

投资产业债 赚行业周期的钱

□博时产业债纯债基金经理 高宇

我经常和做信用资产投资的朋友开玩笑,说做产业债投资尤其是高收益债是“刀尖舔血”的模式,挑战性很大。金融学理论告诉我们风险和收益成正比,但这是事前的概率情形。由于中国的PE/VC市场满足了大部分新兴领域公司的融资需求,债券投资人面对的就主要集中在传统行业的二级领域。大部分发债公司的ROA非常低,这就决定了一级市场的利率有一个天然的上限,高回报一定是来源于二级市场。

产业债投资本质上是选行业、选公司,赚周期的钱。而信用风险识别、信用溢价定价、信用趋势预判是产业债投资的三大关键。

中国本土产业债市场的投资策略

在海外成熟市场,除了市政债、金融机构债券以外,大多数信用资产均以实体类公司,以及实物资产作为抵押品。信用风险的基本来源是公司资产质量,或者抵押资产价值的变化。

国内信用资产主要有三种投资策略,即买入持有到期、久期(套息)策略、自下而上赚信用溢价策略。

一是高信用评级,标准债券或者非标资产形式,类似于利率债,高信



用评级本质上是久期策略,非标资产本质上是买入持有策略。这部分投资考验的是对无风险利率趋势的把握能力。

二是城投债,基本上是套息策

略,从投资难度上来说是最容易的。

三是产业债,组合策略上既要考虑无风险利率、货币市场利率的变化,更要对风险识别、风险价值两个具体方向上进行预判,以自下而上

式构建组合,久期在这个策略中是结果而不是初始条件。这个策略中,除了利息收入,资本利得的重要性也较高。这点不同于久期策略,设定好利率方向后,在中长期趋势中,个券之间的差异可以忽略。

前两个模式的本质上就是久期策略,通过负债、资产的期限错配,实现资本利得(主要是利率品种)、利息(非标、城投)回报。

产业债市场会成为标准债券领域持续提供高回报的最佳领域,也是中国本土专业信用投研人员的职业领域。由于专注信用市场,我对信用市场的3次大行情有自己深刻的体会,2009年的地产债大行情,2011年4季度的城投债历史“见底”,2014年钱荒后的债券大牛市。但让我受益最深的是客观地观察到这三次行情的背后逻辑有根本的不同,对不同信用类属资产的估值特征有了自己的认知。2014年以来,以交易所、银行间中上游行业公司债券为代表,产业债指数回报提供了不亚于城投债的回报。

行业配置是产业债投资的核心,那么就需要一个对全市场27个中下游行业的估值有个认识,行业收益率就是很好的配置基准参考。

产业债组合构建和交易的原则

任何一项风险资产买入的三个

原则:1、对该类行业、公司的合理内在风险溢价有清楚的认识;2、未来的投资周期内,宏观环境、行业周期条件下公司基本面的演进趋势会如何;3、对应当前的估值,未来的总投资回报率如何以及机会成本如何。如果某只产业债未来投资期内的基本面会好转,当前买入的成本相对便宜,我就会坚定买入。任何一个条件不成立,基本就不考虑配置。

对于产业债纯债投资,我的组合回报的基础仓位部分会具有历史规律性,即高评级债券作为可融资的基础仓位,侧重久期策略,其具有宏观周期的重复性背景;对于高风险部分的投资,历史规律性并不明显,更多的是自下而上的择券以及对不同行业、公司之间差异化定价的回报特征。

国内尚没有好的对冲信用久期风险的工具。目前阶段,产业债投资的对冲可以通过不同行业之间的弱相关性实现,比如我会避免产业链相关性较高的行业,降低行业之间的风险同步性实现对冲。

无论何种方式,长期稳健回报是我所追求的风格,“专注基本面分析,从市场认识偏离中赚取超额收益”永远是摆在组合管理者面前的一个重要命题,这会是一个持续而长远的征途,而我愿意为之投入我的精力。

避险情绪升温 货币ETF加速扩容

□天相投顾

6月中下旬股市的调整,尤其是进入7月份后股市的大幅下跌,使得市场的避险情绪升温,叠加IPO暂停效应,以华宝添益(场内简称)为代表的货币ETF受到了投资者的青睐,规模出现了快速增长。同时,华泰货币和景顺货币也抓住了这一有利时机,在7月中旬快速成立,并于8月3日在上交所上市,货币ETF的数量也出现了扩容。在股市暴跌中,货币ETF的数量以及规模都得到了增长,以前的小众产品也受到了市场的关注,公募基金的“工具型”产品特性也得到了充分体现。

首只货币ETF华宝添益成立于2012年年底,之前的场内货币基金仅限于非交易型场内货币基金,该类基金又称为场内实时申赎货币基金,投资者通过股票账户进行申购赎回,但

不能进行买卖交易。华宝添益作为货币ETF既可以进行一级市场申购赎回,又可以选择在二级市场买卖该类基金,如果股市存在机会,投资者可以卖出基金及时参与股市投资,如果股市出现调整,投资者也可以即时卖出股票买入基金获得远高于活期存款的收益。由于场内货币基金的客户群体主要是股票市场的投资者,他们购买场内货基的目的多是管理闲置资金,一旦股票市场出现投资机会,他们需要迅速买入股票。因此货币ETF相比场内实时申赎货币基金来说,更受市场关注。

对于货币ETF而言,“T+0”回转的实施对其规模的增长起到了重大的促进作用。2013年12月9日起,在上交所场内交易的交易型货币基金(货币ETF)、债券交易型开放式指数基金(债券ETF)、黄金ETF等产品明确实

行当日回转交易,即“T+0”。“T+0”回转推出之前投资者当天买入基金当天不能卖出,如果股市出现机会,买入的基金份额就不能参与股市投资。实行“T+0”回转之后,投资者当日买入基金份额后,当天交易时间内可以随时卖出基金份额,从而解决了货币基金买入或申购之后当日无法撤单的问题。

华宝添益基金2013年12月6日基金规模为34.01亿元,12月31日规模达到了56.03亿元,2014年2月7日短短两个月的时间,规模达到了101.04亿元,并在2月底达到了200亿元的规模。银华日利的规模增长也较为迅速,由回转实施之前的4.77亿元增长到2014年2月底的25.14亿元,投资者对于货币ETF的认可度得到提升。2014年年底先后有易货币、博时货币和理财金H成立并在上交所上市,加上刚刚上市华泰货币和景顺货币,上

交所交易的货币ETF达到了7只。

目前在深交所上市的货币ETF有三只,分别是招商快线、保证金和添富快线。2014年10月20日招商快线和保证金在深交所同时上市,这两只基金之前是场内实时申赎货币基金。深交所货币ETF的特点就是在场内实时申赎功能的基础上,增加了交易功能,不仅可以实现T+0申赎,也可以实现T+0买卖,其一级二级市场均具有较高的交易效率,对流动性的要求也高于上交所货币ETF。由于深交所货币ETF为保证申购赎回的T+0机制,会对每天的净申购、净赎回规模设置上限,而上交所货币ETF申购赎回效率较低,不用预留较大仓位的现金,因此目前上交所货币ETF均没有设置申购赎回上限要求。

6月中下旬股市的快速下跌使得市场的避险情绪升温,叠加IPO暂停

效应,货币ETF得到了投资者的青睐,规模增长迅速。货币ETF在2015年6月底的合计规模是653.52亿元,到8月11日,合计规模已经达到了2034.63亿元,规模增长了211.34%。其中上交所货币ETF合计规模为1988.03亿元,在全部货币ETF中占比达到97.71%。深交所货币ETF合计规模为46.60亿元,整体占比较小。在所有货币ETF中,华宝添益和银华日利由于成立时间较长,规模占比较大。截至8月11日,华宝添益和银华日利的规模分别为1575.08、335.95亿元,与6月底相比,这两只基金增幅达到213.77%和235.89%,华宝添益也是首只规模超千亿元的场内货币基金。另外,南方基金公司旗下的货币ETF理财金H规模增长也较为迅速,该基金6月底规模有8亿元,到8月11日,规模已经达到了42亿元,增幅为425.07%。

浦发资管 领先财智

Asset-Mall 浦发银行综合资管服务平台

浦发银行专业资产管理团队秉承“五心”服务理念,全面整合研发、产品、服务、渠道等资源,打造一站式综合服务平台,涵盖海量创新资管产品,提供资产定制规划与顾问服务,助力客户把握财富先机。

- 丰富的产品体系 | 客群、期限、币种、标的、申赎方式等全面覆盖,率先实现7X24小时在售
- 强大的创新能力 | 首创份额转让解决产品流动性问题
- 稳健的投资管理 | 构建三大投资机制,获取稳定可靠的收益
- 全面的资产品种 | 投资资产便捷化、品种多元化、收益层次化
- 定制的服务方案 | 为个人、企业、政府、同业等客户量身定制,满足其资产管理需求
- 严谨的风险管理 | 全力保障客户在资产安全前提下实现保值增值

