

高宇:从市场认识偏离中寻找超额收益

□本报记者 张昊



高宇,厦门大学金融系硕士,从事固定收益投研工作6年半。曾供职于第一创业证券资产管理部、国信证券研究所,并获首届固定收益分析师金牛奖第五名(2010年,团队)。2010年加入博时基金固定收益总部,历任博时基金研究员、基金经理助理,负责信用市场研究。现任博时产业债纯债债券型证券投资基金的基金经理。

产业债回报值得期待

博时固定收益团队拥有近30位投研人员,拥有数位业内债券投资的元老级人才坐镇,公司固定收益类公募产品达21只,产品线完善。2014年,博时固定收益产品以超过30%的平均收益率在前15家对标公司中排名第一,以88.35%的收益率摘得近三年固定收益排行榜桂冠。站在这一节点,博时发行了国内第一只产业债基金。

从整体而言,目前产业债投资的契机是国内信用债迎来的发展机遇。中国的信用债市场分为两类:一类是产业债,一类是城投债。“城投债过去几年的投资回报率相对较好,但由于现在中央政府对地方政府债务的控制,未来以城投债为代表的信用债投资回报率在降低,产业债的投资回报率在上升,这也如欧美发达国家一样,这才是真正的信用债市场。”

高宇表示,博时此时推出产业债基金的规划明确,逻辑清晰。他表示,长期来看,社会广义风险利率决定了信用债利率,信用利差则由市场利率走势决定。市场认为,信用债中枢可能下降,其中高评级信用债下行幅度或更大,且信用利差可能随着整体利率的下行有收窄的空间;但低评级的信用债整体利率下行幅度有限,且在信用利差整体收窄和低评级信用风险加剧的作用下,低评级信用债信用利差收窄空间有限。即以信用基本面、行业周期风险逻辑定价的信用资产,其一级市场发行利率、二级市场的估值与广义融资利率相关性将降低。短期来看,长期利好的逻辑可能难于很快兑现,且一级市场发行利率已经下行到相当的低位,在2015年各个季度经济相对平稳的背景下,信用债整体水平

分化或更加明显。

“无论从估值水平,还是市场深度、广度来看,产业债都可能表现出较好的投资机遇。”高宇介绍,2014年,我国债券发行规模11.0万亿元,其中产业债总量规模超过5.5万亿元,已经远超城投债等其它债券类型,成为规模最大的细分信用债市场。产业债市场以高评级为主、中等评级为辅的市场已经形成,覆盖行业以制造业、能源等强周期行业+公用事业、消费品等弱周期行业为主。

相较于城投债,产业债行业广布,可有效分散行业风险。产业债涉及行业众多,利用不同行业之间的周期差异化实现组合内风险对冲,通过“分散化投资+行业风险对冲+个券精选”,可显著降低组合的信用风险。同时产业债行业、公司的信息更加透明。

博时基金债券配置拥有严格的风险控制程序,这也让高宇充满信心。博时基金长期跟踪研究我国公司债券市场的发展与变化,自行设计、独立开发出“信用分析系统”,历经市场检验,能有效规避债券信用风险。

在博时基金看来,中国未来信用债市场最核心的将是产业债市场,欧美国家的发展路径有可能得到复制。高宇介绍,“在美国过去30年,产业债指数的回报率在9%~10%的水平,标普500的回报率也大致相当,但是产业债市场的波动率是标普股票500指数的几分之一。所以,产业债的风险调整后的收益是比较高的。中国一定会像美国一样有这样一个市场,而且这样的市场已经有了。我们在这个时候推出产业债基金,我认为是有战略、战术和投资价值的。”

作为博时基金信用研究主管,高宇关注信用研究已经七年。“关注基本面,争取从市场认识偏离中敏锐把握和创造超额收益”,是高宇对于信用债投资的理解。如今,高宇管理的博时产业债基金正在发行,高宇正将他在这一领域的积累和心血倾注其中。

债市小年仍有机会

债券市场经过了此前一轮波澜壮阔的“大年”之后,今年有可能迎来“小年”,这几乎已经成为业界共识。而高宇认为,即使是在债券小年,债市也依然存在机遇。高宇称,债券最大的特点就是,在经济正常情况下,如果不出现大规模违约的情况,债券存在均值回归效应,这就意味着在一个大年之后一定是一个相对的小年。从历史来看,今年出现债市小年的概率非常大。

但高宇坚信债市依然存在投资机会。“因为任何投资都取决于当时的时点。从再投资回报率的角度看,站在目前时点预计,2015年的再投资回报率会低于2014年。”但高宇表示,投资是一个长期资产配置的

过程,特别是在当下,债券组合里面的配置应该偏向于产业债。“今年债券市场投资机会有两个方面:第一是无风险利率的投资,也就是集中于货币市场利率这块。货币市场的回购利率和协议存款利率比较高,但对应非常短期限,比如一个月以内的品种,因此,短期内对于纯债基金的防御策略是可以考虑的。”

随着降息降准预期的逐渐落地,高宇认为这样的货币政策环境意味着,安全产业中优势企业的投资价值是比较高的。“我们的产业债投资主要集中于这类企业,专注相对有优势的公司,因为大的政策环境是在放松,所以债券资本利得和相对比较好的利息收益是

可以预期的。”

高宇建议,投资人未来可以考虑将纯债资产逐步转移到产业债市场上。因为中国无风险利率尤其是短期利率相对还是比较高,政府现在在降低社会总的融资成本,所以是长端的企业贷款利率要降低,更重要的是短端的利率也要降低。

“我相信从实际的、长期的、真实的回报来看,短期的高利率是不可持续的。如果短端利率下降,无疑对于企业的基本面是利好,长端利率的相对吸引价值空间就打开了,所以建议投资人还是要更加关注以长期的产业债为主的纯债基金组合的投资机会。当然,相对于2014年,投资人的预期回报率要降低。”

做专注专业的产业债基金

博时产业债基金是一只纯债基,这可能与高宇专注加专业的做事准则相关。高宇并不羡慕那些依靠打新等权益类投资获得短期高回报的策略,他更关注债券基金经理的本职工作,即纯债领域的投资。潜心研究信用市场尤其是产业债市场,希望能够抓住未来中国信用市场的核心和主流机会。

高宇显得踌躇满志。“我们这只产业债纯债基金策略非常明确。过去的债券基金更多是偏向于股票、转债、新股都有,博时产业债基金不投资任何股票、转债和衍生品,并且所有与权益衍生相关的都不投,新股也不投,我们更加专注于产业债。而且我们也不投城投债,所以我们产品的风险特点非常单一,我们的风格漂移也是比较低的,我们专注于一个最大的细分市场。”

决心来源于信心。高宇认为,产业债市场未来的投资回报率空间很大。“所以,我们选择的是未来相当具有价值的领域。”

谈到博时产业债的策略,高宇称,“这是一只既适合年轻人又适合老年人的纯债基”。他的建议是,老年人对于债基的投资比例可以到60%以上,而年轻人应该在30%左右。高宇特别指出,尽管中国的产业债市场收益率空间比较大,但也存在一定波动。“比如去年我投资过的交易所市场有不少建仓成

本在70元、80元的债券,经过一年的上涨有平均10%以上的价差回报空间,对应的回报率最高达20%以上。

其实这些高收益产业债的波动风险也是比较大的,我们也在组合风险敞口方面控制这类高风险资产的比重,注重收益的长期化,力争在风险平衡的前提下给大家最优的投资回报。”

谨慎但不保守,是高宇强调的另一个投资纪律。“我们认为在2015年,高收益的资产相对风险大于机会,我们可能会更加保守,投资于更安全的标的。如果回顾过去,站在去年年初的时点,我的组合一定会把组合很多的仓位放在高收益的资产,也就是价格较有吸引力的债券上。作为专业机构投资人,我们会把握到它的投资价值机会,在没有违约风险的前提下,我们会赚价差,会给投资人带来回报。”

但是当机遇来临之际,高宇也绝不会犹豫不决。

“如果未来有信用事件发生,如果市场出现大幅的剧烈波动,我相信我会坚定地进入到高波动的产业债市场,为投资者带来丰厚的回报。”高宇明确表示,产业债投资的基石是“信用安全”,即基本面是第一原则。“我们不会因为单纯的高收益率而改变对基本面的坚持。在风险可控的前提下,追求风险调整后回报的最大化是我们的目标,也是主

动管理的价值所在。”具体到研究层面,产业债覆盖的行业,高宇表示都要有基础性、规律性研究,对行业的代表公司需要重点研究,不同信用级别的研究侧重也不同,其深入和到位的研究要求不亚于对股票投资的要求。

关于基金的具体配置策略,高宇介绍,产业债市场的组合将采用“分散投资+行业配置+自下而上”的方式,以行业配置为驱动,自下而上选券做增强,这与传统的以利率、久期、杠杆驱动的债券基金有所不同。博时信用团队早期是将产业债市场的行业分布、比例、估值特点、公司治理结构分布先进行宏观研究,再从中挑选具有主动研究价值的行业、公司。这样在团队研究的效率上会有极大的提升,将精力更多放在具有研究价值的风险资产领域。

行业配置上,高宇表示2015年侧重于上游和中游有成本优势和抗风险周期的行业。中国信用债市场以周期行业为主,在水泥、钢铁、电解铝、煤炭等行业有相当一批优势企业。当经济周期下滑、行业接近底部的时候,好的企业是可以买的。对于中游机械、电子、消费品等制造业为主的公司,博时产业债重点关注其现金管理能力。而下游则考虑配置消费、食品、纺织服装,以及交通、公用事业等行业。