

维世资产徐莹：

# 财富保全应警惕“近因偏差”

□本报记者 张凌之

徐莹，维世资产创始管理合伙人及首席投资官，深耕亚太资本市场近二十年，是一二级市场权益类投资私募信贷和结构化产品的专家。创办维世资产之前，曾创办一家管理规模约10亿美元的大中华市场长线股票基金管理公司，并率其连续三届获得中国证券报海外金牛奖。曾任职美国最大的主动基金管理公司资本集团新兴市场私募基金。早年 在香港就职于摩根大通、瑞士信贷和花旗集团，对股票及股票关联产品、直接信贷、跨国并购直投和全球资本市场运作规则有丰富经验。



改革开放40多年来，一批有胆识、勇创新、有世界水准的中国企业家，为社会创造了巨大财富。除了自身奋斗因素以外，世界范围的有利趋势也造就了他们的成功——全球化共识、稳定的货币体系等。

然而，维世资产管理合伙人和首席投资官徐莹认为：“在百年视角下，这种有利趋势并非常态。把最近30年的繁荣与和平，作为底层假设线性外推，实际上是很危险的‘近因认知偏差’。从现在开始，企业家应该尽快对极限情况的常态化做好准备。”

徐莹认为，未来财富积累的基础条件至少会面临两个巨大变化，一是资产回报率象限的转换，二是国际货币体系重新寻锚。如何在这种大趋势下保全和传承财富？本质是做好前瞻性的周期判断，根源上拥有正确的财富观，可借鉴海外第三代资产配置理念——“结果驱动投资”理念，寻求专业力量做出战略性安排。

而OCIO（外包首席投资官）或许是财富传承的放心之选。这一兴起于美国的委托资产管理业态，在中国还处于萌芽阶段。许多海外捐赠基金、养老金计划、企业、家族办公室，选择OCIO模式为其提供包括投资治理架构、战略配置政策、底层资产及管理人筛选、组合构建及实施、风险管理和报告监控、组合再平衡等涵盖全投资生命周期、跨资产类别的资产管理服务。

## 正确的财富观比周期判断更重要

周期判断与机构化资产配置专业技术的根本，是正确的财富观。徐莹介绍，资产配置的理念在发达市场已经有三次变迁。

最早以资产类别为基础，比如股、债、黄金、不动产、另类等各类别的配置，目前中国仍然以此为主。

在2008年全球金融危机之后，资产配置理念进阶到对风险因子的有效配置，此时业界开始认识到表面的多元配置，可能带来错误的安全感，因为不同资产类别的底层仍然是相同的风险因子。

最近的一次演进，是结果驱动的配置。即投资组合为特定目标服务，而不是一味追求货币价值的最大化，或是与基准的比较。这一理念的缘起，是因为人们逐渐发现，财富的“最大化”并没有准确的量化标准，货币财富的积累也并不一定带给人满足和幸福；而与基准比较的“相对”表现，即使相对表现

强劲，在金融灾难之中也可能遭受重大损失。结果驱动的配置理念，可以拓展到任何年龄阶段的人，因为每个人都需要设定人生目标，包括企业家群体。

“人生目标及其追求过程，与企业家所选择的价值观有关，是幸福的主要来源之一。能达到人生幸福，所需要的绝不仅仅是物质形态的狭义财富，而是多方面的因素，例如社会尊重、个人成就感等，这些的集合才可称为‘完全的财富’。投资的价值衡量，更应在于对实现‘完全财富’的贡献。”徐莹说。

因此，在徐莹看来，资产的战略配置和战术调整，应植根于“价值导向+结果驱动”，首先要解决的命题不是“如何实现财富扩张”，而是“实现财富扩张是为了什么”，“我运用自己的财富要做什么”。这也是企业家群体在思考财富积累前，应该先具备的财富观。

## 企业家财富活力即社会活力

从事资产管理事业二十年，在为众多委托人甚至顶级巨富家族管理过资产后，徐莹发觉，为中型企业家群体做资产管理，意义非凡。

“他们不像极少数顶级巨富那样有私属的家族办公室，能吸引到顶尖的国际化团队为其个人服务。但这类群体是企业家的主体，对社会进步有着举足轻重的群体影响力。”徐莹说，“帮助保全与传承他们的财富及其所附带的精神价值，就是保全社会的创新活力，是支持他们持续为社会进步做贡献的一种方式。”

她曾与一个有同样理念的美国顶级OCIO同行有过一段交流。OCIO广泛兴起于互联网泡沫破裂之后，是资产所有人将资产配置的投资决策权委托给专业、中立的第三方，最有效利用外部团队的深度专长和面对可选资产供应方的公正性，规避过度销售的陷阱、强化组合构

建纪律和回报能力。在过去的十年里，全球OCIO管理的资产规模增长了两倍。截至2019年年中，达到2.38万亿元，年化规模增速是19%。

当她问对方“你记忆最深刻的客户是哪些”，对方十分触动她的答案是：“费城一家专门做垃圾清运的公司，就在东海岸做垃圾分运。这是我们的早期客户之一，创始人非常朴实，也没有什么金融知识，一辈子为城市分运垃圾，让城市变得很美丽。我们应该对这样的企业家一生诚实劳动创造的财富高度负责，帮他的家庭投资几十年让我很骄傲。”

这段交流促使她确立了维世OCIO资产管理职业的目标——陪伴中型企业家群体，以领先的、全球化视野的投研和产品的管理能力，帮助他们制定和实现人生“完全财富”规划精选，构建和管理全球核心资产组合，跨越荣枯交替的大变革时代。

## 不做变革风险的被动接受者

多年为主权基金、美国养老基金、大学捐赠基金、长期OCIO和家族企业、大型金融机构等管理中国股票投资组合，二十年的国际资管视角和中国耕耘经验，在徐莹这里重合。

在徐莹看来，财富积累的基础条件会迎来如下两个巨变：

一是资产象限正在转换。过去30年，中国大部分时间处在“通胀相对温和、经济高速增长、资产升值”的象限里，这是最有利于财富创造和积累的环境。身处繁荣周期，往往容易习惯于“进攻型”投资风格，而低估防守的重要性。“认知的‘近因效应’，会让人陷入近期经验陷阱。同时，中国第一代富起来的人步入退休年龄，准备交给下一代，两代人需要明确意识到在过去30年未曾经历、而未来却必然要经历的资产周期象限的重大转化。”徐莹强调。

二是国际货币体系逐步重新寻锚。每一次国际储备货币更替，相关资产价值往往大受影响。“当重大货币制度变革发生的时候，对资产价值和实际购买力的冲击是巨大的甚至可能是摧毁性的。”

“从长期来看，新的货币储备体系取代美元，是大势所趋。”徐莹坚定地说，今年3月份全球金融市场的美元流动性紧缺，说明美元储备体系越来越不适应全球实体经济格局的现状，越来越陷入储备货币常见的“特里芬困境”。同时，人民币的国际化进程也在逐步推进。疫情的深刻影响可能会加速这个进程，但这个长期趋势从资产配置角度往往会被忽视。

如何克服“近因效应”、构建

穿越繁荣与萧条的资产组合？徐莹表示，本质上是辨别周期：除了上述资产周期，还有产业周期和市场周期。

产业周期指的是产业的成长和衰退。创富靠集中，守富靠分散。“第一代企业家的财富通常集中取自于一个行业和一种突出的专知技能。但是产业有周期，比如第一代的财富来自于房地产，但现阶段房地产增速下降，如果不把财富分散到各个先进的行业中，那么未来财富积累会变慢甚至消退。中国某知名地产公司创始人，就在全球领先的科技、医疗、消费等领域，在各类资产类别中投资超过100个基金。其本质是把依靠自己的能力圈，转化为靠全世界最有才能的人的能力圈；从产业资本到金融资本再转化为产业资本的循环，持续的站在时代的前列。”徐莹举例说。

市场周期指的是各国、各个资产类别，在不同宏观经济周期下的回报预期和相关关系。徐莹表示：“在全球金融危机后的10年，经济复苏和科技推动的增长，支持了权益资产的回报，同时利率处于下降通道，支持了债券的回报。而如今在零利率和低增长高债务的时代，这个回报预期需要做出调整。”

徐莹表示：“在变革时期，最好要有全球宏观视野，鉴别宏观周期和资产类别的相关关系变化，发现处在长期趋势领先地位的地区、产业、公司，可获得高效资本回报。企业家仅凭一己之力要做到这一点很难，而专业的投资团队会用系统的方法去分析资产周期、产业周期、市场周期，从战略配置和战术调整上动态捕捉机会。”