



垃圾债市场变富矿 公私募进场淘金

□本报记者 周文静

债市风险助推垃圾债扩容

参与垃圾债投资的李惠兴表示,今年有违约倾向、估值比较合适、跌破面值的债券比较多,他的公司加大了这方面的投资,其投资债券的资金由往年占投资额的10%增加到今年的30%。“从近期市场来看,仅沪深交易所跌破面值的债券数量就在20-30只左右,而这种级别的债券在往年只有不到10只。”据不完全统计,今年以来已经有33起主体评级下调事件,部分主体的评级被下调到垃圾级别。信用债风险的持续暴露,加大了垃圾债市场的容量,从数量上看,沪深交易所就有接近两倍的增长。

业内人士认为,今年下半年国内信用债风险还将持续暴露,违约将成债市行业的常态。从货币量来看,资金面并不紧张,大量债券已经跌出了超高收益率,背后反映的是风险溢价而非流动性溢价,这也在债市违约常态下,垃圾债规模将变得越来越大。6月15日,四川省煤炭产业集团有限公司发布2015年度第一期短期融资券(15川煤炭CP001)未按期足额兑付本息的公告,受煤炭行业产能过剩、煤价大幅下跌、新发行债券困难等多方面因素影响,公司资金链紧张,公司虽然通过多方渠道筹集资金,但截至2016年6月15日,公司依然未能筹集足额偿付资金,正式宣告违约。公告显示,15川煤炭CP001发行总额10亿元,发行期限1年,利率5.72%。

“川煤违约事件对市场的影响更多是在心理层面。事实上,从去年下半年开始,债券违约就逐渐暴露,债市投资者对风险的意识并不弱,因而对市场中出现的违约可以说已经有了防备。”深圳一位债市投资人士分析,违约债多了对于垃圾债投资者来说投资机会反而多了,市场上心理层面的恐慌使得问题债券价格压低了许多,为垃圾债投资者创造了获利机会。李惠兴向记者表示,不同于股市投资者,债市的长期投资者更希望债券价格有所下跌,从而获得除票息以外的息差收益。

海通证券研究报告指出,信用风险是悬在债市半空中的一把剑。今年以来,至少已经有11家企业对岸债券发生违约,超过2015年全年总数。相关数据显示,今年下半年,我国非金融类公司要偿还2.2万亿元人民币债券,其中包括430亿元被联合资信评级低于AAA的债券。这一数字高于上半年的2万亿元人民币。虽然债券市场从4月份大跌之后已经出现反弹,但被认为是垃圾级的A+评级5年期债券收益率较最高评级债券收益率高463个基点,

Wind数据显示,截至6月初,2016年以来已有30只信用债未及时拨付兑付资金,而2015年仅有21只,2014年仅5只。更不能忽视的是,今年以来,涉及负面事件的信用债已达1002只。“从近期市场来看,仅沪深交易所跌破面值的债券数量就在20-30只之间,而这种级别的债券在往年只有不到10只。”深圳运达财富总经理李惠兴向中国证券报记者介绍。据不完全统计,今年以来已经有33起主体评级下调事件,部分主体的评级被下调至垃圾级别。信用债风险的持续暴露加大了垃圾债市场的容量,从数量上看,沪深交易所已呈现近两倍的增长。

“在A股市场还不存在系统性反转时,垃圾债是一个很不错的投资机会。随着债市风险的暴露市场越来越大,意味着可投资和选择的标的也越来越多,如果具备专业投资能力就能淘到非常不错的票。但目前在国内做垃圾债的主力是私募和一些大户,从今年的情况来看,他们不一定能消化得了整个市场。遗憾的是,公募虽有专业的债券研究和操作团队,但受囿于政策而不能直接投资垃圾债,错失了一个很不错的市场。”深圳一家基金公司内部人士表示。不过业内人士透露,尽管公募现阶段不能直投垃圾债,但基金公司可以通过旗下的专户产品或者量化产品进行部分配置来博取垃圾债的收益。

接近2014年以来最高水平。

价格腰斩跌出超额收益

“可能这种机会有些投资者已经注意到

了。我们发现市场上很多的债券,因为信用违约风险,价格由100多元跌到了60元甚至50元。但实际上,其中有一部分债券是不会出现真正意义上违约的,当然具体需要深度观察。这类债券跌下来这么多之后,就意味着风险已经得到一定释放,这里面也就蕴藏着投资机会。从现在的市场来看,今年这样的品种会越来越多。”招商基金总经理助理吴武泽表示,在垃圾债市场如果挑选出好的标的,风险并不算大。

从资产配置来看,近期A股在2900点上下震荡,不少市场观点认为下半年A股行情将持续呈现宽幅震荡,短期内反转难现,由于没有趋势性行情,因而投资机会有限。在此阶段,投资垃圾债则可能存在较好的机会。业内人士介绍,从往年的投资经验来看,投资垃圾债的收益在15%左右。

15%的收益在当下“资产荒”形势下,显然非常具有诱惑力。数据显示,5月银行理财的平均年化收益已经跌破4%,集合信托收益也在5%-6%之间,信用债则在去杠杆后收益还在继续走低,加之风险的暴露使市场承受巨大的“黑天鹅”风险。而投资垃圾债类似于在战火中拾遗,是寻找被市场错杀的票。

如何筛选标的,李惠兴表示,一般而言,会选择一些总资产规模比较大的企业,这样的企业在一定程度上可以保证最终的偿还能力。而在行业选择上,则选择符合供给侧改革、正在深度去产能化的领域,如煤炭、钢铁、水泥和化工。从市场情况来看,经过前期的调整,这几个领域的债券价格已经跌得比较多。在具体标的的选择上,则要细看企业的盈利是否有所改善,抗风险能力是否有所增强。事实上,目前国内垃圾债市场主要也是由煤炭、钢铁和水泥这几大领域所构成。

“机会和风险都比较集中。垃圾债的投资考验投资者对企业资产、财务的深度了解,以规避‘黑天鹅’事件。”一位债券投资人士向记者表示。以近期的川煤为例,川煤集团违约并非煤炭企业违约的首例,但让市场诧异的是仅在违约一周前,川煤集团曾发布了兑付公告,引得二级市场买盘不断,然而在兑付日的前一天公司却发布公告表示到期兑付存在不确定性。“黑天鹅”事件也一样可能在垃圾债市场中出现,在川煤事件中,在兑付公告后引入的买盘中不少就是热衷于做垃圾债投资的买家。

公募间接进场“抢食”

前述做债券投资的人士表示,信用风险的加速暴露使得垃圾债市场得以扩容,市场会出

现一些被错杀的品种,但同时也意味着“黑天鹅”出现的概率在上升,甚至会出现一些企业恶意违约的情况。在沙泥俱下的环境下,短期投机者要尤为谨慎。不过,这将有利于债市的长期投资者。同时,对于公募机构来说,这也是一个潜藏机会的市场。一位公募人士认为,公募拥有强大的信用市场投研团队,有较强的风险识别能力,相比于其他投资者具备明显的优势。

“在A股市场还不存在系统性反转行情时,垃圾债是一个很不错的投资机会。随着债市风险的暴露市场越来越大,意味着可投资和选择的标的也越来越多,如果具备专业投资能力,就能淘到非常不错的票。但目前国内做垃圾债的主力是私募和一些大户,从今年的情况来看,他们不一定能消化得了整个市场。遗憾的是,公募有专业的债券研究和操作团队,但受囿于政策而不能直接投资垃圾债,他们错失了一个很不错的市场。”深圳一家基金公司内部人士表示。不过业内人士透露,尽管公募现阶段不能直投垃圾债,但基金公司可以通过旗下的专户产品或者量化产品进行部分配置来博取垃圾债的收益。

李惠兴表示,今年接下来的三四季度或迎来垃圾债的投资机会。一方面,整体市场在扩容,而同时在风险集中爆发的二季度,评级机构对发债主体进行了重新评级,不少发债主体的评级被降,相对来说安全性已经有所提高。在评级被降至AA、AA-后将不能再抵押融资,引来不少原来重仓持债的投资者抛售。在违约和降级的双重作用下,风险得到了释放,这给了长期投资者寻找好标的的机会。

多家接受采访的公募人士表示,由于公募产品对评级有最低要求,目前公募不能投资垃圾债,但以后可能会有针对垃圾债的基金。对于垃圾债的投资机会,如果经济开始复苏,企业盈利好转,垃圾债的信用利差就有修复的可能。其次,投资者可以寻找具有兼并收购和重组机会的垃圾债。事实上,引入外部资本的模式是当前国内上市垃圾债重组的标杆方式,不少投资者投资产能过剩企业的垃圾债,也正是看好这类企业的整合机会。

在投资过程中,则可通过分散化的方式来提高组合的风险收益比。对于具体操作,李惠兴表示,首先通过“摊大饼”的方式将风险进行分散,同时通过长短线相结合的方式进行操作。针对目前的市场形势,债市违约常态化,宜“长债短做”,适当做一些波段操作获取差价和票息以外的收益。在标的上,则尽量选择一些快到期兑付的品种以降低持有风险。