动高净值人群对家庭所在地公共教育状况的评价趋于一致，进一步印证了理论分析中公共教育资源匮乏地区往往具有较高人均公共教育财政支出的观点。另外，相比于当地公立学校，被调查对象对家庭所在地的私立学校的医疗水平评价偏高并不存在明显区域差异，同时各省份被调查对象普遍对家庭所在地私立学校的费用水平评价高于教学水平的评价，说明私立学校的性价比普遍较低。

5.3 资产配置选择

为了进一步检验本文的结论，本文通过设计调查问卷的相关问题来了解被访者对资产配置机构的选择、对银行机构私人银行部门的认知和对金融产品的需求。

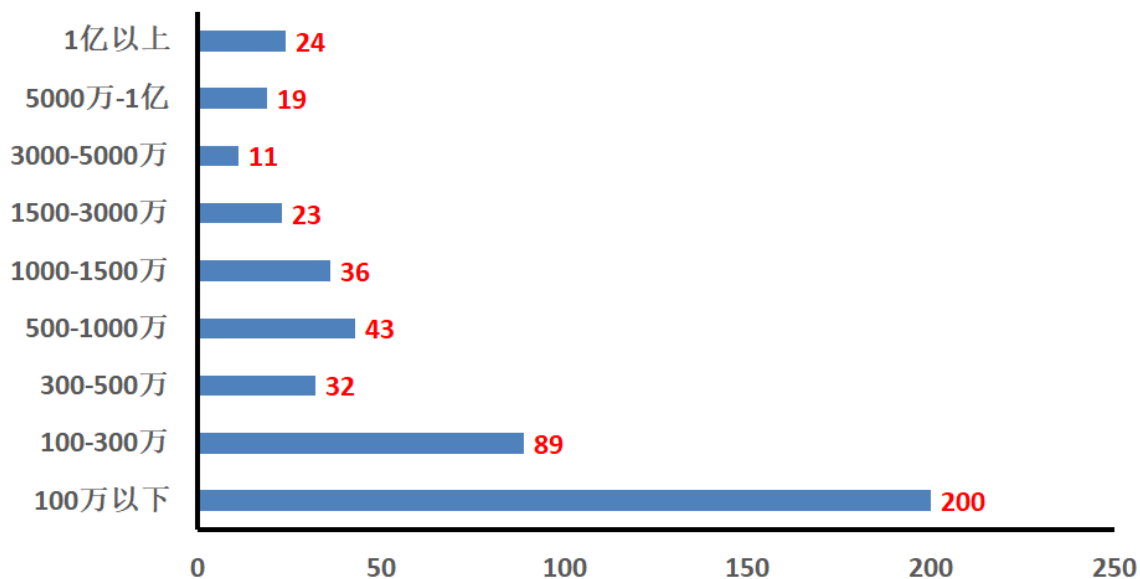


图 16: 477 个有效被调查对象的可投资规模

此次调查问卷中 477 个有效被调查对象的可投资资产规模如图 16 所示，可投资规模在 100 万以下和 100-300 万的被访者分别有 200 位和 89 位，共占比 61%，300 万以上的被访者占比 39%。由于极高净值客群本就相对稀少，因此抽样样本的可投资规模选择偏差属于合理范围。

5.3.1 对资产配置机构的选择

根据多年从业经验，本文将客户可能最看重的资产配置机构的特征总结为：投资团队专业、历史投资回报良好、历史投资回报波动较小、可根据需要定制投资计划和产品、可根据需要定制投资计划和产品、可提供变现便捷的资产、隐私性良好和机构在常驻地设有分行。为了探究被访者对资产配置机构的选择，调查问卷中设计相应排序题，如果被访者认为 7 个特征全部有必要考虑并进行排序，排在第一个位置的权重为 7，第二个位置权重为 6，以此类推，如果仅选择其中 n 个特征，则排在第一个位置的权重为 n，第二个位置权重为 n-1，以此类推，未选择特征的权重为 0，最终选项平均综合得分 = $(\sum \text{频数} \times \text{权值}) / \text{本题填写人次}$ ，结果如图 17 所示。从平均综合得分情况来看，被访的高净值人群资

产配置机构最多提及的三个特征为机构在常驻地设有分行、隐私性良好和提供变现便捷的资产，与当下银行机构私人银行部门的特征一致，从另一方面证实了银行机构私人银行业务发展的必要性。

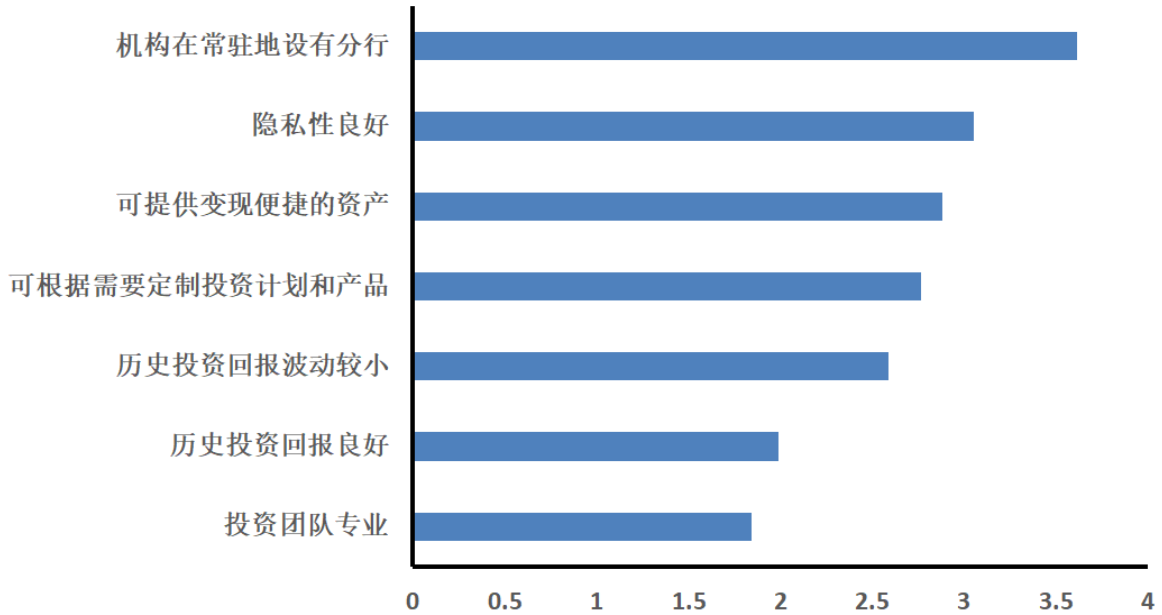


图 17: 477 个有效被调查对象最看重的资产配置机构的特征总结

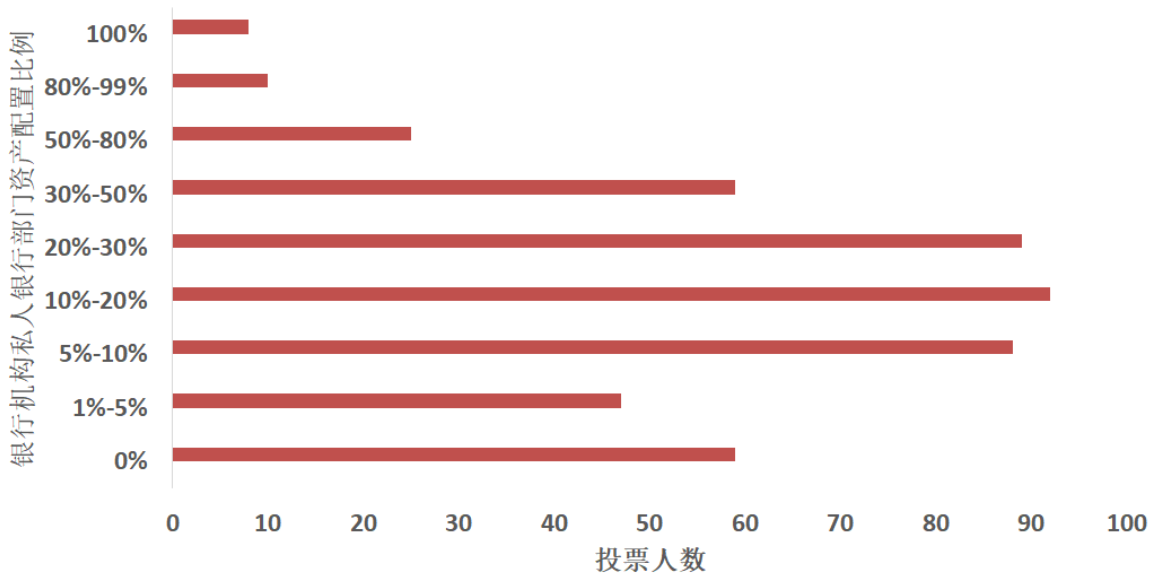


图 18: 477 个有效被调查对象通过银行机构私人银行部门资产配置比例

另外，本文通过调查问卷统计了被访者愿意通过银行机构私人银行部门来进行资产配置的比例，结果在图 18 中。本文发现 56.3%的被访者愿意将 5%-30%的可投资资产交给银行机构私人银行部门进行配置管理，12.3%的被访者完全不愿意将资产交给银行机构私人银行部门进行配置管理，另外只有 1.7%的被访者希望将资产全部交给银行机构私人银行部门进行配置管理，说明银行机构私人银行部门当前发展仍处于起步阶段，仍有大量客户开发空间。

5.3.2 对银行机构私人银行部门的认知

通常银行机构私人银行部门提供存款类产品、保险类产品、理财类产品和基金类产品，根据多年从业经验，存款类产品和保险类产品的特点是风险低、收益低；理财类产品和基金类产品的特点是风险高、收益高。从流动性角度来看，流动性最好的资产是存款类产品和理财类产品，保险类产品往往是流动性最差的资产。为了验证高净值客群对银行机构私人银行部门提供的四类金融产品的认知是否与产品本身固有特征一致，调查问卷调查了被访者对银行机构私人银行部门四类金融产品收益性、风险性和流动性的排序情况。如果被访者认为 4 个特征全部有必要考虑并进行排序，排在第一个位置的权重为 4，第二个位置权重为 3，以此类推，如果仅选择其中 n 个特征，则排在第一个位置的权重为 n，第二个位置权重为 n-1，以此类推，未选择特征的权重为 0，最终选项平均综合得分= $(\sum \text{频数} \times \text{权值}) / \text{本题填写人次}$ ，结果如图 19 所示。

从平均综合得分情况来看，被访的高净值人群对银行机构私人银行部门提供的四类金融产品的认知与本文的理论分析一致。存款类产品和保险类产品具备风险低、收益低的特点，理财类产品和基金类产品具备风险高、收益高的特点。流动性最好的存款类产品，其次是理财类产品，然后是基金类产品，保险类产品的流动性最差。

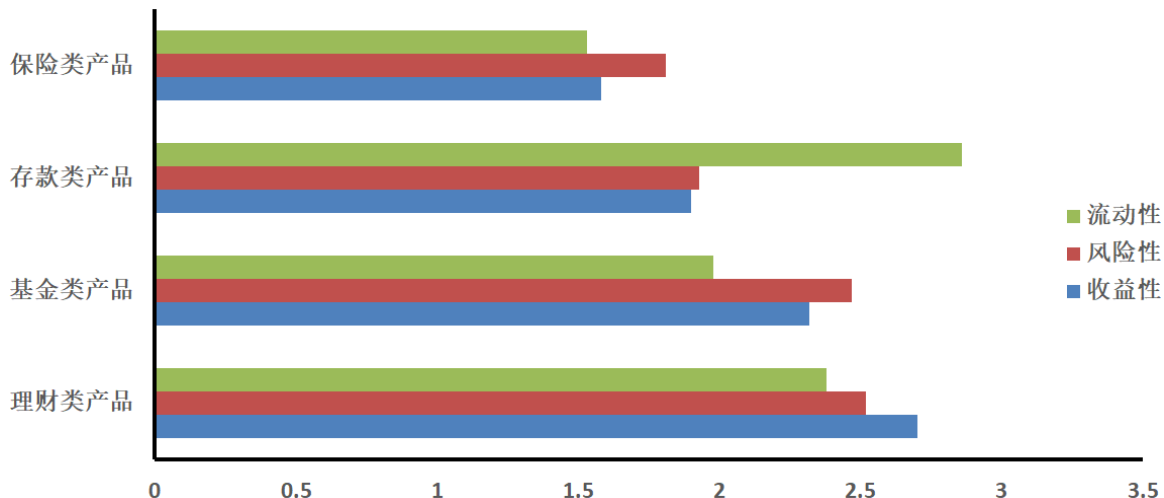


图 19: 477 个有效被调查对象对银行机构私人银行部门提供的四类金融产品的认知

5.3.3 对金融产品的需求

表 5 汇总了 477 个有效被调查对象的资产配置情况，结果显示超过一半受访者没有配置的资产有金融衍生品（76.1%）、信托（72.1%）、收藏品（66.2%）、债券（61%）和贵金属（57.9%）。另外 477 名受访者对股票资产、理财产品和基金产品选择最多的比例为 0%，对现金资产选择最多的比例为 5%-10%，对保险资产选择最多的比例为 1%-5%，对不动产选择最多的比例为 50-75%。对于银行机构私人银行部门重点发行的存款类产品、保险产品、理财类产品和基金类产品，配置比例不超过 30%的被访者分别占到 80%、93.7%、85.1%和 91.8%，说明大部分高净值客户对这四类产品的配置比例较低，相关产品的宣传普及还需要进一步提高，目标客群的培育之路依旧漫长。

表 5: 477 个有效被调查对象的资产配置情况

	0%	1%- 5%	5%- 10%	10%- 20%	20%- 30%	30%- 50%	50%- 75%	75%- 99%	100%	合计
现金	31	100	107	80	64	37	29	12	17	477
债券	291	68	49	35	19	8	6	1	0	477
股票	175	58	66	63	52	32	18	11	2	477
保险	110	132	90	70	45	19	7	3	1	477
理财产品	121	67	76	79	63	38	23	6	4	477
基金	206	83	59	51	39	23	13	2	1	477
信托	344	46	31	24	20	9	2	1	0	477
金融衍生品	363	53	24	16	8	7	2	4	0	477
贵金属	276	114	37	22	10	10	4	2	2	477
不动产	69	42	36	54	69	73	85	34	15	477
收藏品	316	81	34	15	13	11	3	1	3	477

5.4 个人特征对私人银行产品配置需求的影响

前文的实证研究部分由于缺乏 M 银行省级分行的客户个人特征和家庭特征信息，本文在实证研究部分将同一省级分行的所有客户进行同质化假设，因此本文实证研究部分无法探讨高净值人群个人特征和家庭特征对其资产配置选择的影响。

为了进一步探讨高净值人群的个人特征和家庭特征对其在私人银行机构进行资产配置选择的影响，本文利用调查问卷中被调查对象的个人特征和家庭特征数据来构建横截面回归模型。个人特征包括可投资资产规模（单位为百万元人民币）、性别（男性被调查对象的性别变量取值为 1，女性被调查对象的性别变量取值为 0）、年龄和学历，其中学历变量取值 1 至 5，由低到高分别对应高中及以下、大专（含中专）、本科、硕士和博士。家庭特征包括子女个数、家人共同生活程度和婚姻状况。其中家人共同生活程度从完全不一起生活到完全一起生活梯次取值 0 至 10。婚姻状况使用三个哑变量来表示，以未婚状态为基准取值为 0，三个哑变量分别对应已婚、离异和丧偶情况取值为 1。剔除 477 个有效调查

对象中个体特征和家庭特征异常的观测，最后保留 280 个有效观测。另外根据之前实证研究的发现，不同省份的公共财政支出对高净值人均的资产配置具有显著影响，因此本节的横截面回归模型中引入省份固定效应控制包括公共财政支出在内的省份特征。

另外本文不再将被访者对当地安全、医疗、教育的评价作为控制变量放入横截面回归模型之中。一方面，当前调查问卷数据是一个在同一时点对各省份被调查对象的信息收集，反映的是各省份被调查对象的资产配置结果和对公共财政支出改善当地公共资源后的评价。本文内含的一个假设是由于各省份的公共资源基础差异很大，各省份财政会根据缺乏的公共资源进行相应补充。图 11、图 13 和图 15 中，横坐标分别是根据公共安全、公共医疗和公共教育财政支出排序的省份名称，纵坐标分别是被访者对当地公共安全、公共医疗和公共教育的评价，结果表明不同省份被访者的三种公共资源评价趋同，不存在明显区域差异，说明各省份的公共财政支出有效弥补了相应公共资源的匮乏。因此受访者对当地公共资源改善后的评价并不能很好的解释其事前资产配置。另一方面，由于调查问卷分析是横截面研究，各省份的地区差异需要通过省份固定效应进行控制，被控制的因素也包括了财政支出的影响因素，因此在研究个人特征和家庭特征对资产配置结果的影响时，并不需要将被访者对当地安全、医疗、教育的评价作为控制变量放入横截面回归模型之中

5.4.1 对资产配置机构的选择

一方面，为了探究高净值人群的个人特征和家庭特征对其在私人银行配置资产的比例的影响，本文以被调查对象愿意在私人银行机构配置资产的比例作为被解释变量，构建如下横截面回归模型：

$$\begin{aligned} \text{私银配置比例}_i = & \alpha + \beta_1 * \text{可投资资产规模}_i + \beta_2 * \text{性别}_i + \beta_3 * \text{年龄}_i + \beta_4 * \text{学历}_i + \beta_5 \\ & * \text{儿子个数}_i + \beta_6 * \text{女儿个数}_i + \beta_7 * \text{家人共同生活}_i + \gamma * \text{婚姻}_i \\ & + \text{省份固定效应} + \text{职业固定效应} + \epsilon_i \end{aligned} \quad (6)$$

其中下标*i*表示被调查个体，**Error! Reference source not found.**为残差项，***、**和*分别表示 99%、95%和 90%统计显著性，括号中为聚类调整后的标准误。

表 6 前两列展示了上述回归模型的结果，在控制省份固定效应和职业固定效应后，年龄变量前回归系数为 0.61，统计显著水平为 99%，说明在其他条件不变的情况下，年长的高净值人群对于选择私人银行进行资产配置有着更强烈的意愿。学历变量前回归系数为-3.012，统计显著水平为 90%，说明在其他条件不变的情况下，高学历的高净值人群不倾向于选择私人银行进行资产配置。另外已婚哑变量的回归系数为-8.784，统计显著水平为 90%，离异哑变量的回归系数为-12.02，统计显著水平为 95%，说明相对于未婚的被调查群体，已婚和离异的被调查对象选择私人银行进行资产配置的意愿都会显著降低。综上所述可以看出，选择私人银行进行资产配置的高净值群体主要具有高年龄、低学历、未婚的特征。

5.4.2 对资产类型的选择

另一方面，为了探究高净值人群的个人特征和家庭特征对其资产配置的影响，本文以被调查对象当前实际低风险资产（存款和保险）的配置比例作为被解释变量，构建如下 2 个横截面回归模型：

$$\begin{aligned} \text{存款比例}_i = & \alpha + \beta_1 * \text{可投资资产规模}_i + \beta_2 * \text{性别}_i + \beta_3 * \text{年龄}_i + \beta_4 * \text{学历}_i + \beta_5 \\ & * \text{儿子个数}_i + \beta_6 * \text{女儿个数}_i + \beta_7 * \text{家人共同生活}_i + \gamma * \text{婚姻}_i \\ & + \text{省份固定效应} + \text{职业固定效应} + \epsilon_i \end{aligned} \quad (7)$$

$$\begin{aligned} \text{保险比例}_i = & \alpha + \beta_1 * \text{可投资资产规模}_i + \beta_2 * \text{性别}_i + \beta_3 * \text{年龄}_i + \beta_4 * \text{学历}_i + \beta_5 \\ & * \text{儿子个数}_i + \beta_6 * \text{女儿个数}_i + \beta_7 * \text{家人共同生活}_i + \gamma * \text{婚姻}_i \\ & + \text{省份固定效应} + \text{职业固定效应} + \epsilon_i \end{aligned} \quad (8)$$

其中下标*i*表示被调查个体，**Error! Reference source not found.**为残差项，***、**和*分别表示 99%、95%和 90%统计显著性，括号中为聚类调整后的标准误。

表 6 第三列和第四列的被解释变量为存款比例，在控制省份固定效应和职业固定效应后，仅丧偶哑变量存在显著统计性，回归系数为-20.74，统计显著水平为 95%，说明相对于未婚的被调查群体，丧偶的被调查对象配置存款类产品的意愿会显著降低。表 6 的第五列和第六列的被解释变量为保险比例，在控制省份固定效应和职业固定效应后，所有个人特征和家庭特征的变量均不显著。综上说明，个人特征和家庭特征对高净值人群在低风险资产的选择上没有显著影响。

本文进一步以被调查对象当前实际高风险资产（理财和基金）的配置比例作为被解释变量，构建如下 2 个横截面回归模型：

$$\begin{aligned} \text{理财比例}_i = & \alpha + \beta_1 * \text{可投资资产规模}_i + \beta_2 * \text{性别}_i + \beta_3 * \text{年龄}_i + \beta_4 * \text{学历}_i + \beta_5 \\ & * \text{儿子个数}_i + \beta_6 * \text{女儿个数}_i + \beta_7 * \text{家人共同生活}_i + \gamma * \text{婚姻}_i \\ & + \text{省份固定效应} + \text{职业固定效应} + \epsilon_i \end{aligned} \quad (9)$$

$$\begin{aligned} \text{基金比例}_i = & \alpha + \beta_1 * \text{可投资资产规模}_i + \beta_2 * \text{性别}_i + \beta_3 * \text{年龄}_i + \beta_4 * \text{学历}_i + \beta_5 \\ & * \text{儿子个数}_i + \beta_6 * \text{女儿个数}_i + \beta_7 * \text{家人共同生活}_i + \gamma * \text{婚姻}_i \\ & + \text{省份固定效应} + \text{职业固定效应} + \epsilon_i \end{aligned} \quad (10)$$

其中下标*i*表示被调查个体，**Error! Reference source not found.**为残差项，***、**和*分别表示 99%、95%和 90%统计显著性，括号中为聚类调整后的标准误。

表 6 第七列和第八列的被解释变量为理财比例，在控制省份固定效应和职业固定效应后，性别前回归系数为-3.377，统计显著水平为 90%，说明在其他条件不变的情况下，高净值女性人群会配置更高比例的理财产品。年龄变量前回归系数为 0.335，统计显著水平为 99%，说明在其他条件不变的情况下，年长的高净值人群会配置更高比例的理财产品。另外从家庭特征来看，儿子个数变量和女儿个数变量前的回归系数分别为-4.289 和-2.371，统计显著水平分别为 99%和 90%，说明在其他条件不变的情况下，拥有子女个数更多的高净值人群会减少对理财产品的配置比例。家人共同生活变量前回归系数为

0.565，统计显著水平为 90%，说明在其他条件不变的情况下，与家人共同生活程度更高的高净值人群会倾向多配置理财产品。离异哑变量的回归系数为-13.68，统计显著水平为 99%，丧偶哑变量的回归系数为-26.13，统计显著水平为 99%，说明相对于未婚的被调查群体，离异和丧偶的被调查对象会减少配置理财产品的比例。

表 6 第九列和第十列的被解释变量为基金比例，在控制省份固定效应和职业固定效应后，性别前回归系数为-3.377，统计显著水平为 95%，说明在其他条件不变的情况下，高净值女性人群会配置更高比例的基金产品。另外，丧偶哑变量的回归系数为-7.377，统计显著水平为 90%，说明相对于未婚的被调查群体，丧偶的被调查对象会减少配置基金产品的比例。 综上结果分析，个人特征和家庭特征对高净值人群在高风险资产的选择上具有显著影响。

表 6：个人特征对私人银行产品配置需求的影响

	私银配置比例		存款比例		保险比例		理财比例		基金比例	
	(1)	(2)	(1)	(2)	(1)	(2)	(1)	(2)	(1)	(2)
可投资资产规模	-0.0735 (0.0632)	-0.048 (0.068)	-0.00426 (0.0648)	-0.0573 (0.0696)	-0.0595* (0.033)	-0.0545 (0.0356)	-0.00492 (0.045)	0.000803 (0.0465)	-0.00302 (0.0234)	-0.0144 (0.0257)
性别	-1.548 (2.731)	-2.423 (2.68)	0.117 (2.915)	0.149 (3.022)	-1.673 (1.521)	-2.096 (1.549)	-3.433* (1.827)	-3.377* (1.848)	-3.605** (1.476)	-3.337** (1.51)
年龄	0.421** (0.188)	0.61*** (0.192)	-0.177 (0.129)	-0.000876 (0.149)	-0.0865 (0.0661)	-0.0997 (0.0757)	0.157 (0.102)	0.335*** (0.112)	-0.149** (0.0745)	-0.1 (0.0819)
学历	-3.546** (1.793)	-3.012* (1.689)	1.267 (1.418)	1.6 (1.498)	-0.408 (0.897)	-0.56 (0.913)	-0.336 (1.068)	0.0045 (1.024)	1.172 (0.874)	1.136 (0.935)
儿子个数	-2.788 (2.349)	-1.813 (2.676)	1.471 (2.512)	2.61 (2.722)	0.5 (1.561)	0.0552 (1.82)	-3.525** (1.619)	-4.289*** (1.593)	-0.322 (1.049)	-0.204 (1.28)
69 女儿个数	-3.317* (1.843)	-2.102 (1.945)	-1.96 (2.064)	-0.95 (2.235)	-0.89 (1.292)	-1.337 (1.449)	-2.464** (1.217)	-2.371* (1.298)	1.081 (1.076)	1.126 (1.141)
家人共同生活	-0.0633 (0.310)	0.253 (0.331)	0.0467 (0.382)	0.137 (0.426)	0.304 (0.204)	0.306 (0.212)	0.405 (0.283)	0.565* (0.294)	0.299 (0.215)	0.333 (0.207)
婚姻(已婚=1)		-8.784* (4.535)		-9.62 (5.884)		3.481 (2.889)		-3.844 (3.985)		-1.921 (1.895)
婚姻(离异=1)		-12.02** (5.604)		-13.57 (8.487)		-0.51 (3.381)		-13.68*** (4.583)		-0.851 (3.827)
婚姻(丧偶=1)		9.576 (8.425)		-20.74** (8.173)		-3.781 (4.821)		-26.13*** (8.655)		-7.377* (4.165)
常数	31.61*** (10.5)	26.14** (11.87)	12.35 (8.921)	17.12 (10.57)	8.228 (5.289)	4.217 (4.703)	21.21** (9.279)	15.07 (10.7)	8.140 (5.193)	6.055 (6.369)
省份固定效应	是	是	是	是	是	是	是	是	是	是
职业固定效应	否	是	否	是	否	是	否	是	否	是
调整后R ²	0.246	0.328	0.094	0.108	0.135	0.145	0.172	0.227	0.236	0.229

六、结论与展望

中国私人银行业务的发展则得益于近年来内地经济的快速发展，伴随着中国金融体制改革的进一步深化和金融市场的进一步对外开放，中国富豪人数和平均资产拥有量逐年稳步增加，形成了私人银行业务巨大的潜在市场。所谓私人银行的业务就是为拥有高净值资产的私人客户个别提供的以财富管理为核心的专业化金融和非金融服务。私人银行业务的三大主要特点分别是以高净值客户为服务对象，具有私密性；以财富管理为核心业务，具有专属性；以高品质服务为经营策略，具有专业性。

在中国私人银行市场发展的初期，M 银行利用其商业银行的背景和资源积极开展私人银行业务。迄今为止，M 银行在香港、澳门和台湾以外的 31 个中国省级行政单位都设立了私人银行部门，部分省级行政单位内根据地域特征设立一个以上私人银行网点，真正在全国范围完成了私人银行业务的全方位覆盖，成为中国私人银行市场中极具代表性的中坚力量。

本文利用 M 银行全部私人银行网点的客户资产配置数据，以省级行政单位为划分，从核心公共资源供给角度出发，探究地区公共资源财政支出对私人银行客户数量增长和资产配置的影响，主要包括人均安全财政支出、地区人均医疗卫生财政支出和地区人均教育财政支出三个维度。本文通过实证研究发现：（1）在人均公共安全财政支出较高、人均公共教育财政支出较低的地区，即公共安全资源相对匮乏、公共教育资源相对丰富的地区，私人银行客户规模增速较快；（2）在人均公共安全财政支出较高，即公共安全资源相对匮乏的地区，高净值人群会积极配置流动性良好的银行存款类产品和保险类产品，同时会减少配置高风险、高收益的理财类产品和基金类产品；（3）在人均公共医疗卫生财政支出较高，即公共医疗资源相对匮乏的地区，高净值人群会积极配置银行存款类产品，同时减少保险类产品和理财类产品的配置比例；（4）在人均公共教育财政支出较高，即公共教育资

源相对匮乏的地区，高净值人群会积极配置银行保险类产品和理财类产品，同时减少存款类产品的配置比例。

为了进一步探讨高净值人群的个人特征和家庭特征对其在私人银行机构进行资产配置选择的影响，本文利用调查问卷中被调查对象的个人特征和家庭特征数据来构建横截面回归模型。结果发现，选择私人银行进行资产配置的高净值群体主要具有高年龄、低学历、未婚的特征。另外个人特征和家庭特征对高净值人群在高风险资产的选择上具有显著影响，但是对高净值人群在低风险资产的选择上没有显著影响。

参考文献

- 曾颖苗,张琨,张晴.马科维茨模型在股市最优投资组合选择中的实证研究[J].湘潭师范学院学报(社会科学版),2009,31(04):88-91.
- 李金鑫,涂巍,王治国,邹恒甫.最优资产配置模型适用于中国股票市场吗[J].当代经济科学,2014,36(02):52-61+126.
- 林清泉,张建龙.均值-VaR 模型的一种新解法:鞍点近似、遗传算法[J].数理统计与管理,2009,28(01):59-63.
- 张鹏.不允许卖空情况下均值-方差和均值-VaR 投资组合比较研究[J].中国管理科学,2008(04):30-35.
- Baumol,W.J.1963.An Expected Gain-Confidence Limit Criterion for Portfolio Selection.Management Science,9:174-182.
- Black,F.1972.Capital Market Equilibrium with Restricted Borrowing.The Journal of Business, 45(3):444-445.
- Fama E F,French K R. 1992.The Cross-Section of Expected Stock Returns. The Journal of Finance,47(2): 427-465.
- Levy,H.,Markowitz,H.M.1979.Approximating Expected Utility by a Function of Mean and Variance.American Economic Review.
- Lintner,J.1965.The Valuation of Risk Assets and The Selection of Risky Investments in Stock Portfolios and Capital Budgets.Review of Economics and Statistics,2:13-37.
- Lopes L. 1987.Between Hope and Fear.the Psychology of Risk.Advance in Experimental Social Psychology,(20):255-295.
- Markowitz,H.M,Perold,A.F.1981.Portfolio analysis with factors and scenarios.The Journal of Finance,36(14):1273-1286
- Markowitz,H.M,Perold,A.F.1981.Sparsity and Piecewise Linearity in Large Portfolio Optimization Problems.Sparse Matrices and Their Uses,Academic Press:89-108.
- Markowitz,H.M.1952.Portfolio selection.The Journal of Finance,7(1):77-91.
- Markowitz,H.M.1956.The Optimization of A Quadratic Function Subject to Linear Constraints.Naval Research Logistics Quarterly ,3:111-133.
- Ross S. 1976. The Arbitrage Theory of Capital Asset Pricing. Journal of Economic Theory, 13(3): 341-360.
- Roy,A.D.1952.Safety First and The Holding of Assets.Econometrica,20:431-439.
- Sharpe,W.F. 1963.A Simplified Model for Portfolio Analysis.Management Science.

Sharpe,W.F.1964.Capital Asset Prices:A Theory of Market Equilibrium Under Conditions of Risks.The Journal of Finance,19(3).

Shefrin H.,Meir Stamum.2000.Behavioral Portfolio Theory.Journal of Financial and Quantitative Analysis,(35):127-151.

Tobin,J.1958.Liquidity preference as behavior towards risk.Review of Economic Studies,6:65-86.

附录 A

资产配置调查问卷

一、人口统计学特征

Q1: 您的性别: A. 男 B. 女

Q2: 您的年龄: 岁

Q3: 您的学历

A. 高中及以下 B. 大专(含中专) C. 本科 D. 硕士

E. 博士

Q4: 您的婚姻状况

A. 未婚 B. 已婚 C. 离异 D. 丧偶

Q5: 您的子女状况(填空题)

儿子_____个, 女儿_____个

Q6: 您的职业(其他请填写具体职业)

A. 企业主(创富一代) B. 企业主(二代继承人) C. 公司高管 D. 专业投资者

E. 全职太太 F. 高端技术人才 G. 职业经理人

H. 其他(如: 退休人士、体育明星、文娱明星等)

二、对居住地公共资源的评价

Q1: 您的家庭所在地和您的常驻地区一致吗

完全不一致 1 2 3 4 5 6 7 完全一致

Q2: 您的父母长辈(含配偶父母长辈)和您一起生活吗

完全不一起生活 1 2 3 4 5 6 7 完全一起生活

Q3: 您认为家庭所在地的社会治安如何

对人身安全十分担心 1 2 3 4 5 6 7 完全不担心人身安全

对财产安全十分担心 1 2 3 4 5 6 7 完全不担心财产安全

Q4: 您认为有必要支付安保费用来保障家人安全吗

完全没有必要 1 2 3 4 5 6 7 十分有必要

Q5: 相比于全国平均水平, 您认为家庭所在地的公立医疗资源如何

远低于全国平均水平 1 2 3 4 5 6 7 远高于全国平均水平

公立医疗资源非常不充足 1 2 3 4 5 6 7 公立医疗资源非常充足

Q6: 相比于当地公立三甲医院, 您认为当地私立医院医疗如何

水平远低于公立三甲 1 2 3 4 5 6 7 水平远高于公立三甲

费用远低于公立三甲 1 2 3 4 5 6 7 费用远高于公立三甲

Q7: 您的家人发生重大疾病时, 您将会

A. 选择当地公立医院就诊

B. 选择当地私立医院就诊

C. 选择异地就诊

Q8: 相比于全国平均水平, 您认为家庭所在地的公立教育资源如何

远低于全国平均水平 1 2 3 4 5 6 7 远优于全国平均水平

公立教育资源非常不充足 1 2 3 4 5 6 7 公立教育资源非常充足

Q9: 相比于当地公立学校, 您认为家庭所在地的私立学校如何

教学水平: 远低于公立学校 1 2 3 4 5 6 7 远高于公立学校

费用: 远低于公立学校 1 2 3 4 5 6 7 费用远高于公立学校

Q10: 您对子女接受高等教育的计划是

A. 无论高考结果如何, 都要在国内高校就读

B. 如果高考结果不如意, 送往国外高校就读

C. 不参加高考, 从高中阶段送往国外就读

D. 不参加高考，从小学或初中阶段就送往国外就读

E. 没有生育子女的计划

三、资产规模及配置情况

Q1: 您的可投资资产规模

A. 100 万以下 B. 100-300 万 C. 300-500 万 D. 500-1000 万

E. 1000-1500 万 F. 1500-3000 万 G. 3000-5000 万 H. 5000 万-1 亿

I. 1 亿以上

Q2: 您目前资产组合中配置了以下哪些资产（可多选）

A. 现金（含银行活期存款、外汇） B. 债券 C. 股票 D. 保险

E. 理财产品 F. 基金 G. 信托 H. 金融衍生品（期货、期权等）

I. 黄金等贵金属 J. 不动产（土地和房产） K. 收藏品（艺术品、古董、珠宝）

L. 其他（请补充）:

Q3: 您的资产组合中各资产类别占比情况（矩阵量表题）

题目选项： 0%/1%-5%/5%-10%/10%-20%/20%-30%/30%-50%/50%-75%/75%-99%/100%

A. 现金（含银行活期存款、外汇） B. 债券 C. 股票 D. 保险

E. 理财产品 F. 基金 G. 信托 H. 金融衍生品（期货、期权等）

I. 黄金 J. 不动产（土地和房产） K. 收藏品（艺术品、古董、珠宝）

四、对银行机构的私人银行部门的认知

Q1: 您对银行机构的私人银行部门的产品预期收益率排序（排序题）

A. 存款类产品 B. 保险类产品 C. 理财类产品 D. 基金类产品

Q2: 您对银行机构的私人银行部门的产品预期风险排序（排序题）

A. 存款类产品 B. 保险类产品 C. 理财类产品 D. 基金类产品

Q3: 您对银行机构的私人银行部门的产品流动性排序 (排序题)

A. 存款类产品 B. 保险类产品 C. 理财类产品 D. 基金类产品

Q4: 您最看重资产配置机构的特征是 (排序题)

A. 投资团队专业 B. 历史投资回报良好 C. 历史投资回报波动较小 D. 隐私性良好

E. 可根据需要定制投资计划和产品

F. 可提供变现便捷的资产 G. 机构在常驻地设有分行

Q5: 您愿意选择银行机构的私人银行部门帮助您配置资产的比例是

A. 0% B. 1%-5% C. 5%-10% D. 10%-20% E. 20%-30%

F. 30%-50% G. 50%-80% H. 80%-99% I. 100%