





黑天鹅群集闪现，涨与跌犬牙交错，美元、黄金、欧元、新兴市场、股票、大宗商品，美林时钟在转动。我们的财富究竟何处安放？给出确定的答案，难免假扮上帝之嫌；分析其变化机理，或是正确的打开方式。

# 我们的财富 何处安放

文 | 本刊编辑部

“口袋里有些钱了，却开始烦恼！”我们明明知道到资产价格即将发生一轮变化，可是却不知道如何变化？于是，内心不安起来，手中的资金也越来越躁动！

高企的房价，本来是只属于“北上广深”的焦虑，如今，南京、杭州、厦门的房价也涨得让人瞠目结舌；汇率的变化正在以日计算，美联储的议息会议成了人们必看的新闻；股市涨涨跌跌，赚钱不易；黄金踪迹多变，难以把握；各类熟知的理财产品的收益率正在掉头向下……但仍然没有一条明晰的路径告诉你——应该如何安放财富？

网上一则《2017年最佳投资策略排名》的段子火了起来：第十名：大宗商品；第九名：顶级收藏品；第八名：美国学区房；第七名：中国核心城市核心地段住宅；第六名：网下配售新股；第五名：沪深300ETF；第四名：A股蓝筹；第三名：满仓场内加杠杆A股低估值蓝筹；第二名：自身和子女学习及人力资本提升；第一名：生孩子。

**黑天鹅未必全是坏事，风险和机遇也总是相伴相生，在全球动荡的时间窗口，正是低价买入，参与全球财富再分配的良机。**

一笑而过，不过，这段子里面也蕴藏着重要的投资线索。究竟财富该何处安放？

一半以上高净值人群担心人民币贬值，平均海外金融投资额已占到平均财富的15%，主要是为分散风险、子女教育和移民；未来三年，有超过六成的高净值人群打算在海外配置投资性住宅，美国西部最吸引中国高净值人群移民和海外置业，特别是洛杉矶、旧金山和西雅图；超过八成的高净值人群表示有“爱好型投资”，名画（24%）和名表（16%）是爱好型投资中最主要的两大投资方式，其次是邮票（7%）、名酒（4%）和古董车（2%）。

海外金融投资时，安全是第一考虑因素，最怕黑天鹅！

### 一湖黑天鹅

在发现澳大利亚的黑天鹅之前，17世纪之前的欧洲人认为天鹅都是白色的。但随着第一只黑天鹅的出现，这个不可动摇的信念崩溃了。黑天鹅的存在寓意着不可预测的重大稀有事件，它在意料之外，却又改变一切。

波折连连的2016年发生了一件件大事，世界金融市场动荡不断。英国脱欧公投之后，英镑创下了31年来最大跌幅，超过10%，欧元下跌一度超过3%，日本股市跌幅超过7%，中国股市一度跌幅超过3%；特朗普当选，纳斯达克指数期货和标普500指数期货一度熔断，可资避险的黄金大涨3.81%。于是乎，财富在黑天鹅面前，坐上了过山车，惊险连连。

意大利12月4日举行的宪法公投，被视为对现任总理伦齐的一场信任动议。这只2016年内最后的黑天鹅已经飞出，伦齐辞职后，意大利将组建一个过渡政府，大选可能提前举行，伦齐此前的一些改革措施很可能被推翻。而一旦意大利疑欧、脱欧派上台，欧元区发生动荡的可能性就在加大。

展望2017年，我们既充满期待又怕受伤害。

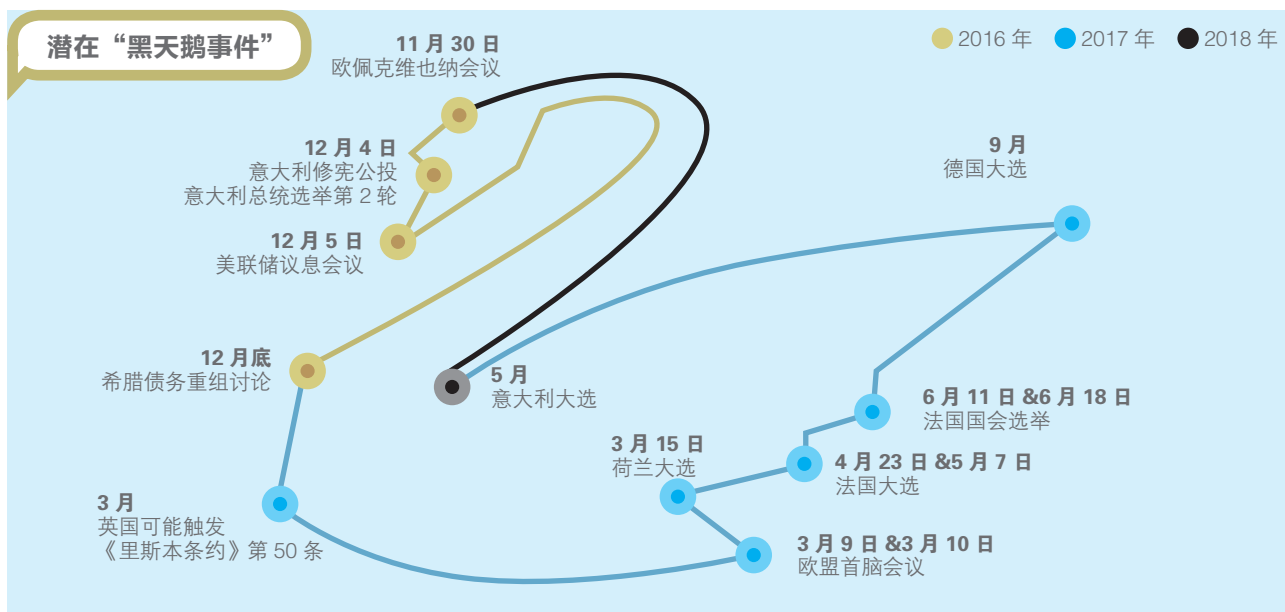
翻翻路透社整理的《2017年主流预测》，可能会发现一些有用的信息。

预测一，债券收益率会下跌？汇丰控股曾正确预测到美国国债收益率近期跌至历史低位的这波走势。该银行称债券收益率明年很可能上涨，10年期美国国债收益率预计触及2.5%。但这是发生在第一季的事。自那以后，汇控债券分析师Steven Major预计国债收益率将再度大跌至1.35%——重新测试今年创下的数十年低点——因起初涨至2.5%的走势会让融资环境收紧、对经济构成拖累并让美联储束手束脚，因而涨势是不可持续的。

预测二，宽松流动性终结？美银美林认为，2016年不仅经历了“流动性高峰、不均衡高峰、全球化高峰和通缩高峰”，还见证了史上最大债券牛市的终结。明年这一切都将发生逆转。“2006年以来头一遭，G7国家不会大幅放松货币政策，利率和通胀将高于预期。”

预测三，新兴市场有利可“套”？明年美元与美债收益率上涨对新兴市场不利，这一点几无争议。高盛长期支持强势美元与美债收益率走升的看法。不过他们对2017年最重要的两大交易建议，都涉及买入新兴市场资产。首先是做多巴西雷亚尔、俄罗斯卢布、印尼卢比与南非兰特构成的等权重货币篮子，同时做空韩元与坡元的等权重货币篮子，透过套利交易获利。其次就是做多巴西、印度与波兰股市。

预测四，1万亿美元的美企巨额获利？如果美国候任总统特朗普践行其削减企业税的承诺，美国企业能带回多少海外获利？德意志银行预计将高达1万亿美元左右。这或将给已然涨至纪录高位的美国股市再度注入一剂兴奋剂。花旗预测，在发达国家股指涨势引领下，明年全球股市将上涨10%。美元上涨10%及美国企业税削减至20%，将令全球每股盈余上涨6%。“如果其他国家也减税，那么即便处在经济不景气的大背景下，每股盈余也将进一步上升。”



数据来源：根据公开资料整理

从主流金融机构的预测结果及依据来看，即将到来的2017年，不是黑天鹅，是黑天鹅湖——湖上全是黑天鹅。2017年，德国、荷兰将进入大选周期，有分析师预测，明年欧元和欧盟将不复存在的概率超过30%。

但黑天鹅未必全是坏事，风险和机遇也总是相伴相生，在全球动荡的时间窗口，正是低价买入，参与全球财富再分配的良机。

### 跑赢印钞机

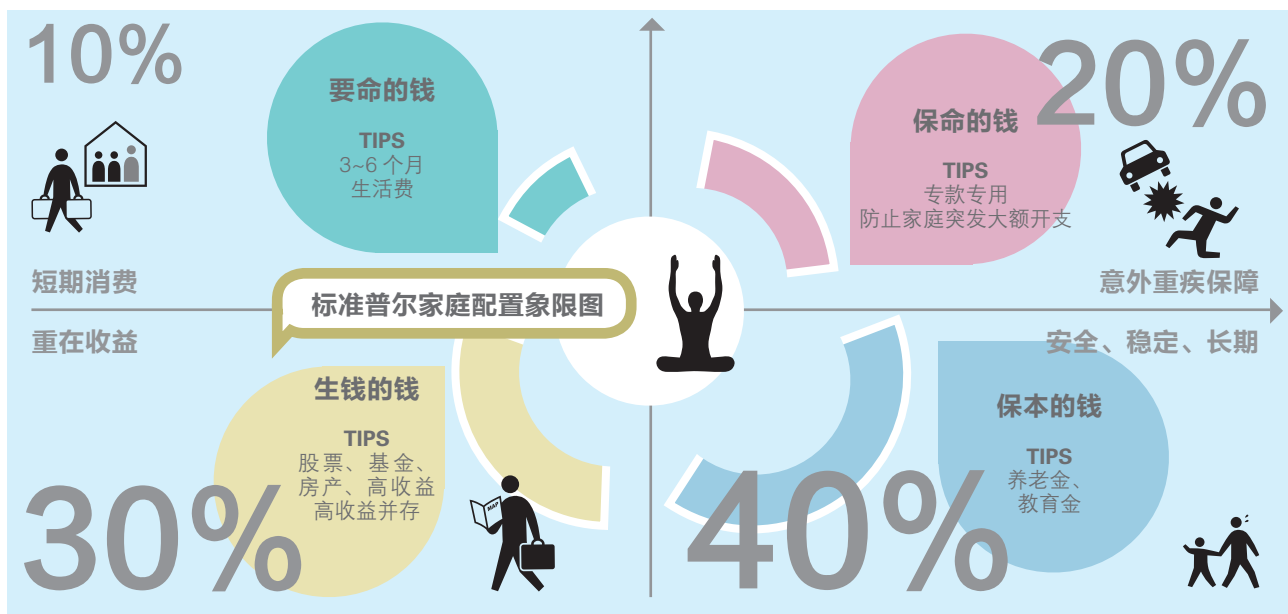
从1986年到现在的30年时间里，中国的广义货币M2增长了280倍，年增长率达21%。举个形象的例子，1986年的万元户在今天也就相当于有300万左右的身家。想想当年万元户的荣光，再对比当下300万元的不尴不尬，还真是应了“你不理财，财不理你”的金句。财富安放，保值已远远不够，要升值，才能应对通胀。

于是，所有人早上一睁眼，就在跟印钞机“搏斗”，不管是做实业的还是做投资的。残酷的是，只有极少数的资产胜出，列举如下。

第四名，是非常出名的中国传统瑰宝“冬虫夏草”。数据显示，从1990年开始，到最高峰的2013年，3500根的冬虫夏草从150元/斤一口气涨到21万/斤，30年年复合增长率是22%，但是，冬虫夏草有一个缺点，不宜储存。

第三名，是上海市的车牌。2001年，上海小汽车牌照第一次进入标准市场化拍卖，当年12月份拍出了宇宙最低价，一张车牌100元，而最新成交价是86400元。也就是说，从2001年到现在涨了800倍。30年年化收益率25%。但是，肯定也没有办法买一张车牌号存在家里，因为这是被禁止的。

第二名，是股票。看腾讯这个标的，亚洲目前第二大市值的公司，在2004年上市时每股价格是4.5元，最高涨到750元，从2004年到



数据来源：根据公开资料整理

2016年，12年时间上涨了190倍，30年年化收益率近20%。但显然“腾讯”不常有，只有少数高收益成长股能达到如此高的收益率。

第一名，是房子。中国房地产市场化从1998年开始，北上广深一线城市的房价上涨幅度年化到30年，年化收益率6%，但置房都有资金杠杆成分，首付两成就意味着5倍杠杆，最后结果是年化收益为30%。

综上所述，回望过去30年，可操作的长期持有策略只有配置两类核心资产，第一是加了杠杆购置核心区域的核心地产，第二是极少数的科技型、前沿型、成长型的股票，才能跑赢印钞机的速度。但这也带有一定的机遇成分。

在科技手段发展、资产已经全球化配置的今天，要达到财富的最佳配置，还是要观察全球资产轮动。

美元、黄金、欧元、新兴市场，股票、大宗商品，美林时钟在转动……

### 全球资产轮动

在资产配置领域，最著名的理论莫过于“美林投资时钟”。这是美国著名投行美林证券在研究了美国1973~2004年的30年历史数据之后，于2004年发表的“投资时钟（The Investment Clock）”这一著名的大类资产配置理论。其核心是通过经济增长和通胀两个指标的分析，将经济周期分为衰退、复苏、过热、滞胀四个阶段，每个阶段对应着表现超过大类的某类资产：债券、股票、大宗商品或现金。

而在中国，在“资产荒”的背景下，充裕的资金在股市、债市、楼市和期货市场中“流窜”，资产泡沫此起彼伏。资产轮动的逻辑已经变了，

过去是坐着轮船周游资产世界,现在是坐着飞机,即便遇到大好形势也不恋战,速战速决。美林投资时钟在中国已经玩成了美林电风扇。市场用这个简明扼要的段子,戏谑中国近两年剧烈变幻的大类资产表现:短期之内,我们已经经历了从供给侧改革到需求端刺激,从经济探底到经济复苏,从通缩到滞胀的周期。对应的资产配置从债券、黄金、商品、房地产到股市,已经完成了一轮轮动,要知道美林时钟的轮动周期可以十年一轮啊。让人不安的是,所有人都知道过快旋转的指针要停,可不知道什么时候停。

中信证券表示,明年大概率不会出现加准、加息等明显收紧的信号,“宽货币”下泡沫会在房地产新政的影响下迁移,而不大可能被刺破。2017年居民部门对房地产增量配置将明显降低,规模从2016年的占GDP 23.7%回落至9.7%,同时对其他资产的配置会主动或被动地增加。房地产新政冷却楼市后带来的流动性挤出效应导致泡沫大迁移,会影响包括A股在内的各类资产。

那么,资产轮动的机会是什么呢?

第一个机会,轮动到的是股票。方正证券首席经济学家任泽平表示,大类资产轮动从债市房市转向股票和商品,驱动力从“水牛”转向“业绩牛”。经济基本面轻型滞涨和政策导向去杠杆防风险,利率的拐点可能已经出现,长达3年的债券牛市可能已经结束,2017年经济二次探底可能会带来交易性机会,但趋势性机会的大门可能已经关闭。未来股票和商品的表现将好于债券,驱动力从流动性转向盈利恢复。

曾就任于外管局的博海资本投资总监孙明春认为,未来人民币贬值还会持续一段时间,但贬值幅度不会过大,每年在5%~10%之内,美元兑人民币汇率不会到1:8。而有两条路径可以用人民币保值:一是黄金,因为黄金没有5万美元的限制;二是港股,港股目前的估值太低,还有一些大陆买不到的非常优质的股票。

第二个机会,轮动到的是大宗商品。2016年,

商品上涨有两大逻辑:首先是超额流动性下资金的投资需求;其次是人民币持续贬值和输入型通胀的预期。期货专家王在荣对《英大金融》表示:“2017年整个大宗商品的价格重心有望继续上移,但不排除有较大波动。就美国来说,美元处于加息阶段,美元加息代表经济复苏,外围商品整体偏强。国内未来几年都处于去产能阶段,供应减少,商品价格会有走高过程。国内货币政策只要维持不收紧的状态,商品就有上行潜力。但商品上涨面临的政策压力越来越大,明年应该不会快速大幅上行,更可能是高位波动、重心上移。”

第三个机会,轮动到的是黄金。2016年以来,黄金成为表现最佳的大宗商品,迄今为止已累计上涨25%。有分析认为金价疲软涨势将在2017年终止,中国黄金投资市场有望迎来春天;也有人认为美元会升值,2017通胀也不会来临,因此不看好黄金。不过,黄金的投资在于配置,在于抵抗突来的黑天鹅。

美国奥本海默基金公司董事总经理李山泉指出,“(以为)想预测黄金价格,70%盯美元就行,你恰恰错了”——余下的30%经常能够带来巨大惊喜。若以非美元衡量黄金价格,其走势将与美元差别很大,例如,以日元衡量的黄金价格是向上的。若美联储12月宣布加息,金价将可能再度探底下跌并且筑底震荡,但这也是投资者买入做多的机会。且全球金融市场不确定因素滋生,金价在2017年年初仍有反弹机会。

最后,再看远一些,未来十年的机会在哪儿?

中国消费市场的全球地位现在还没被全世界认识;能源资源价格在当前严重低迷,而东亚仍有长期的需求;即将到来的服务业的爆炸式增长;金融行业大变局、政策大开发……

机遇、眼光和魄力蕴含其中,而财富配置最终取决于每个人的选择。☐

(本文由本刊主笔马力执笔)

**在“资产荒”的背景下,充裕的资金在股市、债市、楼市和期货市场中“流窜”,资产泡沫此起彼伏。**