

韩海平：未来债市收益将回归中等水平

□本报实习记者 黄丽

看好三类债券产品

中国证券报：你对今年年底及2015年的债市怎么看？

韩海平：整体上来看，未来整个债券市场的投资环境相对中性平稳，风险因素不是很大。但是，我想提示一点，大家对未来一年债券投资的回报预期要下降，明年资本利得的收益会比今年少。

目前制约经济的最大因素仍然是房地产。虽然今年9月30日以后，中央出台了一些房地产刺激政策，房地产市场出现了一定的回升，但我认为，房地产投资最差的时间还没有到来，明年上半年或将是地产投资最困难的时候。制造业方面，融资成本比较高，产能过剩比较严重。同时，政府对基建的投资将受制于对地方融资平台的清理。总体来看，我对投资增速保持偏谨慎的态度，预计明年的投资增速还会继续往下走。

实际上，目前经济增速和通胀水平都不是影响债市表现的核心因素，主要影响市场的还是货币政策。短期看，经济增长和通胀这两项指标都已经“钝化”，但如果有超预期的货币政策，市场会给出反应。整体来看，上半年央行的货币政策调控力度并不是很大，但三季度以后，央行很明显是想引导利率下行，而且未来可能还会这么做。所以四季度以来，债券市场对货币政策的反应就比较明显。

除了经济比较有压力之外，货币环境还是偏宽松的，也没有通胀压力，所以债券还是比较值得投资的，但是债券投资的回报率预期要降低。

另外，未来和过去有很大不同之处在于地方债。由于目前中央对地方的财政体系进行重构，要求控制地方政府债务，将地方政府债务纳入整体预算，这改变了我们对未来债券市场的看法。2009年之后，地方政府债务出现了比较明显的扩张，造成了对资金的挤出效应，导致融资成本变高。如果地方债务比例下降，全社会的融资成本都会下降。目前看来，融资成本有下降的需求，中央政府出台的各项政策也是朝着这些方面努力的。以前城投债7%至8%收益比较正常，但现在很难看到这么高，未来也会朝着铁道债和国开债的收益水平回归。这样债券投资就缺少了一个高收益的来源，挤出效应逐渐得到控制，未来整个债券市场的收益率就会保持在比较中等的水平。对于投资者和基金经理来讲，我们要逐步适应这样的收益水平，不能年年期待像今年这么高的债券投资回报，毕竟今年这么高的收益多年才会碰到一次。

中国证券报：三季度债券型基金不断遭遇净赎回，资产规模不断缩水，而你刚才又提到未来收益率会进一步下降，那么未来债基的行情还能走多远？

韩海平：投资者的预期通常会发生偏差，都是买涨不买跌。今年下半年债市行情好，预计到明年债券基金都会很好卖。但对基金经理而言，明年的债券投资会比较难做。有时候收益率高正是债券基金建仓的好时机，投资者反而会血淋淋地抽身出来；当投资回报比较高的时候，投资者又进来了，时间上存在滞后性。预计明年债基的规模会扩张比较长的一段时间，但投资回报率可能会下降，通俗一点说就是，销售很好做，投资比较难做。

中国证券报：在这样的环境下，未来哪些类型的债券产品值得配置？

韩海平：从大类资产配置角度来讲，股债齐涨的时代正在过去，相对来讲股市的机会更大一点，更看好权益类资产，所以明年相对看好二级债基，含有部分权益类资产的债券基金表现会比较好。债券投资的资本利得可能会减少，但目前票息收益还比较高，仍然值得配置。

就债券产品而言，明年更看好三类品种：第一种是城投债，已经列入了地方政府预算的城投债依旧很有投资价值。第二种是现在市场上被低估行业的产业债，例如钢铁、水泥等已经反映了比较充分的评级下调的行业。第三，看好可转债投资机会，尤其是新的转债品种。

责编：鲁孝年 美编：王春燕

债券投资出现新常态

中国证券报：为什么融通通瑞基金能这么快达到目标收益？

韩海平：今年我们对债市相对比较乐观，杠杆放得比较高，投资也相对积极，所以业绩比较好。融通通瑞能这么快触发的原因主要有3个：一是管理比较得当，二是风险控制做得比较好，三是市场比较配合。其实今年的债券市场并不是一直在涨，7月份曾出现过非常明显的调整，但即使是在调整期，融通通瑞的回撤也比较小，从成立到触发只有9个工作日净值出现下跌，最大回撤只有10个BP。对于融通通瑞基金来说，回撤比较小的原因是我们的投资策略得当。当时在建仓时，策略是稍短一点的久期，控制在1至3年，同时放了比较高的杠杆，在这样的条件下，不管市场怎样变化，实现触发的目标都是比较稳妥的。

中国证券报：你在过去一年债券投资方面有哪些心得？

韩海平：今年主要是经历了一波前所未有的债券牛市。我曾经经历过3波债券牛市，今年是最大的一波。从投资哲学上讲，利率是有周期的，从中长期来看，这波牛市有均值恢复的效果。我们不妨回过头来看，去年四季度的时候，债券的收益率非常高，已经显示出比较强的投资价值，当时我对今年的市场价值就很看好，现在来看也印证了这一点。债券投资比较重要的一点是要克服恐惧心理，不能被短期的情绪所左右。

以前大家都说，债券市场是3年一个周期，一年牛、一年平、一年熊。四季度买债，第二年的二季度卖债，而今年这个规律已经被颠覆。除了7月份出现了比较明显的调整之外，今年一路下来都是气势如虹的涨幅。为什么市场出现这样的变化呢？我认为债券投资出现了新常态，这主要体现在以下三个方面。

首先，市场投资者结构发生了明显的改变。因为“非标”资产投资受到限制，今年银行理财的规模扩张得非常快，对债券的需求大增，导致投资者的结构发生了变化；第二，从宏观经济的角度来看，今年的宏观经济与过去十年的节奏有很大的不同。以前经济下行时，很快会出台政策刺激经济，经济就会快速反弹，债券收益也会调整，导致收益率上得快，下得也很快。但现在，经济正处于一个寻底的过程，宏观政策更强调改革，各种稳定经济的政策相对平缓，整个经济走势也比较平缓。由于经济正处于转轨期，经济趋势、政府的货币政策、财政政策都发生了变化，我们需要对投资的分析方法有一个全新的认识；第三，未来几年我们要适应比较中等的利率环境。同比来看，PPI连续3年都是负增长，工业品价格处于通缩的状态，而现在企业贷款加权平均利率水平在7%左右，与现有的GDP增速不符，凸显出融资成本偏高。未来贷款利率会有一个向下走的过程，这样才有利于企业逐步去产能和降低杠杆水平。



韩海平：CFA，FRM，中国科学技术大学经济学硕士、管理科学和计算机科学与技术双学士，11年证券从业经验，具有证券从业资格。2003年10月至2007年4月在招商基金管理有限公司工作，从事数量化投资策略研究工作；2007年5月至2012年9月在国内投瑞银基金管理有限公司工作，历任高级研究员、基金经理、固定收益组副总监；2012年9月加入融通基金管理有限公司。现为融通基金固定收益部总监，同时任融通债券、融通通泰保本混合、融通通福分级债和融通通瑞一年目标触发式债券基金经理。

未来一年通胀压力较小

中国证券报：你对今年中国宏观经济的新常态又如何理解？

韩海平：首先是经济增速进入新常态。官方已经表示当前的GDP增速较过去十年出现了比较明显的下降，过去是在10%左右，而今年大概是7%；其次，从经济结构来讲，2003年至2008年之间，经济增长的引擎是出口。2008年至2013年之间，这个引擎转变为地产。总的来说，过去经济高速增长主要来源于出口和投资，但现在人口增速已经开始下降，地产则进入了中长期的调整阶段，未来会更注重内需、消费等方面，产业结构也需要升级；第三，政府经济调控政策也有了变化，更多地进行结构性调控，突出定向调控，调控目标逐渐精确化。总之，宏观经济的新常态就是我们要适应相对中低的经济增速目标，逐步适应结构调整的方向，适应财政政策和货币政策上更为平缓的调节方式。

中国证券报：现在美国退出了QE，但日本又接力，你认为未来一年国内通胀的压力大吗？

韩海平：事实上，外部的变动对国内的影响不大，中国的经济主要是由国内的问题决定的，国内的通胀形势通常与国内的经济增长与政策联系在一起。可以看到的是，虽然过去3年国内

工业品的通缩已经出现，但CPI还是比较低，所以政府现阶段的目标主要还是放在调结构上。

通胀要形成主要有两个条件，其充分条件是经济的实际增速要超过它的潜在增速，必要条件则是货币要有大规模扩张。目前来看，GDP的实际增速就在潜在增速附近的水平，两者之间并没有产生比较大的缺口，没有通胀产生的充分条件。货币增速控制得也比较好，保持在13%左右，相对来说必要条件也不具备。由于这两个条件都不具备，我认为明年通胀会保持在比较低的水平。

现在国内经济增速相对比较平稳，经济有下行的压力，但结构在调整中。我认为未来有一个新变化，就是2015年新预算法要实施，届时地方政府要逐渐开始清理地方融资平台，地方政府的融资能力会受到限制，这样看来有一点“紧财政”的效果，那么货币政策上预计会适度保持宽松，这样金融系统才能平稳地运作。政策是经济的内生变量，政府出台的每一个政策实际上都是经济的运行趋势导致的。我们正处于利率市场化的过程中，银行理财发展得比较多，存款利率相对做得比较好，但目前的贷款利率和企业的经营状况是不相适应的，确实存在企业融资难融资贵的状况，贷款利率应下降。