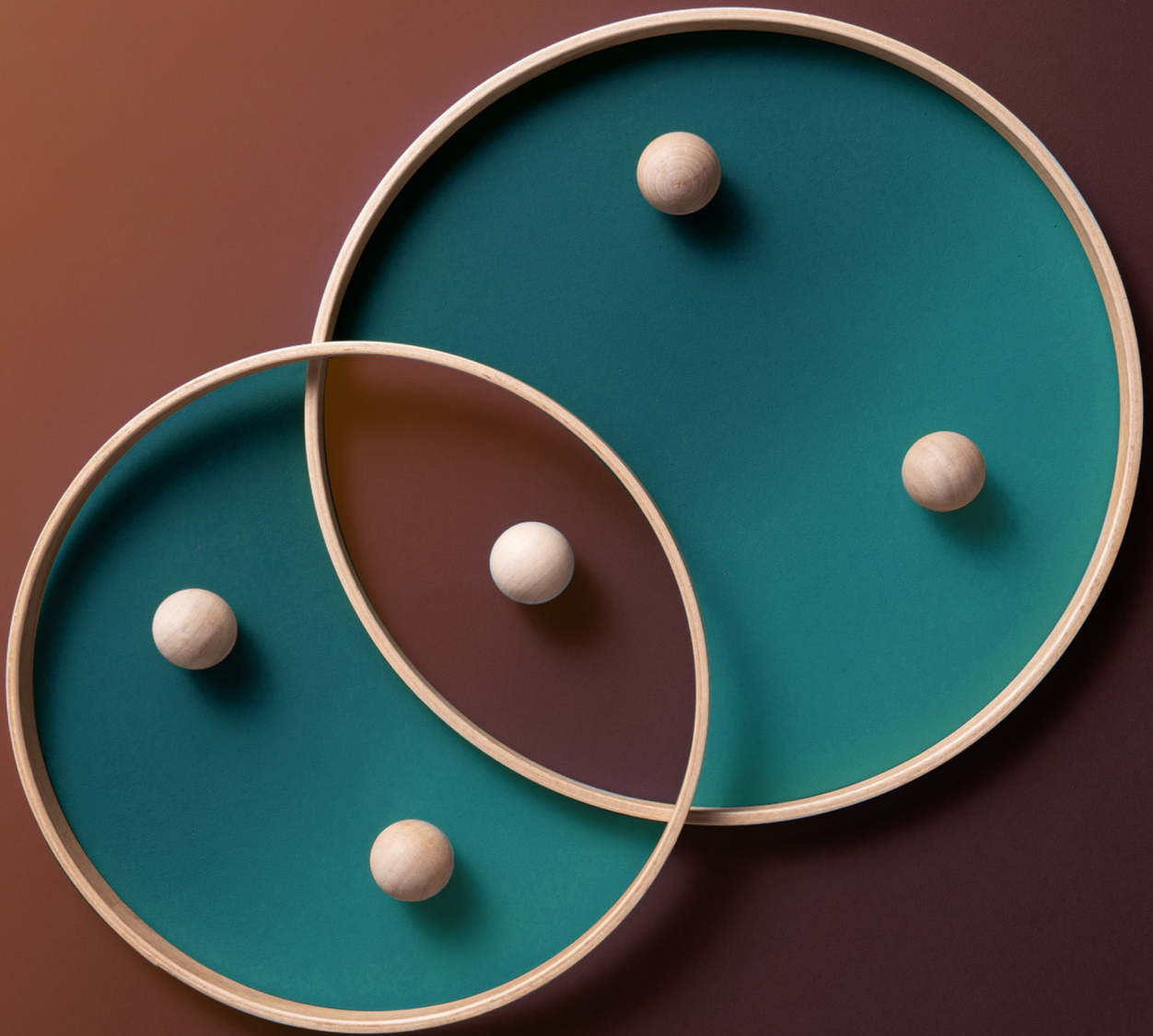


Private Bank **citi**[®]

2022年家族办公室 调查报告



下文信息是花旗私人银行从其家族办公室客户征集的“家族办公室调查”反馈结果汇总。此次调查从2022年6月7日开始，一直持续至7月第一周，历时近30天。多位受访者还参加了花旗私人银行于6月6日至8日在华盛顿举行的“第七届年度家族办公室领导力计划”活动，本文亦酌情引述了这些受访者在该活动期间表达的一些观点。

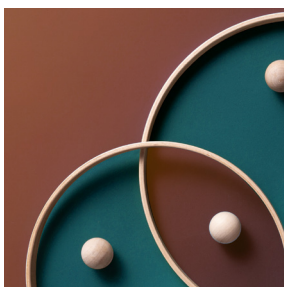
本文所述观点是调查参与者的观点，并不一定反映花旗集团、花旗集团环球市场公司及其关联机构的观点。所有观点如有改变，恕不另行通知。所提供的信息或所述观点，均不构成购买或销售任何证券的邀约。过往表现并非未来业绩的保证。

由于四舍五入或多选题的影响，可能存在问卷回复百分比加总不等于100%的情况。

投资产品：非联邦存保公司担保 • 非加拿大存保公司承保 • 非政府担保 • 无银行保证 • 可能损失投资金额

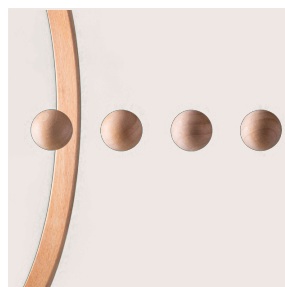
目录

4



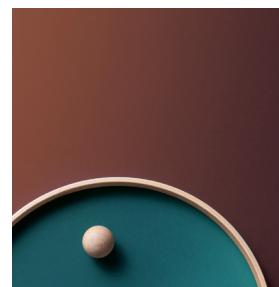
前言

5



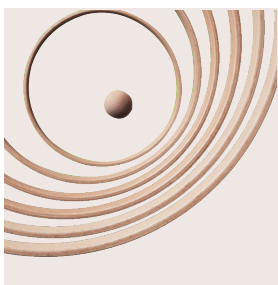
摘要

8



参与机构数据及
地域分布

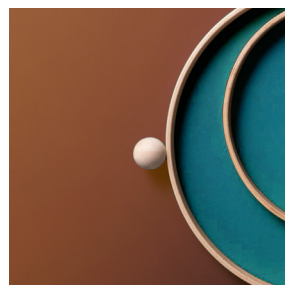
11



投资组合
分析与展望

按市值计价的投资组合价值	13
未来12个月展望	14
资产配置	15

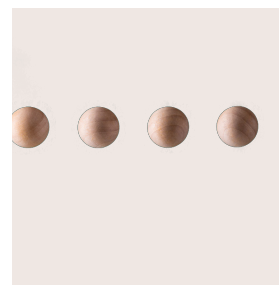
20



投资组合
主要行动

概览	21
直接投资	22
公开市场行业偏好	24
可持续发展和ESG投资	25
加密资产	27

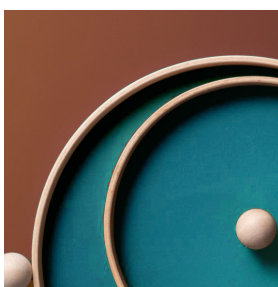
28



家族与家族
办公室事务

家族的主要担忧和转型管理	29
投资职能继续向专业化发展	31
慈善事业	32

34



首席投资官观点

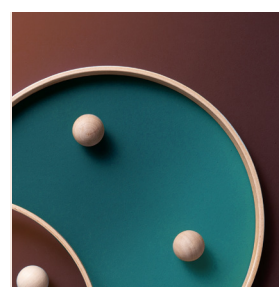
多年期资产类别情绪	40
-----------	----

43

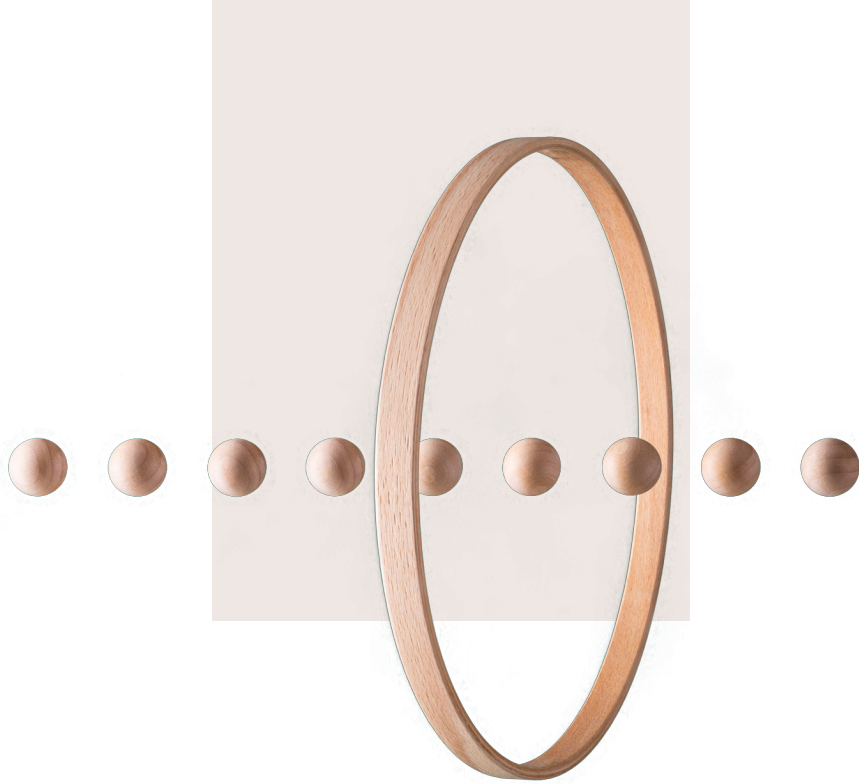


调查细节说明

45



鸣谢



前言

很荣幸与大家分享2022年家族办公室调查的结果。家族办公室调查始于2018年，一开始是向参加“家族办公室领导力计划”活动的高管们发放书面问卷这种非正式方式进行，此后逐年改进提升，如今我们采取数字化方式征集调查结果，调查内容更为详细，分析更为全面。最终汇编的调查报告广受关注，让大家可以借此更好地了解花旗各种家族办公室客户的思维和举措。

考虑到客户面临的挑战越来越广泛，我们在今年的调查中加入了大量的新问题，并引入了对标分析功能。除了分享调查结果和分析以外，我们还邀请了多位资深家族办公室高管发表各自的见解和思考。今年6月初，这些参与调查的高管们齐聚华盛顿，出席了我们在那里举办的“第七届年度家族办公室领导力计划”活动。前两届活动都是以线上方式进行，今年我们很高兴再度在线下举行这场万众翘首期盼的全球论坛。来自30多个国家的125名家族办公室高管参加了我们今年的论坛会议，代表净资产规模近5000亿美元。各个会场上从业者现身说法，分享了在市场急剧波动、全球地缘政治局势阴晴不定环境下的深刻见解。在本报告中，我们也尽力纳入了与会者在现场分享的这些精彩观点。

最后，感谢拨冗参与此次调查的各位人士，希望各位也能从调查结果中得到启发。我还要感谢所有在华盛顿会

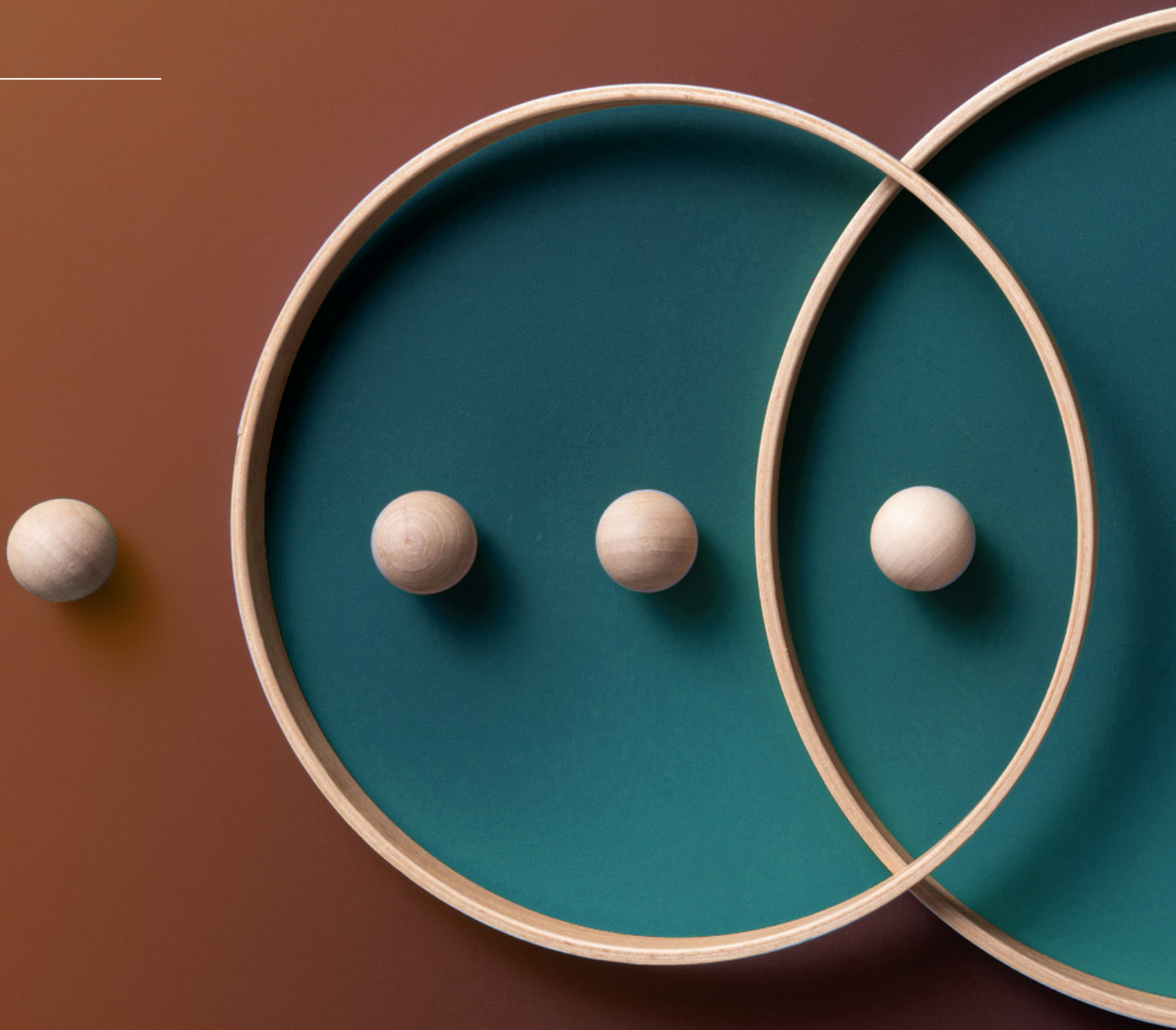
议现场与我们慷慨分享观点的演讲嘉宾，以及牵头组织本届活动和发布本报告的、我们的家族办公室业务团队成员Alexandre Monnier和Ajay Kamath。

感谢您对花旗私人银行的信赖和信心！



Ida Liu
花旗私人银行全球主管

摘要



“我们应该如何与其他家族办公室比较并看齐？”是家族办公室高管和财富所有者经常问的最紧迫问题之一。乍一看，这一问题似乎无关紧要，因为每个家族办公室都是与众不同的，各自代表着其所服务家族的独特需求。但在仍然带有很多“家庭作坊”色彩的家族办公室领域，出于保密需要，有时要进行孤立运作，因此想要了解自身与同行的对比优势是非常可以理解的，这种想法也是难能可贵的。

为了满足客户与同行看齐和交流的需求，我们的家族办公室业务组通过不懈努力，推出了一系列行动计划，其中包括“家族办公室领导力计划”活动（我们最重要的全球性盛会）、人脉拓展活动（圆桌会和同业团体交流会）和“年度家族办公室调查”。这些场合上分享的坦率观点和见解，对于正在试图应对诸多挑战和迎接诸多机遇的家族办公室而言弥足珍贵。

本年度的家族办公室调查信息含量较大，我们将问卷问题数量几乎增加了一倍，以便更全面地反映家族办公室的种种问题，并且还纳入了对标分析。通过对标分析，选择表明身份的客户可以获得一份私人订制报告，从而了解自己的回复与受访者整体、甚至各地区或情况类似的家族办公室的回复比较有何异同。

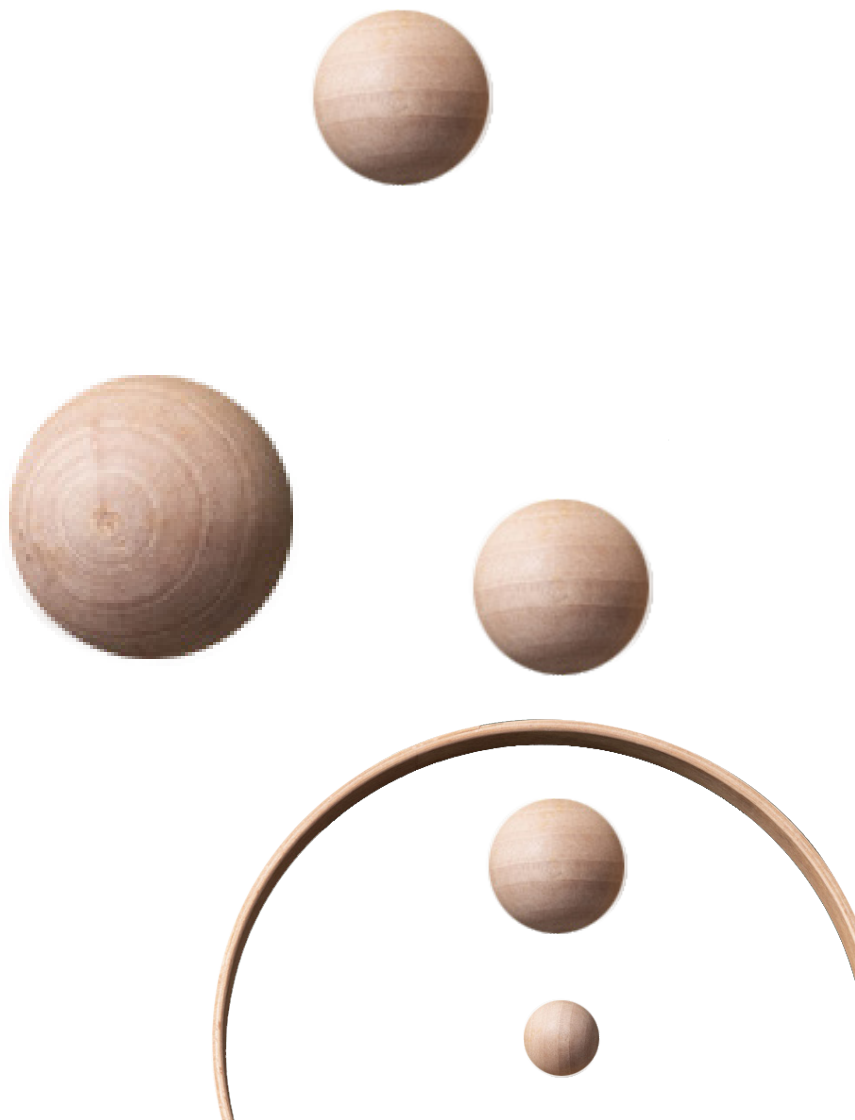
每个家族办公室都可以在调查结果中找到契合自身需求的具体见解，同时我们还归纳了我们认为值得强调的七大要点。



Alexandre Monnier
家族办公室业务组
家族办公室服务与网络全球主管

1. 受访者的主要关注点较为集中，而且超越了金融资产的范畴

通货膨胀（76%）、对经济衰退的恐惧（54%）和地缘政治不确定性（53%）是全球家族办公室最为担忧的三大经济问题。而就家族自身而言，最令人担忧的三个问题为：保存家族资产的价值（65%）、培养下一代成为负责任的财富所有者（51%）和转型管理（43%），这表明家族越来越意识到为家族准备财富和让家族管好财富的双重必要性。



2. 投资组合价值今年迄今整体下降

2022年初以来，市场波动剧烈，近**75%**的家族办公室的投资组合整体价值按市值计价均遭受下跌。**43%**的家族办公室下跌超**10%**，与去年形成鲜明对比，去年遭受下跌的家族办公室只有不到**13%**。

3. 尽管存在不确定性，但前景依然乐观

尽管存在种种担忧（或许反映出受访者对市场可能已经触底的情绪），但受访者对未来12个月的投资组合回报仍持高度乐观态度，**80%**的家族办公室预计投资组合会带来收益，**62%**预计投资组合的价值会增长**5%**或更高。

4. 直接投资仍是家族要务

直接投资仍是家族办公室的重点要务，其中**29%**的家族办公室表示直接投资占其投资组合的**10%**至**20%**，另有**35%**的家族办公室表示直接投资占其投资组合的**30%**以上。直接投资几乎均匀分布于房地产（**37%**）和经营性业务（**33%**）。风险投资占比也在增加，约占直接投资的**20%**，部分原因是家族办公室在经营性企业和房地产方面没有找到足够有吸引力的机会。

5. 家族办公室的投资职能继续走向专业化

75%的家族办公室设有投资委员会或理事会，其中近一半（**44%**）由独立顾问和家族成员共同组成。大部分（**55%**）家族办公室制定了积极的投资政策声明，但具体比例在不同代际间存在较大差异，取决于是第一代家族（**44%**），还是第二代或第三代及以上家族（**63%**）。

6. 做好管理家族团结和世代长存久安的准备十分关键

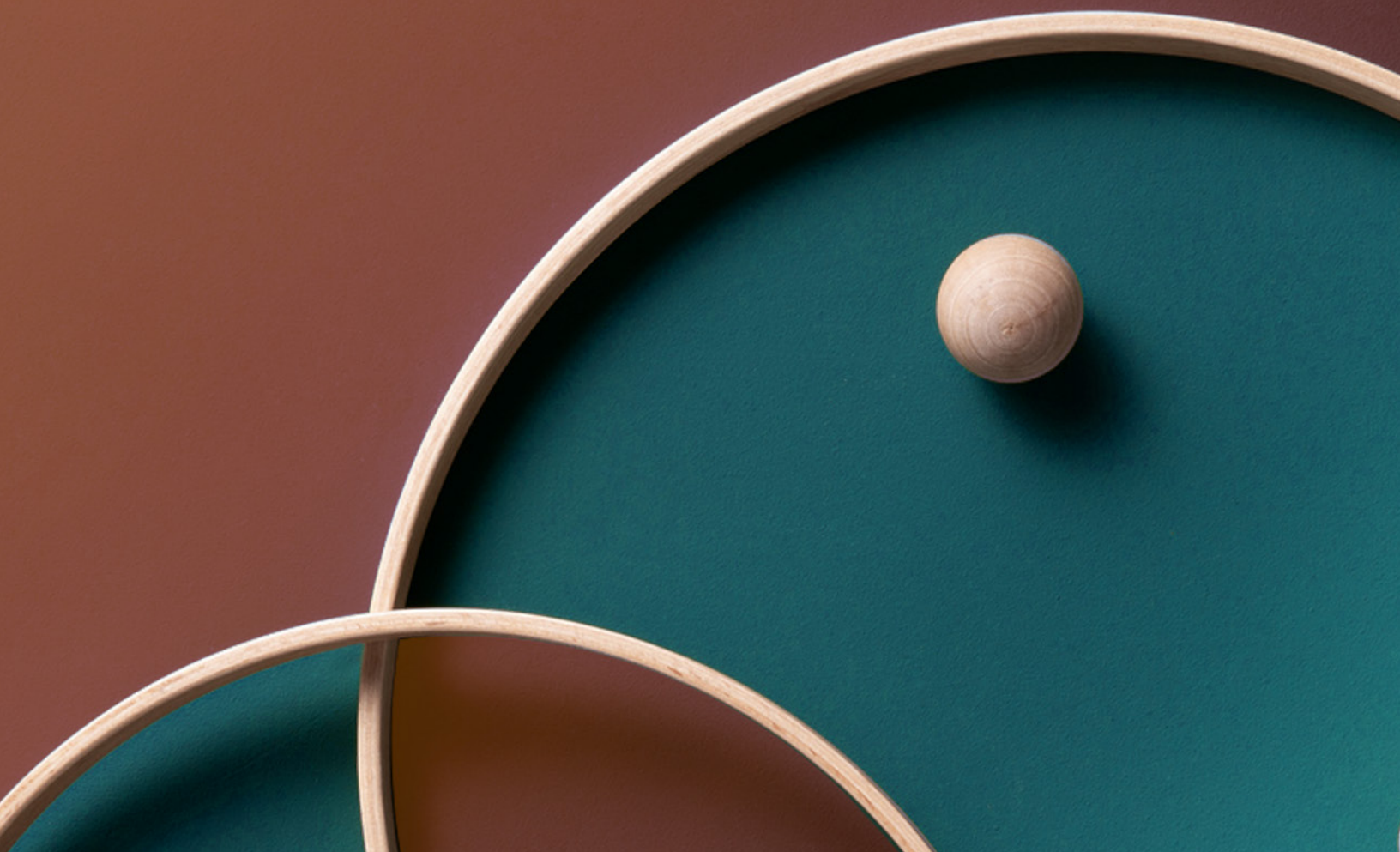
52%的受访者预计，家族、家族办公室或受托人层面的领导层继任是未来五年内将要面对的关键转变，因此是否准备好在动荡时期妥善应对这些关键拐点，将成为家族必须面对的重大考验。

家族办公室正在努力促进家族福祉。值得关注的是，随着家族财富从第一代（**25%**）转移到第二代及更多代（**43%**），维护家族团结和世代长存久安越来越重要。

7. 可持续投资和ESG投资的配置仍有很大增长空间。

在可持续投资或ESG投资方面，将兴趣转化为行动很重要，因为**60%**的家族办公室仍未考虑将其部分投资组合与这些主题相结合。

参与机构数据及 地域分布

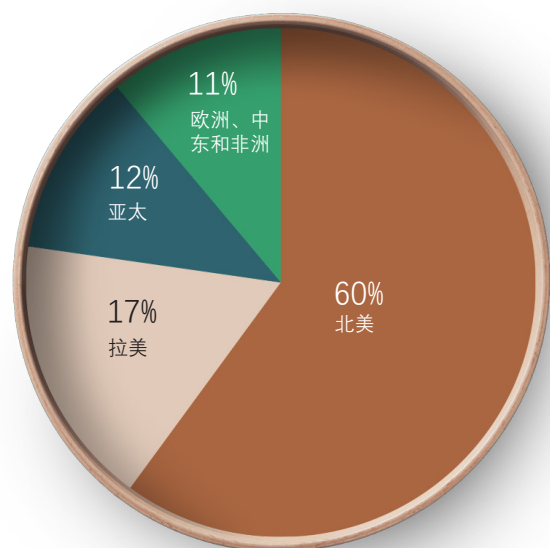


虽然问题数量增加了近一倍，但仍有126个家族办公室完成了本年度的问卷。60%的受访者借机表明身份，并因而获得了我们提供的定制化对标分析报告。未来我们计划继续推广新推出的对标分析服务，并且认为通过对标分析，我们能够为客户提供更多切实可行的宝贵见解。

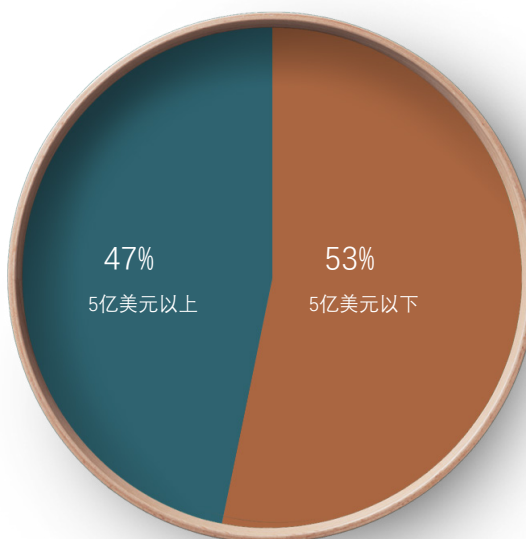
资产管理规模

资产管理规模为5亿美元以上的受访者与资产管理规模低于5亿美元的受访者几乎各占一半。34名（26%）受访者的资产管理规模超过10亿美元。

受访家族办公室地域分布



资产管理规模



雇佣专业人士数量

根据我们与众多家族办公室的合作经验，在考量家族办公室雇佣的专业人士数量时，资产管理规模通常是一项重要衡量标准，但家族办公室的复杂程度、家族成员数量和家族代数以及对外部顾问的依赖程度等其他因素同样重要。在我们的受访者中，资产管理规模小于2.5亿美元的家族的雇员中位数为1至3人，资产管理规模在2.5亿至20亿美元之间的家族的雇员中位数为4至6人，资产管理规模在20亿美元以上的家族的雇员中位数为10人以上。

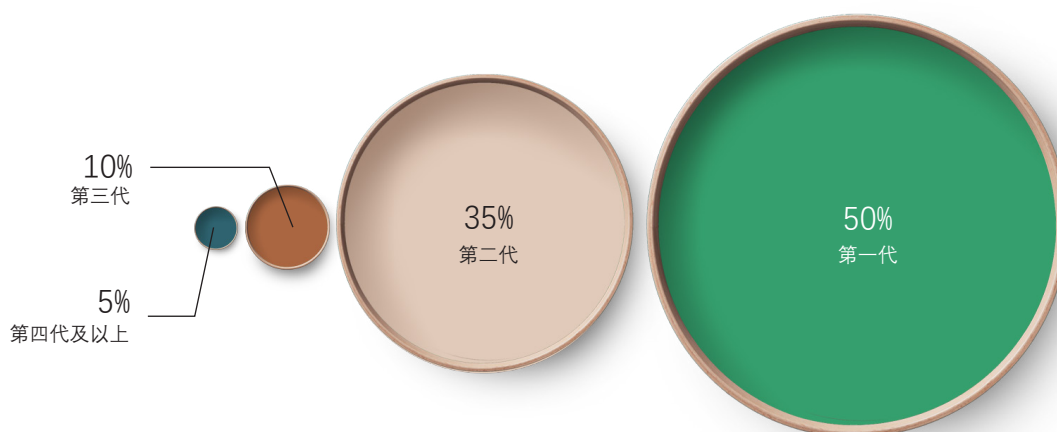
家族办公室雇佣专业人士数量——按资产管理规模划分

	中位数	1-3	4-6	7-9	10+	
小于2.5亿美元	1-3	52%	21%	18%	9%	100%
2.5亿至5亿美元	4-6	44%	33%	0%	22%	100%
5亿至10亿美元	4-6	32%	42%	16%	11%	100%
10亿至20亿美元	4-6	30%	35%	5%	30%	100%
20亿美元以上	10+	14%	14%	21%	50%	100%

服务家族代数

在85%的受访家族办公室中，控制家族财富的为家族第一代或第二代。此种代际倾斜可能与人类预期寿命普遍增加以及家族掌门人希望在传统退休年龄后继续发挥积极作用有关，这也可能预示着未来几年即将迎来接班过渡期。

家族财富控制权的代际分布





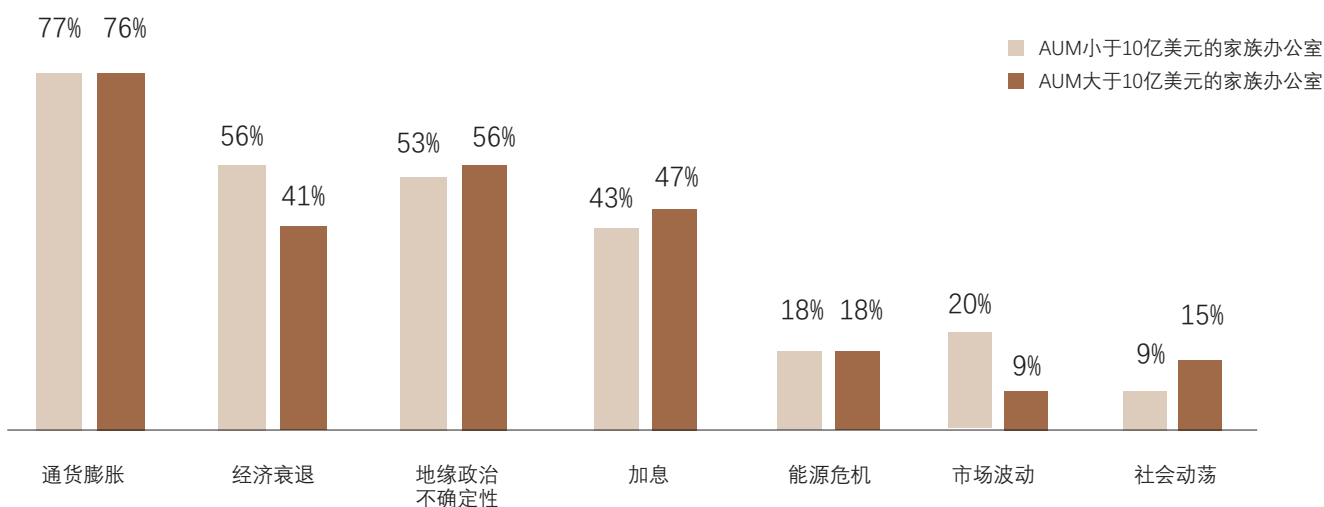
投资组合 分析与展望

近期担忧

通货膨胀、对经济衰退的恐惧和地缘政治不确定性是全球家族办公室最关注的三大经济问题。数据显示，经济衰退和市场波动是资产管理规模小于10亿美元的家族办公室最为担忧的问题。资产管理规模小于10亿美元的家族办公室中有76%将经济衰退和市场波动列为最担心的两大问题，而资产管理规模大于10亿美元的家族中这一比例为50%，而且他们更加担心社会动荡和地缘政治不确定性。

尽管面临诸多不利因素，但出席我们在华盛顿举行的“第七届年度家族办公室领导力计划”活动并在会上发言的主要家族办公室首席投资官表示，他们认为市场波动和混乱是一个潜在的机会，他们可以借机专注优质投资，打造富有韧性的投资组合，同时保持其长期战略愿景。

受访者对金融市场和经济的近期担忧



其中，地缘政治不确定性是亚洲地区家族办公室最为担忧的问题（79%），而在北美、欧洲、中东和非洲（EMEA）以及拉丁美洲，通货膨胀是家族办公室最为担忧的问题（分别为76%，86%和75%）。

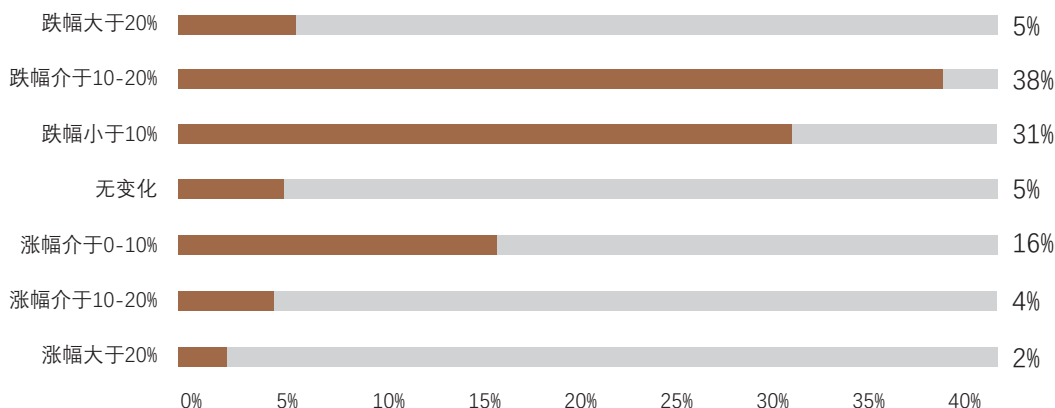
受访者对金融市场和经济的近期担忧

	亚太	欧洲、中东及非洲	拉美	北美
通货膨胀	64%	86%	75%	76%
经济衰退	50%	43%	50%	58%
地缘政治不确定性	79%	43%	70%	45%
加息	50%	64%	30%	44%

按市值计价的投资组合价值

自2022年初以来，市场波动剧烈并陷入低迷，近四分之三（73%）的家族办公室整体投资组合价值遭受下跌。其中，43%的家族办公室投资组合价值下降超10%，与去年形成鲜明对比，而去年只有不到13%的家族办公室投资组合价值下跌。

投资组合价值年初迄今变动（按市值计价）



我们还试着衡量了多项关键因素对回报的影响，如杠杆率、直接投资占比、外部顾问使用等。虽然这种分析受到样本规模的限制，但它似乎具有指向性地表明，使用杠杆、直接投资、外部投资顾问和独立投资委员会的家族办公室今年迄今表现相对较好。

下表显示了2022年初以来在市场严重低迷期间仍实现**投资组合价值（按市值计价）**上涨的家族办公室百分比：

关键因素	占AUM 10%		关键因素	使用 / 不使用	
	以上	以下		使用	不使用
杠杆率	21%	16%	外部投资顾问	23%	17%
直接投资	26%	14%	独立投资委员会	23%	13%

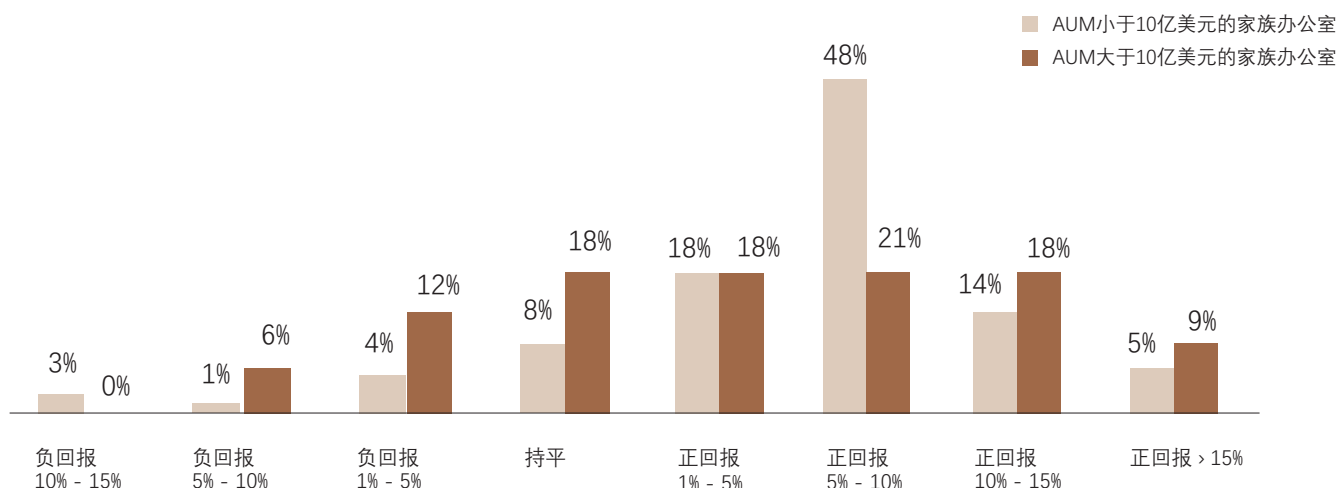


未来12个月展望

尽管存在种种担忧（或许反映出受访者对市场可能已经触底的情绪），但受访者对未来12个月的投资组合回报仍持高度乐观态度，80%的家族办公室预计投资组合会带来收益，62%预计投资组合的价值会增长5%或更高。

相较资产管理规模大于10亿美元的家族办公室，资产管理规模小于10亿美元的家族办公室对未来前景的看法更为乐观。资产管理规模小于10亿美元的家族办公室中有67%预计投资组合的价值会增长5%或更高。资产管理规模大于10亿美元的家族办公室中有47%预计投资组合的价值会增长5%或更高。

未来12个月的投资组合预期总回报



就地区而言，尽管受访者普遍认为总体前景乐观，但美洲家族办公室的乐观程度较高，而欧洲、中东、非洲和亚洲家族办公室的乐观程度较低，这可能与他们对于地缘政治的担忧有关。

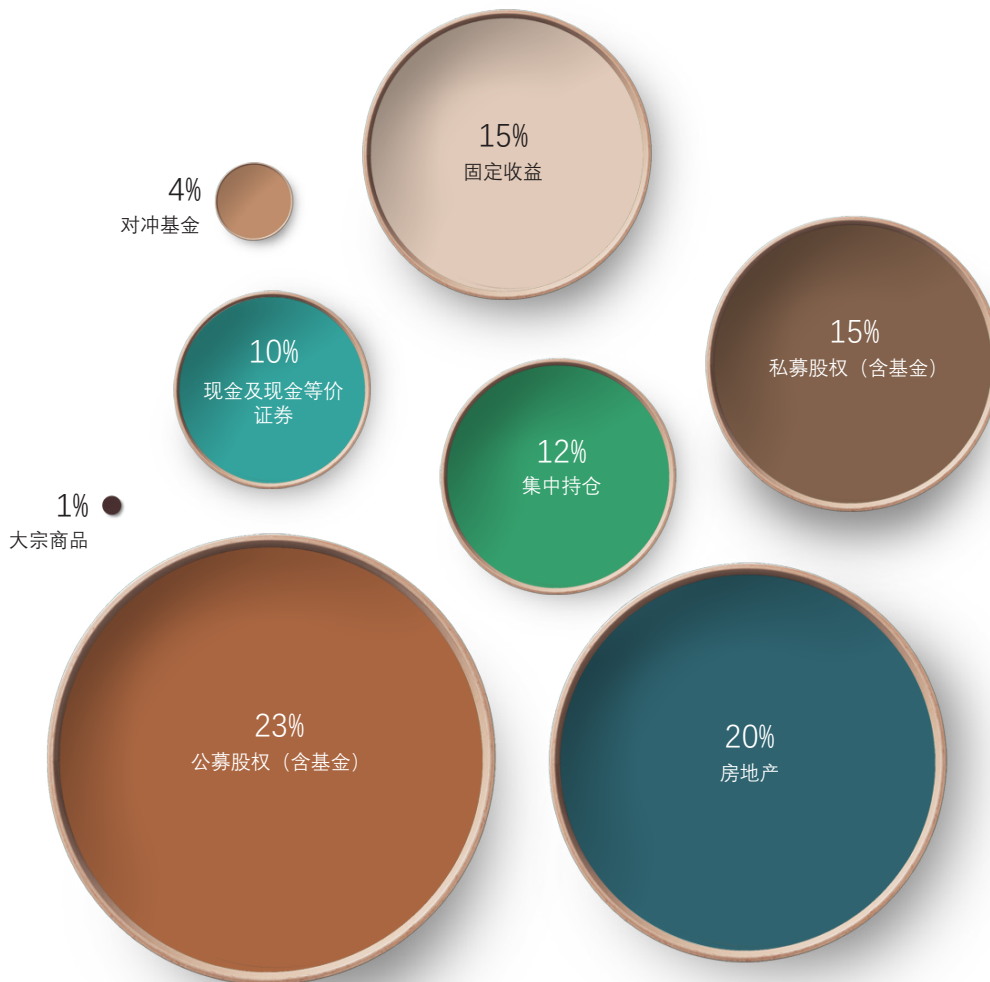
未来12个月的投资组合预期总回报

	亚太	欧洲、 中东及 非洲	拉美	北美
负回报	7%	21%	10%	8%
持平	29%	29%	0%	7%
正回报	64%	50%	90%	85%
	100%	100%	100%	100%

资产配置

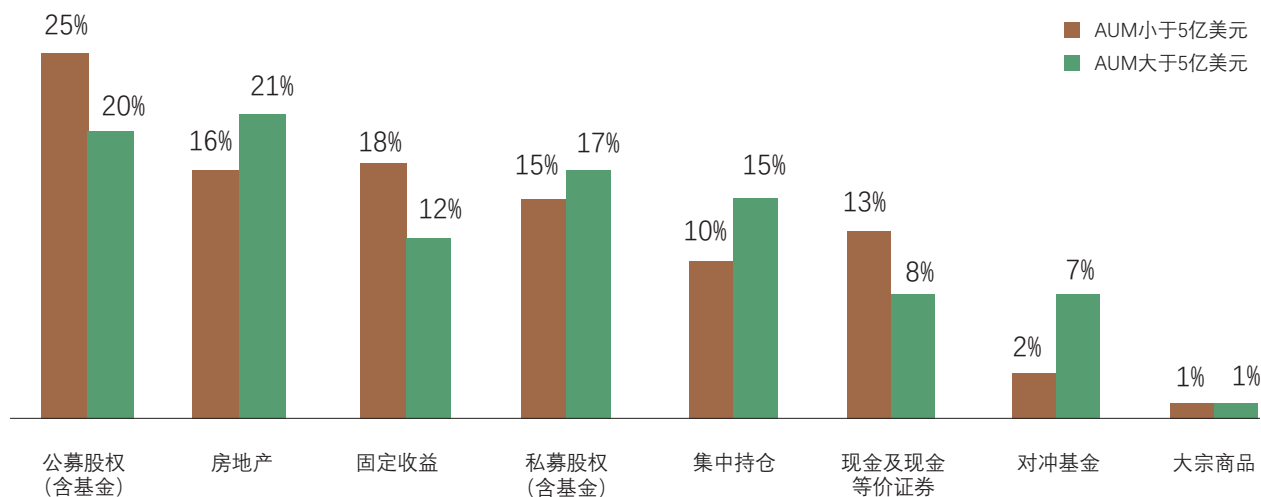
公募股权在资产配置中占比最高，为23%。房地产和私募股权仍具吸引力，合计占35%（分别占20%和15%）。现金和固定收益合计占25%（分别占10%和15%），集中持仓占12%。

资产配置概览



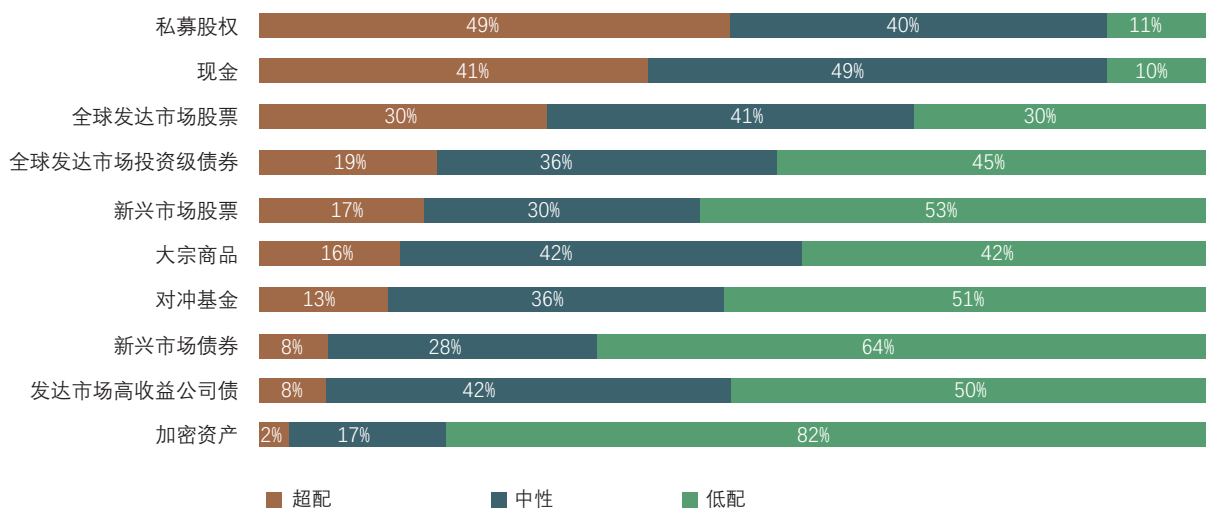
在房地产和私募股权占比方面，资产管理规模在5亿美元以上的家族办公室与资产管理规模在5亿美元以下的家族办公室之间存在明显差异（分别占38%和31%），反映出资产管理规模更高的家族办公室对投资更有耐心。与该观点不谋而合的是，多名家族办公室首席投资官在华盛顿“家族办公室领导力计划”活动期间也表示，保持战略和长期投资重点不变、不对整体配置策略进行过多的短期应对调整，是家族办公室的一贯主张。

家族办公室投资组合的资产配置情况



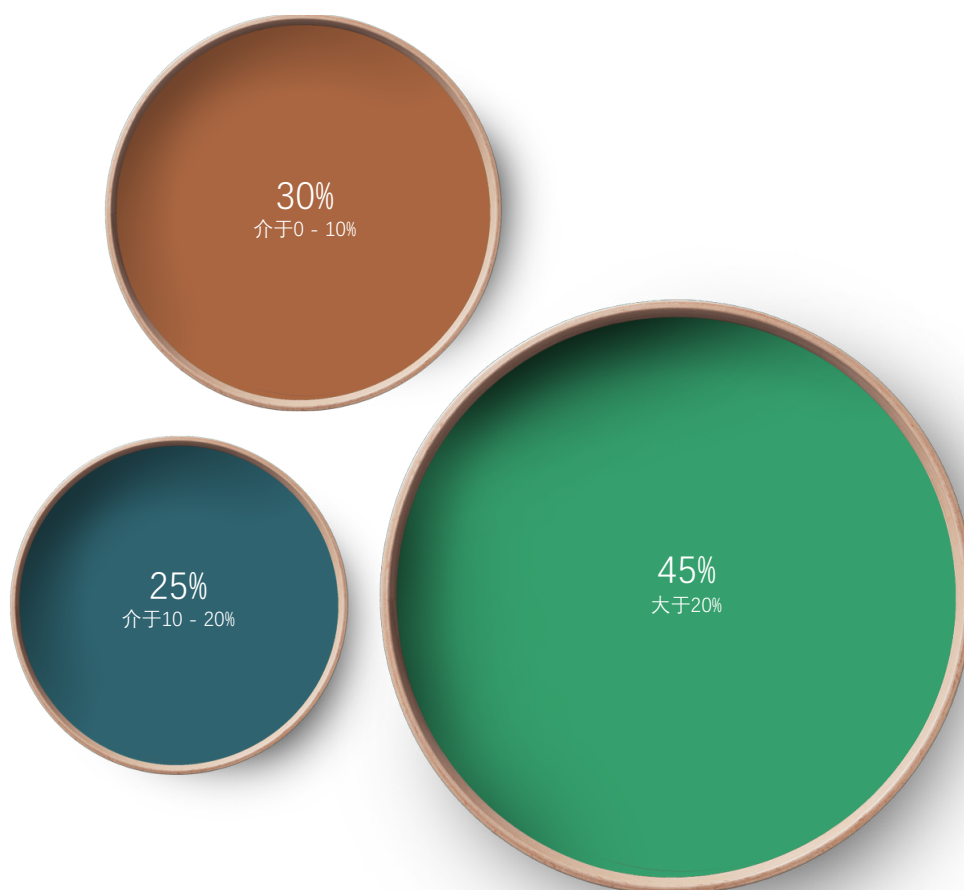
展望未来12个月，资产类别倾向继续偏重于私募股权，这也是过去三年一直延续的趋势。多名家族办公室首席投资官认为，市场波动和混乱是一个潜在的机会，他们可以借机专注优质投资，打造更具韧性的投资组合，从家族办公室对全球发达市场股票和全球发达市场投资级债券相对较高的超配倾向可以看出这一点。如需了解完整的2020-2022年资产类别倾向概览，请参见第40-42页（首席投资官结语后）。

未来12个月的资产类别倾向



被动投资配置在受访者中一分为二，其中45%的家族办公室的配置比例超过20%，55%的配置比例低于20%。

家族办公室投资组合的被动投资占比



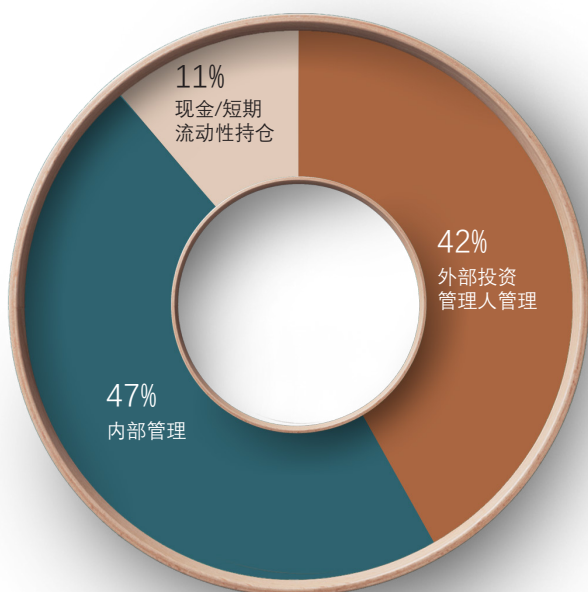
资产管理规模小于5亿美元的家族办公室的被动策略配置比例高于资产管理规模大于5亿美元的家族办公室。

家族办公室投资组合的被动投资占比

	AUM小于 5亿美元	AUM大于 5亿美元
占AUM比重小于10%	23%	38%
占AUM比重介于10%-20%	27%	25%
占AUM比重大于20%	50%	38%

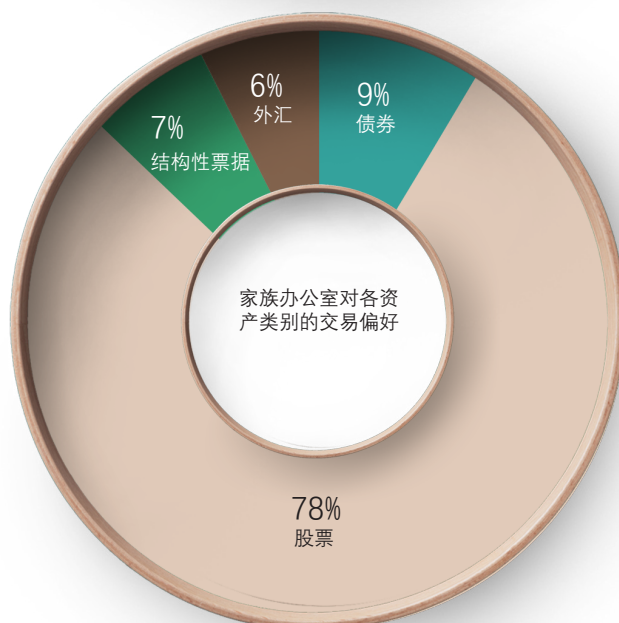
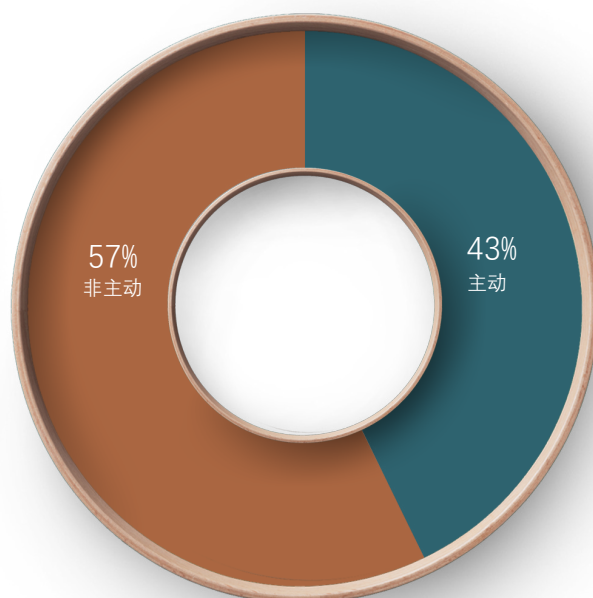
内部管理资产和外部投资管理人管理资产分布较为均匀。

内部管理投资组合和外部投资管理人管理投资组合对比



近60%的家族办公室开展主动交易，正如我们预期的一样，在开展主动交易的家族办公室中，股票是交易频率最高的资产类别（63%）。

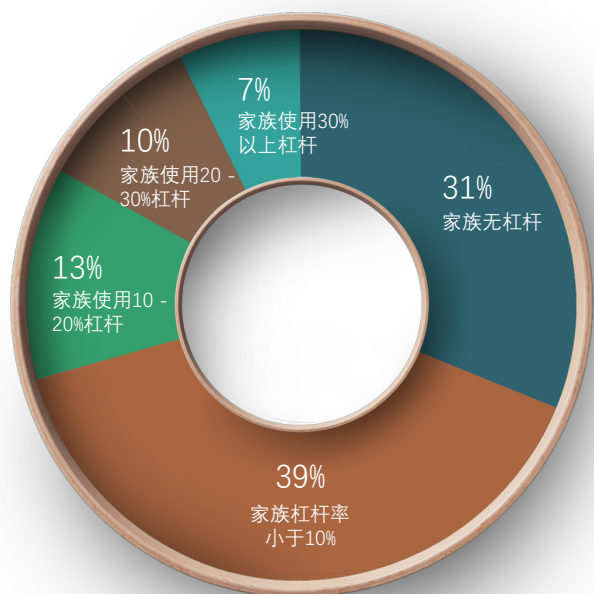
家族办公室交易偏好



70%的受访家族办公室使用最低限度的杠杆（小于10%）或不使用杠杆。仅7%的受访家族办公室使用30%或更高的杠杆。

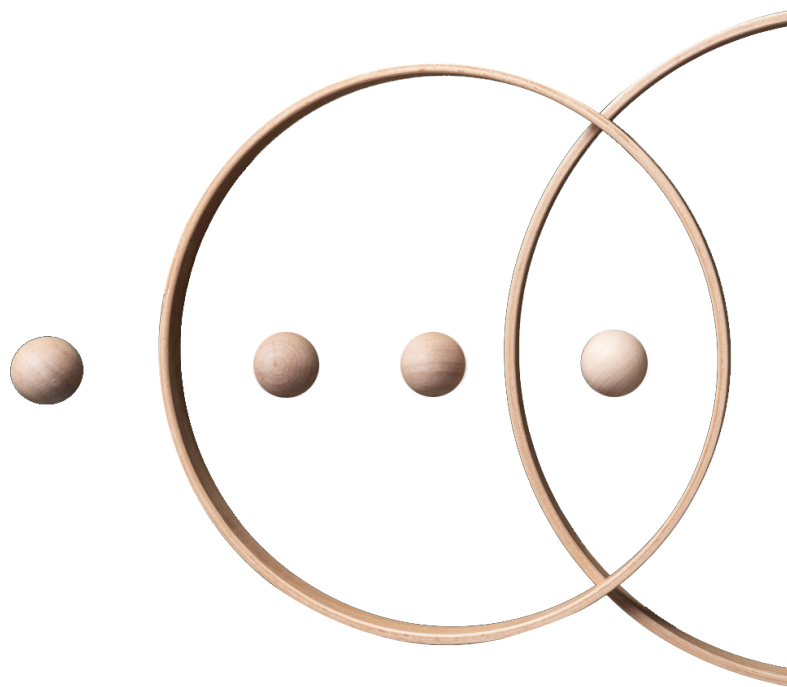
投资组合规模较大的家族办公室倾向于使用更高的杠杆。在资产管理规模大于5亿美元的家族办公室中，42%使用10%甚至更高的杠杆，在资产管理规模小于5亿美元的家族办公室中，17%使用10%甚至更高的杠杆。

家族办公室投资组合的杠杆率



家族办公室投资组合的杠杆率

	AUM小于5亿美元	AUM大于5亿美元
无杠杆	35%	23%
小于10%	48%	36%
10 - 20%	7%	21%
20 - 30%	7%	11%
30%以上	3%	9%



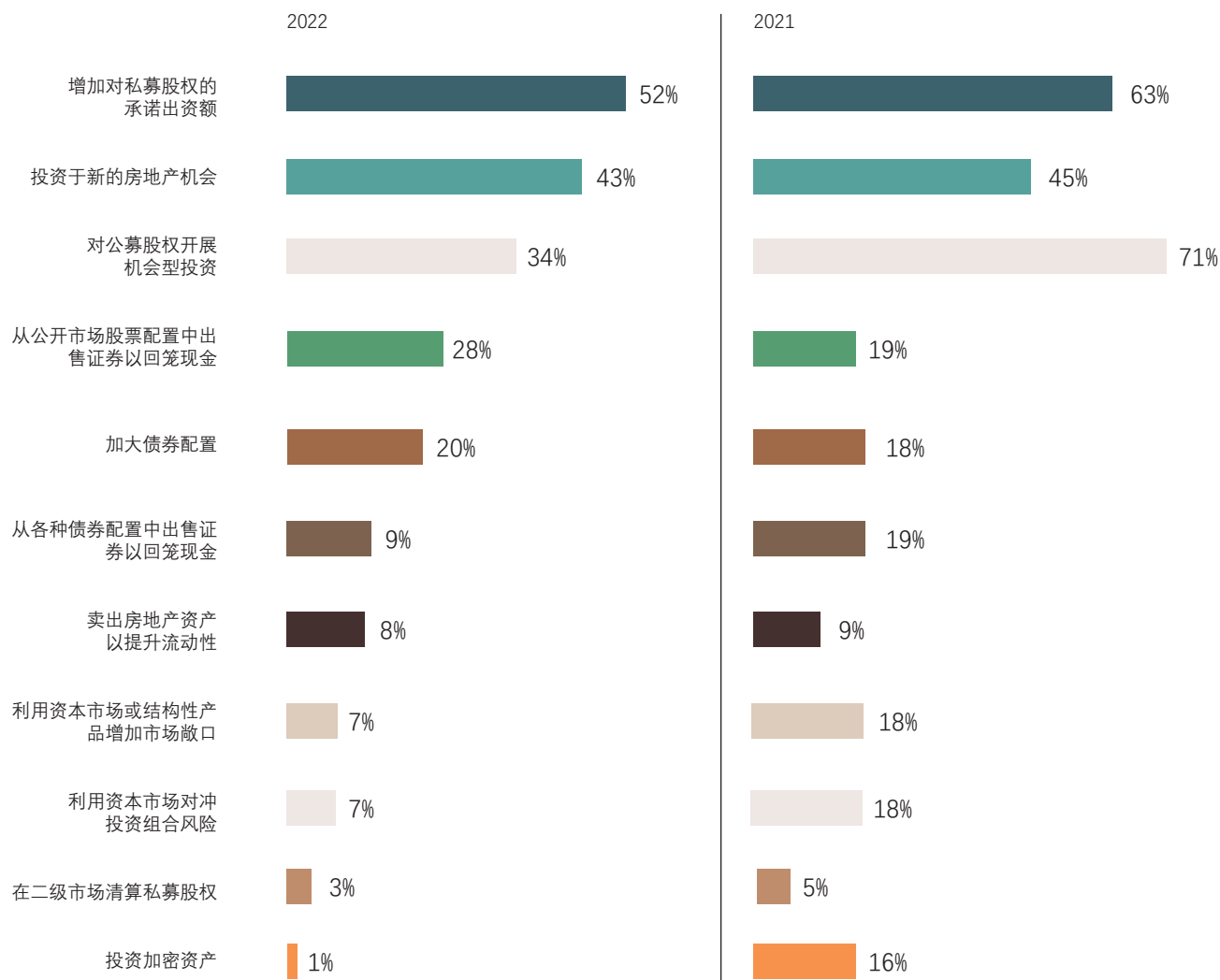
投资组合主 要行动



概览

继续提高私募股权承诺出资额（52%）和开展房地产投资（43%）是两大主要投资组合行动，这与去年的调查结果一致。但或许因为感觉到公开市场泡沫较大，家族办公室似乎已转向战略性地套现其部分公募股权持仓（2022年为28%，2021年为19%），同时继续对机会型交易持开放态度（2022年为34%，2021年为71%）。

所采取的主要投资组合行动

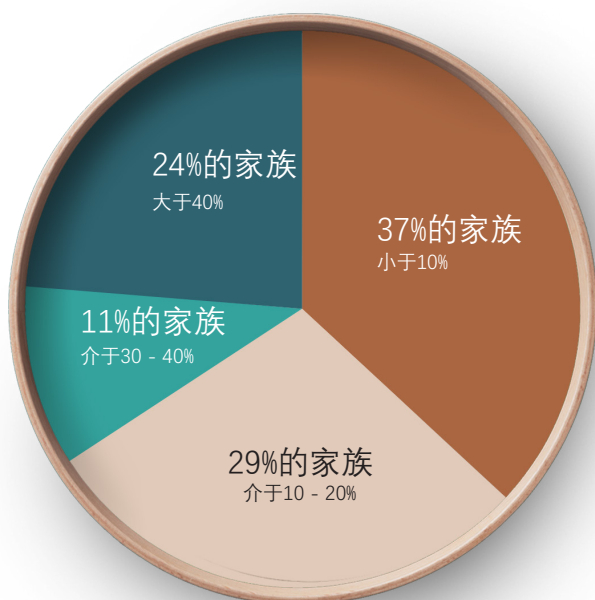


直接投资

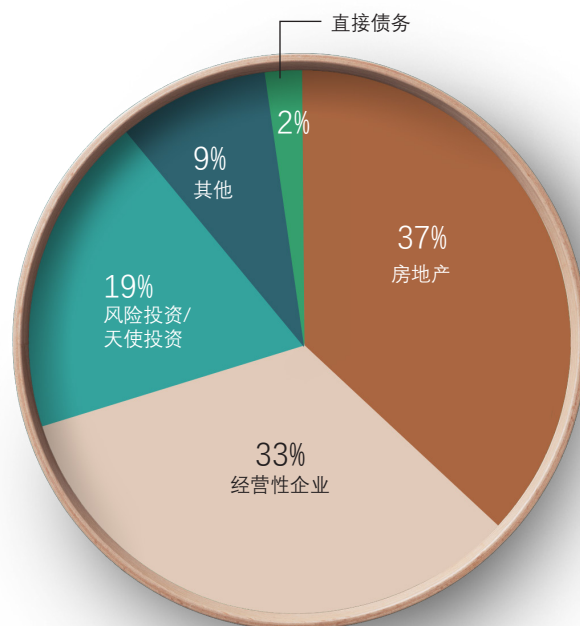
直接投资仍是家族办公室的主要关注点，其中约三分之一的受访者（29%）表示直接投资在其投资组合中的占比为10%至20%，另有三分之一（35%）受访者表示直接投资在其投资组合中的占比为30%以上。

直接投资几乎均匀分布于房地产（37%）和经营性业务（33%）。此外，风险投资占比日益增加，约占直接投资总额的20%，部分原因是家族办公室在经营性企业和房地产领域找不到足够有吸引力的机会。

直接投资在投资组合中的占比情况



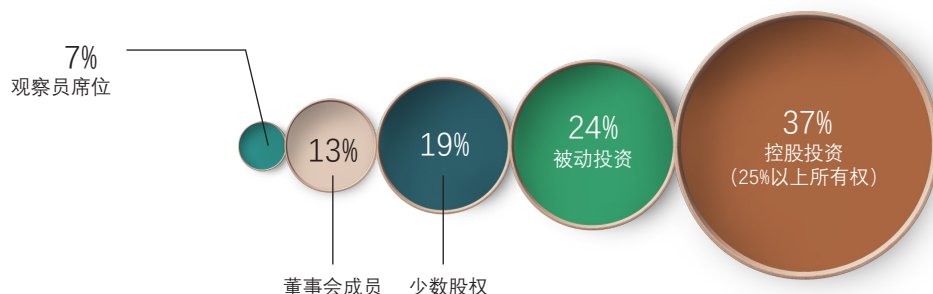
直接投资类型偏好



随着越来越多投资者追逐直接投资机会，家族办公室在直投股权类型的选择上变得很灵活，其中控股投资（25%以上的所有权）约占三分之一（37%），其次为被动投资和少数股权投资，分别占24%和19%。

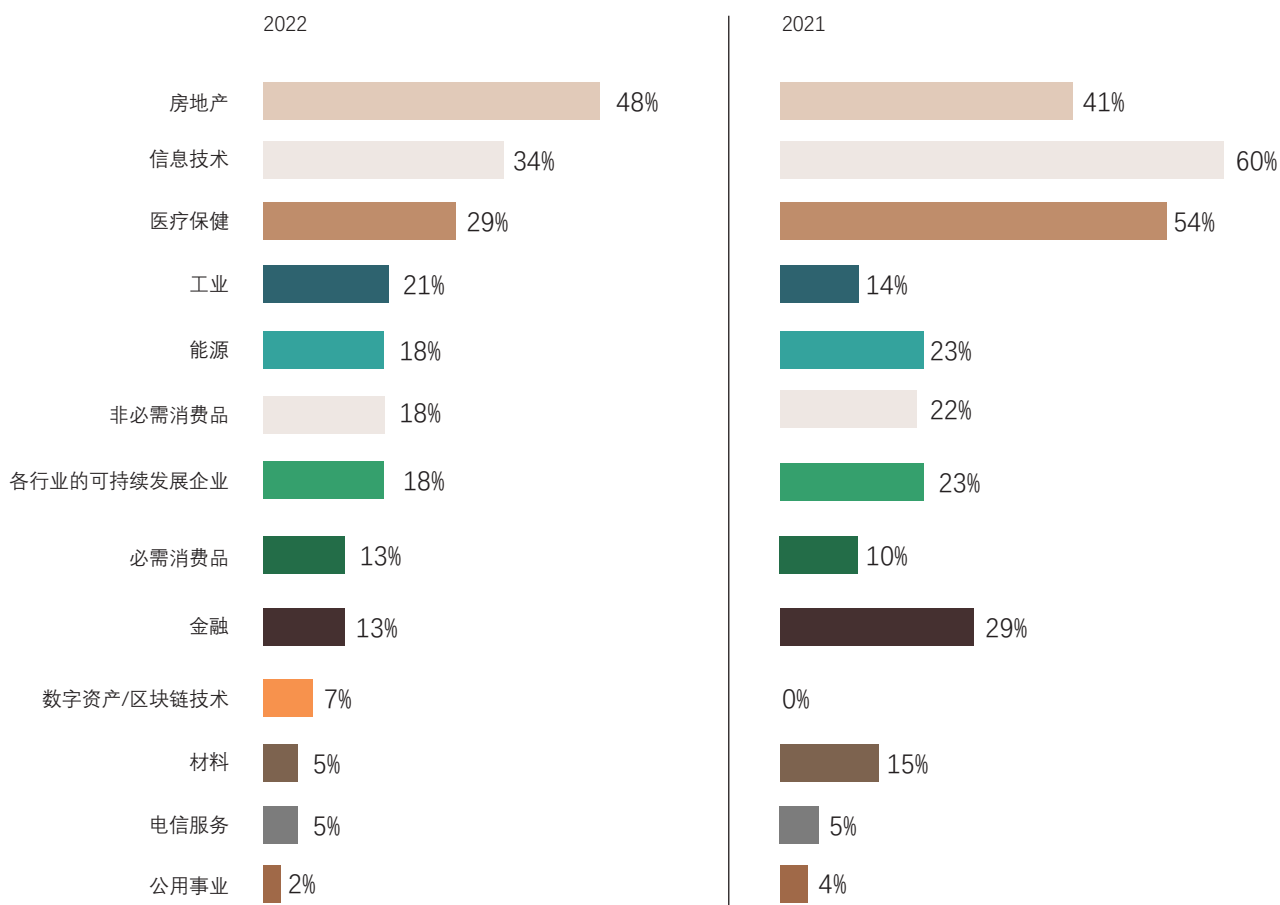
家族办公室对直投或跟投（72%）的偏好高于成立合资企业或合伙企业等其他另类投资方案。

直接投资股权类型偏好



就行业而言，房地产（48%）、信息技术（34%）和医疗保健（29%）是家族办公室直接投资的主要领域。

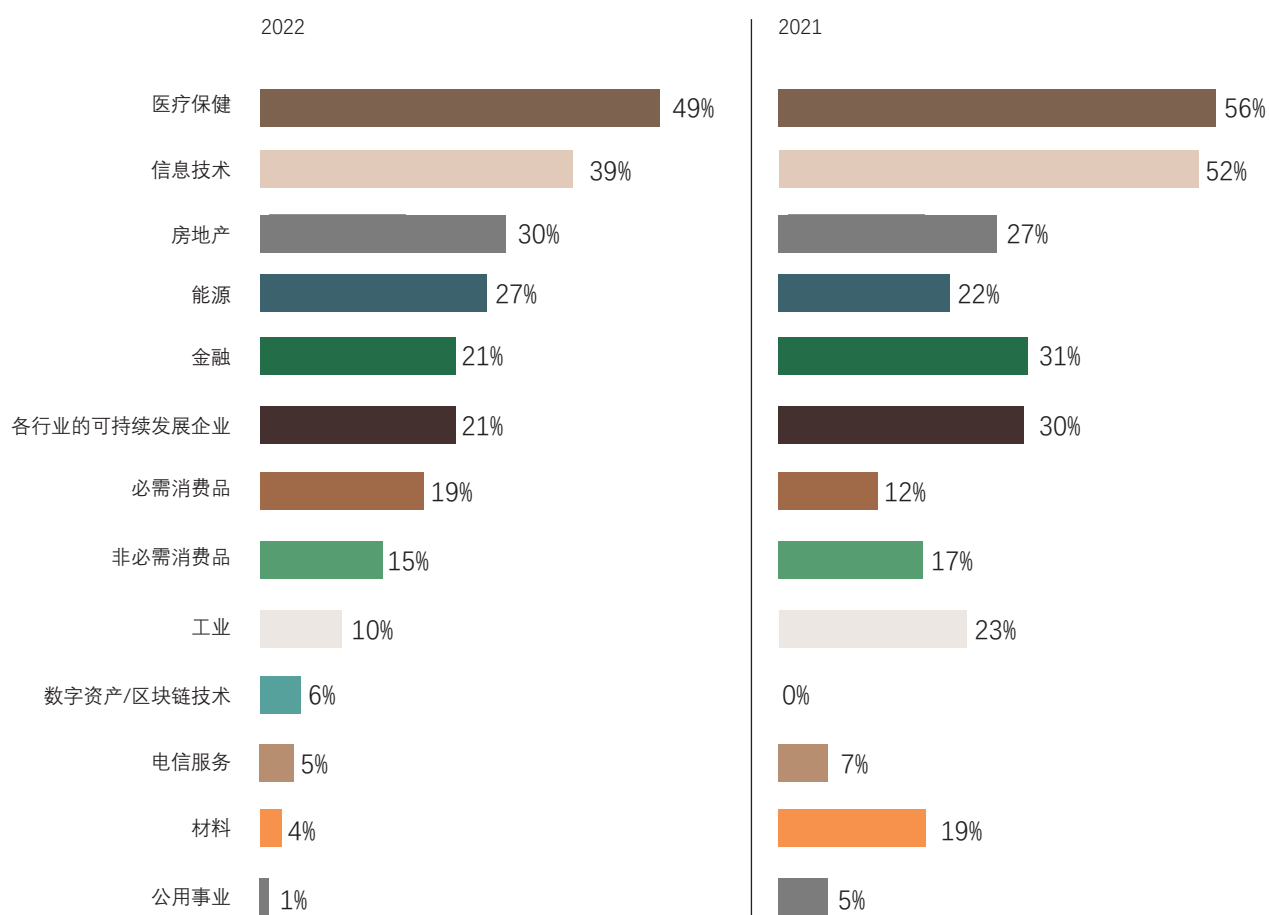
直接投资行业偏好



公开市场行业偏好

医疗健康（49%）、信息技术（39%）和房地产（30%）是2022年公开市场投资的三大首选行业，其次是能源（27%）和金融服务（21%）。在过去数年里，这些行业持续受到关注，变化相对较小。

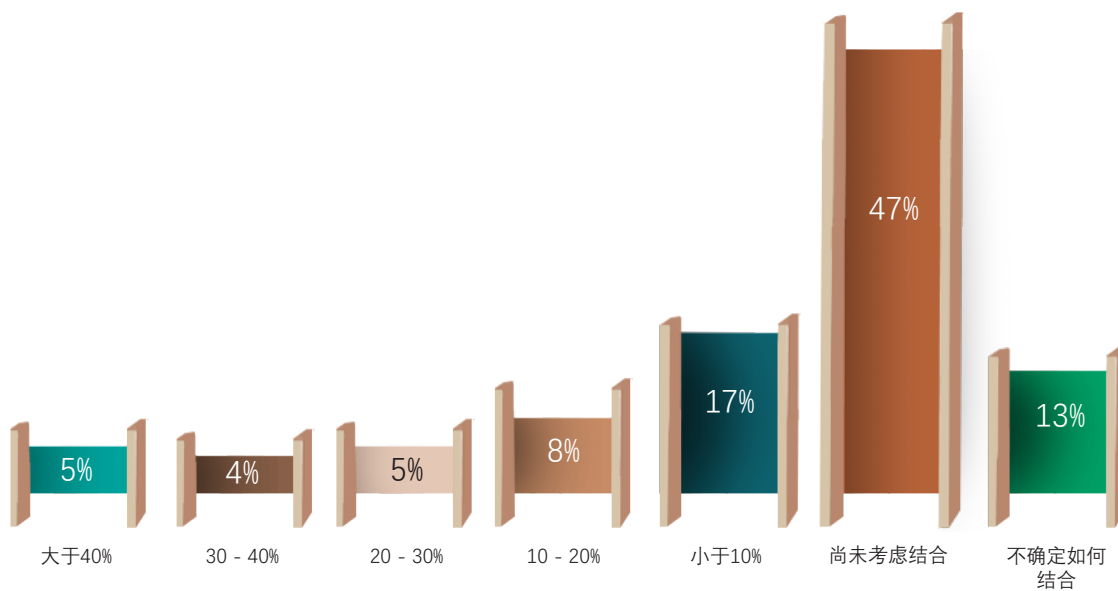
公开市场投资行业偏好



可持续发展和ESG投资

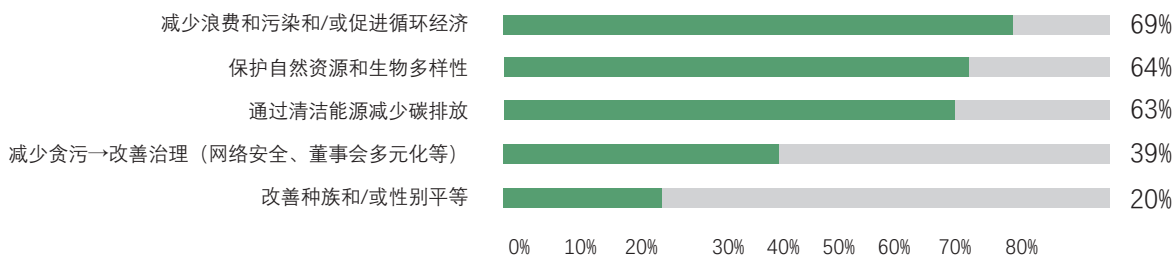
在可持续投资或ESG投资方面，将兴趣转化为行动很重要，因为60%的家族办公室仍未考虑将其部分投资组合与这些主题相结合，或不确定如何进行结合。与去年相比，今年这一状况并没有发生积极改变。考虑到媒体的大量报道以及企业界和政界领导人的积极表态，这可能是一个值得深入研究的难题。为了在投资组合中更好地纳入和量化可持续投资，可能需要对家族办公室开展更多宣传教育，因为13%的家族办公室尚不确定如何将可持续投资与其投资组合相结合。

投资组合与可持续发展和ESG原则的结合程度



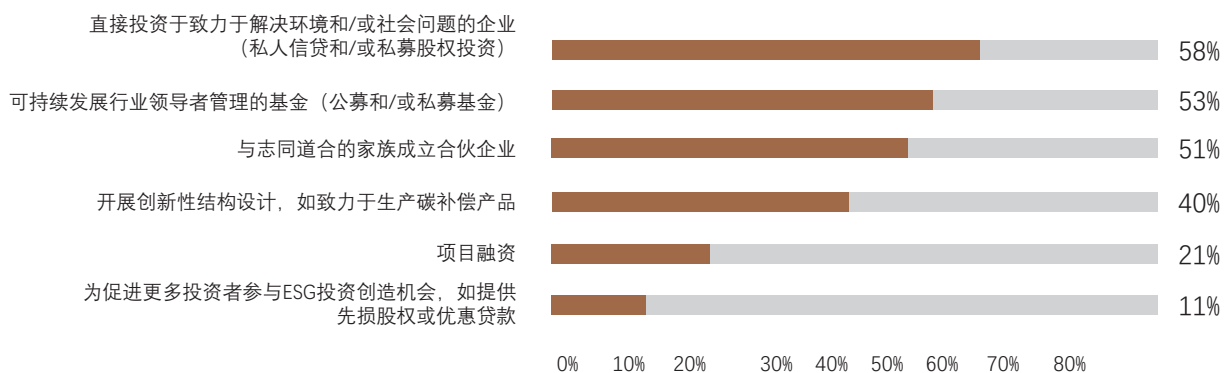
ESG投资需求依然主要集中在环境问题上，而社会问题方面的关注度还很滞后，这可能是由于环境方面的投资影响难以衡量。

除投资回报之外的其他重要ESG关注点



跟投或直投机会、私募市场，或者更广泛意义上的创新解决方案和合伙企业显示出最大的ESG投资潜力。这可能表明投资者倾向于将资本投入到具有明确和可衡量影响的机会中，家族办公室尤其能够利用其人脉与志同道合的家族合作获取交易。公益宣传和/或慈善事业是否能够纳入合作范畴，将是值得关注的一件事。

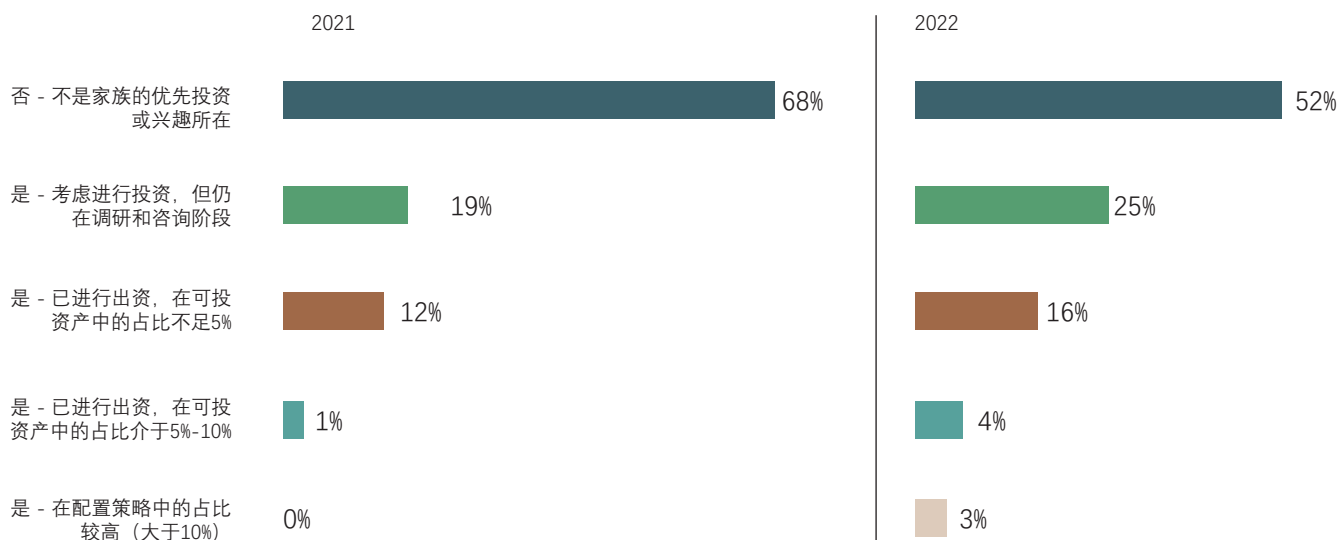
ESG投资类型偏好



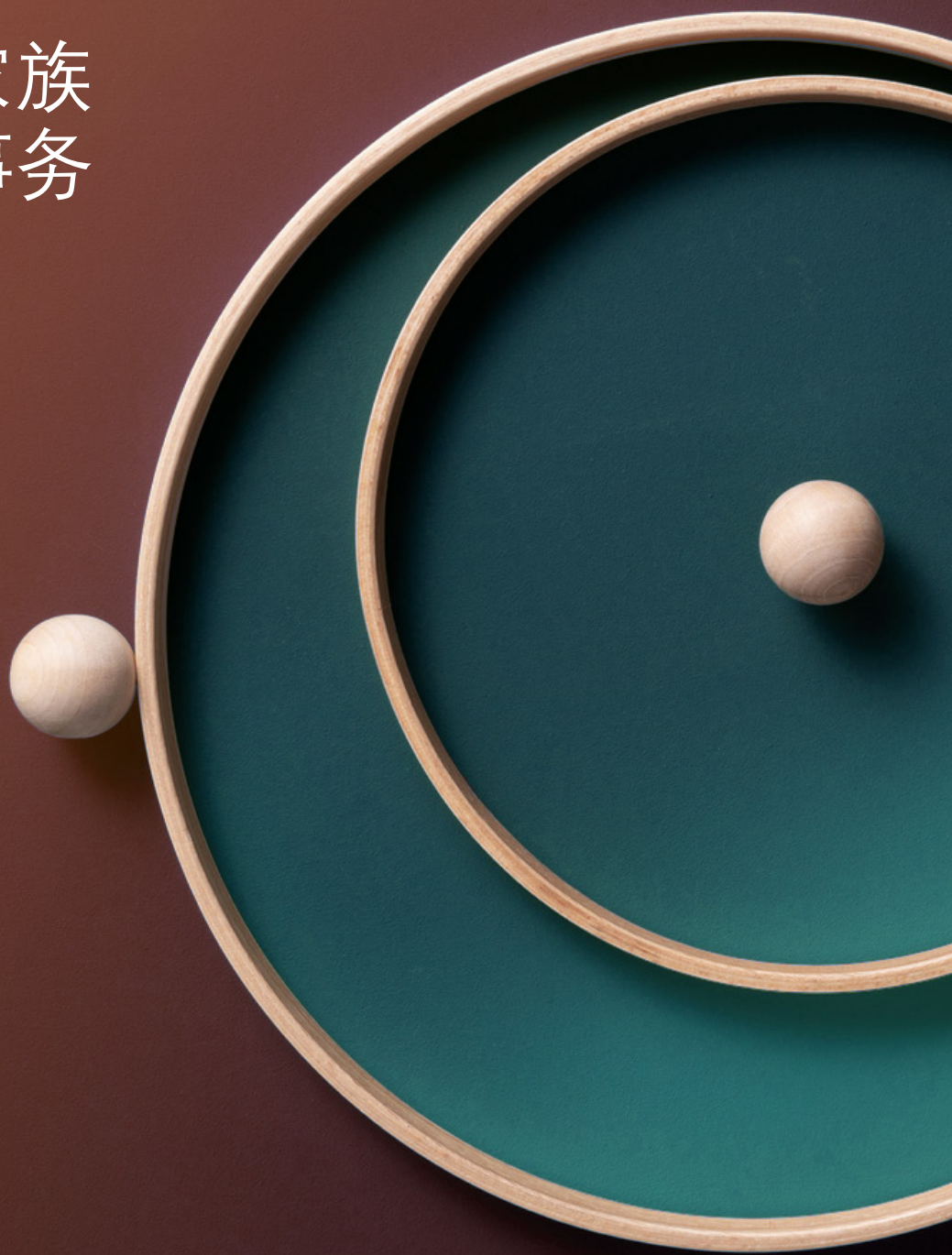
加密资产

正如预期的那样，家族办公室高管们已经花时间对加密资产的配置潜力进行了解和评估。他们似乎在完成调研后选择不加入该领域，或已退出该领域。2021年，51%的家族办公室表示加密资产并非家族的优先投资或兴趣所在，2022年这一数字增长至68%。处于调研阶段或已进行小额出资的家族数量也总共下降了10%。根据我们在“家族办公室领导力”活动期间收到的反馈，在加密资产领域，大多数家族办公室选择投资基础设施，而非加密货币本身。

是否投资、购买和交易加密资产？



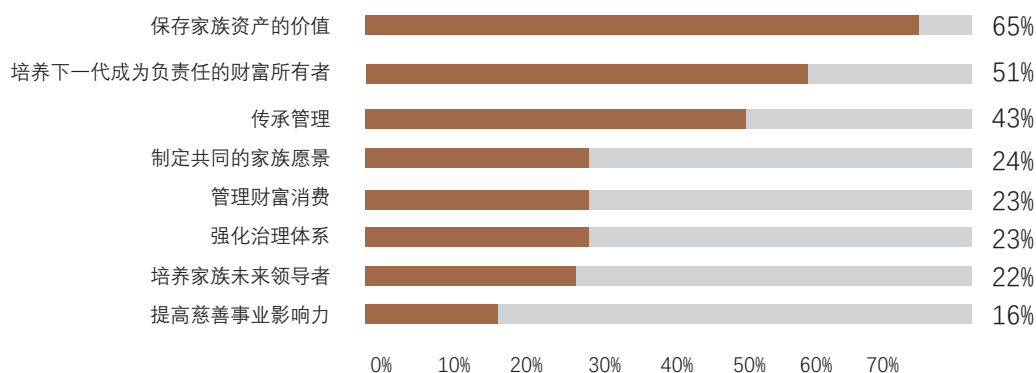
家族和家族 办公室事务



家族的主要担忧和传承管理

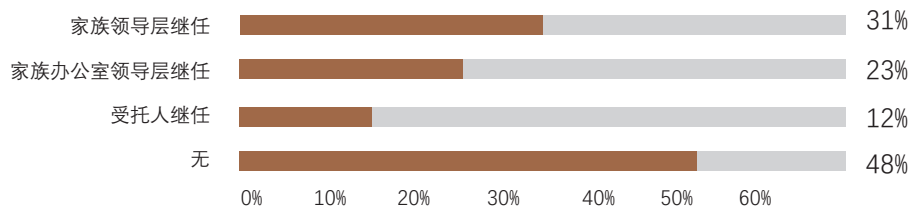
家族方面的前三大担忧超越了金融资产的范畴，分别为：保存家族资产的价值（65%）、培养下一代成为负责的财富所有者（51%）和传承管理（43%），这表明人们越来越意识到为家族准备财富和让给家族管理好财富的双重必要性。

家族和家族办公室方面的主要担忧



大多数受访者预计，家族、家族办公室或受托人层面的领导层继任将成为未来五年面临的关键转变，其中有些家族将同时面临多个传承，因此是否准备好在动荡时期应对这些关键拐点，将成为家族必须面对的重大考验。

未来五年的继任事件

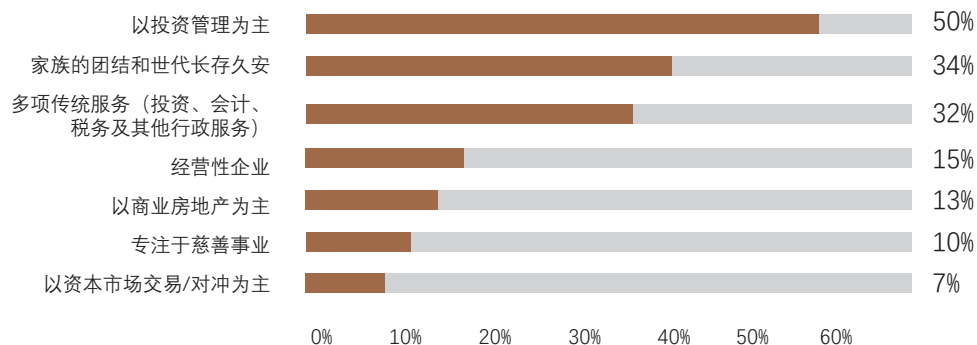


在“家族办公室领导力计划”活动现场，剑桥家族企业研究所的John Davis教授强调，家族企业正面临一场风暴：一方面，外部环境正在发生变化，包括环境退化、生态破坏、技术进步和数字颠覆、全球化和去全球化，以及社会经济和政治影响；另一方面，家族本身也在发生变化。他们接受了更好的教育，在地理位置上分布更为分散，在很多方面更加多元化，同时更加专注于满足个人需求和寻求个人成功。由于人类寿命增加，跨越三代或三代人以上的家族越来越多，家族成员在进行决策时必须变得更加透明和包容。在这一背景下，Davis教授推荐了五种有助于家族企业适应变化并取得成功的转型策略：1. 重新定位和赋能所有者；2. 准备随机应变；3. 加速数字化转型；4. 重视创造社会影响力；5. 带动和振兴家族。

随着时间的推移，家族办公室越来越注重家族的团结和世代长存久安

如今，家族办公室的主要关注点分为两大类：一类侧重于投资管理（50%），另一类侧重于家族的团结和世代长存久安（35%）。值得关注的是，随着家族财富从第一代（25%）转移到第二代及更多代（43%），维护家族团结和世代长存久安成为重中之重。

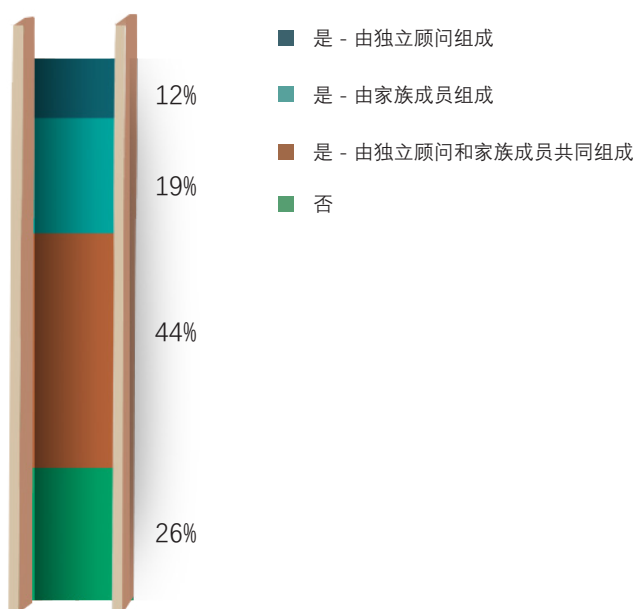
家族办公室的主要关注点



投资职能继续走向专业化

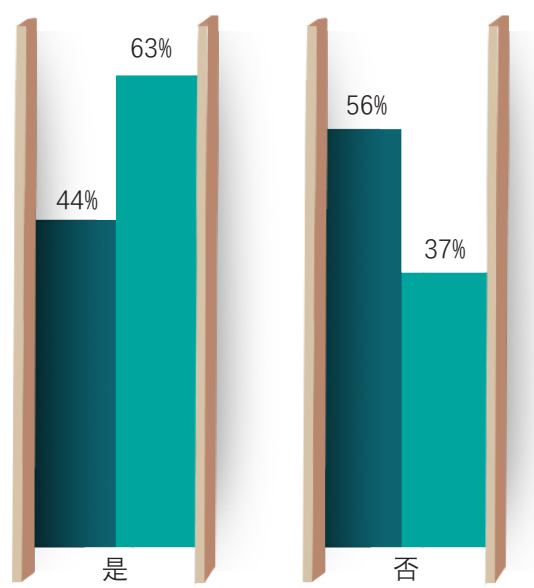
75%的家族办公室设有投资委员会或理事会，其中近一半(44%)由独立顾问和家族成员共同组成。

是否设立了投资委员会或理事会？



大部分(55%)家族办公室制定了积极的投资政策声明，但具体比例在不同代际间存在较大差异，取决于是第一代家族(44%)，还是第二代或第二代以上家族(63%)。

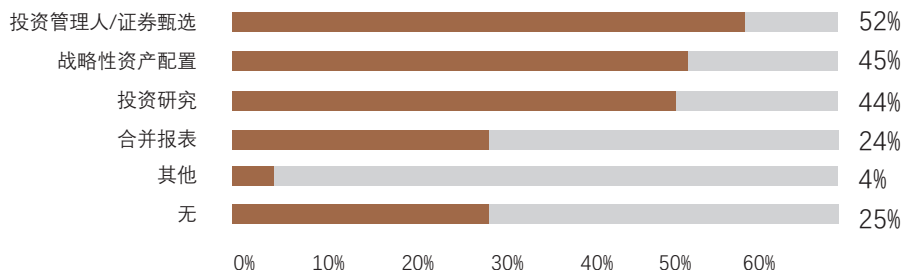
是否制定了投资政策声明？



- 第一代
- 第二代及以上

75%的家族办公室聘用了外部投资顾问，主要用于管理人甄选（52%）、战略性资产配置（45%）和投资研究（44%）。

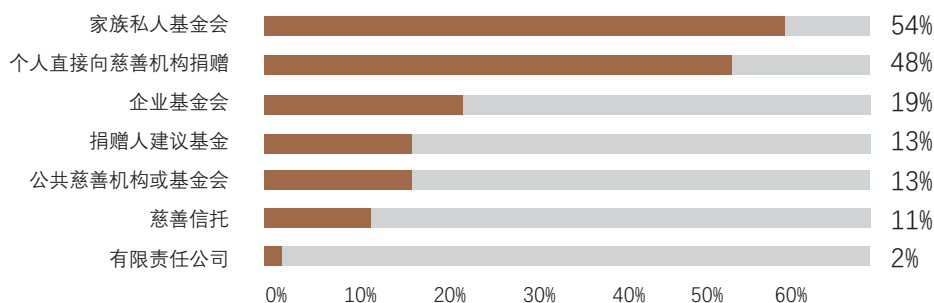
外部投资顾问服务



慈善事业

家族继续使用各种慈善捐赠工具促进慈善事业，其中家族私人基金会（54%）和个人直接向慈善机构捐赠（48%）是最受欢迎的两种方式。从以往上看，我们看到全球基金会的数量在增加，其中约65%集中在欧洲，35%集中在北美。在美国，个人向慈善机构进行捐赠的占比较高，或许家族可以考虑采取结构化的捐赠方式开展其慈善事业，这样可能获益更多。慈善资产捐赠的发展为慈善家资助他们关心的事业提供了更多资源，并使他们能够将投资策略与慈善使命和价值观保持一致，从而创造“双重底线影响力”。

慈善捐赠方式

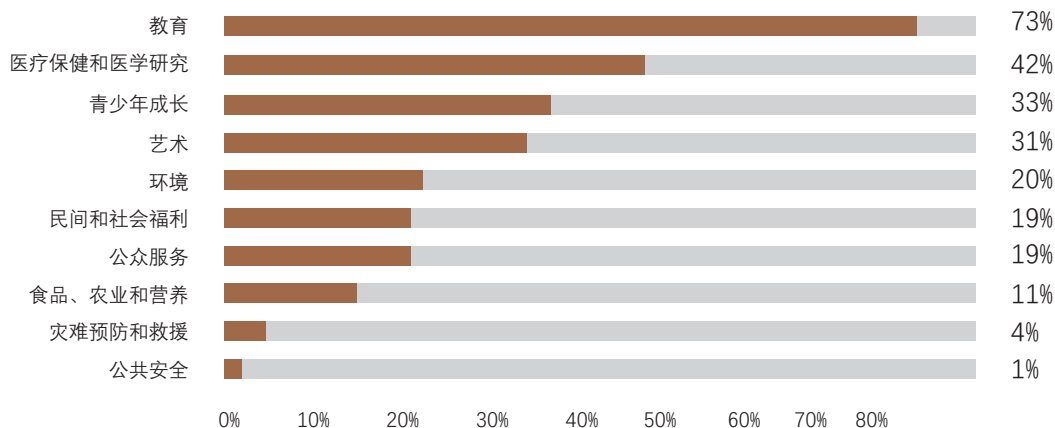


在我们不久前举办的“家族办公室领导力计划”活动上，有一场专题讨论谈到了“基于信托的慈善”这一话题。发言人向大家着重介绍，基于信托的慈善可解决捐赠者和非营利机构之间的权力平衡问题，并且可通过严格的方法加快取得成果。

基于信托的慈善也会将责任转移到资助者身上，要求其更好地了解其受赠者，而不是让受赠者证明慈善的效果。这一根本性转变将提高资助的适配性，并提升非营利机构的潜力，使其可更有效地履行使命担当、留住人才和实施长期策略。虽然每个家族都应当制定契合自身需求的慈善策略，但通过向同行学习获得启发、发现最佳实践或避免常见的错误，通常也会使家族获益。

最后，公益慈善最关注的前三大领域为教育（73%）、医疗保健和医学研究（42%）和青少年成长（33%），其次为环境（20%）。这与过去几年中排名最高的全球慈善重点领域相对一致，即教育是重中之重，其次是健康。慈善事业对青少年成长的关注，可能与疫情对青少年的巨大影响有关。随着财富代际转移的发展，捐赠领域或将发生转变，正在成为全球决策者的年轻慈善家们可能会越来越关注环保事业。

家族办公室慈善事业关注的领域



首席投资官观点



David Bailin和Steven Wieting（魏廷文）联合撰写

保持耐心和定力，构建富有韧性的投资组合

保持投资，已成为许多家族办公室成功领袖的特点。在2022年上半年几乎所有金融资产都经历了一段不同寻常的疲弱时期后，我们看到将资产配置转向高质量解决方案的成效开始显现。我们预计未来将出现盈利机会。

家族办公室的核心宗旨是帮助家族代代实现财富保值增值。在如此漫长的持有期内，难免经历风险资产的下跌年份，但同时也不乏处于领先地位的行业、主题和企业，远远跑赢市场，持续带来强劲回报。

由于我们已经经历了低迷时期，并且对全球经济持续增长抱有信心，因此我们对大部分资产类别的十年期回报预期也有所上升（见下页图1）。

绝大多数家族办公室专业人士将通货膨胀、对经济衰退的恐惧和地缘政治不确定性列为他们的三大经济担忧。这些担忧是未来面临的关键风险。出乎意料的是，对于未来12个月的投资组合回报前景，他们同样持乐观态度。近80%的家族办公室预计来年将获得正回报。

市场历史站在他们的一边。在过去的一个世纪里，美国股市连续多年下跌的情况只出现过八次。在过去60年中，每一次在股票和债券共同经历大幅下跌之后，美国债券市场都会迎来正回报。而对于美国股市，历史就没那么确定了。在五分之三的情况下，股市和债市双双下跌半年后，股市会迎来正回报。

尽管各国央行的不当施策可能会让美国/全球陷入衰退，但若说我们已经真正陷入经济衰退，市场认为言之过早。美国过去的衰退都伴随就业下降和企业利润下降。

而到目前为止，美国的就业和企业利润都在增长，只不过增速有所放缓（见下页图2和图3）。

更重要的是，虽然我们认为，过去一年，在外源性冲击和一次性政策刺激的影响下，全球已经出现了大规模通胀，而货币紧缩政策的影响似乎远未完全显现。

图1. 战略回报预期：2022年年初和2022年年中

	2022年 战略回报预期	2022年年中 战略回报预期
全球股票	4.2%	6.2%
全球债券	2.0%	3.6%
现金	0.9%	1.5%
发达市场股票	3.8%	5.6%
新兴市场股票	8.1%	9.9%
投资级债券	1.8%	3.4%
高收益债券	2.6%	5.1%
新兴市场债券	3.6%	5.9%
现金	0.9%	1.5%
对冲基金	4.1%	6.2%
私募股权	11.6%	14.9%
房地产	8.8%	9.4%
大宗商品	1.5%	2.0%

资料来源：花旗全球财富投资全球资产配置团队。
 2022年年中战略回报预期基于截至2022年4月30日的数据。2022年战略回报预期基于截至2021年10月31日的数据。全球股票包括发达市场股票和新兴市场股票。全球债券包括投资级债券、高收益债券和新兴市场债券。战略回报预期以美元计价，所有预期仅作为观点参考，如有变化，恕不另行通知，亦非对未来事件之保证。战略回报预期并不保证未来业绩。



图2：美国失业人数：月度变化（千人）

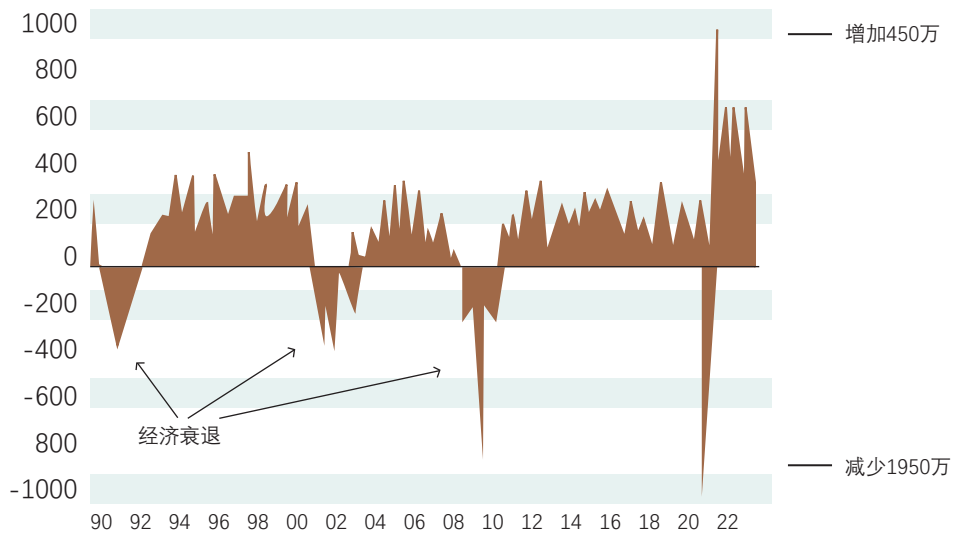
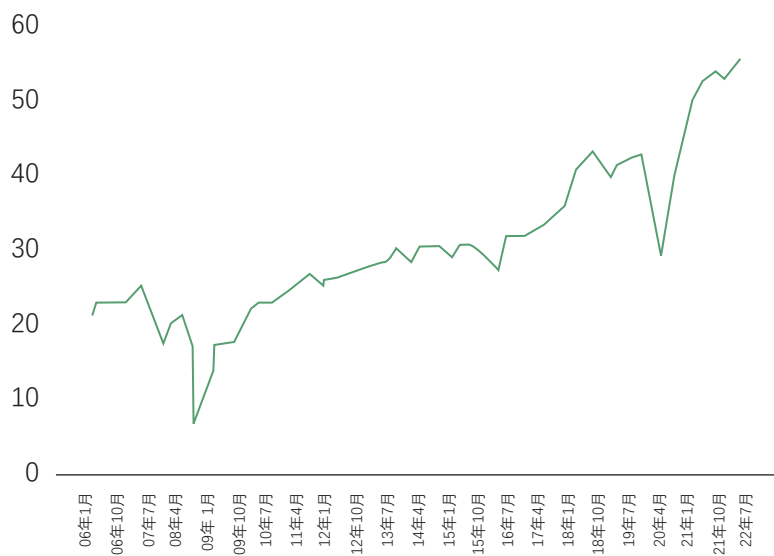


图3：标普500每股盈利水平



资料来源：HaverAnalytics，截至2022年7月27日。
过往表现并非未来业绩的保证。实际结果可能会有所不同。投资者无法直接投资指数。指数仅用于展示说明。

家族办公室首席投资官们认为，市场波动和混乱为他们专注优质投资，打造更具韧性的投资组合提供了机会，我们深以为然。在未来增长放缓时期，投资级债券收益率的急剧上升带来了适当的增持机会（我们的中等风险全球投资组合从当初减持11%全球债券，变为如今的增持10%美国债券）。债券收益率是价值回归的体现，也反映了债券所具有的抵御投资组合风险的核心配置职能（见图4和图5）。

再来看股市，我们认为当前的市场混乱与2020年不同。当时，经济活动和企业利润迅速下跌至极低的水平。如今，随着新冠疫情的冲击逐渐消退，刺激资金大量投入，企业利润有望上升。小盘股和高收益债等多种高风险资产的定价已反映经济衰退的影响。在短时间内，我们比较容易发现已经反映经济崩溃影响的投资。当前我们增持的主要持仓包括小盘股、新兴市场资产和带杠杆的商业房地产。

不幸的是，美国企业利润已处于高位，随着各国央行抑制需求，美国企业利润将面临很大的风险。虽然我们不一定认为会发生经济崩溃，但未来经济疲软期的深度和持续时间仍不明朗。随着美联储缩减贷款规模，高杠杆实体未来可能陷入困境。

我们将持续专注于股票和固定收益领域的优质收益型资产。当市场进入新的周期性加速期或资产价格处于极低水平时，我们将酌情提高投资组合的风险。

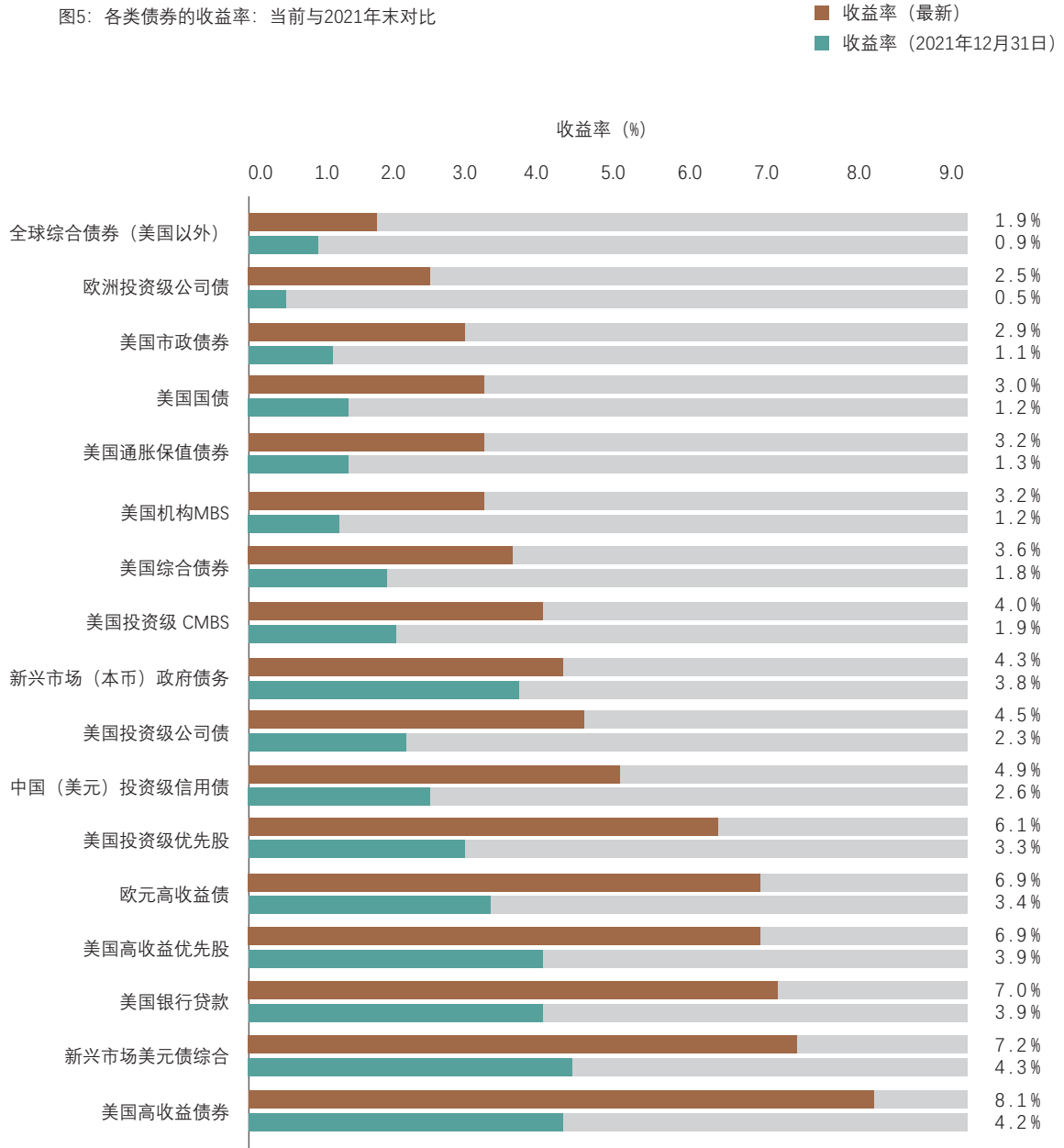
图4：美国投资级公司债（BBB评级）和投资级优先股的收益率



资料来源：彭博社，截至2022年7月27日。

基于下列指数：ICE美银美国投资级机构资本证券指数、彭博美国BBB级公司债指数。投资者无法直接投资指数。指数仅用于展示说明。过往表现并非未来业绩之指标。

图5: 各类债券的收益率: 当前与2021年末对比



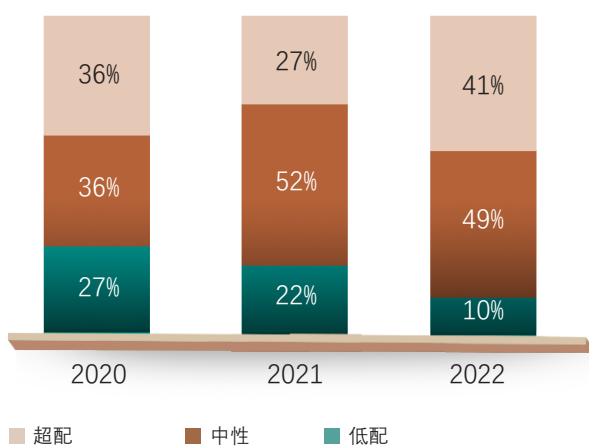
资料来源: 彭博社, 截至2022年7月27日。

投资者无法直接投资指数。指数仅用于展示说明, 并不代表任何特定投资的业绩。过往表现并非未来业绩的保证。实际结果可能会有所不同。

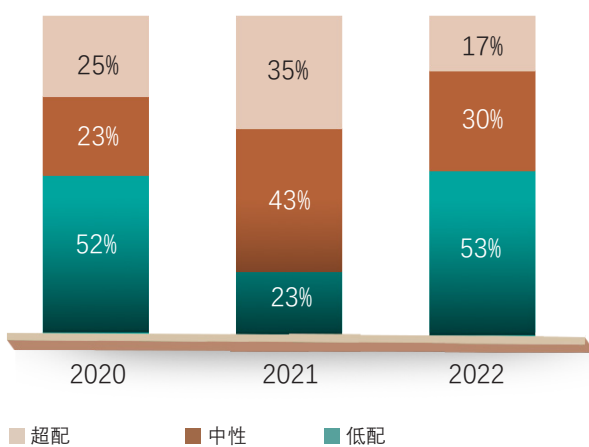
多年期资产类别情绪

下图所示为以往三届调查（2020-2022年）报告中显示的资产类别情绪

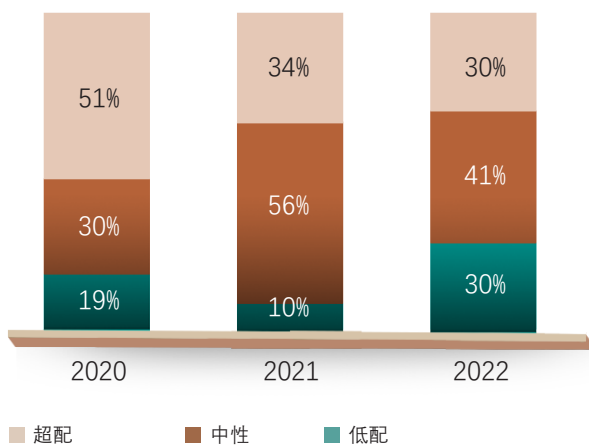
现金



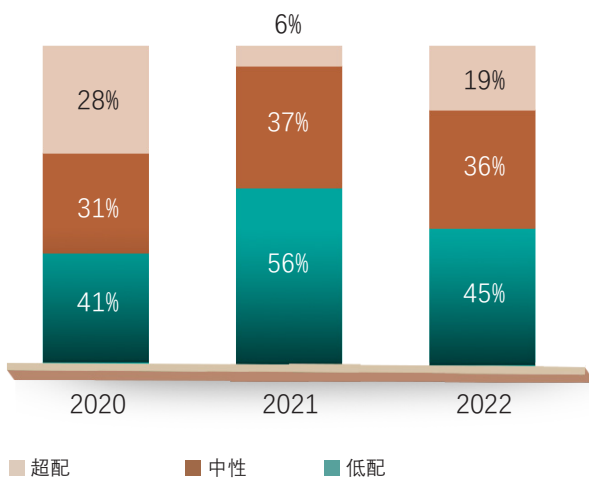
全球新兴市场股票



全球发达市场股票

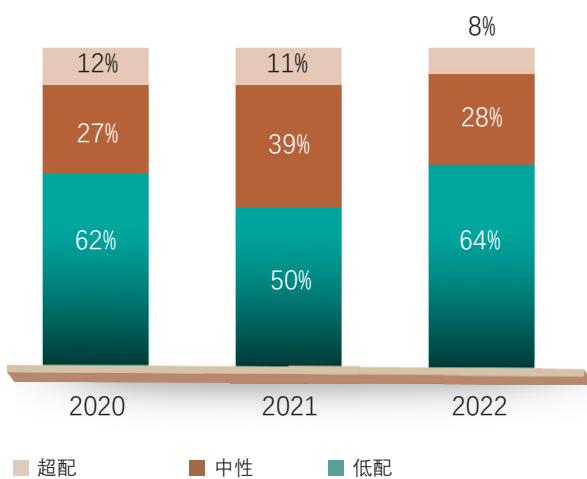


固定收益

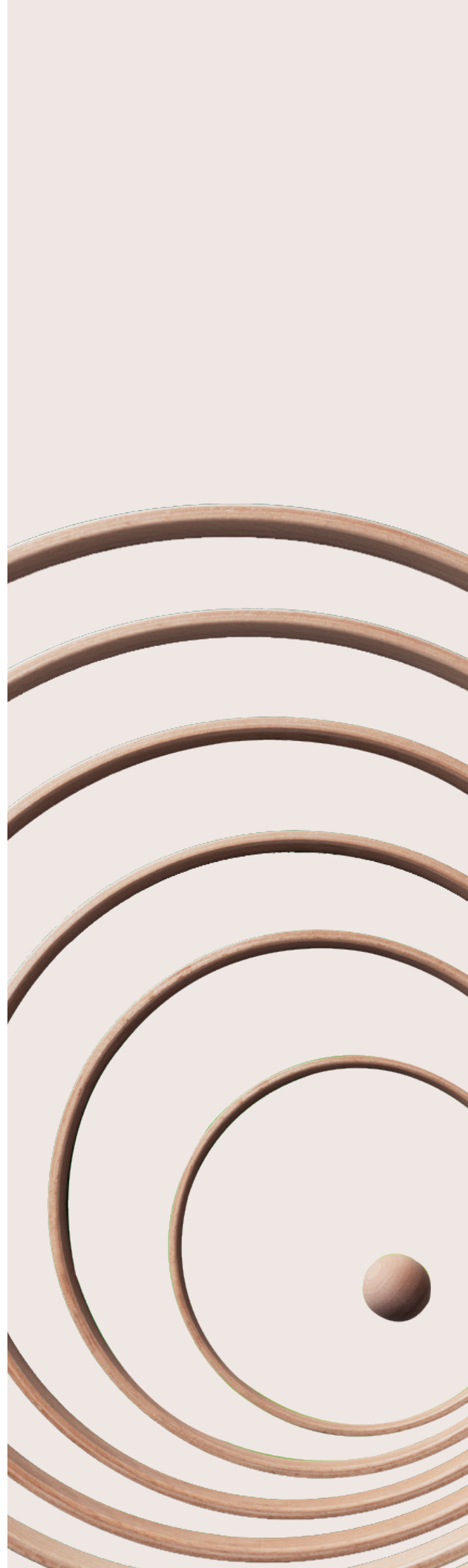
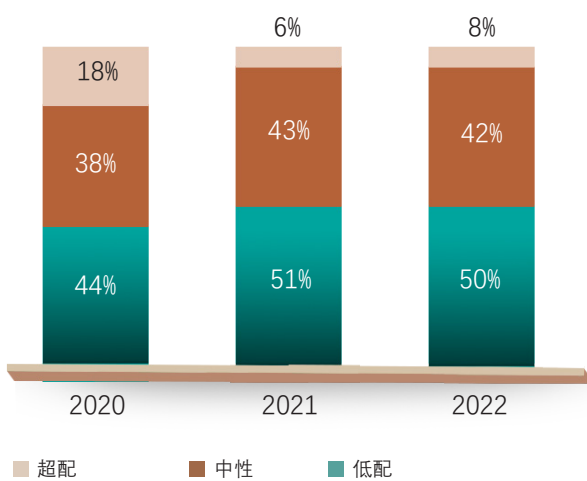


由于四舍五入，百分比加总可能不等于100%。

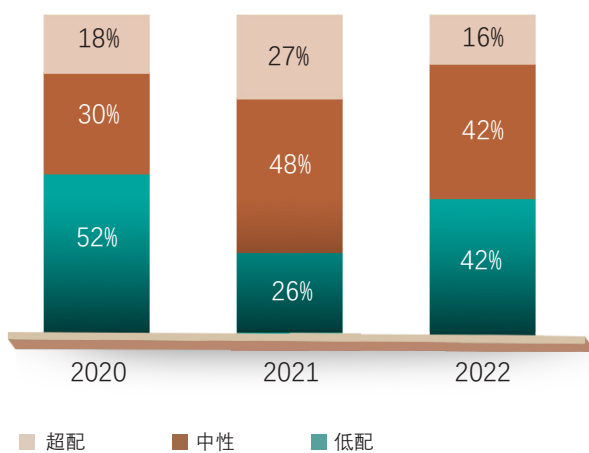
新兴市场固定收益



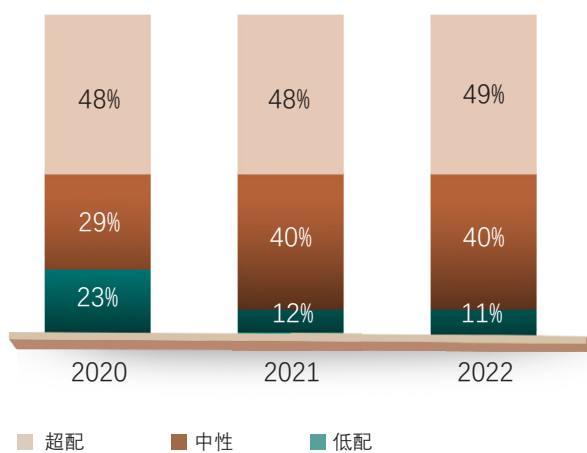
全球发达市场高收益公司债



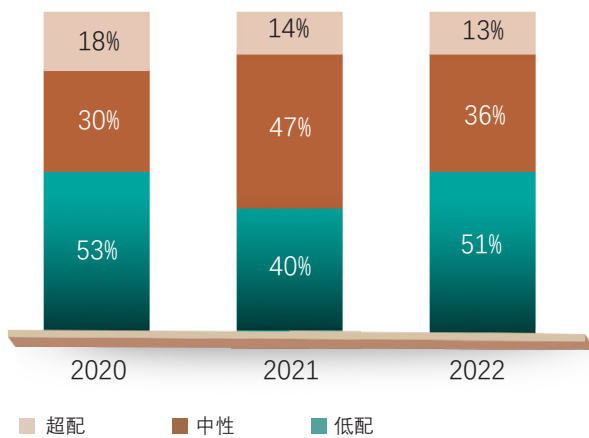
大宗商品



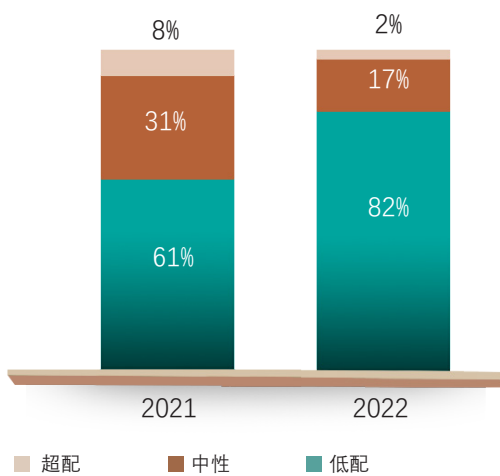
私募股权



对冲基金

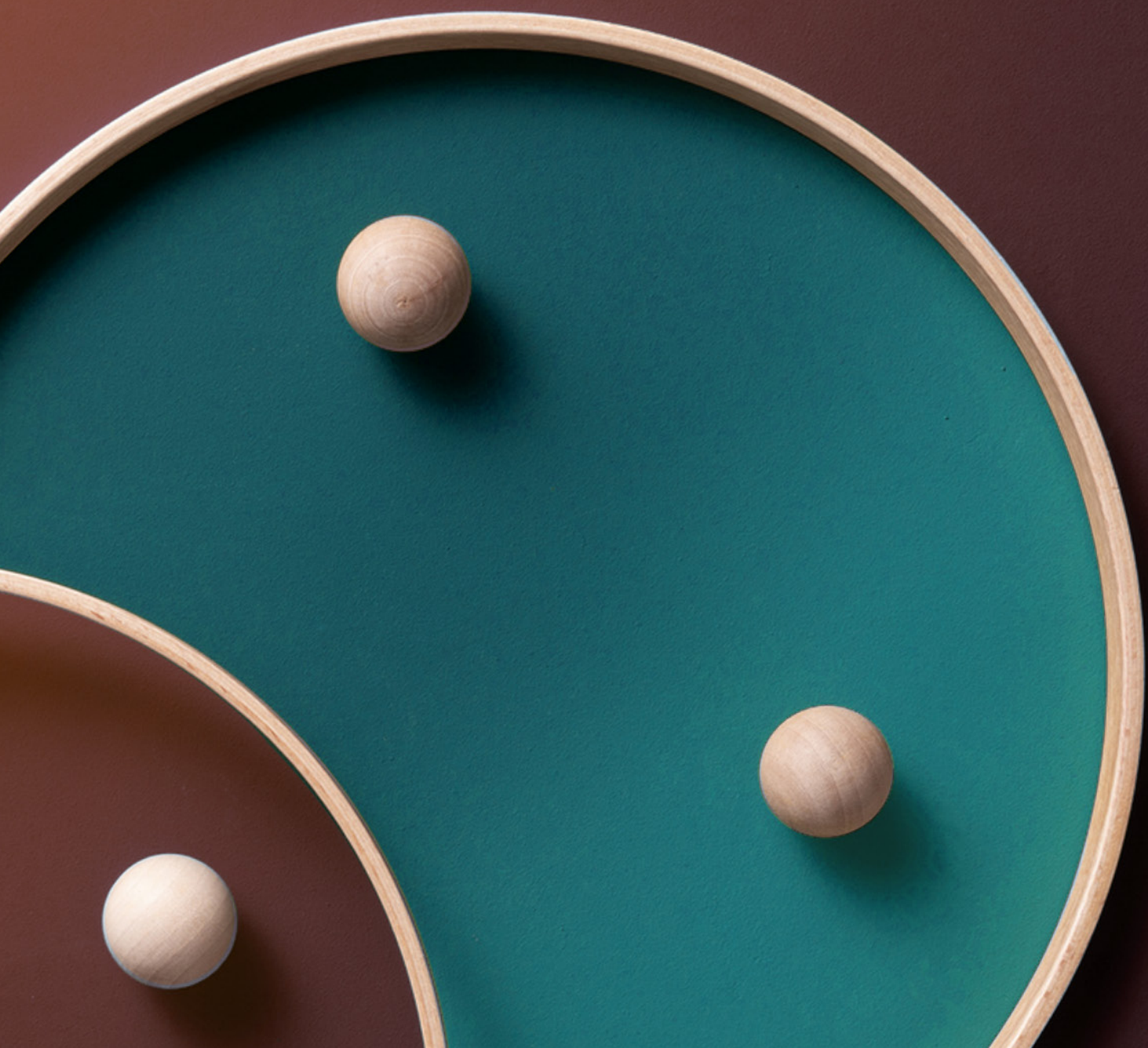


加密资产



由于四舍五入，百分比加总可能不等于100%。

调查细节说明

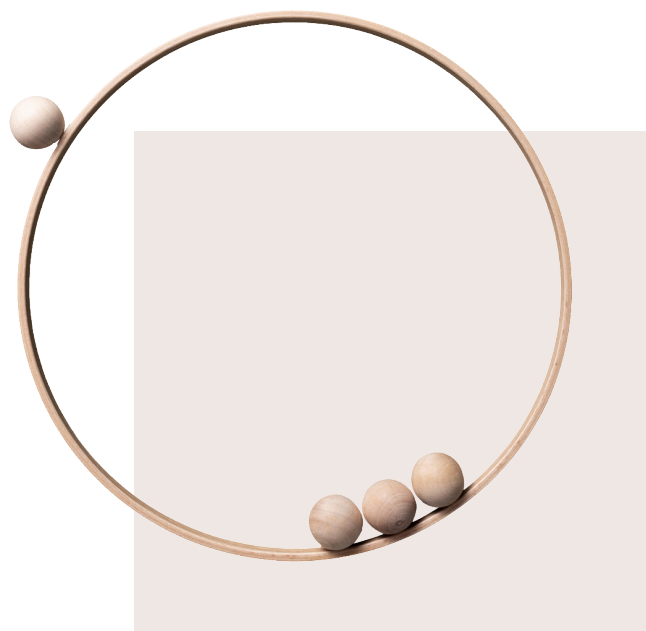


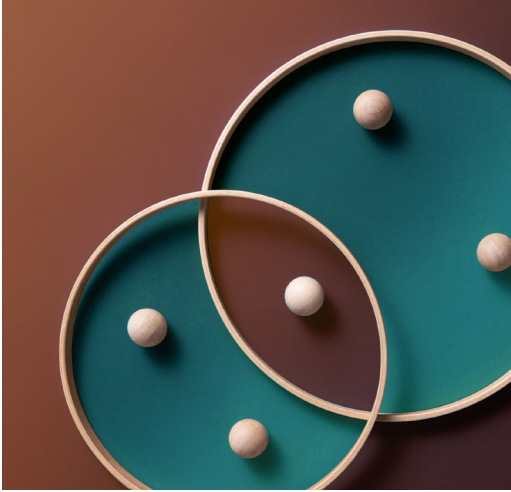
花旗私人银行于2022年6月6日至8日在线下举办了“2022年家族办公室领导力计划”活动，在此期间我们发起了2022年家族办公室调查。该活动结束后，花旗私人银行将调查问卷发送给其全球家族办公室客户，以征集反馈，征集时间截止于7月8日。

此次调查包括30多个问题，旨在衡量2022年初宏观经济逆风和市场波动后客户的投资情绪和投资组合行动。调查收到了近200名参与者的回复，其中126人完成了问卷，本报告综合了完成调查的受访者的回答。

在126名家族办公室受访者中，123名选择透露其家族办公室的主要地理位置。从受访者透露的地域上看，调查共收到74份北美受访者的回复，占总数的60%。拉美受访者占17%，其次为亚太和欧洲、中东和非洲，各占11%。

为了便于统计和填写问卷，调查的估值货币单位为美元。在全部受访家族办公室中，资产管理规模大于20亿美元的占12%；资产管理规模介于10亿至20亿美元之间的占18%；资产管理规模介于5亿至10亿美元之间的占17%；资产管理规模介于2.5亿至5亿美元之间的占24%；资产管理规模小于2.5亿美元的占29%。





鸣谢

主要作者

Alexandre Monnier, 家族办公室服务与网络全球主管
Ajay Kamath, 家族办公室服务与网络董事

研究与分析

Alan Rios, 家族办公室业务组副总裁
Zack Weinstein, 家族办公室业务组分析师
Ritika Chekuri, 家族办公室业务组实习生

供稿人

Ida Liu, 花旗私人银行全球主管
David Bailin, 花旗全球财富投资首席投资官
Steven Wieting (魏廷文), 首席投资策略师兼首席经济学家

市场营销和编辑

Jane Miglierina Dmeca Maddox Dominic Picarda

媒体联络人:

Gabriel Morales, 花旗环球公共事务部
718-248-7029
gabriel.morales@citi.com

术语表

资产类别定义：

现金体现为美国3个月期限国债的总收益，即对美国财政部发行、以美元计价、三个月期限且交易活跃、具固定利率的名义债券的衡量。

大宗商品涵盖多种指数成分：GSCI贵金属指数、GSCI 能源指数、GSCI 工业金属指数和 GSCI 农产品指数，分别跟踪贵金属（如黄金、白银）、能源类大宗商品（如石油、煤炭）、工业金属（如铜、铁矿石）及农产品类大宗商品（如大豆、咖啡豆）在不同市场的投资表现。路透杰富瑞CRB现货价格指数和汤森路透核心大宗商品CRB超额回报指数为逐月调整的大宗商品期货价格的算术平均值，用于补充历史数据。

新兴市场硬货币固定收益以富时新兴市场国债指数（ESBI）为代表，涵盖硬货币新兴市场国债。

全球发达市场企业固定收益基于多个彭博巴克莱指数组合而成，这些指数跟踪7个本地货币市场的投资级债券。这一综合指数包括来自发达市场发行人发行的投资级公司债券。

全球发达市场股票基于多个MSCI指数组合而成，这些指数跟踪23个发达市场国家的大/中/小盘股代表，并按各国的市值分别赋予权重。这一综合指数涵盖上述各国约95%的自由流通量调整市值。

全球发达市场投资级固定收益基于多个彭博巴克莱指数组合而成，这些指数跟踪20个本地货币市场的投资级债券。该指数组合涵盖发达市场发行人发行的固定利率国债、政府相关的债券、投资级公司债和证券化债券。美国、英国和日本的当地市场指数用于补充历史数据。

全球新兴市场固定收益基于多个彭博巴克莱指数组合而成，这些指数跟踪拉美、欧洲中东非洲以及亚洲地区的19个不同市场、以本地货币计价、采用固定利率的新兴市场主权债券。“iBoxx亚债中国国债”为Markit公司编制的iBoxx亚债指数，成分为以人民币计价的中国债券，用于补充历史数据。

全球高收益固定收益基于多个彭博巴克莱指数组合而成，这些指数跟踪以美元、英镑和欧元计价的非投资级固定利率企业债。如果穆迪、惠誉和标普给出的评级分别为Ba1/BB+/BB+或以下（不包括新兴市场债），则该证券被归类为高收益证券。

Ibbotson高收益指数是涵盖投资级以下BB-B级信用评级范围内所有不同期限的债券的宽基指数，用于补充历史数据。

对冲基金涵盖采用不同投资风格的基金管理人，具有不同的子类别特征，包括HFRI股票长短仓策略：以股票和股票衍生证券为主的好仓/淡仓配置；HFRI信贷策略：企业固定收益证券配置；HFRI事件驱动型投资策略：基于当前或估计未来可能进行的各种企业交易对公司进行配置；HFRI相对价值投资策略：基于多种证券的估值差异进行配置；HFRI多策略：基于收益关联产品的利差进行配置；HFRI宏观策略：基于基础经济变量变化及其对不同市场的影响进行配置；巴克莱商品交易顾问指数：拥有4年以上业绩记录存续项目（商品交易顾问）的综合表现。

高收益银行贷款是指银行或其他金融机构向公司或个人发放的融资债务。在公司破产情况下，贷款金融机构对借款人资产拥有合法索取权。这些贷款通常由公司资产担保，并且通常由于公司信用不良（非投资级）而支付高收益证券。

私募股权的特点在于由发达市场细价股驱动，并针对流动性匮乏、行业集中度和高杠杆进行调整。

指数定义：

彭博巴克莱美国公司债券指数衡量投资等级、固定利率、应税企业债券市场，包括由美国和非美国工业、公用事业和金融发行人公开发行的以美元计价的证券。

彭博巴克莱美国国债指数衡量美国财政部发行的以美元计价的固定利率名义债券。

富时全球指数是衡量全球股票市场表现的股市指数，1986年启用，涵盖47个国家的13,100多家公司。

MSCI AC 亚洲（日本除外）指数收集亚洲3个发达市场国家*（不包括日本）和9个新兴市场国家* 中2个国家的大中型业绩代表。该指数包含1,187只成分股，涵盖各国约85%的自由流通量调整市值。

MSCI中国指数涵盖了中国A股、H股、B股、红筹股、P股和外国上市（例如ADR）的大盘和中盘股。该指数含 704 个成分股，涵盖了中国此类股票市场约 85% 的股票。

MSCI新兴市场指数涵盖了24个新兴市场国家的大中盘股。该指数包括837个成分股，涵盖上述各国约85%的自由流通量调整市值。

MSCI新兴市场欧洲、中东和非洲指数涵盖了欧洲、中东和非洲（EMEA）11个新兴市场国家*的大中盘股。该指数包括173个成分股，涵盖上述各国约85%的自由流通量调整市值。

MSCI新兴市场拉丁美洲指数跟踪拉丁美洲5个新兴市场国家的大中盘股代表。该指数包含113个成分股，涵盖每个成分国约85%的自由流通量调整市值。

MSCI欧洲指数跟踪欧洲15个发达国家市场的大中盘股代表*。该指数包含437个成分股，涵盖欧洲发达市场股票总量中85%的自由流通量调整市值。

MSCI全球新能源指数包含50%或以上营收来自新能源产品和服务的发达国家和新兴市场大中小盘股。

MSCI世界能源指数包含23个发达市场国家和27个新兴市场国家的大中盘股。根据全球行业分类标准（GICS），指数中的所有股票都被归入能源类别。

MSCI全球所有国家指数是全球旗舰股票指数，全面覆盖23个发达市场和27个新兴市场的大中型股。截至2020年11月，该指数覆盖11个行业逾3,000只成分股，涵盖每个市场约85%的自由流通量调整市值。

VIX指数或芝加哥期权交易所（CBOE）波动率指数是反映市场对30天前瞻性波动率期望的实时指数，衍生自标普500指数期权的输入价格。

其他术语：

适应性估值策略是花旗私人银行自有战略性资产配置方法。该策略为每个客户的投资组合确定适宜的长期配置方案。

相关性是衡量两种资产或两种资产类别价格变动关联程度的统计指标，衡量范围为-1到1。相关性为1代表完全正相关，意味着两种资产永远同向变动。相关性为-1代表完全负相关，意味着两种资产永远反向变动。相关性为0代表不相关，意味着两种资产变动互不影响。

欧盟（EU）是由欧洲27个成员国组成的政治和经济联盟。

国际能源机构（IEA）是1973年石油危机后在经合组织框架内成立的自治政府间组织，旨在促进能源消费者的利益。

伦敦银行同业拆放款利率（LIBOR）是银行之间相互拆借资金的利率。它被用作大额金融合同的参考利率。

经济合作与发展组织（OECD）是一个政府间的经济合作及发展组织，有38个成员国，旨在推动经济进步和全球贸易发展。

夏普比率衡量调整风险后的回报率，以每单位偏差产生的超额回报表示，常用于展示风险水平。

特殊目的收购公司（SPAC）是指无经营业务但在证券交易所上市的空壳公司，以收购私人公司为目的，并不遵循常规的首次公开发行股票（IPO）流程上市。

信息披露

花旗私人银行是Citigroup Inc. (花旗集团) 旗下业务单位, 通过花旗集团内的银行和非银行关联机构, 为客户提供广泛的产品和服务。并非所有关联机构或地点皆提供所有的产品和服务。在美国地区, 投资产品及服务是通过花旗环球金融有限公司 (CGMI) (FINRA、SIPC之会员), 和花旗私人顾问有限公司 (Citi Advisory), (FINRA、SIPC之会员) 所提供。花旗环球金融有限公司的帐户业务由Pershing LLC执行, 该公司为FINRA、NYSE及SIPC之会员。花旗环球金融有限公司、花旗私人顾问有限公司和花旗银行皆为受花旗集团控管之关联机构。

在美国以外地区, 投资产品和服务由花旗集团的其他关联机构所提供。投资管理服务 (包括投资组合管理) 通过花旗环球金融有限公司 (CGMI)、花旗私人顾问有限公司、花旗银行以及其他关联顾问业务提供。

本文件仅供参考。所有观点如有变化, 恕不另行通知。本文所表达的观点可能和花旗其他业务部门表达的观点不一致, 不应成为对未来事件的预测或对未来业绩的保证。

尽管本文件信息均来自可靠来源, 但花旗集团及其关联机构并不保证数据的正确性及完整性, 并毋须对因其使用所导致的任何直接损失或后果负责。

花旗银行伦敦分行 (注册编号为BR001018) 地址为 Citigroup Centre, Canada Square, Canary Wharf, London E145LB, 由美国货币监理署授权并接受其监管, 并由英国审慎监管局授权。受金融行为监管局监管并受审慎监管局部分监管。如有需要, 我们可为您提供有关我们受审慎监管局监管的具体情况。花旗银行伦敦分行的联系电话是 +44 (0)20 7508 8000。

本文件由花旗银行 (瑞士) 股份公司 (注册地址为Hardstrasse 201, 8005 Zurich)、花旗银行苏黎世分行 (注册地址为Hardstrasse 201, 8005 Zurich) 或花旗银行日内瓦分行 (注册地址为2,Quai de la Poste,1204 Geneva) 发送。花旗银行 (瑞士) 股份公司以及花旗银行苏黎世和日内瓦分行由瑞士金融监管局 (FINMA) 授权和监管。

花旗银行欧洲有限公司 (英国分行) 是花旗银行欧洲有限公司的分支机构, 由欧洲中央银行授权并接受爱尔兰中央银行和欧洲中央银行规管。花旗银行欧洲有限公司 (英国分行) 接受金融行为监管局的规管以及审慎监管局的部分监管。如有需要, 我们可为您提供有关我们受审慎监管局监管的具体情况。花旗银行欧洲有限公司 (英国分行) 是在英格兰及威尔士公司注册处作为分支机构注册, 注册分支机构编号为BR017844。其注册地址为Citigroup Centre, Canada Square, Canary Wharf, London E14 5LB。增值税号: GB 429 6256 29。花旗银行欧洲有限公司在爱尔兰注册, 编号为132781, 注册办事处位于1 North Wall Quay, Dublin 1。花旗银行欧洲有限公司受爱尔兰中央银行规管。最终拥有人为位于美国纽约的花旗集团。

花旗银行欧洲有限公司卢森堡分行在卢森堡商业和公司注册处注册, 编号为B 200204, 是花旗银行欧洲有限公司的分支机构。该分行接受欧洲中央银行和爱尔兰中央银行的联合监管。此外还接受卢森堡金融业监督委员会 (CSSF) 作为东道成员国主管当局实施的有限规管, 并在CSSF注册, 编号为B00000395。其营业办事处位于31, Z.A.Bourmicht, 8070 Bertrange, Grand Duchy of Luxembourg。花旗银行欧洲有限公司在爱尔兰注册, 公司注册编号为132781。该公司受爱尔兰中央银行规管, 参考编号为C26553, 并且受欧洲中央银行监管。其注册办事处位于1 North Wall Quay, Dublin 1, Ireland。

在泽西行政区, 本文件是由花旗银行泽西分行分发, 该分行注册地址为PO Box 104, 38 Esplanade, St Helier, Jersey JE4 8QB。花旗银行泽西分行受泽西金融服务委员会规管。花旗银行泽西分行是泽西银行储户赔偿计划 (Jersey Bank Depositors Compensation Scheme) 的参与方。该计划为合格存款提供最高50,000英镑的保障。任意5年内最高赔偿总额限制为100,000,000英镑。关于该计划的完整详情及涵盖的银行群体, 请访问泽西行政区网站www.gov.je/dcs获取, 亦可根据要求提供。

在加拿大, 花旗私人银行隶属花旗银行加拿大分行, 为加拿大第二类特许银行。本文中提及花旗私人银行及其在加拿大的活动仅指代花旗银行加拿大分行, 而非花旗银行加拿大分行在加拿大经营的关联机构或子公司。花旗银行加拿大分行投资基金有限公司 (Citibank Canada Investment Funds Limited; "CCIFL") 作为花旗银行加拿大分行的全资子公司, 可提供部分投资产品。投资产品面临投资风险, 包括可能损失所投资本金。投资产品不受加拿大存款保险公司 (CDIC)、美国联邦存款保险公司 (FDIC) 或任何法律辖区的存款保险制度承保, 花旗集团及其所有关联机构亦不提供担保。本文件仅为提供信息参考, 不在任何法律辖区对任何人构成出售或购买任何证券的要约。本文件可能进行更新、完善、修订、核实和修正, 因此文中所含信息可能发生重大变更。对因使用本文件所含信息 (包括疏忽或其他行为导致的错误) 而产生的任何直接、间接、附带、特殊或从属性损害, 包括利润损失, 花旗集团及其关联机构以及任何高管、董事、雇员、代表或代理人概不承担任何责任。花旗银行加拿大分行投资基金有限公司 (CCIFL) 目前并非也无意成为加拿大共同基金交易商会 (MFDA) 成员; 因此, 花旗银行加拿大分行的客户并不具有该协会会员机构客户享有的投资者保护福利, 包括为该协会会员机构客户提供的投资者保护计划。

花旗银行香港/新加坡分行是根据美国法律成立的有限责任组织。本文件由花旗私人银行通过花旗银行香港分行在港派发, 花旗银行香港分行受香港金融管理局监管。与本文件内容有关的问题, 应咨询上述机构的注册或持证代表。本文件同时由花旗私人银行通过花旗银行新加坡分行在新加坡派发, 花旗银行新加坡分行受新加坡金融管理局监管。与本文件内容有关的问题, 应咨询上述相关机构的注册或持证代表。本文件只提供给在香港登记和/或托管的客户; 本文件并无其他任何声明可免除、排除或限制客户依据适用法律法规享有的任何权力或者花旗银行依法承担的任何义务。花旗银行香港分行并无意图依赖本文件中与其依据《证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则》应承担之义务不相符合或错误描述提供给客户之实际服务的任何条文。

艺术品咨询服务/产品不可由新加坡银行家在新加坡进行推介, 亦不可在新加坡登记。

花旗银行在美国注册成立, 依据美国法律规定由美国货币监理署和美国联邦储备系统为其主要监管机构, 与澳大利亚法律规定有所不同。花旗银行无需持有 2001 年《公司法》规定的澳大利亚金融服务牌照, 因为其享有ASIC类别规则03/1101 (ASIC Class Order CO 03/1101) (重新制定为"2016/396号ASIC公司 (废止和过渡) 文件" (ASIC Corporations (Repeal and Transitional) Instrument 2016/396), 并经"2022/623号ASIC公司 (修正) 文件" (ASIC Corporations (Amendment) Instrument 2022/623) 扩展) 项下的豁免权益。

花旗集团及其关联机构不提供税务或法律意见。客户应根据自身特定情况向独立税务顾问咨询。若本文件或任何附件涉及税务事宜, 其目的并非供纳税人用于并且纳税人不得将其用于规避法律可能施加的处罚。

© 2022 花旗集团。版权所有。花旗 (Citi)、Citi及弧线设计图案和其他在此使用的标志, 皆为花旗集团或其关联机构所拥有的服务商标, 且已在全世界注册及使用。

www.citiprivatebank.com

花旗私人银行，服务环球公民

Private Bank 