

赚钱效应不再 资金持币观望

“资产配置荒”：高收益神话成追忆

□本报记者 王姣

“资产配置荒”俨然成为资本市场近期最受关注的热词。

此时此刻，股市的动荡还在持续，债券收益率明显下行，大宗商品仍处漫漫熊途，新一轮新兴市场货币贬值潮再起，数以万亿计的资金似乎无处可去，以致“现金为王”成为不得已的最佳投资策略。

“资本配置荒应该理解为，稳赚高收益的时期正在成为过去。这种不确定的增加，一方面体现为A股牛市暴跌后又进入了大幅波动时期，投资风险增加；另一方面体现在固定收益类产品风险提升，投资者需要在风险和收益间抉择，这种抉择令人感到左右为难，无所适从，产生‘无处可投’的‘荒’的感受。”有业内人士在接受中国证券记者采访时表示。

据悉，目前大量的资金在寻求资产配置，而当前符合预期回报的资产较为稀少，机构寻找资产成为当前难点。如中金公司所言，市场的矛盾开始变为，资产回报预期仍高，但高收益资产却在大幅收缩之间的矛盾。

分析人士指出，金融资产的供给离不开旺盛的融资需求，而在经济增速下行的当下，整体投资需求较弱，股权投资和债权投资均呈现风险溢价过于低廉的状态，在经济结构转型、传统部门信用融资需求不断下降的过程中，“资产稀缺”的烦恼可能会持续很久。目前来看，持有现货和防守性资产仍将较为关键。



IC图片

股灾之后 资产重配推动债市走牛

A股6月中旬以来出现的连续大幅调整，大量资金持续逃离。融资融券余额由22730.35亿元的历史高点急剧下行至上周末触及的年内低点9356.03亿元，上证综指成交金额从6月初的9300亿元下降至2100亿元，股市交易量大幅下降。

与之相对应的是，伴随着风险偏好大幅降低，资金持续从股市回流债市，引发债券市场的火爆行情。海通证券指出，8月股市再度暴跌，避险情绪+货币宽松再启的背景下，理财横扫债市，推动需求。8月广义基金债券总体持仓量显著增加2025亿元，8月券商持债量增加217亿元。

市场人士指出，大类资产重配是7月以来推动债市牛市行情的一条主要逻辑，即A股市场出现明显调整和剧烈波动，配合弱势经济基本面，打压市场风险偏好，加上IPO暂停、场内外融资业务萎缩，无处安放的资金大量回流固收类资产。

据悉，债券市场的存量托管规模在8月底已经超过4200亿元，年同比增速高达25%，这一水平是整体社会融资总量的增幅的近两倍。以公司债为例，据Wind数据，今年前8个月，上海证券交易所公司债共计发行514只，发行总规模约为2762.5亿元。相比去年同期的328只829.2亿元的规模，在发行只数上增加了56.7%，而规模上更是大涨233.2%。仅8月份，公司债发行量就达到112只，共1040.2亿元。

混沌天成期货研究员季成翔告诉记者，股灾发生以来，从资产轮动角度来看，资金部分流入了商品和债券市场。就债券市场而言，更多资金主要集中在信用债、企业债和金融债上面，这情况在7月底股市企稳后更加突出，整体感觉市场风险偏好有所下降。而在8月上旬央行改革汇率形成机制之后，资金部分换成美元流出银行体系。

债券收益下滑 “资产荒”来临

“近期债市出现了震荡和波动的局面，跟投资者聊下来，普遍的感觉是，当下的债券收益率实在是太低，根本下不去手，大家都在等市场调整。”兴业证券分析师表示，随着资金的不断涌入，加上宏观因素的配合，许多债券的收益率已经创下新低，但3个月的理财收益率当下仍然在4.7%的位置，委外资金的收益率普遍在5%以上，这使得投资者非常的困扰，因为成本和资产收益率的倒挂，使得投资者必须要通过加杠杆来获取更高的收益，但汇率的不确定性又给流动性带来波动。

纵观过去3个月，由于股灾引发各个市场大幅度波动，不管是从实体经济还是资本市场的赚钱效应均不明显，资本的回报率出现了明显的下行，随着融资需求的下降，以及货币端的持续宽松，金融资产的稀缺性正在不断显现。整个市场高收益产品难觅，众多机构开始提及“资产为王”、“缺资产”或“资产荒”，并普遍保持着一个低仓位，二级市场成交量大为减弱。

“最近，收到了来自银行、理财、券商资管、基金公司包括散户大妈们等各类投资者抱怨，您说钱该往哪投啊？最近股市波动太大，债市

绝对收益率这么低，PPP还不规范，大多数二三线城市不敢碰，而一线城市房地产房价收入比太高、租售比太低似乎也不靠谱，您说钱该放哪呢？对此，我只能说，欢迎步入‘资产配置荒’时代。”民生证券研究院执行院长、首席宏观研究员管清在最新研报中表示。

国信证券近日在固定收益市场路演时也发现，以基金、保险、券商资管、银行类的机构，当前普遍反映资金流入组合的压力加大，而寻找合适资产的难度加大。伴随着股票配资活动的停止以及IPO的暂停，大量资金流入了公募类或专户类组合中，其中前期专注于IPO打新的资金当前多数停留在货币现金类组合中。大量的资金在寻求资产配置，而当前符合预期回报的资产较为稀少，机构寻找资产成为当前难点。

方正中期期货宏观与股指研究员相阳告诉记者，经过数次暴跌后，当前股票市场情绪不可谓不紧张，风险承受能力较低的投资者已纷纷逃离股市，而来自监管层的不确定性又加剧了市场的恐慌情绪，投资者分散风险的意愿十分强烈。而在基本面没有出现好转迹象的前提下，需求端承压使得大宗商品市场始终在底部徘徊，难见趋

股债期汇 避险资产仍为首选

担忧降温，机构缺乏资产配置渠道并未发生改变，具有较高安全性和较低波动率的债券资产仍将是大类资产配置的首选。

“近期信用债供给持续放量，且伴随着发行利率地不断下移。表明在实际利率回落且已为负值的背景下，加上信用违约风险可控性的上升，配置资金对信用债的需求旺盛，供给压力不足为虑。”张静静认为，债券牛市逻辑还在，而未来半年内债市的风险或在于股市是否调整到位重现反弹。她预计，明年一季度股票市场可能重新回暖，毕竟这意味着多数股票已经到了白菜价，即使只靠分红也能跑过很多理财产品了。

光大期货研究员钟美燕也告诉记者，从美林时钟来看，在“滞涨”阶段，持有现货和防守性资产是较为关键的。一方面股市处于熊市结构，缺乏较好的投资效果，对于对冲资金来说，又缺乏合适的做空工具。而期债目前的市场流动性有限，从长期配置的角度来说，债券确实是较好的投资标的，但对于市场资金投资分流效果有限。其次较好的投资标的是一线城市的房地产项目，

势性行情，缺乏对资金的吸引程度。而美元的持续走强和人民币上调中间价使得部分投资者存在人民币贬值预期，换汇意愿较强。

对于资产配置荒出现的深层次原因，中金公司分析员张继强认为，股市衍生资产收缩引发的再配置是主线（没想到连量化产品都躺着中枪），金融资产供给的快速收缩甚至消亡是“缺资产”的主因。“股灾之后，我们迎来近年来第一次真正的‘缺资产’。市场的矛盾开始变为，资产回报预期仍高，但高收益资产却在大幅收缩之间的矛盾。”

相阳同时指出，传导机制的不畅通一直是影响我国金融市场低效的重要原因，这就导致了很多货币政策落实时并不及预期。而财政政策更多的是创造需求，在刚性的需求和扭曲的利率定价共同作用下，资金往往可以获得丰厚的回报，所以资本配置的问题一直没有显现出来。但在经济转型的今天，经济下行压力较大，需求端呈现逐渐下行的趋势，股权投资和债权投资均呈现风险溢价过于低廉的状态。另外，金融产品的匮乏和流动机制的僵化也是资本配置难的一个重要原因。

从资本回报比角度来说是较为乐观的，这也配合了前期的房地产限购相关政策的放松。

相阳则认为，经过大幅度的估值修正后，股指正逐渐靠近合理的估值区间，这是十分积极的。此外，“闪电熊”将大量的低风险资金逐出市场，配合债市的逐渐回温，这将有助于债牛再起，进而进一步压低长端利率，这将更有助于实体经济的企稳，反哺股市。但这需要较长时间的传导，短期来看，美元无疑是最好的避险品种。而在经历长时间的蛰伏后，商品市场蠢蠢欲动，加之原油有回升之势，四季度可以关注大宗商品的反弹机会。

“所谓的‘资产配置荒’其实是一种投资机会。”银河期货研究员胡明哲表示，目前虽然中长期债券市场最佳的布局时间已经过去，但是只要政府坚守7%的GDP增长底线，中长期债券市场的慢牛格局就仍会持续。建议投资者在资产配置上重债轻股，债是指中长期债券，股最好是通过港股通购入红筹股或其他高股息的类债股。

高端访谈

景川：部分资金转战商品及债市

□本报记者 王姣

“股灾之后一系列的限制措施使得资金在一些例如趋势以及对冲套利方面的交易模式受到影响，资金渐渐转向商品及债市，同时一些资金通过各种方式接入境外以及内外对冲，这些品种的持仓快速放大也印证了这一点。”中大期货有限公司副总经理景川昨日在接受中国证券记者采访时表示，在资产重新配置过程中，一些资金更多地转向债券、商品、美元及内外市场的对冲套利等。

中国证券报：当前投资者的资产配置呈现出哪些特点？

景川：作为一个储蓄大国，我们身边持币观望者大有人在。一方面是由于保障体系的不健全，促使人们通过储蓄或者保值储蓄的方式实现保障的补充；另一方面，由于中国的投资渠道相对匮乏，人们持币的比例也相对较高。

股灾过后，从股市退出来的投资者也同样出现持币观望的迷茫。楼市不景气、股市趋弱、产能过剩背景下实体投资意愿减弱等令持币者不断增多。但同时，出于保值增值的考虑，储蓄之外，人们更多愿意选择一些可以增值但风险相对偏小的投资作为资产配置。银行的刚性兑付始终吸引着投资者的眼球，因此收益偏高的银行理财产品通常是以抢购的方式实现，而券商资管自从发生股灾之后，其产品的购买热情明显降低。

从全球视野来看，在当今全球经济差异化运行的环境中，利差以及汇差方面的产品成为人们的重点选择。2008年全球金融危机时，全球各国政府采取了高度一致的行动，就是释放流动性来刺激消费、置换有毒资产。经过几年之后，各国经济明显呈现差异化，以美国为首的经济体在经过充分的资源有效配置后，已经进入了经济的复苏期；而欧洲则由于政府债务危机的爆发，其经济仍然疲弱；日本试图通过大规模发行货币的方式促进出口拉动经济，然持续性仍然不确定；中国方面产能过剩依旧是拖累经济的主要因素，经济呈现逆周期特征。总体而言，全球经济的差异化导致一些国家开始进入OT时代，而一些国家处于两难境地，另一些国家依旧处于OE时代。如此就导致了各国货币政策差异背景下的利率汇率的差异，也就为汇差、利差产品获取收益提供了条件，因此这类产品将会持续受到追捧。

当然，“中国大妈”的理财方式是典型的权益类理财，作为资产配置的一部分无可厚非，但通常这种追逐趋势的理财方式需要有一定的专业能力，因此“中国大妈”在经历多次挫折后也有所收敛，黄金也好、股市也罢，自然只能是分散投资的一部分，而高风险的配置才是投资理财的重要之选。

中国证券报：从宏观视角来看，您是否认可当前市场出现“资产配置荒”？造成这种局面的深层次原因是什么？

景川：宏观上看，全球经济的差异化为资产的全球配置提供了条件，同时由于中国经济处于增长回落期，实业投资减弱也是在所难免，资金更多地转向金融资产配置。本轮股市的牛市是在经济增速回落、房地产不景气的背景下产生的，大量的资金是从房地产以及实业投资退出而进入股市的，加上高杠杆，



景川：中大期货有限公司副总经理。景川逐波交易模式创建人；各主流网站均设有固定专栏；新华社、路透通讯社、国际文传通讯社以及国内主要咨询平台联络员；大连财经、财富天下电视台以及中央电视台期货频道栏目常年嘉宾。

在股灾发生时出现了前所未有的惨烈。

而随着股市的转弱，资金有所撤离，因此出现了所谓的“资产配置荒”。但是站在全球宏观视野上看，所谓的“资产配置荒”是不存在的，资产配置更多地转向外汇、国债以及内外市场的对冲套利以及创新型互联网行业中。

股灾之后一系列的限制措施使得资金在一些例如趋势以及对冲套利方面的交易模式受到影响，资金渐渐转向商品及债市，同时一些资金通过各种方式接入境外以及内外对冲，这些品种的持仓快速放大也印证了这一点，但显然这些投资在杠杆运用上没有前期在股市与期指上异常运用的情况。一方面，期指的限制使得期现对冲交易模式中期指交易转向了例如A50的使用上；另一方面，由于利差的存在，内外对冲交易吸引资金介入内外商品的套利与贸易上。而中国的降息周期也在一定程度上吸引了资金进入债市进行投资。随着对冲产品的逐渐到期，这种状况将得到持续。

中国证券报：对于当前该如何进行资产配置，您有什么好的建议？

景川：当前在去杠杆的背景下，市场的波动将渐渐恢复本源，资产配置也将从前期的高度集中甚至于超额集中于股市转向资产配置的更加多元、更加合理。个人认为，去年以来的市场波动从未出现所谓的“慢牛行情”，且本轮疯牛行情已经结束。未来即使再次上涨也是新一轮牛市了，但市场会趋于理性，节奏也将趋于正常。因此在股市上的投资恢复正常的操作即可。同时，由于目前处于清晰的减息周期当中，国债的投资自然是很好的选择。

在美国经济步入复苏期之后，尤其是FED从OE转向OT的情况下，美元资产受到追捧是难以避免的，在这个周期当中，投资美元应该是市场的选择。黄金作为以美元计价的商品，自然在投资上难以与美元媲美。目前来看，这个周期还在持续当中。

业内呼吁利率市场化 国债期货活跃度待提升

□本报记者 王姣

伴随着资金风险偏好下降，固收类资产的避险价值重新引起关注，自7月初开始，国债期货同样启动了一波强势行情。中国证券报记者据文华财经数据统计显示，7月至8月的两个月间，五债加权指数从96.355反弹至99.005，区间涨幅高达2.73%，十债加权的区间涨幅亦超过2%。

然而从量仓方面来看，国债期货的活跃度仍然有待提高。自今年5月以来，五年期国债期货持仓量一路下滑，截至9月18日收盘，其持仓量为15142手，较高峰时的46728手减少近七成；当成交量为12435手，较高峰时的28115手减少逾五成。与此同时，五年期国债期货持仓量和成交量最新报16503手和5018手。

混沌天成期货研究员季成翔告诉记者，国债上市以来不活跃的主要原因有三点：一是上市以来始终没有接纳开放对银行保险的准入。当然这里有制度原因也有部门利益的原因，但是作为最大的参与者银行不进入，国债活跃度提升是有限度的。二是国债本身并不令人熟悉，许多投资者除非做大规模资产配置，否则对国债的理解力可能不高，不好把握国债市场运行规律，也因此降低了国债的吸引力。更何况2014年下半年至今年上半年股票牛市，国债市场萎靡等原因为也导致了国债市场人气低迷。三是在一些交易制度方面仍有限制，比如有价证券充抵保

证金等制度没有完全正式实施，保证金优惠是否能进一步提高等。

银河期货研究员胡明哲同时表示，国债期货上市以来，成交的确很不活跃。一方面是由于银行和保险公司这两大国债现货持有主力仍未被允许参与国债期货交易，造成套期保值需求不足；另一方面是由于投资者对于国债现货价格是如何变动的都难以理解，更不要说国债期货投资者教育的推进了。

“中国投资者目前存在两大极端，一是将股票市场当成投机市场而不是价值投资市场，全民参与投机，二是将国债当成银行存款，排队申购国债后持有到期，对于市场利率变动毫不敏感。”胡明哲说。

北京新工场投资顾问有限公司首席宏观策略研究员张静静表示，由于国债期货的交易逻辑更为专业和复杂，因此市场参与者主要是机构，个人参与度较低。而对于机构而言，参与国债期货多数是为了对冲现货风险，单纯投机的比重又比较低，因此交投难以活跃。建议降低国债期货合约价值，或者推出迷你型国债期货以吸引个人投资者的参与。

对于如何进一步完善国债期货市场，季成翔认为最主要的就是吸引更多投资者进入，最主要的是银行和保险。“只有当利率市场化完成，国债才有真正实现凤凰涅槃的可能。也只有让市场大机构有配置国债现货的动力，才有投机的力量去活跃国债期货市场。除制度方面的完善外，更需要耐心等待改革成果。”