

# 杠杆忧才下眉头 违约潮又上心头 公募债基开启“避雷”模式

□本报记者 黄丽

今年以来的债市表现令人惊艳，尽管牛途中频频受到内外因素侵扰，但都有惊无险地安然度过。两个月前，债市最受关注的莫过于高杠杆的泡沫隐忧，当时大量市场资金进入债市寻求避险，而在较高的风险偏好下，一些机构通过质押、配资等方式抬高投资杠杆，海内外机构不约而同地警示债市风险。近期，在监管层的政策洗礼、债券收益快速下行、机构自身严控流动性风险等因素影响下，债市暂时走出高杠杆的险境。

然而，信用风险加快爆发的趋势正成为公募基金最大的担忧。据中国证券报记者了解，在多家同行“踩雷”山水水泥超短融后，一些债券基金经理的操作思路已经发生变化，同时紧急增加人手，扩大研究覆盖面，提升对债券违约的信用风险防范能力，全方位开启“避雷”模式。



IC图片

## 债市降杠杆

好标准券使用率，避免触发欠库。

上述举措被众多机构解读为监管层对债市的降杠杆动作。中投证券认为，该通知一是意在降低中证登的对手风险。2015年下半年，信用事件爆发密度明显提高，导致信用债估值出现剧烈波动，中证登的对手交易风险越来越大，标准券折算率的精细化调整将有助于中证登防范质押券估值大幅下跌带来的对手方违约风险。二是意在控制全市场的杠杆率。中证登“温柔”的风险提示，以及后续可能的调整，都需要目前交易所针对信用债的杠杆投资人保持警惕。

然而，对于身处其中的公募基金而言，一些基金经理对中国证券报记者表示，并没有明显感到新通知带来的影响。“主要还是因为大家现在的杠杆率很低。”华南地区一位具有多年债券投资经验的基金经理表示，事实上自10月底以来，很多基金经理开始被动或主动地降低杠杆，同时远离风险较为集中的小公募债。对于中证登的通知，该基金经理评价，中证登这次调整是渐进式的，所以并未对市场造成明显冲击，“从我个人感受来看，最近我管理的基金申购量一直很大，但市场上能够买到的债很少，没有出现恐慌性抛售。”

近期，多位债券基金经理向记者表示，目前债市内杠杆已经很健康。以一位业绩排名同类前十的债券基金为例，基金经理向中国证券报记者介绍，今年3月份债市出现大调整后，他迅速把杠

杆提上去，配置了很多信用债，收益和排名逐步往上。但是后来随着巨量资金疯狂涌入债市，在债券市场最火的阶段，其杠杆开始逐渐下降。“今年的收益中40%来自于杠杆。开放式债基不能超过140%的规定明年才真正生效，但实际上各家基金公司已经在执行了。目前杠杆率超过140%的基金只能往下降，不能主动向上加了。现在平均杠杆率是133%，未来由于140%不能用得很满，粗略估算，为了应对申购赎回可能整体杠杆率会下降至125%左右。”

债市的场外杠杆则主要来自于投资于债市的各类分级产品，包括分级债券型基金、分级债券信用计划、分级基金专户计划、分级券商资管计划等。各类分级产品一般包含“优先-劣后”或“优先-夹层-劣后”结构。在这个结构中，劣后级承担债市的风险与收益；优先级和夹层级获取固定收益，期限一般为半年或一年，到期后随时可能抽离债市，从而引起市场不稳定。但根据中国证券报记者了解，数月前曾十分火爆的债市结构化产品现在已经罕有人问津。“我们现在还有少数几只结构化产品，但规模都不大。最近也是有银行理财资金过来询问加杠杆投资债市的事，但意愿都不是很强烈，毕竟现在债券收益已经下行了很多，对银行而言，基础收益率很难覆盖其资金成本，很可能亏，所以最终也没有落地。”某擅长于固收投资的基金公司中层坦言，现在发结构化的债券投资产品没有太大的意义，风险较大。

## 信用风险成最大隐忧

市场共发生信用评级下调103次，远高于2014年全年的88次。

“随着经济探底，落后产能必须清理掉，这意味着必然会有企业倒闭，违约情况将更多。”一位绩优债券基金经理认为，明年由于国内经济下行，周期性行业、小企业、传统行业所面临的生存压力较大，加之国内经济处于结构调整过程，市场存在一定的出清压力，信用债的违约风险显著上升，信用债违约的现象会增加，明年债市风险主要是违约的风险。

“山水超短融这种就是典型的踩雷，这种事情肯定还会再有，以后也会继续有。要接受信用风险常态化这个现实。”上述基金经理坦言，虽然早在6月份标普就已经下调山水水泥的评级，但实际上，国内的债券基金经理几乎不看标普等国外评级机构的报告。并且整个市场主要玩家是机

构，存在同质化、偏好太一致的问题。“大家都想规避风险，那么低等级债的估值可能会扭曲，一旦出现问题就没有对手盘。山水在香港的交易很活跃，因为有不同类型的机构，大家有着不同的需求，可能会有人去搏。但在国内市场，如果公募基金不买的话，就没人买，所以一旦出事就很可怕了。”

国泰君安证券首席分析师徐寒飞认为，信用风险“排雷”是2016年信用债最主要的投资主题。“尽管我们认为，从系统性风险角度，外部融资条件宽松、资产厚度缓冲以及外部保刚兑压力背景下，中高评级信用利差仍有低位基础，但尾部信用风险的加速暴露，会主导阶段性的市场波动，尤其是中低评级的估值分化。无论从避免违约角度还是避免估值损失角度，信用风险排雷都是当前和未来信用债投资的重要主题。”

## 机构全方位“防雷”

分析，精选信用投资标的可能是投资人获取超额收益的主要手段。

博时基金固定收益总部公募基金组投资总监杨永光对记者表示，如果明年的经济形势不好的话，信用债券市场的一些风险可能会不断暴露，信用利差不断扩大，这对信用债选择投资可能会有一些比较高的要求。“我个人在投资上会偏重于短久期的高等级的信用债进行投资，并适当加上杠杆，这就是我根据未来这两三年的情况选择债券的投资策略。短久期就是三年之内，高等级的信用债主要是AA+以上。”

在提升债券投资能力方面，博时基金安丰18个月定开债基金经理魏桢则表示，其所在团队主要通过对整个宏观大周期的判断、扩充信用研究团队、扩大类固收投资品种等方式提升“避雷”的能力。“我们对全球以及中国宏观各大部门的资产负债情况进行细致的梳理，对全球和中国宏观未来的宏观大周期情况形成深度认识，在这个基

础上坚定了我们对收益率中枢下行过程持续、信用风险几何爆发的基本判断，在债券整体的大类配置方向上提供了很大帮助。市场对我们的判断都给予了验证。由于判断到信用风险处在一个逐步爆发的周期，我们今年进一步地明显扩充信用研究团队，对各行业各券种基本做到全覆盖，并且定期对持仓品种进行回顾和排险，争取前瞻性地发现和规避信用风险。”

此外，据魏桢介绍，博时基金正在加大对类固收投资品种和投资机会的投研覆盖，从传统的标准化纯债品种扩展到ABS、分级A、打新、多资产多策略等多个方向的类绝对收益和类稳定收益品种，对于未来在低利率环境下捕捉类固定收益投资机会提供投研上的深度准备。与此同时，公司各投资研究部门会通过投资联席会议的形式加强部门间密切交流，强化协同，加强对宏观经济及产业动态的认识能力，加强集体决策对风险识别和控制的贯彻执行。

## 博时基金魏桢：货币牛市向债券牛市转化

□本报记者 黄丽

降息空间，预计明年还有四次降准和两次降息。

**中国证券报：**在高收益资产荒的背景下，对未来一年的大类资产配置有何倾向？

**魏桢：**在经济下行期，企业盈利改善有限，因此主要的行情都是由利率和风险偏好驱动，其中利率是主线，因此在利率高位时属于货币牛市，当利率开始下降时就出现债券牛市，当风险偏好开始提升以后就出现股票牛市。从大类资产轮动来看，随着人口老龄化，经济结构从工业转向服务业，未来居民的资产配置会逐渐转向金融资产，在金融资产内部遵循从货币牛市到债券牛市，然后到股票牛市的规律。现在无风险利率的下降已经形成新一轮趋势，货币牛市向债券牛市的转化已经开始，未来一年的大类资产配置倾向于高评级、长期期的债券等固收类产品。

**中国证券报：**目前看来，哪些债券品种在未来一年更具投资价值？

**魏桢：**站在目前的时点来看，影响货币政策和资本市场的核心矛盾从增长与通胀转移到债务存续与守好底线。这意味着货币政策和资本市场真正的核心驱动因素，将是基于债务存续视角和对守住风险底线的政策思路把握。在长期的利率中枢下行背景下，整个配置思路会有彻底的转变：长期为底仓品种，短期的波段预测必要性降低（牛市不下车的结果同样可以满意）。四季度债市仍处于较为有利的环境，但突破前期低点需要更低预期的经济表现或宽松政策的不断触发，票息加杠杆的策略较传统，但效率打折，长期策略逐渐体现出价值。具体品种我们比较看好长久期利率债和高评级信用债。

**中国证券报：**如何看待未来一年中国的货币政策走势？还会有多少次降息和降准？

**魏桢：**下一阶段主要货币政策思路的变化点是向价格型调控倾斜，不过度“放水”。在存款利率浮动上限完全放开后，中国的货币政策调控开始进入新阶段。货币政策可能还是会以调结构为取向，不强制（明显区别于2008年下半年）。这也是改革的体现，更有利于债券市场长牛。另一方面，央行称对基准利率的调整不仅要看到CPI的变化，也要适当参考GDP平减指数。长期看，在制造业去产能过程中，去杠杆仍是中国经济的主要任务，目前经济不确定因素有所增多，央行需要从量价两个方面保持稳定的货币环境。我们认为宽松周期远未结束，未来降息降准仍有空间。在我们看来，4季度CPI再度下行，但由于存款基准利率已低至1.5%，未来降准空间远高于不会买。

**中国证券报：**如何看待未来一年中国的货币政策走势？还会有多少次降息和降准？

**魏桢：**在组合管理中，我认为流动性应该放在首位，它是决定杠杆率和收益率配置的基础。一方面是对于市场整体流动性环境的预判，另一方面是结合组合特点和规模预判选择合适杠杆率，通过久期和评级选择进行流动性管理。我们判断，利率下降是个长期过程，在以绝对回报为主的固收时代，资产收益率需要结合负债模式来决策，比如业绩基准、同期理财收益率、杠杆成本等，通过票息+久期+杠杆策略的结合争取获得超额收益。杠杆率的平衡主要是结合流动性管理、资金成本与资产收益率差进行灵活调整。

## 外资投行：积极经济结构调整正在进行

□本报记者 黄莹颖

中国经济增长放缓至2.3%，将大大搅扰全球经济，同时限制环球经济增长，对新兴市场及环球企业带来非直接重大拖累。如果中国经济大幅放缓，根据惠誉来自牛津经济模型，估计全球经济增长于2017年放慢至1.8%，现时估计为3.1%，欧元区及美国短期利率上升周期会延迟，油价会继续受压，如果中国经济大幅放慢成真，全球经济增长率及商品低企时间加长。

### 货币政策仍会宽松

此前，中国人民银行于8月11日改革人民币中间价定价机制，以缩小其与境内即期汇率的差距，巴克莱认为，这导致对人民币贬值预期提高、资本外流加剧。

瑞银证券则预计中国央行不会令人民币/美元到2015年底跌破6.5。预计2016年底人民币/美元报6.8。2016年人民币/美元贬值5%，意味着根据新指数及瑞银对其他主要货币汇率的预测，贸易加权角度看，人民币仅贬值2.3%。

美银美林发布报告则认为，人民银行支持人民币汇率参考一篮子货币，为人民币兑美元未来进一步贬值留下了更大空间。如果美联储加息以及对于后续加息的预期，引发美元兑发达国家和新兴市场货币大幅走强，那么这一点将尤为重要。人民币进一步走弱可能波及其他亚洲货币，人民币在彭博亚洲美元汇率指数中占到了很大权重。

摩根大通中国首席经济学家朱海斌认为，按照中国长期目标，其中一条出路是提高汇率机制的灵活性。这将通过放弃人民币盯住美元，转而明确地盯住一篮子货币的方式加以推进。此类转变时机可以在数据比较积极且市场关于中国的情绪转好的情况下，2016年第2季度即可能是一个时间窗口。根据新机制，预计美元/人民币将贬值3%-5%，在2016年底达到6.70左右。

此外，朱海斌认为，预计货币政策在2016年依然保持宽松，目前预计将出现1次25个基点的降息与4次50个基点的降准。除了GDP增速进一步放缓，CPI通胀可能依然保持温和状态。