



HANG SENG QIANHAI FUND MANAGEMENT

## 当前大类资产配置的特点

2016年9月8日

### 摘要：

2012年以来，中国步入存量经济模式，经济周期的波动大幅减弱，同时实体经济回报率开始明显降低。在此背景下，大量超发的货币脱实向虚，流向各类资产。为了获得更高的收益率，资金必须加杠杆、加风险、加久期或者降低流动性，这导致资产配置行为的短期化，加大了资产价格的波动。虽然金融监管不断收紧，但实体经济的病症不减，上面所述的资产配置与资产价格的特征将会继续。未来一段时间，如何通过结构性改革，促使资金脱虚向实，是管理层的工作重点。

### 正文：

根据美林的投资时钟理论，资产配置的关键是要把握好经济周期的变化，然后超配受益于不同周期的各类资产（股票、债券、商品、货币）。

对于中国的投资者来说，很长一段时间内资产配置都是一个简单而直观的过程。比如在2012年之前的十年，中国经济维持了长时间的工业化和城镇化。在此背景下，无论是实体经济，还是房地产，其投资回报率均维持高企。

因此，虽然股票或者债券在此期间均出现过牛市，但从长周期的角度来看，投资实体或者购买房产是这一阶段资金的主要流向。正因为如此，大类资产配置在这一阶段的必要性也相对有限。比如说，最简单的方法就是一直持有房产。观察我国居民资产配置的结构，房地产在2012年之前一直占据相当高的比重。

但2012年以来，中国步入存量经济模式，经济周期的波动大幅减弱，同时实体经济回报率开始明显降低，而市场普遍预期房地产面临长周期拐点。在此背景下，大量超发的货币脱实向虚。但由于资产的回报率降低，为了获得更高的收益率，资金必须加杠杆、加风险、加久期或者降低流动性。

于是，资金往往会快速流向某一相对的价值洼地，然后迅速将其泡沫化。但由于此类风险资产的上涨缺乏持续性，因此去泡沫化的过程中往往伴随踩踏（比如钱荒和股灾）。泡沫化与踩踏行为分别加剧了资产价格的波动。

此外，由于经济的复杂性显著增加，宏观政策的调控也往往随之摇摆。比如去年下半年以来，汇率的贬值节奏、稳增长和调结构的重心均出现摇摆。这也在一定程度上打乱了投资者的预期，导致资产配置行为的短期化，加大了资产价格的波动。在实体中，这表现为企业的投资意愿不强，账面现金资产显著上升，从而导致民间投资和制造业投资增速大幅下滑，加大未来经济下行压力。



恒生前海  
基金管理

HANG SENG QIANHAI FUND MANAGEMENT

在预期收益率降低之前，投资者被迫在快速高收益、高风险资产之间轮流切换。所以 2012 年以来，资金在信托、理财、股票、债券、房地产之间快速切换，相应的资产价格出现了剧烈的波动。

展望后市，货币政策的边际效应明显降低，而货币的总量却在不断上升。**M1** 与 **M2** 的剪刀差大幅攀升，非金融上市公司的货币类资产占比不断上行，显示微观企业对未来实体投资回报的预期偏弱。虽然金融监管不断收紧，但实体经济的病症不减，上面所述的资产配置与资产价格的特征将会继续。未来一段时间，如何通过结构性改革，促使资金脱虚向实，是管理层的工作重点。

本报告所载资料的来源及观点的出处被恒生前海基金认为可靠，但恒生前海基金不对其准确性或完整性做出任何保证。本报告所载的信息、材料及结论只提供客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。恒生前海基金不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

恒生前海基金管理有限公司 Hang Seng Qianhai Fund Management Company Limited

深圳市前海深港合作区前湾一路63号前海企业公馆21栋A单元2-3层

2-3/F, Unit 21A, Qianhai Enterprise Dream Park, No 63. Qian Wan Yi Road, Qianhai Shenzhen-Hongkong Cooperation Zone, Shenzhen

邮政编号 Postal Code 518052 hsqhfunds.com