

海外投资白皮书

成为合格的海外投资者

2025 年 4 月

并购家 免费行业报告网

IPOIPO.CN 每日更新 不用注册会员 无广告 永久免费

目录

修订前言	1
简介	2
一、海外投资的作用和意义	3
1.1 海外资产是个人整体资产配置的一部分	5
1.2 投资海外市场的两大原因	7
1.3 海外投资案例：全国社保基金理事会	11
二、海外投资通道和标的	12
2.1 海外股票市场	12
2.2 美国股票风险收益特征	15
2.3 投资美国股市，优选指数基金	17
2.4 美国股票市场择时的有效性	20
2.5 配置美国债券，分散风险	21
2.6 投资通道：QDII 基金和互认基金	24
三、一个符合中国境内投资人海外投资需求的方案	27
3.1 合理的股债配置	27
3.2 好资产	27
3.3 汇率变化对海外投资的影响	33
3.4 未来提高空间	35
后记	37
参考资料	39

修订前言

本次新修订的《海外投资白皮书》，发布于 2025 年 4 月。距离第一版发布的 2023 年 7 月，已经过去了近两年的时间。在这段时间里，美股市场展现出了强劲的增长势头。标普500指数累计收益率为 26%，纳斯达克100指数累计收益率为 27%，均超越了历史平均水平。海外债券市场也表现良好。（统计时间段为 2023.07.31-2025.03.31）

对于中国境内的投资者而言，海外资产不仅提供了可观的回报，更验证了白皮书强调的国内资产和海外资产在资产配置中的风险分散作用。投资海外资产提升了整体资产组合的长期收益，降低了风险。对于未来，白皮书团队有信心国内和海外资产风险分散的作用还会持续生效，投资者应该坚持把一部分资产投资海外。

当然，投资海外在这两年间也面临了不小的挑战，其中较为突出的是 QDII 基金的额度限制。尽管如此，我们看到，海外长钱始终秉持低成本的指数投资策略，以及股债分散配置的经营理念，及时应对 QDII 基金的额度，良好地完成了配置目标。

在新修订的《海外投资白皮书》中，我们将市场数据更新到最新，并增加了有关 QDII 基金额度的分析，同时也提出了未来可能增加的投资类别。期待这份白皮书能继续在海外投资的道路上，继续为你提供有力的支持和指引。

简介

过去三十年，中国经济经历了飞速发展。

我们可以感知到平均工资的增长、高楼大厦的增多、社会上出现许多优质商品和便捷服务，这背后其实都是经济的发展。从数据上来看也是这样，截至 2024 年，中国 GDP 位居世界第二，占世界经济的 16.6%。而在 1980 年，中国的 GDP 仅占世界经济的 1.6%

（数据来源：世界银行）。飞速发展让我们享受了经济增长的果实，居民财富的增长也让我们产生了以前不曾有的需求，例如：我们的资产配置如何更合理？我们如何有效提高目前的投资回报？

对于许多中国投资者来说，资产几乎都配置在国内。从便利性和熟悉度上来说，这自然是非常合理的。但从投资收益和投资的覆盖范围上，我们仅享受了中国经济增长的成果，没有直接享受到世界其它地区的经济增长。从风险角度，配置海外也可以帮助分散投资风险。**投资海外资产对于提升整体资产组合的收益和降低组合风险是十分有效的。**

这篇白皮书将会向大家介绍海外投资相关的知识，希望大家在配置好中国资产的同时，也能适当地配置投资海外资产，分散风险并从投资中直接享受到世界经济增长带来的果实。

白皮书将从三个部分为大家介绍海外投资的知识：

第一部分，我们将介绍中国境内个人投资者应该如何看待海外投资，海外投资对个人资产配置的作用和意义；

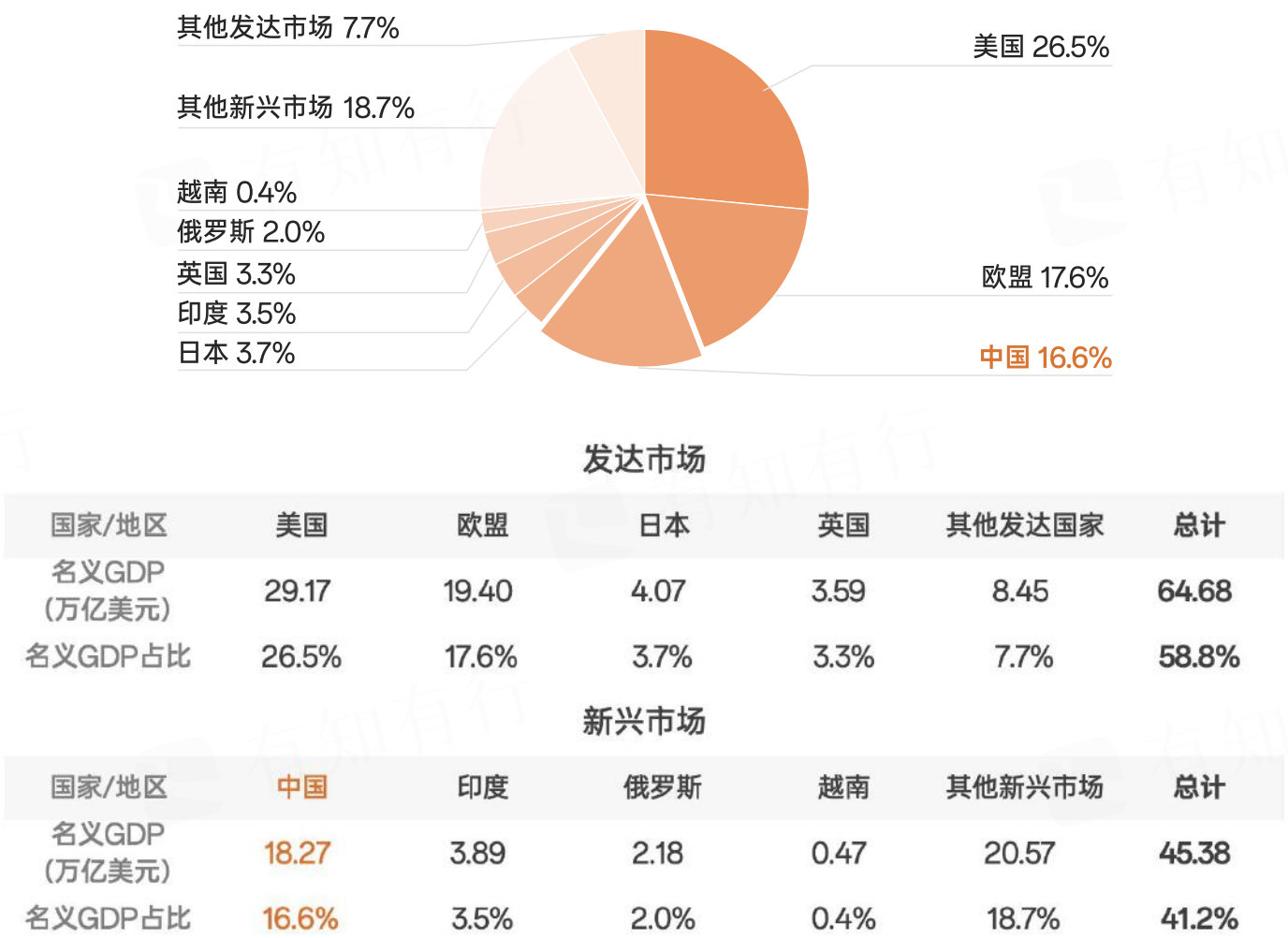
第二部分，我们将介绍一个普通的中国境内个人投资者应该如何投资海外；

第三部分，我们将介绍一个满足中国境内个人投资者需求的海外投资的方案。

一、海外投资的作用和意义

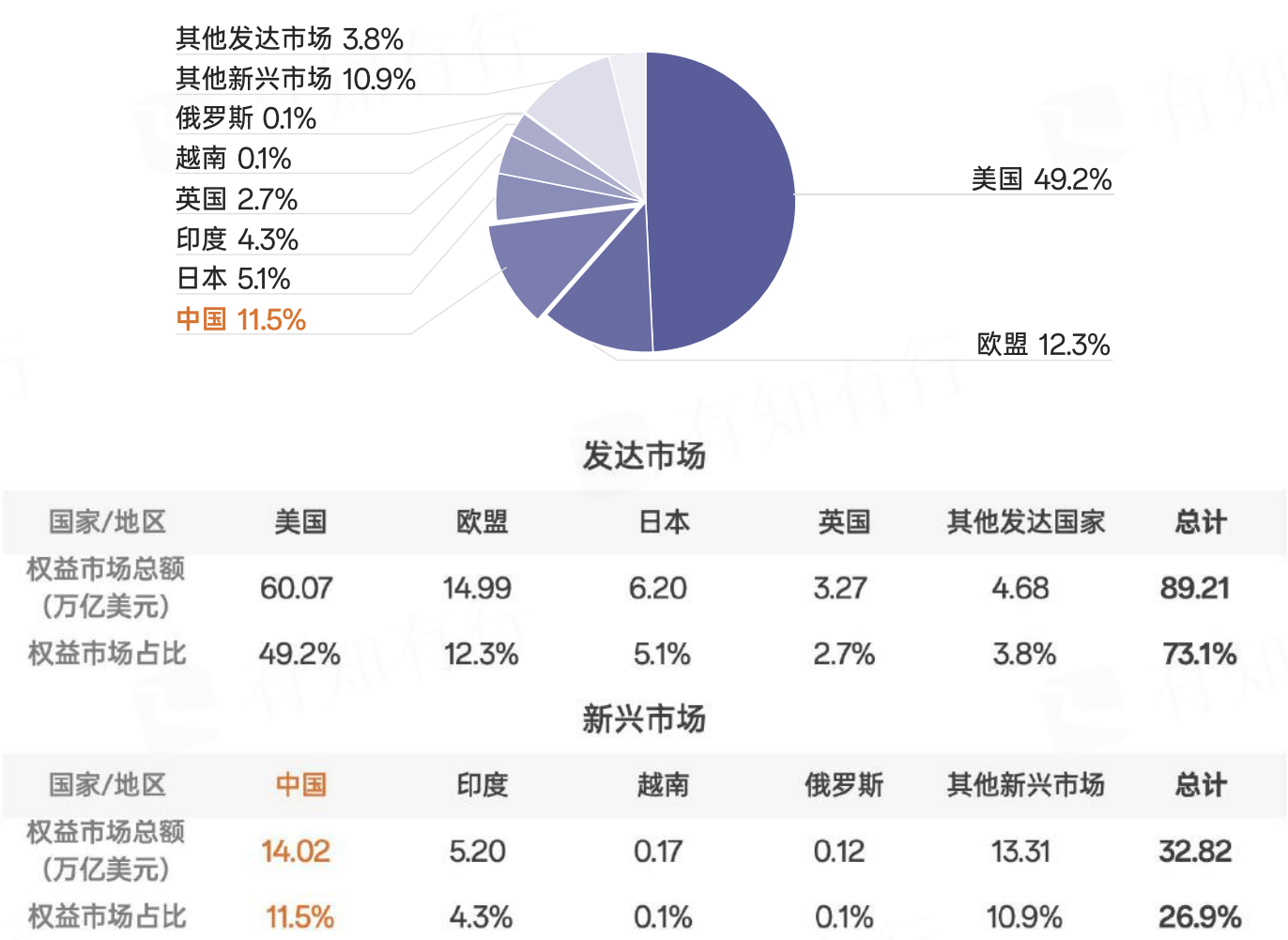
我们相信投资的长期收益来源于经济发展。我们投资境内市场带来的长期收益是和中国经济增长密切相关的。这些年中国经济增长很快，但即便如此，站在全球经济发展的视角来看，世界上大多数经济产出是发生在中国境外的。这是个非常正常的现象，即使是第一大经济体美国，也有 75% 的经济产出发生在美国境外。**所以无论身在哪个国家，全球投资都是我们参与世界经济的重要方式。**

图 1：2024 年主要国家/地区经济数据对比



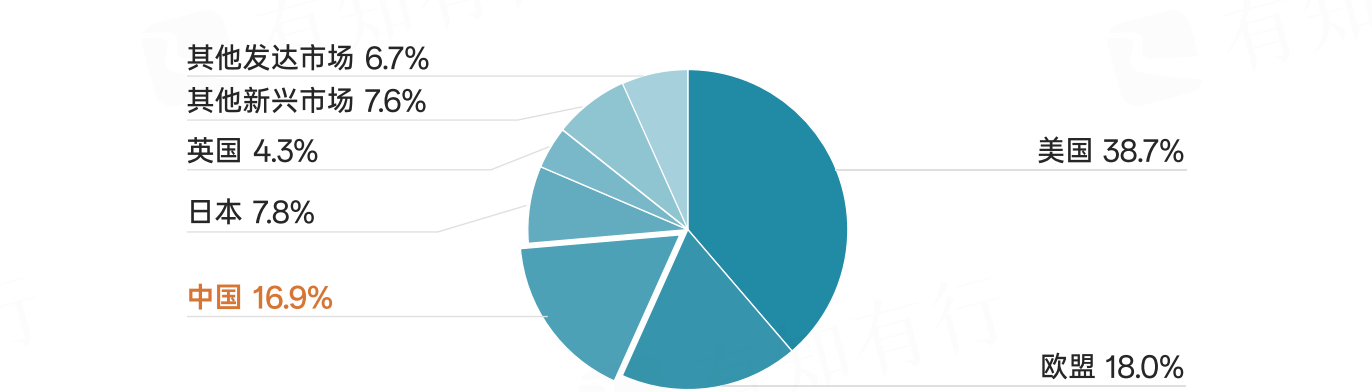
注：为本图示之目的，区分中国内地市场和中国香港市场，「中国」仅指中国内地，港澳台包含在「其他新兴市场」中
数据截至：2024 年 10 月
数据来源：IMF，知行研究

图 2：2024 年主要国家/地区权益市场对比



注：为本图示之目的，区分中国内地市场和中国香港市场，「中国」仅指中国内地权益和债券市场，中国香港权益和债券市场包含在「其他新兴市场」中
数据截至：2024 年 12 月
数据来源：World Federation of Exchanges，Aswath Damodaran，知行研究

图 3：2024 年主要国家/地区债券市场对比



发达市场

国家/地区	美国	欧盟	日本	英国	其他发达国家	总计
债券市场总额 (万亿美元)	57.42	26.70	11.56	6.32	9.92	111.92
债券市场占比	38.7%	18.0%	7.8%	4.3%	6.7%	75.5%

新兴市场

国家/地区	中国	印度	越南	俄罗斯	其他新兴市场	总计
债券市场总额 (万亿美元)	25.08	--	--	--	11.31	36.39
债券市场占比	16.9%	--	--	--	7.6%	24.5%

注：为本图示之目的，区分中国内地市场和中国香港市场，「中国」仅指中国内地权益和债券市场，中国香港权益和债券市场包含在「其他新兴市场」中
 数据截至：2024 年三季度
 数据来源：BIS，知行研究

1.1 海外资产是个人整体资产配置的一部分

如果当下你有一笔钱可以进行投资，你会选择什么呢？国内有很多丰富的投资产品可供你选择：股票，债券，现金，房地产等等。你可以根据自己的需求，在众多的投资产品里进行选择搭配。这种行为就叫做资产配置。

资产配置以不同资产类别的预期风险和预期收益，以及投资者个人的风险偏好为基础，决定不同资产类别在投资组合中的比重。资产配置的目的是而降低风险，提高投资收益，尽可能在投资者所承担的风险范围内取得高的收益。

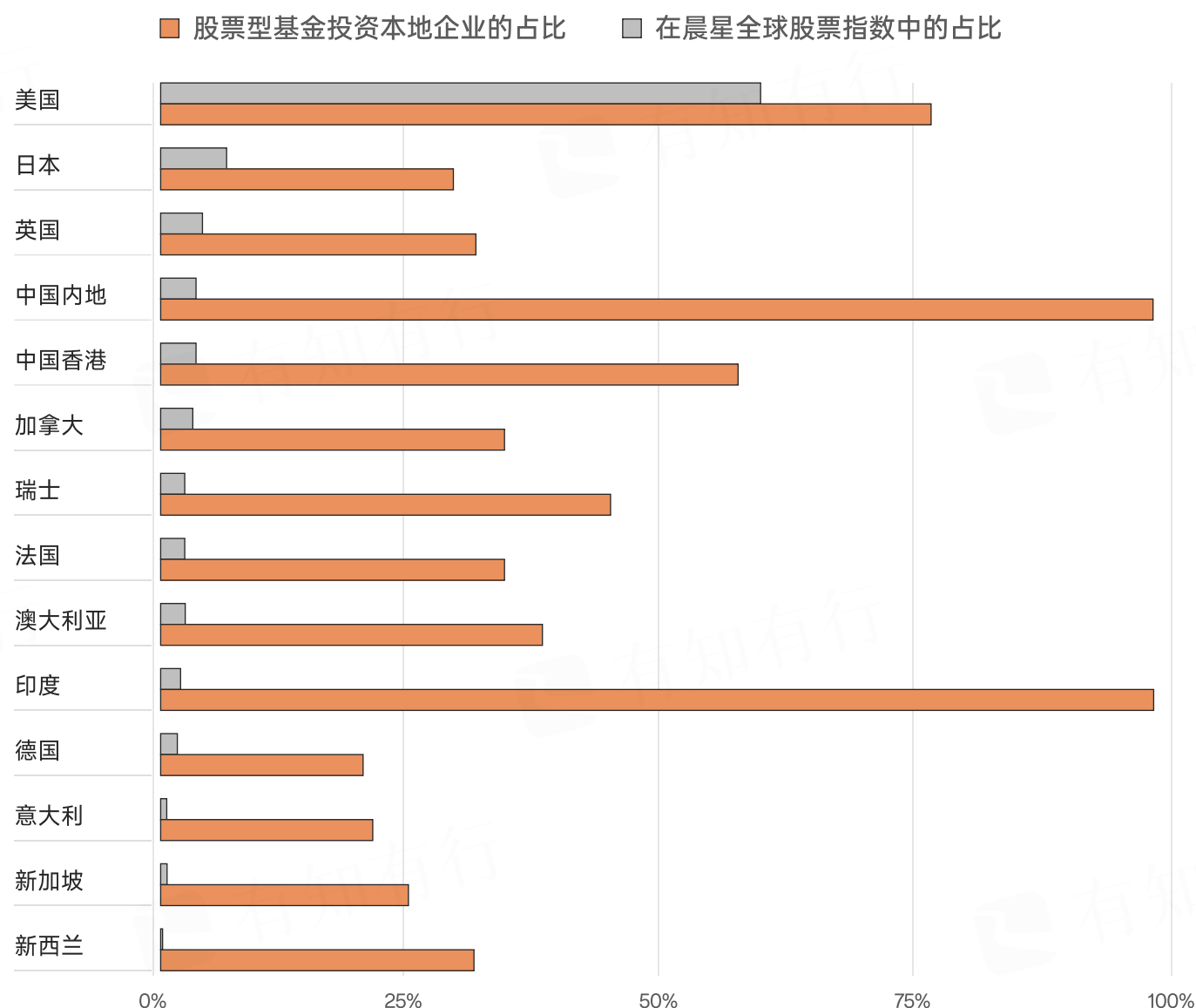
因此资产类别的种类以及特征，会对投资者整体资产配置造成很大的影响。目前中国境内个人投资者的资产配置，有一个共同的特征是，绝大部分配置于中国境内资产（境内上市企业，国债，房地产等）。例如我们投资的股票型基金、债券型基金，绝大部分是投资于中国境内资产。

为什么会出现这种现象？客观原因是，我们国家的资本市场正在逐步开放，个人投资者直接投资海外资产的渠道还不多。主观原因是投资者普遍存在本土偏好。本土偏好是指，投资者都倾向于投资自己比较熟悉的本国资产而相对少的配置海外市场的现象。

本土偏好不止发生在中国，这在全球各市场都是普遍存在的。晨星在 2022 年 10 月发布

的《全球投资者投资组合研究报告》里，用数据说明了这样一个现象。它统计了截至2022年9月30日，全球主要市场中股票型基金投资本地企业的比例（橙色柱子），以及各市场在晨星全球股票指数中的占比情况（灰色柱子）。后者想要说明的是，如果你直接投资晨星全球股票指数，该指数对各市场的分配比例如何。

图 4：各市场股票型基金投资本地企业的占比 VS 各市场在晨星全球股票指数中的占比



注：该数据在一定程度上低估了中国股市在全球的占比
数据截至：2022年9月30日
数据来源：晨星 Morningstar

从图中能明显看出来，本地偏好是普遍现象。对于我们中国境内个人投资者来说，这种现象更为突出，比如中国境内股票型基金投资A股企业的比例基本是100%。股票型基金

是许多个人投资者构建资产组合的工具，**这个数据也在一定程度上说明了许多中国境内个人投资者的绝大部分投资都在中国境内。**

投资者存在本土偏好是十分正常的现象，自己的大部分资产以及生活都与当地的货币，经济，金融市场紧密挂钩，对本地市场更为熟悉，投资本地市场更为便捷等等都可以成为本土偏好的原因。即使考虑到中国境内个人投资者的本土偏好，海外投资也会有风险分散提高收益的效果。

1.2 投资海外市场的两大原因

1. 海外资产有助于提升整体资产组合的长期收益，降低风险

过去两年美股市场的表现较为亮眼。2023 年 7 月至 2025 年 3 月底，标普500和纳斯达克100指数的累计涨幅均在 25% 以上，这是 2023 年我们写下第一版白皮书时无法预测的。同期，沪深300指数上涨 1.17%，中证500指数下跌 2.35%，中美股市的分散性在过去两年也得到了验证。

当我们把资产配置视角从国内转向全球时，我们首先关心的是，引入海外资产投资，会对自己的长期投资回报带来哪些影响？

我们以A股、美股投资为例进行说明。我们用万得全A指数作为A股全市场表现的代表，该指数从 1995 年初到 2024 年底，30 年的时间里，年化收益率是 9.45%，年化波动率是 49.62%，最大回撤是 70.82%。如果你在 1995 年年初，全部投资万得全A指数，一直持有到 2024 年底，就会获得 9.45% 的年化回报。当然，这个过程中要承受相当大的波动。

图 5：1995-2024 年各资产组合表现

投资组合	年化收益率	年化波动率	最大回撤
100% A股	9.45%	49.62%	-70.82%
100% 美股	10.99%	17.43%	-54.80%
80% A股 + 20% 美股	10.70%	39.52%	-65.09%

接前表

投资组合	年化收益率	年化波动率	最大回撤
70% A股 + 30% 美股	11.16%	34.95%	-62.43%
60% A股 + 40% 美股	11.49%	30.74%	-59.69%
50% A股 + 50% 美股	11.71%	26.94%	-56.90%

注：A股用万得全A指数代表，美股用标普500全收益指数代表，组合每年末再平衡
数据范围：1995-2024 年
数据来源：Wind，知行研究

我们用标普500指数作为美股市场表现的代表，来说明海外投资的效果。如果你从 1995 年年初投资标普500指数，一直持有到 2024 年年底，年化收益率是 10.99%。美股的波动比A股要小，所以年化波动率和最大回撤要比A股低。

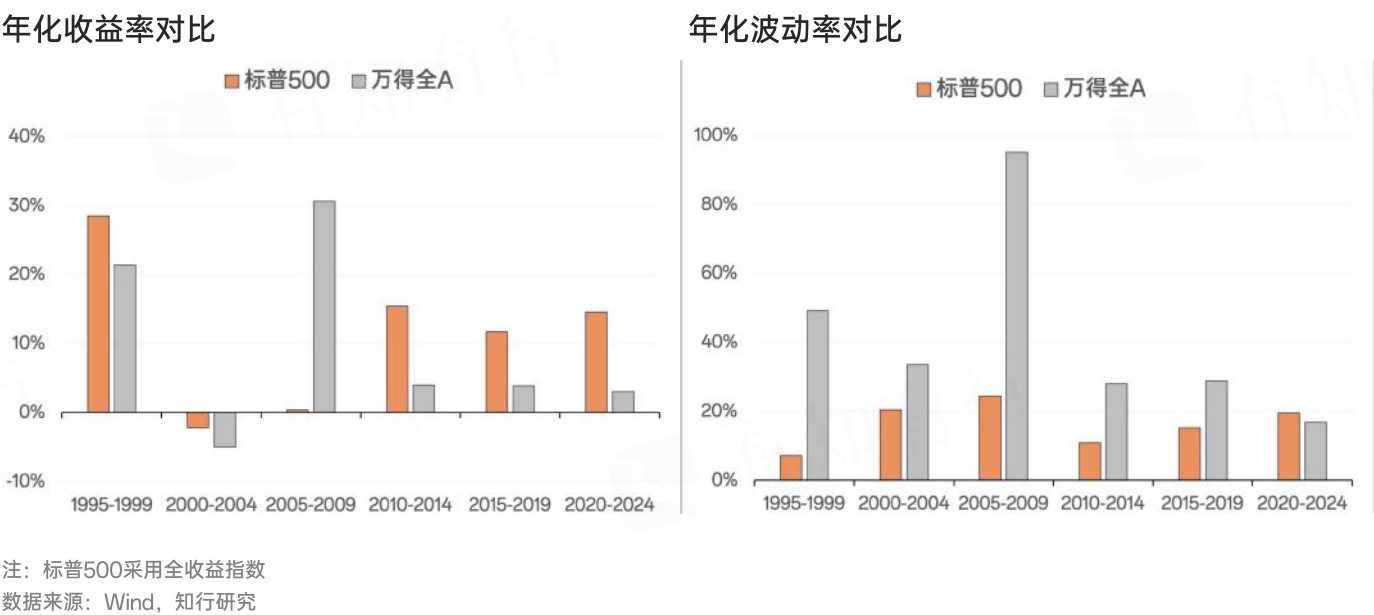
接下来我们看一下，与只投资A股相比，分散投资A股和美股，会对投资收益和风险带来什么改变。图 5 展示了不同比例A股和美股的资产组合的表现情况。

我们以「80% A股 + 20% 美股」为例，假设你在 1995 年年初，将长期投资资金的 80% 买入万得全A，20% 买入标普500，每年底进行再平衡，一直持有到 2024 年年底，年化收益率是 10.70%，相比于只投资A股，收益率得到了提升。

更神奇的是，在收益提升的同时，「80% A股 + 20%美股」的资产组合，相比于只投资A股，年化波动率和最大回撤都有所降低。中国境内个人投资者仅将 20% 的资产比例投资美股，就实现了在提高投资收益的同时，降低了风险。

为什么会有如此效果呢？主要原因是A股和美股的相关性较低。下图展示了万得全A和标普500，从 1995 年至 2024 年间每五年的表现。可以看出，二者在不同时期的表现会有所不同。例如 2005 年到 2009 年，万得全A年化收益率高达 30.62%，同期标普500 年化收益率只有 0.42%。但 2010 年以后，一直到 2024 年末这 15 年间，美股的表现要远远好于A股。由于市场周期不同，长期来看，分散投资A股、美股更有助于提高投资回报。

图 6：1995-2024 年A股和美股的风险收益对比



除此之外，A股和美股的风险也不同。作为相对成熟的发达国家经济代表，美股的波动率相比A股要小一些。在A股投资的基础上投资美股，长期来看，有助于降低风险。

相关系数也可以说明两个市场的不同。万得全A和标普500的相关系数很低，最近十年（2013 - 2024 年）在 0.2 ~ 0.3 之间。相关性低，分散配置A股和美股的效果会更好。

从这个角度来说，海外资产应该成为个人整体资产配置的一部分，因为配置海外资产长期来看，有机会在提高整体资产收益的同时，降低波动风险。

2. 如果你有海外消费支出需求，需要配置海外资产

在这一部分，我们将借鉴资产负债管理框架来分析个人财务目标。

资产负债管理（Asset-Liability Management, ALM）是金融机构用来进行资金配置的方法之一，该方法围绕着投资的目标（Liability）来进行资产配置，目的是能够更好地达到投资目标。这个方法也可以使用在个人资产管理上，帮助投资人更好地达到消费目标（或者说资产用途，即 Liability）。

对个人来说，资产是存款、房产、金融资产等等，负债就是贷款以及一系列可能的未来支出。个人 ALM 资产配置就是有效地配置资产端来更好地满足负债端的需求，同时提高收益降低风险。

我们投资就是在做资产端的配置，而我们的生活目标就是具体化的负债。从财务目标开始，我们可以把个人的目标转化成现在或者未来的负债（支出）。比如：

- 目标是 20 年后在中国三亚退休，这个目标可以转化为一系列 20 年后（退休后）每年以人民币为单位的支出（整体可看作是未来的人民币负债）；
- 目标是三年内，攒钱目标是北京买房的首付，这个目标可以转化为三年后一次性地以人民币为单位的首付支出；
- 目标是子女十年后去美国大学四年留学的费用，这个目标可以转化为十年后以美元为单位的四年学费的支出。

以这个思路，我们需要重新看待自己的投资。好的资产配置一定要需要考虑负债端，也就是我们的生活目标是什么样的。如何考虑负债端呢？除了期限、金额外，另一个很重要的点是地域。

随着时代的发展，个人的活动半径被放大了很多，许多国家的居民会在全世界流动工作和生活。即使不在全球范围内流动生活，长住中国的我们也可能会想去国外旅游、读书，甚至置办资产等。这个时候，我们就需要考虑财务目标的货币匹配。

比如一个朋友希望在北京买房子，但是他目前投资是买入了日本的资产，比如东京的房子或是日经225指数。他的投资和未来消费目标的货币是不匹配的。这就会带来**货币不匹配风险**：如果日元贬值了，他的投资就会受到损失，买房子的资金就会不足。所以从理性的投资人角度，购买北京房子的钱，投资的时候优先考虑人民币资产，这样就自然而然地把货币不匹配的风险规避掉。

所以，对于投资者来说，**资产和负债应该在货币地域上匹配**。比例可以略有偏离，但大体上的原则是，资产配置需要考虑负债端的情况。如果你未来有海外消费支出等需求，就需要配置相对应的海外资产。

以上，我们介绍了投资海外市场的两大原因：

1. 从资产组合的收益风险层面，海外资产有机会帮助我们提升资产组合的整体表现；
2. 从资产负债管理的层面，如果有海外消费支出需求，我们需要配置相对应的海外资产。

1.3 海外投资案例：全国社保基金理事会——中国最大的机构投资者

全国社会保障基金理事会，简称社保基金会，是国家负责管理运营全国社会保障基金的独立法人机构，现由财政部管理。社保基金会的首要职责，便是管理运营全国社会保障基金。

根据 2023 年《全国社会保障基金理事会社保基金年度报告》的披露，社保基金作为中国最大的境内机构投资人，其境外投资额占社保基金资产总额的 11.48%，这意味着，社保基金同样配置了一定的海外资产来降低风险和增加收益。按照社保基金的投资政策，海外资产最高配置限额为总资产的 20%。

图 7：2023 年社保基金境外投资比例

二、基金主要财务数据
(一)财务状况
2023年末，基金资产总额30,145.61亿元。其中：直接投资资产9,407.03亿元，占基金资产总额的31.21%；委托投资资产20,738.58亿元，占基金资产总额的68.79%。境内投资资产26,685.68亿元，占基金资产总额的88.52%；境外投资资产3,459.93亿元，占基金资产总额的11.48%。

资料来源：2023 年《全国社会保障基金理事会社保基金年度报告》

综上所述，尽管对于境内个人投资者而言，可投资的海外产品的渠道和标的较少，我们仍推荐大部分投资人花费一定的时间和精力，去了解海外市场、熟悉海外资产，并学习如何将海外资产纳入个人的资产配置。

二、海外投资通道和标的

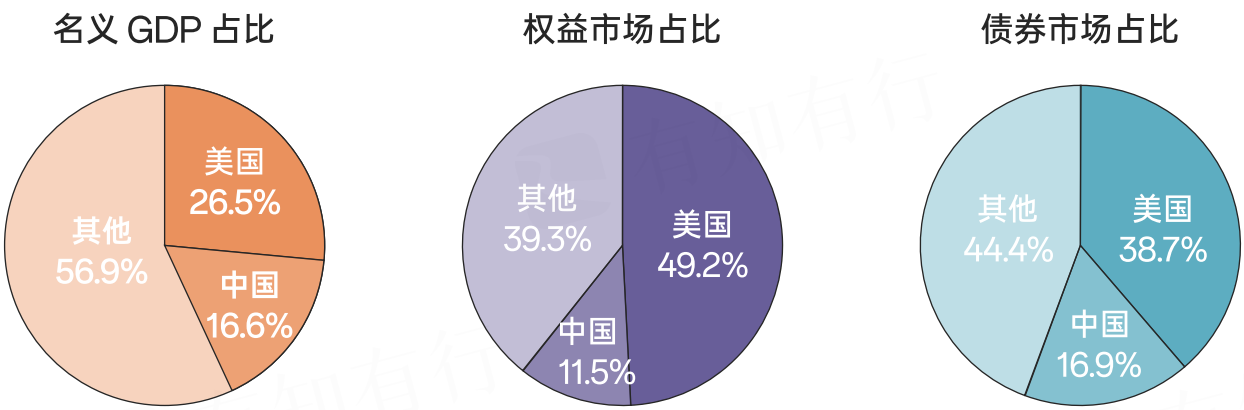
2.1 海外股票市场

作为中国境内投资者，当我们考虑投资海外市场时，美国市场是最大的，也是首先需要考虑的。

美国作为世界第一大经济体，经济产出是海外国家中占比最大的，从分享经济成果的角度上，美国市场是具有较高性价比的。同时，美国金融市场十分发达，投资者通过投资金融资产分享经济成果也更方便。

2024 年，全球权益市场总市值约为 122 万亿美元，其中美国股市占比 49%，中国A股占比 11.5%（可见图 2）。可以发现，美国股市是目前世界上体量最大的股票市场，美国股市的体量约占海外市场的一半左右。**所以当我们选择海外股票投资时，美国股票市场是不可忽视的。**

图 8：2024 年中美两国在世界经济和资本市场占比

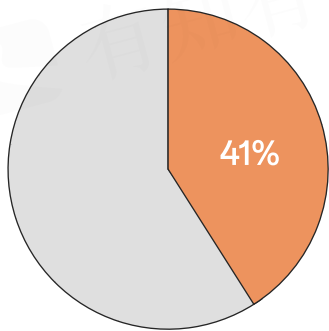


注：为本图示之目的，区分中国内地市场和中国香港市场，「中国」仅指中国内地权益和债券市场，中国香港权益和债券市场包含在「其他」中
数据截至：名义GDP、权益市场占比数据截至 2024 年 12 月；债券市场数据截至 2024 年三季度
数据来源：IMF，World Federation of Exchanges，Aswath Damodaran，BIS，知行研究

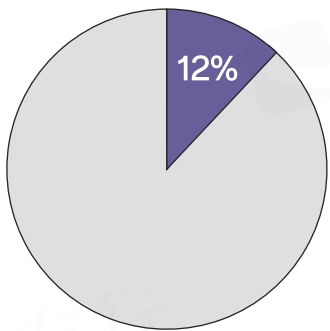
此外，许多美国的上市公司业务遍及全球，营业收入和利润并不仅依赖单一的美国市场。图 9 展示了2024 年标普500和万得全A指数包含的所有成分股公司，国内收入与海外收入的对比情况。与中国上市公司收入 88% 来自国内不同，标普500里包含的上市公司有大约 41% 的营业收入来自美国境外（这一比例在十年前曾经达到过 50%）。

图 9：2024 年中美主要上市公司海外收入对比

美国 (标普500) 海外收入占比



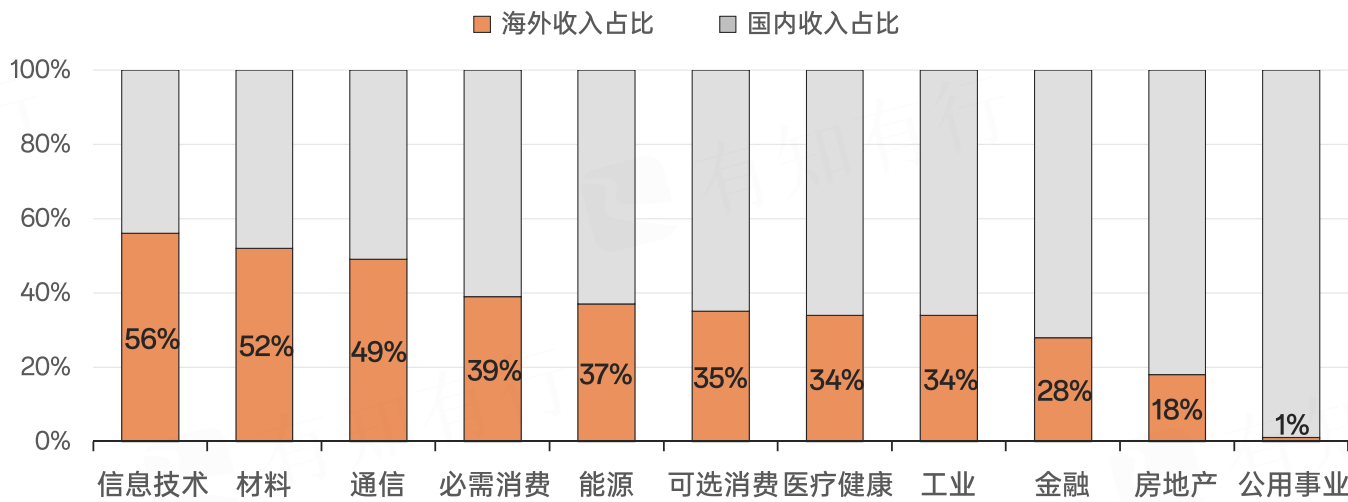
中国 (万得全A) 海外收入占比



数据截至：标普500海外营收数据截至 2024 年年末，万得全A海外营收数据截至 2023 年年报
数据来源：Factset, Wind, 知行研究

如果把标普500成分股按照行业分类进行细分，会发现信息科技和材料行业有超过一半的收入来自境外。从某种意义上讲，配置了美国股票市场，很大程度上也是配置了全球很多其它国家和地区。

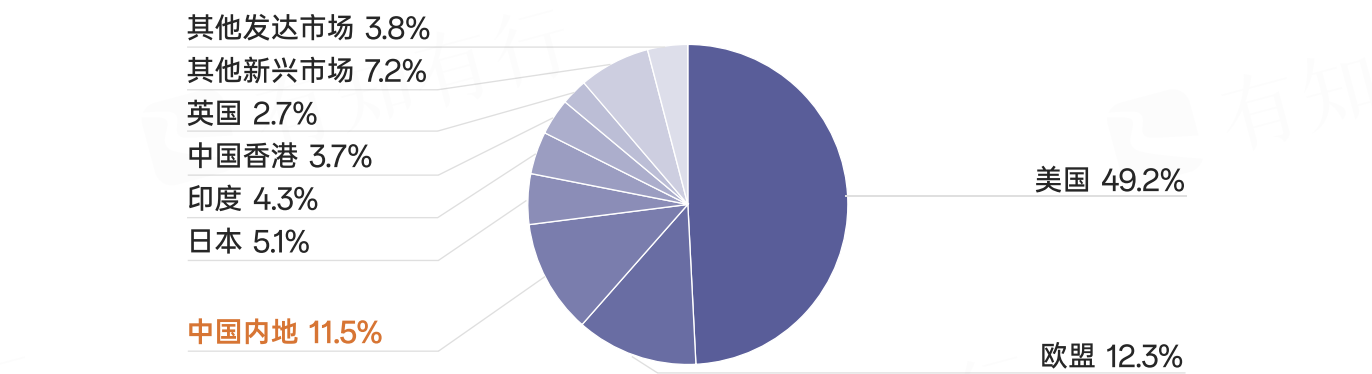
图 10：标普500成分股按行业分类海外收入占比



数据截至：2024 年末
数据来源：Factset, 知行研究

除了美国股市外，海外其他市场还有哪些需要关注呢？

图 11：2024 年全球权益市场市值占比



数据截至：2024 年 12 月
数据来源：WFE, Aswath Damodaran, 知行研究

图 11 展示了主要海外市场在全球总市值中的分布情况，除了美国市场，我们也能看到欧洲（除英国）股市占比 12.3%，日本股市占比 5.1%，英国股市占比 2.7%.....这些国家和地区也都存在着投资机会。但从规模占比来说，这些海外市场的规模都相对较小。

另外，目前中国境内个人投资者能购买的除美股市场之外的投资产品很少。拿大家熟悉的 QDII 股票型基金为例，截至 2024 年年末，投资欧洲股市、日本股市、印度股市、越南股市的基金数量很少，基金规模也很小，目前很难找到非常合适中国境内个人投资者的投资标的。

图 12：投资不同市场的 QDII 股票型基金数量和规模

市场	QDII基金数量（只）	QDII基金规模（亿元）	QDII基金规模占比
中国香港股市	54	1668.91	38.63%
美国股市	46	1591.72	36.85%
越南股市	1	48.2	1.12%
欧洲股市	5	20.54	0.48%
印度股市	2	41.87	0.97%
日本股市	6	64.14	1.48%
沙特阿拉伯股市	2	5.4	0.13%
其他（投资全球/多地）	44	879.04	20.35%

数据截至：2024 年四季度
数据来源：Wind, 知行研究

对于生活在中国境内的投资者来说，海外投资占整体投资组合的比重不会很高，分配到除美国以外市场的比重就更少了。考虑到投资标的的约束，海外市场的长期投资，股票类资产往往主要投资美国市场。如果未来有合适的全球股票投资标的，就可以增加覆盖其它市场。

这里单独说明一下：**我们谈的海外投资并不包括中国香港市场。基本原因是虽然股票债券发行或上市地是中国香港，但是大部分的底层资产还是中国内地的资产，底层收益风险和内地非常相关。**

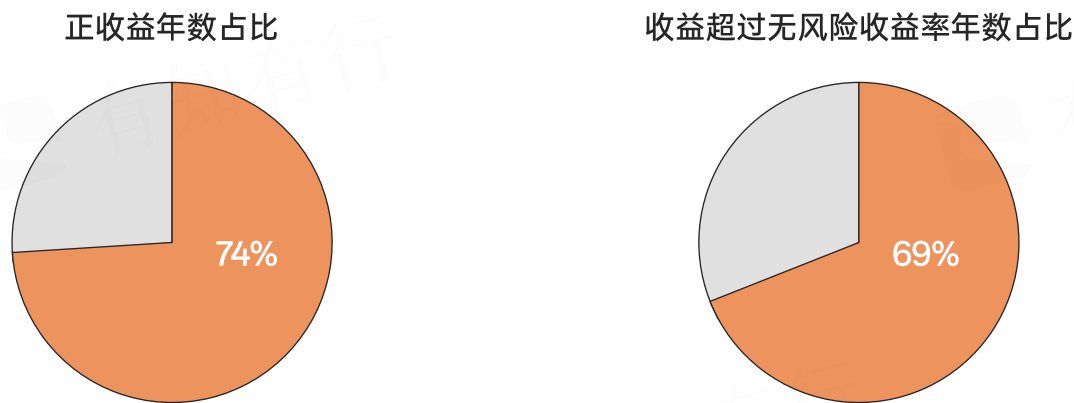
根据万得数据显示，截至 2024 年 12 月 31 日，港股市场中资股（包括H股、红筹股和中资民营股）总市值占比约为 80%。H股是在内地注册，在香港上市的中国内地公司股票。红筹股是在中国境外注册，在香港上市，但主营业务主要与中国内地相关，股东权益主要来自中国内地的公司股票。中资民营股是在中国境外注册，在香港上市，但主营业务主要与中国内地相关的民营企业股票。也就是说，港股市场约 80% 的总市值是中国内地股或是中国内地概念股，港股市场与内地的相关性较高。对于中国境内投资人来说，考虑全球分散配置时，中国香港市场并不是一个十分合适的标的。

2.2 美国股票风险收益特征

确定以美国股票市场投资为主的投资框架之后，让我们来简单了解一下美国股市的风险收益特征。

过去 99 年，从 1926 年到 2024 年，美国股债市的实际表现基本上符合现代金融理论的预测。根据 SBBI 的数据，标普500全收益指数在这 99 年间有 73 个年份都取得了正收益，也就意味着有 74% 的时间收益为正；但是也有 26% 左右的时间收益为负。如果考虑无风险收益率，标普500全收益指数有 69% 的年份都战胜了无风险收益率。在过去将近 99 年的时间里，标普500全收益指数的年化收益率在 10% 左右。

图 13：1926-2024 年标普500全收益指数正收益年数



注：「无风险收益率」取 1-month T Bill 年收益率
数据来源：SBBI, Wind, 知行研究

同时我们也来看一下风险的情况。二十世纪以来，美国股市发生过几次比较严重的股市下跌。或是由大衰退引起的长期股市低迷，或是由政治事件引起的恐慌情绪，或是泡沫破裂导致的股价下跌，抑或是近年来的疫情影响，美国股市在这几次事件中出现了明显下跌。让大家较为记忆深刻的，可能是二十一世纪初的互联网泡沫和 2008 年的金融危机，这两次事件中，标普500的最大回撤都在 50% 左右，并且用了六年左右的时间才回到原来的高点。

图 14：危机下的美国股市

事件	发生时间段	同期标普500 最大回撤	从高点再次 涨回高点的时间
经济大萧条	1929年10月 ~ 1933年3月	-86.00%	25年
石油危机	1973年1月 ~ 1974年9月	-46.30%	7年7个月
黑色星期一	1987年10月 ~ 1987年12月	-30.10%	1年4个月
互联网泡沫	2000年9月 ~ 2003年2月	-47.40%	6年9个月
次贷危机	2007年12月 ~ 2009年3月	-55.20%	5年2个月
新冠肺炎	2020年2月 ~ 2020年3月	-33.80%	3个月

数据来源：multpl, Mr. Market市场先生, 知行研究

50% 左右的最大回撤，代表着过去美股股市带来的系统性风险。投资任何股市都会有类

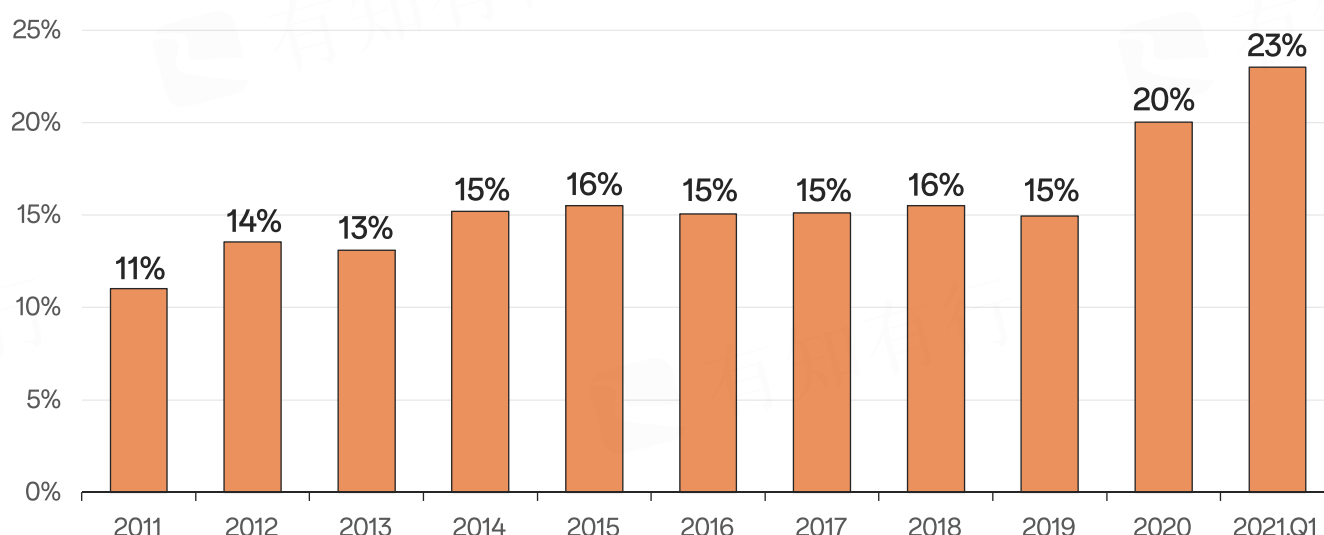
似的风险，而且其它股票市场的投资风险（包括中国A股）理论上和历史实际上都会比美国股市高。原因是美国股市的整体体量最大，组成成分也更加分散。美股日常的波动要比A股小一些，最近 20 年的平均年化波动率在 18% 左右，同期中国万得全A的平均年化波动率在 50% 左右。

第一章第二节，我们有介绍中美股市自然互补，所以适当地进行配置会增强收益、降低风险，这里就不赘述了。

2.3 投资美国股市，优选指数基金

了解完美国股票市场的风险收益特征，让我们来看一下美国股票市场的特点。

图 15：美股交易量中个人投资者占比



数据来源：彭博社智库

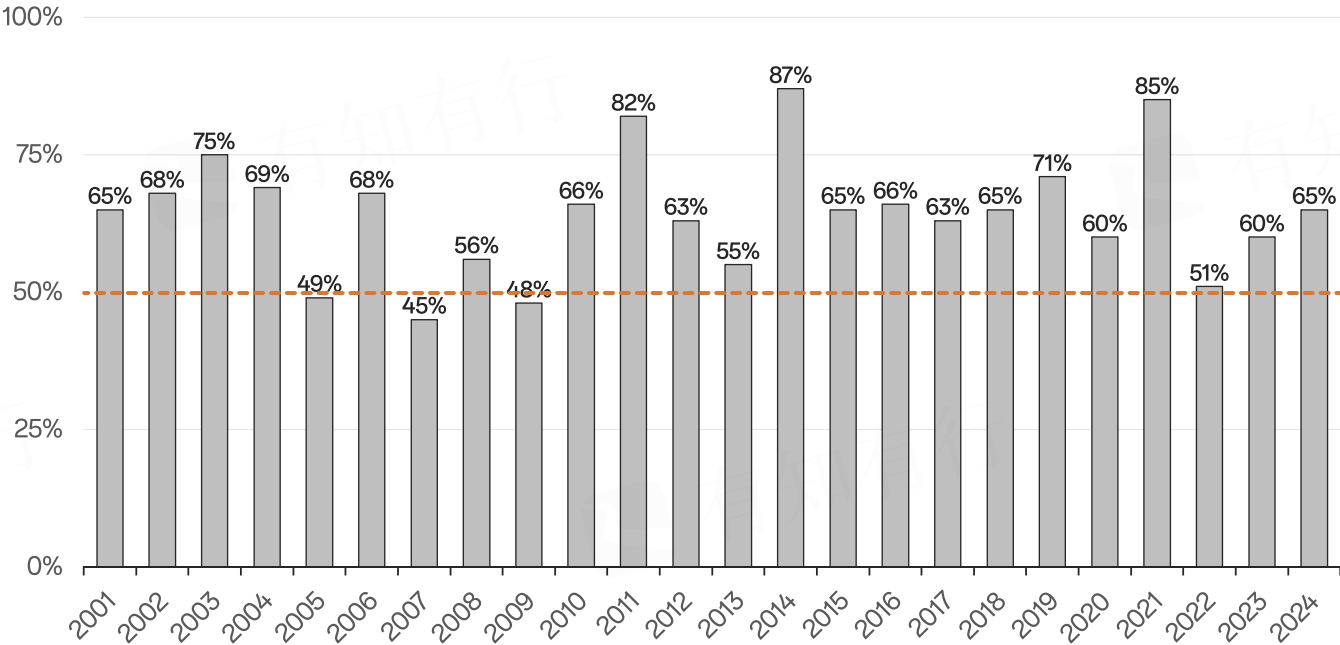
从交易量上来说，美国股市是以机构投资者主导的市场。根据彭博社智库，美国股票市场的个人投资者的交易量，占总交易量的比例过去十年平均在 20% 以下，以机构投资者为主导的交易量占总交易量的 80% 以上。

机构投资者往往拥有更多的专业知识和交易经验，而且不容易被情绪影响，投资更加理性。这样的市场中，**信息传递、信息处理和交易都是由专业人士来执行，交易的价格和资产实际价值非常接近。投资者较难打败交易对手，获得比市场指数还高的超额收益。**也就是俗话——市场上「割韭菜」的机会比较少。

超额收益获取的难度，我们可以通过美国主动型基金业绩能否战胜基准指数来进行说明。每个季度，标普指数公司 S&P 在这方面都会做详尽的统计。根据标普公司的统计报告显示，每年平均有 65% 的主动管理型基金无法跑赢标普500基准指数，并且随着业绩时间拉长，主动型基金跑输基准指数的比例会逐渐增加。

图 16 展示了每年标普500指数可战胜美国主动型大盘基金的比例，作为美股主动型大盘基金，如果能持续战胜大盘指数标普500的话，就说明其具有超额收益。然而从图里能明显看出来，过去 24 年中，有 21 年超过 50% 的主动型基金都是跑输标普500， 平均每年大约 65% 的主动型基金都是跑输标普500。

图 16： 每年标普500指数可战胜多少主动管理型大盘基金



数据来源：SPIVA U.S. Year-End-2024

除了大盘基金，图 17 显示了美国不同类型的主动型基金能不能跑赢其基准指数的情况。站在一年的视角来看，多数类型的主动型基金是跑输基准指数的，如果把时间拉长，跑输的比例会逐步提高。拉长到五年，80% 以上的主动型基金是跑输基准指数的。拉长到十年，这个比例提高到 90% 以上。

图 17：多少比例的美国主动型基金跑输基准指数？

基金类型	基准指数	1 年	3 年	5 年	10 年	15 年	20 年
所有美国国内基金	标普综合1500	78.65%	87.65%	84.69%	89.70%	92.23%	94.11%
所有美国大盘基金	标普500	65.24%	84.96%	76.26%	84.34%	89.50%	91.99%
所有美国中盘基金	标普中盘400	62.00%	74.64%	80.00%	77.32%	87.50%	90.93%
所有美国小盘基金	标普小盘600	29.69%	53.03%	60.37%	82.22%	90.68%	90.80%
所有美国混合基金	标普综合1500	78.45%	86.13%	82.93%	87.44%	91.52%	93.41%
大盘成长基金	标普500成长	92.03%	57.02%	80.18%	84.84%	95.91%	96.90%
大盘平衡基金	标普500	75.89%	82.30%	80.37%	96.62%	97.07%	93.27%
大盘价值基金	标普500价值	38.58%	89.89%	78.91%	89.61%	95.08%	87.78%
中盘成长基金	标普中盘400成长	63.08%	85.95%	74.26%	65.12%	82.49%	88.30%
中盘平衡基金	标普中盘400	66.67%	65.88%	81.48%	88.80%	92.81%	96.75%
中盘价值基金	标普中盘400价值	68.00%	78.57%	80.36%	92.75%	92.16%	94.19%
小盘成长基金	标普小盘600成长	23.12%	68.14%	66.17%	77.34%	87.34%	91.46%
小盘平衡基金	标普小盘600	33.22%	39.58%	56.49%	86.54%	94.10%	92.48%
小盘价值基金	标普小盘600价值	42.55%	35.82%	48.05%	81.15%	93.38%	92.78%
混合成长基金	标普综合1500成长	78.08%	75.28%	83.25%	90.00%	91.24%	92.50%
混合平衡基金	标普综合1500	80.00%	86.22%	88.16%	95.53%	95.50%	94.69%
混合价值基金	标普综合1500价值	38.16%	88.10%	80.00%	92.98%	95.63%	90.76%
房地产基金	标普美国REIT	80.52%	85.19%	82.93%	82.42%	88.00%	90.12%

数据来源：SPIVA U.S. Year-End-2024

这种现象与过往的A股大不相同，原因是在机构投资者主导的美股市场中，择时和选股的机会成本高，创造超额收益的机会更小。由于个人投资者占比小，主动基金经理是在和其他专业投资者博弈，这种情况下的结果就是主动基金创造的平均超额收益是负的。从十年以上的维度来看，在扣除成本外只有很少一部分主动管理的基金（少于 5% - 10%）还能产生正的超额收益。即使大型机构投资人投入大量的人力，他们也无法系统地、持续地找出这些可以提供超额收益的基金，对一般个人投资者来说就更困难了。

投资的收益和风险是面向未来、无法被准确计算的，但是费用却是发生在当下、可以明

确的。费用更低，是指数基金非常重要的优势。正如图 18 展示的一样，无论是在A股市场，还是美股市场，指数基金的费率都要更低。

图 18：公募 QDII 美股基金与A股基金费率对比

基金类型	管理费费率	托管费费率
QDII主动基金	1.27%	0.21%
A股主动基金	1.19%	0.20%
QDII指数基金	0.59%	0.15%
A股指数基金	0.45%	0.09%

数据截至：2025 年 1 月
数据来源：Wind、知行研究

所以，对于大部分个人投资者来说，投资美国股市比较好的标的是指数基金。指数基金是被动管理，长期目标是取得市场平均收益。指数基金基本上不会采用其他手段来试图产生超额收益，所以只要控制好指数型基金的成本和管理人的质量，就可以像图 16 和图 17 一样跑赢大部分主动管理型基金了。

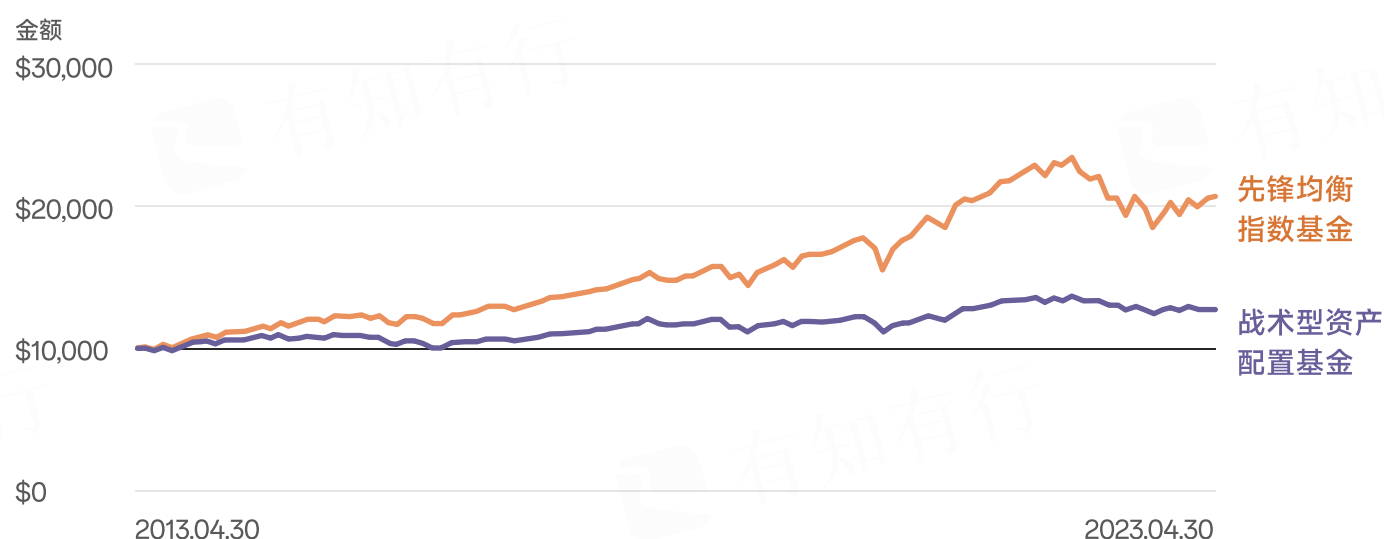
基于同样的因素，主动管理型美国债券基金和指数基金之间的相对表现，和上文阐述的股票基金基本一致。不仅仅在美国，在大部分发达国家的股票债券基金市场上，我们都能观察到同样的现象——大部分主动基金无法战胜指数基金。

2.4 美国股票市场择时的有效性

上一部分，我们讲了在以机构投资者为主导的美国股市获取长期超额收益是十分困难的，所以更适合个人投资者的投资标的是指数基金。这一部分，我们专门展示美国股票市场择时的效果。

晨星在 2023 年 5 月的一份报告中做了这样一个实验：晨星统计了美国市面上的战术型资产配置基金过往的业绩表现，这类基金的特点是会根据短期市场变化，分析预测市场走势，主动调整股票、债券等大类资产比例，做主动的择时操作。晨星将这类基金的过往表现，与经典的 60/40 股债组合做对比，发现在过往十年间，这类基金远远跑输，基金经理的择时操作反而贡献的是负收益。

图 19：战术型资产配置 FOF 基金的平均表现 VS 60/40 股债配置组合的表现



注：图表统计期内，先锋均衡指数基金的跟踪标的为 60% CRSP 美国整体市场指数 + 40% 彭博美国综合浮动调整债券指数

数据来源：晨星 Morningstar 《They Came. They Saw. They Incinerated Half Their Funds' Potential Returns》

这个现象的原因也正是前文提到的，美国股票市场的交易者大多是有专业知识和交易经验机构投资者，信息传播速度快，有效信息很快就能反映在市场价格里，这让任何择时和择股的操作都十分困难。上文提到的主动基金管理人也是专业的投资团队，他们都没有办法持续择股择时，中国的个人投资人就更难了。

从长期来说，择时在美国股票市场中无法发挥作用，大概率对策略表现产生负影响。所以对于个人投资者来说，相比预判市场、主动调整股债仓位的行为，长期持有固定比例的配置型组合大概率会更优。

2.5 配置美国债券，分散风险

上一部分，我们提到对个人投资者来说，长期持有固定比例的配置型组合，大概率优于预判市场、主动调整股债仓位的行为。提到的配置型组合，即是固定股债比例的资产组合。

即便美股的波动要比A股低，但美股作为股票类资产，满仓持有的风险也很高。为了分散风险、降低波动，让个人投资者能长期持有下去，我们看到，海外长钱会引入一定比例的海外债券，尤其是美国债券。

图 20：不同比例美国股债组合风险收益特征

投资组合	年化收益率	年化波动率
100% 标普500	10.21%	19.47%
70% 标普500 + 30% 美国长期国债	8.97%	13.89%
50% 标普500 + 50% 美国长期国债	7.93%	10.59%

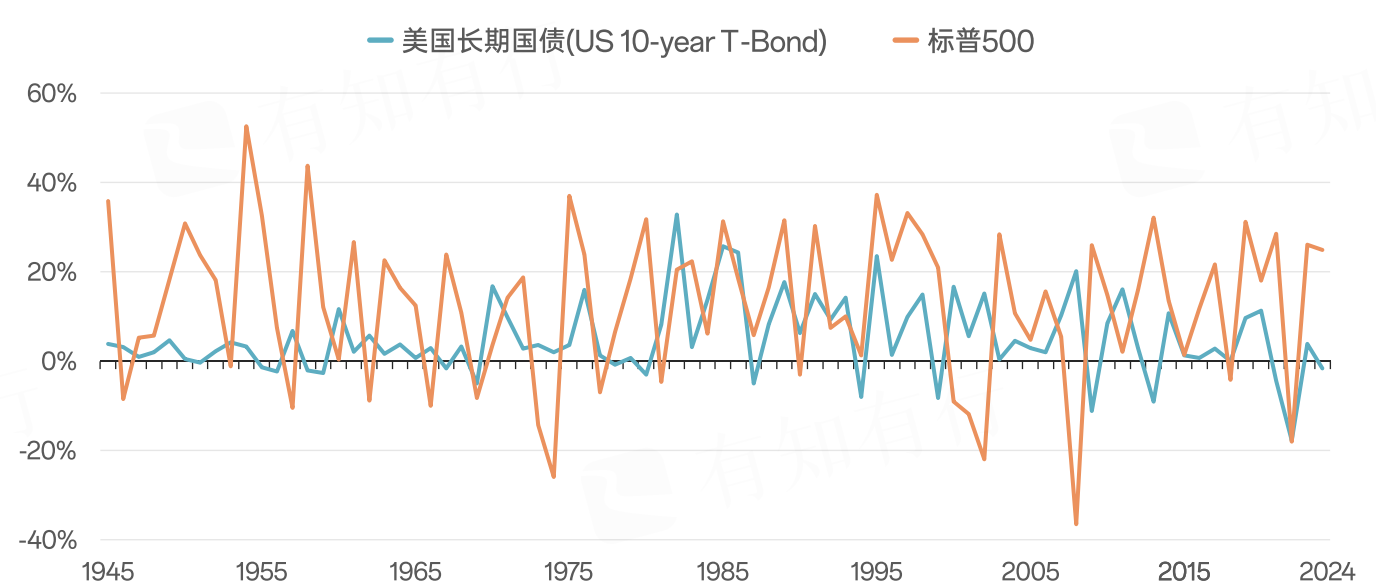
时间范围：1926-2024 年
数据来源：SBBI，FRED，知行研究

我们使用 SBBI 1926 年至 2024 年标普500全收益指数和美国长期国债的年收益数据，回测了不同比例的股债组合，来看看引入债券的效果如何。相比于满仓标普500，70/30 的股债组合在不大幅降低收益的前提下，可以显著降低风险。

为什么会有如此效果？因为债券与股票本身属于相关性较低的两类资产，相关性较低有利于降低风险。另外，美国债券和美国股票，还存在一定的风险对冲作用。

例如：美国国债在股票市场出现恐慌的特殊时期时，往往会成为市场资金的避险之处，这就使得两者存在一定对冲风险的可能。回顾二战后美国股市和债市，大部分股市下跌的时候，美国长期国债的表现会不错。当然 2018 年和 2022 年也出现过股票和债券同时下跌的情况，但大部分情况下，美国股票表现不好的年份里，美国国债可以充当一定安全垫的作用。

图 21：二战后美国股票和债券年收益率



年份	标普500	美国长期国债	年份	标普500	美国长期国债	年份	标普500	美国长期国债
1945	35.82%	3.80%	1972	18.76%	2.82%	1999	20.89%	-8.25%
1946	-8.43%	3.13%	1973	-14.31%	3.66%	2000	-9.03%	16.66%
1947	5.20%	0.92%	1974	-25.90%	1.99%	2001	-11.85%	5.57%
1948	5.70%	1.95%	1975	37.00%	3.61%	2002	-21.97%	15.12%
1949	18.30%	4.66%	1976	23.83%	15.98%	2003	28.36%	0.38%
1950	30.81%	0.43%	1977	-6.98%	1.29%	2004	10.74%	4.49%
1951	23.68%	-0.30%	1978	6.51%	-0.78%	2005	4.83%	2.87%
1952	18.15%	2.27%	1979	18.52%	0.67%	2006	15.61%	1.96%
1953	-1.21%	4.14%	1980	31.74%	-2.99%	2007	5.48%	10.21%
1954	52.56%	3.29%	1981	-4.70%	8.20%	2008	-36.55%	20.10%
1955	32.60%	-1.34%	1982	20.42%	32.81%	2009	25.94%	-11.12%
1956	7.44%	-2.26%	1983	22.34%	3.20%	2010	14.82%	8.46%
1957	-10.46%	6.80%	1984	6.15%	13.73%	2011	2.10%	16.04%
1958	43.72%	-2.10%	1985	31.24%	25.71%	2012	15.89%	2.97%
1959	12.06%	-2.65%	1986	18.49%	24.28%	2013	32.15%	-9.10%
1960	0.34%	11.64%	1987	5.81%	-4.96%	2014	13.52%	10.75%
1961	26.64%	2.06%	1988	16.54%	8.22%	2015	1.38%	1.28%
1962	-8.81%	5.69%	1989	31.48%	17.69%	2016	11.77%	0.69%
1963	22.61%	1.68%	1990	-3.06%	6.24%	2017	21.61%	2.80%
1964	16.42%	3.73%	1991	30.23%	15.00%	2018	-4.23%	-0.02%
1965	12.40%	0.72%	1992	7.49%	9.36%	2019	31.21%	9.64%
1966	-9.97%	2.91%	1993	9.97%	14.21%	2020	18.02%	11.33%
1967	23.80%	-1.58%	1994	1.33%	-8.04%	2021	28.47%	-4.42%
1968	10.81%	3.27%	1995	37.20%	23.48%	2022	-18.01%	-17.83%
1969	-8.24%	-5.01%	1996	22.68%	1.43%	2023	26.06%	3.88%
1970	3.56%	16.75%	1997	33.10%	9.94%	2024	24.88%	-1.64%
1971	14.22%	9.79%	1998	28.34%	14.92%			

注：美国长期国债为 US 10-year T-Bond
数据来源：FRED

基于此，海外市场的长期投资可以以美股指数基金投资为主，少量配置以美国债券或全球债券投资为辅（比如全球或美国债券基金）。

关于海外债券基金产品，我们需要提醒一下投资者：**美债与国内债券相比，受影响的因素不一样，在带来分散风险的收益的同时，还有汇率的附加影响，所以对中国投资人（用人民币计价）来说，短期波动也有可能会大一些，大家要做好心理预期。**

目前中国债券市场仍在逐步开放的进程中，中国债券的持有者主要是银行和一些低风险偏好的资金。这些资金投资风格较为稳健，在这类资金的主导下，历史上中国债券市场的资金配置需求较为稳定，波动较小。美国债券市场的市场化程度较高，目前美国国债的持有者很大比例是外资，这类资金配置美债的需求往往是避险或是获取较高收益，在这类资金的主导下，美国债券市场的波动较大。但历史不代表未来，日后随着市场环境的变化，或许美债和中债也会演化出不同的风险特征。

2.6 投资通道：QDII 基金和互认基金

对于大多数中国境内个人投资者来说，直接使用美元跨境进行投资的流程较繁琐（需要在海外投资机构开设账户）。比较便捷参与海外市场投资的方式是投资中国境内的 QDII 基金和香港互认基金。

QDII 基金是国内公募基金的一种。QDII 的英文全称是「Qualified Domestic Institutional Investor」，中文翻译是「合格境内机构投资者」。QDII 是在我国境内设立、经批准后可投资境外市场的投资机构，简单理解就是个人投资者可以通过投资 QDII 基金参与境外市场投资。

互认基金，这里主要指香港互认基金，是指依照中华人民共和国香港特别行政区（下称「香港」）的法律在香港设立、运作和公开销售，并经中国证监会批准在内地公开销售的基金，即香港注册的基金在内地销售，也称「北上基金」。

QDII 基金和香港互认基金的主要区别在于：香港互认基金依照香港法律在香港设立和运作，经香港证监会批准公开销售，受香港证监会监管，并经中国证监会批准在中国境内销售。QDII 基金则是依照内地的法律法规设立和运作，经中国证监会批准在境内募集资金进行境外证券投资。

对于投资者来说，QDII 基金和互认基金都是便捷可行的投资海外通道。但相比普通的公募基金，QDII 基金和互认基金有一些额外的特点：

1. 额度限制

互认基金设有总额度限制。当所有香港基金内地发行募集资金净汇出规模达到等值 3000 亿元人民币，或当所有内地基金香港发行募集资金净汇入规模达到等值 3000 亿元人民币时，互认基金将暂停接受内地投资者的申购申请。并且，最新《香港互认基金管理暂行规定》明确规定，香港互认基金在内地销售规模占基金总资产的比例不得高于 80%，也就是说，当互认基金内地销售规模接近 80% 上限时，基金将暂停在内地销售直到该比例下降到一定水平后才重新开放。

QDII 基金也会受到额度限制，国务院规定全市场 QDII 总额度；金融监管部门（国家金融监督管理总局、证监会）负责审核 QDII 资质，规定境外投资范围和种类，对机构提出风险管理要求等；外汇局会给基金管理人发放外汇投资额度。这些额度直接发放给基金管理人，若额度使用完毕，该基金管理人旗下的 QDII 基金将会受到影响，即无法增加海外投资份额。

截至 2025 年 2 月，国家外汇管理局给所有基金、资管类公司批准的累计 QDII 基金额度为 921.7 亿美元。这一额度涵盖了所有公募和专户产品，当然也包括港股 QDII 基金产品，因此实际可用于海外 QDII 基金产品的规模相对有限。**正因如此，当市场对海外投资的热情升温时，QDII 基金的额度往往供不应求。**为了有效管理额度的使用，基金公司通常会采取限额措施，以延长 QDII 基金的开放时间。作为投资者，我们在通过 QDII 基金进行海外投资时，可能会遇到这类限额情况，这也是基金公司为确保额度合理使用而采取的必要措施。

2. 销售安排差异

普通公募基金对于 T 日（即交易日）有效申请的交易，一般在 T+1 个工作日确认，T+2 个工作日起可查询并交易。

对于 QDII 基金来说，资金托管行一般在境外，现金交付时间会更长，对于 T 日有效申请的交易，一般在 T+2 个工作日确认，T+3 个工作日起可查询并交易。

香港互认基金在内地有基金代理人，因为内地基金代理人的存在，互认基金的申购时间与普通公募基金一致，对于 T 日有效申请的交易，一般在 T+1 个工作日确认，T+2 个工作日起可查询并交易。

赎回流程中，普通公募基金对于 T 日有效申请的赎回，一般在 T+1 个工作日确认，赎回款项通常在 T+2 个工作日到账。QDII 基金因为涉及到跨境现金交付，对于 T 日提出的赎回申请，赎回款项通常在 T+7 日但不超过 T+10 日内划往赎回人指定的银行账户。

香港互认基金，因为内地基金代理人的存在，赎回款项通常在 T+5 日，但不超过 T+9 日内划往赎回人指定的银行账户。

QDII 基金和香港互认基金，由于普遍赎回到账时间较长，投资者需要做好相应的资金安排。

3. QDII 基金收益的境外税收

中国境内个人投资者通过 QDII 基金投资，也会产生一些境外的税收，特别是美股、美债。QDII 基金投资美股（公司注册地为美国）的股息收入享受中美双边税收优惠，美国税务部门征收 10% 的个人所得税，中国政府暂不附加征收个人所得税。投资美债的利息收入美国政府不征税。QDII 基金适用「非居民境外投资者」，美国政府不征收资本利得税。

另外，**上述海外国家征收的税收是由基金公司统一代扣代缴的**，不会针对不同持有个人收取不同的税率。

三、一个符合中国境内投资人海外投资需求的方案

具体到个人的海外投资方案时，我们可以从两方面进行考虑：一是股债配置比例，二是选择什么样的标的资产。

3.1 合理的股债配置

股债配置比例，关系到资产组合长期的风险收益特征。股票的长期风险收益特征是高收益伴随着高波动，相比之下，债券的波动偏低，长期收益也偏低。所以，股票比例越高的组合，意味着这个组合的长期风险收益特征越接近股票；而债券比例越高的组合，意味着这个组合的长期风险收益特征越接近债券。但大多数情况下，全仓股票或是全仓债券，对一个长期投资者来说都不一定是个好主意。正如前文提到的，资产配置可以在一定程度上提升组合整体表现。

投资者在考虑自己需要什么样的股债配置时，需要考虑两方面：

1. 这笔资金的时限：如果是短期资金，例如三年以下需要退出投资的资金，就不太适合配置很高的股票仓位；如果是长期资金，例如七年以上不需要使用的资金，配置过低的股票仓位也会显得没有物尽其用。
2. 个人的风险偏好：投资者的风险偏好对选择合理的股债配置也十分重要。例如对于稳健型的投资者，即使资金的使用时限很长，也不应配置过高的股票仓位。

确定合理的股债配置比例后，再分别在股票部分和债券部分挑选合适的标的。具体针对股票部分该如何挑选投资标的，债券部分该如何挑选投资标的，我们将在3.2进行介绍。

3.2 好资产

1. 海外股票部分

当我们确定投资一个市场时，首先需要获取这个市场的平均收益。

标普500指数是被广泛认为能够代表美国股票市场长期平均收益的指数，之所以如此，是因为标普500的编制方法和长期表现。作为美国市场中性大盘指数，标普500成分股

包括了美国 500 家顶尖上市公司，占美国股市总市值约 80%。

根据 2025 年 2 月 28 日成分股数据显示，标普500成分股的总市值中位数是 358 亿美元，最小的成分股市值也在 46 亿美元（人民币约 330 亿）以上，是个不折不扣的大盘指数。**标普500指数采用的加权方式是流通市值加权**，这意味着规模越大的成分股在标普500指数里会占越大的比例。目前标普500指数的第一大重仓股苹果公司，占总权重的 7.3%。

从历史上看，标普500前十大成分股权重占比大约在 20%-40% 之间。经过 2023 到 2024 年「科技七巨头」的强势上涨，目前标普500指数前十大成分股权重占比已经来到了 35% 左右，位居历史高位。

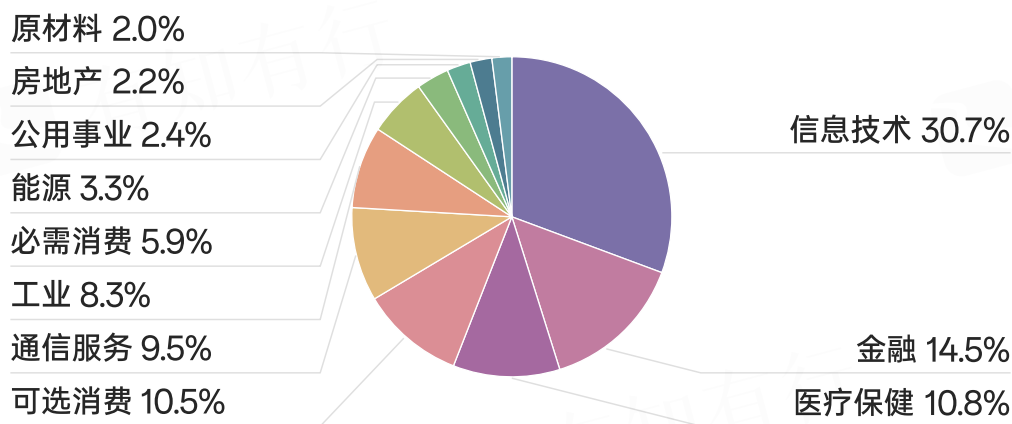
图 22：标普500指数成分股规模分布及占比

成份股数量		503 只
成分股市值 (百万美元)	平均总市值	105,227.77
	最大总市值	3,655,610.63
	最小总市值	4,606.45
	总市值中位数	35,792.75
最大成份股占比		7.3%
十大成份股占比		34.9%

数据截至：2025 年 2 月 28 日
数据来源：标普官网

此外，标普500指数在行业上进行了分散，覆盖了每个 GICS 主要行业，共覆盖了 11 个行业。其中信息技术行业是指数中占比最大的部分，占其总市值的 30% 以上。其次是金融行业占 14.5%，医疗保健行业占 10.8%，可选消费行业占 10.5%。所以**标普500指数是一个中性全行业指数，不偏向某种风格（价值或成长），也不偏向某个行业，能够较好地代表美国经济和市场的整体表现。**

图 23：标普500指数成分股行业分布



数据截至：2025 年 2 月 28 日
数据来源：标普官网

标普500在一定程度上代表了美国股票市场长期平均收益。在此基础上，我们可以通过其他方式获取一定的超额收益或者更好的分散风险。诺贝尔奖获得者尤金·法马 (Eugene Fama)和肯尼斯·弗伦奇(Kenneth French)在 1992 年的论文中提出，小盘股和价值股在长期存在显著的风险溢价。适当配置一些价值股和小盘股，对整个组合的表现能起到提高收益的作用。

标普500等权指数，是一个相比标普500指数更偏价值和中小盘股的指数。它和标普500指数拥有同样的成分股，不同的是，相比以流通市值加权的标普500指数，标普500等权指数会给予每个成分股同样的权重。这意味着，相比流通市值加权指数，等权指数会给予更多权重在规模较小的成分股上。并且，由于标普500指数成分股中大多数为价值股，所以标普500等权指数相比标普500指数配置了更多的价值股。小盘股和价值股理论上和历史长期收益表现均超过大盘股。

可以看到，根据 2025 年 2 月 28 日的标普500等权指数成分股数据，标普500等权指数第一大重仓股苹果公司，仅占整体权重的 0.3%，前十大成分股共占比 2.5%，而标普500指数（市值加权），前十大成分股占指数的 35%。

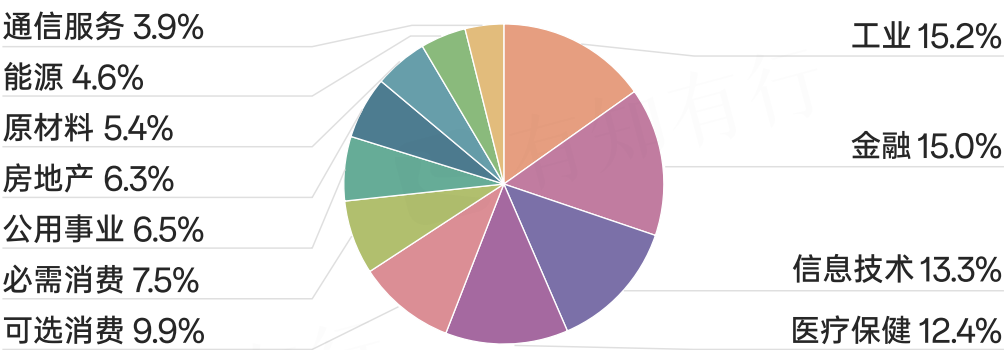
图 24：标普500等权指数成分股规模分布及占比

成份股数量	503 只	
成分股市值 (百万美元)	平均总市值	105,227.77
	最大总市值	3,655,610.63
	最小总市值	4,606.45
	总市值中位数	35,792.75
最大成份股占比	0.3%	
十大成份股占比	2.5%	

数据截至：2025 年 2 月 28 日
数据来源：标普官网

从行业分布来看，标普500等权指数的行业分布也更为均衡。信息技术行业的比重显著下降，占比在 13 %左右。工业占比显著提升，成为第一大重仓行业，占比 15.2%。接下来金融行业占比 15%，医疗保健行业占比 12%。

图 25：标普500等权指数成分股行业分布



数据截至：2025 年 2 月 28 日
数据来源：标普官网

配置标普500等权指数，帮助整体组合提高收益的同时，也分散了几个超大型公司对整体投资的影响。

此外，高弹性的成长股也可以给组合带来一定的超额收益。**成长股的代表，纳斯达克100 指数由 100 家具有高成长和创新能力的美国公司组成，主要代表科技行业的表现。**

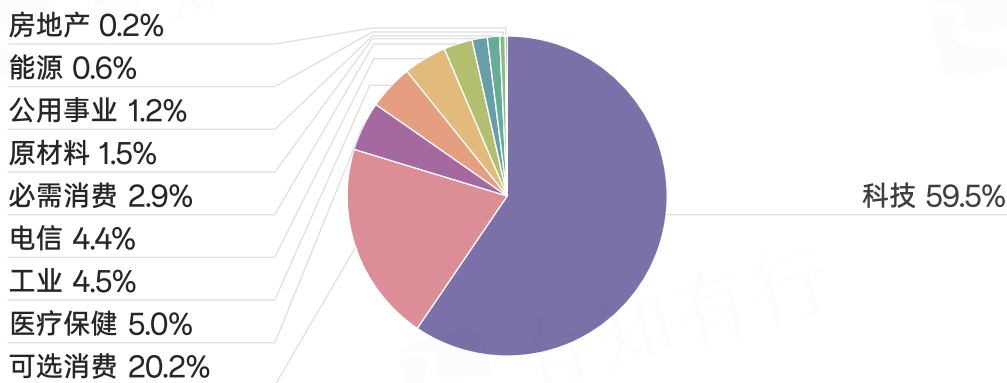
纳斯达克100指数权重中科技行业占比在 60% 左右，排名第二的可选消费行业占比 20%

左右，这两个行业的总权重就占了纳斯达克100指数整体构成的 80%，所以该指数集中于科技类公司。

纳斯达克100指数采用市值加权，意味着市值越大的公司在其中占比也会越大。截至 2024 年 12 月 31 日，纳斯达克100指数第一大重仓股苹果公司占比 9.8% 左右，第二大重仓股英伟达占比 8.5%，第三大重仓股微软公司占比 8.1%，前十大重仓股占比在 52% 左右，是一个集中度很高的科技类指数。

纳斯达克100指数代表高成长公司的表现。在配置海外的目标中，我们需要关注有突破和颠覆潜力的行业和公司。这些企业与其它上市公司和中国境内的经济发展相关系数更低些，这部分配置对中国境内投资者的投资组合更能够分散潜在风险。**但行业集中的科技类指数也会有较大的风险，所以配置比例也不宜过高。**

图 26：纳斯达克100指数行业分布



数据截至：2024 年 12 月
数据来源：纳斯达克官网，知行研究

图 27：纳斯达克100前十大重仓股

股票名称	股票代码	权重	股票名称	股票代码	权重
苹果	AAPL	9.79%	特斯拉	TSLA	3.79%
英伟达	NVDA	8.50%	脸书	META	3.30%
微软	MSFT	8.10%	谷歌（A类）	GOOGL	2.86%
亚马逊	AMZN	5.96%	谷歌（C类）	GOOG	2.72%
博通	AVGO	4.63%	开市客	COST	2.58%

数据截至：2024 年 12 月
数据来源：纳斯达克官网

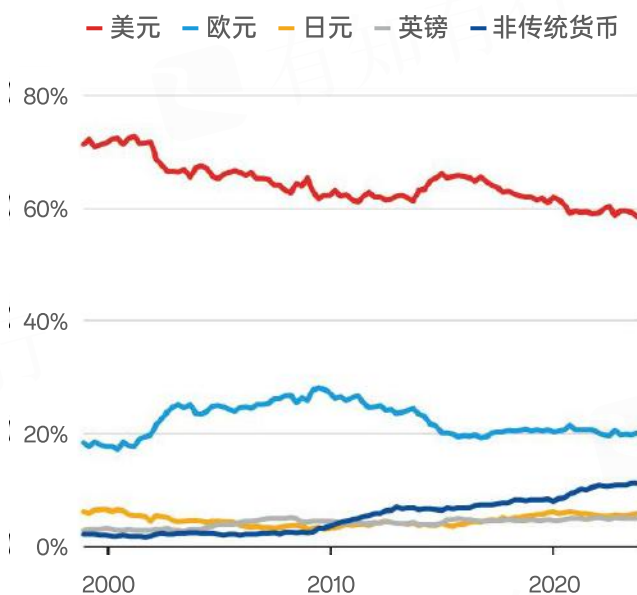
2. 海外债券部分

美国债券市场是目前规模最大、品类最多、流动性最好的市场。同时，美国债券市场的定价对全世界的金融市场都有着重大影响。从机构投资人的角度，我们可以更好理解美国债券在国际投资组合里的重要性。

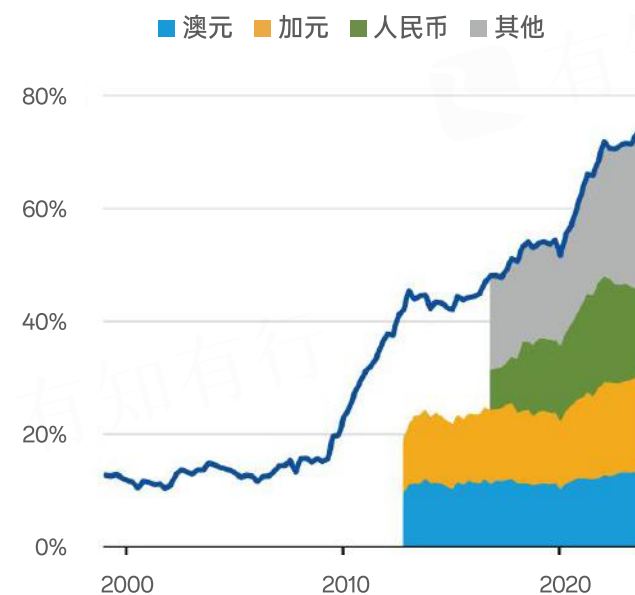
全球各国的央行，绝大部分资产是在各国政府债券之间进行配置，下图展示了全球各国央行的平均资产配置。美元资产占约 60%，欧元 20%，日元和英镑各占 5%，人民币大概 3%。可以发现，各国央行在配置债券和货币时，首选的是美国债券市场。**当我们选择投资海外债券市场时，也会首选美国债券市场。**

图 28：各国央行外汇储备中各币种占比

外汇储备中各币种的比例



非传统货币的细分比例



注：“四大”货币指美元、欧元、日元和英镑。非传统货币指所有其他货币。AUD = 澳元。CAD = 加元。RMB=人民币。2015 年至 2018 年期间，中国成为了 COFER 数据的报送国。

数据来源：IMF COFER 数据库；Arslanalp、Elchengreen 和 Simpson-Bell（2022 年，已更新）。

目前市面上没有投资美债指数的 QDII 基金或是互认基金，所以目前对于中国境内投资者来说，海外债券部分的选择需要考虑主动管理的海外债产品。

一般来说，海外债产品的持仓，普通投资者不太容易看懂。且 QDII 基金的海外债产品只公布前五大债券的持仓，对持仓分散的海外债产品来说，是很难从公开披露的信息中得知产品全貌的。

所以一方面，我们可以通过基金的信息披露来了解基金的持仓概况，和基金经理的管理行为。信息披露包括基金的业绩比较基准、持仓以及基金经理的访谈等。

另一方面，在挑选海外股票和债券基金产品时，我们需要第三方信息以综合考量整个基金管理团队。具体来说，定性分析方面我们可以考虑这五个方面：管理公司、管理团队、投资理念，整体费率和第三方基金研究评级。

管理公司和管理团队代表着这个基金管理人在海外市场倾注了多少投研资源，管理团队有多少海外投资的经验。

投资理念可以帮助我们了解，这个海外债产品主要投资哪些市场，投资多长期限的债券，会不会做信用下沉等关键的投资操作信息。

整体费率自不用多说，过高的管理费和交易费用会侵蚀投资者的收益。

第三方基金研究评级可以帮助投资者补全一部分外部信息，可作为挑选时的参考。

总结来说，在海外债券部分，尽量寻找投资债券种类以美债和欧债为主，投资风格稳定、业绩扎实、团队稳定、有可验证的经验、费率合理，并且长期以投资者利益为中心的基金经理和基金公司。

3.3 汇率变化对海外投资的影响

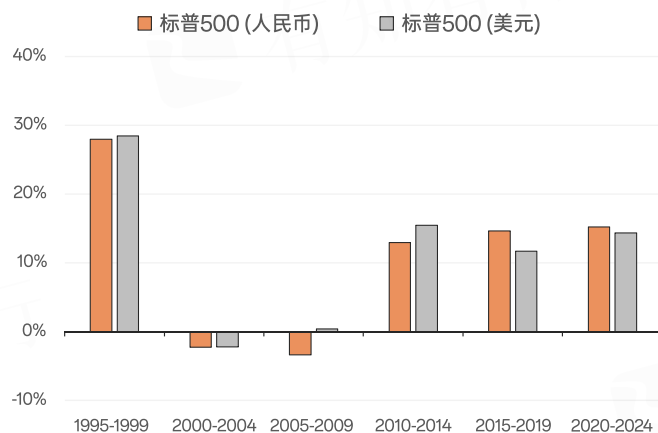
讨论完投资方案后，我们需要提醒各位投资者在海外投资中不可忽视的汇率风险因素。

作为中国境内个人投资者，使用人民币投资海外资产时，需要经历换汇，购买证券的过程，赎回时也需要经历卖出证券、换汇的过程。当我们用 QDII 基金或是互认基金投资海外资产时，基金经理及其团队代替我们完成了这个过程。但我们仍需要意识到汇率会对我们的投资收益产生影响。

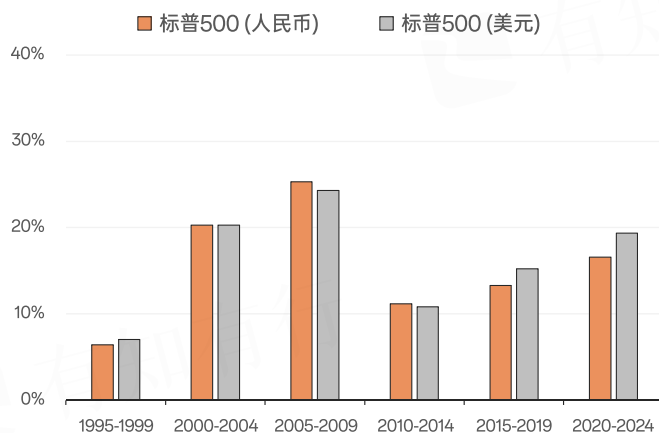
下图展示了自 1995 年以来，分别使用美元、人民币为计价单位投资标普500指数，每五年的收益表现。

图 29：汇率对标普500收益的影响

年化收益率对比



年化波动率对比



数据来源：Wind，中国人民银行，知行研究

可以发现 1995 到 2005 年，使用人民币或美元作为计价标准投资标普500的收益差别不大。因为这期间中国为了在亚洲金融危机后维持经济稳定，USD/CNY 都维持在 8.28 左右的水平，没有发生大的变化。

直到 2005 年，中国深化汇率改革，将汇率制度从盯住单一货币美元改变为参考一篮子货币，人民币兑美元汇率开始发生了变化。2005 年至 2015 年，人民币相对美元升值，USD/CNY 从 8.28 左右降到 6.45 左右，这期间，使用人民币投资标普500的收益率会低于使用美元投资标普500的收益。

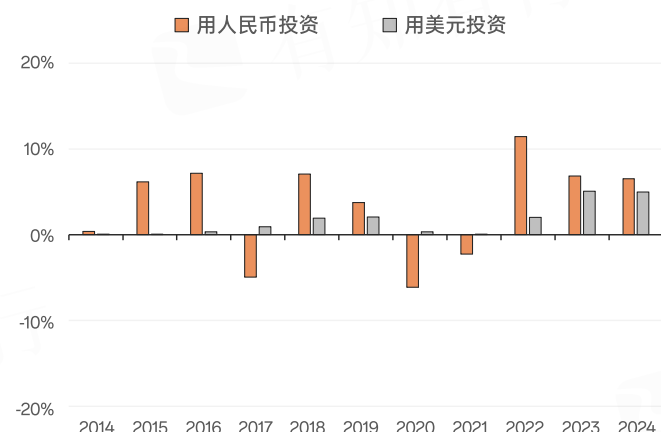
2015 年至 2025 年初，人民币相对美元贬值，USD/CNY 从 6.45 左右提升到 7.25 左右。这期间，使用人民币投资标普500的收益率会高于使用美元投资标普500的收益。

汇率风险是客观存在的，我们无法预测长期汇率的变化方向，所以进行海外投资的投资者们需要知晓，除了底层资产的收益外，汇率因素也会影响投资的收益。

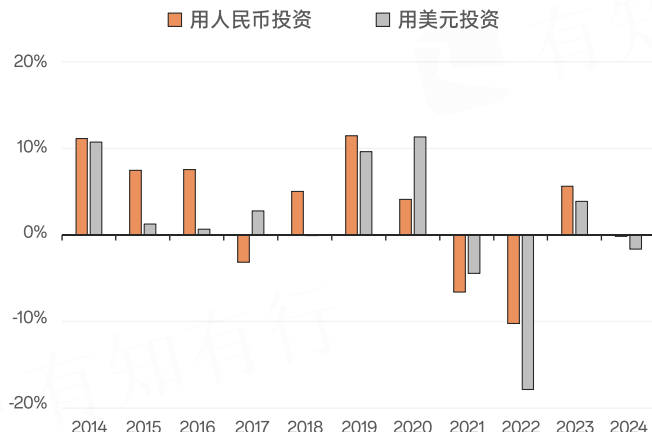
同时，汇率对不同大类资产的影响程度是不同的。图 30 展示了自 2014 年以来，分别使用美元、人民币为计价单位，投资美国长期债券和货币市场每年的收益表现。可以发现，货币汇率对货币类投资的影响十分显著。

图 30：使用不同货币投资美国货币市场和美国长期国债的年收益率对比

投资美国货币市场的年收益率对比



投资美国长期国债的年收益率对比



数据来源：Wind，FRED，中国人民银行，知行研究

海外货币基金的投资标的主要是银行存款和短期债券等，这些标的波动率风险都较小，收益率（本币计算下的）基本上就是由 1-3 个月的短期基础利率决定的。所以对于中国境内个人投资人来说，汇率的变化对于用人民币计价的整体收益率就会有很大影响。

海外债券类资产的收益率很大程度上也会受到本国利率影响，同时债券的到期期限、发行人的资信状况、偿还期限以及资金市场的供求这些因素，都会影响债券的收益。所以债券类资产受汇率风险的影响，会没有货币基金这么大。

海外股票属于高风险的资产，本身波动就比较高。它虽然也会受到利率的影响，但显然市场短期走向和经济周期的影响对股票收益来说更大，汇率的影响相对小。

总结，汇率对于货币基金收益的影响最大，债券次之，对股票投资的影响最小。

3.4 未来提高空间

1. 增加覆盖其他市场

如上面所说，海外投资首选美国市场，目前市面上投资欧洲股市、日本股市、印度股市的基金数量很小，基金规模也很低，很难找到非常合适的投资标的。投资越南股市的基金规模还可以，但越南市场太小，且和中国一样同属新兴市场，我们已经重仓配置了中国

市场，所以再配置越南市场的性价比不高。等待未来有比较好的投资标的时，可以增加覆盖其它市场。

2. 选择更好的海外债产品

目前市面上没有海外债指数产品，只能选择主动管理型产品，即便如此，这些产品受限于海外债产品的规模、数量和 QDII 额度，会遇到不能够满足债券部分配置需要的情况。

保持关注，留意市场上是否出现好的海外债产品，特别是费用更低的指数产品，也是可以努力提高的地方。

3. 增加其他资产类别、股债品种

市面上缺少美国小盘股、价值股相关标的，等待未来有相关投资标的时，可以考虑纳入海外长期投资的组合。

黄金、REITs 等另类资产，也是可以丰富资产组合的选项。另类资产与传统市场（股票、债券）的相关性较低，能在市场波动时提供分散风险的作用。但此类资产自身波动也较大，市场可选产品也较少。

保持关注，留意市场上是否出现值得投资的另类产品，也是可以努力提高的地方。

4. 根据自己的情况，选择更加适合自己的资产配置比例

投资海外，就如投资国内市场，是一个长期的行为。我们跟大家分享了海外投资对个人资产配置的作用，海外市场的特点，中国境内投资人投资海外的通道，以及如何搭建海外长期投资的框架，希望能够帮助你为海外长期投资做好准备。

同时，我们也非常理解，合适的资产配置比例还需要结合个人具体的情况。如果你准备好了，不妨先尝试起来，在下场实操中更加了解自己的需求，逐步优化自己的资产配置比例（比如境外资产占个人资产的比例、股债比例等）。

对很多人来说，海外市场是个陌生的市场。我们会加强对海外市场的研究，希望能够帮助大家了解投资海外的逻辑，了解自己是否适合海外投资，以及做好充分的准备。

后记

在 2025 年 4 月发布新修订的《海外投资白皮书》之时，恰逢全球金融市场震荡之时。白皮书团队特别在文末的后记部分，写下这个特别的事件和我们的观点。

随着美国总统特朗普于 2025 年 4 月 2 日宣布实施互惠关税政策，标普500指数在两天内跌幅超过 10%，全球其他市场也呈现相似走势。接下来，4 月 9 日特朗普总统突然决定对绝大多数国家暂停征收互惠关税，全球股市又强力反弹。**显然，全球金融市场正面临着近年来前所未有的不确定性。**

这种不确定性源于多重因素：

1. 特朗普政策变革的广度与深度，其政策旨在重塑全球经济与贸易格局；
2. 地缘政治紧张局势：该政策甚至波及其传统盟友；
3. 美国国内通货膨胀上行的风险；
4. 人工智能对基础设施和商业的冲击。

这些风险性质迥异，导致其综合影响难以精准分析。

国际贸易对全球经济及美国经济至关重要。正是有了国际贸易，各国才能发挥各自的比较优势，共同创造更大的整体效益。因此，提高关税将削弱比较优势的利用效率，最终导致资源配置低效。面对史无前例的政策变动与市场波动，普通投资者应如何应对？

- 1. 警惕市场噪音：**当前各方观点矛盾，专家意见亦不统一。历史经验表明，市场混乱时，贸然追逐短期交易往往适得其反。此时更应保持冷静，避免冲动决策；
- 2. 评估个人财务影响：**需审视关税对自身收入、资产与负债的直接影响。需审视关税对自身收入、资产与负债的直接影响。例如，许多外贸加工型的企业，因为关税政策的变动，可能最终面临被迫关闭业务或转型的情况。若你的收入或业务受直接冲击，需重新评估资产负债表、现金流、财务目标及风险承受能力，并据此调整资产配置；
- 3. 优化投资组合：**确保投资组合与目标、财务状况及风险偏好匹配，并重点实现多样化。当前政策不确定性加剧，分散配置于股票、债券、现金等资产类别及美国、欧盟、

日本、中国、新兴市场等地区至关重要。历史证明多样化是降低风险的唯一有效途径，择时或押注单一市场风险极高；

4. 储备应急资金：建议预留至少 6 个月的生活应急储蓄。

未来虽不可预知，但短期波动终将平息。人类、企业、国家与经济在历史冲击中（如 2020 年新冠疫情）已展现强大韧性。我们有理由相信，此次冲击后全球将找到新的平衡，继续推动长期经济增长。

参考资料

1. 晨星.《全球投资者投资组合研究报告》，2022-10
2. 全国社会保障基金理事会社保基金年度报告，2023
3. SPIVA U.S. Year-End-2024，2024
4. 晨星. They Came. They Saw. They Incinerated Half Their Funds' Potential Returns
5. 香港互认基金管理暂行规定，2024-12-20
6. Eugene F.Fama, Kenneth R.French. The Cross-Section of Expected Stock Returns, 1992



法律声明：本报告所有内容系有知有行独立研究，皆以交流分享与投资者教育为目的，仅供参考，不构成任何市场预测、判断，或投资、咨询建议。市场有风险，投资需谨慎。有知有行提示您，投资产品或策略的过往业绩不预示其未来表现，请根据自身情况独立做出判断并自行承担风险。有知有行对本报告所述内容的准确性、可靠性、时效性及完整性不作任何明示或暗示的保证。对依据或使用本报告造成的任何后果，有知有行及/或其关联人员均不承担任何形式的责任。

本报告所述内容仅为报告出具日的观点和判断，并有可能因报告发布日之后的情势或其他因素的变更而不再准确或失效。有知有行有权对本报告不定期修改并发布而无需通知，请以最新版为准。

本报告所有内容的版权均均为有知有行所有，如需转载引用，请事先取得有知有行授权。未经书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式复制、修改、转载、发布或引用其中的全部或部分内容，有知有行保留追究相关法律责任的权利。