



用益信托理财周刊

www.usetrust.com

2024年 04/08-04/14

第 373 期

高净值理财产品精选

家庭资产配置有哪些误区？

城投债转售有何意义和影响？

目录 CONTENTS

产品动态 PRODUCTNEWS	2
每周高净值理财产品精选	2
产品点评与配置建议	3
市场分析 MARKETANALYSE	4
信托市场评述	4
私募市场评述	4
市场观察 MARKETOBSERVATION	5
理财园地 FINANCIALGARDEN	6
家庭资产配置有哪些误区?	6
城投债转售有何意义和影响?	8
财富人生 FORTUNELIFE	9
中国未来四大赛道	9
声明	15
联系人	15

主办：用益金融信托研究院

主编：李旻

执行主编：刘艺佳

编辑：覃金鸿 张施 喻智 刘欣怡 吴文骏

产品动态 PRODUCTNEWS



每周高净值理财产品精选

本期发行的理财产品推荐榜

产品名称	发行机构	平均收益 (%)	期限 (年)	投向地区	融资方
兴聊 3 号集合资金信托计划(第 1 期)	山东信托	6.35	1	山东省聊城市东昌府区	聊城市财金能源发展有限公司
致远 117 号集合资金信托计划(第 12 期) A12 类	山东信托	7.3	1	河南省周口市川汇区	周口元淇美林置业有限公司
永安 15 号集合资金信托计划(第 14 期 A 类)	山东信托	7.15	2	山西省太原市万柏林区	太原新城凯拓房地产开发有限公司
信诚 18 号西咸城投集合资金信托计划(第 27 期)	陕西国投	6.8	1	陕西省西安市西咸新区	陕西西咸新区城建投资集团有限公司
创元 17 号集合资金信托计划(第十二期)	五矿信托	7.55	1.5	山东省淄博市张店区	淄博齐通供应链有限公司
创元 24 号集合资金信托计划(第四期)	五矿信托	7.05	1	山东省青岛市平度市	平度市国有资产经营管理有限公司
创元 10 号集合资金信托计划 A 类(第 1 期)	五矿信托	7.55	1	山东省济宁市兖州区	山东经达科技产业发展有限公司
稳健系列 L69 集合资金信托计划(第 1 期)	西部信托	6.2	2	浙江省湖州市吴兴区	湖州吴兴城市投资发展集团有限公司
长安宁-延安城投抵押专项债权集合资金信托计划(第 9 期)	长安信托	7.1	2	陕西省延安市宝塔区	延安城市建设投资(集团)有限责任公司
长安宁-西咸诗经里流动资金贷款集合资金信托计划(第 13 期)	长安信托	7.3	2	陕西省西安市西咸新区	陕西诗经里文化实业发展有限公司

数据来源：用益金融信托研究院



产品点评与配置建议

本期（2024.04.08-2024.04.14）新产品“稳健系列 L69 集合资金信托计划（第 1 期）”，信托资金用于受让湖州吴兴城市投资发展集团有限公司持有的对湖州吴兴西山漾实业发展有限公司不低于 3.3 亿元的应收账款债权。本项目融资人为湖州吴兴城市投资发展集团有限公司，期限 24 个月，预期收益率为 6.2%。湖州吴兴新业建设投资集团有限公司提供连带责任保证担保。

项目特点

- 1、本项目是浙江省重要地市级平台项目，行政级别较高，平台地位重要。
- 2、项目融资人湖州吴兴城市投资发展集团有限公司，主体评级为 AA+，债券存量规模 122.62 亿，其中，私募债存量规模 91.40 亿，占比 74.54%；截止 2023 年 6 月 30 日，授信额度 522.10 亿，未使用额度 184.19 亿。截止 2023 年 6 月 30 日，短期有息债务 199.64 亿，长期有息债务 273.02 亿。
- 3、项目拥有同地区国企湖州吴兴新业建设投资集团有限公司提供保证担保，担保方主体评级为 AA，截止 2023 年 6 月 30 日，短期有息债务 56.43 亿，长期有息债务 70.61 亿。
- 4、2023 年湖州市在浙江省 GDP 排名前 10 的地区中，经济财政实力如下表 1：

表 1：浙江省 2023 年各地区 GDP 及一般公共预算收入

GDP 排名			一般公共预算收入排名		
排名	地区	GDP (亿元)	排名	地区	收入 (亿元)
1	杭州市	20,059.00	1	杭州市	2,616.81
2	宁波市	16,452.80	2	宁波市	1,785.76
3	温州市	8,730.63	3	嘉兴市	632.02
4	绍兴市	7,791.14	4	温州市	622.68
5	嘉兴市	7,062.45	5	绍兴市	578.75
6	台州市	6,240.68	6	金华市	525.80
7	金华市	6,011.27	7	台州市	494.28
8	湖州市	4,015.10	8	湖州市	410.50
9	衢州市	2,125.20	9	衢州市	204.21
10	舟山市	2,100.80	10	舟山市	193.51

资料来源：用益金融信托研究院整理、制作

2023 年湖州市 GDP 为 4,015.10 亿，在浙江省 10 个地区中排名第八位，一般公共预算收入 2023 年为 410.50 亿，在浙江省 10 个地区中排名第八位，经济财政实力靠后。2023 年浙江省湖州市地方政府债务余额 1363.68 亿，负债率 33.96%，债务负担一般。

综上，该项目的风险较低，适合风险偏好较低的投资者。经风险调整后的收益尚可，风险偏

好较低的投资者可以重点关注。



市场分析 MARKET ANALYSE



信托市场评述

市场概述: 本期(2024. 04. 08-2024. 04. 14)资产管理信托产品共成立 298 款, 环比减少 7. 17%; 成立规模 86. 30 亿元, 环比增加 57. 14%。本期资产管理信托产品共计发行 187 款, 环比增加 10. 00%; 发行规模 154. 75 亿元, 环比上涨 8. 27%。本期共计 158 款资产管理信托产品公布了预期收益, 非标信托产品的平均收益率为 5. 74%, 标品信托产品的平均收益率为 3. 66%。分领域看, 工商企业类产品的平均收益率为 5. 72%, 房地产类产品的平均收益率为 7. 41%, 金融类产品的平均收益率为 5. 45%, 基础产业类产品的平均收益率为 5. 66%。本期共有 56 款产品风控中提供了法人或实际控制人担保保证, 有 10 款产品的风控措施里提供了抵(质)押物, 其中 9 款有实物资产抵押, 包括但不限于土地抵押、房产抵押、在建工程抵押或者混合型抵押等; 另外 1 款为股权质押、应收账款质押等。



私募市场评述

市场概述: 本期(2024. 04. 08-2024. 04. 14)私募证券投资基金的备案总量较上期继续回调, 共备案 152 只, 环比下降 9. 52%。共 21 只私募证券投资基金于本期成立, 共 134 家私募机构参与了私募证券投资基金备案。各策略类型私募证券投资基金指数全部收涨。具体来看, 股票策略指数涨幅相对稍大, 上涨 0. 75%; 接下来, 涨幅由大到小依次为组合基金策略指数、期货及衍生品策略指数、多资产策略指数和债券策略指数, 上述四大策略指数分别上涨 0. 65%、0. 61%以及 0. 55%和 0. 37%。

根据证券投资基金业协会数据显示, 本期(2024. 04. 08-2024. 04. 14)私募股权市场共备案 65 只产品, 备案数量较上期相比下降 21. 69%。本期(2024. 04. 08-2024. 04. 14)投资、上市和并购共 88 起事件, 涉及总金额 111. 63 亿人民币。从本周 VC/PE 市场发生案例数量来看, 主要集中在信息技术、生产制造和汽车交通三大领域。从披露金额上看, 信息技术领域发生的单笔投融资金额较大; 本周涉及金额较大的投资事件是: 2024 年 4 月 9 日, AL Capital (领投)、余姚阳明股权投资基金有限公司(领投)、深圳市福田区资本运营集团有限公司、金地(集团)股份有限公司、重庆科学城投资控股有限公司等投资重庆特斯联智慧科技股份

有限公司 20 亿人民币。特斯联是一家平台型城域 AIoT 服务商，致力于通过数智化的解决方案，驱动城市管理的升级，促进产业生态的繁荣，推动绿色低碳的落地。以人工智能+物联网（AIoT）为技术核心，自研打造泛在智能城市操作系统 TacOS。

市场观察 MARKET OBSERVATION

信托：新“国九条”鼓励信托等资金入市 中长期资金有望持续流入

日前，国务院印发《关于加强监管防范风险推动资本市场高质量发展的若干意见》。《意见》在提到“要大力推动中长期资金入市”中提出，“鼓励银行理财和信托资金积极参与资本市场”。

银行理财：新型“含金”理财产品现认购热潮

近期，黄金热度持续走高，多家银行理财推出“含金”理财产品，市场认购火爆。据了解，该类产品主要以“固收+黄金”理财产品和挂钩黄金标的的结构化理财产品为主，目前包括招银理财、兴银理财、平安理财、光大理财、北银理财等多家理财公司盯上了这块“蛋糕”。

公募基金：公募“变着花样”拼抢指数基金赛道

面对处于风口的指数基金赛道，公募行业拼抢得越来越激烈，各家公司纷纷使出浑身解数，以图占据更大的市场份额。4月8日，国泰基金公告称，为提高国泰煤炭ETF的交易便利性，决定对基金实施份额拆分。此前，广发国证2000ETF已对基金份额进行了拆分。ETF基金份额拆分后，可以降低投资者交易门槛，提升交易的便利性，ETF基金在拆分后或会吸引更多新的投资者进入。

私募基金：私募大V基金面临清盘？

近日，“网红私募大V吴悦风旗下私募基金已清盘”的消息在业内流传。对此，嘉越投资合伙人吴悦风本人回复称：“传闻是谣言，只是关掉了产品净值展示”。此外，还有传言称，吴悦风已经回保险资管，他对此消息也进行了辟谣。公开资料显示，吴悦风为嘉越投资合伙人、基金经理，此前曾任沅京资本合伙人，安邦保险资管公司权益投资经理与股指期货专业风险责任人。

保险资管：万亿保险资管总裁人选落定

4月12日，中国人保资产管理有限公司发布公告称，经国家金融监督管理总局核准同意，黄本尧于2024年4月8日起任中国人保资产管理有限公司总裁。公开资料显示，黄本尧曾任人保资产发展规划部/市场开发部总经理助理，财务会计部、组合管理部、股票投资部总经理；中国人民健康保险股份有限公司党委委员、副总裁、首席投资执行官、财务负责人等职。

券商资管：某券商总经理被免职

4月10日午间，国投证券发布公告称，因工作需要，决定免去王连志公司董事、总经理职务，在公司按程序聘任新任总经理前，由公司副总经理王苏望代行总经理职责。公告称，近两年，国投证券经营业绩出现了一定波动，主要指标行业排名有所下滑。公司董事会决定由王苏望临时牵头负责经理层全面工作，代行总经理职责。



理财园地 FINANCIALGARDEN

家庭资产配置有哪些误区？

文/尤斯财富

随着中国经济的不断发展和家庭结构的变化，中国家庭资产的配置也正发生着变化。过去近10年，中国家庭财富提升1.94倍，城乡财富差距大、家庭银行储蓄率高、家庭房产占比高、家庭负债高等隐形风险问题也逐步进入到人们的视野。

在投资日益普及的时代，家庭资产配置已然变成每个家庭都绕不开的话题。合理的家庭资产配置方法，需要多元化配置不同类型的资产，以保障家庭财富的安全稳健增值。但很多家庭在资产配置中容易陷入误区，导致资产增长不如预期甚至损失。下面来看看家庭资产配置存在哪些误区？

什么是家庭资产配置？

家庭资产配置是指：为了降低资产风险、实现财富保值、增值等目的，满足家庭不同阶段财务和流动性的需求，以家庭为中心，根据市场和家庭的实际情况，将家庭财富在不同资产类别之间进行合理分配的行为。进行家庭资产配置是为了保障家庭资产的安全性、流动性和收益性。

1. 安全性。在市场中，风险无处不在无法消灭，但可以通过合理的配置进行转移。家庭资产配置就是通过将家庭财富在不同风险收益特征的各类资产之间，开展多元化配置，实现风险转移，保障家庭财富安全性的基础上，获取更优投资回报。
2. 流动性。现实中，流动性需求是每个家庭都会有的，大到突发性的需求，比如意外或者疾病等。小到日常生活开销，比如吃饭、买生活用品等。家庭资产配置需要综合考虑家庭的多样需求，资产保值增值的过程中，家庭也能够得到足够的流动性资金。
3. 收益性。在保证安全性和流动性的基础上，还要通过资产配置实现家庭财富的保值、增值，一方面，对抗通胀压力，另一方面，累积财富以提升家庭生活的质量。

为什么要做家庭资产配置？

在投资实践中，投资者如果无法做好自己的资金安排，极有可能会导导致整个投资计划的混乱，合理的资产配置，能够保证投资者以合理的、积极的、健康的投资心态来面对市场，尤其当遇到极端市场的挑战时。

(1) 90%的失败投资，是因为没有做资产配置；美国经济学家马科维茨，通过分析近30年来，美国各类投资者的投资行为，和最终结果的大量案例数据发现，在所有参与投资的人群里面，有90%的人不幸以投资失败而告出局，而能够幸运存留下来的投资成功者仅有10%！而这10%的人就是做了资产配置。也有相关研究表明，投资收益中的85%-95%是来自资产配置，受证券选择、时机选择等因素影响比较小。

(2) 抵抗人生财富周期；我们一生会经历不同的人生阶段，同时各个阶段收入和支出的特点也不同，相应的理财需求也不一样，而合理的资产配置，能够帮我们实现理财需求。

(3) 跑赢通货膨胀；通货膨胀的影响正悄悄地渗透我们吃、住、用、行等生活的方方面面；大到房产，小到柴米油盐，一切似乎都在进行着一场轰轰烈烈的“价格革命”。通货膨胀也使钱越来越不值钱。这个时候就需要做资产配置，合理搭配各类投资方式。

家庭资产配置有哪些误区？

1、过度投资不熟悉的基金。有些家庭为了追求高收益，容易盲目投资不了解的基金类型，盲目跟风容易被套甚至损失本金。正确做法是投资前充分了解基金类型、风险、收益等等特点，选择适合的投资产品。

2、过度集中某类资产。有些家庭过于偏爱某类资产，如房地产、股票等，导致资产配置过于集中。这样会增加整体投资组合风险，一旦市场波动，家庭资产可能面临巨大损失。建议家庭配置资产要分散投资，降低风险。

3、资产相关性过高。资产相关性指不同资产价格变动的关联程度。如果家庭资产相关性过高，市场变动时所有资产都会受影响，无法分散风险。家庭资产配置重在多元化，选相关性低的资产。

4、收入和支出期限不匹配。家庭资产配置要充分考虑收入和支出的期限。如果大量资金投入长期投资，短期内又需要大量资金支出，家庭可能面临资金短缺风险。

5、缺乏再平衡机制。市场环境和家庭财务状况的变化，可能会导致投资组合的失衡。如果不定期调整投资组合，可能会出现某些资产占比过高或过低的情况。家庭应建立“再平衡机制”，定期评估投资组合的表现，根据实际情况来调整。

6、频繁择时。很多家庭投资过程中喜欢频繁买卖资产，试图抓住市场波动的每个机会。频繁择时不仅会增加交易成本，还可能错过长期持有的稳健收益。正确做法是根据自身投资策略和目标，保持稳定投资节奏，避免被短期市场波动干扰。

7、盲目借钱加杠杆。杠杆是把双刃剑，放大收益同时也放大风险。为追求更高收益，有些家庭盲目借钱加杠杆，这会大大增加家庭财务风险。一旦市场出现不利变动，家庭可能面临巨大债务压力。因此在加杠杆之前，家庭要充分评估自身风险承受能力，谨慎决策。

如何进行家庭资产配置？

第一步：市场行情和家庭信息收集与整理。“市场行情”和“家庭的具体情况”是影响家庭资产配置结果的重要因素。所以，对市场行情和家庭信息的收集整理是进行家庭资产配置的第一步。互联网时代，资讯信息铺天盖地，收集市场行情信息不是难事，最重要是要懂得甄别市场信息真伪和正确解读行情趋势发展情况，如果缺乏专业的知识和经验，也很容易被市场的信息蒙蔽双眼，不太专业的投资者可以多参与一些线下沙龙学习会，快速了解市场行情，抢抓财富新机遇。

第二步：选择合适的家庭资产配置模型。要做好家庭资产配置，一定是“站在巨人的肩膀上”，选择合适的家庭资产配置模型开展配置。实践中，每个配置模型都有自己的优缺点和适用范围，建议因地制宜，根据具体的情况，选择更适合自己的模型。如果找不到适合自己的家庭资产配置模型，可以考虑找到专业靠谱的平台协助家庭资产配置。

第三步：定期检视。当家庭或者市场情况发生重大变化时，应该主动检视配置方案，根据变化对方案进行修正。常见的家庭情况变化包括子女出生、婚姻关系变化、继承、企业经营情况变化等，市场变化包括，宏观环境与政策变化、重大事件等。

城投债转售有何意义和影响？

文/尤斯财富

4月2日，广州市城市建设投资集团有限公司宣布，其发行的“21广州城投MTN001”债券本次回售金额达到14.3亿元，未回售的金额为5.7亿元。公司已决定对此次回售的债券进行转售，拟转售面额不超过14.3亿元，转售面额登记日定于4月23日。当前，城投债回售情形增加，部分选择转售。那么债券转售到底是什么呢？转售的影响和意义有哪些？

什么是债券转售？

债券转售是由债券回售衍生而来的，即在债券回售期后，发行人可以选择通过债券转售将被回售的债券进行二次销售，以减少债券注销，避免重新注册发行债券的繁琐流程和不确定性。

债券回售是发行人与投资者之间的博弈。对于投资人来说，持有可回售债面临的风险相对更低，特别是在发行人信用资质恶化的背景下，可以通过回售提前减仓，但也会存在再投资的压力。而对于债券发行人来说，回售权的存在可能会使发行人面临负债端不稳定的风险，在发行人资金高度紧张时，回售甚至可能会直接触发违约，但从另一程度上来说，在利率整体下行或发行人信用资质改善的情况下，回售权也能降低发行人的融资成本。

债券回售条款，倾向于保护投资者权益。第一，任何有利于投资者的条款，都在一定程度上

可以降低发行票面利率；第二，投资者在行权日，可以对比债券当期票面利率和再投资收益率，选择是否回售。通常当市场利率下降时，投资者不选择回售；但当市场风险较高，发行人偿付压力加大时，投资者或由于内控等原因放弃持有债券的高收益，选择提前回笼资金。

债券转售分类有哪些？

私下转售指发行人不通过监管、募集说明书等所允许的正规转售程序，而是私下委托第三方过桥机构等在回售前从要回售的投资者手中收购债券，并在回售申报中选择不回售，最后第三方机构在回售日之后再回售债券。程序转售是指通过交易系统实施的转售，操作流程较为透明，转售费用较低。

债券转售的意义和影响有哪些？

1、对于发行人。第一，转售，可以叠加利率调整条款，提高发行人主动管理负债的能力。回售后选择转售，可以降低发行人当期的资金压力。故对于流动性出现紧张的企业，倾向于使用转售，部分主体转售后出现违约。第二，转售，不会注销债券额度，即可实现债务期限的延长，避免再融资的不确定性（包括发行时间和发行成本等）。尤其在当前新增融资难度提升的背景下，部分未出现流动性压力的企业也会选择转售。不过，转售也存在一定不确定性。回售和转售，均为市场参与主体的博弈，发行人的主导性有限。当发行人风险暴露时，转售难度提升。

2、对于投资人。目前，高收益资产匮乏，城投债以借新还旧为主，市场投资需求大于供给。一般，弱资质开展转售的意愿更大，会出现折价转售。虽然转售债券存在一定风险，不过对于投资人来说，提供了投资城投债的机会，同时可以赚取一定差价。对此，需要甄别信用风险，可以参与有专业担保公司参与的债券。一般，若回售日后中债估值大幅走高但回售率较低的债券，说明投资人在折价卖出债券，且可能通过第三方过桥机构或关联方进行私下转售。此类主体多是信用资质较差，资金压力加大的企业。当前，不论是城投公司还是非城投公司，再融资均存在一定压力。转售，给了发行人“二次融资”的空间，尤其是弱资企业，以及市场投资城投债的机会。



财富人生 FORTUNELIFE

中国未来四大赛道

文/清和社长

01、大众消费市场

当一个经济体长期增长趋势改变，总需求增速放缓甚至下降时，企业该如何生存？“摸着日本过河”，日本是一个可以参考的案例。从高增长到大衰退，日本企业经历了什么？破产、债务出清、资产负债表衰退……不过，在漫长的大衰退时期，有一个领域是逆势增长的，那

就是大众消费市场。优衣库、无印良品、7-11 等大众消费品牌逐步成长、走向全球。1990 年泡沫危机爆发后，日本房地产和股票市值大幅缩水，击穿了企业资产负债表，经济增长下滑，最终掉入债务-通缩螺旋。在这个过程中，有效需求下降，购买力萎缩，消费严重降级，不少中产家庭掉入中低收入阶层。日本学者大前研一称这种结构为“M 型社会”。我更习惯称之为“寡率型社会”。

社会下沉、中产塌缩、消费降级，从而积累了一个庞大的大众消费市场。大众消费市场的机会在哪里？我们先看大众消费有什么特征。从高增长到大衰退，日本家庭消费观念和行为发生了深刻的变化。高增长时代典型特征是“买买买”，过去中国人也经历了一遍。日本消费领域专家三浦展（《孤独社会》）研究发现，1997 年之前日本街头还充斥着泡沫经济的影子，女性白领都穿着白衬衫、紧身裙，围着爱马仕的围巾，踩着高跟鞋。然而到了 1998 年，这种情况戛然而止，代表着里原宿文化的街头休闲时尚成为主流。

期间发生了什么？对日本来说，1997 年亚洲金融危机可谓雪上加霜，这场危机击溃了经济重振的信心。1998 年开始，日本自杀人数激增，之后连续十年自杀人数都超过 3 万人。日本社会学家山田昌弘将此界定为“1998 年问题”。三浦展认为，1997 年终结了日本第三代消费，也就是高增长时代的消费。1998 年开始，日本正式步入第四代消费，也就是大衰退周期的消费。这个时期，消费有什么特征？有一句话很有代表性，“觉得全身优衣库也不错的年轻人越来越多，通过奢侈品的品牌调性来表现个性的年轻人越来越少”。

消费心态转向低调务实，放下面子，追求里子，去大牌化，去奢侈化。优衣库、无印良品等日本大众消费品牌捕捉和迎合了这种消费心理的变化。大众消费产品有一些共同特征：廉价但不劣质，设计简约但保留一定的品味和审美，服务恰到好处既不怠慢又不过度，总之极度追求性价比。拿优衣库/无印良品跟 ZARA/H&M 对比，在十多年前这四个廉价品牌在中国快速扩张，但二者的消费逻辑不同。ZARA/H&M 属于高增长时代的逻辑，主打“快时尚”，通过模仿大牌设计，产品快速迭代，追求款式新颖，不注重产品品质。优衣库/无印良品是日本大衰退时期大众消费的逻辑，主打性价比，简约设计，淡化品牌，突出产品，全球化标准化生产、供应与销售。

做大众消费市场，其实就是做性价比。如何把性价比做到极致？大众消费时代，购买力不足，价格下降，但品质和设计不能太差，加上老龄化时代的工资上涨，如何把成本压低？根本上来说就是把供应链做到极致。日本企业经过了几轮出海，把工厂迁移到中国，整合全球资源，使用最廉价的日元融资，使用新兴国家最廉价的土地和劳动力，使用自己和欧美国家的技术，形成高效的全球供应链，把性价比做到极致。

再看中国，近些年大众消费趋势很明显，中产下沉，消费降级，中产品牌干不过大众品牌。如拼多多崛起，股价大涨，增速超过淘宝天猫和京东；瑞幸咖啡销售额超过星巴克，蜜雪冰城遍地开花，喜茶和奈雪被迫降价。理发店几千充卡消费少了，香港购物团消失了，国际学校退学多了，大大小小直播带货成气候了，全国各地乡村游热起来了。当前，老年人活力四射，年轻人萎靡不振；女人敢试敢玩，男人低头抽烟。受经济和非经济因素影响，中产遭受需求和供给两端被冲击。中产大部分资产配置在房地产和股票上，这两类资产在过去三年可能缩水 30%-40%。中产的就业阵地，如房地产、教培、互联网、金融，以及广大个体户、小企业，遭遇重创，大厂裁员，门店关闭，收入下降，消费谨慎。当下及未来，中产的钱是最难赚的，尤其是中产中年男人。中产中年男人的钱包被老婆掌管，老婆精打细算过日子。蔚

来、小鹏、理想赚的是中产中年男人的钱，这条路注定越走越艰难。

目前，中国消费品牌纷纷去日本取经，学习如何抓住大众消费市场的机遇。中国有没有学得比较成功的企业？可能是名创优品。这家企业 2013 年开始做，然后快速扩张，主打的就是性价比——简约的设计、低廉的价格、中规中矩的质量。经营的密码就是全球采购，将供应链做到极致。再看小米，小米进入的市场都是已经相对成熟的市场，比如手机、电视、各类小家电，还有现在的新能源汽车。为什么？小米靠的就是整合产业链的能力。与传统手机、家电和汽车厂商不同，由于雷军是互联网出身，小米不仅整合了工业产业链还整合了互联网产业链，这是产业链整合 2.0 版本，发明权归属于乔布斯。大众消费市场是中国未来 20 年比较确定的不可多得的大机会。嘲笑日本，理解日本，学习日本，成为优衣库，这是大众消费时代的必然趋势，很多消费企业和消费者都将“优衣库化”。

02、银发经济领域

银发经济是经济减速、老龄化时代“唯二”比较确定的大机会。我们需要理解银发经济的规律和老年人消费的特征。通常，当一个经济体步入老龄化、深度老龄化阶段，政府财政支出逐渐转向家庭福利，尤其是养老金。换言之，大量的税收和政府债务融资转移到退休老人手上。退休老人的消费能力、预期和偏好，对经济增长和结构性机会影响很大。泡沫危机后，日本老龄化和大衰退，这两个周期是叠加在一起的。二者可能相互影响，老龄化可能加速了大衰退，大衰退可能加剧了少子化和养老压力。实际上，泡沫危机爆发后的 1993 年，日本政府大幅度扩张基建投资，试图拉动总需求，填补房地产投资下降的空缺，从而抑制经济增速下滑。但此举效果不大。随着老龄化加速，养老金支出和利息支出规模越来越大，日本政府不得不将大量的财政转移到社会保障上。

政府对养老金的投资力度基本上决定了老年人的消费能力。我们看一个关键指标，叫养老金替代率。养老金替代率指的是养老金占工资的百分比，假如一个人退休前的工资是 10000，退休后的养老金是 6000，那么养老金替代率就是 60%。它能够衡量老人退休后的生活水平落差。世界银行组织建议，要维持退休前的生活水平不下降，养老替代率需不低于 70%。目前，日本养老金替代率大概是 61%，稍微高于经合组织的平均水平 58%，低于美国的 81%和北欧国家的普遍水平。日本一对退休夫妇每月领取的养老金，大约是其退休前工资收入的六成，与年轻工薪夫妇的月工资收入差不多。所以，尽管日本政府负债累累，但日本老年人有消费能力的。在同等收入的情况下，老年家庭的消费预期低于年轻家庭，原因是复杂的。或许跟生命周期有关系，老年人消费活力与兴趣下降；或许跟信贷市场有关系，年轻家庭更敢借贷消费。

最后，老年人的消费偏好定然有差异，更多转向跟健康相关的产品和服务，医疗器械、生物制造、老年人食品、养老服务、陪伴型机器人等等。比如，日本的 GROOVE X 株式会社是做陪伴型机器人的，明治是一家大型的食品公司，开发了不少适合老年人身体的食品。

如今，日本的银发经济非常成熟，国内不少大健康类企业也去日本考察大健康和老龄化市场，学习日本企业如何做好大健康。不过，我们也需要了解中国的老龄化趋势和银发经济特征。首先，当前中国生育率比日本还低，少子化正在加速，中国老龄化到深度老龄化的速度比日本还快，这是一个确定的事件。其次，中国老年人的养老金处于什么水平？目前，中国养老金替代率大概是 41%，国际劳工组织建议养老金替代率最低标准为 55%。另外，中国养老金

存在“三轨制”，农村老人每月领取两三百元，职工平均养老金是农民养老金的 17 倍，体制内平均养老金是农民养老金的 20 多倍。最后，中国普通家庭的老年人消费预期更加保守，更倾向于储蓄，将仅有不多的养老金留给另一半、下一代、孙一辈。

所以，养老金替代率低、养老金不足、“三轨制”，是中国银发经济的需求特征。这就决定了中国的银发市场是一个不均衡的市场，存在结构性的机会，主要购买力来自体制内退休人群。回归到具体市场上，受传统文化和购买力的约束，养老院服务是一个不好做的市场，轻型社区养老也是叫好不叫座。老年人健康食品、生物制药、医疗器械大有可为，可穿戴的医疗仪器和提前干预医疗机会很大。比如种牙市场，所谓“老掉牙”，牙齿坏了掉了将影响咀嚼和消化，进而影响老年人的寿命，种牙将迎来长牛。三月份，我带家人去一家医院种牙，人山人海，拥挤不堪，医生告诉我他们这里 80% 的患者是香港老人，香港老龄化的红利外溢到深圳。

最后值得关注的两个市场：一是跨国养老。日韩不少老人去泰国等东南亚国家养老，中国东北老人去海南养老，未来也可能去东南亚，这部分主要是较高收入退休老人。二是老龄化时代的投资机会，日本、欧洲、美国在股票投资上的风险偏好差异很大，但无一例外地将保险（储蓄、养老和重疾）和养老金的配置比例提高到 26-30%。

03、不良资产处置

债务出清周期是不良资产处置的牛市，但它不是人人都能参与的牛市。每个国家的文化、债务特征、破产法案及相应的司法制度不同，债务出清的速度和方式也有很大的差异。资产出售、债务重整、破产清算，这三大细分市场的热度与风险有差异。比如，2007 年美国次贷危机爆发后，家庭部门的债务基本上按照市场原则“暴力”出清。美国个人破产法成熟，很多家庭次贷违约后迅速进入破产程序。房地美、房利美、贝尔斯登等大型金融机构获得了美联储和联邦政府的借助，进行债务重整。所以，在这轮债务出清中，家庭和中小企业侧重于破产清算，大型企业侧重于债务重整。

1990 年泡沫危机后，日本不少企业破产，但日本企业债务出清速度要比美国慢。不少日本企业的资产负债表被击穿，他们选择隐匿资产缩水的情况，通过变卖资产，计提利润，坚持还贷款，避免银行重新评估资产，导致东窗事发，被挤兑而破产。当时，不少日本企业财务造假。所以，在这轮债务出清中，日本的资产出售市场更火热。日本家电、电子企业纷纷出售终端业务，其中不少被中国企业买下。海尔收购三洋在东南亚的白电业务，联想收购了日本电气的 PC 业务，长虹收购了三洋电视业务，海信收购了夏普墨西哥工厂和美洲除巴西以外的电视品牌授权，创维收购了东芝生活电器业务，美的收购了东芝家电业务。

再看中国的不良资产处置市场。当前处于过度借债阶段，地方政府债务 100 万亿左右（40 万亿显性债、50 多万亿城投债）、家庭部门债务 77 万亿（房贷 38 万亿）、非金融企业部门债务 150 万亿元（剔除城投债），三项合计超过 300 万亿的债务，是不良资产处置的巨大潜在市场。其中，房地产债务是不良资产处置的“重头戏”。房地产有息债务一共 53 万亿，剔除 38 万亿房贷，剩下 15 万亿左右的开发商银行贷款。但银行贷款只是开发商债务的冰山一角，大头是交楼和合约负债。当前，不良资产业务主要瞄准那些正在陷入流动性麻烦的开发商，一些房地产企业以及相关的企业在等钱续命。在这个市场中，有人在找钱、有人在找人、有人在找项目，一些金融机构去中东找金主，试图引入中东财团抄底国内资产。

最近，万达的核心资产大连新达盟商管公司被 5 家投资机构联合收购，万达商管集团在此交易中获得 600 亿元的流动性，代价是付出了 60% 的股权。参与收购的 5 家投资机构中，有美资背景的 Ares Management、亚洲私募股权投资公司太盟投资、中国央企中信集团旗下的中信资本，还有中东财团——阿联酋财政部控股的阿布扎比投资局和穆巴达拉投资公司。

可以预测的是，未来十年内，中国相当大一笔资产将易主，不少私人资产将被实力雄厚的中资财团、外资财团收购，富有阶层的资产所有权格局将有所改变。不过，中国这轮债务出清的效率不足。一方面房地产市场走向不确定，价格调节债务出清还任重道远，今年地方政府可能默许开发商更大力度降价卖房子，加速资产出售和销售回款；另一方面中国破产法案以及相应的司法程序不完善，同时顾虑社会风险，司法推进债务重组或破产的行动缓慢。未来，资产出售市场将不断扩大，机会最大，风险也大；债务重整市场，操作难度大；破产清算市场规模较小，相对鸡肋。

债务出清的效率不足和不确定性会加大不良资产处置的风险。一些企业可能错过债务出清的窗口期，资产价格持续下跌导致资不抵债，最终陷入实质性破产但司法程序上又难以破产的地步。而一些接盘的企业也可能低估了各种不确定，被卷入债务“纠缠”中难以自拔。与大众消费市场、老龄化和养老市场不同，不良资产处置市场充满机会也充满风险。在债达峰后，在债务出清但不顺畅的时代，抄底中国资产吃的是资源饭，既是技术活，更是关系活。这是“人精”才能干的事。

04、企业资金出海

企业出海和资金出海，是中国未来四大赛道之一。今年有些人喊出“不出海就出局”的口号，企业/产业出海，有两个核心动因：一是中国经济正在告别高增长，增量时代逐步转化为存量时代，内卷压力越来越大。如今，中国企业面临一次前所未有的出海机遇和挑战。中国为世界提供了 30% 的产能，但只贡献了 14% 的消费。在国内需求不足和外贸条件紧缩的情况下，大量的产能需要出海。对于中国企业来说，产业出海相当于在无人区里探索，当然也可借鉴日本企业的出海经验。日本企业的出海经验非常成熟和成功。他们具有相当强的出海意识，每当国内经济遇到风险时，他们都选择出海，向新兴国家转移过剩产能，同时进入欧美市场“与狼共舞”。这也促使日本产业结构在过去 70 多年的时间里持续转型升级。在大衰退期间，日本企业遭遇国内总需求下降，他们又一次成功地将大量的产业转移到亚洲新兴国家。

如今，日本大型制造业企业基本上是跨国公司，日本上市公司 40% 营收来自海外市场，市值前十大上市公司 80% 营收来自海外市场。他们的全球化产业链整合能力极强，善于整合欧美技术、日本资本、中国及新兴国家的廉价劳动力和土地资源；同时实现全球化、多币种风险对冲。通常，大型企业最先感受到一个经济体增长和非经济因素的天花板，他们率先求变，向海外市场拓展空间，把产能转移到新兴经济体，寻求成熟经济体予以对冲。美的等大型制造企业是最早出海的一批企业，他们早在 2008 年前后就开始在新兴国家投资。近些年，大型企业出海的动力越来越强，从制造业逐步扩大到零售业、软件及互联网产业。比如，跨境电商火爆，助力很多中小企业出海。还有一些软件、游戏和互联网公司正在快速占领新兴市场、欧美市场。

二是受中美关系转向和国际贸易条件紧缩的压力，将工厂迁移到海外以获取稳定的外贸订

单。拜登政府正在推行友岸生产、近岸生产和供应链多元化，有意引导产业转移到印太地区和北美。一些大型跨国公司要求他们的供应商必须在海外建立一个备选工厂，供应商不得不跟着跨国公司订单迁移。从主动策略的角度，只有将部分产业转移到海外，才能保持稳定的贸易关系，并从中获取订单和先进技术，一些国有企业也在悄悄地布局海外。目前，中国企业出海的目的主要是越南、泰国、马来西亚、印度等亚洲新兴国家，以及墨西哥。这些国家受益于中美关系转向的巨大红利，目前发展势头强劲。不过，这些国家都不是成熟的经济体，企业出海需要实地考察，认真分析当地的营商环境、政策配套、基础设施、产业格局、土地租金、工人工资、工人效率、罢工水平以及税收成本。

中国企业出海具备两大利器：一是成熟的“内卷”法则；二是发达的消费类应用。但是，这两大利器也容易遭受当地政策的打击。另外，美国政府也在关注中国企业出海形势，特朗普放话，他如果今年当选，将对中国企业在墨西哥生产的汽车征收 100%的关税，让中方“无法在美国销售这些汽车”。新能源汽车、人工智能、量子计算可能将被制裁，不过大部分出海的产业都不会遇到美国的“围追堵截”。

资金出海与企业出海的逻辑类似。随着宏观经济告别高增长，加上高度借债引发低通胀，央行将持续降息以化债，中国正在进入资产荒时代，大类资产收益率超过 3%罕见，房地产和股票投资面临亏损，存款、国债收益率持续下降，在此类标基础上的保险、基金和银行理财的收益率也将不断下降。当前，美元储蓄、十年期美债、美元储蓄保险这三大稳健资产的年收益率都在 4%-7%之间。境内外的收益率差很自然驱动资金出海。

当前是中国家庭调整资产配置的历史性关键性窗口期。家庭资产配置将转向安全性、流动性和对冲性资产，全球化配置、多币种对冲是一个重要趋势。未来十年，大众消费市场、银发经济领域、不良资产处置、企业资金出海，是中国为数不多的四大赛道。大企业需稳健转身，产业出海布局；小企业要小步快跑，抓住结构性机会。

关于用益

用益是国内领先的信托及资管行业资讯和数据提供商，通过专业的集信息、专家及观点为一体的服务体系为相关行业及高净值人士提供有价值的服务。用益金融信托研究院是用益旗下的专业研究机构，其前身为用益信托工作室，成立于 2004 年。作为一家国内外知名的行业研究机构，用益研究院秉承“专业、责任、勤勉”的作风，始终站在行业发展的最前端，准确把握市场的动向和脉搏，为客户提供及时全面的市场信息和专业、独立、客观的分析评论。

声明

本文所载所有信息（包括但不限于版权法）受法律保护，未经用益事先书面许可，任何人不得以任何形式、方式或途径对该等信息全部或部分进行复制或翻印、重新包装、进一步传播、传送、散布、分发或转售，或存储供日后任何上述目的使用。

本文所载所有信息均通过用益从其认为准确和可靠的来源中获得，但对这些信息的准确性、完整性和正确性用益不做任何形式的保证。用益也不会以任何形式或方式对文中任何评论、观点或结论的准确性、及时性、完整性或特定用途适用性提供或作出任何明示或暗示的保证。

以上所载信息仅供机构及个人学习或研究等方面参考，不构成投资理财依据，据此使用，风险自负！

联系人

用益金融信托研究院

地址：中国·南昌·红谷滩新区国际金融中心 A 座 2503

邮编：330038

电话：0791-86217869



关注用益投资
微信公众号
掌握最新动态



专注信托专注理财

因为专注所以专业因为独立所以客观