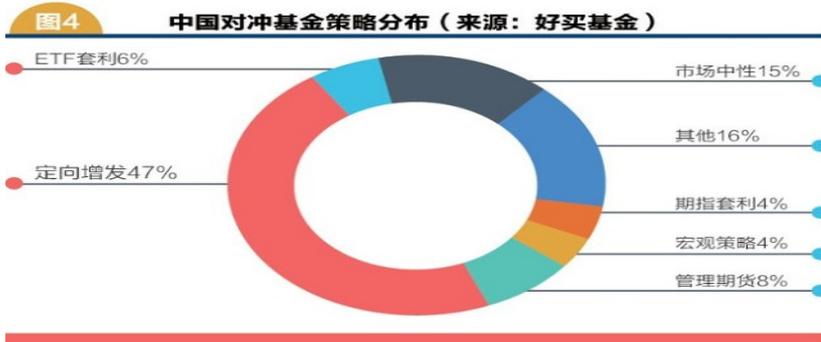
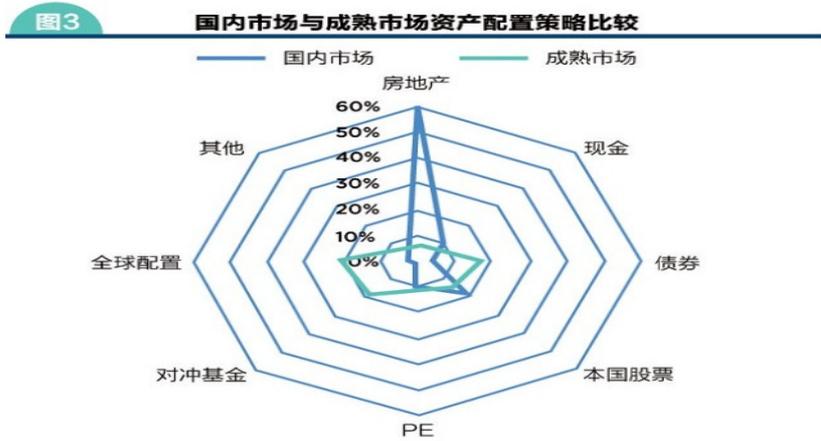
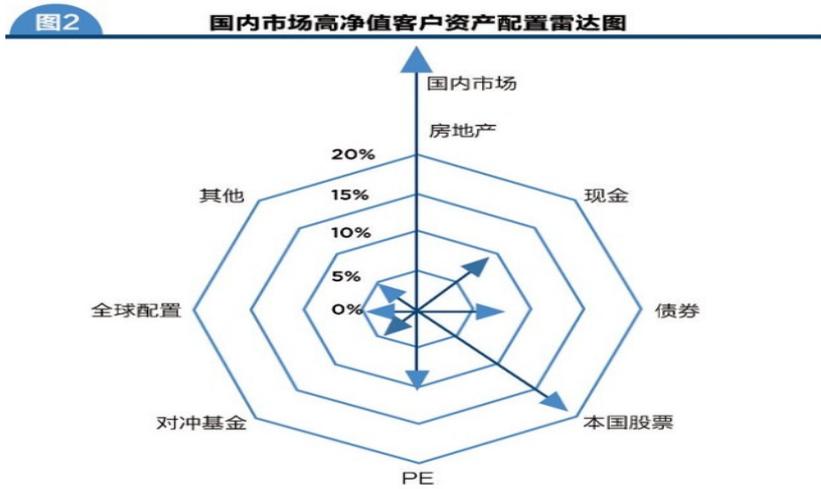
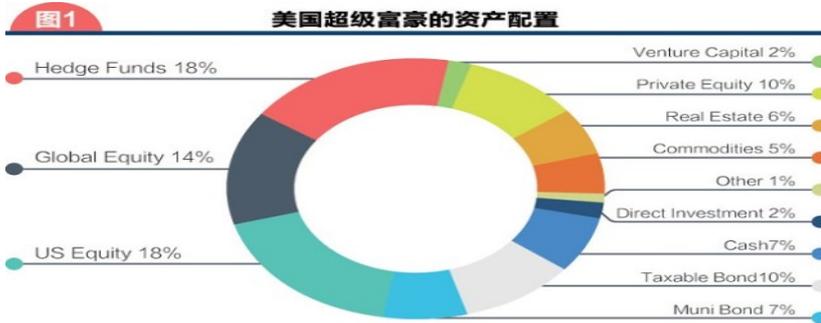


# 2015 年高净值客户资产配置趋势



环境决定策略，变化的金融环境驱动资产配置策略变化，资产配置策略也随之变化以适应未来的环境趋势。

从外部环境来看，2014 年即将过去，美国经济在坚定的复苏途中。QE 退出并没有阻止美国道琼斯指数再创 17705 点新高。美元指数即将上穿 2011 年高点 88.71，强势美元下，加之页岩气的大量使用导致石油价格下跌，黄金价格下跌，美国经济复苏，商品价格随之下跌。

反观内部环境，目前外部经济环境对中国的经济发展利大于弊。国内 CPI 在比较适中的区间，可以适度放松流动性，为国内下行的经济提供安全气囊，同时助力实体经济结构调整；与此同时，国内在利率市场化背景下，资产证券化起航。随着中国 GDP 增速放缓和无风险收益率下移，商业银行存贷利差收窄以及自然人对投资理财的觉醒，都会刺激直接融资比例快速增长，包括股票资产、债券资产，资产证券化 ABS 迎来新高潮，这是在非标资产扩张后期的新趋势。

高净值客户享受了以往房地产信托、股权投资基金带来的高收益，2014 年又迎来了定增盛宴，PE 加市值管理的事件驱动为投资者带来的丰厚的回报。2015 年是否可以继续配置该类资产，收益可否持续，金融市场环境又有什么新变化会导致新的边缘突破、造就新的收益增长点？

## 回归中性策略

严格的市场中性是在任何维度上不留敞口，做到统计上的中性。在一个特定的系统中，各方力量博弈最终会导致共赢的策略均衡（Strategy Equilibrium）（也叫纳什均衡），这种状态是一种相对稳定的策略中性状态。

中国与世界超级富豪的资产配置策略就有所不同。图 1 显示的是美国 2013 年底超级富豪的资产配置。其中，有 18% 投向了对冲基金，5% 投向大宗商品 CTA，一共占比 23%，在所有资产配置中占比最大；其次是股票，美国本国股票 18%（这一比例 2014 年会提高），国际股票投放 14%；房地产仅占 6%，更多是可流动的 REITs；股权投资 PE 只有 10%。

就境内高净值客户的资产配置来看（图 2），PE 投资超过 10%，和国际资产配置相当，但空间基本限制在境内。而房地产配置超过 65%（还未统计房地产信托产品的持有量），对冲基金不到 1%，国际投放不到 3%。信托、资管计划等非标产品大多是项目债，以往境内信托产品风险收益比好到举世罕见，因此这个资产配置逻辑也是符合中国市场的风险收益的。

图 3 是境内外高净值客户资产配置雷达图的叠加，从中可以看出，中国高净值客户的资产配置与境外高净值客户偏差很大。国内高净值客户绝大部分资产投资于房地产，少量资产投资于股票、PE、现金，对于对冲基金涉猎很少。在高净值客户的资产配置策略上，国内富豪与国外成熟市场的资产配置策略存在着很大的差异。

## 减持房产增加对冲基金投资

首先，境内资产配置逻辑的合理性是在此前以房地产为引擎的 GDP 驱动的金融环境下存在的。当房地产熄火，房产租售比/收益率小于无风险收益率，更小于优秀的对冲基金收益率，在资本驱利以及觉醒资本套利的背景下，资产配置出现了减持房地产、增加对冲基金的驱动力，目的就是优化整体组合的风险收益比。中国的对冲基金已经起步，未来将迎来爆发式增长。

美国的对冲基金是从多空策略 (Long-Short) 开始的，国际资本市场上多空策略管理资产的也最多，但由于境内没有股票期权，融券成本高，对冲工具严重不足，导致多因子选股做多，以沪深 300 指数做空，仅仅能实现正阿尔法策略，而不能实现双阿尔法。因此，多空策略在境内缺乏合适的土壤。而境内股票监管实际执行没有美国严格，导致事件驱动空间更大。所以，事件驱动策略 (Event-Driven) 的对冲基金将在中国风生水起，以定增和 PE 并购+市值管理为主的事件驱动对冲基金将大有可为。一个实证案例是“定增王”财通基金，由于战略定位于对冲基金，主攻定增和 CTA，实现了快速发展。

其次，境内外金融环境不再独立和平行。特别是沪港通以后，在两个金融市场之间建立了“时空隧道”，加之自贸区，期货外盘交易许可等一系列多通道的连接，会导致两个金融市场慢慢趋于类似。这种归一化的趋势，会引发两个市场系统之间的大量套利。从上面两个资产配置比较看，最大的可能性是催化境内的对冲基金蓬勃发展 and 海外投资的兴起，那些墨守成规、保守的国内金融从业人员和投资者，很可能错失这次金融环境变化和制度演进带来的大机会，如果说过去中国金融环境中的阿尔法是非标资产所带来的，那么变化后的阿尔法就是由金融创新带来的，是由两个子系统之间逐步联通后金融技术和制度红利带来的。

总体来说，国内资产配置策略将会加大对对冲基金比例、减持境内房地产配置比例、增加海外投放。2015 年之后，非标产品的占比将进一步下降，以对冲基金为代表的阳光私募基金首先在境内资本市场上萌芽，之后是境内外对冲基金的

相互融合。即先境内后境外，各个私人银行会密集推出自己的 FOF 和 MOM。这是由于对冲基金的 FOF 中，选择了两两协方差选择较低的子基金，其风险收益特性会比单只对冲基金更好，对于高资产净值者一定要关注这一趋势的变化。

（来源：21 世纪经济报道,作者:洪曦系某股份行私人银行资深投资顾问）