

市场风险偏好并未逆转 避险资产仍受青睐

□本报记者 黄丽



制图/王力

保险机构增加权益类资产配置

□本报记者 周文静

历经一波牛市后，债市收益开始下行，同时由于违约率渐高，风险增大，不少机构开始减持债券。海通证券数据显示，2015年12月保险机构持仓量减少511亿元。其中，利率债减仓324亿元，信用债减少187亿元，仅短融超短融增加154亿元，其他品种也纷纷减持。2013年以来保险资金运用余额不断扩张，但债券投资占比持续下滑，从2015年1月的38%减少至2015年11月的35%。

险资另类投资和权益投资占比不断增加。数据显示，保险对权益类投资占比从2015年年初的11%增至11月的14%，其他投资从24%增至28%。券商认为，出现这一转变主要原因有三点：其一，债券收益率不断下降，对险资吸引力下降；其二，大资管时代万能险凭借高利率，规模出现井喷，高成本资金需要寻觅高收益资产；其三，保险资金运用的相关政策不断放宽。

资产配置比例较平稳

平安证券预计，2016年保险行业负债端将呈两趋势：一是人身险保费保持增长，但增速放缓，健康险保持高速增长，行业渠道结构持续优化；二是万能险、投连险等投资性险种发展较快，但增速放缓，财产险增速降低将延续。在投资端，资产配置比例较平稳，资产配置之间不会出现大比率的转换。固定收益资产方面，险企可能会偏好配置低久期资产静候利率拐点。海外资产配置的展开在外汇额度放开之前不会有大的突破。信用风险对于保险公司的影响不大，以投资性险种为主的中小型保险公司负债端成本较高，在投资上可能会偏于激进，但受制于监管政策，行为会有限度。

券商研究报告指出，2015年保险公司的保费、投资和资本都呈现改善趋势，权益仓位稳定、定存占比下降、高收益公司债和企业债占比增加、非标资产投资都将促使投资收益率更加稳定。保费结构调整将成为保险业主流，随之而来的是退保的改善和满期给付的下降，保险经营压力逐渐缓解。

权益类资产受青睐

随着利率不断下调，固定收益类产品的投资收益逐渐下降而权益类产品则更受险资青睐。同时，监管部门也鼓励险企入市增持蓝筹股。2015年7月，保监会发布《关于提高保险资金投资蓝筹股票监管比例有关事项的通知》，放宽了保险资金投资蓝筹股票监管比例，符合条件的保险公司，将投资单一蓝筹股票的比例上限由占上季度末总资产的5%调整为10%。

保险行业总资产迅速增长，截至2015年10月底已超过11.8万亿元。机构认为，随着保险行业可运用资金的增多，而债券市场的投资回报料持续下滑，保险公司将不断增加股票等权益类资产的配置。

目前，保监会非常重视险企资产负债错配以及高现金价值产品的保费规模问题。申万宏源表示，高现金价值产品指的是预期该产品60%以上的保单存续时间不超过3年的产品。传统保险产品通常具有较长的存续期，预计新发产品有望包括存续时间更长的品种。由于多数上市险企采取审慎的方法匹配资产和负债，导致其权益类投资占资金运用的比例维持在较低水平，约14%（远低于监管上线规定的40%）。预计上市险企不太可能像非上市险企一样大举增持A股股票。对于上市险企的投资，申万宏源认为，上市险企未来配置的重点将转向海外资产，如在港上市的其他行业蓝筹股等。

美元债QDII大热

虽然近期全球风险情绪有所回暖，但部分机构认为，难言彻底反转。“市场前景仍扑朔迷离，并隐含较大风险，市场Risk on（愿担风险）持续的时间应该不会太长。推动市场运行的主趋势仍然是风险回避和对全球经济低迷的担忧，当然后者需要经济数据的进一步确认。”博时基金宏观研究专题组表示。

2016年以来，全球金融市场出现剧烈震荡，避险情绪直线升温。市场预期随着美国加息周期展开而世界其他主要经济体继续维持宽松的货币环境，以美元计价的资产价值或有所提升。在以美元计价的资产中，美元债因为其波动率低、与股市相关性低等特点，尤其受到避险资金追捧。

从ETF资金的流向来看，部分外资机构数据显示，近期iShares安硕20年期以上国债ETF(TLT)吸引的资金比任何其它美国交易所交易基金都要多。而自今年1月1日以来，有超过120亿美元流入国债基金，比同期流入黄金ETF的资金量还要多出两倍。以上值得注意的是，涌入美国国债的资金流可能延续，包括德意志银行在内的大行依然建议投资者增持美国国债。

由于避险资金大量涌入美国债市，加息后美国国债收益率不升反降。Wind数据显示，美联储自去年12月16日进行近十年来的首次加息后，美国10年

期国债收益率从2.3%降至1.8%左右。美国10年期国债和1年期国债收益率曲线均陡峭下行。华安基金认为，最大原因在于本轮加息美国经济基本面没有那么好，美国经济复苏一方面极大依赖于美联储的超宽松政策，另一方面又面临不确定性。加息大概率是一个渐进、有序的过程，但美债收益率的下行意味着债券价格上升。此外，在美国进入加息周期，中国继续维持宽松政策的背景下，美元升值将加重中国国内美元债发行者的利息负担，其发行动力将大大减弱。而美元债券投资者来自全球，加之人民币贬值预期因素助推居民美元资产配置需求，供需层面利好债券价格上涨。

对于国内投资者而言，投资美元债的主要途径仍然是通过美元债基QDII产品。由于去年年底人民币贬值压力显露，QDII的外汇额度日益紧俏，不少QDII产品尤其是境外债券基金早已限制申购。“我们的QDII额度早就用光了，之前还想看看公司的海外专户能不能给我们匀一点，结果大家的额度都很紧张，所以公募的QDII产品到现在还没法打开申购。”华南地区一家大型基金公司相关人士表示，包括其所在公司在内，很多公司的QDII额度很早就已经用完。而几家尚有QDII额度的“幸运儿”基金公司也表示，要将额度用在“刀刃”上，抓紧发行美元债QDII基金。

黄金ETF潮涌

在过去一个月时间里，连续15次增持黄金，总计超过60吨；期货市场黄金净多头持续上涨；中国市场方面，上海黄金交易所交割量大幅飙升，1月份交割量预计超过800吨，比去年同期至少高出4倍。仅去年下半年，俄罗斯和中国央行买入的黄金就超过200吨，就连一直以来净卖出的欧洲各国，目前已变为净买入方。

目前，各方机构对黄金市场涨势能否维持争议较大。王祥认为，这需要考虑全球风险资产的动荡还要持续多久。“多国央行的放水刺激可能会暂时受限，已经形成依赖的风险资产在这样的背景下出现急挫以及持续疲软的可能性不断增加，从而推动资金涌向以黄金为代表的避险资产。低油价带来的能源国财政危机抛售风险资产，OPEC成员国及其他石油输出国不愿贱卖保价。在后续一段时间内，全球油价即使有反弹，但其力度与持续性都可能相当有限，而能源国对风险资产的抛售也可能会持续更长时间。”

王祥指出，从黄金自身供需环境来分析，2015年全球黄金供应同比下降4%至4258万吨，其中金矿产量放缓是一个原因。矿产金产量已接近峰值，投资性需求则处在被激活的状态，这跟原油市场目前泛滥的供给和停滞的消费相比，更加吸引投资者注意。近期黄金市场价格走强的背后是全球金融市场资金流向与自身供需基本面转好的合力，而宏观背景的变化预示着这样的资金流向在一定时间内很难逆转，反而可能会如滚雪球般自我强化。

保本基金受宠

截至2月18日，2月新成立的61只基金中，首募规模最大的前五只基金均为保本基金，其中华安安康保本首募规模达到52亿份，诺安安鑫保本首募规模也有49.71亿份，建信安心保本五号首发规模则达到44.5亿份。

值得注意的是，尽管大量资金仍继续涌入避险资产，但有部分机构投资者已经转变心态，增加权益类风险资产的配置比例。据中国证券报记者了解，近日已有部分混合型基金经理开始加仓股票，慢慢走出春节前的悲观气氛。“从资金流向来看，风险偏好仍然很难逆转。近期A股有所回暖，但成交量并没有显著放大，还是缺乏人气。”深圳一位绩优基金经理表示，虽然长期而言，全球风险资产前景不乐观，但短期看A股无大悲观。“我春节前就开始慢慢加仓，现在基本满仓了。”

诺安基金表示，海外流动性环境持续改善给国内货币政策创造了宽松的空间。美国经济表现略低预期，国内资本外流压力有所减轻。而在美元阶段性弱势的情况下，人民币汇率短期走强。综合来看，A股近期大概率会处于一个相对窄窄的震荡区间，而市场对于国内货币政策的结构性宽松预期和政策预期可能是A股短期内稳定的两大因素。

1月偏股类公私募表现不佳

□本报记者 黄莹丽

1月份，股票型公募基金产品表现不佳。其中，股票型公募产品亏损26.05%，股票型私募基金平均跌幅达13.34%。分析人士指出，今年A股难以出现整体性机会，但会出现阶段性反弹行情。

公募整体收益下滑

1月份市场未能延续去年四季度的反弹行情，受人民币汇率贬值预期等因素影响，A股市场持续下跌。好买基金研究中心的报告显示，1月份，公募基金方面，仅有货币型基金微涨0.22%，其余各类基金均呈下跌趋势。其中，股票型和混合型基金跌幅分别为26.05%和21.48%；指数型与ODII型基金跌幅为21.45%和9.11%；封闭型基金跌幅达5.46%。好买基金研究中心指出，从当前的时点来看，长久期的利率债和高等级的信用债仍然是目前最有配置价值的品种，稳健型投资者可加大此类债券型基金配置。

据好买基金研究中心测算，截至2月5日，偏股型基金仓位为60.65%。其中，股票型基金为85.69%，标准混合型基金为57.77%。公募基金仓位总体处于历史中位偏高水平。基金配置比例位居前三的行业是国防军工、计算机和轻工制造，配置仓位分别为3.34%、3.00%和2.75%；基金配置比例居后的三个行业是煤炭、钢铁和石油石化，配置仓位分别为0.63%、0.69%和1.01%。国防军工、房地产和有色三个板块被公募加仓，而传媒、计算机和银行板块被公募基金逐渐减持。

对于后市，南方基金首席策略师杨德龙指出，春节之后，与节前的预期一致，A股将迎来一波像样的反弹。新年伊始高层表态“会果断出手”，有助于缓解市场对

金斧子CEO张开兴：海外资产配置不宜盲目追求高收益

□本报记者 张莉

近几年，随着家庭财富的不断增长，居民对海外资产配置的需求逐渐增多。深圳互联网金融管理平台金斧子CEO张开兴认为，在社会财富大幅增长、资本账户逐步开放的背景下，未来中国居民加大海外资产配置将是大势所趋。个人投资者在配置海外资产时，需要平衡投资的收益和风险，从自身的风险承受能力出发寻找合适的投资理财产品。海外资产配置更多的作用是防范风险，实现综合配置，从而达到平衡理财的目的。投资者需要谨慎选择投资类别和机构，不可盲目追求高收益。

海外投资渠道多元化

近几年来，国内投资者对海外资产配置的关注度开始逐步提高，去海外购买房产、抢购黄金ODII的热情也逐步提高。“回顾2015年，中国资本市场波动加大，且人民币存在贬值预期，这刺激了国内居民的海外资产配置需求。我们认为，未来中国居民加大海外资产配置需求是大势所趋。”张开兴指出，当前宏观经济背景决定了未来全社会证券投资回报率会下行，为提高资产配置收益，居民有内在动力增加海外资产配置。

“相比以前，目前中国投资者参与海外投资的渠道和品种都有了更多选择，通过QDII、中港基金互认、ODLP/ODIE等渠道，中国投资者的海外投资正向纵深持续推进。”张开兴分析，由于中国投资者的海外资产配置只占其总财富的很小一部分，参照其他国家海外投资发展经历，中国投资者的海外资产配置比重不断提高将是大概率趋势。

据悉，在海外投资产品的参与上，投资者根据不同风险类别、投资门槛，可以

经济的担忧。根据统计，在两会之前，A股上涨的概率超过80%。而两会期间相关部委的表态将提高部分政策扶持行业的活跃度，提升市场信心。行业和板块方面，投资者可以布局一些被错杀的优质成长股，特别是代表经济转型的科技类企业。

股票型私募损失较大

股票型私募基金1月份损失惨重，平均跌幅高达13.34%。从好买基金研究中心的调研情况来看，部分股票型私募基金去年四季度仓位逐渐提高，并保持着相对较高的仓位。但A股的表现事与愿违，暴跌使很多私募基金回撤严重。1月中下旬，大多数私募基金的仓位已经降到低点，多数基金经理仍持观望态度。

此外，市场中性私募受伤也不轻。2016年1月份市场中性私募平均跌幅为3.49%，创2014年12月以来最大单月跌幅。除去大盘股表现强于小盘股这一因素之外，月初个股跌幅明显高于指数跌幅，给基金净值造成损失。1月份期指贴水较深，对市场中性基金在展期过程产生影响，月底基差贴水明显收敛，也造成基金净值亏损。好买基金研究中心指出，投资者在当前市场环境下，可以关注一些规模较小的对冲基金。在全球市场波动加剧、避险情绪提高的背景下，市场中性产品或能够起到一定规避风险的作用。

瀚信资产基金经理孙健指出，今年A股相对2014年和2015年的牛市时期来说，会难做很多，整体性机会一般，结构性机会仍然存在。考虑到货币政策、经济情况、外围环境等多方面因素，A股难有整体性机会。可能出现的蓝筹结构性行情包括供给侧改革、不良资产管理等主题。在成长股方面，新兴行业的主题性机会更多，例如VR、医疗美容、体育等。

选择包括国内公募QDII基金、海外公募基金、私募QDII基金、海外保险、海外房地产、海外对冲基金和海外私募股权基金等多种投资产品。

防范海外资产配置风险

不过，由于海外资产投资范围更广阔，涉及其他市场或区域的交易规则，如何选择正确的投资方式和产品，则是热衷“出海”的投资者亟待考虑的问题。张开兴指出，在海外资产配置的问题上，除了一般的市场风险、操作风险、道德风险外，海外投资还需注意外汇波动风险、国外政治风险、法律风险，以及由于金融产品类型繁多、结构设计复杂等产生的投资陷阱。

“对于普通投资者来说，借助专业投资机构实现出海投资或会成为未来的一个主流方式。我的理解应该是怎么平衡出海投资的收益和风险。建议投资者筛选能够在稳控风险前提下赚取相对较高收益的机构，其中投资团队的投资背景和投资历史业绩是评判投资能力的关键。同时，基于海外市场的法律法规和交易制度的差异，机构对其投资市场的交易规则还需有较深理解。”张开兴表示。

从风险防控的角度来看，张开兴认为，在海外资产配置的过程中，投资者需要从自身的风险承受能力与实际投资需求出发，为自己在选择不同的产品、投资门槛和投资策略设定基准。比如，对基金流动性要求不高，风险承受能力较高的投资者，建议适当配置有丰富投资管理经验和优秀过往业绩的私募QDII基金或私募海外FOF基金等。随着海外资产配置热的浪潮兴起，不少私募公司成立了海外投资基金，它们在投资门槛、投资范围、预期收益等方面千差万别，投资者在挑选基金时一定要小心谨慎。