大类资产配置变奏曲

交银施罗德 张鸿羽

11月21日到12月5日,短短11个交易日,上证综指涨幅达484.99点,累计成交额4.34万亿元(万得数 据),如此强劲的行情,投资者很多年都没有看到了。市场走到目前的状态,更多专业人士认同这一轮强劲上涨 行情有资金推动的痕迹,市场成交量快速放大打破了之前存量资金博弈的格局。那么,突然"冒"出来的钱来 自于哪里呢?

最初预期海外资金可能通过沪港通进 入A股,实际上沪港通实施后,海外资金 并没有如期涌入,但A股仍不缺钱,看来 这部分资金的来源还要从国内市场来分 析。从深层次而言,大类资产配置的迁移 似乎是更加合理的逻辑基础。

从我国居民目前的大类资产配置结构 来看,银行存款(包括理财产品等)、房 地产以及权益投资(包括基金、股票)是 几个大的品类,而银行存款和房地产投资 是重中之重。从大的产业周期分析, 曾经 高速发展的这两类资产正逐步进入平稳发

首先说银行存款。在宏观经济面临下 行压力的背景下,中国可能已阶段性进入

了降息周期,同时房地产信托等高收益产 品受到严格监管,高收益理财产品的收益 率也面临下行压力,居民在银行的资产配 置——从存款到理财产品的快速扩张面临 拐点。居民在寻求更高收益率的资产配置 品种,一旦股市持续上涨催生财富效应, 就会有大量的居民存款和银行理财产品资 金从银行流出进入资本市场。

在上一个五年计划里,房地产是国民 经济增长的龙头,对GDP的贡献举足轻 重,但房地产投资在经历了多年的高速增 长之后,目前我国人均房屋保有面积已不 低,在边际需求下降的背景下,目前的房 价水平要刺激新一轮的购房高潮似乎很 难,房地产的大周期已走到平稳发展阶

段,曾集聚在房地产行业内的社会资本也 面临寻找新投资机会的问题。

随着国家提出国有企业改革、金融体 制改革、一带一路建设等,资本市场对于 政策红利的反应积极, 改革为大盘蓝筹股 注入了活力, 蓝筹股崛起为巨量资金找到 出路。新经济和信息技术的快速发展,又 为资本市场插上了想象的翅膀, 互联网通 过电商彻底改变了居民衣食住行各个方 面,并释放巨大潜力;而信息技术也为工 业4.0创造了条件。市场对于新技术革命 向来不吝啬于积极的点赞和拥抱, 因此, 可以看到众多触网的上市公司等连创新 高。打破思维禁锢,才能真正认识新经 济,享受时代变革的红利。

银行理财的演变

普益财富 方瑞

当前,银行理财产品已成为原 有银行储户的另一大低风险投资品 种,越来越多的老百姓热衷于"存 款转理财"。数据显示, 2014上半 年末银行理财产品余额达12.65万亿 元, 较2013年末增长23.54%。

在银行理财产品投资的资产 中, 非标准化债权资产的收益率通 常高于债券、货币市场工具等标准 化债权资产, 因此成为提升单款理 财产品或银行理财"资金池"投资 回报的重要利器。不过,8号文对单 家银行理财资金投资非标准化债权 资产设置了两条"红线", 要求任何 时点不得超过理财总规模的35%以 及银行总资产的4%。而理财直接融 资工具这种标准化债权资产成为非 标准化债权资产的有力替代者,其 规模占比从2013年末的0.16%提升 至2014上半年末的0.24%。

未来银行理财产品投资资产 中, 非标准化债权资产和标准化债 权资产的规模占比将继续此消彼 长。但非标准化债权资产是保证理 财产品具备价格竞争力的重要工 具,理财直接融资工具对其替代效 应还不可能大范围提速, 因此2015 年非标准化债权资产的规模占比保 持在15%至20%区间的可能性较大。

一些新的投资主题或投资品种 值得关注。国有资产的改革重组将 带来投资机会。随着国企改革政策 的推进,预计明年国资股的并购重 组之风将会更受关注。随着长期限 净值化理财产品的逐渐增多,银行 理财资金存在参与一些优质国有资 产改革与转型的可能性。但国企改 革进程是风险所在,对于股权投资 来说,能否顺利上市并使投资者顺 利退出是关键。此外,优先股的开 放也会给银行理财产品带来稳定收 益,此类新型资产的风险与收益介 于债券和股票之间。优先股的发行 企业通常为大型上市企业, 股息率 预计普遍在6%至7%之间,这些企 业的违约可能性较低。

不过,5万元的起点使得众多在 此投资门槛之下的客户无法享受银 行理财产品带来的高于存款利率的 收益,而这部分投资者更需要理财 以达到资产的保值和增值。从银行 理财产品的投资起点类型分布来 看,2013年一季度至2014年三季 度,投资起点位于5万至10万元的 理财产品发行数量占比呈逐步上升 态势,从70%左右提升至76%。由 此可见, 低净值客户的理财需求与 高端客户相比更加旺盛。

银行理财产品门槛挡住了大部分 草根投资者,但这一庞大的市场必然 被其它机构所占领。余额宝的问世点 燃了我国互联网理财市场。除了嫁接 货币基金的各种"宝"类产品外, P2P网络借贷也成了近年来的热门投 资品种,但其风险不可低估。

互联网理财的崛起对银行理财 产品有所触动。当前部分银行通过 建立直销银行来打造互联网综合理 财平台,此类平台既提供存款、汇 兑等传统银行业务,也代销基金、 保险、信托等其他金融机构的投资 产品,其中银行系"宝"类产品是 与互联网金融直接竞争的利器。

2014年还出现了草根金融解决 银行理财产品门槛问题的案例。一 些初创型公司利用互联网推出了1元 团购理财产品的平台,这类网站多 采用委托投资的模式来绕开监管政 策,但从本质上看它们依然违背了 "投资门槛不得低于5万元"以及 "首次风险评估须面签"的监管规 定,有打政策擦边球之嫌疑。

金价画圈

本报记者 温济聪

年初国际金价绝地反弹,此后美联储"换帅"、中国大妈被套、 瑞士黄金公投……一连串事件令2014年黄金市场热闹非凡。而国际 现货黄金价格从年初的1200美元/盎司左右历经全年的风霜洗礼后 却再度回到了"原点",让投资者很难"任性"一把。

从惊喜到无奈

冲动是魔鬼

"几乎每天清晨一觉醒来,我都会 第一时间打开黄金看盘软件, 简单瞟 一眼金价; 而每逢周末, 我就成了菜 百等实体黄金卖场的常客,一逛就是

12月6日,在北京菜百商场贺岁 金条销售大厅,刚刚买完贺岁金条的 董济龙告诉《经济日报》记者,"看大 盘与逛金店"是他投资黄金5年以来形 成的习惯。

时间先回到11个月前。今年1月 初,国际现货金价从1200美元/盎司左 右(Wind数据)开始反弹,这让董济 龙再次看到了买入时机。1月中旬,他 以242元/克的成本购买了300克投资 金条,总价值约为7.26万元。

3月20日,在国际金价经历今年 一季度最大一次下跌后, 董济龙决定 将300克金条卖出,出手价格大约是 262元/克。不到两个月时间,他净赚 6000元。今年第二次出手买黄金是在 6月下旬,但这次投资却没有年初那

"中国大妈"苗兰菊(化名)投资

黄金已有四个年头。"四年前买黄金,

也是看到周围的一些朋友们都在买,

我就开始跟风。当时只是觉得钱越来

越不值钱了,又不敢把钱投在股市

里。"苗兰菊说,这几年,除了买金条

外,还投资过纸黄金和黄金ETF。不

过,比较起来还是买金条心里最踏

实。看着今年国际金价如"跳水"般

要是缺少专业知识,对市场也不熟

悉,很容易就不知所措。"苗兰菊举了

个例子,2013年她抢购黄金的一个重

要出发点就是国际金价的长期下跌让

她感觉到"抄底"的时候到了,于是

购买黄金并等待升值,但那时国际黄

金市场上基本面依然是利空的;而一

些抱有观望态度的中国大妈们在看到

左邻右舍购买黄金后,也按捺不住加

在跌宕起伏的黄金市场,投资与

"前些年,我投资黄金很盲目,主

跌落,她还真有点揪心。

入到抢购大军之中。

般顺利。6月20日,受国际地缘 政治问题影响, 国际金价当日大涨 3%。他眼看着黄金大涨心里也痒 痒,随即入手了500克金条,成本约 为264元/克。

只可惜,此次大涨之后,国际金价 不但没有持续上涨,反而开始跌跌不 休。更大的跌幅在10月末凸显:美联 储宣布正式退出量化宽松货币政策,金 价一泻千里,跌至约225元/克,距离 董济龙的成本差价接近40元/克。

在证金贵金属高级研究员沈杨看 来,一季度国际金价虽有一波较为强 势的反弹,但随着美国经济逐步呈现 强势复苏态势, 在此重压下国际金价 持续下跌。虽然年中又出现小幅反 弹,但反弹较为无力,无法改变全年 国际金价整体下挫的颓势。"明年国际 金价持续振荡寻底仍然是大概率事 件,但大幅下挫的概率不大,期间或 有小幅反弹,建议投资者参与反弹时 要保持谨慎适度的理念。"

投机并存。投资基于价值,而投机则

基于价格。业内人士表示,对于黄金

的投资应该是基于长线金价上升而进

行的操作行为,理性的分析与思考尤

长的套牢过程,一些疯狂购金者似乎

又陷入另一个误区,即对黄金敬而远

之。"黄金作为一种投资品有其涨跌周

期,不能因为此前失败的投资经历就

否定黄金投资。从资产保值、分散化

投资等角度来看,黄金仍然具有不可

替代的投资价值。而目前, 黄金价格

已到了具有长线投资价值的阶段。"世

品中的调侃。"在黄金市场,一次盲目

的冲动可能让你刻骨铭心,冷静客观

的良好心态对于投资的成功必不可

少。做任何黄金投资均需'有据可

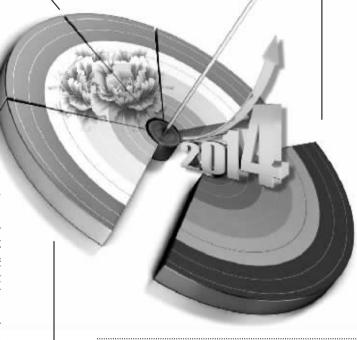
依',需要对黄金市场的前景进行客观

"冲动是魔鬼!"可不只是春晚小

元金行研究员李杉表示。

深入的研判。"沈杨提醒说。

不过, 值得关注的是, 经过了漫



2014年投资市场盘点



明年债市熊会来吗

鹏扬投资 杨爱斌

下来的往往是小牛,甚至可能是熊 市的开始。过去这么多年,这个规 律基本上没有摆脱。今年以来,债 券市场一直在持续上涨,那么,明 年债券市场会不会走熊呢?

对于明年的债券市场,笔者并 不认为在一年大牛市之后,很快变 成熊市, 因为利率水平从大趋势而 言还是振荡下行的过程, 只不过对 比今年, 明年的下行空间要打一个 折扣。

从全球的经济发展情况来分 析,未来全球经济会进入明显的分 化阶段,这种分化不仅体现在发达 经济体和新兴经济体之间, 在发达 经济体和新兴经济体内部也是如 此。由此可能使得各国货币政策出 现分化,可能有的国家加息,而有

一年债券市场大牛市之后,接 的可能要减息。美国经济数据较 步走向高估。 好,美联储明年大概率会加息,那 是不是也意味着中国要加息?目前 中国经济面临下行压力,接下来可 能要降息、降准来刺激经济。

> 目前看,中国央行可能会选择 相对强的汇率政策,在美元走强的背 景下,对整个资产价格和通胀是一个 压制。最近很多人争论,人民币要不 要一次性贬值。从经济角度看, 贬值 对刺激出口和经济的恢复有利, 但笔 者认为,在政策方面,包括一带一路 经济政策的推出,其本质上是想推动 中国过剩的资本向海外输出,相对偏 强一点的汇率政策会让资本输出时获 得更多投资股权。所以,笔者并不认 为人民币对美元会出现明显贬值。那 这就意味着美元走强时,人民币还要 跟着美元走强,就会导致人民币逐

笔者曾做过统计分析,人民币 实际汇率在偏高位置运行时,基本 上会陷入通缩。如果通缩的话,从 理论上分析, 当前还居高不下的实 际利率,还有进一步下行的空间。

对明年的债券市场,还要考虑 其他一些风险因素。目前,最大的 风险因素可能来自于投资政策的选 择,比如可能刺激国内的房地产投 资,也可能重新去做基建,另外, 还要进行对外投资。这就会面对资 金从哪儿来的问题。如果资金的来 源依赖于国内维持比较高的储蓄 率,在储蓄过剩的背景下,对利率 不会有太大压力;如果投资很高, 而储蓄率在下降,同时还要加大海 外投资, 若是直接向市场筹资, 那 么利率下行可能会比想象中要慢。

短期或有机会

陈连权

近日发布的《关于加强企业债 券回购风险管理相关措施的通知》 将给债市带来两个影响,一是与通 知相关债券的价值重估, 二是债券 市场短期将经历去杠杆。

对于第一方面的影响,可以确 定的是,未来城投债券预计将分成 两类,一类的收益率将往高收益品 种靠拢,另一类将往地方政府债券 靠拢。第一类债券的收益率(或利 差)未来可能不会再下行,而第二 类债券的收益率 (或利差) 未来可 能仍然会被再次压缩。因而,应关 注上述价值重估过程对城投债所带 来的分化,回避第一类的风险,且 把握第二类"错杀"的投资机会。 由于公益性较强且行政级别较高的 债券归入地方政府债务的概率较 大,在市场对事件充分反应之后或 许仍可积极关注此类债券。

场内债券质押率变化将直接导 致部分债券投资者的杠杆操作难以 为继,由此可能引发一轮债市的去 杠杆行为。

一方面,此次降杠杆所带来的 流动性冲击可能在短期内直接冲击 债券市场,部分机构与部分债券的 降杠杆可能会直接导致市场以及各 个债券品种收益率的普遍上升,转 债、国债、金融债、信用债,按其 流动性排序都可能被波及; 但另一 方面,此次市场可能会同时表现出 非理性的一面,从而带来冲击之后 的投资机会。尽管在特殊的时点

(比如熊市或季节性敏感期),质 押率等技术性扰动造成的影响看似 不可低估,但事后都会被重新拉回 由本质要素驱动的利率轨道上来。 以当下的环境考虑,尽管利率有调 整需求,但可能还没有到全面转熊 的时候,在市场的非理性宣泄之 后可能会存在市场错杀的再投资 机会。

展望2015年,利率短期有调整 需求,调整之后有下行动力。质押率 变化可能进一步加快调整的步伐和幅 度,但预计不应成为债券马上全面转 熊的本质要素。

因而,建议短期宜先避其锋 芒,但可能也可以在市场非理性宣泄 之后随时趁势捡"宝"。

