

# 张明凯：二季度债市相对乐观

□本报记者 田露



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工作,精通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,现任鑫元货币市场基金的基金经理。

## 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,市场分歧有所增加,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,改革已经进入深水區,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第三季度的报表,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。实际中我们也是这种感觉。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。

**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:**现在的影响是: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

**中国证券报:**二季度应该是你们新基金开始建仓的时候,会采取比较快的建仓节奏吗?

**张明凯:**不会很快。在初期,我个人倾向于结合当时的市场情况,采取比较稳健一点的操作方法。如果债券收益率进一步下行,那么我们会累积一些短期收益后,慢慢在下半年再寻找机会。在这个产品上,我们希望还原一年期定期开放基金的本质,即拿着投资者一年投资的资金,在相应的期限里操作,获得一年期的稳定回报。过去,不少投资机构在类似产品上,可能杠杆放得比较高,

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,再加上行业产能过剩,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性程度和地位如何,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。

## 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

**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。实际上我做过的两个评级模型,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,即资产质量下降导致财务指标出现明显恶化,所以后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,这是否会对信用债市场造成冲击?

**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。

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。

责编:鲁孝年  
美编:王春燕