

## 私人客户及财富管理——信托管理：投资管理(第四篇)

作者: 王小刚 | Skybound Capital Limited CIO 寿祺

### 3.3 判断信托风险偏好及投资期限

风险和收益是一枚硬币的正反面。投资是为了获取收益，而收益与风险密不可分。承担的风险是投入，是一种宝贵的资源，而产出就是投资收益。风险资源的多少取决于信托的投资期限、资产总额、潜在收支等。长期来看，承担的风险越高，收益越高。

投资管理核心也是风险管理，要想获得更多收益，投资者必须拥有相匹配的风险资源。信托投资的第一步就是界定信托的风险资源。风险承受能力和风险偏好分别从客观和主观两方面共同构成了信托的风险资源。风险承受能力是信托在进行投资决策时能够接受的最大的资产损耗。它代表了信托能够在多大程度上承担风险，在这个范围内的损失不会影响信托受益人的正常生活。风险承受能力主要取决于受益人的财务状况、投资期限、投资经验等。风险偏好则是主观风险承受能力，是指对风险的好恶，代表人们对于不确定性的态度。学术上一般把风险偏好分为风险爱好、风险中性和风险规避三种类型。实际上，风险偏好更适合被当作一个连续的变量，从风险规避到风险爱好，每个人都可以在其中找到一个位置。从定义上可以看出，风险承受能力和风险偏好在投资适当性管理中扮演的角色不同。其中，风险承受能力是信托投资时必须满足的条件，因为超出信托风险承受能力的风险很可能会使受益人的正常生活难以为继。

.....  
如您需要了解我们的出版物，  
请联系：

Publication@llinkslaw.com

而相对来说，风险偏好与心理的舒适程度有关，即使不满足，也不会影响受益人的基本生活需要。所以，在投资者适当性管理中，风险承受能力作为要满足的基本条件之一，把风险偏好作为进一步提高受益人舒适度的指标。

我们每个人对风险的偏好都可能不同，有的人喜欢迎接挑战，而有的人则习惯性地规避风险。即使对同样的事件，每个人的感受也可能不同。风险偏好对于投资的影响毋庸置疑。

有一些信托由于不断有现金流出的需求，比如在有终身受益人的情况下，导致必须选择较多的固定收益类产品，并且需要流动性高或定期派息。投资期限实际上约束了投资标的的选择。

另一些信托的投资期限比较长，且目标仅仅是期末分配的话，那么其投资可承担更高的风险，投资范围更宽泛，流动性要求更低，从标的而言投一些流动性差的资产，比如风险创投(venture capital)并获取流动性溢价。

信托的投资期限也可以根据不同类型受益人的存在被分隔成几段的区间。每一段区间配合不同的投资策略。

短期投资策略与长期投资策略差异可以很大。长期投资注重中长期基本面因素，深入研究经济所处周期下各类资产的风险收益特征及相关性，行业和企业所处成长周期，长期利率走势等因素，并据此开展投资，短期市场波动只是漫长投资期中的小扰动。而短期投资则更关注当期的政策、估值和市场情绪，力求精准抓住市场短期波动的机会。

投资收益主要来源于三个方面：资产配置、择时和选股。长期来看，资产配置解释了 90%以上组合收益波动，而仅有不到 10%的组合收益波动由择时和证券选择来解释，因此长期投资的主要精力应投入于资产配置。而短期投资更注重择时和选股，通过对市场短期的判断进行低买高卖。

### 3.4 信托资产的战略及战术资产配置

#### 3.4.1 战略资产配置

科学合理的战略资产配置是在对各类资产风险收益特征和相关性研究的基础上，在投资目标和风险政策指引下，通过定量和定性的方法，确定出各类资产的目标投资比例。这项工作为信托投资的重点工作。战略资产配置确定后，资金的长期风险收益水平也基本锁定。战略资产配置一经制定应保持相对稳定，投资目标和风险政策，以及各类资产的属性通常不应短期内发生变化。但战略资产配置也不是一成不变的，要在实践中进行审视，在上述情况确实发生大的转变时要及时进行修订。此外，战略资产配置目标比例确定后，应明确一定的比例浮动范围，为后面的战术资产配置留有空间，但这个比例范围不宜过大，否则将改变整个资金的收益和风险水平。

战略资产配置是在遵循有关投资限制政策的前提下，在对宏观经济形势和资本市场状况进行研究的基础上，分析各类资产的风险—收益关系，按照投资目标和风险政策，确定资金在固定收益产品、股票、私募股权以及另类投资等资产大类的投资比例，通常结果是一系列资产的目标配置比例，和各类资产配置的比例区间。

战略资产配置关注各类资产中长期的收益风险特征，并相信各类资产的收益随着时间的推移将回归均值水平，因此从长期来看战略资产配置一经确定，整体组合的风险收益水平也

相应锁定。随着投资期的拉长，资金的收益率将逐步向目标收益率收敛，短期的市场波动仅仅是噪音而已。

战略资产配置的原理就是通过定性和定量的分析，形成一个分散化的组合，获得一定风险下的最大收益，或者在一定收益下承担最小风险。随着投资领域的不断拓宽，金融资产的逐渐丰富，投资市场从国内拓展到国外，单一资产投资方案难以满足投资者需要，资产配置的作用就凸现出来。它通过投资多元化、分散化，降低单一资产的非系统性风险，遵循合理的资产搭配，降低整体投资的风险，提高收益水平。

制定战略资产配置计划的内容包括：投资目标的风险政策的设定、资产类别的划分、各资产类别风险收益和相关性的分析、量化模型的测算、资产配置比例的确定。虽然过程并不复杂，但每一步中都隐含着大量的细致研究和重点关注的问题。

#### - 资产类别划分

资产类别的纯粹性很难实现，投资者可以细分并定义出几十类资产，但这将造成很多相近的资产类别，导致投资管理的困难。尽管市场参与者在投资组合应该包含的资产类别的合理数目上观点不同，但比较一致的意见是资产类别数目不宜过多，而且配置于某类资产的比例应该足够大，从而突显它的差别特征以达到分散风险的目的。因此风险收益特征应在定义资产类别中发挥主导作用。划分资产类别更多地关注其基本特征的差异，如债券和股票、公开与非公开市场、流动性和非流动性、国内和国外等都具有很大的特征差异。将具有相对类似特征的投资产品归为一类，有利于加强管理。

#### - 资产类别风险收益和相关性的分析

这是资产配置工作中最重要的一步，决定着资产配置结果的科学性和合理性。在这个过程中一般都会采用定性与定量相结合的方法。这主要是因为完全依靠定性分析，凭经验和主观判断做出决策很难避免主观与客观的背离；另一方面，在新兴市场或者非公开市场，相关数据缺乏准确性、持续性和稳定性，单纯地应用定量分析工具进行数量化分析计算得出的结论难免偏离实际，有时甚至会导致幼稚和危险的结论。进行定量分析的目的不仅是为了验证定性分析的准确性，更重要的是在获得定性分析结论之后，通过定量方法准确地描述和刻画定性分析的结果。因此，必须将经验判断的艺术和数量分析的有机结合起来，使整个资产配置过程更加趋于完善。

#### - 数量化模型的测算

目前有很多资产配置的量化模型，但最为经典和直观模型当属 Markowitz 的均值方差模型。在具体运用这个模型时，可以根据投资者的不同投资目标和限制条件，选用两种条件选择最优资产配置：一是在一定风险下，收益最大化；二是锁定预期收益，

风险最小化。这个模型的缺点就是对输入变量的敏感性比较高，输入变量的一个微调都可能导致输出结果的较大变化。因此，上述风险收益特征的分析就更加重要。

#### - 资产配置比例的确定

量化模型分析的结果出来之后，还需要通过定性分析最终确定各类资产的配置比例。但对定量分析的结果只能做微调，大的调整将改变组合的风险收益水平，失去了资产配置初衷。此时还要给战略资产配置目标比例留有小幅的比例范围，为战术资产配置留有空间。

把强大的定量分析工具和合理的定性分析判断结合起来是资产配置决策的基础。因此，在制定资产配置比例时，需要一些有丰富市场经验的专家对各类资产的风险收益特征以及相关性的讨论。得出理论上的最优化资产配置方案后，还要根据市场经验对方案进行修正。

战略资产配置应具有一定的稳定性和持续性，不能频繁调整。同时投资者对战略资产配置的调整必须非常慎重，如有以下情况时，才会考虑进行改变：一是当投资者的资产负债状况发生重大变化，投资目标和风险政策发生改变；二是宏观经济形势和资本市场发生重大变化，引起各类资产的风险收益特征发生变化时；三是监管部门对投资范围及其投资比例的政策发生变化时。战略资产配置的调整即是一次重新制定的过程，一样要严谨科学。

### 3.4.2 战术资产配置

在宏观经济和市场周期把握下的战术资产配置，为长期收益锦上添花。战术资产配置是在战略资产配置计划规定的各类资产阈值范围内，通过对未来一年以上时间各类资产风险收益特征的预测，为获得超过战略资产配置的投资收益，围绕战略配置目标比例，确定各类资产的最优投资比例。

战术资产配置相当于择时，在非有效市场中可以加以运用，即通过对经济和市场的研究，对各类资产实施小幅的超配和低配，以达到超越战略资产配置收益的目标。需要注意的是，制定战术资产配置比例时不能偏离战略资产目标比例过大，应在阈值范围内；执行战术资产配置时应果断，市场瞬息万变，应根据当时的判断即时实施；定期审视战术资产配置，根据最新的市场情况和资金情况对配置比例进行调整；事后可根据收益归因分析，评估战术资产配置的效果，是否真正带来了超额收益。

战术资产配置还包括在大类资产内部的结构调整，如投资风格的配置，不同固定收益产品的配置，不同管理人的配置，主动投资和被动投资的配置等等。

战术资产配置更关注某类资产中短期的预期收益率，通过对市场的判断，超配或低配某类资产，以获取超越战略资产配置预期收益率的超额收益。虽然这部分收益相对于战略资产配置收益来讲，占比较小，但对于机构投资者来讲也是其增加价值的手段之一。

战术资产配置对大类资产内部的二级配置，其目标也是为了通过分散风险，结构优化，获取超越该类资产基准收益率的超额收益。同样需要对各细分市场、各类风格和不同管理人进行认真研究，为资金整体收益锦上添花。

战术资产配置的制定频率一般为一年或半年，内容包括：上个投资期运作回顾、宏观经济和 market 分析、战术资产配置确定、风险测量、调整方案。

- 上个投资期运作回顾

主要对上个投资期风险和收益进行测算，资产配置的实际比例与目标比例的差异及其原因，各类资产的市场表现是否按照预期运行。需要说明的是，这里的回顾并不是对各类资产的绩效评估，因为一年或半年的评估期过短，不利于长期投资理念的执行。

- 宏观经济和 market 分析

与战略资产配置着眼于长期 5-10 年的风险收益分析不同，战术资产配置对宏观经济和 market 分析视野相对较短，着眼于未来 1-3 年。过短期限的分析准确率很低，预测的难度也会加大，极而言之没有人可以准确预测第二天的市场走势。但当把分析周期放在 1-3 年时，在考虑宏观经济周期、利率周期、整体市场平均估值等因素后，预测成功的概率将大大提高。

- 战术资产配置确定

在这个过程中一般不再使用定量的分析，而是根据宏观经济和 market 的研究，在战略资产配置比例范围内，确定哪类资产高配、低配或标配。公开市场资产的配置相对容易，可以根据分析确定比例并开展投资。流动性差的非公开市场资产的配置则是个难题，由于其不能自由地进入退出，所以其比例会跟随其他资产的波动或总资产的增加出现被动配置的问题。解决这一问题的方法有两种：一是比例不足或超出部分由与其风险收益接近的资产所代替，如私募股权资产可由上市股票代替，以满足资金的总风险要求；二是比例不足或超出部分由低风险的固定收益资产代替，避免当私募股权资产出现投资机会时，股票市场短期波动导致亏损。至于选取那一种方法，要根据资金和 market 情况相机抉择。

- 风险测量

在新的战术资产配置制定后，要测算资金的总风险和主动风险是否突破了风险政策的限制。这里所说的突破，不仅指风险超过了上限，低于下限的风险意味着投资不足，同样需要注意。如果突破风险政策，则需要对配置比例加以修正，以保证资金总体的风险政策满足长期投资目标的要求。

## - 调整方案

新的战术资产配置比例大概率会与实际比例存在偏差，这时就需要制定相应的调整方案。内容主要是如何降低某类资产的比例，如何提高其它资产的比例。如降低股票资产的比例，是减持主动组合还是被动组合，从哪个外部管理人撤资，执行期限是多久等等。在暂时不能对非公开市场资产追加配置时，这部分资金如何安排等具体实施方案。

战术资产配置必须反映战略资产配置的要求，战术资产配置调整是年度内根据资金和市场情况进行的微调。出现以下情况时才考虑改变：一是当战略资产配置比例发生变化时，一定要调整；二是当对经济和市场的分析发生重大变化时，要相应进行调整，但由于分析研究的视野在 1-3 年，所以短期的市场波动不应成为调整的动因；三是对市场风格进行分析和评估的基础上，对投资组合的风格进行调整，如价值型投资转向成长型，大盘股投资转向小盘股投资等；四是对外部管理人绩效评估后，相应地调整不同管理人的分配比例，奖优罚劣。

信托投资在对战术资产配置进行调整时，还要综合考虑交易成本、流动性以及税费等因素。

如您希望就相关问题进一步交流, 请联系:



王小刚  
+86 21 6043 3988  
+852 2592 1978  
steven.wang@llinkslaw.com

如您希望就其他问题进一步交流或有其他业务咨询需求, 请随时与我们联系: [master@llinkslaw.com](mailto:master@llinkslaw.com)

上海

上海市银城中路 68 号  
时代金融中心 19 楼  
T: +86 21 3135 8666  
F: +86 21 3135 8600

北京

北京市建国门北大街 8 号  
华润大厦 4 楼  
T: +86 10 8519 2266  
F: +86 10 8519 2929

深圳

深圳市南山区科苑南路 2666 号  
中国华润大厦 18 楼  
T: +86 755 3391 7666  
F: +86 755 3391 7668

香港

香港中环遮打道 18 号  
历山大厦 32 楼 3201 室  
T: +852 2592 1978  
F: +852 2868 0883

伦敦

1/F, 3 More London Riverside  
London SE1 2RE  
T: +44 (0)20 3283 4337  
D: +44 (0)20 3283 4323



[www.llinkslaw.com](http://www.llinkslaw.com)



Wechat: Llinkslaw

本土化资源 国际化视野

免责声明:

本出版物仅供一般性参考, 并无意提供任何法律或其他建议。我们明示不对任何依赖本出版物的任何内容而采取或不采取行动所导致的后果承担责任。我们保留所有对本出版物的权利。

© 通力律师事务所 2021