

陈昆才 / 著

# 财道

资产配置方法论

Protection and Growth

—The Art and Science of Asset Allocation

Language: Chinese

Author: Kuncai Chen



财富管理的六对关系

关于钱的三种状态


私募股权投资的六脉神剑


发现系统之美

拥抱未来的财富

发掘资产管理与财富增值之道  
具有实战价值的资产配置宝典

李开复 罗振宇 巴曙松 于学军  
卓福民 汪静波 殷哲 | 诚挚推荐

 中国出版集团

 现代出版社

陈昆才 / 著

# 财道

资产配置方法论



Protection and Growth

—The Art and Science of Asset Allocation

Language: Chinese

Author: Kuncai Chen



 中国出版集团  
 现代出版社

图书在版编目 ( CIP ) 数据

财道：资产配置方法论 / 陈昆才著. —北京：现代出版社，2016.11  
ISBN 978-7-5143-3597-2

I. ①财… II. ①陈… III. ①资产管理—研究—中国  
IV. ①F832

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2016) 第 242400 号

财道：资产配置方法论

作 者：陈昆才

责任编辑：寇颖丹

出版发行：现代出版社

通讯地址：北京市安定门外安华里 504 号

邮政编码：100011

电 话：010-64267325 64245264 ( 传真 )

网 址：www.1980xd.com

电子邮箱：xiandai@vip.sina.com

印 刷：三河市宏盛印务有限公司

开 本：710mm×1000mm 1/16 印 张：20

版 次：2016 年 11 月第 1 版 印 次：2016 年 11 月第 1 次印刷

书 号：ISBN 978-7-5143-3597-2

定 价：58.00 元

版权所有，翻印必究；未经许可，不得转载

# 市场大幅波动之后，如何从资产配置角度把握投资

巴曙松 研究员

中国银行业协会首席经济学家、博士生导师

2015 年以来，中国的投资者经历了一次大幅的股市波动的洗礼。这一洗礼也促使更多的投资者关注资产配置，而不仅仅是片面追求高收益，或者盲目承担高的投资风险。

所谓资产配置，通常是指投资者根据自身的目标、风险偏好等，将资金按照一定比例配置于各类资产，如股票、债券、大宗商品、另类投资及现金等，在获得相应回报的同时，将风险降到合理的水平。通常来说，资产配置理论可以分为两个类型，一种是均值方差最优化方法（如捐赠基金模型），另一种是效用函数最优化方法（如高盛的 B-L 模型，由高盛的 Fisher Black 和 Robert Litterman 在 1992 年提出），但由于这两种方法对前提、数据、模型构建等的要求比较严格，不易于在实际中应用，传统的资产配置往往通过资金均衡的简单方式来实现，比如股票和债券按 50/50 或 60/40 的比例进行配置。

在讨论资产配置不同方法的特点时，摩根士丹利投资集团创始人之一 David M. Darst 在他著名的《*THE ART OF ASSET ALLOCATION*》（资产配置的艺术）中指出，资产配置的主要优点之一是它改善了投资组合的风险——回报平衡。资产配置的一个核心目标是在风险一定的情况下，增加总的回报；或者在回报一定的情况下，降低总的风险。在一段有意义的时间范围内，要使得某个资产配置带来成功的投资成果，投资者需要把正确的资产种类和正确的财产，按照正确的比例组合在一起。

从资产配置理论的历史发展脉络看，自 Markowitz（1990 年与夏普一同获诺贝

尔经济学奖)于1952年最先提出分散投资的概念,成为现代组合管理理论(MPT)的基础。Sharpe于1964年提出资本资产定价模型(CAPM),提出衡量系统性风险的指标“贝塔”的概念。Gary Brinson和Randolph Hood以及Gilbert Beebower(BHB)于1986年提出,年金基金收益率波动的超过90%取决于资产配置决策。Roger Ibbotson和Paul Kaplan于2000年通过研究发现,组合历史收益率波动的大部分取决于股市整体的波动,而非特定的资产配置决策,指出大部分投资者误解了BHB的结论:BHB的结论不是90%的收益,而是90%的波动取决于资产配置决策。实际上,单个投资者的收益几乎100%取决于他的资产配置决策。近年的资产配置理论则更加关注资产类别细分化。大宗商品、另类投资等新的资产类别之外,股票、债券等传统资产倾向于被细分成多个不同的资产类别。资产分类除了看资产间的相关性等指标之外,还可以考虑某类资产对整体组合的意义(成长、成长收入平衡、收入、抗通胀、防守型等)。同时,机构投资者的资产配置模型更为多样化。

从美国金融市场的实践看,投资者资产配置活动演变的三个主要阶段,以及与这些阶段相关联的代表性资产配置为:第一阶段:20世纪50年代到70年代,现金、股票和债券为主要的资产,集中于美国国内,一个通行的资产配置方案是60%美国股票、30%美国债券、10%现金。第二阶段:20世纪80年代和90年代,非国内证券和另类投资被纳入投资组合,包括VC/PE、房地产、实物资产和国际上发达国家及新兴市场的权益和债务证券。第三阶段:20世纪90年代及2000年以后,管理期货基金、对冲基金和FOF以及通货膨胀指数债券被纳入投资组合。

在许多研究者看来,权益、债券、商品、房地产和其他资产种类的价格多次大幅上涨(下跌)都表明追求资产配置(伴随着投资组合的再平衡和资产的多元化)应当替代一味地投机成为投资的主导方法,但是,在一轮市场大幅波动冲击之后,不少投资者往往还是希望通过单向和集中的投资来靠资产价格的波动,来获得更高的收益。从美国市场的历史看,20世纪90年代末,由于大盘美国股票的持续上涨,一些投资者降低了对资产配置价值和功效的重视,资产多元化、风险控制以及长线投资的优点被许多投资者忽视。从2000年年初起,纳斯达克综合指数暴跌,许多互联网、电信和科技股票以及一些其他领域的股票急转直下,许多投资者开始接受

或重新接受资产配置的原则。

从这个意义上来说，刚刚经历一次大规模波动的中国股市，可能也正好是推动资产配置理念广泛应用的好的时机。特别是尝试从中国市场立足探讨资产配置问题，就显得更有针对性。就资产配置活动来说，虽然本书在资产配置的数学模型方面的讨论并不多，但本书能做到尝试从资产端切入，剖析了VC/PE、权益投资、房地产、类固定收益等核心大类资产的配置价值与筛选标准等，同时探讨了家族财富管理问题，从实践角度对中国的资产配置活动进行了积极的探索。

是为序。

2015年10月于北京

## 财富管理的六对关系

陈昆才

在反复斟酌之后，我选择用《财道：资产配置方法论》作为本书的书名。而熟悉我的朋友都知道“财道”的含义，在2015年，诺亚财富旗下歌斐资产还发行过以“百年财道”命名的基金，旨在为普通投资人提供全资产配置的投资管理服务，实现财富的永续传承，一年后，该产品确实为投资人守住了风险。

何谓财道呢？顾名思义是财富管理之道。在诠释财道的要义之前，我们要确定议事之范畴，笔者将其归纳为六对关系。

第一，事业与投资的关系。作为投资人，你的事业与投资关系将怎样处理呢？这个问题的背景是，当前高净值人士多为民营企业企业家，在实现财富自由之后，如何打理闲置资金呢？如何处理投资与事业之间的关系呢？这取决于你要花多少精力在投资上面，如果不能遵循一万小时定律，那么就不要再自己去管理投资。因为我们都很清楚，唯有专注，才能成功，所以要明确自己的精力在哪里？尤其是那些主攻事业的企业家，投资管理必须交给专业机构去打理。

第二，保有与传承的关系。财富的生命周期有三个阶段，分别为创富、保有和传承。创富阶段是企业家创业成功之后实现财富自由，而保有是指财富的保值和增值，传承简单理解为富过三代。而所谓的资产配置是解决财富的保有，追求一个低波动的稳健收益；而财富的传承必须依靠工具，利用终身寿险及家族信托来解决财富的代际传承。这个顺序，以及对于财富传承的提前规划，缺一不可。

第三，保障与投资的关系。保障是投资的安全垫。打个比喻，你作为家庭的主要收入来源，你在经营事业的过程中，就像在向上爬坡，有可能一步踏错，回到原

点。所以，就要防止意外的发生，那么关于疾病、意外和终身寿险这三个险种就可以保障你的家庭。保障与投资，这对关系的结论是先有保障后有投资。

第四，海内与海外的关系。当下不是说你没有美元就不去做海外配置，而是需要理解海外配置的三大功能，即分散汇率风险、分散本经济体的宏观风险、抓住海外投资的阶段性机会。当然，海外配置的比例是由客户自身的企业经营和家庭生活的国际化程度来决定，在 10% ~ 30% 之间，国际化程度越高的家庭，其海外配置比例越高。所以，在设计资产配置方案时，首先要考虑跨币种和跨区域的配置问题，这是基本前提。

第五，委托与直投的关系。顾名思义，是委托给专业机构和专业人士，还是靠自己去做投资决策呢？这是考量相信专业，还是自我决策。投资人的自我知觉与对能力边界的认识是很重要的，而往往来自市场的风险教育是最直接的，在历经 2015 年夏天以来的股灾、信用风险暴露、熔断、汇率波动等风险之后，投资人愈发相信专业的力量。

第六，支出与税务的关系。这些都是财富的“减分项”，所以我们会提醒投资人，支出即消费，要根据你的支出去设定对分红和流动性的要求，据此来安排投资组合，因为当期的分红与过高的流动性都会损耗投资收益。另外，在重大资产交易、重大决定（如移民）之前一定要进行税务筹划这样的安排，咨询专业机构，做到未雨绸缪。

在理解了六对关系之后，我们会理解所谓财富管理的系统之美，理解本书所提出的五大系统解决方案（参见第十一章的专题论述），这就是财道的内含价值。

2016 年 10 月 1 日于上海



中国高净值人士，尤其是“创一代”企业家们，正在遭遇财富大变局，突出表现为二代接班问题、经济转型带来的资产风险（尤其是家族企业经营问题，近五年压力逐步加大）、利率市场化及人民币国际化带来的投资问题。特别是2015年夏天的股灾，让高净值人士意识到资产配置是如此的重要。本书要解决的是，资产配置怎么做，如何理解主要资产类别的配置价值及配置策略，如何打破“富不过三代”的迷思，实现家族财富的传承。

### 全书一共分为十一章：

第一章，以英国前首相丘吉尔的名言作为主题，为全书构建了论述的语境。作者通过大量的学习和思考，将投资理念哲学化，引发投资者认识自我。同时深度剖析了中国高净值人士面临的投资困境，在借鉴成功经验的基础上，给出了较为完整的解决方案，紧扣本书主题。

第二章，结合耶鲁捐赠基金的案例，作者总结了资产配置的方法论，包括如何构建投资组合，以及发挥基金经理主动管理的价值，创造的超额收益。作者还把这一方法论运用到某机构投资者的资产配置方案形成过程之中，理论结合实践。

在第三章到第六章，作者分别阐述了私募股权投资（PE）、房地产基金、二级市场（公开市场权益投资）、类固定收益（非标准化产品为主）等四大类主要资产的不同配置价值，其中的产品筛选体系具有非常实用的指导价值。其中，作者对于房地产投资的论述更为全面，因为这一资产类别是中国高净值人士的传统偏好所在，最为精彩的内容是美国地产游学中的思考。另外，作者重点着墨的PE，是当前中国高净值人士所缺少的配置品种，通过作者的描述，PE的魅力跃然纸上。

第七章讲述了海外资产配置的价值，这对于人民币国际化进程加快背景下的国内高净值人士，具有前瞻性的战略意义。对冲本经济体的宏观风险、分散汇率风险、把握全球投资良机，作者通过三个维度解释了海外资产配置为何是刚需。

第八章，在战略资产配置的基础上，作者结合 2015 年 6 月开始的中国股灾，讲解了资产配置再平衡的重要性和具体建议。这部分内容于股灾开始的 6 月完成，事后回看，依然相当精准，减配二级市场，加仓固定收益和私募股权投资，以及文化产业和美元配置等。

第九章，作者将视角切换到家族财富管理，因为财富有远超越金融资本的含义，所以作者论述了家族财富管理的挑战、核心目标与解决方案等内容。

第十章，财富生命周期包含创富、保有和传承，资产配置解决了财富保有问题，而财富传承则需要借助保险规划、信托安排来实现，以及税务筹划等，作者在本章邀请方舟信托（香港）负责人详解传承工具的使用。

第十一章，作者详解了中国独立财富管理行业的样本，诺亚财富的发展历程与颠覆式创新故事，用必需品、低成本、创新力诠释了诺亚财富的成长秘诀；并用诺亚财富十年以来资产配置实践中总结的方法论来结束本书的正文部分，与第二章的耶鲁模式呼应，而取势、明道、优术也是最具中国特色的概括。

本书实战性强，内容均源于实际的业务，接地气。作者复合型的背景，资深的财经记者经历，加上财富管理行业的实操，能够很好地驾驭这个题材。本书堪称中国首本资产配置实战宝典，受众包括高净值人士、机构投资者、家族企业实际控制人、财富管理行业从业者等。

第一章 不要浪费一场好危机 / 001

引言 / 003

如何让钱慢慢变老 / 004

股灾后的“心理建设” / 008

个人投资之痛 / 013

“资产配置荒”破解术 / 017

第二章 斩获超额收益的秘诀：耶鲁捐赠基金案例 / 023

引言 / 025

名校基业长青的守护者：捐赠基金 / 027

斩获超额收益的秘诀之一：构建投资组合 / 032

斩获超额收益的秘诀之二：筛选管理人 / 037

资产配置案例 / 042

尾记 / 045

### 第三章 配置重器：PE 的“六脉神剑” / 047

引言 / 049

PE 的前世今生 / 050

PE 的核心价值：拥抱未来的财富 / 052

PE 的“六脉神剑” / 065

### 第四章 地产进化论：穿越黄金时代 / 075

引言 / 077

地产进化论——心路历程 / 078

梦想照进现实：老才房地产金融十年心路历程 / 078

地产进化论——行业观察 / 084

2014 房地产基金：“白干系数”会否再度应验 / 084

离得远，才能看得更清楚 / 090

那些房地产市场上的“裸泳者” / 095

地产价值网变迁 / 099

地产进化论——以美为师 / 106

旧金山初体验：玩转“变性”与困境资产 / 106

中美开发商谁更幸福？ / 110

老法师细剖美国房市 / 112

沃顿课堂上的隆隆“炮声” / 116

美国房地产的破坏性创造 / 121

地产进化论——投资策略 / 125

地产基金如何赚钱? / 125

地产投资加减法 / 129

## 第五章 二级市场：人性的战场 / 133

引言 / 135

转战二级市场，您需要关注哪些重大改革举措? / 137

股票投资的内在价值与痛点分析 / 139

对话陈昆才：从资产配置角度看对冲母基金的价值 / 142

不可忽视的公募基金 / 147

漫谈“慢牛”——基于企业债务问题的视角 / 153

现阶段投资 PE、新三板、二级市场，哪个更好? / 158

市场高位时如何保持敬畏 / 160

人性之战 / 162

## 第六章 类固定收益：曾经的“重仓股” / 165

引言 / 167

中外固定收益类资产的投资差异 / 168

中国式固定收益的“供给侧改革” / 176

固定收益投资的相关分析 / 183

固定收益是资产配置的“重仓股” / 183

固定收益配置的三阶段 / 184

- 房地产信托的四大雷区 / 185
- 选对人是风控核心 / 187
- 非标大变局 / 188
- 非标大变局之狼来了! / 189
- 降息周期下的固定收益配置策略 / 191
- 请不要用大妈心态去理解降息 / 192

## 第七章 跨币种配置: 不可或缺的“必需品” / 195

- 引言 / 197
- 全球化配置, 安坐于不安之上 / 199
- 海外资产成为标配 美元产品需求井喷 / 201
- 担忧和希望 / 207

## 第八章 资产配置再平衡: “乙未”股灾另一面 / 217

- 引言 / 219
- 关于再平衡 / 221
- 对中国资本市场的宏观剖析 / 224
- 二级市场投资策略及配置建议 / 228
- 一级市场投资策略及配置建议 / 230
- 资产配置再平衡的五部曲及 2015 年下半年资产配置建议 / 233

## 第九章 打破“富不过三代”的迷思 / 235

- 引言 / 237

爱是家族财富传承的精神基础 / 239

“富过三代”的五个秘诀 / 241

一份关于家族财富传承的珍贵手稿 / 245

家族财富传承案例之罗斯柴尔德家族 / 251

家族财富传承案例之洛克菲勒家族 / 253

## 第十章 详解财富传承工具 / 255

引言 / 257

揭开家族信托的神秘面纱 / 258

大额保单的功能：避税、避债、传承 / 274

## 第十一章 独立财富管理机构样本 / 279

引言 / 281

诺亚财富：财富管理行业的颠覆式创新 / 282

诺亚财富的投资哲学 / 287

财富管理的系统之美 / 293

正直诚实才是最好的交易入口 / 296

后记 / 299

致谢 / 300

# CHAPTER 01

---

## 第一章

### 不要浪费一场好危机

---



