

# 信用风险冲击转债市场 基金重新审视投资策略

证券时报记者 裴利瑞

近期,转债市场因为持续受到信用风险事件的冲击而“跌跌不休”,已经进入量价双降的时刻。

8月23日,中证转债指数盘中再创年内新低,月度来看已经连续下跌三个月,年内跌幅达到6.71%;同时,转债市场的成交量也有所下降,日成交额已经从高点的千亿元级别回落至500亿元上下,大量低价转债跌破面值,退市和违约事件频频出现。

长期以来,转债市场的“零违约”导致市场普遍高估其“下有保底,上有收益”的特征,整体估值持续偏高。但在今年,风险事件的爆发正在重塑转债市场的估值体系,也在推动公募基金重新审视转债的投资策略。

## 三大因素 导致转债市场调整

从今年来看,本轮转债市场调整开始于5月中下旬,彼时,搜于特公告因巨额债务逾期未偿还,导致流动性不足无法兑付回售本息,搜转债成为首只实质性违约的可转债,打破了可转债市场此前30余年的“零违约”神话。

随后,鸿达退债、蓝盾退债、岭南转债、广汇转债等个券的信用风险事件接连爆发,叠加持续低迷的权益市场行情,转债市场遭遇较大的下行压力,并且开启了一波以中低价券、弱资质转债为主的“杀跌”行情。

Wind数据显示,自2024年5月17日(首例可转债违约事件发生日)至8月23日收盘,中证转债指数从最高点回撤了10.97%。可转债基金的跌幅则更为明显,有29只可转债基金近三个月的跌幅超10%,其中,上银可转债精选A、招商安瑞进取A分别下跌了15.41%、15.18%,在同类基金中跌幅靠前。

华宝基金固定收益投资总监、混合资产部总经理李栋梁认为,近期转债市场的调整,主要有三方面原因:

一方面,权益市场的情绪间接影响了可转债市场的信心。尽管从今年的各项经济指标来看,总体呈现出稳中有进的态势,但短期内外外部环境的变化带来的不利影响增多,国内有效需求较弱,导致权益市场6月份以来经历了一定程度的调整,市场对转债转股期权给予更低估值。

另一方面,受益于2021年以来“固收+”基金扩容等因素,可转债估值中枢抬升到了历史高位,本轮调整也是可转债市场逐渐回归理性,逐渐消化估值的过程。



长期以来,转债市场的“零违约”导致市场普遍高估其“下有保底,上有收益”的特征,整体估值持续偏高。但在今年,风险事件的爆发正在重塑转债市场的估值体系,也在推动公募基金重新审视转债的投资策略。

从中长期来看,多家基金公司认为,在能够充分排除个券信用风险的前提下,当前市场价格已具备较好的投资价值,特别是在不确定的市场环境下,转债仍是当前大类资产配置中较好的选择。

图虫创意/供图 陈锦兴/制图

此外,个别风险事件也让可转债信用风险面临再定价的压力。2024年8月14日晚,岭南股份公告转债不能按期兑付本息,成为第四只实质性违约转债,尽管此前市场有一定预期,但相关事件对各方市场参与主体的信心均构成一定抑制,对转债市场尤其是低价转债造成了一定冲击。

## 基金重新审视 转债投资策略

值得注意的是,长期以来,转债以其“零违约”的历史表现,使得市场普遍认为其是“下有保底,上有收益”的稳健型资产,甚至过分夸大“债底”的作用,而忽视转债自身的信用风险。但在今年,转债市场的信用风险得到重视,公募基金也正在重新审视转债的投资策略。

比如,“双低策略”是可转债基金和“固收+”基金较常用的打底策略,即以优质低价转债(一般低于130元)、低转股溢价率转债(一般低于20%)为主,投偏债型转债居多,进行防守配置;投偏股型转债较少,作为进攻型配置。

这一策略曾在相当长时间内被市场验证有效,成为市场投资的主流方式之一。但在今年,由于信用风险事件频发,转债的估值体系和价格中枢不断重塑,市场的“债底”在一次违约事件中向下突破,传统“双低策略”的有效性受到了挑战。

“以前,投资者常用退可守、进可攻来描述转债,但现在这两个方向上都有

所弱化。”李栋梁表示:“特别是由于市场对于退市风险、信用风险的担忧提升,会对转债的纯债价值,或者说转债的到期收益率要求提升,这就可能导致少数转债下跌。而且机构的行为或许会加剧这一现象,机构占比略高的转债一旦出现负面事件便会被要求出库,进而导致相对快速的下跌。”因此,在他看来,转债估值的不确定性相比以往明显提升,一些低价转债反倒波动会更大,公募基金需要去重新审视转债的投资策略,要更加仔细地去做信用风险和退市风险的甄别。

浙金信托也在研报中指出,今年以来信用风险事件频发,特别是岭南转债违约事件的发生,或将彻底改变部分投资者的投资理念和策略,市场可能会形成一个“策略出清”的阶段,这也是风险事件后转债市场下跌的原因之一。

## 关注机构重仓转债 的反弹机会

展望后市,虽然短期来看,信用风险事件的影响或将造成转债市场尤其是低价转债的波动,但从中长期来看,多家基金公司认为,在能够充分排除个券信用风险的前提下,当前市场价格已具备较好的投资价值,特别是在不确定的市场环境下,转债仍是当前大类资产配置中较好的选择。

博时基金基金经理桂征辉认为,当

前可转债的“转债价格低、转股溢价率高”,尽管当前仍然面临股市反复探底的风险,但相较于股票而言,可转债当前的风险收益已经“非对称”。从绝对收益角度出发,当下的可转债具备较好的配置价值,不过向上弹性相比股票可能较为不足。另外,可转债的信用风险扰动较此前增多,把握转债投资机会时需仔细评估个券的信用风险。

李栋梁也表示,在经历了前期的估值、平价调整后,目前的可转债从绝对位置来看或已经调整出估值洼地,配置价值凸显。一方面,转债百元溢价率已经调整至2021年初“固收+”基金扩容前水平,且已经有近一半的可转债跌破债底,目前位置,转债或具备一定的估值自发修复动能。另一方面,在纯债收益逐步下探的大背景下,转债的机会成本或在降低,投资性价比有望逐步显现,叠加再融资政策的收缩,目前转债的供需格局较为健康,这些都构成了转债中期反弹的基础。

结构层面来看,李栋梁建议投资者关注本轮转债跟踪行情带来的机构重仓转债的反弹机会,包括信用风险可控的银行、央企转债以及部分绝对价格较低的双低品种,此外,上半年财务报表表现优异的正股对应转债的投资机会也值得关注。而对于弱资质低价转债,他认为,尽管短期内不排除存在错杀的可能性,但缺乏向上修复动能,交易上以规避为主。

# 摩根士丹利基金雷志勇: 人工智能趋势还在 估值仍处于合理区间

证券时报记者 王明弘

今年以来,红利、人工智能等板块受到资金的追捧,以英伟达为代表的行业个股股价持续走高,人工智能板块的基金收益率也跑赢市场其他行业。

上半年,摩根士丹利基金权益投资部副总监、大摩数字经济基金经理雷志勇管理的大摩数字经济以年内回报率25.46%排在偏股混合基金的前列,他是如何捕捉到人工智能投资收益的?人工智能产业链是否估值过高?未来该领域还有哪些投资机会?针对这些问题,近日,雷志勇接受了证券时报记者采访。

## 在市场里寻找确定性

雷志勇毕业于北京大学计算机软件与理论硕士,曾任中国移动通信集团公司总部项目经理、中国移动通信集团广东有限公司中级网络运行支撑主管,2014年10月加入摩根士丹利基金,是业内为数不多的有人工智能相关产业工作经历的基金经理之一。

雷志勇认为,人工智能板块之所以受到资金的青睐,是因为当前不确定的市场、宏观经济和国际环境下,投资者对确定性提出了很高的要求。随着今年市场转向防御风格,交易量明显下行,上半年跑赢市场的两类资产是高股息和人工智能算力,本质上都体现了同一种思路——“防守”,即投资者在一个确定的大环境下追求确定性的体现。

雷志勇回忆,在2011—2013年期间,国内的宏观经济、A股市场同样压力很大,但是以智能手机为代表的成长方向资产涨势良好。在那几年,中国的产业链伴随着一个大的科技成长周期,即从功能机切换到智能机,智能手机板块的业绩增速远远跑赢了其他行业,行业表现也大幅跑赢了A股大盘,同样的事也发生在今年。

“其实从去年下半年开始,我们就已经提高了AI算力的配置仓位。当时我们调研发现,光模块厂家的订单增量非常明确,而且台积电的排单展望也反映出CoWoS封装产能供不应求,这些信息均反馈出AI产业链业绩增长的确定性很高。”

不过,市场中布局AI产业链机会的基金经理众多,大摩数字经济基金何以能够名列前茅?雷志勇表示,一方面是因过去追求弹性而去配置偏主题和偏概念的算力公司,大摩数字经济基金的持仓更侧重业绩兑现度,注重确定性。另一方面则是在紧密跟踪产业链变化的基础上,持续对持仓结构进行优化。

他透露,在跟踪产业的过程中发现,海内外巨头公司除了在算力云端发力——大量布局服务器、训练大模型以外,也开始在手机终端侧布局新品。“经过行业比较,我们发现智能终端等方向比单纯的AI模型要好。大模型存在业绩兑现的问题,智能终端产业链中,国内企业可以作为配套制造产业链,有订单的支撑。”雷志勇表示,基于上述逻辑,逐渐在基金组合中增加了AI终端侧的部分仓位,这一判断也得到了市场的验证。

雷志勇认为,AI的估值需要从两个维度来看,首先是AI处于产业景气上行周期,历史上新能源行业对应该阶段当年和第二年的PE可达到30—40倍甚至更高,但当前市场普遍预期光模块、PCB对应2025年PE不到20倍。

“其次是从历史上来看,TMT公司在景气上行的3G切换到4G的创新周期,它们的PE最高时候给到了35倍甚至40倍。无论横向的跟其他行业比较,还是纵向的个股产业链比较,目前AI整体估值跟业绩匹配度,应该是合理甚至还偏低的。”雷志勇表示。

雷志勇补充,估值合理与否是基于对人工智能产业趋势的判断,随着算力规模的扩张,大模型继续演进,产业发展的趋势没有结束,规律目前尚未被证伪,因此,估值仍然处于合理区间。

那么,雷志勇是如何捕捉到人工智能行业的景气度,并在合适的时机买入产业链个股的呢?“最近几年随着高端制造产业不断升级,汽车、手机、国防军工等行业出现一个趋势,单个行业需要多位研究员共同覆盖,比如汽车行业需要新能源、电子和计算机研究员共同参与,就未来两个季度行业间的景气度、产业周期走向进行比较。”雷志勇介

# 基金申赎费密集下调 费率改革第三步开启

证券时报记者 余世鹏

近日,多家公募陆续下调旗下相关基金的申购赎回费率,有的基金申购费率由0.30%下调至0.10%,还有的基金赎回费率直接下降到0。

业内人士表示,相关基金陆续下调申赎费用,预示着基金业的费率改革从第二步走向第三步。和管理费相比,基金销售环节的费率改革给投资者带来的让利感触会更为明显。

数据显示,从2023年完整年度看,基金管理费、托管费、交易佣金均已较2022年有所下降,销售服务费则有所增加。目前,基金业对销售服务费探讨点在于,基金销售本身是一次性行为,销售服务费该不该高于基金管理费?

## 基金密集下调 申购赎回费率

一般来说,基金的赎回费率和持有期限成反比,申购费率和申购金额成反比。从基金公司近期密集发布的调整方案来看,相关基金的申购费率将出现显著下降。

先看赎回费,根据华宝基金8月24日公告,该公司从2024年8月26日至2025年2月26日对通过直销柜台赎回相关基金的投资者实施赎回费率优惠。投资者持有期大于7日小于30日的赎回费率从0.10%下调为0.025%,优惠后的赎回费全部归入基金财产。

此外,华夏基金8月中旬公告,规模超百亿的华夏债中国指数基金拟召开持有人大会(投票时间为8月23日至10月14日)审议的调整赎回费率议案为:投资者赎回A份额和C份额时持有满7天(含7天)的,赎回费为0。修改前则是持有满7天(含7天)不满30天的赎回费为0.1%,持有满30天以上(含30天)的赎回费为0。

申购费率方面,基本都是“减半”类型的调整。以博时基金为例,博时富华纯债基金近期召开持有人大会审议的议案显示,持有金额小于100万元的申购费率由0.8%下调为0.4%,持有金额小于300万元大于或等于100万元的申购费率由0.5%下调至0.2%,持有金额小于500万元、大于或等于300万元的申购费率由0.30%下调至0.10%,持有金额大于或等于500万元的申购费率由每笔1000元下调为500元。

## 销售端费率改革开启

在基金业内人士看来,相关基金陆续下调申赎费用,不仅预示着公募基金行业综合费率在稳步降低,更是预示着基金业的费率改革从第二步走向第三步。

以证监会在2023年7月发布的《公募基金行业费率改革工作方案》为标志,公募基金行业费率改革正式启动。第一步的管理费用改革,调整的主要是主动权益基金的管理费和托管费,通过这两类基金费率分别下调至1.2%、0.2%

以下来让利投资者。第二步的交易费用改革,调整的是公募基金改革。以今年4月19日证监会发布的《公开募集证券投资基金销售费用管理规定》为标志,公募基金行业费率改革第二阶段举措全部落地。

“本轮基金业综合费率下调主要有三大块,分别是管理费、交易费、销售费,涉及到基金公司、托管银行、券商以及第三方渠道互联网渠道等。截至目前,基金管理费、托管费、交易佣金等方面的降费已基本到位。接下来要进行的,就是包括基金申购认购费在内的销售端费用调整。”华南一位公募高管对证券时报记者表示。

根据天相投顾数据统计,2023年全年,基金管理费、托管费、交易佣金、销售服务费分别为1333.46亿元、284.96亿元、164.66亿元、244.55亿元。与2022年相比,前三项经过调整的费率已出现明显下降,下降额度分别为108.97亿元、19.60亿元、17.75亿元。尚未全面启动调整的销售服务费,则比2022年增加了27.51亿元。

## 投资者感触会更明显

在具体划分上,基金销售费用不仅包括基金申购(认购)费、赎回费,还包括了销售服务费。销售服务费,通常包括为投资者提供投资咨询、账户管理、交易服务等相关服务所产生的费用。

一位资深基金产品研究人士对证

券时报记者称,和管理费下调相比,基金销售环节费率改革给投资者带来的让利感触会更为明显。“比如,一些银行渠道的基金申购费是1.5%,但一些第三方互联网平台的申购费率却能打出一折优惠,相当于用100元买基金,申购费会一块五下降到一毛五。”根据该人士了解,基金销售费用相关的费率改革措施,有望很快出台。

“根据相关测算,基金的销售服务费‘大头’流向了渠道机构,基金公司拿到的只是‘小头’。这里面的渠道机构,既包括银行和券商等传统机构,也包括第三方互联网基金销售机构。这意味着,基金销售环境的费率改革,对渠道机构的影响会更大。”上述基金产品研究人士说。

该基金产品研究人士还表示,目前基金业对销售服务费探讨点在于,该项费用到底有多少服务含量?基金销售本身是一次性行为,销售服务费该不该高于基金管理费?和基金销售相比,基金公司或基金经理对基金产品的“管理”,实际上是持续性行为。“从我的观察来看,截至目前,有相当部分基金的销售服务费是高于管理费的,如果这个环境的费率改革接下来开启,这一部分的费率应该具备不小调整空间。”

根据同花顺iFinD数据,截至8月23日,全市场有近650只基金产品的销售服务费高于管理费。其中,有基金产品的销售服务费率达1.5%,比自身0.6%的管理费高出0.9个百分点。

