

全球 资讯



全球资产配置新逻辑

海外资产配置时挑选的产品，应该从整体配置组合来看；将该类资产放入配置组合中要看是否对原有资产有贡献；产品本身单独运行时，要考察其投入产出比是否合适。

自 8 月 11 日，央行公布人民币兑美元汇率中间价报 6.2298，下调幅度达 1.9%，人民币中间价突贬超 1000 点创历史最大降幅。

人民币贬值成将会引发本币资产估值下降，导致金融、地产等相关板块走弱，拖累整体大盘，A 股或将伴随下跌；早期从海外涌入国内的资金，因人民币贬值而流出中国，或不敢再轻易进入中国市场，主推国内住房资产价格下跌；另外，对于中国高净值企业家而言，人民币贬值更会使得投融资成本增加，运营压力增大。

那么在如此风浪之下，国内客户如何分散风险以实现资产的稳步增长？除了选择 QDII 产品外，是否还有其他办法可以有效配置海外资产？未来国内与国外分别有哪些投资标的值得我们投资者去关注？民生银行私人银行部资深投资顾问洪曦对此进行了解读：

1 海外资产配置势在必行

在国内私人银行从业的七年间，曾问过一位企业家两个问题。其一，中国 GDP 占全球总量是多少？但他并没有考虑过这个问题。谈到“不要把鸡蛋放在同一篮子里”或许无人不晓，但企业家对于当时中国 GDP 全球占有率问题则并不了解。如今已经占有 10% 左右，GDP 全球占有率最多是美国，第二位是中国，美国是中国的两倍。一方面，中国经济的增长非常快，另一方面，这些钱无论如何配置仍然是中国的资产。

其二，你知道主权评级吗？该企业家也不了解。事实上，当时很多外资银行，且不论花旗、渣打等一线，就算是荷兰、法新等在中国发展规模较小的银行，其主权评级都比中国的银行高，然而大家往往忽视了资产安全这一点。

关注资产配置，首先要关注的话题就是法律结果。对于资产积累到一定规模的企业家而言，出生地不可选择，但是国籍可选，最重要的是法律可以选择。特别是涉及到家族信托全球避税时问题时，需要选择好资产搭配，充分享受当地的税制，即法律安排，在更加安全的架构下，进行资产管理。

当个人财富累积到一定程度，必须要进行资产配置。然而从产品角度来说，大家更多考虑的是产品回报率的问题，而不是全球配置问题。但中国高净值客户从10年前开始就需要真正意义上的全球资产配置，现时更为需要，因为中国经济已经面临下行。

从宏观层面来看，有观点认为，在中国现行的政经体制下，经济效益已发挥到极致。如此，必须经过上层改革，全要素调整制度安排，才可能重新释放出能量，改善经济效益。以国企改革为例，很多制度安排如果不做调整仍然停留在体制内，那么GDP依然会下行。

在2007年A股达到6000点，我们认为中国经济到达了一个相对顶部，但没有预料它一下跌得那么深。事实上QDII也是一种被动投资，如果不买对冲基金，无论在国内还是国外买股票都是有风险。所以高净值人群出现亏损，并非QDII本身的问题，因为其本身是通道，处在高位下跌，关键是风险收益特性使然。

一方面，从当前中国经济来看，前段时间市场对国企改革并不买账，有赖进一步调整改革。习近平访美非常重要，GDP前两大国的握手不仅对本国，也对其他国家有益。对“一带一路”、亚投行都有促进，由此产生发展驱动力，推动全球资产配置。

另一方面，人民币、股票、房地产都存在下行预期，包括最近外汇占款下降非常快，很多人到香港、境外购买保险，这是一个范本，都反映出有人在抛人民币，持有非移民资产。这种预期目前仍在加强。在目前看不到高歌猛进的情况下，未来经济可能会缓步前行。过去银行、信托做非标业务，在经济环境好的时候，可以找到房地产来容纳支撑较高的收益率，而如今已找不到一个行业可以消化如此之多的钱，支持如此高的收益率。大家已经不知道要投什么了，这其实是一个向外的驱动力。

对于投资个人而言，谈到人民币资产，主要涉及到三大方面：货币、A股、房产。然而从整体来看，这三个方面都不容乐观。特别是三线房产，从对冲基金角度来看，如果房产不是用于居住，而是作为投资品进行租售，则经济难以支撑，或低于无风险收益率。如果有房产指数，有人可能直接做空，这其中就有对冲空间。都说资产配置是科学与艺术结合，但国际上的资产配置已经越发向科学递进。

2 多元化资产配置

从全球资产配置原理而言，多元化资产配置，即分散资产，事实上是免费的午餐。从资产配置原理与金融品种来看，每增加一项资产要判断其是否有利于资产配置组合。即对原有存量资产来说，要看新加入的资产是否对资产组合有正贡献。

从投资逻辑而言，只要增加相关性小甚至负相关资产，对整个资产收益和资产安全有正向帮助。所以，什么是多元化？比如持有一国股票，国家对实体经济的支撑有一定边界和定价关系，当在一定程度上达到饱和，继续配置本国资产，其相关性就很高，而配置其它国家资产其实就是降低了相关度，空间不同。此外，在同一属地、同一时间配置的投资标的不同，也可降低相关度。这其实已被论证，就是为客户寻找无限增加风险边际的收益，增加分散度。

常见的本国大类资产配置完成，会开始配置另类资产，另类资产的一大部分就是衍生品。衍生品在海外的配置比例其实已经接近大类资产配置。另外，艺术品投资本身和传统投向相关度比较低。这不是从收益来看，而是从风险相关性来看，就是不断延展分散度。

3 当下寻找哪些投资标的？

配置海外资产时，要找和中国资产不相关的投资标的，独立考核其收益是优良的，放到国内客户的资产配置里对整个资产组合起到正向作用，最理想的状态是呈负相关关系。

国内和海外的高净值客户在资产配置上有明显不同。首先，中国房地产配置比例非常高，超过 60%，而发达国家客户的房地产配置比例则低于 10%，过去两年都在 5%~8% 之间，且多为商事交易类地产，现金流较为稳定。中国高净值客户买的多为住宅、别墅、商铺等，很多商铺都已经出现出售困难；其次，发达国家的高净值客户资产全球配置占比很大，而中国高净值客户在这方面非常少，约占不到 2%，这其中港股占大部分，对于美股或全球其他配置则少之又少。

中国投资海外资产也是从房地产开始，从投资海外的 REITs、海外能源开始入手，还有对冲基金。对冲基金是从计算机发展起来的量化交易，很多流动性资产是高佣金，

频繁交易，用数理统计去构建模型，以此判断市场交易的盈利模式，这类基金比例也非常高。

对冲基金火热本身约等于资金对中国实体经济的套利。如果资金在实体经济中，则作为流动资金或是产业资本活动；如果实体经济不景气，就会流向金融领域，到一级资本市场去炒债权股，依然和实体经济有关联。但对冲基金的本质并非购买股票或债券，其背后逻辑是假设交易方式和人们的心理博弈，提出用数学抽象做出模型进行交易，并非买入并持有，而是通过交易赚钱，这实际上更加远离实体经济。在整个国内资产配置中，对冲基金是最后一站，对冲基金一旦饱和，经济就会下行。

这里有三个指标，以此来判断对冲基金的饱和度：全球对冲基金约为 2.5 万亿美元，金融资产约为 85 万亿美元，中国金融资产约为 150 万人民币，如果从个股期权出来，对冲基金规模上千万是很正常的。

如此俯瞰中国资产配置板块，还有较大空间，资产配置纵深还不够，尚可以容纳一定资金。所以，无论是内在投资原理驱动，还是外在因素驱动都需要金融的参与。

以火爆的房地产市场为例，由于过去二、三十年金融市场和外汇管制比较严格，经济上行迫切需要通过房地产来消化。事实上，个人认为中国造富最长的一个波段、最集中的行业也正是房地产的火爆阶段。比例失衡后，国际化既是自身需要，也是被迫倒逼，同样会威胁到 QDII、QDII2 等，事实上海外配置都是在这两个系统中打洞建立管道，管道越多，这两个策略越接近，策略配置也会越接近，套利空间会缩小接近套平。境外人民币和境内人民币汇率会更趋近一致，时间会更短。

所以，如何挑选产品？应该从整体配置来考察，而非单独产品。要看配置里都有什么，将该类资产放入配置组合中是否有贡献；产品本身单独运行时，要考察其投入产出比是否合适。
