

# 低风险高收益神话难续 绝对收益资产“啃”荒路在何方

□本报记者 周文静 黄丽

新的一年来临，无论是机构还是散户，都要开始着手为未来这一年的资产配置进行谋篇布局。然而，从去年开始，众多投资者已经意识到“资产配置荒”这个现实。部分机构认为，事实上，“资产荒”并非是没有资产，而是缺乏高收益低风险的绝对收益资产。

从2015年的情况来看，公募基金的绝对收益产品中，原本享受制度红利的打新基金料难以为继，而量化对冲产品目前也受政策限制难施拳脚，唯有保本基金迅速崛起；部分资金转移至万能险、投连险等保险产品，然而专业人士认为其风险并不低；银行理财收益也持续下行，大量理财资金苦于寻觅合适的投向；与此同时，信托产品收益率也出现下行趋势。根据机构测算，2016年绝对收益资产的配置压力将更大。

## 绝对收益基金流动性趋降

过去一年市场跌宕起伏，监管层政策频出，对于公募基金而言，做绝对收益的难度正在加大。

自2014年6月至2015年6月，打新基金盛极一时，成为公募基金做绝对收益的利器。由于打新的无风险高收益特性加上公募基金得天独厚的政策红利，根据民生证券测算，打新基金规模一度膨胀至1.5万亿元。凭借打新基金，多家基金公司规模迅速上升扭转排名，很大程度上是因为银行、保险等规模较大的机构资金必须依赖公募基金，此前的制度对公募类基金投资新股存在红利因素，公募基金和社保基金等A类投资者中签率是平均中签率的1.5倍到3倍。但好景不长，2015年年底，在宣布IPO重启的同时，监管部门宣布取消新股申购预缴款制度，市场普遍预计，打新新规下，一二级市场价差将进一步缩小，新股制度性红利将摊薄并普惠化。根据部分公募基金推算，未来纯打新年化收益在2%-3%左右。随着新年到来，纯打新基金正式退出历史舞台。

在IPO暂停期间，一些基金公司开始将目光转向量化对冲，以期通过对冲大盘风险并利用选股优势获取绝对收益。Wind数据统计显示，截至2015年12月31日，全市场共有14只量化对冲产品（A/C合并计算），其中8只均成立于2015年。成立于2015年

## 理财险并非真“保险”

10月基本稳定在6%上下。

机构人士分析，能否获得预期收益取决于险企的最终实际投资运作情况，这意味着投资者所购买的万能险产品最终收益有可能达不到预期收益。尽管从目前来看，上述中小险企的产品都达到收益，但能否持续还得看险企的投资能力。产品销售端保险公司的保费迅猛增长，而在投资端，优质资产难觅，最初预计的收益很有可能不达标，这也解释为何近期险资频频举牌二级市场。

“我们公司有一款只在网上销售的万能险近期几个月的结算利率都达到5.3%以上。”中国人寿工作人员介绍。据不完全统计，目前以富德生命人寿、前海人寿在内的中小险企万能险近期结算收益在7%左右。而平安、中国人寿在内的大型险企万能险结算收益在4%-5.5%之间。业内人士称，目前有一些中小险企高速发展之时为保资金的持续流入以及信誉度，即使在预期收益率不达标时，可能会动用自有资金去弥补投保人。所以投保人在购买理财产品时，需要谨慎，要对产品所在公司的投资能力有所了解，否则，目前短暂的较高收益并不可持续且隐藏着更大的风险。

相对于银行理财五万元的门槛，保险理财的门槛较低，大型险企一般5000元起投，一些中小保险则千元起投，不少保险公司为扩大网上销售，推出一元起购的产品。“但通过购买保险理财需要初始费用，以万能险为例，业内一般是千分之八收取初始费

用。同时还有较长的投保期，如果未到期退保，投保人还需要付退保费。以某公司推出一款五年期的万能险为例，一年内退保的话，需要5%的费用，两年内退保则收取费用4%，三年内退保收取3%费用，这意味着你退保获得的收益还不一定能覆盖支出的费用。”上述保险理财经理分析，因而并不建议小额且流动性不足的客户购买。

投连险方面，国金证券统计显示，纵向来看，尽管市场6-8月大幅下挫，投连险今年以来依然整体取得了18.22%绝对收益。分类型看，偏股类-除指数型跟随市场走势，收益率波动较大，累计收益率29.41%；偏债类累计收益率8.56%。虽然今年1-11月，各类账户均跑输三大指数，不过股票账户以31.98%的收益率拔得头筹，混合偏股型、灵活配置型次之，混合偏债型再下一档次，债券型、股票-指数量型、货币型累计收益率不及10%。

业内人士表示，分红险、投连险各类型繁多，收益也各异，加之保险产品周期较长，变现能力差。每家险企的投资能力不一样，以投连险为例，除挂钩指数类的被动管理型产品外，主要以主动管理型产品为主，这对险企的投资能力要求较高。投保人在购买的时候需要了解险企的投资能力。此外，除了风险自担外，投连险的收费项目包括有初始费用、风险保费、资产管理费以及退保费用和部分领取费用。一些投连险还可能收取账户转换费用、保单管理费和买入卖出差价等。

## 隐形刚兑产品收益持续下行

数据显示，2015年1-11月，面向个人投资者的人民币封闭式银行理财产品每月平均发行6856款，全年平均收益率为4.96%。全年4.96%的平均收益率较高，除受年底翘尾行情影响外，其值还受上半年尤其是第一季度的高收益影响较大，从整体走势来看，持续下滑的收益率使得封闭式银行理财产品的客户吸引力有所下滑。同时，4.96%的全年收益率受结构性产品最高收益影响，不计算结构性产品全年平均收益率为4.91%。

“从近期信托产品预期收益率变化来看，产品收益有所下降，基本维持在8.00%附近徘徊；对于平均期限而言，则呈现一定程度的延长。”用益信托研究员帅国让表示。信托产品方面，自2010年以后，整个实体经济的投资回报率持续下行。2013年之后，房地产、基建等高利率主题的投资回报率也开始明显下行，好项目越来越难找。此外，在监管与制度因素的影响下，“开正门、堵偏门”，信

贷、债券发行对非标的替代效应愈发明显，申万宏源证券分析认为，传统高收益的非标资产面临需求萎缩、收益率承压的问题，信托产品收益率出现下行趋势。

“2015年下半年以来，我们就在四处寻找投资出口，众多的资金趴在账上，而这些资金都是需要付息的。”一家股份制银行投资部门人士称。深圳一家基金公司中层人士对记者表示，过去常有银行理财资金找基金公司定制专户产品，或将其资金放在子公司，通过银行理财做优先，机构客户做劣后。“但最近都很难谈成，因为算下来收益甚至难以覆盖银行的资金成本。”该基金人士称，在接触中发现银行理财资金现在也没有找到更好的去向，估计以后流入债券市场的可能性比较大。部分券商机构认为，2016年预计宽松货币政策仍将持续，便宜资金将继续流入市场，而在经济未见好转的环境下未来绝对收益资产的配置压力也将更大。



## 记者手记

### 低风险高回报难两全

□本报记者 黄丽

自去年下半年以来，资产配置“荒”成为市场上的新命题。包括银行、券商资管、基金公司以及散户在内的各类投资者都在抱怨，不知道钱应该往哪投：债市的收益率快速下降，房地产不敢配，银行理财收益率不到5%，信托的收益也在一路下行。股市配资被清理后，大量理财资金产生“再配置”需求，2016年这一需求将更加显著——大规模的非标和货币基金的协议存款都将陆续到期。事实上，现在并非没有资产，而是缺乏高收益的低风险资产。在今后很长一段时间里，期待稳赚的高投资回报思维必须有所转变。

过去几年，房地产、城投的融资需求旺盛，非标产品收益率被推高，在“隐形兜底”的保障下，风险回报率相当可观。在这一块受到监管抑制后，股市又成为资本获得高收益的新来源。股市大跌之后，大量过剩资本一窝蜂地涌入信用债市场，如今，债券利率也已快速下行，回报空间非常有限。目前的主要矛盾是，巨量的资本过剩，然而资产回报预期仍高，但高收益资产却在大幅收缩，并在寻找下一个泡沫出口。

从资产端看，实体经济投资回报率下降是“资产荒”的根本原因。这与目前国内需求不足和产能过剩有关，成本不断上涨，外需渐趋疲弱，实体经济陷入艰难的转型期，资本市场也就很难继续有低风险的高收益资产。

从业绩来看，2015年保本基金表现不俗。银河证券基金研究中心提供的数据显示，截至2015年12月30日，标准股票型基金、偏股型基金（股票上下限60%-95%）的平均净值增长率分别为50.81%、51.42%，而保本型基金年初以来的回报率为19.68%，大幅超越同期上证综指和普通债券型基金表现。

值得注意的是，虽然保本基金在担保机制的保驾护航下仍然能提供绝对收益，但总体来看，公募基金的绝对收益产品流动性较从前已经大幅下降，因为保本基金并不像打新或量化对冲产品可以随时进出，要实现保本主要有两个条件：一是须持有到期，二是多数基金认购才保本，申购不保本。如果投资者急需资金要提前赎回，不但不能享受保本待遇，基金公司还要收取高额赎回费。

理财资金配置权益类资产从去年年底开始大幅上升，通过投资结构化产品优先级或两融收益权等获取7%-9%的高固定收益，但股市异常波动导致高杠杆被挤出，股市经历了大幅去杠杆后，风险偏好大幅下降，银行等资金的权益配置比例大幅下降。

目前看来，应对“资产荒”有两种选择，一是降低回报要求，对银行等资产管理机构而言则需降低负债成本，将配置压力转嫁到资金供给端；二是提高风险偏好，承受价格波动风险、流动性风险，提升期限错配、信用资质要求下沉，追求潜在高回报。

申万宏源证券分析，负债端的相对刚性对资产配置的倒逼短期仍难缓解，提升风险偏好是大多数机构的选择。对于银行理财而言，市场容量大、流动性较好的债券与货币类资产仍然是新增银行理财未来主要的配置方向；对于保险而言，今年以来保险机构资金成本有上升的趋势，负债端压力仍然较大，迫于负债端的压力，保险机构在权益与非标等风险资产上的配置将继续提升，同时可以降低对资产流动性的要求，所以未来权益类资产和类固定收益的高收益债券的需求依然较大；对于广义基金而言，“资产荒”将催生更多主动管理需求，收益率排名的压力将提升基金管理行业的风险偏好。

对于没有负债刚性压力的普通投资者而言，追求稳定收益需要主动适应低回报的现实，从去年的股债市表现来看，“钱多”叠加“资产荒”会使资产波动性加剧，泡沫化风险加大。另一途径是提升自身的风险管理能力，扩大权益投资比重，或许把钱交给专业投资者可能更加安全。

## 银行理财规模有望突破20万亿

短期产品受欢迎 城商行收益最高

□本报记者 周文静

普益财富报告称，由于外资银行的结构性产品较多，且种类丰富，这类最高预期收益较高的产品对于有丰富投资经验的客户有较强的吸引力。

魏骥遥表示，2015年城商行发展迅速，尽管在传统银行业务上受网点、知名度等因素的影响，与全国性银行比较存在明显劣势。但在理财业务上，地域性的差异化特征使得城市商业银行能够获得更多的资源及政策支持，使其理财业务发展迅速。另外高达5.07%的收益率也使城商行在这块市场拥有足够的竞争力。

## 短期产品受热捧

普益财富发布2015年银行理财报告称，银行理财业务仍然处于高速发展，根据已有数据推测，2015年银行理财存续规模保守估计将突破20万亿。截至2015年12月25日，352家银行累计发行的面向个人投资者的人民币封闭式理财产品共82275款。每款产品的平均在售天数为8天，实际平均运作期限为133天。短期理财产品占比较大，受市场投资者热捧。收益方面，由于受益于结构性理财产品较高的收益，全年银行理财产品平均收益率为4.96%。

## 城商行理财收益最高

普益财富研究员魏骥遥认为，就银行理财市场的整体收益率情况而言，从年初的5.26%降至年末的4.39%，降幅达0.87个百分点。宏观经济表现的疲软、全年多达5次的双降使银行理财产品收益率几乎没有反弹表现，仅4月，受股市“疯牛”行情带动，收益率有所回升。

普益财富监测数据显示，在78787款封闭式人民币个人理财产品中，债券与货币市场类的产品数量为46232款，平均收益率4.79%。

组合投资类产品数量为32450款，平均收益率5.13%。融资类理财产品数量为104款，收益率5.51%。债券与货币市场类仍然是银行理财的主要投向，组合投资类理财产品在今年上半年有明显冲高，发行量占比在四五月大于债券与货币市场类，这与上半年的牛市行情密不可分。

在“股灾”过后，组合投资类理财产品发行量明显下滑，银行大幅度降低了权益类资产的配置。

结构性产品发行量一直较为稳定，外资银行比较偏爱此类产品。

融资类产品上半年相对多一点，因此计算平均收益率时偏高。

发行主体方面，国有控股银行发行14413款理财产品，占比18%。

虽然其全年平均收益率为4.68%，相对较低；股份制商业银行发行19294款理财产品，占比23%，全年平均收益率4.95%。

城市商业银行发行的理财产品数量达31627款，占比38%，全年平均收益率高达5.07%。

农村金融机构一共发行15517款产品，收益率4.92%；外资银行整体发行的产品较少，收益也较

高。

数据显示，1-2个月理财产品发行量为23211款，平均收益率4.83%；

2-3个月理财产品发行量为21453款，平均收益率4.95%；3-4个月理财产品发行量为9588款，平均收益率4.94%；4-6个月理财产品发行量为14916款，平均收益率5.03%；6-12

个月理财产品发行量为10125款，平均收益率5.12%。

1年以上理财产品发行量为1492款，平均收益率1.231款。

魏骥遥分析，投资者对短期类产品的偏好并非仅因其较高的流动性。最高流动性的1个月以下产品发行量并不高，1个月以下理财产品的平均收益率与1-2个月产品的平均收益率差距极大，但“1-3个月”理财产品收益率与长期产品收益率差距则较小，因此从流动性及收益率两方面考虑，“1-3个月”理财产品“性价比”相对较高。值得注意的是，今年中长期限，尤其是4-6个月期限的理财产品发行数量有所增加。这可能与整体经济不景气，理财产品收益率持续下行有关，投资者的悲观预期使其更希望购买期限稍长的理财产品锁定较高的收益率。