

蓝石资管李九如:

于债券投资山水间 抓住高收益债求胜密码

□本报记者联合报道



李九如,固定收益投资经理。十年固收市场从业经验,具有丰富的信用债交易和信用分析实务经验,对市场上不同类型机构的交易风格和投资策略有深入研究。

专业投研与信评体系
塑造投资韧性

市场快速变化,风险与机遇在波动中共存。以高收益债投资为特色的蓝石资管,有其独到的求胜密码:蓝石资管背后的研究团队,及其塑造的稳定、专业的投研、信评体系。

蓝石资管投资总监李九如介绍,投研方面,蓝石资管拥有华尔街背景的顶尖债券投研团队,源自中金公司FICC核心创始团队,平均从业年限达10年以上,积累了对于国内债券市场的深层次理解;同时,因长期与货币中介、做市商保持良好互动,每年完成的正、逆回购笔数和金额居私募机构前列,交易对手资源库丰富,交易、议价能力强大。

“高收益债投资的核心能力就在于定价能力和交易能力。”李九如说,一方面,高收益债的市场看法非常分化,作出买卖决定的瞬间依赖于极高的定价能力,例如是否能到期兑付、价格回归程度等,需要买方对标的价值有深刻认知。另一方面,交易能力的灵活性则要求团队能根据市场变动、情绪变化等,去把握稍纵即逝的机会。“有时候低价就只持续两三天,后续会很快修复上来,这种细枝末节的机会是需要把握的。”因此,经验丰富的团队能及时捕捉债券的定价偏误或价值洼地,从而获得超额回报。

蓝石资管的投研体系通过“自上而下”与“自下而上”相

结合的方式,构建投资组合。通过宏观信用环境、资金面分析、债券供需、债券走势分析等角度自上而下进行分析,再通过定价分析、组合风险分析、市场情绪分析等步骤,自下而上完成投资组合构建。

投资高收益债券的根基是深厚的信用研究功底。在信评方面,据介绍,蓝石资管的信评团队研究覆盖全行业,能够预先排除掉绝大多数投资风险,避免由于公开信评的滞后性所导致的错买或错杀,具有高度成熟的内部信评体系和券池管理机制。

“当外部的评级公司对债券降低评级的时候,已经是全市场都知道它出现风险了,完全迷信于外部评级是有滞后性的。因此,我们有一套独特的评级方法。”蓝石资管的信用评价模型,基于对宏观经济基本面、行业发展前景、财务弹性、经营风险等行业情况,以及对财务数据稳定性、公司债务结构、公司盈利能力、现金流状况等公司分析,构建出城投债、房地产债、产业债等信用评级模型,达成投资评级方法。

此外,公司的信用风险管理也贯穿事前、事中和事后每个环节,建立了一套严格的自上而下逐级授权体系,并由公司高级管理层及相关核心人员严格把控风控管理工作。

“交易如水,投资若山。”这幅高悬于蓝石资管会议室的书法作品,以八个字完美诠释了蓝石资管长久以来的投资理念。

在与蓝石资管投研团队的深度交流中,我们一起解码了蓝石资管多年来贯穿始终的投研之道。所谓“交易如水”,即灵活、多样的交易策略似“水”,没有一成不变的交易策略,应根据市场环境的变化及时调整;而“投资若山”,即稳健、固定的底层投资逻辑如“山”,整体的投资思路、投资逻辑、对所投资资产的把控应当是固定而非随意调整的。

私募债券投资的山水之间,唯有心态的稳者、决策的智者、交易的勇者才能久居江湖高位。以稳固的投资逻辑为基础,在专业的投研、信评团队的加持下,蓝石资管在风险迭起的债券市场中,坚定不移地秉持自我定位,将始终致力于为投资者创造安全、稳健的投资回报。

以“固收+”策略为核心
专注高收益城投债

蓝石资管以“追求绝对收益”为第一目标,投资风格上相对谨慎,以“固定收益策略”为主要投资策略,强调要善于抓住确定性高的投资机会,严控风险,捕捉价差交易机会,并高效地实现收益最大化。

从底层资产看,产品的债权资产以城投债为主,在筛选优质城投债作为底仓的基础上,少量配置股票和国债期货、股指期货、期权等衍生品,配置灵活,持仓分散。

“城投信仰到目前为止还是存在的。”蓝石资管投研团队做过调研,一方面,城投债在我国非金融企业债券存量市场中的占比高达50%以上;另一方面,从整体资质来看,城投债仍然优于国企产业债和民企债,城投债标品债务目前仍保持“零违约”。“城投债的独特之处在于其具备地方政府融资功能。为了保持政府信用的良好形象,各级政府普遍会为所属城投企业提供最终的债务偿还支持。”

对于如何挑选城投债,李九如介绍,蓝石资管的投研团队并不来源于存量城投债中排名前50%的城市,如浙江、江苏、广东地区,其城投债收益率已处于较低的水平;以底线思维考量,也会规避位列后25%的尾部地区城投债,以防止违约和展期等风险事

件。“经济强势的省份,政府层面寻求帮助的可能性,以及能够调配的资源会更多。”

通过一个具体的投资案例,李九如向记者复盘了蓝石资管如何挖掘高收益债的投资机会。2021年底,因债务规模大、负担重,兰州市城市发展投资有限公司被评级公司将展望调整为负面;2022年,又发生担保的保险资管投资计划逾期,以及下半年发生“技术性违约”,存续的债券遭大量抛售。2022年,甘肃省地方金融监督管理局组织了债券投资人恳谈会,兰州市政府也召开了金融机构的通气会,在发生PPN“技术性违约”后,甘肃省全省金融工作情况报告中强调了确保兰州建投公开市场债券刚性兑付。兰州市为甘肃省省会城市,兰州城投及母公司作为当地最大的城投平台,得到了兰州市及甘肃省的支持,其公开债发生实质违约的风险低。蓝石资管在2022年“技术性违约”后买入并持有到期,实现了将近年化30%左右的收益。

“这几年,我们都是以‘城投可能会出风险’的心态去做研究和投资的。”蓝石资管投研团队介绍,投资城投债的过程注定与风险相伴,团队只能在可控范围内把自己的风险降到最低,只投“真城投”。

聚焦业务主线
不断适应新的市场环境

蓝石资产管理有限公司成立于2015年,成立以来就始终专注于“固收+”策略、高收益债的业务主线。

在产品的布局方面,蓝石资管在管好契约型基金的基础上,还承担了部分标品信托产品的投资顾问。“信托和私募在金融领域发挥着各自独特的作用。”蓝石资管投研团队认为,通常情况下,信托的优势主要体现在负债端,信托具有强大而精细的渠道和路演能力,在资金来源上相对更有优势,吸引资金的方式包括高净值客户购买信托产品等;而私募的优势主要体现在资产端,私募通过对所投资标的的判断,购买各类资产,展现了其强大的投研能力。

据介绍,近年来,私募和信托之间展开了更多的合作,这是因为它们可以相互取长补短:信托能够填补私募在负债端和募集端的不足,而私募则通过其出色的投研能力为信托提供支持。特别是在投研方面,

一些高水平私募机构的投研能力超过了大多数信托机构,从而为整个合作关系提供了有力的支撑。这种合作形式能够在发挥双方优势的基础上实现资源共享,促进金融行业的协同发展。

展望接下来的债券市场,特别是在特殊再融资债券发行的影响下,债券投资将会面临新的机遇和挑战。李九如表示,城投债的高收益主体会大幅度减少,之前8%以上的高收益城投债,已经开始新一轮收益率大幅下行。之前持有的一年以上久期的高收益底仓,也会面临债券到期后的再投资压力。未来,债券投资者需进一步提高自身宏观研究水平,蓝石资管也将加大对利率债的研究,合理配置不同久期的债券品种,并结合宏观判断,进行波段操作,择机增加国债期货仓位,利用不同期限的期货品种增厚收益。在长期较低利率的市场环境下,寻找新的收益增长点。