

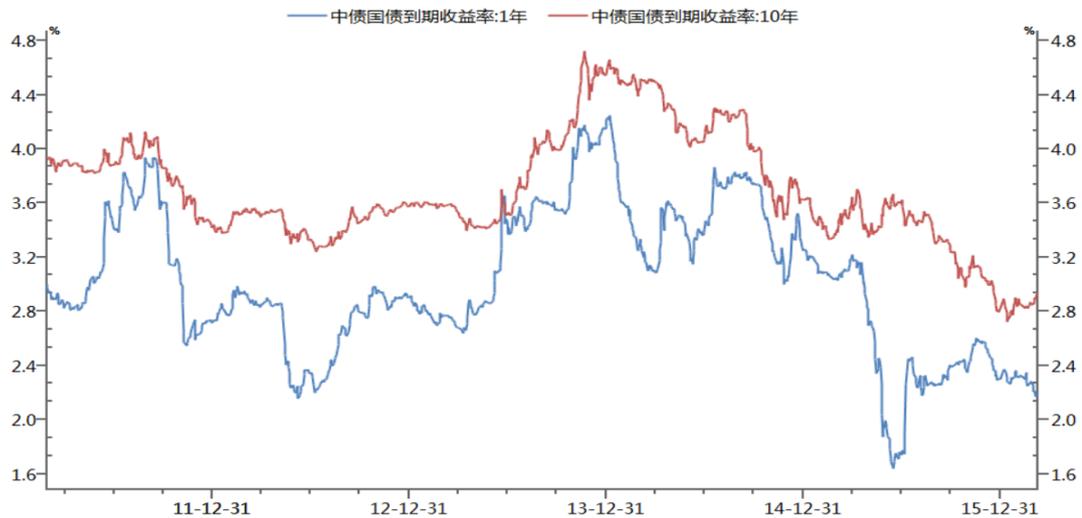
2016年3月债券市场投资策略报告

利率产品

2016年2月，利率债收益率呈现了分化格局，短端下行，长端上行，曲线开始陡峭化。16年初经济悲观、资金面相对充裕、汇率贬值资金外流以及风险资产大幅下跌，风险偏好下降，大宗商品价格反弹等多重因素叠加，利率债收益率出现了一定程度的波动。收益率在随着大宗商品价格反弹，央行稳汇率态度和政府稳增长预期强化，短期内资金宽松的空间相对有限，利率债收益率也随之回调。从全月来看，利率债收益率出现了一定程度的上行。

考虑当前供给侧改革的举措和央行稳汇率的态度，随着去产能、稳增长等政策的逐步出台落地，利率债甚至已经出现一定的回调。但是，在整体需求低迷、经济逐步下台阶，国内改革逐步深化的大背景下，长期利率下行的趋势相对确定。

图1 中国国债到期收益率走势图



数据来源：Wind 资讯，中国债券信息网、招商基金

企业债/公司债

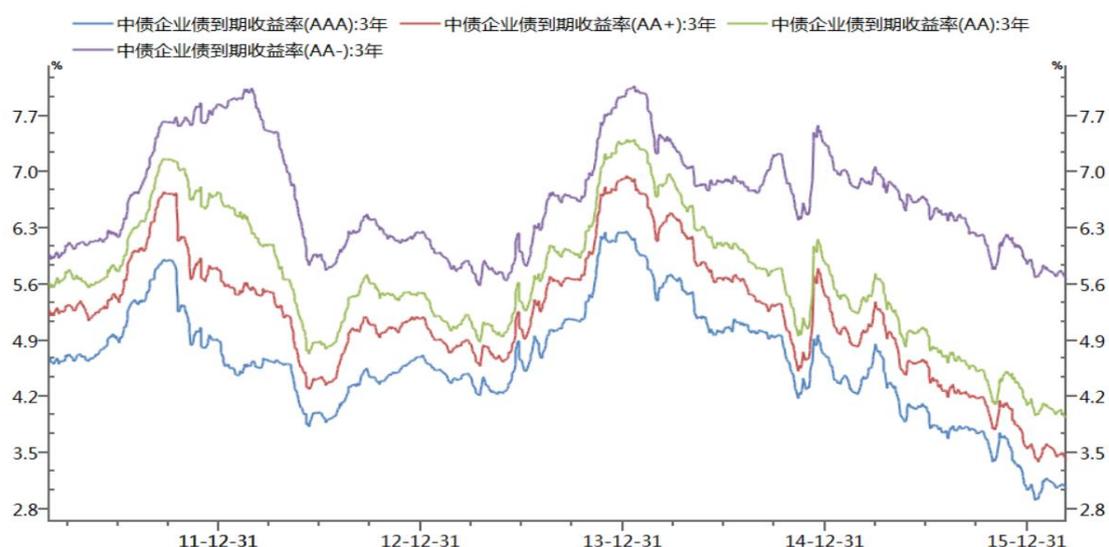
企业债方面，2016年2月因为春节因素影响，共发行5支，发行总量47.3亿，去年同期则发行92亿。2月企业债发行的减少主要是受到春节因素的影响，在发改委对于企业债发行审批标准持续放松后，企业债放量的趋势难以改变。在稳增长的压力下，发改委依旧对于项目收益中和城投平台债报以相对宽松的态度。公司债方面，2月发行公司债57支，发行量656.72亿，而去年同期发行58.1亿，同比增长1130.3%。公司债市场快速的审批速度和相对低位的发行利率对于公司债发行主体的吸引力很大，公司债的发行量继续攀升。

从二级市场来看，2月企业债收益率下行。2月大宗商品价格反弹，稳增长预期增强，资金宽松空间有限。而信用事件不断爆发，投资者的风险偏好出现了明显的下降，有一定政府支持的城投债受到追捧。当前高等级信用利差已经处于历史低位。

2月的国内高频数据虽然有所改善但仍相对较弱，进出口数据很差，外围市场风险资产出现一定反弹，美国加息的预期当前已经开始减弱。总体而言，市场的风险偏好明显下降，

信用利差走廊，收益率的进一步下行需要利率政策的带动，但目前可能性也不大。目前低等级信用利差处于历史中位数水平，但信用事件持续爆发，低等级企业债的配置价值有限。总的来说，我们会重点关注中短久期，中高等级的券种。

图2 各评级企业债收益率走势图



数据来源：中国债券信息网、招商基金

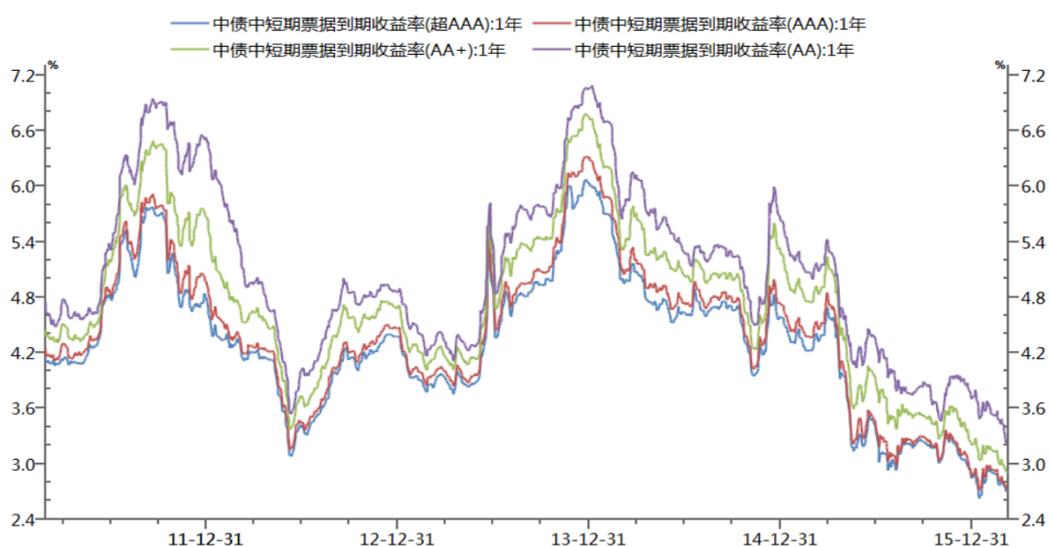
短期融资券

2月发行短融超短融157支，总发行量2419亿，与去年同期1537亿相比大幅上涨57.4%。这主要是因为银行间资金宽裕，短期资金利率维持低位，配置需求旺盛。

二级市场，短融收益率大幅下行。低等级的短融到期收益率下行幅度大于高等级，市场对于短融的风险偏好有一定上升，信低等级和高等级之间信用利差有所收窄。

总的来说，3月份投资策略和之前基本一致，信用利差处于低位，但是信用风险并没有下降的趋势，我们会重点关注中高等级券种，以规避信用事件的风险。

图2 不同评级短期融资券收益率走势图



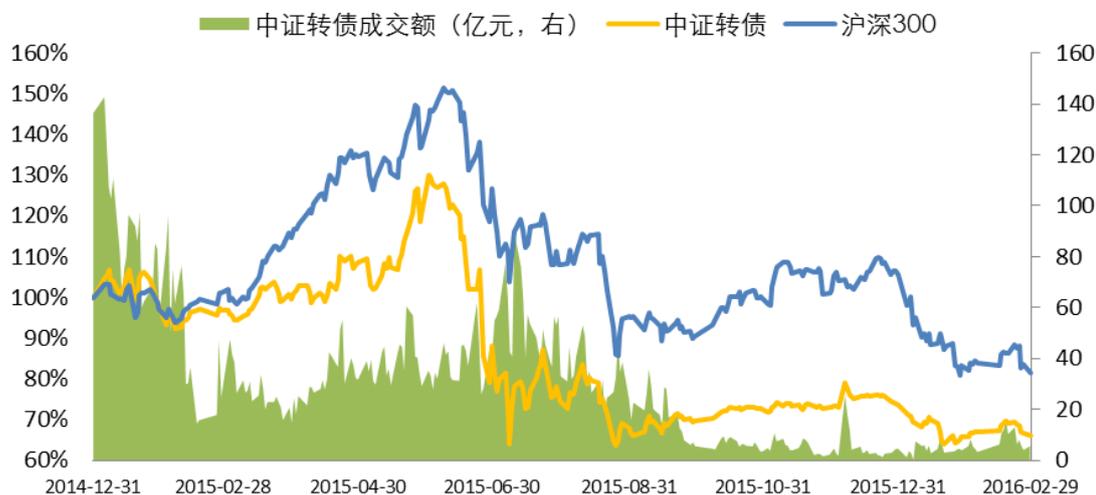
数据来源：Wind资讯、中国债券信息网、招商研究

数据来源：中国债券信息网、招商基金

可转债

2016年2月权益市场下跌，上证指数下跌1.81%，沪深300指数下跌2.33%，中证转债指数微涨0.31%。

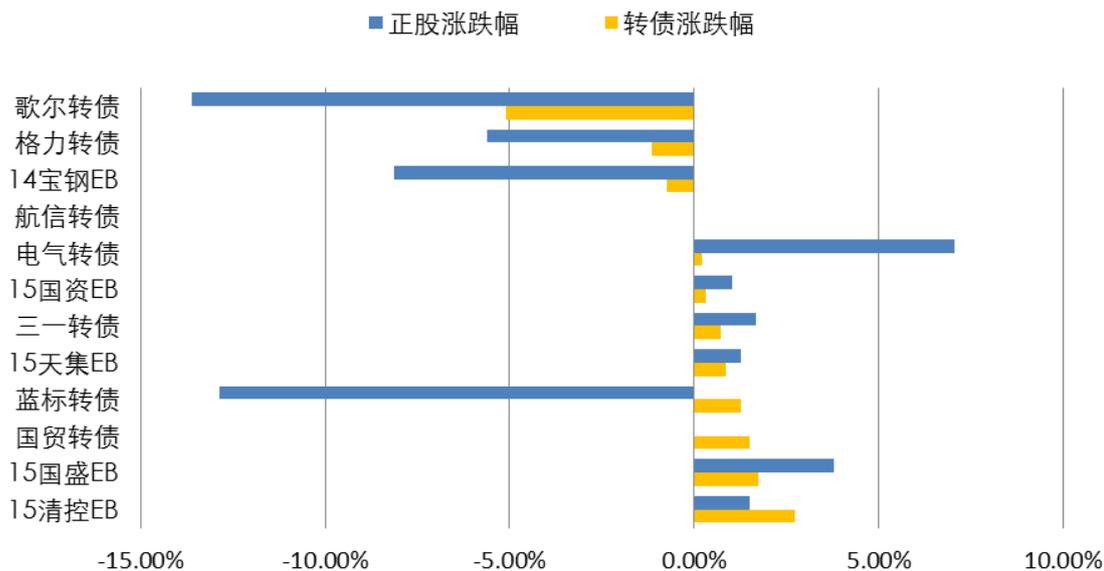
图3 2015年-2016年2月转债指数与股票指数表现



数据来源：Wind 资讯，招商基金

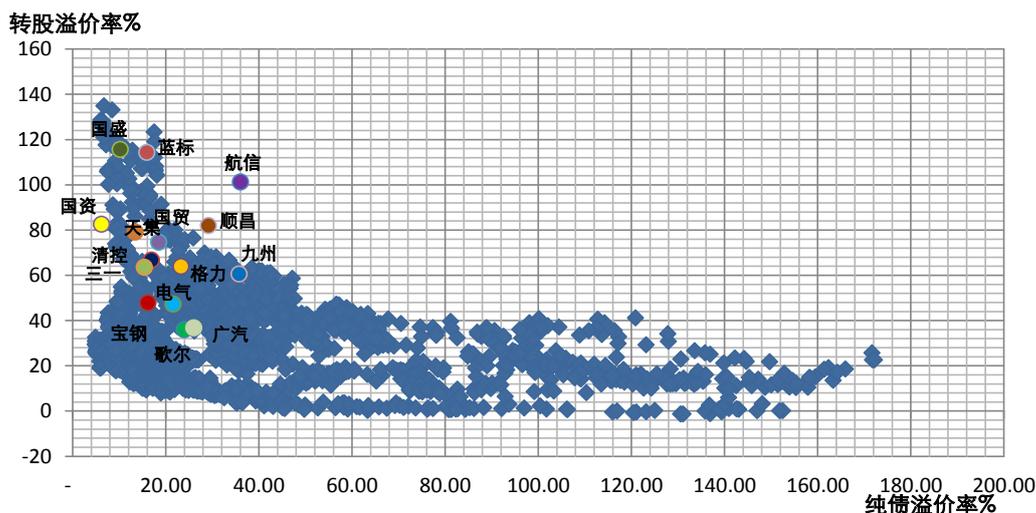
从个券表现来看，正股出现系统性下跌，转债跟随正股下跌。

图4 2016年2月可转债个券涨跌幅



数据来源：Wind 资讯，招商基金

图 5 2016 年 2 月末可转债的债性股性分析



数据来源：Wind 资讯，招商基金

2 月份 A 股走出春节行情：受 1 月份诸多负面预期因素影响，春节前指数短期探底，春节期间人民币 CNH 持续小幅升值、外围市场表现不佳，春节后 A 股低开后回升，持续反弹约两周后出现二次探底。短期来看，3 月联储升息概率降低，人民币汇率贬值压力短期纾解，同时两会期间市场维稳预期浓厚，使得短期系统性风险释放后，指数进入休整的时间窗口。

转债新券方面九州转债、广汽转债、顺昌转债上市，上市后均取得了不错的涨幅。存量转债及可交换债仍然处于两级分化格局，平价较低的可交换债按债底定价，平价较高的可转债则按平价定价。规模较大的广汽、电气、14 宝钢 EB 的溢价率基本处于历史中位水平，而正股比较有特色的小盘转债如顺昌转债、九州转债则持续处于高溢价水平。短期看，正股及转债市场仍处于存量博弈格局，后期转债市场较大的机会仍需等待，我们会继续观察市场走向及溢价率水平的变化。



地址：深圳市福田区深南大道 7088 号招商银行大厦 28 层
 邮编：518040
 总机：0755-83196666 传真：0755-83196467
 公司网址：www.cmfcchina.com
 电子邮箱：cmf@cmfcchina.com
 客户服务热线：400-887-9555（免长途费）

重要声明：本投资报告并非基金宣传推介材料，仅作为重要客户和渠道客户经理服务内容之一，供投资者参考，不构成任何投资建议或承诺，基金投资涉及风险。本投资报告所用信息均出于已公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。我公司亦有可能持有报告中所提到的公司所发行的证券或进行相关交易。我公司可能在本投资报告公开前已经使用或了解其中的信息。本报告版权归我公司所有，如需引用、刊发，请注明出处为“招商基金管理有限公司”；未经我公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制或有意删改。