

大类资产组合专题报告

财富管理与资产配置新时代

2013 年 9 月 24 日，星期二

全球财富总值保持强劲增长，中国海外大类资产配置需求持续升温

资产定价的主因子是宏观因子，系统性风险

财富管理的本质是资产配置

财富管理与资产配置的新时代

李重阳

九方宽客资本大类资产组合部产品设计师

电话：0755-83877751

传真：0755-83877759

手机：15815544281

邮箱：lichongyang9@163.com

地址：深圳滨河大道 5022 号联合广场 A 座 42 楼

引言：

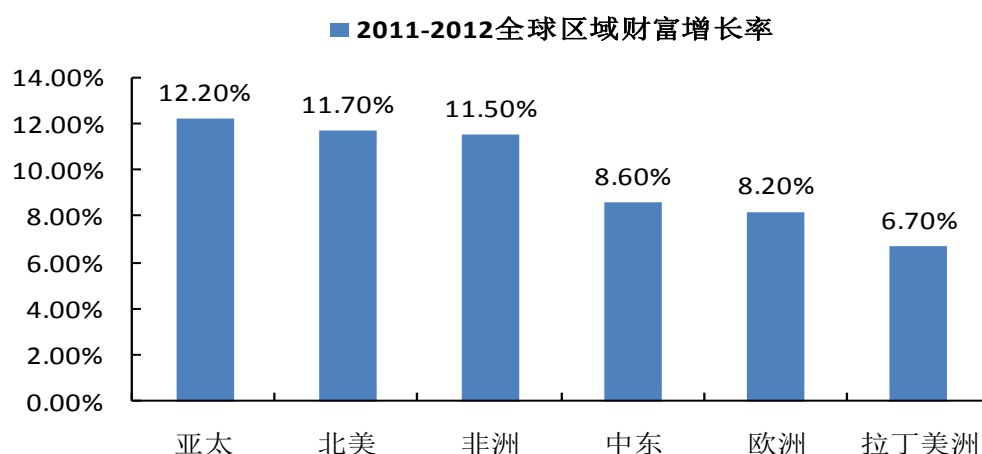
中国财富总值及高净值人群可投资资产保持强劲增长，随着全球经济一体化的发展，投资者对国外信息的逐步了解，中国的财富管理市场对于海外资产配置的需求越来越大。而与此相对应的是中国海外投资工具和产品的供不应求，市场空间巨大。

研究表明，投资组合收益的主要来源是基于全球宏观背景下的大类资产动态配置，宏观经济因素成为金融资产风险定价的主因子，越来越受到市场的关注。

当前，全球政治格局、全球经济格局、全球金融格局包括全球产业链正在发生重组。在此背景下，尽管人民币没有实现完全的国际化，通过全球大类资产配置为投资者实现保值增值已经成为一种潮流，中国已经到了财富管理资产配置的新时代。

全球财富总值保持强劲增长，中国海外大类资产配置需求持续升温

根据研究报告显示，全球富裕人士（拥有至少 100 万美元可投资资产）的可投资财富在 2012 年强劲增长。富裕人士人数在 2012 年增长 9.2%，增加至 1200 万人；财富总值增长 10.0%，达到 46.2 万亿美元。其中，得益于区域内许多国家的强劲增长，亚太地区的财富总值增长率达到了 12.2%，为增长最快的地区。

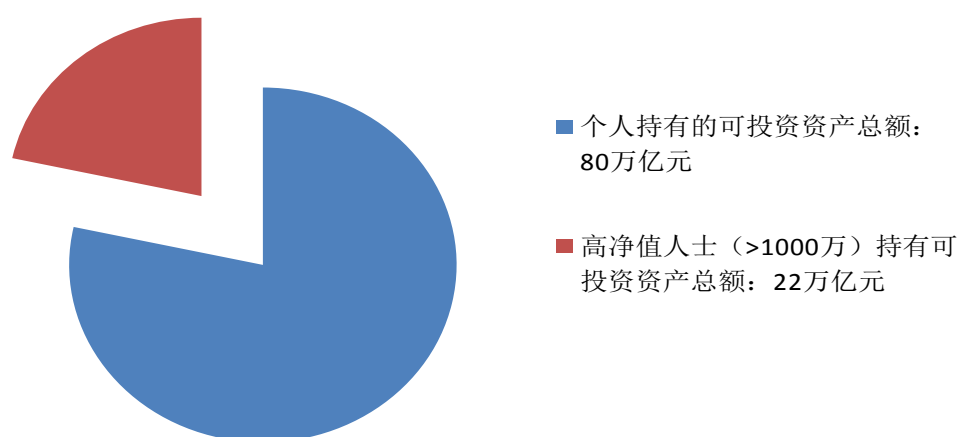


数据来源：凯捷、RBC《2013全球财富报告》

2012 年中国个人持有的可投资资产总体规模达到 80 万亿人民币，2010-2012 年均复合

增长率达到 14%。高净值人群（可投资资产超过 1000 万人民币）规模逐年增大，2012 年中国的高净值人群数量已经超过 70 万人，增速达到 18%，高净值人群持有可投资资产达到 22 万亿人民币。

2012年中国个人可投资资产市场概况



数据来源：招商银行、贝恩《2013中国私人银行财富报告》

随着全球经济一体化的迅速发展，各国之间的信息、贸易交流越来越频繁，资本流动的全球化也必然成为一种趋势。国内的投资者对国外的了解逐步加深，他们开始更多的关注于国际资本市场，投资需求也向多区域、多元化的大类资产配置转变。有报告称，中国的境外投资年均复合增长率达到 25%，超过整体财富市场的增长率。高净值人群在投资理念上更加理性，风险偏好更加稳健，同时资产配置需求也越来越多元化。而中国金融市场整体规模相对于发达国家市场来说还比较小，可供投资的金融产品种类较少，通过全球配置可以为中国的投资者提供更多的选择机会；其次，全球范围内的资产配置可以有效的分散风险，如果仅仅投资于国内的市场，就会在资产组合中存在单一市场的系统风险。因此，中国的财富管理市场对于海外市场的资产配置有着巨大的需求。

而与此日益增长的需求相不匹配的是国内海外市场投资工具和产品的匮乏。例如宏观对冲基金是以大类资产配置为基础的，通过对宏观经济趋势的分析，指导资产的组合投资。William Sharp（1981）的研究指出，资产配置是投资决策中最重要的一环；西方的学者通过对市场的实证研究表明，资产配置可以解释投资组合中超过 90% 的收益来源。因此，投资者在进行投资组合时，就会更多的关注全球市场中的各种大类资产的组合配置。

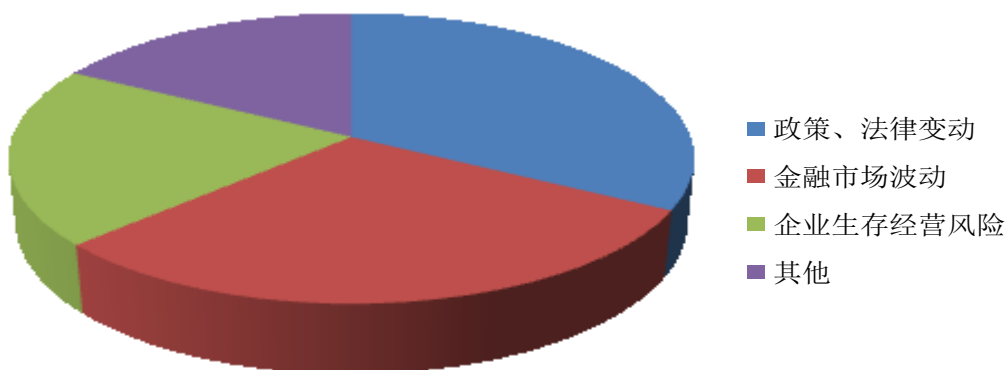
“在欧美等成熟资本市场，私人银行中超级大客户以及大家族的家庭管家（欧洲称

FAMILY OFFICE)一直将宏观对冲基金特别是全球宏观对冲基金产品作为其基本配置的产品之一，而中国大陆还未有一家正式的全球宏观对冲基金发起与管理机构。中国在该方面存在大量的市场空间。”（引用于九方宽客资本商业计划书）

资产定价的主因子是宏观因子，系统性风险

在经济学发展早期，宏观分析更多的是关注国家战略、企业战略，后来才逐渐开始为金融市场服务。而人们对宏观分析与金融市场的关系的认知和理解也是在逐渐变化。在过去，人们认为金融和宏观是分开的，由此带来了人们对诸如阿罗德布鲁一般均衡及马科维茨资产组合这样的经典理论的简化和误读：人们错误的将资产的概念狭义化，把资产局限于个股；因此在应用方面，人们总是在追求分散个股风险，忽略系统性风险。而实际上马克维茨理论里的资产概念是很广泛的，它可以涵盖一切资产，也包括人力资本。2009 年美国金融工程师年会有个演讲主题：《一般均衡框架下资产定价》，得出的结论是资产定价的主因子是宏观因子，是系统性风险，而非个股风险。当投资组合中的资产足够多样化时，非系统性风险几乎完全被分散，系统性风险将会成为投资组合的最主要风险。而事实上，高净值投资者也越来越关注政策变动及金融市场波动带来的风险。在对中国高净值人群的调查报告中显示，该人群对于财富保障风险的关注度主要集中在政策及金融市场两个方面。

中国高净值人群财富保障风险关注度



数据来源：招商银行、贝恩《2013中国私人银行财富报告》

因此，在过去 50 年的金融经济学常常将金融和宏观经济学分析分开，其实是“拣了芝麻丢了西瓜”。在全球化和信息化的今天，全球宏观因素在资产定价中占主导，宏观经济分

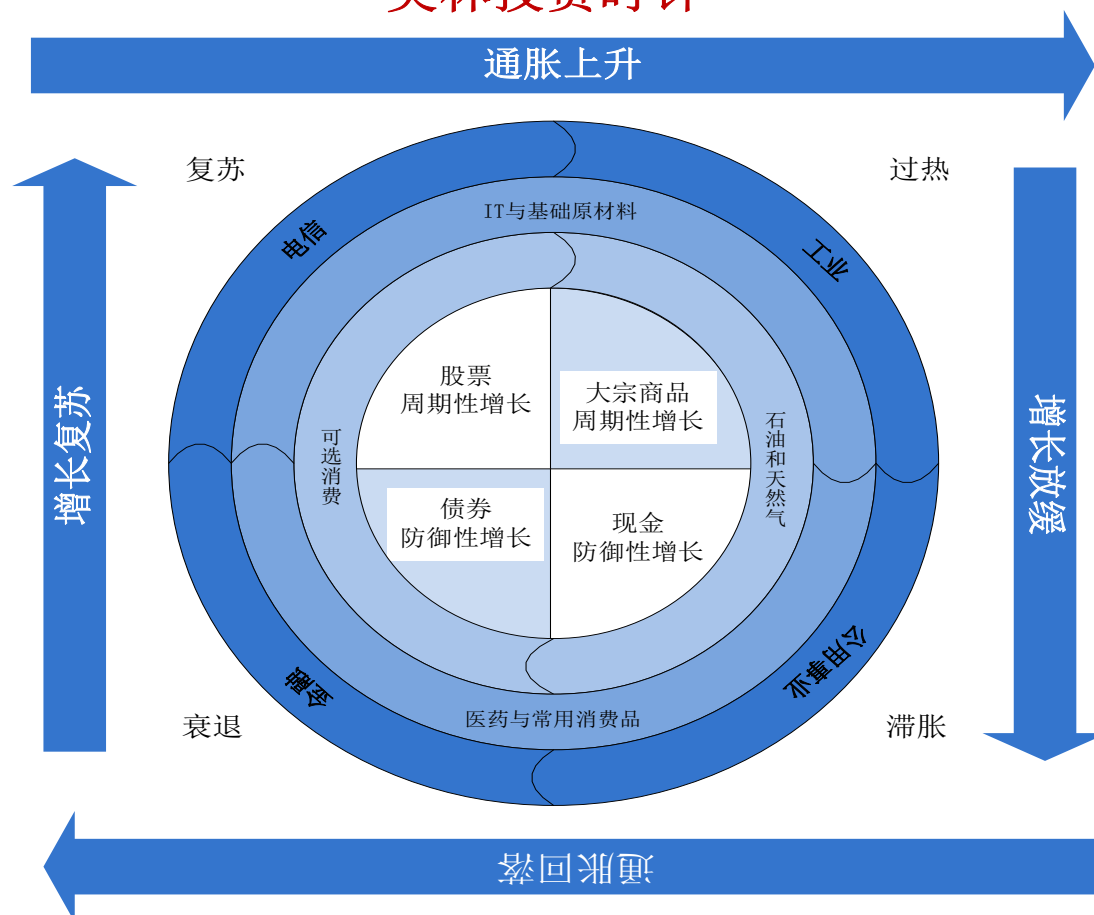
析与金融资产定价紧密结合。这就需要我们更多的去关注全球宏观经济发展的趋势，用宏观经济因素去解释资产组合的风险，同时指导我们在全球宏观背景下进行资产配置，实现财富的保值、增值的目的。

财富管理的本质是资产配置

这里的资产配置是指大类资产动态配置，是基于宏观背景下，在全球范围内进行资产选择的过程。全球宏观背景下的大类资产动态配置是获取收益的主要来源，而且这种主要来源在成熟市场上可以占 90% 以上。美国 FAJ 的论文《战略资产配置》一文中指出，美国市场共同基金、养老金等 91% 的收益是来自于跨资产配置或者是战略资产配置，而不是来源于短期交易。这就是说，长期来看，对于某种大类资产的多空配置策略决定了资产组合收益的 90% 以上，而具体资产的买卖时点、操作手法等则显得没那么重要了。虽然中国的市场有效度不如发达国家市场，但是国内一些学者的研究表明，投资组合收益的 70% 来源于资产配置。因此，财富管理、财富的保值增值是基于宏观背景变化的大类资产配置，而不是所谓的“炒短线”或内幕交易。

“鸡蛋不要放在一个篮子里”这是人们对马克维茨资产组合理论的形象描述，但是在实际操作中，我们还要考虑到，不仅“鸡蛋不要放在一个篮子里”，“不同的篮子还要放在不同的山洞里”。目前世界上最大的宏观对冲基金——桥水公司认为，资产的相关性越远，收益越好。著名的美林投资时钟理论也证明了当经济处于不同的阶段变换时，不同种类的资产依次有超过大市的表现，该理论即是通过分析经济周期与正确的宏观判断，指导配置不同种类的资产战略配置，从而获取良好的收益。

美林投资时钟



因此，我们要做的就是全球范围内，在不同的国家和地区，通过对宏观趋势的分析，寻找不同类别的资产进行资产组合配置，从而达到为投资者进行财富保值增值的目的。

财富管理与资产配置的新时代

当前，全球政治格局、全球经济格局、全球金融格局包括全球产业链正在发生重组。在此背景下，尽管人民币没有实现完全的国际化，通过全球大类资产配置为投资者实现保值增值已经成为一种潮流，中国也已经到了财富管理资产配置的时代；随着中国家族企业的日益壮大及其业务和财富全球化程度的日益提高，国际资产配置将同离岸财富管理一起成为中国私人银行的重要业务之一。根据招商银行与贝恩公司联合发布的《2013 中国私人银行财富报告》显示，超过 30% 的高净值人士、超过 50% 的超高净值人士（拥有超过 1 亿人民币的可投资资产）已经持有境外投资。而在已有的持有境外投资的高净值人群中，60% 的受访者表示会在未来增加境外投资额度；在目前还未持有境外投资的高净值人群中，50% 的受访者表示会计划在未来开始境外投资。

在这个新时代，中国的富人有海外配置的需求，即使没有离岸金融中心，已经有相当多的富人通过地下钱庄做海外投资，但是通过这种途径，安全性并得不到保证；而具有国家政策合法性的 QDII 通道却有大量的剩余额度。QDII 投资额度的闲置现象正是因为产品的组合设计有缺陷，产品开发者缺少全球配置的宏观思维。

中国金融的放开是个漫长的过程，而在全球地缘政治格局重组、全球产业链重组的大环境下，全球处于一个分化的时期，全球范围内的资产配置机会重重，因此资产的国际配置对于投资者财富的保值增值意义更为重大。

通过对宏观趋势的分析，寻找优质的资产进行资产组合配置，利用 QDII 通道和香港资本平台进行全球配置的实际操作，来实现财富的保值增值，就是新时代下中国的财富管理与资产配置的方法与潮流。

免责声明：

九方宽客资本，是中国政府有关部门核准的入住前海合作区的创新型专业金融机构，也是中国大陆首家专注于全球宏观研究与大类资产组合设计以及全球宏观对冲基金发起设立管理之试点机构。

九方宽客资本全球宏观研究部之宏观经济与金融市场研究报告全部免费对外，仅作提供市场信息之用，不构成任何投资建议。大类资产组合部报告仅提供机构阅读。