

无风险利率上行 大类资产配置格局生变

□本报记者 王辉

2017年以来,随着金融市场无风险利率的持续震荡攀升,主要热点城市房价停涨,与股票市场的慢牛态势形成鲜明对比。与此同时,随着资管新规打破广义固收类金融产品潜在刚性兑付,以及楼市调控的深化,在国内通胀预期依然时隐时现的背景下,大众投资理财资金在很大程度上面临寻找“新出路”的压力。业内人士指出,结合大类资产估值水平和预期收益率、人民币汇率波动、美元强弱等资产价格主要影响因素来看,权益类资产将长期受益于无风险利率持续高企的金融环境。

无风险利率居高难下

受金融监管持续收紧、金融机构去杠杆态势不断深化等因素影响,2018年以来,国内债券市场整体延续了2017年的熊市表现,各类现券价格随着收益率的继续攀升,再度出现弱势下行。以10年期国债和10年期国开债为代表的关键期限利率债收益率,分别逼近4%和升破5%两个整数大关。

截至1月29日,来自中债收益率曲线的最新数据显示,1年、3年、5年和10年期国债到期收 益率分别为3.51%、3.61%、3.84%和3.94%。按照经典金融投资理论和欧美国家的金融实践来看,10年期国债收益率完全可以作为金融市场或大类资产的无风险收益率。这也就意味着,当前从理论上来说,任意一项风险性资产的年化投资回报都应当高于3.94%的收益率水平。

而值得注意的是,对于中长期国内利率债市场的走势,研究机构的最新观点倾向于认为,在未来较长时间内,中长期的国债、金融债等利率债收益率仍

将居高难下。

平安证券在1月28日最新发布的2月利率债月报中指出,2月债市仍存在三方面的不确定因素。一是低温叠加基数作用下,CPI鲜菜项对CPI的边际拉动将达到0.35%至0.90%,CPI同比增速或明显上冲;二是资金面仍显紧张,对债市约束仍强;三是2月“大资管新规”可能落地,相关监管细则或随后出台。综合上述因素,该机构预期,2月国债等利率债收益率将“慢步上行”。而根据此前国泰君安、申万宏源等多家券商的分析,在金融去杠杆不断深化、货币政策中性的大环境下,债券市场收益率在未来较长时间内可能面临“易上难下”的状况。整体而言,以国债收益率为代表的金融市场无风险利率,重新回到2015年、2016年的低位水平将困难重重。

资金投资情绪对比鲜明

从2017年以来国内主要两大类资产,即股市与楼市的表现来看,社会资金投资情绪的冷热对比极为鲜明。整体来看,赚钱效应推动资金“水压”起伏的特征,在过去一年多的楼市和股市中,表现的尤为明显。

近一年多来,多数一二线热点城市为代表的全国房地产价格水平,普遍出现停涨甚至走跌。以一线城市为例,来自北京市住建委的最新消息显示,2017年12月北京市二手房成交均价已从3月的最高值6.79万元/平方米,回落到5.91万元/平方米,比最高峰时期价格下降13%。与此同时,上海、深圳等一线城市的整体房价水平,在过去一年多时间内,也出现了不同程度下降。来自云房数据研究中心的统计数据显示,2017年上海、北京的二手住宅成交量同比分别下降约六成和五成。

而从近一段时间股市的资金流入状况看,资金流入特征极为明显。来自财

汇大数据终端的统计数据显示,2017年11月至2018年1月,公募基金发行持续放量增长。其中,截至1月26日,2018年1月新成立的公募基金总份额达到988.06亿份,创2017年4月以来的新高。而从股票市场的投资回报来看,截至1月29日收盘,2017年年初至今,上证50、中证100、沪深300等三大指数,在过去不到13个月时间内,分别大涨36.46%、41.94%和29.97%。

此外,从估值角度来看,来自财汇大数据终端的最新统计数据显示,即便经过了2017年以来的一轮长期推涨,目前以蓝筹板块为代表的A股市场整体估值并不昂贵。截至1月29日收盘,上证50、中证100和沪深300的市盈率水平(整体法),分别为12.97倍、14.33倍和15.56倍。而在房价停涨、调控不松口的大背景下,如果按照目前一二线城市年租金收益率粗略计算,当前股票资产的估值明显优于房地产资产。

股票商品受机构青睐

金融市场无风险收益率在未来较长时间可能持续高企的背景下,机构普遍对股票资产更为青睐。

上海富钜投资首席投资官唐锐在接受中国证券报记者采访时表示,从大类资产配置的角度出发,根据目前的资产情况分析,在股票、房地产、大宗商品、外汇资产、广义固收类产品等五大类资产类别中,预计2018年股市、大宗商品相对其他主要大类资产将更有投资机会。具体来看,随着金融强监管和去杠杆的政策开始落地执行,金融产品的刚性兑付将逐渐打破,一些预期保本保息的资产风险开始显现,而股市和大宗商品等流动性好的可交易资产的风险收益比优势开始凸显。另一方面,在政府“房住不炒”的调控基调下,同时受居民负债控杠杆等因素影响,总体来看,全年房地产资产预计将难以出现明显的投资机会。

而上海庐雍资产董事长李思思则向中国证券报记者表示,当前中国经济仍然处于全球竞争力上升的阶段,相对于其他大类资产和非细分专业领域的广大投资者,权益资产将长期属于优势资产,尤其是优质上市公司股权将是长期慢牛走势。此外,该私募投资人指出,随着金融监管趋严和资管新规的实施,全社会整体流动性将会有所趋紧,而优质权益资产风险收益比在各项大类资产中将会凸显。

上海联创永泉投资总监张媚钗在接受中国证券报记者采访时表示,在10年期国债收益率整体处于4%附近高位的背景下,包括居民贷款在内全社会的信贷需求将会明显减少,房地产的购买需求也会受到明显影响。

张媚钗认为,所有的大类资产中,最看好股票市场。在宏观经济层面,通过过去两年的去产能、去库存,优质企业盈利

回升。在金融层面,通过去杠杆,未来货币环境的波动性变小,股票资产风险溢价下降。在企业层面,近年来A股市场各个行业几乎都涌现出一批非常优秀的龙头公司和全球性企业,并且在全球的竞争优势明显提升。与此同时,以龙头企业为代表的A股市场优质个股估值水平,仍然处于在合理偏低的水平。在此背景下,A股市场未来几年仍将成为回报率较好的市场。

整体而言,正是由于上述不同大类资产价格显著分化的表现,当前相关资产对于投资者的吸引力,事实上也悄然发生了巨大变化。比如一二线城市炒房热情逐步下降,A股市场增量资金持续入场,货币基金魅力不再等等。

有业内人士指出,近年来国内整体通胀水平不低,是造成近一年以来相关大类资产价格走势分化的主要驱动因素,这也是来自于资金的“逐利效应”。一方面,一般而言资金会选择从资产价格的高水位向低水位流动;另一方面,大类资产之间的竞争,比拼的主要是赚钱效应和估值水平。

当前及未来较长一段时间内,在金融市场无风险收益率预计大概率高企的背景下,投资者在大类资产的选择上,势必将更多考虑到资金成本、机会成本、资产自身带来的收益率等因素。比如对于不动产而言,如果没有房价自身的上涨,其资金成本和机会成本,显然要大大超过房租等资产自身的收益。而对于股票资产而言,在当前A股市场整体核心蓝筹估值水平依然相对合理的背景下,作为在过去一段时间更能体现出高收益的优势资产,则有望继续保持对资金的吸引力。



■ 记者观察

股市吸引力提升

□本报记者 王辉

2016年四季度以来,受货币政策持续趋于稳健、金融监管不断趋严等因素影响,国内债券市场由牛转熊,以国债收益率为代表的金融市场无风险收益率持续走高。而在此背景下,国内不同大类资产的整体价格表现,则呈现出显著的分化状况。

具体来看,在股票、房地产、大宗商品、广义固收类产品、外汇资产等五大类资产类别中,A股市场整体长期震荡向上,以白马蓝筹板块为代表的长期强势表现,持续“说服”大量场外资金源源不断地入场。值得注意的是,尽管以一二线城市房价为代表的房地产资产价格,在2016年四季度至2017年一季度曾经也出现显著上涨,但此后接近一年时间内,全国主要一二线城市楼市降温的态势,也逐渐成为许多投资者的共识。

与此同时,在其他三个大类资产方面,以工业品原材料为代表的大宗商品价格,虽然持续受益于供给侧改革,整体价格水平较为强势,但自去年四季度以来,整体升势已显著放缓。且近期疲软的美元,对于相关商品价格的利好刺激也不甚明显。而广义固收类产品的预期收益率水平,虽然显著受益于市场无风险利率的高企,但资管新规打破金融产品刚兑,以及金融监管加强引发部分金融领域风险暴露,显然也是相关投资者挥之不去的阴影。另一方面,对于外汇资产的投资者而言,欧美等地区的股市和楼市,虽然在过去一年多时间内整体普遍强势,但考虑到人民币对美元汇率已由2016年末的6.95大幅升值至当前6.33附近,其间的汇兑损失与国内机会成本,显然也令相关投资者难言收益几何。

整体而言,正是由于上述不同大类资产价格显著分化的表现,当前相关资产对于投资者的吸引力,事实上也悄然发生了巨大变化。比如一二线城市炒房热情逐步下降,A股市场增量资金持续入场,货币基金魅力不再等等。

有业内人士指出,近年来国内整体通胀水平不低,是造成近一年以来相关大类资产价格走势分化的主要驱动因素,这也是来自于资金的“逐利效应”。一方面,一般而言资金会选择从资产价格的高水位向低水位流动;另一方面,大类资产之间的竞争,比拼的主要是赚钱效应和估值水平。

当前及未来较长一段时间内,在金融市场无风险收益率预计大概率高企的背景下,投资者在大类资产的选择上,势必将更多考虑到资金成本、机会成本、资产自身带来的收益率等因素。比如对于不动产而言,如果没有房价自身的上涨,其资金成本和机会成本,显然要大大超过房租等资产自身的收益。而对于股票资产而言,在当前A股市场整体核心蓝筹估值水平依然相对合理的背景下,作为在过去一段时间更能体现出高收益的优势资产,则有望继续保持对资金的吸引力。

原油价格短期回调压力增大

□本报实习记者 孙翔峰

2018年以来,弱勢美元成为支撑油价的核心因素,在美元指数跌破90的契机下,原油价格持续走高。市场人士认为,美元已经阶段性超跌,对于原油的价格支撑将告一段落,在供需关系的推动下,原油价格回调风险增加。与此同时,我国原油期货上市的脚步越来越近,需要关注人民币走势对原油价格的影响。

美元支撑力边际衰减

今年以来,美元继续去年的弱勢。美元指数今年以来累计下跌3.51%,欧元兑美元汇率上涨3.57%,美元兑日元汇率下跌3.64%,英镑兑美元汇率上涨4.84%,美元兑人民币汇率下跌2.8%。多种被认为与美元一定程度上存在“跷跷板”效应的大宗商品价格也纷纷走强。布伦特原油期货累计上涨5%,纽约原油期货累计上涨10.22%。

新潮期货原油研究员严丽丽认为,近期美元指数快速下跌确实对油价起支撑作用,美元指数短期来看可能会出现低位震荡趋势,对油价的支撑或继续。

兴业期货投资咨询部量化研究科副科长贾舒畅表示,本周美元走势将受到美联储利率决议、特朗普国情咨文以及“非农”三大事件共同影响。“美联储利率决策会议大概率按兵不动,预计本次声明与上次变化有限,平稳过渡将是耶伦卸任前最后一次会议的主题,因此其对于美元的影响有限;特朗普的国情咨文值得关注,其内容较为丰富,且均偏乐观积极,预计将对美元产生明确支撑;而在就业市场保持紧俏的背景下,本次非农数据应重点关注薪资增速及工时,若超预期上行,将成为通胀的上行压力,从而加快美联储加息步伐。”

贾舒畅表示,整体预计,美元在跌至超卖区间后,技术上面临修复需求,同时本周三大重磅事件预期均较乐观,美元将进一步下跌空间有限。

在策略上,贾舒畅认为,周末公布的原油钻井数再次出现上升,并且增幅较大,这令油价上涨导致美国页岩油增产的担忧再起;同时随着接近需求淡季,后期原油库存大概率将出现堆积,同时市场投机净多头寸出现回落,以上因素有较大概率削弱油价的上涨驱动,叠加美元支撑作用告一段落,原油进一步上涨概率较小,推荐维持逢高抛空思路。

严丽丽认为,目前从基本面来看,原油处于供需紧平衡状态,2月份需求开始走弱,供应稳步上升,库存也即将进入累库状态。从这个角度考虑,油价会出现小幅回调,但是离下跌还有一个过程,预期2月份或出现小幅回调但有限。

关注人民币对油价影响

一些市场观点认为,近期原油价格走高或受到人民币走强的推动,在原油期货即将上市等预期下,后期需关注人民币走势对油价的影响。

中国大宗商品发展研究中心秘书长刘心田指出,原油强势行情与人民币走强关系紧密。原油长期采用美元计价,因此原油与美元走势相对“负相关”。作为与美元对价的重要的国际货币之一,人民币波动与美元走势亦相对“负相关”。这是原油与人民币“正相关”原因之一。此外,作为原油消费大国,人民币汇率亦成为左右原油走势的重要指标之一。他强调,近期确有美国原油库存降低等利好,但亦有极端气象频发影响交通运输等利空。近几日原油的强势表现,与其说是供需因素导致,不如归功于“人民币”。

刘心田强调,“人民币与原油正相关”在2018年或发生微妙变化。一旦人民币原油期货上市,“石油美元”地位势必受到“石油人民币”的挑战。



制图/王力