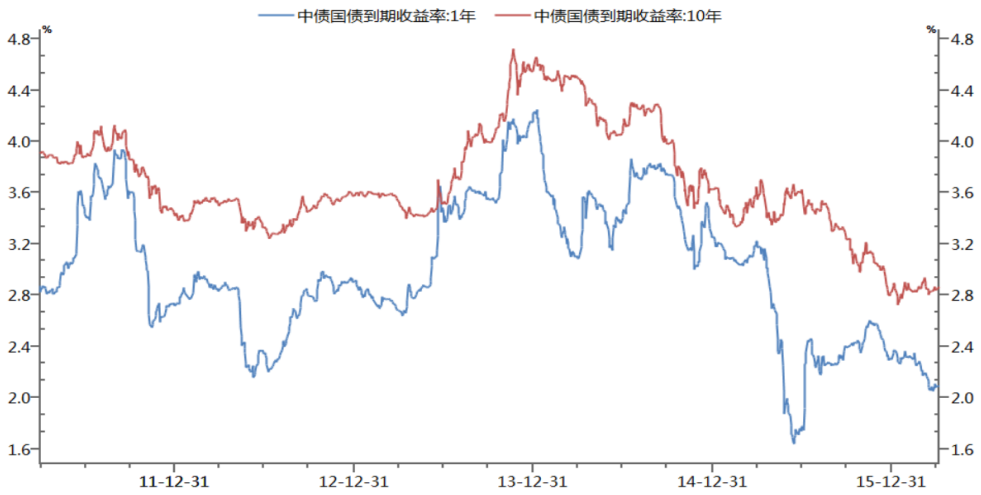
2016 年 4 月债券市场投资策略报告

利率产品

2016 年 3 月，利率债收益率呈现了分化格局，短端下行，长端基本走平，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，利率债收益率在 1-2 月出现了一定程度的波动。2 月中旬以来，政府稳增长和经济阶段性复苏的预期不断强化，短期内资金宽松的空间也相对有限，叠加 16 年一季度 CPI 的反季节性走高，利率债收益率随之出现一定程度的调整。从全月来看，利率债收益率出现了一定程度的调整，但是调整幅度非常有限。

考虑当前供给侧改革的举措和央行稳增长的态度，随着去产能、稳增长等政策的逐步出台落地，利率债可能继续面临回调压力。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较为确定。

图 1　中债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

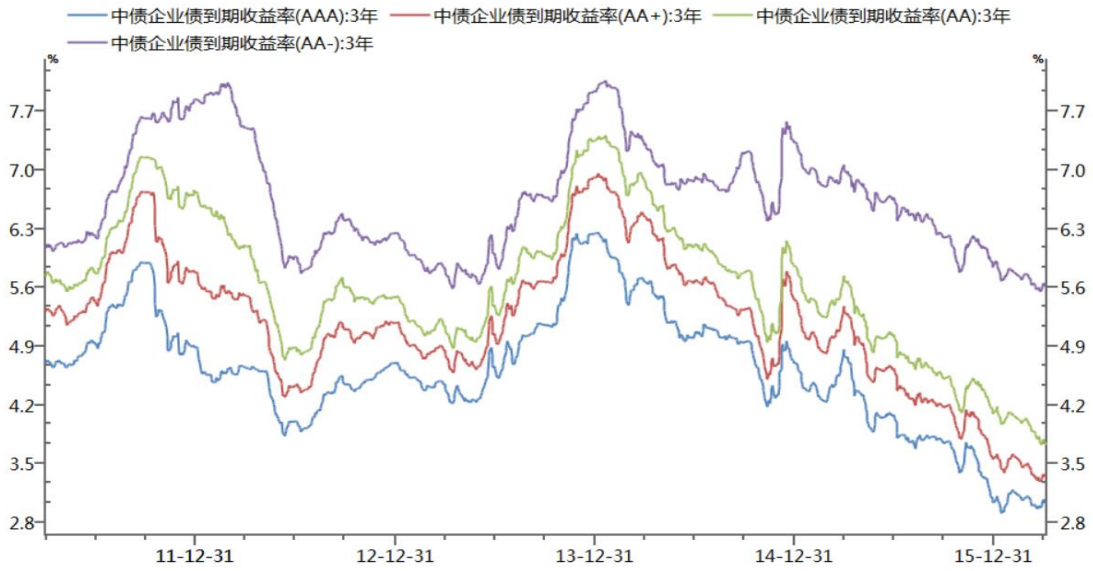
企业债方面，3 月企业债发行放量，共发行 86 支，发行总量 1058.3 亿，去年同期则发行 460 亿。在发改委对于企业债发行审批标准持续放松后，企业债放量的趋势继续延续。在稳增长的压力下，发改委依旧对于项目收益中和城投平台债报以相对宽松的态度。公司债方面，3 月发行公司债 300 支，发行量 4138.46 亿，而去年同期发行 102.63 亿，同比大幅增长。公司债市场快速的审批速度和相对低位的发行利率对于公司债发行主体的吸引力很大，公司债的发行量继续攀升。

从二级市场来看，3 月企业债收益率下行。3 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。

3 月的国内高频数据已有较为明显改善，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，市场的风险偏好依旧偏高，信用利差走扩，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，但考虑到当前信用事件持续爆发，低等级企业债的配置价值有限。总的来说，我们倾向配置中短久期，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

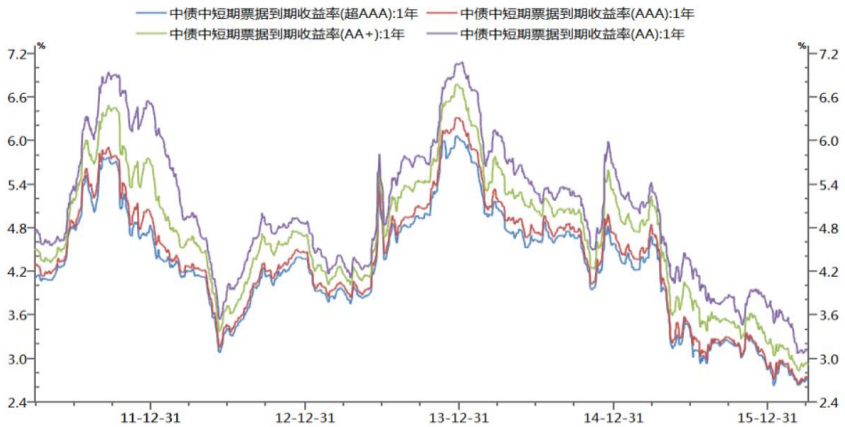
短期融资券

3 月发行短融超短融 351 支，总发行量 4451.4 亿，与去年同期的 211 支，发行总额 3080.2 亿相比大幅上涨 44.52%。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，短融收益率在月初大幅下行后有一定幅度调整。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，我们认为短融应该选择中高等级券种，以规避信用事件的风险。

图 3　不同评级短期融资券收益率走势图

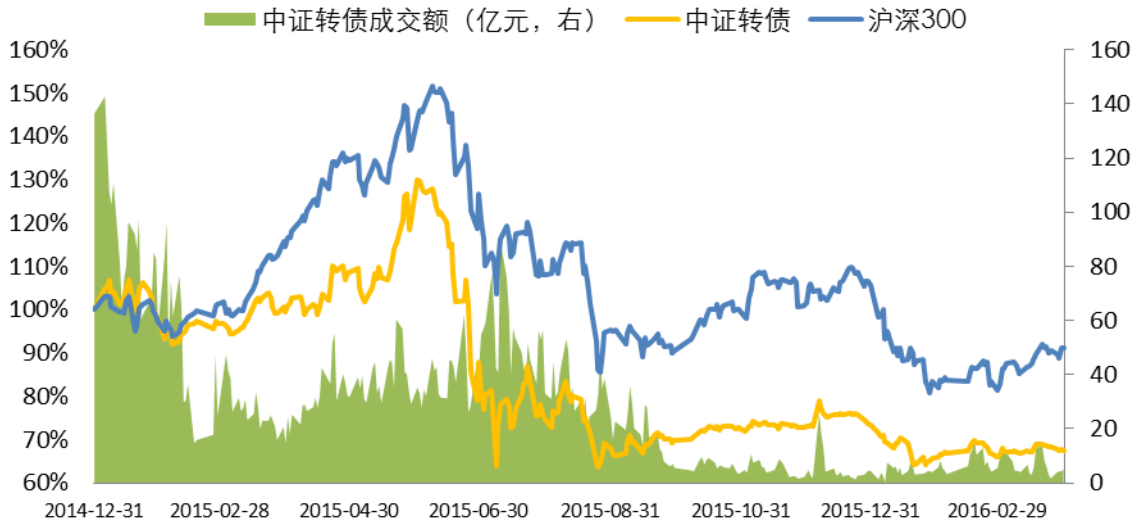


数据来源：中国债券信息网、招商基金

可转债

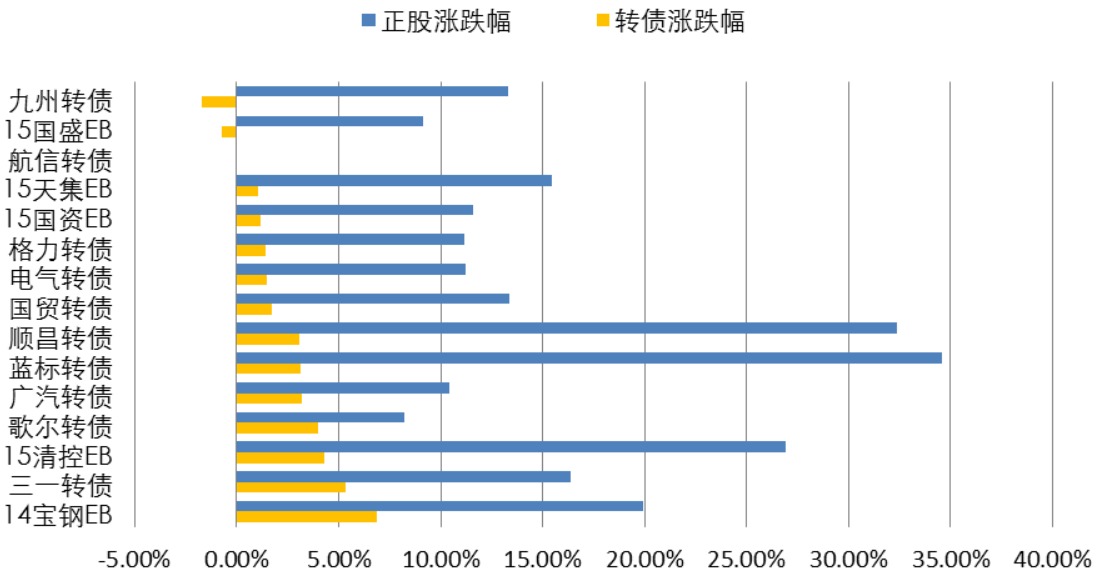
2016 年 3 月权益市场上涨，上证指数上涨 11.75%，沪深 300 指数上涨 11.84%，中证转债指数上涨 2.38%。

图 4　2015 年-2016 年 3 月转债指数与股票指数表现



数据来源：Wind 资讯，招商基金

图 5　2016 年 3 月可转债个券涨跌幅



数据来源：Wind 资讯，招商基金

3 月份联储议息会议，耶伦鸽派表态降低了持续升息概率，人民币汇率贬值压力短期纾解，经济基本面出现好转迹象，月度 PMI 数据站上荣枯线，钢铁等大宗商品价格持续反弹，一二线城市房地产价格上涨，挖掘机销售等数据好于预期，投资者预期经济存在短期企稳迹象。

两会后市场预期偏弱，但 EPFR 数据显示新兴市场获海外流入资金增多，市场在震荡中出现缓慢反弹。

转债新券方面白云转债、汽模转债上市，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模式未变，平价较高的可转债则按转股平价定价。规模较大的广汽、电气、14 宝钢 EB 的溢价率略高于历史中位水平，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，正股上涨带动转债市场出现反弹，但受制于后期大盘转债、可交换债上市对存量转债的估值压力，市场信心仍然偏弱，月内曾一度出现压缩溢价率的情况。从成交情况来看，转债市场仍处于存量博弈格局，后期我们可能会观察市场走向及溢价率水平的变化。

招商基金
CHINA MERCHANTS FUND

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.cmfchina.com
电子邮箱：cmf@cmfchina.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，须注明出处为“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、复制或有悖原意的删改。