



家族信托：亟待创新引爆的财富市场

张锐

中国信托业协会近日公布的《中国信托业发展报告(2018~2019)》显示,国内 68 家信托公司中已有 36 家实质性地开展了家族信托业务,业务总规模约为 850 亿元;加上银行、券商与第三方财富公司等受托机构在家族信托业务领域的浸染与耕耘,目前家族信托资产存量总规模接近 5000 亿元。尽管如此,国内家族信托市场时下依然尚处初步成长阶段。

“因为信任,所以托付!”委托人将一辈子辛苦积累起来的财富全部或者部分交给受托人,就是相信后者能够通过科学的产品配置与财富管理来实现资产的保值增值。但是,家族信托绝对不是理财产品,而且政策规定单纯以追求信托财产保值增值为主要目的信托业务不属于家族信托,因此,除了保值增值外,委托人还追求资产性价比更高的综合性“收益”,尤其是财产保护、财富传承以及后代激励等成为了家族信托的重要实现目标。

按照《信托法》规定,信托财产是独立于委托人未设立信托的其他财产,由此使得家族信托具有风险隔离的特殊功能,比如委托婚姻破裂,信托财产不会被作为夫妻共同财产进行分割,进而维护了委托人财产所有权的完整性;还如,委托人设立家族信托之后,家族企

业因为经营不善资不抵债,进入破产清算程序,委托人的债权人无权对家族信托财产进行追偿;更重要的是,由于可以跨代指定信托财产受益人,家族信托还可以防止因顺代继承人出现突发性重大伤亡而发生的财产分割与企业动荡风险。

“富不过三代”是缠绕着全球绝大多数殷富家族的代际魔咒,而设立家族信托,就可以确保信托财产的原物在相当长的时间内不被动用,从而维系在次代无能或者不愿意承继祖业的“断代”环境下对家族资产的集中管理,实现财富传承和价值再造,也正是如此,许多名望家族如洛克菲勒家族、肯尼迪家族、福特家族等都设立了家族信托,欧美发达地区以个人名义设立的信托占据信托市场的 70% 左右。对我国来说,根据《胡润百富榜》统计,排名前 100 的中国富豪平均年龄已高于 54 岁,其中 50 岁以上超过 80%,未来 10~20 年中国将迎来财富代际交接的窗口期,借助家族信托也不失为确保财富传承的明智选择。

退一步而言,即便是家族企业能够实现代际无缝交接,但也未必能够保证不会发生后继财务风险,如投资失败风险、经营破产风险等,对此,一项统计数据显示,国内有 250 家上市

企业在传承给子女后,企业市值平均下降了 60%,传承之后的财富消损结果清晰可见,在这种情况下,如果通过设立家族信托,就能够保证后代的正常生活不受财富传承过程中的风险困扰,甚至还可以做到衣食无忧,家族关爱的精神命脉得以延续。

但是,通过家族信托为家族成员筑起生活“护城河”并不是支持或者放纵后代任意挥霍或者无所事事,相反,家族信托可以针对受益人选择定期定量分配、临时分配以及附带条件分配等不同受益方式,比如要求受益人须有固定工作、考上大学,或者提出一些禁止性条款等方可行使受益权等。因此,相比于遗嘱等分配方式,家族信托的安排更具灵活性,更能达到教育、激励与约束后人行为的目的。

根据瑞士信贷银行发布的《2019 年全球财富报告》,2018 年中国个人持有的可投资资产总体规模达 190 万亿元,其中高净值人群(可投资资产 1000 万人民币以上)数量达到 197 万人,持有 61 万亿人民币的可投资资产,预计 2019 年中国个人可投资资产总体规模将达到约 200 万亿元,高净值人群达到 220 万人左右,持有财富总量将达 68 万亿元。同时瑞银预计,未来五年中国个人可投资金融资产有望达到 243 万亿元人民币。个人财富总量的放大显然为家族信托营造出充沛的“蓄水池”。

按照贝恩咨询发布的《2019 中国私人财富报告》,超过 50% 的高净值人群已经开始或者正在开始考虑财富传承,有 20% 的高净值家庭已经设立了家族信托,另有 30% 的家庭考虑未来三年内使用家族信托。基于此,有数据预测,到 2020 年国内家族信托业务规模可超过 6200 亿元,未来三年将是家族信托的爆发时期。但是,高净值人群的巨大财富存量以及潜在需求仅仅是带动家族信托引向上的一种市场力量,国内法规与政策以及商业主体等层面的动能供给才是决定家族信托市场能否做大的关键因素。

从法律角度看,于 20 年前颁布的《信托法》当时主要针对的是商事信托和短期盈利性信托,而关于存续时间长、涉及家庭财富管理的家族信托缺乏较为细化的明确规定。比如,《信托法》规定,对于信托财产,有关法律、行政法规规定应当办理登记手续的,应当依法办理信托登记,但却并未规定登记机关和相应程序。还如,根据《信托法》规定,委托人不得以非法财产或者本法规定不得设立信托的财产设立信托,但是,究竟什么是合法资金来源以及如何裁定资金是否非法,受托人在进行尽职调查时很难有明确的法规做指引。

从政策层面看,目前资金作为信托财产的交付标的没有任何问题,但股权与不动产却存在着明显的障碍。一方面,按照银保监会发布的《关于加强规范资产管理业务过渡期内信托监管工作的通

知》,家族信托的财产金额或价值不低于 1000 万元,但如果交付类型是股权与不动产,其价值判定是采用当时公允价值还是初始价值就不能不存争议;另一方面,用股权或者不动产设立信托,按照要求须从委托人名下过户到信托计划名下,由此产生的转让关系需要委托人承受 20% 以上的个人所得税,其对股权与不动产装入家族信托的抑制不难想象。

再看信托市场的经营主体,金融分业经营与分业管理的政策约束下,拥有牌照优势的专业性信托公司本应在家族信托市场纵横捭阖,但家族信托的特点是前期投入大与见效慢,商业模式也主要依赖于收取 0.3%~1% 的管理费,信托公司因此很难赚到钱甚至还可能亏损,自然对家族信托难以投入很大的热情。至于银行、券商和第三方财富公司等虽积极参与家族信托业务,但由于属于非持牌金融机构,只能选择与信托公司合作,而后者深入市场的强度也直接决定了前者贴近市场的热度。

正是供给侧存在着以上短板,目前国内家族信托的存量规模不过过小,而且范围狭窄,同时离岸家族信托(高净值委托人在维尔京群岛、开曼群岛等离岸管辖区设立)如火如荼。据中国社科院金融研究所资料,在香港设立家族信托的客户有 50%~70% 的比例来自内地,仅 2018 年上就有 17 家在香港上市的内地公司实控人委托信托机构新设或将股权转让给离岸家族信托,涉及总市值超过 2300 亿港元,其中包括马云、刘强东、孙宏斌、雷军等境内知名富豪均已设立离岸家族信托。这种状况某种程度上出资本隐形外流之嫌,同时也说明民营企业家对其在国内的未来发展缺乏稳定预期,需要通过制度与商业能量的创新予以明确引导。

《信托法》的修订无疑需要提上议事日程,重点明确信托财产所有权归属,廓清信托财产登记主体与程序,增设财产登记流转环节的信托事由,支持股权、不动产进入家族信托等,同时要出台《家族信托受托人条例》,系统规定受托人的权利与义务;另外,要完善家族信托税收制度,减免非现金信托财产的流转税费。对于信托公司来说,“去通道、控房产”的监管力度加大背景下,传统融资类业务萎缩进程正在加快,应当将经营重点转向服务类家族信托这一本源业务上来,并加强与银行、券商和第三方财富公司等金融机构的协作,合力撬动与做大家族信托市场。必须看到,家族信托实际上是长期收益类项目,存续期长且具有规模效应,相较于传统融资类业务所产生的现金流要持久与稳定得多,关键是市场经营主体需要累积和锻造出面向家族信托需求的精干人才储备以及丰富产品与精准服务的对接能力。

(作者系中国市场学会理事、经济学教授)

要以新思维看待当前通胀

胡月晓

通胀管理的目的

通胀在投资和宏观调控中之所以重要,是因为通胀反映和体现了经济的周期性趋势。现代工业经济社会中生产能力不足造成的供给限制已不存在,导致经济周期性变化的是需求的不足;即使是供给和需求间的结构性矛盾,最终也会演变成总需求的不足,从而引起经济的周期性波动。在经济的周期变化中,通胀变化通常是一个经济周期波动的显性指标,即价格平稳时间越长,经济维持平稳发展的时期越长,通胀发生意味着后续经济波动将增加。显然,价格管理的目的,除了民生目的外,在宏观调控中,更为主要的是——为周期管理提供先行性的观察和印证指标。

基于经济周期的视角,通胀上行的直接原因是不可持续的需求持续增加;而需求的增长,通常又来自于政策的刺激,如货币信用扩张等,更进一步,政策激励通常是政治短视的结果,如领导人任期的周期性等。不论背后原因如何,通胀体现经济周期波动的背后深层次原因,都是需求的变动。没有需求变动,受供给变化引起的价格波动,在现代生产能力发达、经济评级平稳运行主要矛盾转向供需有序对接、协调的当下,在宏观经济管理当中需要单独被挑出。因此,在价格体系跟踪指标中,西方成熟市场体系有专门剔除供给冲击的指标——核心通胀率。核心通胀率是指剔除食品和能源后的通胀指标,一般来讲,这两个领域较易受供给因素冲击而发生波动。因此,西方国家的价格统计体系中,对周期管理更为倚重的是扣除食品和能源后的核心通胀指标。笔者曾经指出,在消费成为中国经济稳定“基石”的情况下,核心通胀指标对正确理解中国经济运行状态的重要性日益上升,中国需要尽快推出自己核心通胀指标。为了达到经济平稳运行的目的,宏调部门需要有更确切的体现经济整体需求变动趋势的指标——核心通胀率;对于民生管理,类似于美国的消费者物价指数(PCE),或又是更为贴切的指标。

可见,政府通胀管理的目的,并不是基于此提供民生补贴调整,也不是单纯地维持一个合意的价格增长水平,而是维持经济的可持续增长、长期的平稳运行。因此,对于什么样的价格水准是合意的,是依经济发展阶段和发展环境而变化的。

中国当前通胀变化的非周期性

受猪肉价格的影响,中国一般通胀率(居民消费价格指数:CPI)2019 年后持续上涨,体现出了与经济同期运行稳中偏软相反的态势。2019 年 3 月份后,中国 CPI 持续在 2.0 上方运行;2019 年 10 月份,更上站上 3.1 的高位。纵观 2019 年中国 CPI 的变化,2019 年 6 月份前,价格上涨主要有翘尾因素引起,新上涨因素为辅;2019 年 7 月后,新上涨因素起了决定性作用,而下半年的新上涨因素主要是猪肉价格的持续上涨,及由此引发的食品价格上涨面扩展(比价效应)。

可见,中国这一轮的通胀是完全地由猪肉等食品价格上涨引起的,是供给冲击变化的结果。我们知道,食品的需求是稳定的,很少变化(每天都吃 3 顿饭)。实践中,每次食品价格的上涨,无一例外也是供给变化的结果,如 2017 年“蓝耳病”疫情带来猪肉供应突然吃紧,及当前的非洲“猪瘟”疫情。更进一步的观察表明,食品领域冲击使中国价格波动有频率增加、幅度加大的趋势。由于中国食品领域分散生产的特征,生产商对现货价格控制力弱,农产品资本化和期货化导致金融属性持续上行,最终必然带来农产品价格的暴涨暴跌,相信市场对

2019 年 3 月、4 月时的鲜果价格涨跌历程还有印象,更早的鸡蛋、大蒜等农产品期货炒作引致的市场价格大起伏,实际上早已屡见不鲜。

在 2014 年之前,中国价格波动的季节性现象是很明显的,猪肉等诸多食品的价格波动季节性特征很明显,大致是夏季淡、冬季强(因春节、元旦等节日因素影响),然而,自从 2012 年开启的金融过度创新和农产品资本化后,中国价格变化的季节性波动规律越来越不明显了,2019 年 4 月,本来是消费淡季苹果等鲜果价格应该相对低点的月份,但在期货价格推动下,竟然影响了 CPI 变动的方向。

回顾 2019 年中国通货膨胀的持续上涨过程,显然是食品价格持续上涨的结果,非食品价格上涨实际上是不断走低的。可见,当前中国通胀水平的上升,并不是需求放大的结果。进一步分析食品供给变化的结果,除了猪肉外,食品价格上涨,也不是供给不足的结果,2019 年二季度时食品中的主要涨价因素是鲜果,这主要是期货市场投机炒作冲击的结果。2019 年 4 月,鲜菜价格影响 CPI 上涨约 0.43 个百分点;猪肉价格影响 CPI 上涨约 0.31 个百分点;2019 年 5 月,鲜果价格影响 CPI 上涨约 0.48 个百分点;猪肉价格影响 CPI 上涨约 0.38 个百分点;2019 年月,鲜果价格影响 CPI 上涨约 0.71 个百分点,猪肉价格影响 CPI 上涨约 0.45 个百分点。当前对中国 CPI 有重要影响的猪肉价格,在三季度后才成为重要影响因素,且具有明显的外生性。

“滞胀”表象下的利率政策前景

按照经济增长变动和通胀变化的组合态势,市场自然会把当前的中国经济状态界定为“滞胀”。然而,中国经济的“滞”是结构调整中减速换挡增质的阶段现象,并非真正停滞,而是经济运行重心变化的结果;对于价格的持续上行,基于笔者上述分析,中国价格的“涨”,更多的是的一种统计和民生现象,毕竟肉价贵了,老百姓也是有牢骚的,但根本不是经济周期现象,不是经济需求发生趋势性变化的结果,从价格变动的根源上看,更多的是先前过度市场创新(农产品期货化)和生猪养殖市场集中化进程中的短期冲击。

通胀对宏观调控最主要的影响是货币政策的节奏影响。在当前“去杠杆”成为货币政策基调的情况下,主要是对利率政策变动的影响。从宏观经济管理的角度,利率是最为重要的周期管理工具。从周期管理的角度,中国当前因价格的结构性上涨引发的“高通胀”,实际上不应该,也不会对利率下行造成阻力。基于经济和金融形势的变化,中国的利率下行趋势不会改变。尽管通胀高企态势明显,2019 年 11 月 5 日,中国货币当局还是下调了 1 年期 MLF 利率 5BP。

低利率的国际金融环境,为中国未来进一步下调利率打开了空间。2008 年全球金融危机后的货币超级宽松实践结果,让全球经济加速跨入了“负利率”时代,在经历了 2016~2018 年期间的利率回升后,各主要经济体都开启了利率下行通道。负利率是货币超发的结果,货币超发是长期积累的过程,短期很难消化,各国实践看也不想消化。在金融市场上,负利率已成为共识预期!

对中国经济而言,中短期的宏观调控重心是“供给侧改革”。“供给侧改革”的内容为“三去一降一补”,但各部分并不是平行推进的,政策重点、施政重心要随着经济形势和国际环境等的变化而演变。回顾“供给侧结构性改革”进程,显然“供给侧改革”的政策重点经历了“去产能、去库存”——“去杠杆”——“补短板”等三个阶段,当前正处在最后的“降成本”阶段,这一阶段“降息”是必不可缺的政策选项。

从经济增长的角度看,即使中国经济很快走出“底部徘徊”阶段,产业成熟带来的市场结构调整也将延续较长时间,微观经营主体仍将面临较大经营压力,仍然需要降息以激励企业家精神。

(作者系华东师范大学中国金融研究院研究员)

创业失败可获理赔 关怀备至并非好事

然玉

近日,浙江杭州市余杭区试点人才创业保险制度,创业失败者及其科研团队最高可获 1000 万元保险赔偿一事引发关注。据介绍,人才创业保险共分为“科研保”、“创客保”、“科创 E 保”三款产品。重点为海内外高层次人才及所在科技企业或项目研发,以及研发团队生活经济补助提供保险保障。其中,科研保主要针对因特定原因导致项目研发失败,经相关部门认定,给予损失的研发费用赔偿,保额最高可达 1000 万元。

创业失败可获理赔,闻所未闻之事。作为地方政府和保险公司合作设计的定制款“新险种”,创业保险自诞生伊始就备受关注。从理论上说,这一创造性的制度设计,将从根本上解除创业者的后顾之忧,实现多方共赢。但某些显而易见隐患,同样不容忽视。比如,有网友就担忧,此举会否诱发“骗保”?而就算超越这一具体的疑问,我们还是不免疑惑,所谓给创业项目“投保”,从逻辑上真的成立吗?

要知道,所谓创业天然就是有风险的,企业家精神中的很大一部分实则就是“冒险精神”。而硬币的另一面是,风险与回报从来是成正比的,敢于承担超额风险才可获得超额收益。基于这一最基本的道理,市场上衍生了一系列的金融工具和制度,诸如风险投资、股权质押等等。旨在解决初创企业融资问题的

科创板,其内在驱动机制,同样是投资人以承受较大风险为代价博取较大回报……创业的风险客观存在、必然存在,这不是轻易能改变的。

某种意义上说,完全为创业者解除后顾之忧,根本就是不可能的事实上,关于创业企业,金融市场早就有了成熟的风险解决方案。创业者以出让一部分原始股权和未来收益为筹码引入投资人,这就是分散风险、对冲风险。应该说,与之相关的市场操作,早就有了完善的估值、定价标准。与之相较,杭州市余杭区的创业保险,在此方面或许存在着严重缺陷:投保 3 万元,可获 100 万元的赔偿。投保 30 万元,可获得 1000 万元的赔偿——3% 的保费年费率,只是一种单方面的报价,而不是市场充分博弈后的均衡定价,这很难保证公平和效率。

创业,本身就是充分市场化的。保险的投保与理赔,原本也应是充分市场化的。而值得注意的是,余杭区科研保的游戏规则是“因特定原因导致项目研发失败,经相关部门认定,给予损失的研发费用赔偿”。我们看到,这已超越了投保人与承保人的范畴,公共部门在其中作用过多、影响过大,很可能会扭曲那套行之有效的商业保险市场运行机制,这其中的权力寻租风险、政府过度配置资源的风险,都是需要警惕的。

关怀备至的创业保险,对于创业者来说,很可能不是一件好事。一个显而易见的道理是,温室里永远培育不出独角兽。一种解释认为这是总量控制、流量控制的结果。政府管理宏观经济,也希望在充分发挥潜力前提下 GDP 增长率曲线更加平滑一些,但经济体系异常复杂,要精准控制结果十分困难,但对拥有大数据和流量调节手段的电商平台来说,要平滑历年数据则要简便得多。假如电商平台不希望某一年“双 11”增速过快给第二年造成压力,或不希望因为出货量要商家过多让利,就可以圈定一个大致目标,然后在 24 小时内通过控制流量、优惠力度、广告力度来让最终结果落在预设目标附近。

其实,在“双 11”已举办十年的今天,已经没必要再死盯着数字这一项,因为在基数日益庞大的情况下,增速放缓很难免,以天猫为例,其销售额从 2009 年 0.5 亿急剧增长到 2019 年的 2684 亿,但增速从开始时的 17 倍、8

倍、1.2 倍逐步下降到近三年的 39%、27%、25%。和中国经济一样,电商行业也要不断刷新内涵,未来新零售要从单纯追求速度到更注重创新和高质量。

电商网购是中国在全球领先的领域,能取得这样的成绩,就在于行业超乎寻常的创新能力助其实现了业态的不断迭代。曾几何时,一提到“双 11”人们联想到的就是降价、清货,“跑量”是一个最重要的目标,但时至今日新零售内涵已发生了巨大变化。数字化改造之后,消费者行为更易被感知和分析,并能实时地指导供给,这些新供给创造的新消费是新的消费增量,成为中国经济扩内需的新动能,同时,由于供需的更好契合,也提升了整体消费的质量。

如今,打折不再是“双 11”的全部含义,也很少有商家仍视其为清货时机,相反,一些商家将“双 11”视为提升形象的

联系我们

本版文章如无特别申明,纯属作者个人观点,不代表本报立场,也不代表作者供职机构的观点。如果您想发表评论,请打电话给 0755-83501640;发电邮至 pp118@126.com。

双11:应是创新力量盛会,而非简单数字比拼

陆岷

每年“双 11”购物节的数据都备受关注,也常常引起质疑,日前有人称天猫的“双 11”历年数字与三次多项式高度重合,因此质疑数字的可靠性。在商业领域人们会用各种方程式,如指数方程、逻辑方程、龚伯斯方程来预测企业、产品的销售额和未來销售趋势,这些方程对应的曲线能揭示一定的市场规律,所以,质疑双 11 数据的人应该不是质疑销售增长趋势,而是质疑每年实际数据与趋势线之间偏离度大小。

中国 GDP 增长趋势线其实也可以用方程拟合,但每一年实际数字不可能恰好落在这个曲线上,如果恰好都落在趋势线上或与趋势线偏离特别小,那确实让人感到怪异。为什么电商平台实际数据与趋势线之间偏离度小得多呢?有