

研究先行 捕捉中长期信用红利

□本报记者 余世鹏



以扎实投研创造价值

“我是理工科专业出身,曾在企业一线技术岗位工作,这段经历让我对实体经济有很深的感受,也给自己的固收投资研究带来了很大帮助。”在长期积累的基础上,王一兵带领创金合信固收团队在信用分析领域形成了显著的品牌效应。

王一兵介绍,创金合信基金固定收益部有一个十余人的信用研究团队,建立了比较完善的信用研究框架。“我相信研究创造价值,但做债券投资研究并不存在统一标准。创金合信基金的固收团队根据行业进行分工,但投研过程会涉及不同类型的债券与企业主体。因此,投研人员要通过一个个案例的长期积累,才会形成持续优势。”

王一兵指出,对于信用债投资,首先会按照基金合同中关于投资的杠杆率、债券的评级规定进行选择,这是通常所说的“形式风控”。据王一兵介绍,更为核心的是内部信评机制。“由于信评人员只负责风险把控,因此会比基金经理更加审慎,由信评人员决定信用标准更能降低组合的信用风险。”在该机制下,只有经过内部信评团队评审通过的信用债才能进行配置。基金经理如果不同意信评团队给出的意见,可以通过申诉进行更进一步的讨论。

在具体投研策略上,王一兵说,首先需要对发债主体的经营情况进行细致分析,摸清债券的信用风险情况,这是“防雷”的重要前提。“其中,信用风险分为系统性风险和个券风险。信评团队将精力主要集中在个券风险的甄别上,他们会搞清楚单个企业的经营现状。”

值得一提的是,王一兵团队在个券风险研究方面已建立了“多维度研究”框架。在该框架下,个券研究首先通过传统的财报分析来排除风险。“不仅看财务数字本身,关键是关注数字的真实性,即是否存在财务造假。”王一兵说,判断是否财务造假主要看三个方面:一是财务指标间的勾稽关系是否正常,如主营业务收入增速只有20%,但存货增速或应收账款增速连续多年远远高于主营业务收入增速,则其勾稽关系是存疑的;二是行业对比,看看该公司业务指标是否明显高出或低于行业均值;三是识别关联交易,这是财务造假的高发地,要着重关注其关联交易是显性的还是隐性的,企业与供货商、客户业务往来是否正常等。

其次,在财报分析基础上,个券研究要进入现场调研阶段。“去调研一般要与企业多名人士交谈,通过他们提供的信息进行相互印证。此外,我们还将调研目标从企业延伸到企业的贷款行、上下游供应商、企业所在地的居民等。只有进行多维度调研后,才能对公司经营情况有个清晰的判断。”王一兵说。

王一兵介绍,他们曾关注过一个垃圾发电企业,旗下有两家发电厂。当时为搞清楚该企业经营情况,他专门带队去企业现场调研,在第一个发电厂详细了解垃圾发电流程。“当时我们算过一笔账,从企业公布的财务数据来看,只要该企业的两个发电厂能够满负荷生产发电,它实现市场所预期的盈利应该没问题。为了充分验证,我们在看完第一个发电厂后,又到了200公里以外的地方观察该公司的第二个发电厂,并与当地居民了解该发电厂的开工情况。一圈调研下来,该企业的经营情况基本符合设想,我们就投了这家公司发行的债券,后来债券也顺利兑付。”

创金合信基金王一兵:

捕捉中长期信用红利

□本报记者 余世鹏

王一兵,四川大学MBA,十余年从业经历,历任第一创业证券固定收益部高级交易经理、资产管理部投资经理、固定收益部投资副总监,现任创金合信固定收益部总监、创金合信恒利超短债基金和创金合信鑫日享短债基金的基金经理。

从边际变化预判经济趋势

除了个券信用风险研究外,宏观经济也是影响债券投资的重要部分。记者发现,王一兵的宏观分析框架聚焦经济中短期发展,却能从发展的边际变化中,捕捉长期经济发展趋势。

王一兵表示,目前中国经济依靠投资和外需驱动增长的模式受到挑战。所以在基本的衣食住行满足之后,未来的经济发展要从高速增长转向高质量发展。

在王一兵看来,高质量发展分为两部分。首先是消费升级,消费者会在环境保护、绿色食品、旅游、教育、休闲等方面有着更高的质量追求。未来,消费产业的品牌效应和服务效率,将迎来极大的提升。其次,与消费升级相匹配的,是各行业产业链也要开始新一轮攀爬。以往,基于劳动力与成本优势,中国产业发展在规模效应上取得了巨大成功,且在很长一段时间内成为国内经济发展的禀赋优势。但随着这几年的产业转型升级与增长模式优化,在消费升级背景下,产业发展已逐渐从依靠劳动力规模优势转向提升劳动力的效率转变。王一兵敏锐地指出,这意味着,通过提升劳动力的教育水平,进而增加劳动附加值,将成为实现产业攀爬与技术创新的重要手段。

以手机为例,王一兵指出,在多年发

展的基础上,目前国内的手机硬件制造水平并不比国外落后。未来,为满足国内14亿人口的消费升级需求,国内的手机产业链要从硬件制造向高端的芯片、操作系统等核心环节攀爬,这样才能获得产业链中的更优厚利润。“在产业链攀爬方面,从上世纪80年代发展至今,国内的家电产业已走出了一条成功之路,这将为其他行业提供较好的借鉴。”王一兵说。

而随着国内产业链的不断攀爬,在全球分工中,以往有的低中高端产品的比价关系将得到极大改变。“显然,这是经济高质量内涵发展的基本要求,也是中华民族真正崛起与复兴的必经之路。可以说,基于14亿人的庞大内需市场与中国当前的产业禀赋优势,中国企业在逐步在某些行业和领域形成竞争优势,逐渐做出自己的拳头产品。”王一兵认为,现阶段虽然经济存在下行压力,但货币政策与财政政策依然保持了较好的定力,以积极的财政政策服务于稳健的货币政策。“财政政策的指向性很强,可以通过促进企业的减税降费来释放活力,进而提升企业竞争力。在谋划好‘国内国际’两个大局的基调下,中国经济正在转向高质量发展,我对此充满信心。”王一兵说。

挖掘信用债投资机会

王一兵指出,加强多层次资本市场建设,促进直接融资是金融改革的重要组成部分,未来会有更多企业通过债券市场融资。因此,在前述对中国经济发展前景乐观分析的基础上,王一兵表示,未来的债券投资应遵循资管新规打破刚兑、回归本源的方向,在信用研究的基础上,挖掘信用债投资机会,寻找被市场错杀的标的。

“我们认可的债券,其发债主体一般属于行业龙头级别,具备较强的竞争力,且其负债率较为合理,经营稳健可持续。”王一兵表示,接下来的标的挑选将以城投债为主,同时兼配一些AA和AAA的高评级债券。其中,城投公司的收入和应收账款基本源于地方财政,个别公司虽出现暂时的流动性困难,但只要具备持续经营能力与市场竞争力,在标的挑选策略上应该给予考虑和支持。另外,产业债因之前“爆雷”过多,机构配置的意愿不强,但这其中存在一些“富矿”,要通过信用研究来甄别。

“从过往历次债券牛市行情来看,率先爆发的是利率债,然后才是高评级债和中低评级债。但由于过去两三年债券‘爆雷’较多,中低评级债券的流动性并不太好。不过,随着资管新规的实施,银行理财进行净值化管理后,资金会对相对高收

益的资产更加渴求,信用债市场的中等评级信用债会存在一定的投资机会。”王一兵说。

王一兵认为,较长期限的信用债往往收益率都较高,但因为久期过长波动大,加上未来的信用情况不太容易看得清,基金管理人一般不太愿意持有。因为基金持有人赎回债基会产生流动性冲击,并且形成“赎回-折价-净值下降-再赎回”的负向循环。“所以,一直以来,普通债基很少投资于长期的中等评级信用债。这也意味着,具有价值投资视野的投资者就很难享受到较高票息的好处。”

据王一兵介绍,为解决流动性冲击引发的负向循环问题,正在发行的信用红利债引入了“赎回费”与“套保策略”两大机制创新。首先,久期较长的信用债,票息会比较高,但流动性相对差一些。因此,为了鼓励持有人长期持有,信用红利债规定,若持有人在540天以内(相当于1.5年)赎回,将被收取0.5%的赎回费,该赎回费将全部计入基金资产,用来补偿长期持有人的流动性风险,并降低基金流动性管理成本;若持有期超过1.5年以上,赎回费则降到零。另外,基于套保策略,在认为利率有重大上行风险时,信用红利债会通过套保来降低组合波动。