

高宇 信用研究的先行者 债市投资的长跑人

□本报记者 张焕昀



高宇,厦门大学投资学硕士,具有10年证券从业经历,先后任职于第一创业证券、国信证券、博时基金、天风证券。2017年8月加入宝盈基金管理有限公司。现任宝盈基金固定收益部副总经理,宝盈增强收益债券型证券投资基金、宝盈货币市场证券投资基金、宝盈祥瑞混合型证券投资基金、宝盈祥泰混合型证券投资基金、宝盈盈泰纯债债券型证券投资基金的基金经理。

自上而下 聚焦主动管理

业内人士都明白,债券投资的主动管理有风险敞口,对研究的基本功、框架性与理解深度要求很高。但对于经验丰富、体系成熟的高宇而言,专注主动管理始终是自身做债券投资的核心目标。

高宇表示,从纯债角度而言,长期来看,主动管理的空间首先在于对久期策略的把握,是宏观周期。其次是对于信用周期、估值和选券的把握。这要求管理人要有对市场自上而下的全局把握能力,同时也必须在中观和微观方面具有非常专业的研究能力。债券投资领域,研究的质量和业绩的质量有着更为直接的关系。

而高宇的投资体系简明扼要,大道至简,八个字就可以形容,即“宏观出发,中观着力”。

“宏观出发”要求投资人在对于经济数据的跟踪上,正确判断经济增长的趋势与方向,同时对所处经济周期进行定位,政策、通胀、资金面等要素都是经济增长趋势的结果。从历史经验来看,国内债市存在均值回归的现象,这意味着伴随不同环境下经济增速的不同,债券估值的中枢与估值边界也不同,而这也影响着未来全社会整体利率中枢水平。

“但对于未来趋势的综合研判,最重要的信息来自于中观。”高宇指出。

他以国内基建和房地产为例,仅通过统计局公布的数据来研究,相对滞后且存在较大

难度。但如果通过上下游产业链进行分析,可以在相关产业中观层面得到一些印证。例如通过观察房地产行业上游的水泥价格与库存,一定程度上可以判断出房地产投资是否具备韧性。

高宇观测了过去几年的数据后发现,债券市场对于这方面的判断存在一定误判。部分投资者惯性地认为房地产投资会紧紧跟随房地产销售正向波动,然而过去三年这个规律完全被打破。其中最关键的因素并非来自于宏观层面,而是来自于房地产行业竞争中竞争格局,以及国内可售商品房库存和土地市场的时间错位,也就是说更多的是产业发展趋势带来的影响。由此,中观研究的重要性可见一斑。

“宏观提供周期定位,中观提供未来预测的判断与佐证。两者结合起来,对于经济增长本身会有很好的理解。”高宇指出,好的信用研究本身就需要具备非常扎实的宏观功底,并非是大家理解的做财务模型、评级等技术层面的范畴。中观又可以在不同行业层面对趋势的方向进行判断,形成一种“双击”。

而谈到具体择券思路,高宇的唯一原则在于“以基本面对应的风险定价”。

高宇坦言,基于对企业基本面的深入分析,以高收益债券为例,一旦出现二级市场价格大幅低于公司剩余清算价

值的时候,高风险的债券就可以适当介入。这种方法类似于股票价值投资的安全边际,即价格远低于实际价值。在高宇看来,债券投资实际上更强调安全边际。对利率债而言,安全边际就是宏观周期的边界;对信用债而言,就是中观与公司自身基本面分析判断出来的边界。

从中观角度,高宇会通过1-3年期行业数据,结合企业自身财报,来判断行业的景气阶段,以及行业龙头企业集中度状况等,从而做出具体择券选择。如果周期与市场情绪合适,对于明确的机会也敢于下重手,为持有人赚取回报。

高宇指出,信用债策略基金所跟踪基准中票AA+,短融AA+等指数的年化复合收益实际上并不低,但很多债基管理人去掉杠杆后甚至跑不赢指数,原因在于在择时上没有做好。因此,高宇认为,固定收益的核心实际上是Beta,信用和久期的管理其实是beta的来源,类似于被动化产品。但这并不意味着买入并持有,而是要尊重指数规律,尊重情绪变化对市场的影响,顺周期灵活操作,牛市敢于增加仓位,熊市短久期或者降低仓位,耐心等待。

高宇同时强调,过早地左侧交易,可能需要经受长时间煎熬,这不利于优化持有人的投资体验。顺应趋势的右侧操作,可以在大部分时候给组合带来较好的回报。

坚守体系 终身投资

很好预判。

在信用研究上,高宇认为实际上此次违约潮比之前要更容易分析,因为此次信用风险出清更多是从基本面出发,定性的因素相对较少。

对于投资,高宇坚信,基础研究框架的建立,有利于对市场的理解,以及对自身错误的反思和总结,长期而言会提高投资效率。“你会清晰地知道下一步该怎么做,风险在哪,该如何调整。”

反思也使得高宇的投资体系更加完善。例如在2011年三季度,高宇也曾有过对信用走势预判偏差较大的情况,为此高宇曾写下了长篇反思报告。经此一役,高宇对周期的本质和力量,以及市场参与者的心理因素都有了新的认识。

加盟宝盈基金之后,高宇表示,公司内部投资交流氛围

十分融洽,部门负责人在固定收益团队内营造良好的投研一体化工作氛围,并且与其他投研部门之间的交流也畅通无阻。最让人称赞的是,在固定收益团队,从负责人到团队层面形成了一个难能可贵的共识,即部门内部所有人,无论职级都要定期写投资思考报告,始终坚持在研究的一线。

高宇表示,投资界诸多优秀的前辈都是如此,例如他十分推崇的橡树资本的霍华德·马克斯,尽管年届古稀,至今还坚持与投资交流,坚持在一线做研究、发表观点。

“投资研究必须是终身的,是不断积累进步的过程。我既是一名普通的基金经理,更是一名普通的研究员。”这是高宇的心声,正如他的微信签名“Long run”。

知行并进 深耕信用研究

回到2008年,监管层出台政策取消了银行对信用债的担保,信用利差开始逐步呈现市场化态势。不少人认为,2008年可以被视为中国信用市场发展的元年。

同年,高宇从厦门大学金融系投资学专业毕业,正式踏入投资行业。“最幸运的,就是我行刚好赶上信用债元年。第一份工作是在券商资管做研究员和投资助理,部门在2009年发行的第一个集合计划规模10个亿,就是专做信用债。”高宇回忆,他与信用投资研究的不解之缘由此开始。

然而,十年前国内信用研究的发展状况并不理想。面对刚刚发轫的信用市场,高宇很快开始了对信用研究的摸索。当时,市场主要以城投债与房地产为主,高宇逐条研究招募说明书,从财务指标开始思考总结,结合定性分析,做了大量基础性研究工作,一点一滴积累。

2010年7月,已经转做卖方的高宇组织了一次卖方城投债二级市场调研活动,途经多地,和当时几乎主流基金公司的专职研究员一道调研了5家城投公司。当年,在首届金牛奖分析师评选中,高宇所在团队也获得了团队第五名的好成绩。

高宇思考,国内最大的经济体量包含三部分:房地产、地方融资平台以及实体经济,对应城投债、地产债以及产业债,当时这三种债券的存量规模很小。高宇分析认为,未来国内最大的债券增量或将来源于地产债与产业债,同时城投债作为具有一定本土特色的品种

将长期存在。而当时研究缺口很大,并且依旧着眼在传统的宏观、交易、资金等方面。

于是,2010年底入职到一家公募基金后,高宇在研究上主要做了两件事:一是按照地产、城投、产业三类,对于信用债框架进行重新梳理;二是在2012年与高华、中金等一些大型券商,对发债的十四个主要行业做了两轮系统性内部团队交流和培训。在这个过程中,信用债研究系统性的框架逐步搭建,初步形成了最基本的研究方法和行业数据库,为未来研究行业、地产和城投等诸多信用细分领域构成的债券市场做了准备。很快,高宇主导的国内第一版城投债分析地图和全样本数据库也逐渐成形。

此外,高宇也耐心整理数据,与信息技术部门合作,在2011年底逐步建立起基金公司最早一批信用市场研究的IT自动化数据平台,并不断进行优化,包含了内部评级、行业估值和投资决策数据等。

在买方机构任职,高宇的研究需要转化为投资,研究成果要运用在“真刀真枪”的投资实践上。一路走来,理论与实践相结合的训练与洗礼,使得高宇对于市场的理解更加深化,逐渐形成了自身特色的投资体系。值得一提的是,在买方的投研过程中,高宇接触到大量境内外顶级投资机构的同业,包括国内的社保基金,海外地区的央行、主权投资基金等。与成熟投资人士的交流,也充实和巩固着高宇的投资理念。

“Long run”

是宝盈基金固定收益部副总经理高宇

的微信签名。对于高宇而言,这不仅意味着坚持多年的跑步

习惯,更代表着投资

中日复一日的坚持

不懈、点滴积累。多

年的沉淀,使得高宇

“宏观出发,中观着

力”的投资框架日臻

完善,而对于信用研究

的十年磨一剑,也让

高宇的主动投资具备

相当扎实的功底。