

孔学峰：拒新股诱惑 迎债市良机

□本报记者 郑洞宇 深圳报道

债市收益预期更确定

中国证券报：近期出现了国债销售“一债难求”的现象，投资者借助债券基金进行固定收益产品投资的倾向也愈加明显。不仅债券型基金今年一季度的募集情况好于去年同期，今年以来募集情况最好的新基金也是债券基金。你怎么看待债券市场的“火热”情况？

孔学峰：债市“火热”最主要的原因还是因为债券市场今年的收益预期更为确定，现在的经济与政策环境有利于债市的运行与发展。从今年的经济周期、通货膨胀和资金面来看，也都有利于债市。目前市场比较担心通胀问题，3月CPI同比上涨3.6%，超出了市场预期。但我们仔细研究后发现，蔬菜价格虽然上升了将近20%，但这主要是受天气影响所致，未来只要天气不出现明显的变化，蔬菜价格便会回落。从高频数据来看，蔬菜从3月下旬开始已经快速回落。另一方面，经济走势不乐观会带动总需求走弱，对CPI的抑制也有作用，因此，今年通胀回落的确定性还是相当强的，这有利于债券市场的稳步运行。

经济和通胀的双双回落，也给政策的预调和微调创造了条件。下调存款准备金率可能会成为今年比较常态的操作，我估计今年至少还有3、4次降准的可能。但降息的概率不大，因为从目前的情况来看，管理

层认为经济回落的趋势还是可控的。市场缺钱主要还是由于存款准备金率太高，抑制了货币供应的扩张。

中国证券报：那么下调存款准备金率的时点会在哪里？你对今年债券市场的投资又有何打算？

孔学峰：存款准备金率在二季度下调的可能性比较大。主要原因在于经济持续回落，管理层会考虑政策的预调和微调，也会通过公开市场进行相应操作。实际上，大量资金会在二季度到期，所以整体上看二季度资金面不会过于紧张。二季度债券市场存在较多利好，债市有望走出目前盘整的格局。今年信用债的投资机会比较确定，而利率债在二季度也可能出现交易性机会。

所以，对于二季度债券市场的投资，我会更为积极，绝大多数资金会配置在信用债上，以实现较高的收益预期。目前信用债的信用利差处于历史的较高水平，绝对收益也相对较高，特别是最近山东海龙短融券的兑付也有利于信用债信用风险的释放。

此外，由于货币政策的宽松是大概率事件，利率产品存在的交易性机会也值得关注，可转债也存在一定的机会。我认为二季度是今年债市投资的较好时机，新基金会实行快速建仓策略。

债市更契合养老金需求

中国证券报：今年市场对于养老金流入债市的预期较为强烈，预计今年可能流入的养老金规模会是多少？养老金流入对债券市场有什么影响？

孔学峰：这个问题股市投资者更为关注，但债券市场更加符合养老金必须实现低风险和稳定收益的需求，所以可以预期，更多的养老金会流入债券市场。从目前的情况看，根据已知的相关规定，养老金对股票市场的最高投资比例是40%，这已是相当高的投资比例了。但股市目前仍未能走出融资困局，难现大的机会，投资风险也高，所以不太符合养老金的管理需求。

而养老金对于固定收益类产品的投资比例60%是肯定有的。按照这个比例估算，现在广东省预计入市的养老金有一千亿元左右，即仅广东省就可能有600亿元资金流入债市。放眼全国，相关资金余额大概是1.5万亿元左右，如果按照60%的比例投资债券市场的话，一万多亿元的资金流入量非常可观，对债券市场的正面影响就会更大一些。

不过这仅仅是预期。现在养老金的投资渠道非常少，最主要的是固定收益类投资，而且是储蓄国债。如果广东省的养老金入市，能够形成一个有效的示范，能够达到预期的稳定收益，那么就会陆续有省份参与、跟进，这样的规模就会对

债券市场产生很大影响。养老金的投资理念始终是保守的，债券也只是一种配置。

中国证券报：债券市场的吸引力在于其能带来稳定收益，高收益债的推出，是否会改变债市这种特征？高收益债对债券市场的发展会带来什么影响？

孔学峰：对于基金而言，高收益债能够帮助其丰富资产配置，提高收益预期，为持有人实现更好的回报，但控制风险非常重要。从目前来看，信用类债券的根本问题实际上还没有完全解决。

2005年信用类债券进入一个快速发展阶段，目前的规模接近5万亿元的水平。但是从根本上讲，债券市场的环境并没有明显变化，债券的信息披露、信用评级、违约机制以及投资人保护等方面都没有真正的市场化。

发展高收益债券应当说是好事，它可以解决不同层次发行人的需求，满足一些投资者较大的风险偏好。作为基金管理人，在高收益债投资方面，可以通过专业的甄别风险的分析方法，实现更高的收益。从美国债券市场的发展历程看，高收益债的发展空间非常大。我国目前要发展高收益债，应当争取同时解决退出机制、信息披露、违约机制等一系列问题。总体而言，发展高收益债券，对专业投资人来讲是有利的。希望第一批高收益债能够有好的表现，为未来的发展实现良好的开端。

今年以来，相对于股票基金，债券基金似乎更受市场追捧，首发募集规模前五名都是债券型基金。信达澳银基金固定收益部总经理、信达澳银稳定增利分级债券基金拟任基金经理孔学峰表示，今年债券市场的投资机会可能比股票市场更为确定，二季度是投资债市的良机。在债券基金受到投资者肯定的情况下，作为基金管理人，应更注重于平滑收益波动。尽管基金“打新”热情已经由冷转热，但孔学峰依然不为所动，认为“打新”风险依然较大，不利于债券基金的投资运作。本着一颗无论牛熊始终敬畏市场的心，孔学峰只希望能够把握债市发展的良机，力争为持有人带来稳定的投资回报。



孔学峰，信达澳银固定收益部总经理、信达澳银稳定价值基金经理、信达澳银稳定增利分级债券基金拟任基金经理。中央财经大学金融学硕士，8年证券投资管理经历。历任金元证券股份有限公司研究员、固定收益总部副总经理；2011年8月加入信达澳银基金，任投资研究部下属固定收益部总经理。

追求稳定的收益回报

中国证券报：今年基金“打新”的热情似乎回暖，在新股发行新规有利于机构参与的情况下，你是否会考虑参与新股配售来争取更高的收益预期？

孔学峰：说实话，这几年有一个不太好的现象，即债券基金更多地靠打新股去拼业绩，拼排名。但投资者投资债券基金的根本目的是什么？无非是为了低风险、低波动的长期稳定收益，而在股票市场剧烈波动的背景下债券基金过多参与“打新”，可能就有违这种投资理念了。

新股发行新规拟取消网下申购三个月的锁定期，可能对机构参与“打新”会更为有利。但取消锁定期可能会产生新的问题，即新股的收益预期也会大幅下降，这对债券基金的影响较大。当然，最主要的原因还在于我暂时对整个股票市场不是特别乐观，所以我以规避为主。

中国证券报：股票是债券基金争夺排名的有力武器，在这种竞争环境下，你怎么看待权益类产品投资的机会？债券基金的收益你认为应该来自于哪里？

孔学峰：我现在管理的基金一季度的表现还算可以。晨星开放式基金业绩排行榜显示，截至2012年3月30日，信达澳银稳定价值A和稳定价值B今年以来总回报率在146只激进债券型基金中分别排名第32位和35位。我现在持有的股票很少，基本上以转债为主。我的策略相对保守，杠杆比较小，收益谈不上最好，但更为稳定，这也是我追求的目标。

3月底股票市场出现了较为剧烈的调整，有些债券基金波动很大，这种现象有点偏离债券基金的本质。对于债券基金而言，收益的关键来源应该还是对债券深刻理解所带来的投资收益。我个人比较看好未来信用债的表现，信达澳银稳定增利分级债券基金成立后，我将在追求稳定收益的前提下积极布局，重点捕捉信用债领域的投资机会。

投资有所为有所不为

中国证券报：在固定收益领域奋斗了8年，你在债券市场的研究和投资方面有什么感悟？

孔学峰：做债券投资，最重要的就是“有所为有所不为”。特别是公募基金监管环境比较严格，投资更需小心谨慎。自2004年从业以来，我经历了债券市场的多次牛熊转换。每当市场陷入熊市之时，债券投资者中出现大亏损的人不少。经历了这些年市场的起起伏伏之后，我更加注重谨慎稳健的投资原则。债券市场是一个长期的投资市场，投资者之所以会买债券基金也是基于这种产品具有收益相对稳定的投资属性，所以我必须谨慎对待。

对于投资，我的理念比较简单朴素，就是通过一些自上而下的宏观研究以及自下而上的券种选择，基于追求资产长期回报的目标，有效控制风险以实现资金的保值增值，这也是我对团队强调的理念。今年债券市场整体趋势应该是好的，不过也要始终对这个市场抱有一种敬畏的心态。只有避免出错，特别是避免犯趋势性和经验性的错误，才能实现稳健的投资，才能不辜负持有人的托付。