

# 张明凯：二季度债市相对乐观

□本报记者 田露

债市“暖春”景象已持续一段时间，多家基金公司也趁此东风，纷纷抢道发行债券型基金，主攻固定收益市场的鑫元基金也正在发行旗下第二只基金产品——鑫元一年定期开放债券型基金。其拟任基金经理张明凯在接受中国证券记者采访时认为，在经济形势、资金面和债市自身节奏等多方面因素作用下，今年二季度债市仍然相对乐观。

眼下，超日债违约事件等仍在发酵，不少投资者也被传染了焦灼情绪，但张明凯并未像许多市场人士那样悲观。张明凯表示，在零星的违约事件影响之下，会有不少债券遭到错杀，这个时候，正是让专业机构发挥甄别能力，替投资者把握投资机遇之时。



张明凯，经济学硕士，超过6年的行业经验。2008年7月至2013年8月，任职于南京银行，担任固定收益研究和信用债研究员，精通过信用债的行情与风险研判，是南京银行债券信用风险控制体系的创立者，在宏观经济研究、固定收益类产品投资交易方面，具有丰富的经验和独到见解。2013年8月加入鑫元基金管理有限公司，现任鑫元货币市场的基金经理。

## 债市供需关系并未逆转

**中国证券报：**债市回暖行进到目前阶段，市场竞争有所增加，你对2014年的债券市场怎么看？

**张明凯：**今年债市的情况比较复杂，很难判断全年走势。一方面，这几年的经济形势以稳进为主，大背景对债券市场有利；另一方面，改革已经进入到深水区，过去那种动辄就放松货币的政策很难再出现，会更表现为一种平稳状态，而且随着利率市场化的进程，余额宝等货币基金的发展也间接推升了资金成本。所以，我觉得，债市“暖春”之后，债券收益率继续下行的空间不会再像2009年—2012年那几波行情那样大了。

短期而言，我们需要考虑债市有季节性因素。一般上半年债券发行量相对较小，后半段发行量才开始慢慢增多，而各机构年初的配置需求又都比较大，所以，在二季度，我相信这样的供需关系还不会达到形势扭转的临界点。此外，虽然每年6月份资金面都会比较紧张，但3、4、5月份都比较宽松，因为信贷投放比较大，货币乘数会上升。而且根据我个人的经验，债券市场存在一种惯性，当收益率从上往下走时，如果没有一个大的预期或事件干扰，它不会马上发生大逆转。所以我对二季度持相对乐观的看法，下半年则会中性一点。

**中国证券报：**银行对于债券配置的需求有上升吗？

**张明凯：**现在还只能看到大部分银行去年三季度的报表，从中来看，它们对债券资产的配置环比有缓慢的上升迹象，但同比并没有显著变化。实际上我们也是这种感觉。这轮债市的“小阳春”，其实是所有的机构都参与进来了，包括银行、基金、保险，所以才有这么一个快速的上涨。

**中国证券报：**市场普遍认为今年3月城投债会迎来一波兑付高峰，同时也是一些产能过剩行业的信用债和信托产品的到期高峰，这会对债市形成较大冲击吗？

**张明凯：**其实我们应该看到中央已经在做一些安排了。从去年下半年开始，财政部代发国债的频率就明显加快。通过国债发行，逐渐替换地方的一些债务，而中央政府信用的介入，其实是在逐渐缓解地方债务压力。另外，城投债还是在不断续发的，现在的供给量也很大。这一债务链条，目前可能处于一个比较困难的阶段，只有待4万亿元积累下来的投资完全被消化，情况才能好转。

**中国证券报：**你认为当前资金外流对股市和债市有何影响？

**张明凯：**从现在整个资金面和回购市场的情况来看，我们看不到资金外逃的迹象。另外，即使假设资金出现外逃，央行还有超过20%的准备金下调空间，所以还是能够释放流动性的，这方面不用特别担心。

## 大规模违约难以出现

**中国证券报：**鑫元一年定期开放债基主要投资的品种是什么？

**张明凯：**主要是一年期的信用债，基本上不会考虑利率债，因为利率债的利率太低，另外也无法规避利率风险。这只债券基金的收益将主要来自于债券的利息收入而不是价格波动。目前在超日债爆出利息违约的背景下，老百姓有谨慎情绪，另外他们也不太具备专业性去识别风险，而鑫元基金本身是主打债券投资的，对信用风险的控制是我们的优势。我们有这种自信，能够帮投资者去做这方面的事情。

**中国证券报：**超日债事件的余波还会扩散吗？

**张明凯：**现在的影晌是：民企发行的低信用评级的信用债，市场需求明显下降，导致融资成本上升。AA-的一年期短融民企债，以前7.5%的发行利率都算高的，但现在可能要发到8.5%了。对机构而言，超日债事件的影响仍然在扩散，但从实际情况来看，我们进行了信用分析，我们认为有信用风险的企业，其实还是比较少的。我们也进行过调研，如超日

出现这样的问题，其实在于它没有核心技术，基本上是加工型企业，再加上产能过剩，所以才有了如今这样的局面。

**中国证券报：**有人认为现在的新股和债券发行人中，不少都是产能过剩的传统企业，风险比较大，你怎么看？

**张明凯：**我没那么悲观。国内债券市场从诞生以来，发行债券最多的行业就是电力、钢铁、水泥，都是产能比较过剩的行业，但它们也大多是国有企业，在当地具有重大贡献和影响，从这一点来说，我认为短期难以出现比较大的震动。管理层即使要改革，让一些风险暴露出来，可能也会采取慢慢化解的方式，出现一个比较大的、多米诺骨牌那样的景象还是不太可能的。也就是说，企业破产和债券违约，这样的个案还会出现，但是大规模地呈现出来却不太可能，因为如果中国内部的信用链条出现问题，融资链一旦断裂是很难恢复的。允许出现少量的警示性的违约，成本更低一些。

**中国证券报：**作为专业投资

机构，怎样规避信用风险呢？

**张明凯：**我觉得主要是看发行人的财务指标，还要考虑企业的核心竞争力，包括企业内部的组织架构是否合理，在其产业领域的专业程度和地位如何，自身技术有没有排他性，以及它的融资通道是否通畅等，其中融资渠道可能是最重要的，还有管理层的素质、思路和管理能力等。

**中国证券报：**评判这些企业的情况时，主要是依靠自己的研究团队，还是外部报告？

**张明凯：**外部报告只是一种媒介，主要还是依靠我们自己的研究团队进行判断。我们这个团队具有互相制衡、互相制约的结构，一方面做模型研究，对全市场进行信用排序和信用风险分层；另一方面，进行信用风险评估。前者可以从市场中发掘机会，然后再向信用风险研究员推荐，大家一起讨论。可以说，从研究到投资，都参与到信用风险的控制里来了，是一个集思广益的过程。

**中国证券报：**你在南京银行时就是信用风险体系的创建者，请介绍一下当时的情况。

**张明凯：**2008年左右，做信用债研究的机构还不多，大家主要依靠感性认识，但我们在那时就开始慢慢做这种系统性的打分，并与一些同行交流。实际上我做过两个评级模型，目前使用的一个模型中，我比较在意国内企业的资产对于债务的覆盖程度。从理论上来讲，这跟默顿的期权模型比较相近，就是用资产减去负债后计算出它的违约距离。这个模型在实际运用中也比较有效，例如海龙和新中基的短融在2011年出事之前，我做的模型就已识别出它们的一些状况，即资产负债下降导致财务指标出现明显恶化，所以来我们规避了它们新发的债券。

**中国证券报：**各机构对今年的经济形势都不太乐观，这是否会对中国债市造成冲击？

**张明凯：**肯定会有一些企业出现状况，不过这恰恰是我们大展拳脚的时候。因为当信用债市场被悲观情绪占据时，往往有一些企业是被错杀的，这样反而给我们更好的机会，买入成本比较低，创造的收益也会更可观。

## 为持有人提供稳健回报

或拉长久期，实际上做的是三至五年甚至更长期的投资选择。这在牛市中可以获得比较高的收益，但在熊市中，则可能面临比较大的损失。我们希望把这个产品做得比较稳健。实际上，银行一年期的理财产品收益率也就是6%多一点，这说明老百姓的要求并不是很高，因此，我们并不需要去冒不必要的风险。

**中国证券报：**如何规避利率风险？

**张明凯：**一是不要重点投资利率债，二是大部分资金都做期限匹配的投资，适当做一些久期

暴露的操作。短融是一年期信用债市场的主力，但短融的利率相对低一些，所以我们还会参与一些中小企业私募债等信用类产品的投资。高收益债现在不太景气，但它的票息更为可观，利率风险抗性也更高。

**中国证券报：**在余额宝等产品的冲击之下，债券型基金怎样才能吸引老百姓？

**张明凯：**主要还是做好自己的事情。余额宝去年那么高的收益，确实瞬间就把大家的胃口都提高了，但实际上作为货币基金，年化6%左右的收益率水平

是很难维持的。所以，我觉得债基和其他理财产品存在很大空间，而且固定收益本身也要做细分市场，需要对资管市场中的人群不断细分，比如一年预期收益率5%以下的客户是怎样的，有多少，预期收益率6%—7%的客户又有多少，等等，这些都要明确。我们要做不同的产品，满足不同风险收益特征的客户需求，让目标客户满意。