

刁羽:债券价值双轮驱动时代来临

□本报记者 李良



刁羽,金融数学与金融工程博士,9年以上证券从业经验。曾任富国基金基金经理、固定收益部总监助理。拥有丰富的固定收益投资经验,曾管理全国社保基金债券组合,曾同时管理超过100亿规模的债券基金。2014年7月加入中欧基金,现任中欧基金固定收益策略组投资总监。

新时代掘金“新蓝海”

中国证券报:在经历了2013年意外的“钱荒”后,债券市场投资出现了一些微妙的变化。你怎么看待这些变化,以及它对债市投资未来的深远影响?

刁羽:在2013年三季度之前,信用债的价值驱动主要来自基准利率的变化,因此估值因素在整个投资决策中起到了决定性的作用,而基本面研究的主要作用在于规避风险,但仅仅规避风险并不意味着能创造超额收益,就像一支军队,仅仅能避开地雷并不意味着能杀敌制胜一样。

但这种情况已经在发生改变。2013年三季度以来,从静态的收益率构成上来看,信用利差在为数众多的一大批信用债的收益率构成中占比已经超过一半;从动态的收益率变化来看,近年来,经常看到信用债走出不同于利率债变化的独立行情。

因此,无论是从静态的收益率构成,还是动态的收益率变化来看,现在债券价值已经从2013年三季度之前的单一的估值驱动变成了估值和基本面面的“双轮驱动”。

中国证券报:在债券估值的双轮驱动时代里,你眼中的投资机会来自于哪里?

刁羽:目前,中国市场上的信用债可以分为城投债和产业债两类。相对于城投债,产业债的基本面研究在风险和价值考量中占据更重要的位置,是投资的新“蓝海”。

事实上,城投债主要是地方政府融资结构中的SPV,相当于一层

面纱,研究城投债就是应该穿透这层面纱,去研究背后的城市。但对城市的研究涉及到的因素很多,因此与这个相对复杂的研究对象相比,市场机构的研究手段就不可避免的显得过于简化了。比如,城市的经济总量GDP、财政收入、一般公共预算收入、一般公共预算支出、财政平衡度、区位优势、政治重要性等指标往往就是各个机构研究城投债的通用指标,并且在整个研究评分体系中的权重还很大,因此各机构对城投债的分析框架和分析指标的一致性都较强,机构之间的研究结论的趋同性也就不可避免的很强了。

但产业债研究则不同,不同的行业以及同一行业的不同公司都有各自的特点。因此,在债券价值双轮驱动的时代,基本面研究所创造的超额收益能在产业债上得到更多的实现。具体来说,行业研究是产业债研究的起点,因为好的公司更多的来自好的行业,我们倾向于把“鸡蛋”放在几个比较结实的“篮子”里,“篮子”就是行业。其次,产业债研究应该是基于行研又高于行研,因为信用债研究相对权益研究更偏重现金流,但是高质量的现金流是从高质量的利润转化来的,因此我们信用研究的另外一个起点就是基于行业研究对公司盈利能力的研究。比如,一个公司连续几年亏损,很难想象它的现金流能好到哪里去,但是公司仅仅是盈利好还不足以表明它就是好的债券投资标的,还得研究它利润转化成现金流的质量如何。

守有道 攻凭势

中国证券报:在债券估值的新时代,能否具体阐述一下你的投资理念?

刁羽:我始终坚持的投资理念可以用一句话来概括:最好的进攻是防守。以绝对收益为目标,力争创造稳定的、持续的盈利。绝对收益在我看来可以分解成两个维度:首先是在市场不好的时候能守得住,其次是在市场好的时候能跟得进,可以简单地概括为“守有道、攻凭势”,而前者在我心中有更大的权重。对于我而言,过程往往比终点更重要,所看重的不仅仅是相对较高的累计收益,更在于投资组合是否以稳定、持续的净值走势过程到达这个终点。

要实现绝对收益目标,信用债可能是天然的投资标的。因为对于债券尤其是信用债来说,盈利贡献的主要矛盾在票息累积上,而风险在资本利得上的损失,也就是本金的缩短。因此如果在相当程度上规避掉本金缩短对票息累积的侵蚀,也就抓住了盈利的主要矛盾,组合就能以一种相对稳定和持续的方式获得比较理想的绝对收益。可见,做好了防守,在相当程度上也就做好了进攻,即最好的进攻就是防守。

理念决定策略,有什么样的理念就有什么样的策略。我们的策略也是一句话:把握市场类似大自然春夏秋冬的时序轮动,并在特定的季节突出最适应这个阶段的部位。周期比趋势更重要,市场一般会不断地重复从“非常差到好”、“好到非常好”、“非常好到差”、“差到非常差”这四个阶段的循环,类似于大自然春夏秋冬的四季轮回。我们根据债券的风险收益配比把组合分为三个部位:第一个部位是高票息久期比的债券,属于防守性部位;第二个部位的债券具备较高利率弹性;第三类债券是具备较高信用弹性的部位。根

据市场阶段的不同来调整投资组合的结构,突出最适宜这个阶段的部位,可粗略地概括为:在市场由严冬回暖时,增持第二部位债券;市场由春转夏,增持第二、三部位债券;市场入秋则以观望为主;在市场入冬,逐渐增持第一部位资产。

借力行业研究,我们可以更准确地把握产业债细分到三个部位之下,再根据我们“四季三部、谋时而动”的投资逻辑进行配置,从而实现债券价值的“双轮驱动”。

中国证券报:基于你的投资理念和投资策略,如何看待下一阶段的债市投资机会,又会如何操作?

刁羽:从中长期来看,债券收益率下行仍是大概率事件,当前比较大的投资机会主要来自公司债发行改革所带来的制度红利。《公司债券发行与交易管理办法》发布后,公司债发行扩容,为市场提供了更多的投资标的,投资者能够通过研究找到性价比比较高的品种,从而获得更好的投资机会。此外,根据新实施的管理办法,交易所债券能够在固定收益平台进行协议回购,从而在竞价系统的标准化回购之外获得了更多的融资功能,这亦是改革提供的制度红利。总体而言,与市场机会的不确定性相比,制度红利往往能提供更为确定的投资机会。

从基本面来看,债券市场依然存在交易性机会。前期央行降准并降息,一方面是因为宏观经济持续疲软,另一方面是出于稳定市场预期、降低金融风险的目的。对于债券市场而言,央行宽松政策的出台将降低短端收益率,并可能带动长端收益率下行,出现交易性机会。此外,降息能够有效降低企业财务成本,有利于社会信用风险收敛,利好产业债券投资。

从国泰君安固定收益部自营投资经理起步,在富国基金的基金经理岗位上经历多年锤炼,至加盟中欧基金担纲固定收益策略组的负责人,刁羽在债券市场已摸爬滚打九个春秋,对自己的投资思路有着清晰的总结。他认为,投资理念和策略应该力求简约,理念、策略越是简单就越是能够穿越时空,持久弥新,而实际操作则需要细腻的感受和手法。

刁羽认为,自2013年四季度以来,债券市场投资大概率已经进入债券价值双轮驱动时代,无论是从静态的收益率构成,还是动态的收益率变化来看,债券价值都从此前单一的估值驱动变成了估值和基本面共同驱动。在此背景下,刁羽秉承长期以来“最好的进攻是防守”的投资理念,把握市场类似大自然春夏秋冬的时序轮动,并在特定的季节突出最适应这个阶段的部位,力求给投资者带来稳定、持续的绝对收益。

“全覆盖”的投研团队

中国证券报:作为中欧基金固定收益策略组的负责人,能否给我们介绍一下策略组的团队组成和产品特色?

刁羽:中欧固定收益策略组将产业债作为重点投资标的,因此配备了强大的投研团队,使内外部研究资源和企业融资不同环节的信息资源尽收眼底,8位行业研究员将申万23个一级行业“一网打尽”。同时,策略组内优秀基金经理人才辈出。新基金中欧睿尚的拟任基金经理孙甜,就有丰富的投资管理经验,她也是中欧货币、中欧睿达的基金经理。新成立的中欧睿尚将采取股债分仓的管理模式,80%的债券类资产配置,将为组合提供安全垫,从而提高本金的安全程度。

此外,固定收益策略组管理的

基金产品品类齐全,包括货币、纯债、一级债基和二级债基。其中,中欧鼎利和中欧增强回报债券曾荣获由上海证券报颁发的“金牛基金”奖。

在研究模式上,债券估值进入“双轮驱动”新时代后,传统的、仅基于财务数据的信用研究方法已经难以满足产业债基本面研究的要求。而随着直接融资渠道的拓展,信用债品种日渐丰富,融资方式日渐多样,非公开发行债券的增加在提供更多投资标的的同时,还意味着信用债研究的信息不对称程度加大,对信用债研究体系提出了更高的要求。在此背景下,一个强大的、全覆盖的研究团队就显得更为重要,这也是中欧固定收益策略组的优势所在。