

WEALTH MANAGEMENT  
AND  
ASSET ALLOCATION  
in the era of  
Economic Restructure

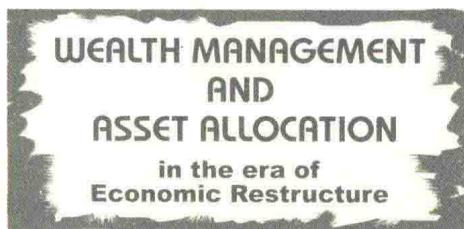
经济转型背景下的  
**财富管理与  
资产配置**

中国民生银行私人银行部 组编

 中国人民大学出版社



THE UNIVERSITY OF  
THE SOUTH ALABAMA  
LIBRARY  
SERIES  
SERIES



# 经济转型背景下的 财富管理与 资产配置

中国民生银行私人银行部 组编

中国人民大学出版社

· 北京 ·



图书在版编目 (CIP) 数据

经济转型背景下的财富管理与资产配置/中国民生银行私人银行部组编. —北京: 中国人民大学出版社, 2018. 1

ISBN 978-7-300-25323-7

I. ①经… II. ①中… III. ①资金管理-研究 IV. ①F830.45

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2017) 第 311958 号

经济转型背景下的财富管理与资产配置

中国民生银行私人银行部 组编

Jingji Zhuanxing Beijing Xia de Caifu Guanli yu Zichan Peizhi

---

出版发行 中国人民大学出版社

社 址 北京中关村大街 31 号

邮政编码 100080

电 话 010-62511242 (总编室)

010-62511770 (质管部)

010-82501766 (邮购部)

010-62514148 (门市部)

010-62515195 (发行公司)

010-62515275 (盗版举报)

网 址 <http://www.crup.com.cn>

<http://www.ttrnet.com>(人大教研网)

经 销 新华书店

印 刷 北京瑞禾彩色印刷有限公司

规 格 185 mm×260 mm 16 开本

版 次 2018 年 1 月第 1 版

印 张 17 插页 1

印 次 2018 年 1 月第 1 次印刷

字 数 313 000

定 价 68.00 元

---

版权所有 侵权必究

印装差错 负责调换

## 编委会

主 任：孔庆龙

副 主 任：李 文 潘未名 王笑丛

编委会成员：刘 猛 郭 滨 刘 楹 左 丹 崔明峰 熊 亮  
周文光 李 忻 刘雪梅 贾旭晖 刘艳伟 唐 洋  
张文珺 陈 翥 杜晓丹 李大振

研 究 员：李 玮 曹 宇 杨 璇 李文松 唐晓丹 苟书豪  
贾良屿 孙博斐 孙健彬 李 娜 闫 兢 徐慧燕  
张斯豪 肖 笛 方 燕 张天泽 苏 婷 赵 磊  
邢 波

编辑人员：刘 猛 李 娜 孙健彬 陶红艳

# 为民而生 与民共生

使命是企业生存与发展的本源。“为民而生，与民共生”就是民生银行的价值原点。服务实体经济，民生银行要做好民营企业的金融管家，做好企业家的金融管家。

——中国民生银行股份有限公司董事长  
洪 崎

# 诚于民 道相生

私人银行是商业银行改革转型的重要支点。举全行之力打造专业化的财富管理体系，回馈客户对民生银行的信任与托付！

——中国民生银行股份有限公司党委书记、行长  
郑万春

# 承载每一份信任之托 ——致高净值客户的一封信

中国正在迎来一个新的时代。经历了几十年的快速增长后，当前中国经济进入了重要转型时期，未来将以创新引领的进取姿态，重塑中国经济发展的内涵和特征。伴随着中国经济迎来新的成长环境，中国金融体系也正在经历一场深刻的变革。如何应对经济转型期，做好资产配置，对于高净值客户来说至关重要。过去的十年，中国私人银行业在摸索中前行，取得了长足的进步，但依然面临很多困惑，比如高净值客户视私人银行为“产品超市”，而非真正的财富顾问，认为私人银行仅仅是把服务从柜台换到了VIP室。如何定位私人银行业务，能否潜下心来，真正以客户需求为中心，勇于自我变革，打造强大的全价值链服务体系，考验着一家商业银行的情怀、魄力和远见！

当前，国际国内经济金融形势复杂多变，投资单一市场、单一资产的不确定性不断加大，帮助客户做好财富管理与资产配置，作为中国私人银行业自开创以来的重要参与者，民生私人银行责无旁贷。“求木之长者，必固其根本；欲流之远者，必浚其泉源。”卓越的投研能力，准确的市场判断力和洞察力，是私人银行为客户提供财富管理服务的基础。为此，我们组建了一支精于多元化资产配置、资本市场投资、境外投资、产品组合管理、财富传承的专业团队，帮助客户更准确地把握经济转型脉搏，从而为客户创富、守富、传富提供综合化、专业化、个性化的服务。

习近平总书记在党的十九大报告中提出了“要支持民营企业发展”“激发和保护企业家精神”等鼓励支持民营经济发展的重大论述。民生银行自成立伊始，就以服务民营经济为特色，我们与民营企业同根同源，致力于做好“民营企业的金融管家”以及“企业家的金融管家”。为此，民生银行私人银行部不仅拥有一支财富顾问团队，还率先在业内建立了一支私人投行顾问团队，共同服务企业客户在股权投资、海外配置、财富保障与传承等方面的综合需求，立志打造“企业家首选的私人银行”。

我们为您精心设计的“UPPER 财富管理五步提升工作法”，通过理解（Understand）、建议（Propose）、个性化（Personalize）、执行（Execute）、再平衡（Rebalance）五个环节，真正从您的个性化需求出发进行精确匹配，帮助您从被动地接受财富管理安排，转变为主动参与到资产配置的过程中。目前我们建立了覆盖全国的私人银行中心，形成“1+1+N”式的财富管理服务模式和“1+2+N”式的企业家综合服务模式，为您提供专业、精细、贴心的服务。



思考是一种历练，更是一种享受。能够为您解决财富管理中的一些困扰，我们倍感荣幸。令我非常欣慰的是，民生银行私人银行团队以滴水穿石的精神，在专业研究的道路上孜孜不倦。《经济转型背景下的财富管理与资产配置》一书正是对前期研究成果的一次梳理和提炼，代表了财富管理各个方面的思维火花。希望我们这一抛砖引玉之举，可以为客户提供一份定制化的财富管理工具手册。让我们一起携手努力，感受财富管理与资产配置的精深与魅力！

最后，特别感谢参与本书撰写和编辑工作的团队成员。没有他们的努力，就没有本书的顺利出版。非常感谢中国人民大学出版社为本书顺利出版所付出的辛劳。

中国民生银行私人银行部总经理  
孔庆龙



2017年11月16日

# CONTENTS

## 目 录

承载每一份信任之托——致高净值客户的一封信 ..... 孔庆龙 1

▶ **资产配置与财富传承系列** ..... 1

美林投资时钟逐渐失效 多元化资产配置才是王道 ..... 3

人民币汇率波动加大 海外资产配置正当时 ..... 11

数据挖掘携手对冲基金：大数据时代下的量化对冲之路探析 ..... 20

国内重疾险的选择原则与要点 ..... 25

原油市场及投资策略 ..... 37

转向标准化资产，收益率震荡变化，未来增速放缓——银行理财产品研究报告  
..... 47

家族财富与传承：家族传承与家族慈善信托 ..... 56

▶ **资本市场产品系列** ..... 65

量化对冲基金原理探析 ..... 67

中美公募基金对比分析 ..... 79

中国债券市场回顾与简析 ..... 94

资本市场分级基金专题研究 ..... 114

## ▶ 境外投资系列 ..... 131

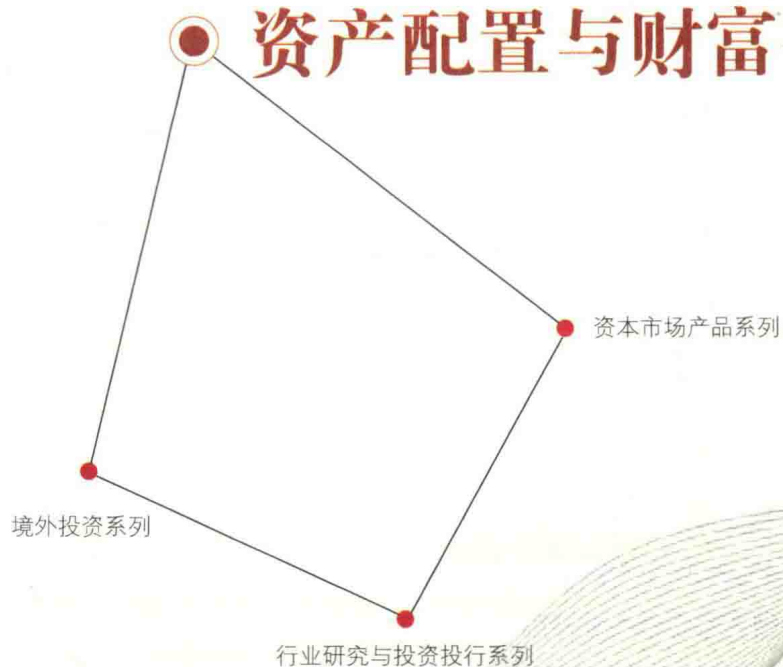
港股投资价值分析 .....	133
澳大利亚投资移民研究报告 .....	147
下行风险可控，上行收益无限——结构性产品在投资组合中的运用 .....	154
REITs——发放分红的境外房地产投资成熟模式 .....	163
美国房产投资及税务、财富传承规划 .....	174
CRS，高净值人士境外金融资产不能承受之重 .....	189

## ▶ 行业研究与投资投行系列 ..... 199

分众传媒股权直投案例精解 .....	201
医疗健康行业政策解读及投资机会发掘 .....	212
互联网行业解析及投资机会发掘 .....	222
金融行业解析及投资机会发掘 .....	247

## ▶ 参考文献 ..... 259

# 资产配置与财富传承系列







# 美林投资时钟逐渐失效 多元化资产配置才是王道

## 观点简述

美林投资时钟理论构造了一幅经济周期映射下的大类资产轮动经典模式，曾经很好地诠释了大类资产轮动的规律。自 2012 年中国经济有趋势性下行压力并进入转型期以来，大类资产轮动的格局与走势与美林投资时钟发生了明显相悖，从国内债市、股市、大宗商品等资产的涨落看，美林投资时钟渐失效用，失去了指导大类资产配置的基本作用。

超常规的流动性宽松使经济周期被人为地拉长熨平，也导致投资者行为短期化与杠杆化，资产价格暴涨暴跌，在单一资产类别中进行集中投资存在明显的局限及不确定性。高净值人士应当高度重视资产配置，根据自身情况与市场变动动态地进行组合搭配和调整，持续优化投资组合的风险收益结构，才能取得稳定的投资回报。

私人银行需要立足本土，放眼世界，在全球范围内为高净值客户寻找、配置优质资产，尤其是面临美林投资时钟逐渐失效，客户资产配置的重要性就更为凸显。针对高净值人士的资产配置需求，民生银行私人银行创新实施“UPPER”提升法，通过理解（Understand）、建议（Propose）、个性化（Personalize）、执行（Execute）、再平衡（Rebalance）五个环节，通过多层次、阶梯式资产配置流程，为客户量身定制专属的资产配置方案，帮助客户通过多元化资产配置熨平经济周期与市场波动对资产产生的负面冲击，为客户财富保驾护航。

## 一、美林投资时钟理论：经济周期映射下的大类资产轮动经典模式

### （一）美林投资时钟理论：经济周期轮动下的投资策略

2004年，美林证券发表了著名的研究报告 *The Investment Clock*，研究了在经济周期的不同阶段相对应的投资策略（如图1所示）。其主要原理是根据经济增长趋势和通货膨胀趋势，将一轮完整的经济周期划分为四个阶段：衰退、复苏、过热、滞胀，论证了在经济周期的不同阶段变换时，债券、股票、大宗商品和现金依次轮流领跑大类资产。

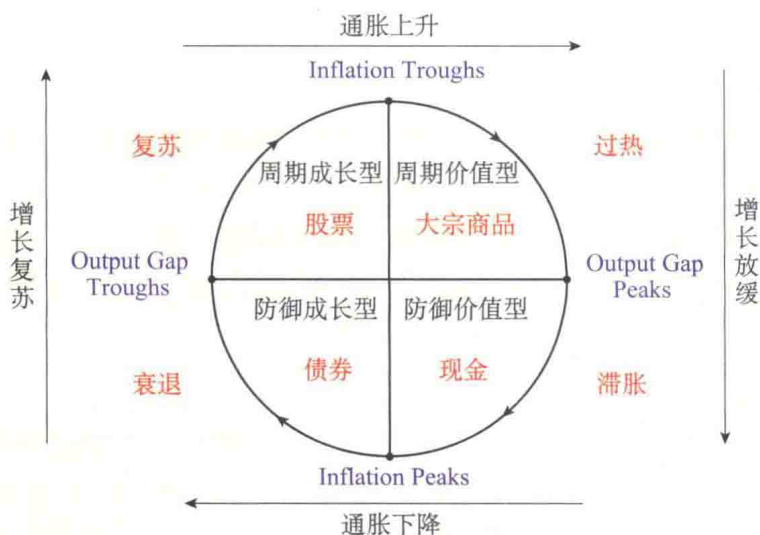


图1 美林投资时钟

（1）衰退阶段（经济下行，通胀下行）。通胀压力下降，货币政策趋松，债券表现最突出，随着经济即将见底的预期逐步形成，股票的吸引力逐步增强。就整体表现而言，债券>现金>股票>大宗商品。

（2）复苏阶段（经济上行，通胀下行）。此阶段由于股票对经济的弹性更大，其相对债券和现金具备明显超额收益，即股票>债券>现金>大宗商品。

（3）过热阶段（经济上行，通胀上行）。在此阶段，通胀上升增加了持有现金的机会成本，可能出台的加息政策降低了债券的吸引力，股票的配置价值相对较强，而商品则将明显走牛。总的来说，大宗商品>股票>现金/债券。

（4）滞胀阶段（经济下行，通胀上行）。现金收益率提高，持有现金最明智，经济下行对企业盈利的冲击将对股票构成负面影响，债券相对股票的收益率提高，即现金>

债券 > 大宗商品/股票。

美林投资时钟理论构造了一幅经济周期映射下的大类资产轮动经典模式，很好地诠释了 1973—2004 年美国大类资产轮动的规律。

通过统计期间美国几大类资产的实际回报率（如表 1 所示）可以看出：衰退阶段，债券是最佳选择，实际回报率达 9.8%，远超长期回报率 3.5%，而大宗商品表现最差；复苏期间，股票是最佳选择，每年实际收益率为 19.9%，大幅超出其长期平均回报率 6.1%，现金和大宗商品回报率不佳；过热阶段，大宗商品每年实际收益率为 19.7%，超过长期平均回报率 5.8%，而债券表现最差；滞胀阶段，现金实际回报率为 -0.3%，但却是所有资产里的最佳选择，由于 20 世纪 70 年代石油危机的冲击掩盖了非石油类大宗商品价格下跌，大宗商品年均回报率达到了 28.6%。

表 1 美国 1973—2004 年大类资产的实际回报率 (单位:%)

经济周期	债券	股票	大宗商品	现金
衰退	9.8	6.4	-11.9	3.3
复苏	7.0	19.9	-7.9	2.1
过热	0.2	6.0	19.7	1.2
滞胀	-1.9	-11.7	28.6	-0.3
长期年均回报率	3.5	6.1	5.8	1.5

数据来源: *The Investment Clock*.

## (二) 在中国的初步验证：资产波动总体符合逻辑

用美林投资时钟解释中国最好的时间是 2006—2011 年：

(1) 2006—2007 年，中国整体处于高增长、低通胀的黄金时间，股票市场处于大牛市。

(2) 2007 年末—2008 年前期，通胀不断走高（CPI 曾高达 8.7%）、经济走向过热，债券下跌、商品大涨（石油涨到 147 美元/桶），股票中只有与通胀相关的主题如农产品、商贸和白酒等股票表现较好。

(3) 2008 年下半年，风云变幻，次贷危机深化，通胀变通缩，2008 年四季度 GDP 骤降到 6.6%，大幅低于当时的潜在增速，全球央行的货币政策逆转，股票、商品狂跌，债券市场大涨。

(4) 2009 年，由于全球政府的放水和财政刺激，经济快速复苏，股票和商品大幅反弹，债券步入熊市。货币宽松使 2009 年下半年国内房市启动，2010 年下半年导致通胀高企。

(5) 2010 年 11 月央行加息，调控导致股市、债市和商品都步入熊市。



虽然这期间有很多细节，但从 2006 年到 2011 年，中国大类资产的波动总体符合美林投资时钟的逻辑，这是以实体经济发生巨大变化（实际单季 GDP 增速从 6.1% 到 11.9%，CPI 从 8.7% 到负值），货币政策也经历周期变动为前提的。

## 二、美林投资时钟失效：大类资产摒弃传统轮动模式

### （一）在经济转型期的验证：资产轮动出现明显悖论

自 2012 年经济有趋势性下行压力并进入转型期以来，大类资产轮动的格局与走势与美林投资时钟发生了明显相悖。

#### 1. “经济下行，股债双牛”格局出现

按照美林投资时钟理论，在经济低迷的大环境下，金融市场的表现应该是“股熊债牛”，然而 2014—2015 年上半年，国内金融市场却出现了“股债双牛”的走势。对比中国当时的经济情况看（如图 2 所示），从 2014 年一季度开始，GDP 增速及工业增加值增速创多年新低，风险偏好迅速收缩。与此同时，房地产市场开始调整，大中城市房价回落，加剧了经济下行压力。

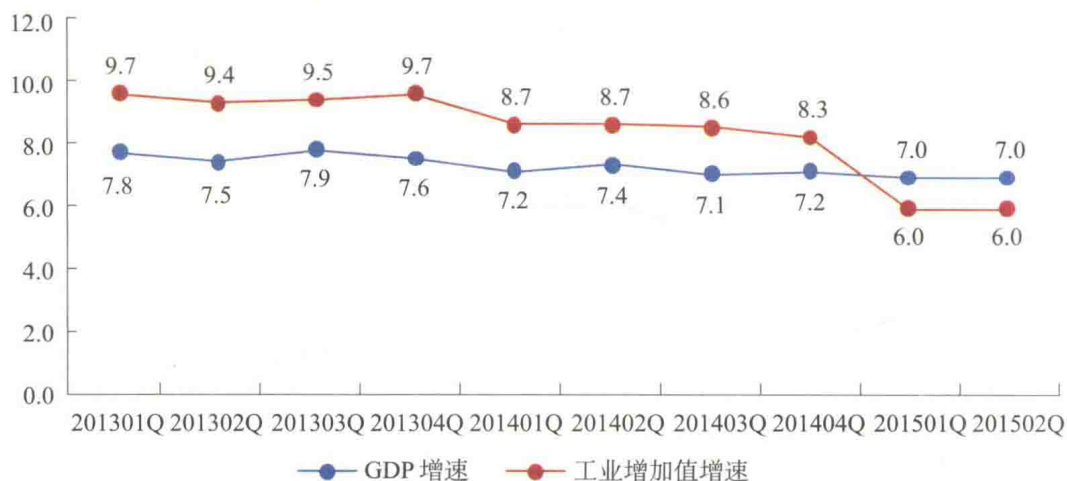


图 2 2014—2015 年上半年中国 GDP 与工业增加值增速

数据来源：国家统计局。

从金融市场的表现看，2014 年一季度债市火爆而股市则呈现继续下跌态势。随着积极的财政政策和定向宽松的货币政策组合开始实施，首先是国家发改委审批项目速度加快；其次央行也一改 2013 年的“紧平衡”策略，各种创新工具齐上，为银行间注入流动性，甚至还重启了尘封已久的“再贷款”。在多种刺激经济的政策组合下，股市在