



WEALTH ARK

财富的方舟

资产配置의 诺亚实践

陈昆才/著

ASSET ALLOCATION

NOAH

FROM

PRACTICE

新华出版社



—— 专属于您的理财专家 ——

财富的方舟

资产配置의 诺亚实践

陈昆才 / 著

WEALTH ARK

ASSET ALLOCATION

FROM

NOAH PRACTICE

常州大学图书馆
藏书章

新 华 出 版 社

图书在版编目(CIP)数据

财富的方舟：资产配置的诺亚实践/陈昆才著. —北京：新华出版社，
2015. 10

ISBN 978-7-5166-2112-7

I. ①财… II. ①陈… III. ①资产管理—研究 IV. ①F830.593

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2015)第 257896 号

财富的方舟：资产配置的诺亚实践

作 者：陈昆才

出 版 人：张百新

责任编辑：王晓娜

特约编辑：郑立华 寇颖丹

封面设计：金榜图文设计室

出版发行：新华出版社

地 址：北京市石景山区京原路 8 号 邮 编：100040

网 址：<http://www.xinhupub.com> <http://press.xinhuanet.com>

经 销：新华书店

购书热线：010—63077122

中国新闻书店购书热线：010—63072012

印 刷：保定市中国画美凯印刷有限公司

成品尺寸：170mm×240mm

印 张：18.5

字 数：216 千字

版 次：2015 年 11 月第一版

印 次：2015 年 11 月第一次印刷

书 号：ISBN 978-7-5166-2112-7

定 价：58.00 元

图书如有印装质量问题请与印刷厂联系调换：010—51906740



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、博士生导师

中国银行业协会首席经济学家

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)应当替代一味的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、方法论等方面的讨论并不多,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



老才其人

岁月如梭,我加入诺亚财富已有五周年。

在这五年里,我见证了市场的起伏,挑战与机遇,比如中国房地产基金元年、PE遭遇寒冬、大资管时代的到来、六月钱荒,也见证了互联网金融的颠覆式创新,以及今年6月份的股灾,等等。

在这个过程中,我向很多伟大的公司、优秀的企业家和基金经理学到了,一家公司之所以伟大,是因为他们有可供长期坚持的战略;一个人之所以成功,是因为独立思考和保持谦卑。

我深知,客户是最好的老师。我们相信帮助客户把握未来的机会、为客户创造长期价值是财富管理的永恒主题。只有更深入地理解客户需求,才能更好地实施创新;只有更为迅速的满足客户需求,组织和个人才能进步。

五年时间,不长不短。如果选择专注一件事情,我相信诺亚会坚定的选择帮助客户做好资产配置服务。而做好这项服务,建立在诺亚长期修炼的三大能力之上——判断趋势、构建组合、主动管理。

2015年7月



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,近三年压力逐步加大)、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。

全书一共分为十章:

第一章,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。

在第二章到第五章,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。

第六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。

第七章,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。

第八章,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,特别针对当前中国财富管理行业的大变局,做了具体的分析,并引入了全权委托投资管理服务的内容。本章是全书的高潮,不仅深度剖析了中国高净值人士面临的投资困境,还在借鉴成功经验的基础上,给出了完整的解决方案,呼应本书的主题。

第九章,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,与第一章的耶鲁模式呼应,而取势、明道、优术也是最为精准和中国特色的概括。

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,能够很好的驾驭这个题材。

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。



序	市场大幅波动之后,如何从资产配置角度把握投资.....	(I)
作者自序	老才其人.....	(V)
内容导读.....		(VII)
第一章	斩获超额收益的秘诀:耶鲁捐赠基金案例	(1)
引 言		(3)
一、名校基业长青的守护者:捐赠基金		(5)
二、斩获超额收益的秘诀之一:构建投资组合		(10)
三、斩获超额收益的秘诀之二:筛选管理人		(13)
四、资产配置案例		(18)
第二章	配置重器:PE 的“六脉神剑”	(21)
引 言		(23)
一、PE 的前世今生.....		(24)
二、少商剑——理解和投资 PE 的三要素		(25)
三、商阳剑——决定 PE 回报的三要素		(27)
四、中冲剑——被投资企业看重 GP 的三要素		(29)
五、关冲剑——专业投资人如何选择 PE 基金		(30)
六、少冲剑——PE“生产线”		(32)
七、少泽剑——合格 LP 的四个“不”		(34)
第三章	地产进化论:穿越黄金时代.....	(37)
引 言		(39)
梦想照进现实		(40)

央妈出面“维稳”品牌+刚需为王	(47)
2014 房地产基金:“白干系数”会否再度应验	(54)
离得远,才能看得更清楚	(60)
那些房地产市场上的“裸泳者”	(65)
地产价值网变迁	(69)
旧金山初体验	(76)
中美开发商谁更幸福?	(80)
老法师细剖美国房市	(82)
沃顿课堂上的隆隆“炮声”	(86)
美国房地产的破坏性创造	(92)
地产“三巨头”印象·万科	(96)
地产“三巨头”印象·碧桂园	(99)
地产“三巨头”印象·恒大	(101)
万科变“轻”	(104)
复苏的小火苗与万科的四张 A	(108)
见证传奇楼盘的崛起	(111)
地产基金如何赚钱?	(114)
地产投资加减法	(118)
 第四章 二级市场:人性的战场	 (121)
引 言	(123)
转战二级市场,您需要关注哪些重大改革举措?	(125)
股票投资的内在价值与痛点分析	(127)
对话陈昆才:从资产配置角度看对冲母基金的价值	(130)
顺势而为,资产配置决定投资成功的 90%	(135)
漫谈“慢牛”——基于企业债务问题的视角	(139)
现阶段投资 PE、新三板、二级市场,哪个更好?	(144)
市场高位时如何保持敬畏	(146)
人性之战	(148)

第五章	类固定收益:曾经的“重仓股”	(151)
引 言		(153)
固定收益是资产配置“重仓股”		(154)
固定收益配置的三阶段		(155)
房地产信托的四大雷区		(156)
选对人是风控核心		(158)
非标大变局		(159)
非标大变局之狼来了!		(160)
降息周期下的固定收益配置策略		(162)
请不要用大妈心态去理解降息		(163)
第六章	跨币种配置:不可或缺的“必需品”	(167)
引 言		(169)
全球化配置,安坐于不安之上		(172)
海外资产成为标配 美元产品需求井喷		(174)
第七章	资产配置再平衡:“乙未”股灾另一面	(181)
引 言		(183)
一、关于再平衡		(185)
二、对中国资本市场的宏观剖析		(187)
三、二级市场投资策略及配置建议		(191)
四、一级市场投资策略及配置建议		(193)
第八章	打破“富不过三代”的迷思	(199)
引 言		(201)
爱是家族财富传承的精神基础		(203)
“富过三代”的五个秘诀		(205)
一份关于家族财富传承的珍贵手稿		(209)
家族财富传承案例之罗斯柴尔德家族		(216)

家族财富传承案例之洛克菲勒家族	(218)
“资产配置荒”破解术	(220)
揭开全权委托的神秘面纱	(227)
 第九章 详解财富传承工具	(231)
引 言	(233)
一、揭开家族信托的神秘面纱	(234)
二、大额保单的功能：避税、避债、传承	(249)
 第十章 独立财富管理机构样本	(255)
引 言	(257)
诺亚平台的创新溢价	(259)
诺亚财富：财富管理行业的颠覆式创新	(268)
诺亚财富的资产配置实践与方法论	(275)
后 记	(279)
致 谢	(281)

WEALTH ARK

ASSET ALLOCATION FROM **NOAH** PRACTICE

第 1 章

斩获超额收益的秘诀：
耶鲁捐赠基金案例

引言

耶鲁大学很美。每当人们来到这里,就仿佛踏进了另外一个世界,古老建筑雄伟、庄重、典雅与宁静,人物雕像栩栩如生、精美有趣。自然美景与古老建筑交相辉映,向来访者述说着耶鲁 300 多年的历史积淀和人文气息。

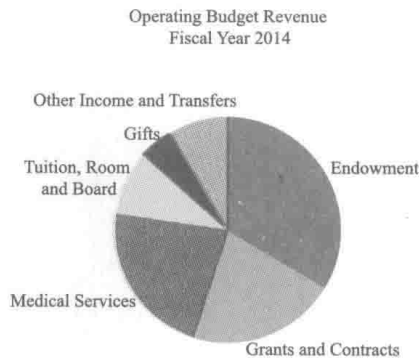
耶鲁大学与哈佛大学、斯坦福大学一样,在全世界享有盛誉。耶鲁大学之所以能够 300 年基业常青,除了顶尖的师资力量,也依赖于高额的教学经费投入。这些私立学府的运营资金主要依靠社会捐助和校产基金的投资收益。

在所有的校产基金中,耶鲁捐赠基金以其长期稳健、优异的投资收益闻名于世。过去 20 年,耶鲁捐赠基金取得 13.9% 的年化收益率,其经理人 David Swensen (大卫·史文森)的“先锋投资”理念更被众多投资人所信奉。

在笔者研究耶鲁捐赠基金之前,并不清楚原来耶鲁大学是这么能赚钱的一个学校。2014 财年(2013 年 7 月 1 日—2014 年 6 月 30 日),耶鲁大学共实现了 31 亿美金的收入。

如果把学校比作一个企业,它的主营业务是教育,那么主要收入应该是学费。但在耶鲁大学的收入构成里面,排名第一、占比最高的收入来源却是捐赠基金。2014 财年,捐赠基金为耶鲁大学贡献了 10 亿美金,占总收入的三分之一。其次是医药服务、政府拨款和合同收入,最后是净学费和赠予。

当前,耶鲁捐赠基金规模已达 256 亿美金(截至 2015 年 6 月末)。



科目	金额 (亿美元)	占比
捐赠基金	10	33%
医药服务	7	22%
拨款和合同收入	6.71	22%
净学费等	2.91	9%
赠予	1.48	5%
其他收入和转移	2.65	9%
合计	31	100%

霸气的耶鲁:2014 财年收入 31 亿美金

【思考】高净值人群中很多都是民营企业家,而您的企业收入结构是如何的?是否有一块来自于投资的独立收入呢?这样的投资性收入对于企业或家庭的意义在哪里呢?