



知名债券私募规模半年骤减三成

银行理财新规为债市“解渴”

□本报记者 徐文擎

靴子落地 风险缓释

7月20日下午,市场传出银行理财新规即将出台的消息,股市大涨,债市却再度上演反转走势:期债午后直线跳水,收盘大跌,10年期期债主力T1809跌0.75%,创一年半最大单日跌幅,5年期期债主力TF1809跌0.47%。利率债同步调整,收益率午后快速反弹,10年国债收益率重返3.5%上方。彼时业内人士认为,银行理财配套细则落地叠加股市等风险资产反弹,以及前期获利回吐压力显现,债市波动加剧。

临近傍晚,银行理财新规(征求意见稿)终于公布。华创证券屈庆债券团队分析称,配套细则的出台将显著改变前期的资金分配逻辑。首先,存量资金将继续增加对于非标的配置需求,从而挤压债市资金;其次,在债市内部,前期由于极低的风险偏好,资金都集中在利率债和高等级信用债,未来将向中低评级的信用债分流。“银行理财新规出台前,行业实际处于两难的境地:规则不出台,银行不敢开展业务;如果出台的版本更严厉,则展业更难。”北京某知名债券私募创始人对记者表示,“债市遭遇了2015年以来最难的时刻,大家都有点不知所措,业务停摆。现在‘靴子’落地,尽管债市还是继续承压,但风险能够得到一定程度的释放,后面会对照细则看还有哪些业务可做。”

事实上,不仅是私募人士,来自公募、银行等各持牌金融机构从事债券投资的人士近期都感受到了前所未有的“严冬”。

北京某家以债券投资见长的大型公募基金固定收益部总监对记者表示:“我们有非常强大的信用研究团队,至今从未踩过一次雷,但即使这样,我也每天都如履薄冰。我一直和宣传部门的同事强调,千万不要刻意强调公司‘从未踩过雷’,因为在当前的信用环境下,不知道下一个会不会轮到我们,所以一定要低调低调再低调。”另一家中型公募固收业务负责人则干脆暂停了信用债的投资,转而投向利率债。“我的选择代表了行业中的一群人。在当前信用债环境不好的情况下,只选择专心做好利率债,在交易波段中获利。”他想了想又补充道,“我们拿的机构资金比较少,资金成本不高,利率债的收益可以覆盖成本。”

金牛奖得主新华基金的基金经理于泽雨则认为,在当前环境下,应有一套成熟的防范风险的方法和标准。他也为自己的团队设立了四项硬指标,达不到指标的企业一律不考虑:第一,企业业务可持续;第二,企业经营和财务状况“不出格”;第三,困难时期有退路;第四,投资期限较短。

好买财富管理研究中心总监曾令华分析认为,债券市场的表现和银行理财产品的监管方向有较大的相关性。事实上,2014年-2015年债市大发展时期,也是银行理财产品大发展的时期。此前银行理财收缩,对债券市场毫无疑问会

7月20日,央行发布《关于进一步明确规范金融机构资产管理业务指导意见有关事项的通知》,同日,中国银保监会就《商业银行理财业务监督管理办法(征求意见稿)》(下称“银行理财新规”)公开征求意见;中国证监会就《证券期货经营机构私募资产管理业务管理办法(征求意见稿)》及《证券期货经营机构私募资产管理计划运作管理规定(征求意见稿)》公开征求意见。

三箭齐发,业内人士认为,无论是资本市场本身还是身处其中的金融机构,都将获得更好的发展契机,上半年颇受信用违约风险困扰的债券市场也可能迎来转机。

产生较大影响。而此次银行理财新规(征求意见稿)对外公开,风险也得到缓释。

知名财经公号“金融监管研究院”表示,此前资管新规对银行理财冲击最大,所以放松后理财受益也最大。同时,委外重启或可期。他们表示,从证监会《证券期货经营机构私募资产管理计划运作管理规定》(征求意见稿)第三条看,证监会允许公募理财或者私募理财委外券商资管和基金专户,所以过去几个月处于完全停止状态的公募银行理财委外会重新复活。而业内人士指出,过去无论银行公募理财还是私募理财,其委外后最大的投向无疑都是债券市场。

知名私募半年规模缩减30%

“在银行理财新规落地前,不管在银行还是非银机构,投资债券市场的管理人都很难受,尽管实际违约的数量并没有市场描述的那么悲观,但就投资者预期来说,已经接近崩溃了,我们有时甚至觉得每个信用债都有问题。这是信心严重不足导致的。”上述债券私募创始人对记者表示。

今年以来,该私募只做了两件事:一是尽量减持手中的仓位,将换回来的现金应对部分产品提前赎回的需求。截至上半年,其整体资产管理规模已缩减超30%。二是对债券违约企业发起诉讼,开启漫漫追偿路。但就目前的形势而言,即使胜诉,真正能得到赔偿的概率也不大。

“上半年资管规模减了30%-40%,估计到

年底还要再减。主动、被动的都有,年底到期的产品也需要流动性,若现在再买进去,到年底就变现不了。我们现在的目标只是尽量能活下来。”该创始人还表示,在当前市场环境中,减持债券的难度也很大,同行的同向性太一致。“即使价格打得很低,也会出现无人问津的情况,这同样解释了为什么当前市场上有如此多的高收益债。”

另一家不幸遇到个券违约的百亿债券私募的核心人物对记者透露,已经用自有资金先解决了一部分产品流动性的问题,保住品牌,然后再接着诉讼。

“但胜诉的意义在短期内其实并不大,因为企业发行债券是没有抵押物的,即使胜诉,只要企业说‘没钱还’,短期内想拿到赔偿也没有可能。”上述人士说,“我们已经申请资产保全,但因为企业的很多资产已经抵押过了,针对债券的资产冻结在处置顺序上实际非常靠后,只能等总体的处置方案。”他特别提到,基金管理人对于个券违约的处理方式没有区别,不过和私募相比,大中型公募的化解能力比较强,单只债券的持仓比例通常不高,对组合伤害相对较小。

数据显示,2018年上半年累计违约债券26只,规模257.5亿元,平均违约规模为9.9亿元/只,同比分别增长13.0%、37.9%、22.0%。东方金诚首席债券分析师苏莉总结称,从2014年债券违约元年算起,有两个时间段值得关注:其一是2015年-2016年,特征主要表现为违约债项由23只大幅增长至78只,而平均违约规模则小幅下降,说明新增违约主体资质在下降;其二是2017年至今,新增违约主体较前一时间段明显减少,但平均违约规模持续上涨,由2016年的5.0亿元/只上升至2018年上半年的9.9亿元/只,表明新增违约企业资质在大幅提升,信用风险进一步释放。

私募排排网研究部副总监杨建波认为,债券私募会根据违约事件的性质来决定处理方式。一般来讲,对于流动性较好的债券,可以选择清仓,流动性不足的则会考虑调低债券估值以充分反映风险。对于实质性违约的个券,私募一般也会持续跟踪债券违约后的清偿处理。后续的基金投资则会提高债券投资的评级,以及采取更加分散化的投资方式。

“这半年来,我们与投资者沟通也非常多。但目前除了减持也没更好的方式,负债不增加,就难有新增规模,没有净买入的资金。”上述知名私募创始人指出,“除了市场信心外,资管新规出台后,配套细则(征求意见稿)公布前,债券市场需求远小于供给,也是影响当前市场生态的原因。”

“在债券市场里,最大的玩家是银行,其次是券商,再者是公募基金、私募基金。所以最关键的在于银行在其中的角色是否发生变化。”某中型公募债优债基的基金经理表示。

上述知名私募创始人表示:“今年以来,赎回产品的投资者基本都是金融机构。银行委外

往回抽,收回的钱也不再投,以此降低负债规模,债券私募自然首当其冲,规模下降得很快。”

他还提到,此前为了公司能继续生存,公司也有人提议将主要的投资方向转向做利率债,但最终放弃此项提议,主要基于两点:首先,公司债券投资业务整体处在压缩过程,这个过程中最重要的是保证客户资金的安全性,而不是博收益;其次,现在资金成本不低,利率债当前的收益区间及未来的走势,大概率覆盖不了当前的资金成本。因此,“还不如把钱赎回来还给客户”。

引导投资者信心回升

“我们认为,此次银行理财配套细则发布的征求意见稿与资管新规的核心精神一脉相承,但金融去杠杆仍需要时间。”上述私募创始人称,尽管此次银保监会的理财细则进一步明确,包括委外和投顾在内的银行合作名单中暂时没有私募基金和私募基金管理人,后续变化也有赖银保监会的态度,但他相信,债券市场的生态环境会得到一定程度的改善,资金逻辑也料将发生变化。“比如,此次理财新规出台后,非标料将获得增量资金,有望缓解当下民营企业融资难问题,也会间接改善信用市场的流动性。”

屈庆债券团队则表示,中低评级的信用债投资需求改善,主要依赖监管引导融资渠道的恢复和投资者信心的回升。本轮信用风险的爆发主要是在治理金融乱象和严控影子银行背景下,企业融资渠道荒所导致的,而融资渠道的收缩和信用风险事件频发进一步削弱了投资者的风险偏好,包括对于民企“一刀切”的情况,形成了信用债市场的逆反馈现象,这与2016年由于市场担心产能过剩企业的经营风险而导致的信用利差走扩逻辑不同。因此,本轮信用风险的好转,首先需要疏通企业的融资渠道,同时扭转投资者的风险偏好。

二季度以来,监管高度关注信用违约事件的发生,并开始通过一些政策微调引导资金流向中小微企业,从前期央行两次定向降准、将中低评级信用债和小微企业贷款纳入MLF质押库,到上周央行直接窗口指导银行购买中低评级信用债,银保监会召开座谈会要求提高民营企业和小微企业的融资服务等,信用市场面临的融资缺口问题已经开始逐步改善。而资管新规配套细则则是通过放缓存量业务调整速度、减少企业继续通过非标融资的难度,来改善企业融资环境。同时,政策的连续出台和风向转变也有助于缓解投资者的紧张情绪,促进风险偏好的回升。

尽管投资者风险偏好的恢复并非一朝一夕,但预计政策支持民营企业和小微企业融资恢复的政策仍将延续,因此中低评级信用债的配置价值已经逐步显现。投资者可以从中择优,挑选那些有核心竞争力、有一定流动性压力但仍可控的优质龙头企业。