

# 2016

## 全球资产配置白皮书

---

宜信财富  
CreditEase



## 您的全球资产配置专家

宜信——创立于 2006 年，涵盖普惠金融、财富管理、互联网金融三大业务板块，目前已经在 232 个城市（含香港）和 96 个农村地区建立起强大的全国协同服务网络。

宜信财富是宜信旗下独立财富管理业务品牌，为近十万名中国高净值和大众富裕阶层提供专业的全球资产配置服务。涉及领域包含国内外固定收益、私募股权、资本市场、对冲基金、房地产、保险保障、投资移民、游学教育等全方位产品与服务，覆盖人民币、美元、欧元等多个币种。

宜信财富在中国大陆 40 多个城市设有分支机构，并在香港、新加坡、以色列、欧洲、北美（筹）等地设有办公室。宜信财富旗下拥有中国证监会、中国保监会颁发的公募基金、私募基金、保险相关多项牌照和经营资质，并拥有香港证监会授予的证券咨询与资产管理牌照和新加坡金融管理局授予的新加坡注册基金管理公司牌照，为宜信财富客户提供专业支持。

宜信财富一直致力于为客户提供优秀且与其资产和需求匹配的资产类别，为客户提供财富保值增值全方位解决方案。通过自主开发产品、引入外部产品以及与国内外优秀的投资机构合作设计产品的多种形式，宜信财富为客户提供全球范围内的优质投资标的，帮助客户享受全球范围内权益类投资、另类投资、固定收益等领域创造的红利。

2016 年 1 月，宜信财富成立“宜信财富全球资产配置委员会”，委员会由十余名全球资产配置专家组成，均在各自研究、工作的领域有所建树，涉及领域包括全球范围的私募股权、对冲基金、资本市场、家族办公室、企业财务、固定收益、资产证券化、保险、移民、海外房地产等多个方面。委员会将在全球资产配置的“全球跨区域配置、多资产类别配置和加大另类投资”的“黄金三原则”指导下更好地服务于宜信财富客户的全球资产配置需求。



## Randolph B. Cohen, 博士

全球资产配置专家

Randolph (Randy) Cohen 博士现任哈佛商学院金融系高级讲师和麻省理工学院商学院客座金融副教授，Randy 在哈佛大学商学院和麻省理工学院已经有了十七年的教学和研究经历。

Randy 是美国金融协会会员，北美精算师协会会员，并担任政府债券领域顶尖学术会议 Brandeis 政府债券峰会董事会成员，资产管理公司 Infusion Global Partners 咨询委员会成员。

他的学术论文多次发表于《金融期刊》、《经济学季刊》、《金融经济期刊》等国际顶级的金融学学术刊物上，并在全球著名的金融学术会议上如美国金融协、美国国家经济研究局和西方金融协会进行发言和论文介绍。

Randy 还曾为一系列顶尖的金融和经济学学术期刊担任审阅人，包括《政治经济学期刊》、《经济学季刊》、《金融期刊》、《金融经济期刊》和《金融学研究综述》。

Randy 于 1998 年获得芝加哥大学金融经济学博士学位，师从诺贝尔经济学奖获得者 Eugene Fama。

## 序言：

# 为什么我们需要全球资产配置？

在国内财富管理领域，有一个普遍的认知，即全球资产配置时代正在到来。而对于国内大多数投资者而言，为什么需要全球资产配置？全球资产配置能为他们带来什么？这些问题仍然需要有人帮助他们回答清楚。

对于全球资产配置，很多人会认为，投资了美国的股票、买了英国的房子，这就是全球资产配置；作为当前的财富拥有者，很多人会认为，已经通过买房、炒股获取了不菲收益，不再需要全球资产配置；对于更多人而言，全球资产配置能为他们带来什么，要怎样做，仍旧不是很清楚。

基于此，宜信财富邀请哈佛大学及麻省理工学院金融教授 Randolph B. Cohen 作为报告的主笔人，结合宜信财富近十年的实践经验，呈现出这本《2016 全球资产配置白皮书》，旨在帮助国内投资者走出全球资产配置的迷途，并为他们提供科学、系统的全球资产配置指导。

在明白为什么我们需要全球资产配置之前，首先需要了解的是：为什么我们需要资产配置。在普遍认知中，股市和房市造就了一批人富起来。胡润研究院的最新研究也证明了这一点。统计显示，中国高净值人群中约有 20% 是职业炒房、炒股者，这些人的个人总资产均在亿元以上。那么，作为过去几十年已经

被证明的有效“造富”方式，未来是否可以继续沿用？

我们发现，事实可能并非如此。近年来，随着中国 GDP 增速自 2008 年首次低于 10%，经济的软着陆使得过去很多高收益投资模式不再，不仅股票“吞噬”了大量财富，房地产投资受限，曾经备受追捧的信托，近年来被广为关注的互联网金融，也都陆续降温回归正常轨道，以“单一投资渠道”迅速积累财富的时代已经过去。

一个时代的过去，伴随着另一个时代的到来，那就是资产配置时代。正如“现代投资组合之父”、诺贝尔经济学奖获得者马科维茨所说，“资产配置多元化是投资的唯一免费午餐”。那么，对于投资者而言，资产配置的优劣究竟在哪？

资产配置，简而言之就是把鸡蛋放在不同的篮子里。如前面所说，中国市场曾经历过几个极其坚固的“篮子”，使得投资者对于分散放鸡蛋的篮子这件事并没有那么在意。一旦市场机遇不再，鸡蛋该怎么放的这门深刻的学问就显得重要起来。

在报告中，首先强调的就是资产多元化的必要性，多元化是在不承担额外的风险的情况下提高家庭和个人的预期回报的最简单的方法。报告的主笔人 Randolph 教授曾师从 2013 年诺贝尔经济学奖获得者尤金·法玛（Eugene Fama），长期关注个人和

机构的资产配置决策，其学术研究成果多次发表在国  
际顶级的金融学学术刊物《金融期刊》、《经济学季刊》。  
同时，Randolph 教授也是多家投资机构的创始人，  
理论和实践的功力均十分深厚。

Randolph 教授在报告中指出，根据国际上普遍  
的认知，对于资产配置的依据和要求是：各类资产的  
回报是不完全相互关联的。

怎样才算是不完全相互关联？购买几只股票这样  
的方式并不算，因为股票之间的关联度极高。同理，  
股票和基金，房地产和信托，也都是有着极高关联度  
的。高关联度意味着，一旦某一个环节出现问题，其  
他相关资产会连带遭受损失。2007 年金融危机后，  
很多投资者已经深刻的认识到了其中的风险所在。

那么，哪些是弱关联项？余额宝、互联网金融产  
品是吗？答案仍是否定的。虽然这些产品之间的关  
联度没有那么直接，但只要在中国范围内的投资，  
都会在一定程度上受国内社会、经济等大环境的影  
响，其中存在或强或弱的关联度。“经济增速放缓，  
钱不好赚了”，这句被很多人挂在嘴边的话恰恰反  
映了这个现象。

得到这个认知，关于“为什么我们需要全球资产  
配置”这个问题的答案就已经跃然纸上：因为我们需  
要降低资产的关联度，所以要在不同国家配置资产，  
而不能局限于国内。这是分散风险、增加收益的最佳  
选项。

报告显示，相比美国投资者，中国投资者在全  
球资产配置上有一个明显的优势，即我们可以通过全

球化投资大幅提升资产收益。这是因为以前我们投出  
去的太少了，因此未来的增长空间非常可观！数据显  
示，全球高净值人士在本国之外配置的资产平均比例  
为 24%，在中国，这个数据是 5%，这 19 个百分点  
的距离，也代表了我们的财富在全球环境下增长的巨大  
空间。从投资一只股票到投资三只，就能从很大程度  
上改善风险收益比，而从投资一个国家到投资三个国  
家，能得到的将会更多。

我们正处在一个全球资产配置的黄金时代，财富  
的积累、政策的放开、渠道的拓宽，让投资者拥有越  
来越多参与到海外市场的方式方法，很多高净值人士  
已经迈出了第一步，未来将有越来越多人走出去。相  
比国内，海外市场有着更成熟和长久的经验积累和回  
报证明，国内投资者可以更放心地去做多样化的选择。

当我们明确了“为什么需要全球资产配置”，“如  
何去做全球资产配置”这个问题开始摆在眼前。对此，  
报告结合美国投资者的经验，给出的建议是：个人投  
资者要审慎而行，专业投资机构的确不可或缺。

Randolph 教授指出，绝大多数投资者没有很好  
地利用机会，因此他们的资产组合风险更高，或者收  
益更低。这里所谓的“没有很好地利用机会”，正是  
因为绝大多数的个人投资者缺乏去掌握投资要领和全  
面操作资产配置的时间和能力。

首先，个人投资者无法处理巨大的信息量。以宜  
信财富为例，目前国内主要的 VC/PE 基金管理人，  
我们的母基金都有所配置，并且已经与美国、以色列、  
澳大利亚、欧洲以及亚洲其他新兴市场的基金展开合

作，行业配置上也是全球范围内多维度选择。在每一个区域的投资，我们都会配备专门的专家团队进行评估和跟踪管理。大量的信息处理，让个人投资者力有不逮。

其次，财富体量不匹配的问题。国际上很多大型投资机构，如威灵顿管理公司、黑石投资等，他们实力雄厚，盈利能力强，可是限于人数和投资额度，这些机构往往不接受个人合作，尤其是在股权投资领域。只有通过专业机构汇集更多投资者，才能和这些机构有更多更好的合作。

作为国内领先的全球资产配置机构，宜信财富为客户提供了上百款海内外投资产品，与中国投资者的全球资产配置、投资专业化、机构化的趋势有着高度的契合。

2016年，宜信财富希望为中国高净值人士和大众富裕阶层提供更为集中、更为系统的全球资产配置解决方案。要做到真正的全球资产配置，实际情况要复杂得多，我们希望结合报告的科学研究和宜信财富的近十年实践，在未来帮助广大中国投资者走近全球财富市场，赢得全球财富红利。

——宜信财富全球资产配置委员会

## 关于宜信财富全球资产配置委员会 .....

宜信财富全球资产配置委员会，由十余名全球资产配置专家组成，其中既有宜信财富自有的专家成员，也包含外部邀请的专家顾问。委员会的所有成员，均在各自研究、工作的领域有所建树，涉及领域包括另类投资、全球资本市场、家族办公室、私募股权、企业财务、固定收益、资产证券化、保险、移民、海外地产等多个方面。

宜信财富全球资产配置委员会的成立，目的在于实时传递全球资产配置最新信息、分享全球资产配置最新成果，并将全球范围内的优质资产类别，以科学、合理的配置方式，提供给中国高净值人士和大众富裕阶层，帮助他们降低财富全球化过程中发生的风险，获取最大化收益，实现财富的更好保值增值。

# 导论

历史上看，世界各地的投资者都会把大多数资产投资于自己的国家，中国投资者也不例外。这种行为是由多种因素促成的，比如法规、交易成本、税费，以及对于本土市场的熟悉程度等。近年来，随着全球投资壁垒的减少，多元化投资效益越来越为人们所熟知，许多国家的投资者都已经开始通过增加投资组合中的不同资产类别配置来降低风险。

本报告显示，中国投资者都可以从全球多元化配置策略中获益，这也是为中国投资者提供未来的巨大投资机会。该报告共包括四个部分。第一部分对理论的“理想状态下无限制”资产配置解决方案进行了分析。研究显示，在没有监管壁垒、交易成本、税费或其他限制的情况下，通过分散投资组合，投资者通常都可以获取高额收益。第二部分通过对哈佛资产管理公司投资组合的分拆解析，借鉴其资产配置策略。第三部分更深入探讨了中国投资者的特殊状况及其面临的特别机会和特殊限制，特别是针对中国投资者在特殊状况下与欧美投资者不一致的方面进行了阐述。第四部分提出了资产配置的重要黄金配置原则，概括分析了资产配置模型的建立，以及投资者如何根据自身的因素而制定最佳风险与收益组合。

# 目录

## 第一部分 个人投资：多元化的重要性

|                |    |
|----------------|----|
| 1.1 概述         | 01 |
| 1.2 资产类别的多元化   | 02 |
| 1.3 股票投资的多元化   | 04 |
| 1.4 全球多元化投资    | 07 |
| 1.5 另类资产       | 07 |
| 1.6 生命周期模式投资   | 08 |
| 1.7 机器人理财顾问的角色 | 09 |

## 第二部分 美国成熟机构及个人最佳实践：哈佛管理公司案例

|                    |    |
|--------------------|----|
| 2.1 概述             | 11 |
| 2.2 资产类别和模型假设      | 11 |
| 2.3 建立最优投资组合       | 17 |
| 2.4 典型的美国个人投资者投资组合 | 19 |

## 第三部分 中国的特殊情况

|                 |    |
|-----------------|----|
| 3.1 概述          | 21 |
| 3.2 中国投资者的限制条件  | 22 |
| 3.3 中国的本土偏好     | 23 |
| 3.4 无风险与“无风险”投资 | 28 |
| 3.5 其他因素        | 29 |

## 第四部分 给中国个人投资者的建议

|                |    |
|----------------|----|
| 4.1 概述         | 31 |
| 4.2 模型原理       | 32 |
| 4.3 调整假设条件     | 33 |
| 4.4 模型限制条件     | 34 |
| 4.5 其他个人因素     | 35 |
| 4.6 注意事项及其他因素  | 37 |
| 4.7 多元化配置的开启   | 37 |
| 4.8 投资组合的再平衡   | 38 |
| 4.9 多元化投资的巨大效益 | 39 |

|    |    |
|----|----|
| 结论 | 40 |
|----|----|

|      |    |
|------|----|
| 参考文献 | 41 |
|------|----|



# 第一部分

个人投资：多元化的重要性

## 1.1 概述

储蓄多少以及如何投资等决策在个人财富管理中发挥着关键作用。在美国、中国和世界其他地区，个人投资者的投资行为往往都不是最优的，通常只需在投资和资产配置策略上做一些低成本的改进，很多个人投资者就极有可能获得更高收益。个人投资学的研究始于马科维茨（Markowitz，1952）、夏普（Sharpe，1964）和林特纳（Lintner，1965）等研究人员。他们的论文建立在一个关于人性的要点之上，即在以不确定性收益为特征的环境中，人们更倾向于选择具有较高预期收益和较低风险水平的投资组合。风险和收益的权衡是投资组合选择的本质。这些早期理论工作还产生了一个关键洞见：多元化必不可少。

在美国，一些关于个人投资者的研究凸显出了许多有趣的“谜题”。我们用“谜题”这个词来描述所观察到的次优的个人投资行为，也就是说，与另外一种投资策略相比，人们所选择的投资组合具有较低的预期收益和较高的风险水平。总体上，这种次优性是相对于上述研究中的指导性投资组合而言的；这些研究特别强调了多元化投资的重要性。对于这些谜题，有一些可以通过特定限制条件来解释。比如，法规或税费可能会让人们放弃他们偏好的投资组合。但即便将人们面临的限制条件考虑在内，仍有一些行为令人费解；由于受心理偏见影响，投资者的选择可能会损及投资业绩。我们将会以所观察到的这些谜题为框架，把很多投资者所持的简单的、相对低效的投资组合转变成最富经验的市场参与者所持的多元化投资组合。

## 1.2 资产类别的多元化

广义上讲，投资可以归为三个类别：

**固定收益资产，比如现金和债券**

**公共市场，即股票市场**

**另类投资，包括对冲基金、房地产、私募股权及其他类别**

基本上，所有投资者都会持有固定收益类资产，即便只是以银行存款的形式。所以，我们的第一个谜题是，很多投资者并没有参与股票市场，这也是他们未能建立最优投资组合的最常见的原因。在美国乃至全球，缺乏经验的投资者往往只持有固定收益类资产。研究者发现，大多数个人投资者在股票市场上只有很少量投资甚至没有投资。曼昆和泽尔德斯（Mankiw and Zeldes, 1991）与贝尔托特和斯塔尔-麦克卢尔（Bertaut and Starr-McCluer, 2000）等人的研究都表明了这一点。不参与股票市场的这种现象之所以被定为一个谜题，原因有二。第一，多元化投资通常会带来更高收益，这一点我们会在下文中详细讨论。第二，从历史上看，股票业绩表现十分卓越。虽然股票比债券风险高，但其历史收益足以抵偿这种风险。举例来说，在 1926 年到 2015 年间，美国股市的算数年均收益率为 12%，而同期美国短期国库券的平均收益率为 3.5%，10 年期美国国债的平均收益率为 6.0%。需要重点指出的是，这个时期包括 1929 年的股市崩盘及随之而来的大萧条、1987 年股市崩溃，以及始于 2007 年的大衰退。即便将低迷时期包括在内，股票市场的表现也远超过固定收益资产，每年跑赢短期国库券 8 个百分点以上。

图表 1：股权市场的绩优表现

| 美国历史收益率（年收益率，1926-2015） |         |       |       |        |
|-------------------------|---------|-------|-------|--------|
|                         | 平均值     | 标准差   | 最大值   | 最小值    |
| 股票                      |         |       |       |        |
| 名义收益率                   | 12.0%   | 20.0% | 54.0% | -43.3% |
| 实际收益率                   | 9.0%    | 20.4% | 53.5% | -38.7% |
| 国债                      |         |       |       |        |
| 名义收益率                   | 6.0%    | 9.9%  | 40.4% | -14.9% |
| 实际收益率                   | 3.1%    | 11.3% | 36.5% | -18.3% |
| 短期国库券                   |         |       |       |        |
| 名义收益率                   | 3.5%    | 3.1%  | 14.7% | 0.0%   |
| 实际收益率                   | 0.5%    | 4.0%  | 11.3% | -17.8% |
| 通货膨胀率(CPI)              | \$ 3.0% | 4.1%  | 18.2% | -10.3% |

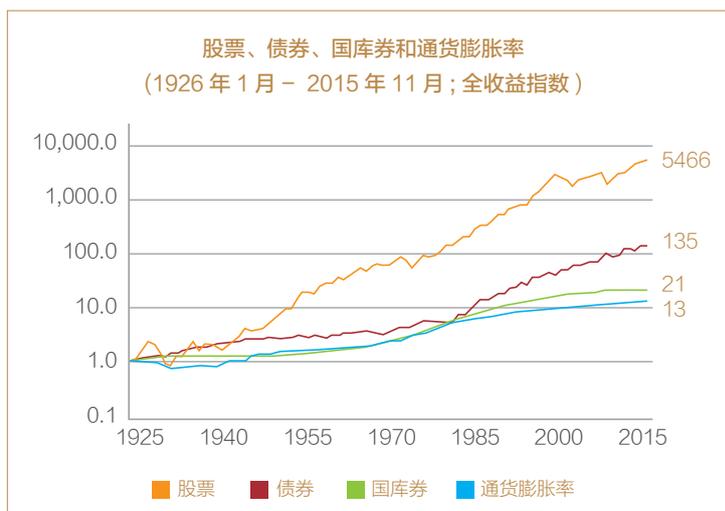
95% 的时间，收益率在 [平均值 - 2 × 标准差，平均值 + 2 × 标准差] 区间

比如，95% 的时间，股票收益率在 [-28.0%，51.9%] 区间

在长周期里，通过复利的“滚雪球”原理，股票的业绩表现会变得极为突出。图表 2 以 1 美元为例，展示了投资于股票、短期国库券和国债的收益情况，以及同期通货膨胀率的增长情况。1926 年将 1 美元投资于股市，到 2015 年会增至 5466 美元，而投资短期国库券，这一数字则为 21 美元。以同期通货膨胀率的增长情况看，2015 年 13 美元的购买力相当于 1926 年 1 美元的购买力。根据通货膨胀率调整后，在投资者漫长的一生中，投资短期国库券的收益率不足 50%，而投资股市，增长幅度则超过 420 倍！

历史上看，很多投资者之所以没能通过股市获得更多益处，是因为参与股市投资往往需要付出大量的财力和精力，而这种成本，只有富裕人士才能够坦然接受。但现在，随着理财顾问成本的降低和公募基金、ETF 及其他工具的出现，即便是拥有中等财富的投资者也应该考虑股票投资；将其作为除固定收益投资外多元化投资组合中的重要组成部分。

图表 2：股票、债券、国库券和通常膨胀率，1926-2015



## 1.3 股票投资的多元化

对直接或间接持有股票这类金融资产的个人投资者进行考察，研究者发现了另外一个谜题：股票投资组合缺乏多元性。事实上，多元化投资的益处已在数据和实践的基础上得到了证实，即相对于建立在单一资产之上的投资组合，建立在多元化资产之上的投资组合会为投资者提供更具吸引力的风险收益比。

综合考量风险和收益，首先需要搞清楚这里所说的“风险”是什么，“收益”又是什么。收益的度量标准之一是给定资产或投资组合的平均算数收益率。而风险的度量标准则是给定资产或投资组合的波动率或“标准差”，这虽然不是唯一的标准，但绝对是一个重要的标准。图表 1 以包括美国股市在内的多种资产为例展示了每个资产所对应的收益和风险。有些投资者并不是很了解标准差这个风险度量标准。我们可以换一种思考方式：假设一个标准差的亏损是典型的灾年预期损失，那么两个标准差的亏损即为恐怖之年，三个标准差的亏损则是百年一遇的大灾年。

多元化基于这样一个理念，即各资产收益之间并不是完全相关的。这意味着，在建立资产投资组合时，我们可以通过更低风险方式获得相同的预期收益。图表 3 展示了包含国际商业机器公司（IBM）、埃克森美孚（Exxon-Mobil）和沃尔玛（Wal-Mart）股票的投资组合的表现。这个案例的目的在于表明，多元化在为投资者提供了更具有吸引力的风险收益组合。人们常说，多元化是金融市场唯一的“免费午餐”，因为从整体上讲，多元化的投资组合可以轻松提升个人财富。

图表 3 中的数据源于各股票在过去 6 年的每日交易数据。IBM 的每日平均收益为 0.0186%，每日波动为 1.195%，其（年化）夏普比率——基于风险和收益度量标准——为 0.247。埃克森美孚和沃尔玛的夏普比率分别为 0.317 和 0.356。现在，我们以同等权重建立一个包括这 3 只股票的投资组合，夏普比率上升至 0.387；该数值不仅高于 3 只股票的平均数值，同时高于 3 只股票中最高一只股票的数值。多元化是在既定风险基础上提升预期收益的最简单的方式。

图表 3：IBM、埃克森美孚和沃尔玛的多元化案例

|         | IBM     | 埃克森美孚   | 沃尔玛     | 同等权重投资组合 |
|---------|---------|---------|---------|----------|
| 每日平均收益  | 0.02%   | 0.02%   | 0.02%   | 0.02%    |
| 每日标准差   | 1.19%   | 1.18%   | 0.99%   | 0.88%    |
| 年化夏普比率  | 0.247   | 0.317   | 0.356   | 0.387    |
| 收益协方差矩阵 | 0.00014 |         |         |          |
|         | 0.00008 | 0.00014 |         |          |
|         | 0.00004 | 0.00004 | 0.00010 |          |
| 收益相关矩阵  | 1.000   |         |         |          |
|         | 0.542   | 1.000   |         |          |
|         | 0.337   | 0.372   | 1.000   |          |

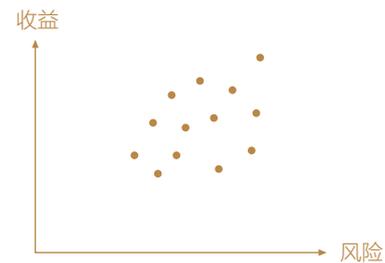
通过图表的描述，我们可以更好地理解风险和收益的平衡关系以及多元化投资的益处。图表 4 假设了多种资产共存的情况，每种资产都有不同的风险和收益。图表中的每一点都代表一种资产或一个投资组合；在风险既定的情况下，个人投资者会期望获得更高的收益，而在收益既定的情况下，个人投资者则会期望承担更低的风险。如果把图表 4 想象成一张地图，那么所有投资者都会希望朝西北方向移动，因为这意味着更高的收益和更低的风险。该图所展示的资产可能是单只股票、某个资产类别或其他任何可预估风险和收益的潜在投资。

图表 5 展示了如何建立比单一资产具有更好风险收益状况的投资组合。“最佳”投资组合——在收益既定的情况下，投资组合的风险最低——的集合在图中形成了一个“前沿”或称曲线；这就是著名的最佳投资组合“有效性边界”。

图表 4：一般多元化

#### 均值 - 方差 组合投资理论

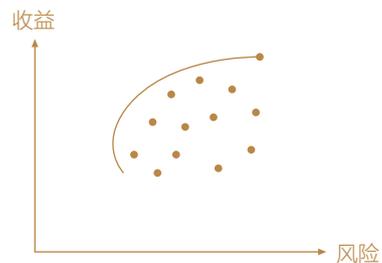
对于每类资产，可以描绘其预期收益和风险（标准差），如下图圆点



图表 5：有效性边界

#### 均值 - 方差 组合投资理论

对于特定的预期收益，都可以找到一组风险资产组合其在该收益率下波动率最小



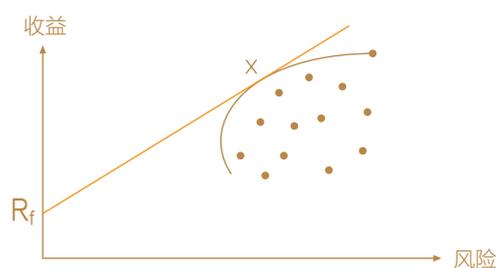
所以，如果个人投资者追求最佳回报，那么他们应该选择多元化资产投资组合。但正如戈兹曼和库马尔（Goetzmann and Kumar, 2008）所强调的，股票投资者所持的投资组合通常都集中在少数几只股票上面。戈兹曼和库马尔对通过折扣经纪投资股票的个人投资者样本进行了分析。在戈兹曼和库马尔的样本中，个人投资者所持的平均股票数量在 4 到 7 只之间，远低于基于最优风险收益权衡所推荐的股票数量。这种投资方式意味着投资者放弃了利用多元化改善风险收益比的机会。对投资者来说，他们很难直接投资一篮子股票，而这也是公募基金和 ETF 出现的原因之一，因为它们可以通过这种方式实现投资的多元化。

还需要指出一点：投资者不仅投资的股票数量少，而且他们还倾向于重仓自己所服务的公司。贝纳茨（Benartzi）等人（2007）对这个谜题进行了研究，并强调投资自己所服务公司的股票不利于管理风险。特别是，这种投资会将个人财富的表现与个人的工作能力直接相关。贝纳茨等人研究发现，在退休投资组合中，投资所服务公司股票的价值有可能造成财富 50% 的缩水。（另见贝纳茨和泰勒 [Benartzi and Thaler, 2007]）和穆尔布罗克 [Muelbroek, 2002]。）

图表 6：无风险资产

#### 均值 - 方差 组合投资理论

如果存在无风险资产，我们可以通过将风险资产和无风险资产进行组合以达到最大的夏普比率，来减少波动率



## 1.4 全球多元化投资

投资的最大谜题之一当属“本土偏好”（home bias），即投资者倾向于将大部分或全部资产投资于本国市场，错失全球多元化的获利机会。正如将股票数量从1只增加到3只乃至更多会改善风险收益比一样，将所投资国家的数量从1个增加到3个乃至更多，也会让投资者受益匪浅。研究本土偏好的学者很多，比如弗伦奇和波特巴（French and Poterba, 1991）。他们的研究文献的普遍观点是，投资者至少应将部分资产投资国外，因为这可以改善风险收益比。投资者仅持有国内资产的权衡成本取决于多个因素，但最主要的是国内市场相对于全球市场的规模以及国内市场和国外市场表现的相关性。在股票市场规模庞大的国家（如美国），本土偏好的权衡成本要低于股权市场规模较小的国家（如比利时），而中国则介于两者之间。在第四部分，我们将会看到，全球多元化带给中国投资者的预期收益是非常大的。

## 1.5 另类资产

股市和债市的涨跌同时发生，其风险就不会太大。私募股权和房地产虽然与股票市场有着很大的相关性，但通过运用长期投资杠杆，这类资产也有可能提供较高长期收益。将另类投资纳入投资组合，可进一步提高投资的多元化，并降低风险。一旦风险降低下来，投资者可以通过减少现金配置比例，获利于风险收益。在第二部分，我们将会看到另类投资在“最佳实践”投资组合中所发挥的重要作用。

## 1.6 生命周期模式投资

大多数专家认为，在从业的黄金阶段，投资者应持有高风险、高预期收益的投资组合，而在接近退休或退休后，则应持有安全的投资组合。20世纪60年代的一些研究显示，在某些特定条件下，投资组合应随着生命周期进行调整（默顿 [Merton, 1969]）。但专业人士和学界普遍认为，这在实践中操作性较差。证据显示，真正遵循这样建议的个人投资者数量非常有限（阿默里克斯和泽尔德斯 [Ameriks and Zeldes, 2004]），少量证据显示，人们在退休时会将投资组合中的风险资产降低。因此，这是值得我们注意的另一个谜题：在生命周期中，投资者并未按最优原则对投资组合进行调整。

## 1.7 机器人理财顾问的角色

好的理财建议有助于投资者克服限制条件及偏好束缚，避免陷入上述谜题陷阱。这意味着要对不同资产类别的预期收益和风险有充分了解，其中也包括涉及其相关性。所有这些，都需要优化计算。而对于不同年龄段的投资者的不同需求，也要有清楚的认识和把握。过去，理财建议的成本非常高昂，能够承担得起的投资者少之又少。因而，很多投资者——更准确地说，应该是大多数投资者——都错失了提升投资组合表现的机会。

然而，近年来的技术创新大大降低了投资建议的成本。这个新的技术就是人们通常所说的“机器人理财顾问”。

机器人理财顾问实际上是一套计算机软件程序。在输入投资者的关键信息、当前所持资产和投资目标之后，软件就会给出进一步优化投资组合的建议。机器人理财顾问的关键优势在于成本低。此外，这类软件随时都可以提供建议，且不受人的行为偏见影响。而这，同样也是一个重要优势。

有优势也就有劣势。机器人理财顾问只能基于已输入的信息做出判断，难以察觉到其中的细微差别。若想要通过语音或其他方式进行交流，对机器人理财顾问来说是难以实现的。其次，机器人理财顾问只负责提供建议，而真人顾问则可以提供更多增值服务。真人顾问在某种意义上扮演了导师的角色，会像私人教练一样提供心理辅导。现实中的理财顾问会让投资者在储蓄上产生责任感，进而进行更多储蓄，而机器人理财顾问则不会产生这种效果。

关于机器人理财顾问的未来，以下几点是我们可以确认的。第一，机器人理财顾问的发展会越来越好。任何批评机器人理财顾问的文章，一年之后其论据都会变弱，而5年到10年后，则会完全站不住脚，因为机器人理财顾问技术会继续向前发展，而输入的信息量也会不断增加。第二，从目前阶段看，虽然人的建议优于机器人的建议，但“人+机器人”的综合建议已经超过了单独的人的建议。事实上，优秀的理财顾问都非常熟悉这类软件，他们会利用软件为自己分析，而不是试图取代软件。第三，单纯的理财机器人的建议永远都不可能优于“人+机器人”的建议。第四，现阶段，对数以百万计的投资者来说，真实财务顾问的成本太过高昂，机器人理财顾问已经成为他们的最佳选择。我们认为，目前机器人顾问可以为两大重要群体带来价值：一是低净值投资者，他们现在可以通过机器人理财顾问得到好的建议，而不是像以前一样缺少获得建议的渠道；二是高净值投资者，他们则可以获得“人+机器人”的综合建议。



## 第二部分

美国成熟机构及个人最佳实践：  
哈佛管理公司案例

## 2.1 概述

在本部分，我们将提供一个投资者“最佳实践”模型，其以哈佛管理公司（Harvard Management Company, HMC）——哈佛大学捐赠基金的管理机构——的各种假设及管理方法为基础。为全方面阐述多元化投资效益——投资不同的股票、不同的资产类别和不同的国家，我们将分步逐渐建立投资组合。

## 2.2 资产类别和模型假设

在下文中，我们列出了 HMC 在其最新配置组合中所用的相关资产类别。对于每一种资产类别，我们会给出 HMC 管理团队所预测的预期收益率和波动率。按照传统，HMC 每隔 5 年会重新审视其配置组合的假设；当然，由于市场每天都会变动，任何构建配置组合的投资者都应考量这些假设的最新情况。

这里所用的数据均为“实际”收益，也就是说已经扣除了通货膨胀因素。所以，如果某一资产类别的预期实际收益率为 4.5%，预期通货膨胀率为 2%，那么该资产类别的预期总收益率则为 6.5%。这种实际收益反映的是购买力的增加值。

## 权益类

### > 美国股票

- 在纽约证券交易所（NYSE）和纳斯达克 / 美国证券交易所（NASDAQ/AMEX）公开交易的美国股票。

- 预期回报率为 5.75%，波动率为 15.5%。

### > 海外股票

- 在除美国之外的发达市场交易的股票；主要是西欧（包括英国）、加拿大和日本。

- 预期回报率为 6.25%，波动率为 16.0%。

### > 新兴市场股票

- 在发达市场之外公开交易的股票。

- 预期收益率为 7.0%，波动率为 19.0%。

### > 私募股权：

- 包括直接投资和私募股权基金（VC/PE）投资，后者主要包括以大规模借贷实现公司收购目的的杠杆收购基金和投资早期创新型企业的风险资本基金。

- 预期收益率为 6.75%，波动率为 20.0%。

所有权益类资产都是高度相关的。美国国内股票对海外股票、新兴市场和私募股权的相关系数分别为 0.8、0.75 和 0.8。

## 固定收益

### > 美国国内债券

- 在美国发行的政府债券和公司债券。
- 预期收益率为 1.75%，波动率为 5.5%。

### > 海外债券

- 在除美国之外的发达市场发行的政府债券和公司债券。
- 预期收益率为 2.25%，波动率为 5.8%。

### > 通货膨胀指数债券

· 又称通货膨胀保值债券（TIPS）。美国政府发行的与美国通货膨胀率挂钩的债券。以利率为 1.5% 的通货膨胀保值债券为例，若美国通货膨胀率为 2.5%，那么该债券的利率则为 4%；若通货膨胀率为 1.5%，则利率为 3%。在预期通货膨胀率较高的情况下，如果投资者本人亦在美国消费，那么这种债券还是很有吸引力的。

- 预期收益率为 2.25%，波动率为 5.1%。

### > 现金

- 银行存款和短期国库券等非常安全的短期证券。
- 预期收益率为 1.0%，波动率为 3.5%。

固定收益类资产与权益类资产的相关度一般都很低，甚或两者之间不具有相关关系。比如，美国国内债券与股票之间通常就不具有相关关系，其与新兴市场具有较低的负相关性（相关系数为 -0.1）。

## 另类投资

### > 绝对回报：

- 利用复杂策略或其他交易策略，买卖股票、债券、货币或其他流动性工具及衍生品的对冲基金。

- 预期收益率为 5.0%，波动率为 11.0%。

### > 高收益债券：

- 承诺提供高回报但极有可能违约的高风险债券。

- 预期收益率为 4.75%，波动率为 14.0 %。

### > 大宗商品：

- 大宗商品篮子的主要组成部分是能源，尤其是石油，但也包括天然气和煤等。金属和农产品亦归属大宗商品，前者既包括黄金等贵金属也包括工业金属，后者如咖啡和小麦等。

- 预期收益率为 4.5%，标准差为 21%。

> 自然资源：

- 哈佛是林业投资的先驱，既拥有森林，也参与森林管理。该类别还包括农场和其他形式的农用土地的所有权等。

- 预期回报率为 5.0%，标准差为 10.0%。

> 房地产：

- 包括房地产基金投资，比如房地产信托投资基金 (REITS) 和大型建筑物的直接所有权等。

- 预期收益率为 4.5%，波动率为 15.0%。

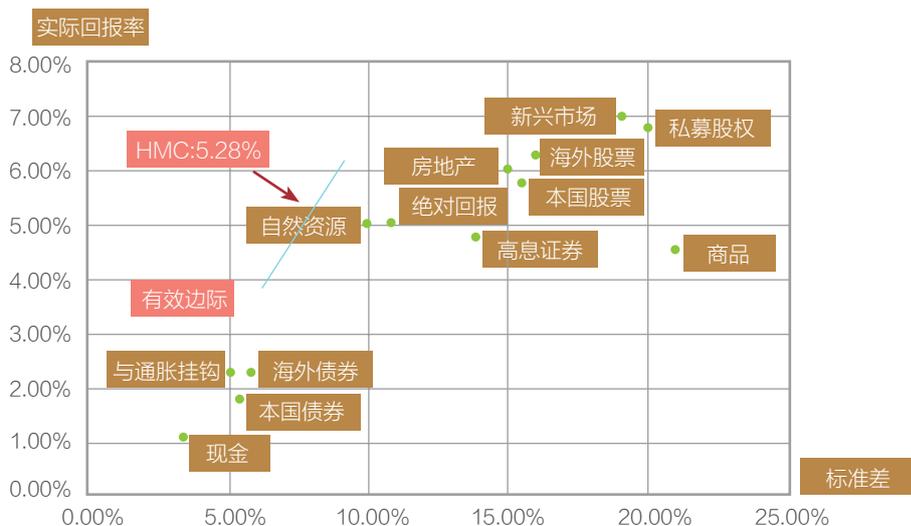
假定绝对回报和高收益资产与股权的相关系数为 0.6；大宗商品与股票的相关系数为 0.3 到 0.4，与私募股权的相关系数为 0.15；自然资源与权益类的相关系数为 0.1 到 0.2；房地产与股票的相关系数为 0.4，与私募股权的相关系数为 0.2。

HMC 认为私募股权是权益类资产的一个类别，而高收益债券则属于另类资产。但是，其他很多投资者把私募股权归为另类投资，将高收益债券归为固定收益资产。

**在构建上述假设的过程中，HMC 充分考虑了以下因素：**

- 1) 各资产类别在风险、收益和相关性上的长期及短期历史数据；
- 2) 若干咨询公司和投资管理公司的专业分析；
- 3) 依据最新市场分析进行调整，以确保不同资产类别之间比例是与认知相统一的。

图表 7：按资产类别划分的收益和风险情况



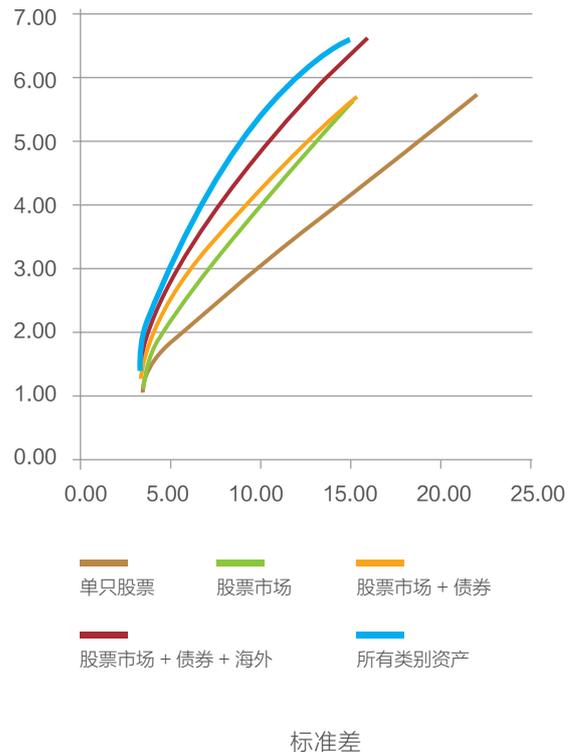
## 2.3 建立最优投资组合

对于上述任何一组资产类别，都可以通过一个众所周知的方法来实现最优投资组合问题。这方法需要非常复杂的计算，但其结果却很容易理解；通过将结果图像化可以帮助我们更直观地理解。首先，假设个人投资者的投资组合中只有现金及一只股票。然后，进一步推进，让该投资者的股票更多元化。接下来，再在该投资组合中加入债券、海外股票，并最终将HMC考虑的所有资产类别都加入进去。

图表 8 展示了不同资产类别组合的有效性边界，也同时说明了跨资产类别的多元化投资的重要性。图中每一条线都代表了各资产组合的最优风险收益比的情况，即有效性边界。在这些组合中，线条越靠上，表示收益越高，会成为优先选择；同时，线条越靠左，表示风险越低，也会成为优先选择。正如我们在第一部分中所讲到的，在这种风险回报情况下，个人投资者会选择最靠“西北方向”的投资组合。

最右边金线代表的是只持有现金及一只股票的投资组合。该组合恰好反映了“低多元化谜题” - 持有单只股票会带来不必要的风险。绿线所代表的是加入了整个美国股票市场。相比右侧的金线，其就有着更好的风险收益比。黄线与红线则分别代表加入了债券和债券与海外股票，而最左边的蓝线则代表加入了全部资产类别，包括私募股权、绝对回报和实物资产等。

图表 8：不同资产组合的有效性边界



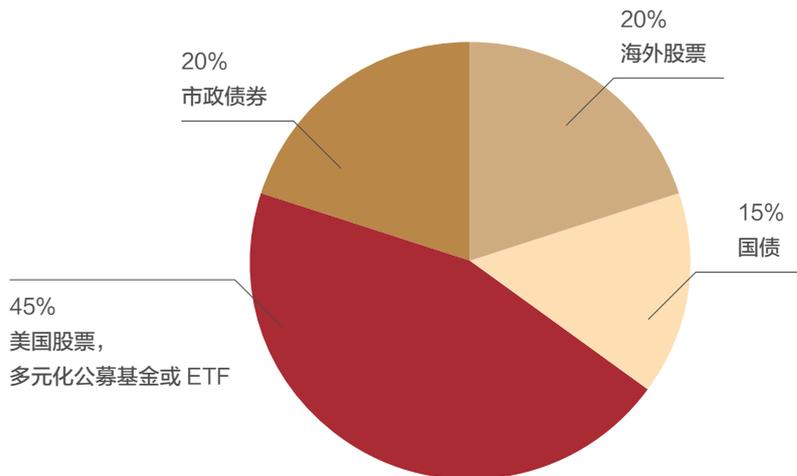
在图表 9 中，我们展示了 HMC 2010 年时的最优投资组合。而在第四章中，我们会解释个人投资者与 HMC 资产配置方案不同的原因。

图表 9：HMC 资产配置

| 哈佛大学捐赠基金资产配置, 2010 | 配置比例 (%) | 预期回报  | 风险 (标准差) |
|--------------------|----------|-------|----------|
| 美国国内股票             | 11       | 5.75% | 15.5%    |
| 海外股票               | 11       | 6.25% | 16%      |
| 新兴市场股票             | 11       | 7%    | 19%      |
| 私募股权               | 13       | 6.75% | 20%      |
| 权益类合计              | 46       |       |          |
| 绝对回报               | 16       | 5%    | 11%      |
| 高收益债券              | 2        | 4.75% | 14%      |
| 大宗商品               | 14       | 4.50% | 21%      |
| 房地产                | 9        | 6%    | 15%      |
| 另类投资合计             | 41       |       |          |
| 美国国内债券             | 4        | 1.75% | 5.50%    |
| 海外债券               | 2        | 2.25% | 5.80%    |
| 通货膨胀指数债券           | 5        | 2.25% | 5.10%    |
| 现金                 | 2        | 1%    | 3.50%    |
| 固定收益合计             | 13       |       |          |
| 总计                 | 100      | 5.28% | 7.16%    |

## 2.4 典型的美国个人投资者投资组合

读者可能会问，一个典型的美国个人投资者会持有什么样的投资组合，例如他们的退休账户。首先，如上文所述，典型的美国投资者要么只持有固定收益，要么持有固定收益外加少量股票。但是美国的超高净值投资者，其所持的投资组合与 HMC 的投资组合颇为相似，只不过更强调低税资产，比如市政债券。而中高净值投资者会对其投资组合做更多的考虑，以避免第一部分所提到的偏好陷阱。但是这类投资者往往不会进行另类投资，这主要是因为：1. 投资门槛过高，2. 如果缺乏专业知识，其所建立的多元化另类资产投资组合会存在很高的风险。其次，大多数美国投资者都会避开公司债券，而选择市政府和其他非全国性政府实体发行的免税市政证券。最后，美国投资者通常都拥有自住房。虽然这是其投资组合的主要组成部分，但他们往往不认为自住房是金融资产，所以我们也就没有将其单独列出。因此，典型美国个人投资者所被建议的投资组合通常包括现金（具体水平依个人需求而定），以及以下资产类别：





## 第三部分

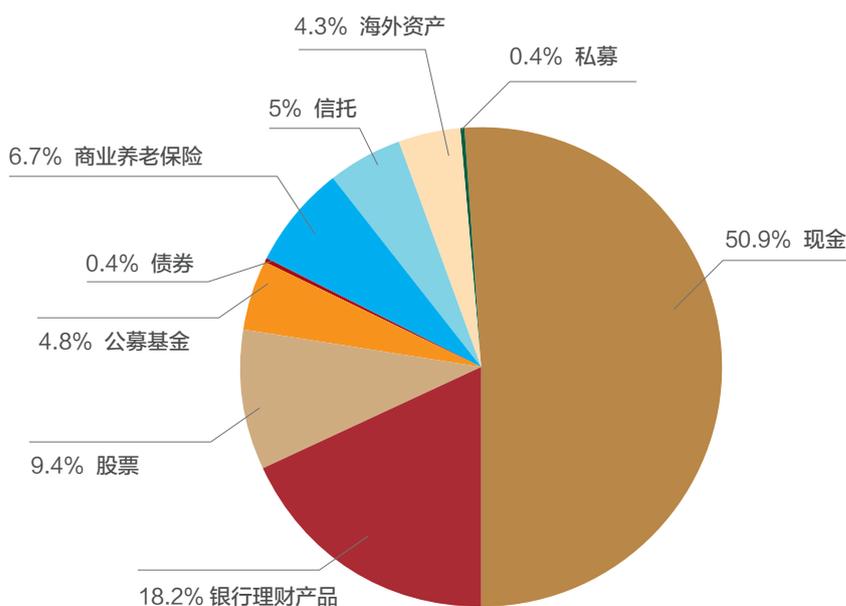
### 中国的特殊情况

## 3.1 概述

在本部分，我们会阐述中国个人投资者面临的具体限制条件，并对其他一些中国特殊情况进行讨论。最新数据显示，在中国投资者的投资组合中，现金配比过高（超过 50%），而离岸资产配置过低（不足 5%），这个现象与我们接下来所说的限制条件是密不可分的。

令人感到惊讶的是，即便在中国的高净值人群中，也只有很少一部分人配置了离岸资产。在净资产介于 600 万到 3000 万元人民币之间的人中，其中只有 4% 的人持有离岸资产；在净资产超过 3000 万元人民币的人中，这一比例为 10%。

图表 10：中国可投资资产配置情况



\*1 资料来源：波士顿咨询公司（BCG），《中国私人银行 2015：千帆竞渡 御风而行》。  
可投资资产包括离岸资产，不包括房地产和奢侈品。

## 3.2 中国投资者的限制条件

众所周知，中国居民每人每年只有 5 万美元的换汇额度。中国投资者通常也不能在国内开设可直接投资海外股票的账户。对于那些寻求国际风险敞口的投资者，中国政府已经推出了各种不同的通道，以便中国投资者进行间接投资：

合格境内机构投资者（QDII）：允许合格境内机构投资者投资公开交易证券（不包括 VC/PE，私募基金）。鉴于 QDII 规模庞大，中国投资者很容易获得配额。通过这种方式，虽然个人投资者很容易获得投资海外股票和固定收益的机会，但他们往往不能自主地挑选股票或是债券。

合格境内有限合伙人（QDLP）：允许合格境内有限合伙人投资境外私募基金和私募股权（VC/PE）。目前获得 QDLP 资格的公司屈指可数，所以投资者可选择范围很窄。此外，QDLP 配额也相当有限。

合格境内投资企业（QDIE）：允许合格境内投资企业进行更广泛的投资。不过，目前 QDIE 的管理过于宽泛和笼统，不够清晰。且 QDIE 配额非常有限。

除上面所提的间接通道外，中国投资者还可以选择境外直接投资（ODI），这是一种介于直接投资和间接投资之间的重要投资方式。总部设在上海自贸区的中国公司可以通过 ODI 开展几乎所有类型的权益类投资。因为其投资实体是公司而非个人，所以并不适合小规模投资。ODI 并没有配额限制。目前，一些 FOF 基金也

采用 ODI 进行海外投资。

合格境内个人投资者境外投资（QDII2）是中国政府推出的投资通道。据称，QDII2 允许居住在试点城市且拥有 100 万元人民币金融资产以上的中国个人投资者直接投资境外资产。其投资范围非常宽泛，包括股票、债券、衍生品、基金、保险、合资企业和房地产等。对于 QDII2，除需要风险承受等级评估外，目前尚不清楚中国投资者还会面临哪些限制条件。

上面所提到的通道中，QDII 推出时间最早 - 2006 年。然而，2008 年的国际金融危机让很多中国投资者遭受了严重损失，也让他们失去了对海外投资的兴趣。而所有其他通道都是在过去两三年里逐渐开放的。虽然中国政府还没有完全开放资本账户，但通过这些通道，尤其是一旦 QDII2 推广开来，很多中国投资者都可以获得投资海外资产的机会。

需要指出的一点是，中国政府在私募股权基金和对冲基金投资方面设置了相对较高的门槛：1、起始投资金额为 100 万元人民币（美国在这方面也存在类似的限制）；2、符合下列相关标准的机构和个人：（1）净资产不低于 1000 万元的机构；（2）个人金融资产不低于 300 万元或者最近三年个人年均收入不低于 50 万元。对于持有 300 万甚至 1000 万人民币的投资者来说，通过个人做出充分的多元化配置具有一定的挑战。

\*2 资料来源：波士顿咨询公司（BCG），《中国私人银行 2015：千帆竞渡 御风而行》

### 3.3 中国的本土偏好

中国投资者应自觉克服“本土偏好”，其重要原因是中国股市的多元化程度远低于美国。美国股票市场约占全球总市值的 52%，而中国股票市场的市值规模则小得多，其确切比例根据以下计算方式的不同存在差异：计算市场上所有股票的市值还是只计算自由流通的股票市值？是以购买力平价还是以汇率计算货币兑换值？在图表 11 所用的计算方式中，中国股市仅占世界股市市值的 2%；而按其他方法，这一比例则可以接近 10%。但不管怎么说，中国股市的波动性远超过欧美股市，中国投资者投资海外市场可以大幅降低风险。

图表 11：以市值决定国土面积的世界地图

（以自由流通股票市值计算；单位：10 亿美元）



\*3 资料来源：美银美林（BAML），2015 年 8 月； <http://www.marketwatch.com/story/heres-the-map-of-the-world-if-size-was-determined-by-market-cap-2015-08-12>

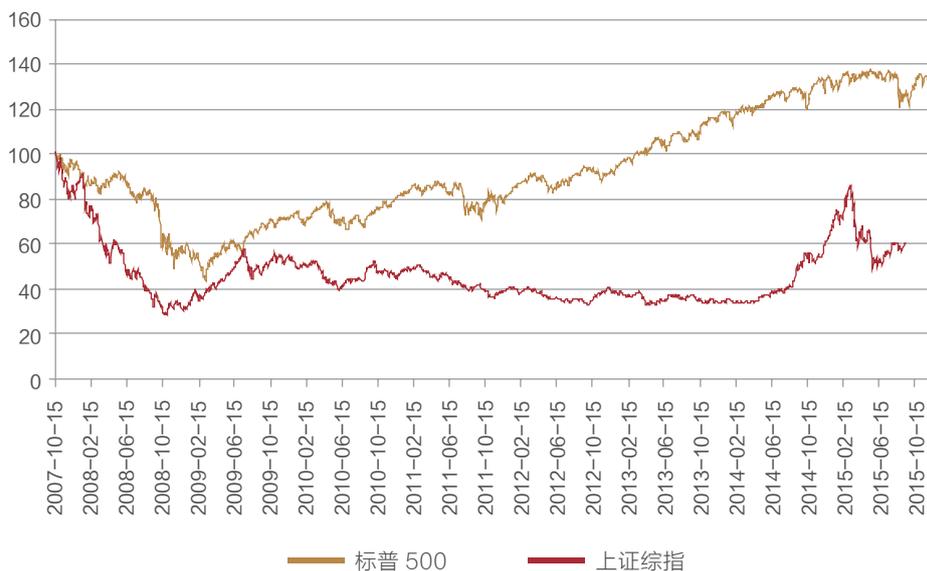
此外，由于非中国企业不允许在中国国内证券交易所上市，所以只购买国内股票的中国投资者很难构建多元化投资组合。中国国内上市公司或会开展国际业务，但对投资者的影响非常有限。相比之下，即便一个美国投资者只投资美国股市，他也可以间接地获得国际风险敞口：1. 因为在美国上市的公司中，其相当一部分是非美国本土公司；2. 很多美国公司如宝洁（P&G）、星巴克（Starbucks）和百事公司（PepsiCo）等，拥有规模庞大的国际业务。因此，与美国投资者相比，中国投资者若持有本土偏好的投资组合，其会面临更高风险。

从过去来看，中国投资者要么过于暴露于股市，要么完全隔离于股市。历史上，个人投资者在投资决策方面总是表现得很糟糕。比如科恩（Cohen，2003）的研究就表明，个人投资者经常会在顶部买入、底部卖出。

图表 12：过去 20 年上证综合指数和标准普尔 500 指数对比



图 13: 自 2007 年峰值以来的上证综合指数和标准普尔 500 指数对比



就长期业绩而言，中国股市的表现非常健康：年均复合增长率（CAGR）在过去 20 年里为 9%，过去 10 年里为 12%；标准普尔 500 指数在过去 20 年里为 6%，过去 10 年里为 5%。

虽然标普 500 指数也存在涨跌，但总体趋势向上，近年来的波动率也一直维持在 15% 以下。与之相对的，中国股市在 2006–2007 年和 2014–2015 年经历了两次大牛市，但随后都出现了大幅下跌。此外，在这两次牛市之间，股票投资者经历了极其煎熬的 7 年。就目前来看，美国股票指数较 2007 年顶峰时上涨了近 40%，而现在中国股票指数仅约为 2007 年顶峰时的 60%。

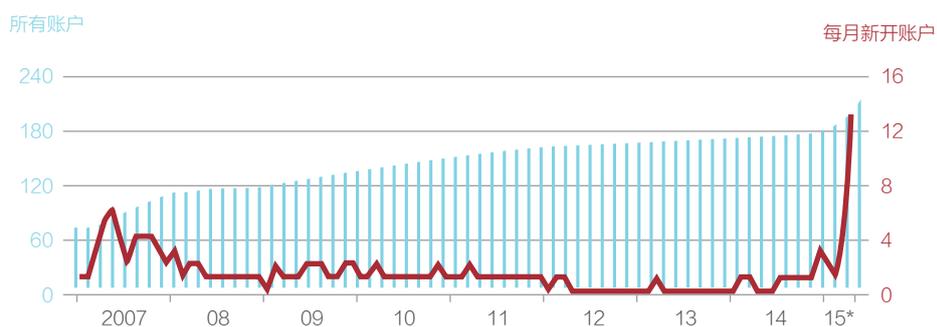
因而，中国投资者对中国股市抱有一种爱恨交加的矛盾心理。在很多投资者看来，投资股市就是投机，而非长期投资。选择进军欧美等更具长期投资属性的股票市场，对中国投资者来说是非常有益的。在中国股市过热时入场、崩盘时离场，投资者所获收益远低于市场平均水平，而个人投资者经常会出现这种极端冲动行为。因而选择进军欧美等更具长期投资属性的股票市场，进行全球多元化，对中国投资者来说是非常有益的。

\*4 资料来源：标普资本智商公司（S&P Capital IQ）

\*5 资料来源：标准普尔资本智商公司（S&P Capital IQ）

图表 14: A 股交易账户数

### 中国 A 股交易账户



中国投资者需要全球多元化投资策略的另一个原因是，中国个人投资者所持非金融资产在个人投资者总资产中所占比例比北美个人投资者高（47.9% 对 32.3%），所持债务所占比例比北美个人投资者低（7.9% 对 14.5%）。

一般来说，非金融资产与本国经济状况关系更为密切。所以对持有较高比例非金融资产（比如房地产和/或企业）的中国投资者来说，金融资产的全球多元化会让他们更加受益。

\*6 资料来源：Wind 资讯、经济学人 (Economist)

图表 15：按地区和年份划分的财富构成状况

| 区域   |       | 年份   |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |
|------|-------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
|      |       | 2000 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 |
| 非洲   | 金融资产  | 46.4 | 50.5 | 51.7 | 53.8 | 46.8 | 49.3 | 49.1 | 49.4 | 49.6 | 49.1 | 48.9 | 48.4 |
|      | 非金融资产 | 53.6 | 49.5 | 48.3 | 46.2 | 53.2 | 50.7 | 50.9 | 50.6 | 50.4 | 50.9 | 51.1 | 51.6 |
|      | 债务    | 6.5  | 7.8  | 7.7  | 7.6  | 8.2  | 9    | 9.1  | 9.7  | 9.8  | 9.2  | 9.5  | 10.1 |
| 亚太区  | 金融资产  | 50.4 | 53.1 | 52.1 | 50.8 | 50.3 | 52.1 | 50.2 | 51.7 | 52.4 | 52.9 | 52.5 | 52.4 |
|      | 非金融资产 | 49.6 | 46.9 | 47.9 | 49.2 | 49.1 | 47.9 | 49.8 | 48.3 | 47.6 | 47.1 | 47.5 | 47.6 |
|      | 债务    | 15.3 | 15.4 | 15.1 | 15   | 15.5 | 15.2 | 14.6 | 15.3 | 15.3 | 15.3 | 15.5 | 16   |
| 中国   | 金融资产  | 44.7 | 44.8 | 47   | 49.4 | 40.1 | 48.2 | 50   | 49.4 | 49.5 | 48.7 | 48.6 | 52.1 |
|      | 非金融资产 | 55.3 | 55.2 | 53   | 50.6 | 59.9 | 51.8 | 50   | 50.6 | 50.5 | 51.3 | 51.4 | 47.9 |
|      | 债务    | 3.3  | 3.6  | 3.6  | 3.4  | 3.7  | 3.5  | 4.1  | 5.4  | 6.1  | 6.8  | 7.3  | 7.9  |
| 欧洲   | 金融资产  | 49.2 | 46.7 | 43.6 | 42.8 | 40.8 | 42.7 | 42.8 | 42.7 | 43.2 | 44.2 | 44.8 | 45.9 |
|      | 非金融资产 | 50.8 | 56.3 | 56.4 | 57.2 | 59.2 | 57.3 | 57.2 | 57.3 | 56.8 | 55.8 | 55.2 | 54.1 |
|      | 债务    | 13.7 | 14.7 | 14.9 | 15.1 | 16.1 | 15.9 | 15.4 | 16   | 15.7 | 15.2 | 14.9 | 14.7 |
| 印度   | 金融资产  | 12.4 | 12.6 | 13.7 | 13.7 | 12.2 | 15.7 | 16.6 | 15.1 | 14.7 | 14   | 14.3 | 13.9 |
|      | 非金融资产 | 87.6 | 87.4 | 86.3 | 86.3 | 87.8 | 84.3 | 83.4 | 84.9 | 85.3 | 86   | 85.7 | 86.1 |
|      | 债务    | 2.8  | 3.8  | 4.2  | 4.3  | 4.3  | 4.1  | 4.8  | 5.3  | 5.6  | 6.2  | 6.6  | 7.4  |
| 拉丁美洲 | 金融资产  | 38   | 37.6 | 37.3 | 38.1 | 33.7 | 36   | 37.1 | 36.6 | 36.9 | 36.6 | 38.2 | 35.3 |
|      | 非金融资产 | 62   | 62.4 | 62.7 | 61.9 | 66.3 | 64   | 62.9 | 63.4 | 63.1 | 63.4 | 63.8 | 64.7 |
|      | 债务    | 9.2  | 8.8  | 8.8  | 9.8  | 10   | 11.1 | 12.8 | 13.8 | 14.1 | 14.4 | 14.8 | 15   |
| 北美洲  | 金融资产  | 66.1 | 60.1 | 61.6 | 63.6 | 62   | 64.9 | 66   | 67   | 67.3 | 69.3 | 69   | 67.7 |
|      | 非金融资产 | 33.9 | 39.9 | 38.4 | 36.4 | 38   | 36.1 | 34   | 33   | 32.7 | 30.7 | 31   | 32.3 |
|      | 债务    | 14.7 | 17   | 17.3 | 18.2 | 21.3 | 20.7 | 19.5 | 18.5 | 16.9 | 15   | 14.9 | 14.5 |
| 世界   | 金融资产  | 55.3 | 51.4 | 51.4 | 51.2 | 49.1 | 51.2 | 51.5 | 52.2 | 52.8 | 54.3 | 54.2 | 55.1 |
|      | 非金融资产 | 44.7 | 48.6 | 48.6 | 48.8 | 50.9 | 48.8 | 48.5 | 47.8 | 47.2 | 45.7 | 45.8 | 44.9 |
|      | 债务    | 13.8 | 14.9 | 14.9 | 15   | 16.5 | 16   | 15.4 | 15.5 | 15   | 14.3 | 14.3 | 14.2 |

\*7 资料来源：瑞士信贷（Credit Suisse），《2015全球财富数据手册》（Global Wealth Databook 2015）

\*8 资料来源：澳大利亚储备银行（RBA）、Wind 资讯。利差介于保本型产品和非保本型产品之间。

### 3.4 无风险与“无风险”投资

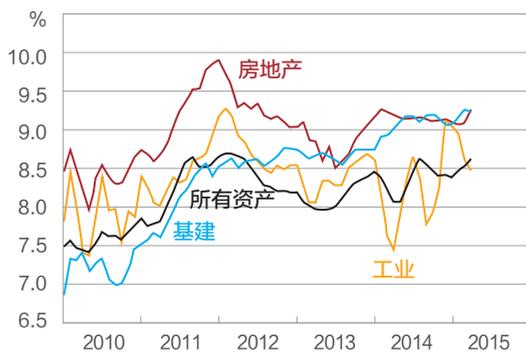
市场公认的无风险收益率通常是指3个月期的美国国库券，其收益率低于0.25%。然而，对中国投资者来说，“无风险”收益率是指中国各银行发行的理财产品，收益率约为5%，而集合信托产品，其收益率可能会高达9%。

对中国投资者来说，除现金之外的最大配置是银行发行的理财产品，在可投资资产中所占比例约为18%（见图表10）。另一类似的资产类别是信托产品，所占比例约为5%。两者相加，中国投资者将大约23%的可投资资产配置到了这些固定收益产品上。这些产品有着相对较高的收益，且风险水平很低，因为银行和信托公司都是大型国有企业，其信用被认为由中国政府提供支持。虽然我们希望这些机构能够继续维持其支付能力，但我们不认为这类投资是“无风险的”。

图表 16：新发行理财产品的平均预期回报率



图表 17：集合信托产品的宣传收益率（3个月移动平均数）



\*9 资料来源：澳大利亚储备银行（RBA）、Wind 资讯

### 3.5 其他因素

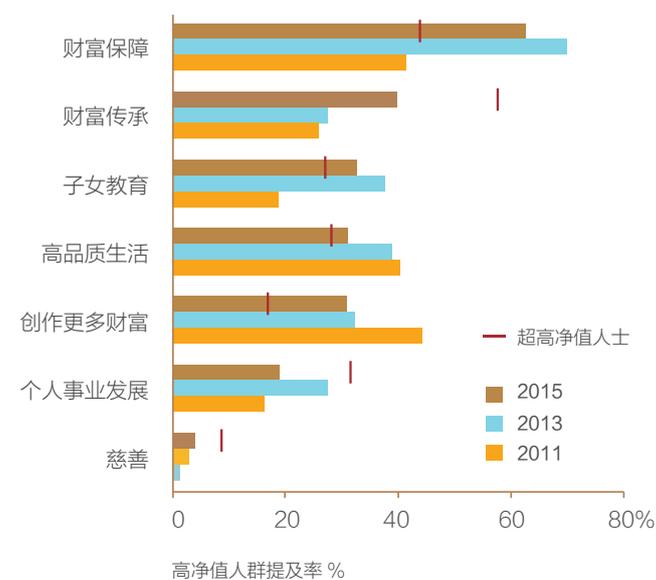
在2015年8月11日人民币意外贬值之后，中国人民银行在12月11日暗示人民币将盯住一篮子货币。很多华尔街分析师认为，人民币在2016年会继续贬值。对中国投资者来说，这是开启全球多元化投资的另一个短期迫切因素。

如上所述，特殊的资产类别如银行信托、财富来源、对冲企业经营的风险、货币问题和投资目标等因素，解释了中国投资者与欧美投资者的不同。

图表 18: 美元对人民币汇率



图表 19: 中国高净值人群财富目标对比



\*10 资料来源: 彭博 (Bloomberg)

\*11 资料来源: 贝恩公司 (Bain & Company), 《2015 中国私人财富报告》



## 第四部分

### 给中国个人投资者的建议

## 4.1 概述

报告的第二部分展示了一个资产配置策略的模型。虽然该模型有着坚实的理论基础，但要想靠它取得纯粹结果，则需要忽略现实世界中诸多非常重要的因素，或者降低这些因素所占的权重。此外，该模型源于机构的资产配置案例研究，而机构往往有着规模庞大的资产、数量众多的雇员、丰富的专业知识和超长的投资周期，所有这些特征都是典型的中国投资者所不具备的。第三部分增加了一些中国特有的重要因素与特征。第四部分即本部分讲述了对投资者普遍适用的关键原则，这些原则对投资者有效进行资产配置有着重要意义。

## 4.2 模型原理

在运用某个资产配置模型时，投资者首先要做的就是对所考虑资产类别的预期收益和风险进行假设。这包括每一项资产类别的预期收益和标准差，以及所有资产类别之间的相关性等。在第二部分，我们展示了哈佛管理公司在案例研究中所运用的关键假设，但这些假设不应被简单视为既定假设；相反，它们应予以更新，以反映最新的市场和经济信息。一组好的假设，不仅要考虑各资产类别的历史表现，也要考虑其未来的表现。

一旦选定了假设条件，无限制条件的理想模型就可以检测了。在前面的多个图表中，我们已经看到了该模型产生的“有限性边界”曲线。也就是说，在任何既定风险水平下，它都会显示与该风险水平相对应的最高预期收益。基于该模型的假设条件，不同的投资组合权重会对应不同的风险水平和预期收益。但投资者仍需从无数选项中进行选择。比如，某种最高预期收益投资组合的年波动率为 6%，而另一种最高预期收益投资组合的年波动率为 8%（当然，也可能是其他任何一种波动率）。相比来看，后者的风险更高，而相应地，其预期回报也就更高；至于选择承担什么样的风险水平，决定权在投资者手中。

## 4.3 调整假设条件

对于第二部分中的假设条件，我们在前面已经讨论过：这些假设应随时更新，以反映市场最新动态。投资者不应简单地采用别人的假设条件运用于自己的投资组合，这里还有其他方面的原因。在市场上，不同的投资者面临不同的选择，影响关键因素如下。

### > 费用

有些资产类别的获取成本近乎于零，比如购买政府债券或投资低成本基金等。但另外一些资产类别，如果将各种形式的成本计算在内，比如管理费、经纪费、申购费、投资管理激励薪酬，以及资产配置管理公司和基金管理公司收取的其他相关费用等，它们的成本是很高的。最大限度降低成本固然重要，无论何种成本，都应在预期收益中考虑进去。

### > 资源与投资管理能力

历史上，哈佛资产管理公司（HMC）在林木投资领域取得了极大成功。该公司购买整片林地，然后交由林业专家团队进行管理。能够获得这种机会的个人投资者，可谓少之又少。因此，将哈佛管理公司在自然资源领域的假设照搬到自己的投资组合上，这是错误的。全球房地产领域亦是如此，哈佛管理公司持有的基于大型建筑物的多元化投资组合，也是小型机构所难以驾驭的。但事物有两面性。另一方面，有些投资机会仅适用于小型投资者，大型机构很难获得具有实质意义的回报。但不管投资者是何种规模，也不管其具有何种特征，很重要的一点是，投资机会及相关假设仅适用于特定时间段的特定投资者。

### > 选择能力

顶级金融机构设有专门的全职团队，用以甄选各资产类别的最佳投资管理人。如果个人投资者想“复制”这些机构的风险及收益管理经验，他们就得确保能和这些机构一样，找到同等优秀的经理人——或通过他们自己的选择能力，或通过与专家合作的方式。

## 4.4 模型限制条件

在投资组合优化模型中，我们发现了一个有趣现象：杠杆的作用。稳健型投资者——追求高收益并愿意承担一定程度风险的投资者——的典型投资选择，不仅倾向于高风险资产类别，比如资本市场股票和私募股权，而且也倾向于高于市场风险的个股。但该模型显示，通过运用杠杆，在承担较低风险水平的情况下也能实现高收益。简单来说，就是要减少所持的现金量。所以，如果一个投资者的投资组合中有 50% 的现金和 5 只 10% 的高风险个股，在同预期收益的情况下，可以通过将所持现金减少到 20%（或其他比例），将另外 80% 投入全球市场，组建低风险、多元化投资组合，而降低投资组合的整体风险。

经济学家或许认为，减少所持的现金量就是提升杠杆水平。然而，大多数人不会把这种行为称为“杠杆”，除非投资者再进一步，通过切实借贷抵押加码投资组合。实际上，机构投资者或是高风险承受的个人投资者可以通过一定的低杠杆博取更高的收益。比如，对于一名持有 1000 万元人民币的高风险投资者，该模型可能会建议他借入 250 万元人民币，然后将 1250 万元人民币全部投入配置合理的多元化投资组合。这种多元化策略会将风险降到投资者所能接受的水平，但总体预期收益会超过非杠杆化的高风险集中的投资组合。尽管如此，投资者可以根据自己对于杠杆的风险接受度，选择非杠杆投资组合。

对于投资者的另一个限制条件是对可投资资产类别的界定。这或许是因为某种资产类别需要太多的专业知识，或者它有最低额度投资要求，或是因为税费政策不具吸引力，等等。这类限制条件可以在优化模型中，通过自定义调整剔除。相应地，投资者可能希望“较小范围”限制条件，比如“至少 20% 投于债券”或“至少 50% 投于亚洲”等。同样，这类限制也可以在优化中实现。

## 4.5 其他个人因素

第三部分讨论了可能影响投资决策的诸多中国特殊因素。在本节中，我们也考虑到因投资人个人偏离模型推荐组合的原因，以及对于特定的个人投资者可能需要引入更复杂的模型来为投资者量身定制解决方案。

### > 投资期限

大学等大型机构考虑的投资期限从几十年到几百年不等。全球最富有的投资者也是长线投资者，但其他人则不同，他们的投资期限可能从几个月到几年不等。期限影响到投资政策，因为投资者会考虑某一经济体或资产类别的衰退周期，以便做好自我保护。对有的投资者来说，只要他们的投资最终能够达到预期表现，他们会接受“颠簸之旅”，但其他投资者可能会在底部被迫止损。因此，投资者需要对自己的投资期限有一个清楚的了解。期限与风险厌恶水平相关，但又不完全相同。

### > 生命周期

收入水平和其他个人因素。正如我们在第一部分中所讨论的，投资者所持投资组合的一个关键要素是该投资者的人力资本，例如雇佣收入的价值。但这通常不包括在优化模型中。因此，一个人的雇佣状况——收入高或低，收入的稳定与否，临近退休或尚有较长工作年限等，在进行资产配置时都应予以考虑。另外，所持物业也是重要的资产组成部分，在具体的投资者分析中应纳入考量。相应地，在确定所能接受的风险水平和风险类型时，一个人也应考虑自己的开支情况，比如负担人口的数量、房租或教育等固定支出。

## > 币种与通货膨胀

在该报告讨论的模型分析中，未深入探讨的最大因素或许就是币种和当地物价问题。至少，把大量资金投于国外的投资者需要考虑如何对冲与这些投资相关的货币风险。此外，投资者可能还会发现，这种源于货币和当地物价的担忧情绪会驱使他们加大国内市场投资，使之超过模型的理论建议的比例。如果一名投资者采用了全球多元化投资策略，而他的邻居和商业竞争者只投资国内，那么在本地市场走高时，这名全球投资者就会发现，自己在劳工和房地产等至关重要的当地市场处于竞争劣势。在决定采取何种全球多元化策略时，这些因素都应该考虑在内。

## > 税制和规定

投资者在改变自己的投资计划时，应充分考虑税率因素。一般来说，税率可以区分出投资机会的好坏。当然，投资者必须牢记适用限制及规定，包括但不限于第三部分中所提到的内容。

## 4.6 注意事项及其他因素

我们的模型结果高度依赖模型假设，而从本质上讲，这些假设又是极具争议的。此外，我们还要认识到，市场也有它自己的观点，而且每天都会表达这些观点，即赋予每一种资产类别、每一个国家和每一种证券以相应的价值。市场的观点必须给予认真对待，所以明智的资产配置应综合平衡考虑模型结果（即便是相当成熟的模型）和基于市场观点的全球权重比例。

## 4.7 多元化配置的开启

尚未开启多元化投资的投资者应该考虑的重要问题是：是否应立即实现多元化？答案是“或许”。理想情况下，投资者配置多元化投资组合所用的时间越短则越好。但多种因素都可对其产生影响，逐渐地增加多元化配置可能对投资者更有利。其中，多元化配置的影响因素包括：

### > 交易成本

若投资者以 ETF 的形式持有股票，则出售其中部分并换成全球指数基金的成本可能会较低。但若投资者持有个股，则需要缓慢处理股票以规避价格影响，这更具成本效益。

### > 税费

许多国家设有同证券销售相关的税费（如资本利得税）。在这种情况下，保留未经多元化的投资组合则为上乘之选。

### > 控制权

某些投资者类型对中国私营企业进行了大规模投资。鉴于这类投资可以带来附加效益，比如对公司的控制权或为投资者带来工作等，所以这里的分析表明，为追求多元化而快速处置资产的方式可能过于想法简单。

## 4.8 投资组合的再平衡

利用全球市场权重完成简单资产配置的一大好处，就在于无须重新平衡投资组合。如中国市场表现异常良好，则投资者对该国的配置会相应增加，且该国市场占全球市场的权重同样会增加。因此，投资者将继续维持投资组合权重，使之等于或至少相当接近全球市场权重。

### **但考虑到交易成本及及时性，我们建议以下经验原则：**

> 在市场确实发生重大事件时，即占投资组合 20% 或更高比例的资产类别在短期内出现 20% 或更高比例的变动，则应调整投资组合。在出现市场崩溃或快速升值后，投资者应考虑是否需将投资权重调整为原值或计算并采用新的投资权重。

> 即使未发生重大市场事件，投资者仍需每年调整投资组合。小幅资产变动可能累积成大幅变动，且预期收益的变化通常会同价格发展趋势相反。举例来说，如果利率大幅上涨，那么投资者的债券投资组合价值将很可能出现大幅下跌，但随着债券利息的提高，预期债券收益可能升高，优化程序由此可能判断投资者应增持债券而非减持。因此，即使作为投资组合一部分的债券预期收益有所降低，因其变化同价格趋势相反，所需配置量反而会有所增加，鉴于此，该投资组合远未达到最优投资水平。

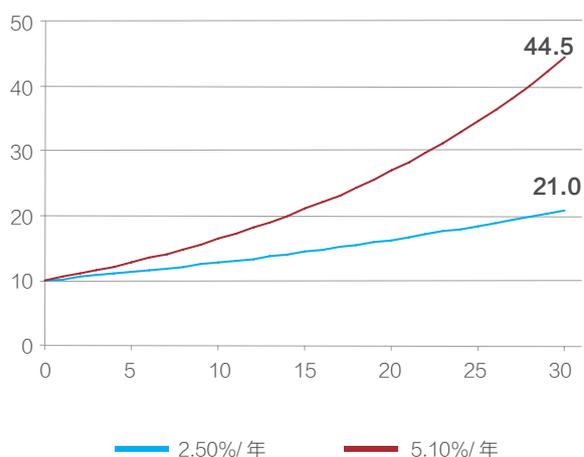
> 资产配置再平衡的比例根据投资者个人因素决定。通常情况下，投资者的再平衡不涉及大量资产买卖。在偶然的情况下，投资者需对投资组合做出重大调整——因为在一年时间内，市场会发生很大变化。当然，在进行年度或首次投资组合调整时，投资者应考虑上面所提的税费和交易成本等因素。经验丰富的理财顾问可在处理这类复杂问题时发挥重大作用。

## 4.9 多元化投资的巨大效益

在风险预算相同的情况下，获取更高收益的能力对个人财富有着巨大影响，其原因在于投资的复合收益率。每年额外 1 到 2 个百分点的复合收益率，持续 30 年，可对财富积累水平带来翻天覆地的变化。

图表 20 显示，多元化投资组合可以创造巨大效益。我们以财富水平为 1000 万元人民币且风险容忍度为中等的典型中国投资者为分析对象进行说明。根据上表所得计算结果，优化程序选择目标波动率为 10% 且平均实际收益率为 5.1% 的投资组合。将这一优化投资组合同典型中国投资者可能倾向的投资组合进行对比得知：优化投资组合可能包括少量中国股票、部分债券，以及大量现金。因其无法从全球资产类别多元化中获益，这类投资组合的波动率达 10%，而每年预期收益率仅为 2.5%。尽管每年 2.6% 的收益差异似乎并不明显，但它伴随时间生成的累积效应可产生巨大影响。即便根据通货膨胀进行调整，优化程序预计无任何附加风险的多元化投资组合仍可带来 2500 万元人民币的附加收益或购买力。这一假设示例中的投资者可获得双倍或更多财富，且无需承担任何附加风险。这就是多元化的力量。

图表 20：1000 万元人民币资质投资者的累积财富增长示意图



# 结语

## 本报告主要阐明以下三点：

1) 金融学研究表明投资者可从资产类别多元化和全球投资多元化中获益。大多数投资者未能利用这些机会，因此，他们现有的组合并不是最优的资产配置组合。而最富经验的个人和机构投资者以及发达市场，则可以充分利用这种机会，实现最优投资。

2) 历史上看，中国投资者主要专注于国内投资。这一现象的主要原因在于海外资本投资的限制使得中国投资者极少有机会能够实现完全多元化。近年来，政策开放已创造了大量可实现全球多元化的投资机制，限制已不如先前严苛，一些富有经验的成熟投资者已经在充分利用这些海外投资多元化机会。对于大多数投资者而言，因习惯使然，还尚未选择多元化投资组合配置。

3) 我们需要认识到，每个投资者所处的环境是不同的，其最优投资策略会因为这种环境的不同而不同。此外，我们的模型结果高度依赖模型假设，而这些假设，本身就具有争议性。比如，在资产类别上，我们均采用了 HMC 的假设预期收益，但 HMC 具备以更低交易成本进行投资的能力，也具有挑选一流投资管理人的能力，这是一般投资者所无法复制的。而在我们的模型中，这样的简化处理还有很多。我们认为，这些模型及其产生的结果，是投资者最大程度提升投资表现和最大限度降低风险的重要出发点。但这也仅仅是出发点，最终的投资决策还需投资者在全面审慎考虑相关因素后作出，而且也需要明智的理财顾问的支持。

## 参考文献

- Ameriks, J. and S.P. Zeldes (2004), How do household portfolio shares vary with age? Working paper, Columbia University.
- Benartzi, S. and R.H. Thaler (2007), Heuristics and biases in retirement savings behavior, *Journal of Economic Perspectives* 21(3), 81-104.
- Benartzi, S., R.H. Thaler, S.P. Utkus, and C.R. Sunstein (2007), The law and economics of company stock in 401(k) plans, *Journal of Law and Economics* 50(1), 45-79.
- Bertaut, C. and Starr-McCluer, M. (2000), Household portfolios in the United States, Federal Reserve Board of Governors.
- Bodie, Z., R.C. Merton, and W.F. Samuelson (1992), Labor supply flexibility and portfolio choice in a life cycle model, *Journal of Economic Dynamics and Control* 16(3-4), 427-449.
- Cohen, Randolph B., 2003, Asset Allocation Decisions of Individuals and Institutions, Harvard Business School Working Paper, Boston, MA
- French, K.R. and J.M. Poterba (1991), Investor diversification and international equity markets, *American Economic Review Papers and Proceedings*, pp 222-226.
- Goetzmann, W.N. and A. Kumar (2008), Equity portfolio diversification, *Review of Finance* 12(3), 433-463.
- Haliassos, M. and C. Bertaut (1995), Why do so few hold stocks? *Economic Journal* 105, pp. 1110-1129.
- Lintner, J (1965), The valuation of risk assets and the selection of risky investments in stock portfolios and capital budgets, *the Review of Economics and Statistics* 47:1, pp. 13-37.
- Mankiw, N.G., and S.P. Zeldes (1991), The consumption of stockholders and nonstockholders, *Journal of Financial Economics* 29(1), 97-112.
- [NEW] Markowitz, H (1952), Portfolio selection, *Journal of Finance* 7:1, pp. 77-91.
- Mehra, R. and E.C. Prescott (1985), The equity premium: A puzzle, *Journal of Monetary Economics*, 15(2), 145-161.
- Merton, R.C. (1969), Lifetime portfolio selection under uncertainty: The continuous-time case. *Review of Economics and Statistics*.
- Muelbroek, L. (2002), Company stock in pension plans: How costly is it? Harvard Business School Working Paper 02-058.
- [NEW] Sharpe, W (1964), Capital asset prices: A theory of market equilibrium under conditions of risk, *Journal of Finance* 19:3, pp. 425-442.
- Vanguard Research (2014), Global equities: Balancing home bias and diversification.
- Vissing-Jorgensen, A (2003), Perspectives on behavioral finance: does 'irrationality' disappear with wealth? Evidence from expectations and actions, in Gertler and Rogoff, eds. *NBER Macroeconomics Annual 2003* (MIT Press, Cambridge MA.)

# 宜信财富 CreditEase



宜信财富官网二维码

客服热线：4006-099-800 4008-895-183