



CFP图片

基金谨慎 债市隐现降杠杆迹象

□本报记者 黄丽

公募基金率先降杠杆

与上下起伏的股市大不相同,最近数月,债券早已走出一波轰轰烈烈的牛市,大量打新资金、银行理财资金集体涌入债市,其中被炒得最厉害的就是公司债中的小公募债。这种债券发行速度快,质押方便,尽管信用资质可能很一般,但最容易配置。按照现行规则,信用评级在AA级以上的公司债即可纳入交易所市场回购质押库,放杠杆非常方便。因此,小公募债成为前期投资者加杠杆最猛烈的一个品种。不过,据中国证券报记者了解,向来注重风险管理的公募基金最近已经出现逃离小公募债、降低杠杆的现象。

今年1月证监会推出了全新的《公司债券发行与交易管理办法》,取消公司债只能由上市公司发行的限制,小公募债审核基本下放至交易所。不久,结合交易所债券质押库的优势,小公募债很快成为交易所的主流交易债券品种。Wind数据显示,公司债发行量自7月起开始快速增长:6月份发行269.14亿元,7月发行957.56亿元,8月1197.42亿元,9月发行量达到1293.8亿元。此前,公司债的月均发行量在100亿元左右。

与此同时,资金涌入债市的速度也有过之而无不及。近来多位债券基金经理向记者表示,现在拿券首先考虑的是能不能中标,能不能拿到需要的量,利率反倒是次要的了,因为这么多资金需要有资产可以配置。但随着债市的持续疯狂,这一现象已经发生变化,前期快速下行的公司债收益率考验着基金经理们的底线。

“最近拿的券收益率都在4%左右,低于这个数字我就不想拿了。”北京一家基金公司固定收益部门负责人告诉记者,近期其管理的基金杠杆率有所降低,“没有什么券好配,算是被动降杠杆。”

华南地区某大型基金公司的一位债券基金经理表示,其实如今债市还是很火爆,自A股6月大幅下跌至今,其所管理的一只债基规模增长了一倍。“公司债收益已经很低了,现在AA+都是3.8%。像前两天招的某券商债,下限3.8%都认购满了,发几十个亿,还是不好拿,现在问题就在这里。原本好多人都说4%以下就不拿了,但来了个‘双降’,就还是拿了。没办法,不拿的话明天会更低。”尽管收益率已经低至3.8%,该基金经理仍未投中。不过,冷静下来后,他也流露出与前述基金经理类似的想法。“3.8%的收益还不如不拿,或者去拿3.5%的利率债,其实也差不多了。”据了解,该基金经理所管理的债基目前杠杆水平普遍不高,因为申购资金一直在持续流入,总体维持在120%-130%之间,处于业内偏低水平。

“接下来大家杠杆都高不了,因为还会有更多申购。最近已经出现申购仍在缓慢增加却没

近期债市依然处于风口浪尖。在公司债一枝独秀大半年后,企业债发行标准降低,给原本已经十分火爆的债市又添了一把干柴。有市场人士认为,企业债发行标准降低后的扩容提速将改善债券市场投资标的不足的现象,对流动性过剩引发的资产荒形成缓解效应。然而,身处其中的公募基金等机构投资者却渐渐提高警惕,因为信用债不断下行的收益率正考验着他们的底线。尽管他们认为公司债收益率很难再像之前一样快速下行,但在目前的收益水平下,机构在收益和风险之间的博弈已经加剧。部分接受采访的基金经理表示,近期如果没有合适的债券可配,宁愿降低仓位水平,被动降杠杆。

有资产配的情况。”上述华南地区基金经理说。

信用债风险收益博弈加剧

近日,国家发改委出台了《关于进一步推进企业债券市场化方向改革有关工作的意见》,文件极大放松了发改委企业债的审批流程,有望加快企业债的发行节奏。有市场人士认为,企业债发行标准降低,扩容提速,债券供给加速将大幅改善债券市场投资标的不足的现象,对流动性过剩引发的资产荒形成缓解效应。但事实上,在信用债目前的收益水平下,部分基金经理已经很难下定配置的决心,“说白了现在就是博弈。”沪上一位债券基金经理坦言。

据该基金经理分析,企业债主要是城投债和基建项目的一些债,松绑是有争议的,因为大家都知道这些企业最终可能很难还钱,还是寄希望于政府的兜底。“但实际上,这些债已经被推向市场,不纳入43号文,所以这里出现了一个

灰色地带。这本身就是市场的博弈,没有清晰的解决途径。”他表示,43号文出台后,银行和投资者对企业债的看法发生了变化,如果不纳入地方政府预算,信用风险较大。不过从资金来看,如今资金足够充沛,企业外部融资能力不会削弱,如果政府确实能够担保,可能也会像小公募债一样迎来一波行情。“目前来看,企业债并不是最优的选择,但可能最后也会配一点,说到底,还是取决于大家对经济环境和政府兜底的信心。”

至于近期火爆的小公募债,部分基金经理表示,从目前的收益情况来看,已经到了必须仔细权衡收益和风险的时刻,无论是信用风险还是流动性风险都不容小觑。

“如果真的出现杠杆风险,首先会先出现一波信用风险。从过去的经验来看,真正要爆发信用风险首先是看到银行惜贷。”上述基金经理指出,现在的情况是,虽然银行惜贷,但央行也在放水,两股力量一对冲,暂时似乎没有什么问题。“但我不确定明年惜贷的问题会不会加剧。如果到了放水也没有用的时候,信用风险会在金融债市场上集中爆发。事实上,现在某些行业已经接近欧洲的状况。”他预计,信用风险很可能从小公募债开始爆发。

另一位深圳的基金经理则表示,压力更大的是资金面,与信用风险相比,流动性风险才是更需要担忧的。“资金成本一直下不去,如果出现黑天鹅事件,资金紧张起来,放的这些杠杆就会发生连锁反应,如果再遇上保险等机构赎回,必然会造成极其恶劣的影响。”

银河证券一位基金研究员指出,高杠杆比例在债市牛市中能显著放大组合收益,不过也存在一定风险。资金利率在季末和年末可能会大幅攀升,在此情况下债基往往需要支付超高额代价才能维持滚动回购的资金链。在更极端情况下,若市场“惜借”情绪严重,可能存在无法融入足额资金的现象,则基金管理人需要被迫卖出部分现券偿还回购到期金额,这就可能造成投资损失。

市场的担忧在近期交易所债市行情中已有所显现。自10月以来,上证所质押式国债回购利率波动加大,出现上升迹象,GCO01在10月8日和22日分别报4.7978%、4.6707%,达到近期高点。受资金成本上升影响,近期公司债明显滞涨。

华创证券也提醒投资者警惕股市回暖、资金成本升高导致的去杠杆压力。“资金面持续收紧的压力已经开始影响信用债市场,敏感的机构开始主动去杠杆,但是交投活跃度下降,信用债要调整仓位的难度增强。相比之下,我们认为交易所公司债的泡沫更大一些,因为目前交易所公司债绝对收益太低,杠杆也非常高,一旦股市回暖导致交易所资金利率回升,就会面临较大的去杠杆压力。”

接受采访的部分基金经理表示,流动性和

信用风险都是时刻要注意的,始终要做好流动性见底的准备,如果组合要减仓,也比较好应对,流动性将是一个未知的最大的风险点。

据长盛基金固定收益部副总监、长盛双月红基金经理马文祥透露,其管理的基金操作思路已经发生明显转变。“在大量资金推动信用债收益率大幅下行且相对于其信用资质的溢价明显偏低的环境下,开始逐步减持交易所公司债和城投债,并积极提升组合资产的流动性,以应对可能出现的市场风险。”

部分资金转向利率债

值得注意的是,随着套息空间的压缩,杠杆策略的收益空间已经明显收窄。部分基金经理表示,信用债票息加杠杆的策略效率打折,尽管缺乏资产,对信用债仍需保持警惕。与此同时,有基金经理也表示,在目前的情况下,利率债或许是更好的选择。

据广发证券测算,以3年AAA企债为例,即使做到2倍杠杆,组合收益率也刚刚达到5%的水平。即使投资者能够顺利融得资金,合意资产亦将表现出更强的稀缺性,从而进一步压低杠杆策略预期收益率。该券商提醒投资者,从政策引导看,央行亦通过回笼短期资金投放中长期资金,引导市场控制组合杠杆。不论收益空间还是政策意图,控制杠杆均是债券市场操作中必须重视的问题。

“由于信用利差缺乏保护,在经济下行、国企违约情况开始出现时,信用风险可能出现了被低估的情况。尽管缺乏资产,但仍要保持警惕,不宜过分乐观。”博时安丰18个月定期开放债券(LOF)基金经理魏桢表示,利率债因为性价比较高,期限利差偏高对长端利率债有较强的保护,尽管中短期内未必能够有效突破前低,但在去杠杆和经济结构调整的周期里,利率下行的方向和趋势很难改变,利率每次上升都提供了买入机会。“值得关注的是,当前债市杠杆水平较高,对流动性高度依赖,利率波动性或增大。”

魏桢认为,债市正步入慢牛,短期市场如果跑得太快有预期落空的可能。“票息加杠杆的策略较为传统,但效率打折。目前需保持冷静和耐心,等待新逻辑的出现。”

前述华南地区基金经理则表示,在如今的市场情况下,他宁愿去配利率债。“现在3.8%的公司债是AA+,利率债这边3.4%的国开债还是无风险的,并且银行间也可以质押。”

事实上,随着信用利差收窄,利率债正在获得资金关注。海通证券统计显示,9月除了广义基金依旧增持利率债外,城商行、农商行、保险和券商都增加了利率债配置需求。海通证券认为,经过此前信用大涨,信用利差已处于历史低位,且在汇率逐渐稳定、货币利率维持低位的背景下,利率债杠杆和交易价值将凸显,10月利率债需求继续回归。