

# 信托产品销售火爆 大资金资产配置多元化

□本报记者 刘夏村



CFP图片

## 债市等待催化剂

□本报记者 张勤峰

突如其来的汇市波动及流动性收缩，令初秋时节的债券市场重新陷入彷徨。分析人士指出，在流动性暂时收紧的当下，适度降杠杆、回避流动性冲击不失为明智之举，但风险偏好系统性下降推动大类资产重配的逻辑依然成立，在经济复苏势头不稳、货币偏松取向不改的宏观背景下，利率下行的机会大于上行，若短期流动性冲击引发利率超调，则是买入机会。

### 盛夏狂欢暂时收场

7月，盛夏时节，债市上演王者归来。债市利率下行行情贯穿整个7月，十年期国债由3.6%左右回落到3.4%附近，十年期国开债最低降至3.90%左右，回落幅度均约20基点。信用债行情异常火爆，从交易所到银行间，从一级新债到二级现券，从短端到中长端，从高评级到低评级，最后演变成覆盖信用债纯债市场全品种全期限全评级的集体狂欢。

从收益率曲线上看，7月银行间市场短融中票、企业债等公司信用类债券收益率普遍下行30—40基点；与历史数据比较，银行间信用债利率纷纷降至2012年牛市的低点甚至更低水平。与以往银行间债券主导行情的格局不同的是，场内信用债是这波行情的主力军，交易所公司债收益率普遍下行40—50基点，据中证收益率曲线，各等级各期限收益率均降至有数据纪录以来的最低值。由于降幅普遍超过基准债券，7月行情中信用债绝对收益率与信用利差双双下滑，利差水平纷纷降到历史四分之一分位数以下。

在债市盛夏狂欢的背后，需求的边际改善是直接原因，而股市行情出现剧烈波动，引发大类资产的再配置则是核心逻辑。6、7月份，A股市场出现剧烈动荡，在风险偏好系统性下降的背景下，居民资金大量回流理财、偏债基金等机构，面对需求增多而IPO暂停、权益降杠杆导致的权益市场高收益类固收资产缺失的情况，理财等机构存在很大的欠配压力，债券市场成为欠配资金主要的出路。由此，在供给居高不下的同时，债市需求端的显著改善打破了供需弱勢平衡，自然而然地造就了一波行情。分析人士指出，信用债因具备相对收益优势，尤其是场内公司债等享有质押融资的便利性，因此成为资金趋之若鹜的对象。

然而，在债券收益率降至较低水平，特别是信用利差显著收窄后，收益率下行开始出现犹豫。初秋时节，突如其来的汇市波动及流动性收缩，进一步令债市陷入震荡。数据显示，8月份中旬以来，银行间债市出现结构性调整，短端1年期等品种利率上行较多，中长期期限则持续震荡。总体上，收益率不上不下，债市行情重归乏味。

### 流动性担忧加剧行情波动

业内人士指出，近期债市转为震荡甚至略有调整的原因，一是利率已经较低，特别是信用利差降至历史较低水平后，行情继续深入愈发依赖基础债券收益率的突破下行。但5月份以来利率债一直表现得很谨慎，高供给冲击和经济改善预期令十年期国债、国开债一直难以突破前期低点。在利率市场没有太大表现的情况下，信用利差持续压缩逐渐与企业信用基本面背离，超调的风险在不断积累。

从一级市场来看，7月以来，公司债发行异常火爆，甚至出现一券难求的状况，近期已有多只5年期公司债票面利率定在4%以下。有甚者如，8月11日发行的主体AA+的“3+2年”期“15闽高速”，前三年票面利率定在3.53%，只比8月7日发行的AAA等级的辽宁25年期地方债高5基点，比肩同期限的国开行政策性金融债。二级市场上，前期中高等级的牛市已经全面蔓延至低等级，就连一些“问题债”也出现了大幅度上涨，如主体A+的11蒙蒙伦净价已从7月初最低时64元涨至80元以上。需要注意的是，今年经济下行背景下，信用风险事件不断，信用基本面改善并不明显，局部仍在恶化，信用利差收缩注定难以持续，近期无底线的行情隐藏纠偏风险，由此造就了机构兑现获利的动力。

二是，近期流动性收紧。前期流动性持续宽裕，令债市套息交易模式盛行，信用债加杠杆操作即赚了票息又收获资本利得，很受欢迎。但近期流动性转紧，资金成本上涨令套息交易难以为继，甚至倒逼债市机构降杠杆。

业内认为，近期流动性收紧，主要由于资金供给的收缩，直接表现为大行融出短期资金的意愿下降。根本原因则是资金流出，导致新增外汇占款减少，而央行主动性投放尚未做到完全对冲。数据显示，7月央行口径和金融机构口径的外汇占款均大幅下滑，降幅双双创单月历史纪录，在当月贸易盈余不低的情况下，折射出短期资金流出的压力。8月中旬，人民币汇率出现一次性快速调整，短期人民币贬值预期上升则令流动性预期更趋谨慎。

### 债市机会大于风险

资产重配和流动性波动仍将是左右债市中短期行情的两条主要逻辑。

有债券交易人士表示，短期来看，流动性偏紧现状和悲观的预期，加剧了利率波动，在债券收益较低、存在获利兑现压力的情况下，适度降杠杆、回避流动性冲击不失为明智之举。不过，很多机构仍认为，流动性短期收紧的状况不可持续。国信证券报告指出，不必过于担心由于供给约束造成的流动性收缩，因为货币政策必然也会进行对冲。该机构认为，只有需求拉动的流动性收缩才可怕，但目前信用需求不振，显然不成威胁。

从更长时间来看，债市收益率仍有向下空间。研究机构指出，随着PMI等经济景气指标出现连续甚至超预期下滑，市场对于经济企稳预期在转淡，对于经济出现超调的担忧则在上升。与此同时，工业品价格持续通缩，剔除猪肉扰动的消费品也存在通缩迹象，导致与经济基本面相对应的实际利率水平仍然偏高，这就决定了利率水平存在继续下行的空间。中金公司就表示，在通缩预期增强的环境中，预计国内货币政策仍会继续加大放松力度，而且重心以引导实际利率下降为主，债券类资产仍将在这个过程中受益。有交易员指出，若在资产重配与货币政策双重推动下，理财收益率继续明显下行，终将助推利率债收益率实现突破下行，从而为债市整体收益率提供继续下行的空间。

正如兴业证券所说，当前及今后一段时间，中长端利率上升的空间有限，下行仍然具有想象空间，债市在方向上仍值得看好，只是需要时间和催化剂。

近日，连续两笔合计19亿元的集合信托罕见大买单“面世”，再次印证了类固收信托产品的火爆。实际上，长期以来，高净值客户与机构是信托产品最重要的投资者，如今随着A股持续震荡，类固收信托产品销售显现久违的火爆，而阳光私募产品面临严峻的发行和赎回形势，显示机构及大户资金参与股市程度有所下降。

在业内人士看来，这或是短期现象。从长期来看，类固收信托产品收益率将下行，从而降低对投资者的吸引力。尤其对于银行来说，高收益率的非标资产难觅，寻找替代性的高收益率资产显得尤为迫切，而权益类资产则是一个理想选择。

## 巨量买单

作为一种高收益的类固收产品，传统集合信托计划现在到底有多火？

近日，新时代信托接到一笔高达10亿元的集合信托买单。这一消息随即在信托行业内掀起波澜。知情人士透露，这笔钱来自某金融机构，投向一款固定收益的资金池信托产品。在众多业内人士看来，单笔资金规模超过10亿元的买单实属罕见。

几天之后，又有一笔9亿元的大买单“花落”四川信托。中国证券报记者了解到，此笔买单来自某银行同业资金，投向一款两年期的房地产信托计划，预期年化收益率为8.8%。知情人士透露，这款信托计划并非具有通道业务属性的银行定制产品。

在金融机构大买单连续出现的同时，一些高净值客户更是“蜂拥而上”，使得传统集合信托计划销售出现久违的“火爆”。某信托公司销售人士说：“我们的产品最近一直被客户抢购，特别是收益率在10%以上的产品，差不多一天就被抢完了。”实际

## 受到青睐

成也萧何败也萧何，股市的阴晴在某种程度上决定了类固收信托的销售状况。事实上，在一些业内人士看来，目前类固收信托产品火爆的一个重要原因，就是A股行情急转直下，持续震荡，市场资金开始向固收领域转移。

银行作为推动此轮牛市的重要资金来源，目前进入A股的途径已大不如前。此前，万亿银行资金通过伞形资管产品、单一账户结构化资管产品等渠道，以优先级的形式进入二级市场 and 一级半市场。然而，监管层清理场外配资业务使得伞形信托业务停滞。某伞形信托业务人士说，就其公司而言，不仅暂停新开子单元业务，即便是存续业务也只是高峰时期的50%，而且有补仓能力的客户更是少数，目前大多数子单元仍在被减仓、平仓。另据两家大型股份制银行人士称，目前即便是单一账户的结构化业务，不少券商仍然严卡不准连接外部系统，使得这类业务展业也存在不少困难。此外，IPO暂停使得大量参与打新的银行资金不得不重新寻觅新的资产。前述股份制银行人士称，在资金面宽松的背景下，大量银行资金需要寻找投资标的，在目前股市参与难度增大的背景下，固收产品甚至是信托一类的非标资产开始受到青睐。

一些高净值客户撤离股市也是不争的事实。

## 能火多久

目前，具有类固定收益属性的信托产品主要包括房地产信托、基建信托、工商企业信托等几类。多家信托公司人士反馈，目前基建信托尤其是政信合作产品销售最为火爆。所谓政信合作信托，即信托公司与各级政府或其设立的投融资平台公司合作开展的信托投融资业务，主要集中在基础设施、民生工程、城市建设等领域，主要还款来源是地方财政收入、上级政府划拨收入、土地销售收入、政府偿债基金、政府回购等政府信用。

市场形势的快速变化已经开始影响到信托公司的业务布局。近日，某信托公司人士透露，去年以来公司大力发展证券业务，但如今A股持续震荡证券业务亦随之萧条，而政信业务却开始升温，因此公司决定开展此前颇为排斥的政信业务。

不过，即便是开展类固收业务，信托公司亦面临不小困难，其中最显著的是信托公司展业的利差在缩小。多位信托公司业务人士表示，目前政府融资的成本已经大大降低，而信托的资金成本未有明显下降，使得信托公司从中获取的利差大大减少。实际上，这种利差是信托公司一项颇为重要的收入来源，利差的减小必然导致信托公司展业

## 银行理财资金加强避险

□本报记者 高改芳

目前理财资金开始主动规避股市，降低理财资金对券商资管等产品的配资比例，降低股权质押融资的折扣率等，对定向增发产品也是慎之又慎。同时，投资者的信心也已经受到股市震荡的打击，对涉及股市的理财产品也是“敬而远之”。

### 银行资金远离股市

在浦发银行2015年上半年业绩说明会现场，浦发银行金融市场业务总监谢伟介绍，今年6月股市剧烈调整以来，浦发银行对涉及股市的理财产品做了统计梳理，目前没有一笔理财资金出现风险。7月初，浦发已经对一些涉及股市的理财产品叫停，对配资比例做了调整。目前浦发理财产品的规模大约为1.3万亿左右，涉及股市的只占很小比例。

另一家股份制银行相关人士介绍，银行非常清楚自身的强项在于对信用风险的管控，而并不擅长股票投资，所以，尽管银行会在股市表现良好的时候允许部分理财资金进入股市，但那一定不会是主流。尤其是在股市已经出现大幅调整的时候，银行资金当然更要主动避险。“银行对非标资产的热爱是天然的。”该人士称，所谓非标资产很多时候是指房地产、政府融资平台等股权投资。

像中国平安这样的金融集团也对权益类投资保持警惕。中国平安首席投资官陈德贤介绍，过去几年平安的投资都是以固定收益类资产为主，特别是今年上半年，利息收入的占比比较高。下半年也仍旧会坚持这个策略。在权益类投资方面，上半年平安已经对收益选择了“落袋为安”，实现盈利为378亿元。

银行界人士向中国证券报记者透露，从6月末到7月，总行层面布置各分行和总行营业部，对股权质押授信情况进行风险排查。表内、表外授信，流通股和限售流通股等都要查。质押率、警戒线、补仓线、追加担保措施都要上报得很细。该人士称，存量贷款排查后，估计会对前期质押率过高的要求补缴保证金，补设或提高警戒线、补仓线。

### 投资者信心受挫

除了银行等金融机构目前对股市态度谨慎，众多投资者也对股市持观望态度。

交通银行金融研究中心8月初发布的《交银中国财富景气指数报告》看，在股市大幅震荡、物价上涨、房地产市场回暖等因素的综合影响下，7月交银中国财富景气指数重挫，小康家庭财富严重缩水，为指数建立以来所罕见。

《报告》指出，自6月中旬开始，股市持续大幅下跌，上证指数短期降幅超过1500点。尽管国家频频出手救市，但投资者信心遭受沉重打击，资本市场非常脆弱。7月股市反弹并未弥补小康家庭前期的投资亏损。从各类投资产品的投资收益指数来看，受股市影响，绝大多数金融产品的投资收益均出现大幅下滑。其中，股票、基金类产品的投资收益指数跌幅最大，其次是宝类理财产品的投资收益指数，已跌至不景气区间。

7月，从流动资产投资意愿看，银行理财产品仍是小康家庭最青睐的投资品种。由于股市震荡，小康家庭对股票投资意愿较上期（即6月份）骤然下降33个百分点，持有率从75%下降至72%。同时，小康家庭对期货和基金的投资意愿也随之下滑，下滑幅度均为13个百分点。值得一提的是，国内投资环境动荡和美国加息预期的增强使得一些小康家庭开始将目光投向海外市场的投资产品，本期小康家庭境外资产投资意愿逆势大幅上升15个百分点。

“和股市相关的理财产品现在不好卖。银行自然会降低这部分理财产品的发行量。”某大型国有银行客户经理告诉中国证券报记者。