

孔学峰 二季度配置首选信用债

□本报记者 郑洞宇

经济弱复苏 通胀无近忧

中国证券报:对于二季度经济形势有何看法?从全年角度来看,经济复苏前景如何?

孔学峰:“国五条”和银监会8号文的出台,导致市场对经济复苏前景产生了担忧。事实上,调控政策或监管措施是一脉相承的,并没有显得特别的突兀,这也表明了决策层对目前经济增长的态势比较满意。未来,中国不再会追求超高速的增长,但也要维持相对高的增速,这是一种平衡的艺术。要实现真正的经济转型,这是必然的途径。而维持这种平衡的关键点就在于央行,央行现在的货币政策是灵活的,通过逆回购,可以很快实现收放的平衡。未来中国经济虽然会极力摆脱对投资的依赖,但这是个渐进的过程,在消费和投资陷入低迷之际,二季度政府主导的基建投资启动仍然是重要的经济支撑。因此,虽然一季度经济数据低于预期,但我相信宏观经济在二季度仍然会维持弱复苏格局,只是中间的预期会有波折。

中国证券报:从全年角度来看,通胀反弹似乎已成定局,这是否会影响今年的债市行情?

孔学峰:今年3月份的CPI为2.1%,PPI为-1.9%,低于市场的整体预期。物价增速回落的主要因素在于食品价格超预期下滑,其中猪肉、蔬菜、禽蛋价格下滑更为明显。而且,由于目前H7N9病毒还在蔓延,虽然不能与2003年的SARS相比,但这种影响也是不能忽视的,因此,未来几个月食品价格仍然会处于低位。再加上货币和总需求的抑制,通胀在二季度仍然不会成为市场的压力,我预计会在3%以内。基于这样的判断,我认为债市在二季度仍会有较好的表现。

虽然通胀在二季度不存在大的问题,但市场对通胀的担忧始终还在。最主要的原因是对货币的恐惧。现在M2的总量太大了,如果增速稍微失控,对通胀会有极强的推动作用。而且CPI里面影响较大的权重,如猪肉、鲜菜等价格都处于历史低位,一旦形成拐点,通胀预期势必也会加强。我们预计这种预期应该在三季度后期会出现,届时债券市场的压力会比较大。

中国证券报:二季度流动性会否出现变化?对于货币政策有何预期?

孔学峰:春节之后,央行逆回购转为正回购,市场普遍解读为货币政策回归中性。货币政策这种边际变化是明显的,但对资金价格的影响却是有限的。目前,银行间回购利率维持在3%附近,还处于相对较低的水平。央行一直表示会对通胀保持足够的警惕,但事实上通胀压力并不大,而且经济复苏也并不强劲,微观实体的经营压力依然很大,因此货币政策进一步收紧的可能性并不大。这里面的变数在于房价能不能被压制,如果房价依然出现大幅反弹,那么央行可能不得不收紧货币,在“国五条”出台后,应该会有一段较长时间的观察期。

由于通胀和经济都处于偏弱的区间,我认为央行没有必要对货币收得过紧。而且由于人民币升值趋势没变,热钱流入会导致新增外汇占款逐步放大,因此,流动性还将维持中性偏宽松的格局。未来货币政策的调控手段仍然是公开市场操作,以正、逆回购为主,灵活引导市场预期。而价格和总量手段,则要视通胀和经济的情况相机抉择。

进入二季度,A股依然表现低迷,债市则稳步上扬,股债跷跷板效应在二季度愈加明显。信达澳银固定收益副总监、信达澳银信用债基金拟任基金经理孔学峰表示,春节之后,央行调控由逆回购转变为正回购,此后股市陷入调整,一季度货币极度宽松的资金环境出现边际变化,二季度货币政策回归中性,股市难现趋势性机会。而债市二季度或将保持稳步向上的趋势,特别是银监会8号文出台后,对信用债将产生积极影响。因此,二季度是债券较好的投资时期,大类资产配置还是以债券为主,特别是信用债。



孔学峰,中央财经大学金融学硕士。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公司,任信达澳银固定收益副总监。

规范银行理财 信用债需求提升

中国证券报:银监会新规意在控制“影子银行”风险,具体而言,影子银行清理对债券基金投资会产生怎样的影响?

孔学峰:银监会8号文出台的主要目的是规范银行理财业务,这会对债券市场产生较为深远的影响,而我认为这种影响是正面的,特别是对信用债券而言。一方面,从债券需求端来看,长久以来,银行理财产品一直是债券持有的重要力量,甚至有些银行的理财产品对信用类债券的持有量一度超过自营账户的规模。银监会此番对银行非标理财业务的限制,必然会增加银行理财对传统债券的需求,特别是由于银行理财一贯追求较高收益,所以对信用类债券会更加青睐,这是必然的现实;另一方面,8号文的出台在一定程度上会抑制社会融资规模的扩张。2012年银行理财资产余额达到7.1万亿元,当年新增量达到2.5万亿元,超过前两年增量的总和,而且大部分发生在下半年,成为社会融资规模的重要来源。未来在8号文的规范和限制作用下,银行非标理财业务会放缓,特别是对于在非标业务上占比较高的中小银行影响更大,其最好的应对方就是自然到期或减少发行,这样一来必然会影响到整体增量的扩大,进而影响社会融资规模的扩张。这种情况与2011年银监会清查表外票据业务时的情形类似。当年民间借贷的资金链受到较大影响。一旦社会融资总量增速放缓,则会影响到经济复苏的进程,这对债市才是最根本的利好。但是,我们也必须警惕由

此带来的资金紧缩。

中国证券报:信用债近年来火爆,未来是否还具备较好的收益空间?信用债会否出现违约风险,作为专业投资人将如何规避?

孔学峰:信用债券依然是年内取得较好收益的主要品种。目前很多人担忧的情形是,信用债券的收益率下行太快,信用利差收得很厉害,但这些是相对的。我个人感觉,现在的市场情形难以找到有效的市场借鉴。弱复苏,弱亦不弱,强亦不强,有利于抑制通货膨胀和化解政策压力。货币调控模式转变,从以前的“大河漫灌”(利率和存款准备金率)到现在的精准调控(回购+SLO),更加灵活有效。因此,我个人倾向认为在经济不强、通胀不起时,资本市场的资金应该是充裕的。而且信用债的绝对收益率和信用利差还处于历史均值附近,市场的上行趋势并没有被打破,所以投资空间还是很大的。

近两年来不断暴露出信用债风险,包括偿付风险、违约风险,甚至监管风险等。不过到目前为止,还没有出现真正意义上的违约,但这些事件会导致个券的下跌,目前来看,其传染性已经不高了。我相信,未来会出现实质违约,这样市场才能真正成熟起来。作为专业投资人,我们需要谨慎对待。在选择投资品时,我们十分注重对企业信用资质的分析,特别关注企业现金流、偿付能力、企业股东背景、行业背景等等。对于上市公司,我们甚至需要分析财务报表的真实性,因为一旦公司触及监管红线,影响是非常大的,所以我们很慎重。

股市格局生变 可转债难现趋势行情

中国证券报:可转债今年年初走势甚至强于股市,但近期也陷入调整,这是否是买入机会?此外,民生转债上市后受到资金追捧,其转股动力是否强劲?未来能否带动银行股估值进一步提升?

孔学峰:可转债在一季度表现较好,主要是因为今年1月、2月权益类市场表现强劲,这里面最根本的原因在于货币的极度宽松。但这种格局已经改变了,接下来转债市场面临的问题主要有两个:一是扩容。在民生银行可转债发行之后,中国平安260亿元的可转债已经过会,后面还有中国石化300亿元第二期转债,都将形成很大的扩容压力;二是IPO重启预期对股市的压力。这是现实问题,会压制转债形成趋势性机会。好在转债市场现在的估值比较合理,并没有形成泡沫,即便股票市场处于弱势格局,转债应该也不缺结构性机会。我们比较看好非银大盘和电力板块的转债,其业绩恢复增长会带来投资机会。总之,转债投资需要谨慎灵活,要做好风险控制。

至于二季度可转债能否形成趋势机会,还得看股市的表现,虽然转债的估值相对便宜。民生转债上市受到追捧,导致溢价率远高于同类债券,这对银行类转债

会有一定的带动,但对银行类股票的刺激作用有限。

中国证券报:中小私募债是市场上的一种新品种,您认为投资私募债需要考量哪些关键因素?

孔学峰:私募债也在我信基金的投资范围,也是我们需要花大力气和精力来研究的品种。首先,要把风险(包括信用风险和流动性风险)控制放在首位,加强实地调研和跟踪,同时要做到分散投资。我们公司内部在这方面是有严格的风控要求的;其次,对私募债之类的投资标的要仔细遴选,区分行业和背景,强化担保。私募债可能是超越的利器,但也有可能是摔跟头的绊脚石,对此要慎之又慎。

我认为投资私募债需要更仔细的研究。首先,要考量发行人的成长性,看其是否具备持续盈利能力;其次,发行人所处的行业是否是政策所扶持的,这也是要考虑的很关键的因素;再次,私募债本身是否有第三方的担保,或者是否有足够的资产进行担保,甚至还得考量这种担保的真实力和可变现能力等等。总之要慎之又慎,要加强实地调研。