

债市雷声不断 机构应对违约常态化

□本报记者 李惠敏

近日,又有两只债券被卷入违约潮。12月17日,上清所公告,“18华阳经贸SCP002”和“17永泰能源CP007”未能按时兑付本息,已构成实质性违约。

这只是今年债券违约的冰山一角。实际上,2018年债券违约的数量和规模均创历史新高。随着“刚兑”潜规则消失,未来债券违约也将向常态化发展。对此,业内人士表示,在外部宏观经济和融资环境变化的情况下,违约民企普遍出现经营盈利下滑、再融资困难、财务数据质量较差等情况。未来除了在风控、尽调、信评等方面进一步加强外,还需与投资人事先沟通,明确预期。此外,部分基金经理表示,未来在风险可控前提下将适当配置一定资质较差的信用债。

“雷声”不断

2018年信用债违约明显增加。相关统计数据显示,2018年年初至12月14日,共发生115只信用债违约,违约金额高达913.19亿元,较2017年的49只信用债违约、违约金额251.37亿元均有明显增长。

“整体来看,多数‘爆雷’主体都需有友好的再融资环境才能支撑企业运转,而今年整体信用环境收紧,所以企业出现流动性危机并不意外。”银叶投资黎至峰表示,“违约原因可分为两种。第一,类似神雾16环保债和11凯迪MTN1等,主要原因是业务模式需不断投入资金才能持续运营,但回款慢且难度大,导致现

金流紧张;第二,类似15丹东港PPN001等情况,受经济基本面影响,主营业务恶化,前期投入大量资本拓展业务,在建工程较多,债台高筑,还本付息压力极大。”

另一位公募基金基金经理李斯(化名)亦表示,“融资环境收紧及市场风险偏好下降影响比较大。在政策宽松时期依赖债务融资过度扩张的企业,在当前市场环境下,资金周转困难。而更深层的原因,则是违约企业缺乏抵御风险的能力。”

针对违约债券的后续兑付及进展情况,泓德基金信评主管王璐表示,一般来说,企业违约后处置分为三种:第一,违约后没有任何后续进展,预计未来回收率也较低;第二,部分企业有一定优质资产,在处理债务问题时较积极,选择处置资产获取现金流,与债权人私下达成协议,或是寻找其他战略合作伙伴等方式解决,最终并未造成实质违约;第三,在支持民营企业融资指导下的新处理方式,即发生实质违约后,监管机构介入协调各金融机构成立债委会,一起解决公司的债务问题。根据债权人的不同性质,债委会做出包括现金打折清偿、展期债务、债转股等不同方案。

李斯进一步称,目前国内违约债券并没有统一的处理模式,从统计数据来看,违约债券后续得到全额或部分兑付的占比不到25%,大部分为双方协商或诉讼求偿。

“刚兑”消失

实际上,据记者了解,此前部分信用下沉

的信用债均存在“刚兑”潜规则的现象。不仅如此,此前发生的多次信用风波,也均在各方协调下“刚性兑付”。不过,针对今年“雷声”不断的情况,“实在是‘刚兑’不过来,根本兜不住。”一位私募人士表示,“刚兑潜规则是指不管资质如何的企业都会在各方努力下实现债券兑付。此前,山东某企业称还款困难,相关监管机构称若还不上款则停止山东所有企业发债审批,最后在山东本地各机构的协调下,有银行定向发了笔贷款用于还债。”

黎至峰称,以前模式通常为固定收益加信用下沉,目前机构普遍做法是用信用缓释工具或信用衍生品进行对冲,但也存在局限,已“踩雷”或将“踩雷”的,机构很少愿意使用以上工具;第二种方式是募集新基金,成立类似垃圾债的高收益产品,把已“踩雷”的券挪到新基金中,将风险收益两极化;第三种则是选择清盘,类似股票清盘。

泓德基金经理李倩亦表示,随着“刚兑”的打破,债券投资机构越来越重视内部信评,建立内部评级体系作为投资指引,而非盲目依靠“刚兑”的信用下沉资质。

“随着刚兑预期的消亡,机构应对时需要具备底线思维。尾部风险仍然会阶段性爆发,需紧密防范。对于中低等级主体,并不‘一刀切’,而需精挑细选,充分对主体的信用资质进行研究。”李斯亦表示。

信用适度下沉

在“资产荒”的情况下,未来又该如何进

债市遭遇单周突变

固收管理人坚信债牛延续

□本报记者 张焕韵

上周,受多重因素影响,债市出现调整,拖累不少债券基金净值短期有所下挫。但债市的波动似乎并没有影响到固定收益管理人的心态,基于基本面研判,不少人对债券牛市依旧信心不改。

债市单周突变

上周,债市先涨后跌,标志性的10年期国债利率最低降至3.27%,而10年期国债利率最低降至3.67%。

海通证券分析指出,债市下跌有两方面的原因:一是因为货币利率低位回升,加之央行继续暂停公开市场逆回购操作,使得市场担心年末资金收紧;二是市场担心政策会重走刺激地产老路。

长城基金宏观研究人士指出,由于社融略高于预期,再加上发改委企业债新政引发宽信用预期,交易盘年末止盈,债市明显回调。

“从债券市场的情况来看,未来资金将面临跨年压力。”长城基金宏观研究人士指出,“但年末超万亿财政存款投放在即,预计年末资金面合理充裕,但货币利率难以回到10月末

的低点水平。”

宝盈基金固收团队分析,上周资金面略有收紧,利率受消息面和获利回吐等因素影响出现调整。

国泰君安证券则指出,“债市突然大跌需要引起投资者重视。”站在当下,即使未来牛市仍然延续,投资者也要注意进场的时点。下一阶段,债券收益率面临的调整风险较大,策略上应以谨慎为主。

受债市调整影响,债券基金净值短期下挫。Wind数据显示,截至12月19日,开放式基金中,可统计的中长期纯债型基金共有1333只,今年以来平均收益为4.72%。然而这些基金中,上周单周有662只产品净值下跌,平均收益下跌0.038%。

债券牛市或持续

临近年关,债市变动,作为买方的公募是否感到压力?

“对于年末净值排名,其实我们并不关心。”深圳一家中型基金公司固收部门总监告诉记者,“债市的关键在于判断长期趋势,单日的涨跌幅或者异动其实不会影响太多。各个产品还是以自身所追求的收益基准为标准,如果

趋势判断错了,或者离目标偏离太多,那才是真正出了问题。”

但也有固收基金经理告诉记者,“近期债市利率下降速度过快,有资金获利盘想在年前了结,而踏空者又期待债市回调,所以边际买入热情下降,短期债券市场或存在一定的技术性调整压力。”

东吴基金固收基金经理王文华表示,受债务率高等因素影响,明年经济下滑的压力仍然较大;四季度以来大宗商品价格下跌,国内工业品价格回落,通胀压力较小。另外,真正走向宽信用仍然需要资金面的配合,预计明年债券市场行情有望延续。

融通债券基金王超表示,展望后市,信用收缩环境下经济下行的逻辑未变,后续伴随房地产链条景气度的加速下行,或可见经济下行压力的加速显现,同时通胀压力将会逐渐证伪,为长期提供下行空间。同时,货币政策在内外环境扰动下,在回归中性后偏松方向比较确定,流动性的合理稳定也较为明确。此外,全球经济的逐渐下行和美国顶部区间的过热回落,或在未来降低整体市场风险偏好,同时也从利差角度为国内债市打开空间。整体来看,参考历史经验和逻辑依据,从调整时间和调整幅度

IPO退出不敌去年

年末VC/PE退出策略转向

□本报记者 刘宗根

一些短期交易,20多个项目中大概有四分之一是通过劳务转让退出的,IPO和并购重组也有。“短期追求的是绝对收益,一个项目每年有年化40%-50%的投资回报率,对于我们来说,就可以退出。”

上海某中型VC初始管理合伙人认为,VC/PE机构在考虑退出的时候,至少需要具备三点:第一,投资应该是一个逐步的退出,而不是一次性的、突然的、没有任何征兆的退出。第二,在逐步退出过程中,希望看到每一次退出都有一定溢价,这也是退出的前提。第三,在IPO整体不振的情况下,可以通过转让的方式,判断投资的企业下一个阶段需要什么样的产业资源,主动去寻找一些产业投资人和战略投资人,以一个相对具有竞争力的估值,将份额进行转让。

“投资结构决定退出策略”

在江苏某中型VC合伙人看来,投资结构决定了未来的退出策略。“我们一个基金里面即使只有三五亿的盘子,也会在早期、中期、晚期项目上各配置不同的比例,如投到Pre-A轮大概占一半,投到成长期大概占30%,投到早期约占20%。因此基金在投后3年到5年会有成熟的IPO出来,而且可以完全覆盖本金。后面的成长期或者更早期的项目,我们就可以博一个更高的收益,或者通过转让的方式退出。”

该合伙人进一步表示,现阶段退出方式主要还是国内市场,以IPO和并购退出为主。“我们今年退出的一个项目是在2011年投得比较早期的项目,这个项目成立后第二

行大类资产配置?对此,李倩表示,本轮所谓小型“资产荒”与上一轮牛市有明显差异,上一轮债券牛市的核心驱动来自需求,强大的配置力量带来了“资产荒”,而本轮牛市除了需求以外,更应注意到社融的收缩和供给端的影响。因此,将继续强化内部信评体系的建立,做好信用基本面和信用策略多层次研究,以风险收益比为核心做价值发现,根据具体产品性质的需求和定位做综合权衡。

上述公募基金基金经理表示,在“资产荒”的情况下,票息收益会有系统性的下降,对大类资产配置提出了挑战。适当进行信用下沉是备选项,但必须是有条件的信用下沉,即经过具体深入的研究,对主体的信用资质有清晰认识下的信用下沉。基准的配置思路仍然是以中高等级信用债为底仓,辅以利率债波段操作,同时在有清晰认识的领域进行适度的信用下沉。”

谈及未来对信用债的配置时,某位债券私募基金基金经理表示,当前政策支持主要体现在一级市场以及一级市场影响的二级市场,并未对企业本身盈利能力提供支持,而是将风险往后挪了两三年。因此,未来对信用债并不乐观。配置也需要,但是在风控、尽调、信评等方面需要进一步加强,最重要的还是要与投资人沟通明确,所投信用债存在多少风险,即使未来“踩雷”,投资人也有预期,这也是资管新规后需要让投资人了解的重要问题。李斯亦表示,“对于资质较差的信用债,我们所在的信评团队有完备的信用分析体系,在控制违约风险的前提下,参与被市场错杀的信

来看,债券走牛或仍在半途。

王超指出,目前实体缺乏加杠杆的动能,需要利率下行来降低企业成本,在融资需求回升前,债券相对具备较高配置价值。潜在风险仍然是低资质信用债的信用风险,经济结构优化过程中必然会淘汰掉一些落后的企业,在债券市场上则体现为债券违约。

博时基金首席宏观策略分析师魏凤春分析指出,经济基本面下行、通胀预期缓解等推动债市前期上涨的基本面因素依然成立,央行行长表示货币政策兼顾内外均衡,但仍表明了偏向宽松的基本立场。因美联储加息和市场预期调整,“债市短期或小幅调整,中长期或是较好的配置方向。”

宝盈基金固收团队认为,支持民企和发改委企业债政策对于信用债利好较为直接。总的来看,利率长期方向向下,依然值得配置,回调可加仓。信用利好较为直接,依然看好中等资质信用债,可以保持适度久期。

也有外资看好中国固定收益市场。景顺资产近期发布2019年环球固定收益展望,认为新兴市场增长已见顶,预计将于2019年放缓。“中国经济增长靠稳,加上预期区内的外国直接投资将会增加,令我们看好亚洲固定收益市场。”

多只债基暂停大额申购

□本报记者 许晓

12月19日,多只债券基金开始暂停大额申购业务,部分债券基金针对大额申购提出限制。业内人士表示,不少债基暂停大额申购的目的是为了保证基金的业绩稳定,维护基金份额持有人利益。

中金纯债债券12月19日公告,自2018年12月19日起,暂停中金纯债债券型证券投资基金的大额申购(包括转换转入、定期定额投资)业务,单个投资人单日累计申购申请金额不得超过100万元。

同日,金信民兴债券基金也开始暂停大额申购业务。其公告称,从2018年12月19日起,暂停本基金直销方式及各代销机构的大额申购业务,即单日单个基金账户累计申购本基金的金额超过500万元(不含500万元),本公司有权部分或全部拒绝。

事实上,近日,为保护基金份额持有人利益,国金及第七理财债券、德邦新添利债券、国寿安保尊享债券A也均开始暂停申购业务。最新数据显示,上述三只债券基金份额分别为2.8828亿份、2.7040亿份、11.0340亿份。此外,泰康安益纯债A、泰康安益纯债C则则针对大额申购进行限制。

对于部分债券基金纷纷暂停大额申购的原因,北京一位公募基金人士向记者表示,春节假期临近,大量进出的闲散资金会摊平债基原持有人利益。近期不少债基限制投资者尤其是机构投资者的大额申购,也是为了防范大机构用闲散资金突击申购套利,保证基金的业绩稳定。

主动“瘦身”为“留客”

基金弱市大方分红

□本报记者 万宇

今年A股持续调整,受市场拖累,多数权益类基金赚钱效应不如去年。但今年公募基金却大方分红,Wind统计显示,截至12月19日,今年以来公募基金分红总额达97866亿元,远超去年全年的70347亿元。业内人士表示,去年结构性牛市中累积了可观的收益和相当的规模,稳定投资者信心则是今年公募基金大方分红的主要原因。通过分红,基金产品“瘦身”也可以起到降低管理难度等积极作用。

债基分红占比最高

与去年相比,今年公募基金行业分红颇为大方。Wind统计显示,截至12月19日,今年以来共有1309只基金合计分红达978.66亿元。而去年全年公募基金共分红701.88亿元,今年公募基金的分红金额已经远超去年全年。

与去年相比,债券型基金异军突起,成为今年分红的主力。根据Wind数据,今年债券型基金分红金额达455.47亿元,占比达到46.54%。紧随其后的是混合型基金,分红金额达到403.87亿元,占比41.27%。而股票型基金分红金额仅有81.43亿元,占比8.32%。

盈米基金FOF研究院总监杨媛春指出,今年是债券市场的牛市,而且债基规模不断增大。根据银河证券基金研究中心统计,截至三季度末,债券型基金总规模达到251亿元,超过混合型基金规模,成为仅次于货币基金的第二大基金类型,所以大量债基在今年集中分红,让投资者将收益落袋为安,这不仅让债基成为今年分红最多的基金类型,甚至带动了整个公募基金今年分红总额的增加。

在单只基金中,有12只基金今年分红超过10亿元。其中,兴全趋势投资是分红最多的基金,今年分红高达36.81亿元。另外,中欧价值发现A和华夏沪深300ETF分红超过20亿元,分别达到27.23亿元和22.26亿元。值得注意的是,兴全趋势投资在2016年和2017年都位列年度分红榜首,分红总额分别为58.42亿元和28.62亿元,如无意外,该基金今年将连续第三年荣登公募基金分红榜首。在分红次数方面,15只基金今年分红次数超过10次,嘉实超短债、博时裕盈三个月、博时裕盈三个月的分红次数达到12次。

分红“瘦身”利于管理

华南某基金经理表示,今年基金分红总额增加,主要是因为公募基金有分红的基础。权益类基金方面,虽然今年股市动荡,但去年和今年年初A股市场结构性上涨,权益类基金赚钱效应明显,所以多只权益类基金在今年一季度集中进行了分红;债券型基金方面,今年债市走牛,大部分债券型基金录得正收益,债券基金也具备了分红的良好基础。

该基金经理还表示,部分绩优基金在去年的结构性牛市中规模上涨幅度很大,基金公司选择在今年进行分红还可以降低基金规模,利于基金经理管理。“船小好调头”,众禄基金资产配置研究院也认为,在变化市场环境中,小规模基金的操作比较容易,一旦市场有起色,小规模基金的灵敏度更高,业绩反应更迅速,更易吸引资金流入。今年股票型基金虽然在分红总额中占比较小,但81.43亿元的分红金额也超过去年全年51.10亿元的分红金额。

众禄基金资产配置研究院还指出,分红是基金公司在弱市环境中常用的手段,将前期已获得收益通过分红的方式释放,可以降低后续浮盈缩水的风险,是投资者乐于接受的方式,有利于提高投资者对基金管理团队的长期信任程度,起到“留客”的作用。

一位基金分析师还透露,债基分红大方一个不公开的“秘密”是机构资金借道基金分红避税,因为机构客户在债基的投资者中占有相当比例,而企业投资资金取得的分红收益可以免征收所得税,所以一些快速快出的机构资金也助推了债基分红规模的增加。但他也指出,去年底监管层处罚了4家通过分红帮助客户不正当避税的公司,基金公司在分红时也更加谨慎和规范。