

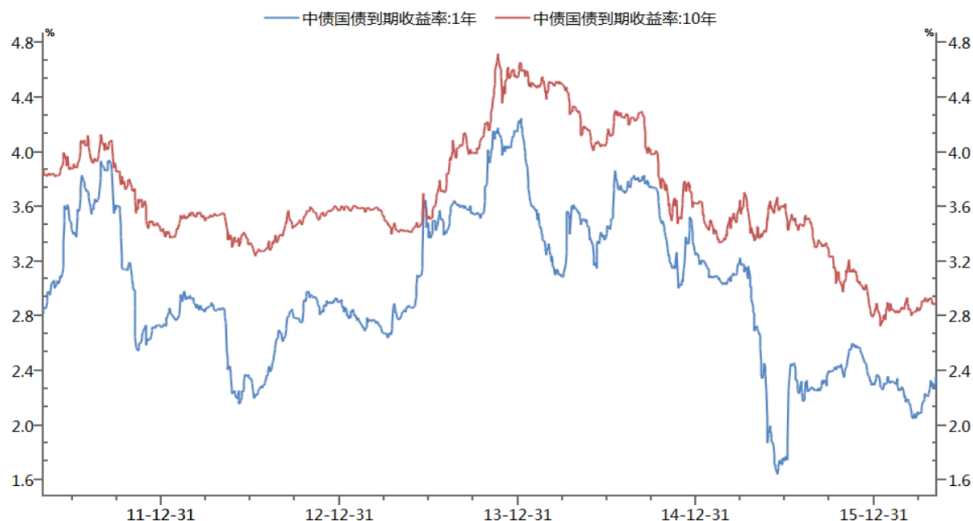
2016年5月债券市场投资策略报告

利率产品

2016年4月，利率债收益率呈现了分化格局，短端上行调整，长端先上后下基本走平，曲线开始变平。16年4月以来经济阶段性复苏但经济和金融数据出现边际走弱现象、食品蔬菜价格回落、资金面相对充裕、汇率升值资金外流放缓，以及风险资产，大宗商品价格大幅震荡等多重因素叠加，利率债收益率在出现了一定程度的波动。从全月来看，长端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，短端仍维持在年初水平。

当前，金融经济数据已经开始有走弱迹象，房地产热销和投资回暖大概率无法持续，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

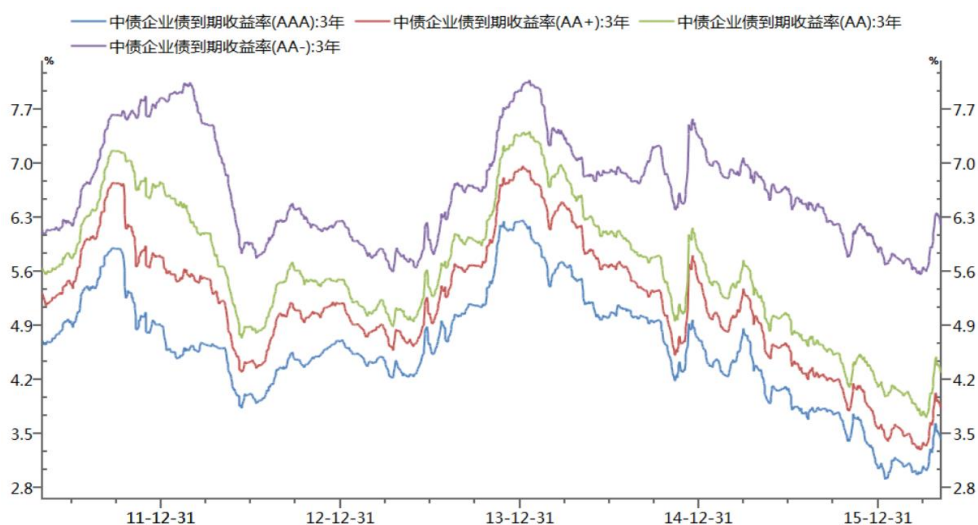
企业债/公司债

受到信用事件冲击和市场风险偏好下行影响，4月份有818只债券发行失败或者推迟发行。发行量方面，4月企业债发行放量同比增长，发行总量837亿，环比3月已有减少。4月企业债发行规模依然较大，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，4月发行公司债57支，发行量1450.74亿，而去年同期发行101.63亿。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，公司债的发行量依然攀升。

从二级市场来看，4月企业债收益率大幅调整。随着信用事件不断爆发，投资者的风险偏好出现了明显的下降，叠加4月份的基金赎回带来的流动性冲击，市场出现调整。其中，有一定政府支持的城投债和相对安全的高等级信用债调整较小。当前高等级信用利差还是处于历史低位，信用利差保护并不够。目前低等级信用利差处于历史中位数水平，中高等级信

用利差处于历史 1/4 分位数水平以下，信用利差保护较差。但考虑到当前信用事件持续爆发，企业经营环境的恶化，低等级企业债的风险较大。总的来说，我们采取防御策略，将重点关注中短久期，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

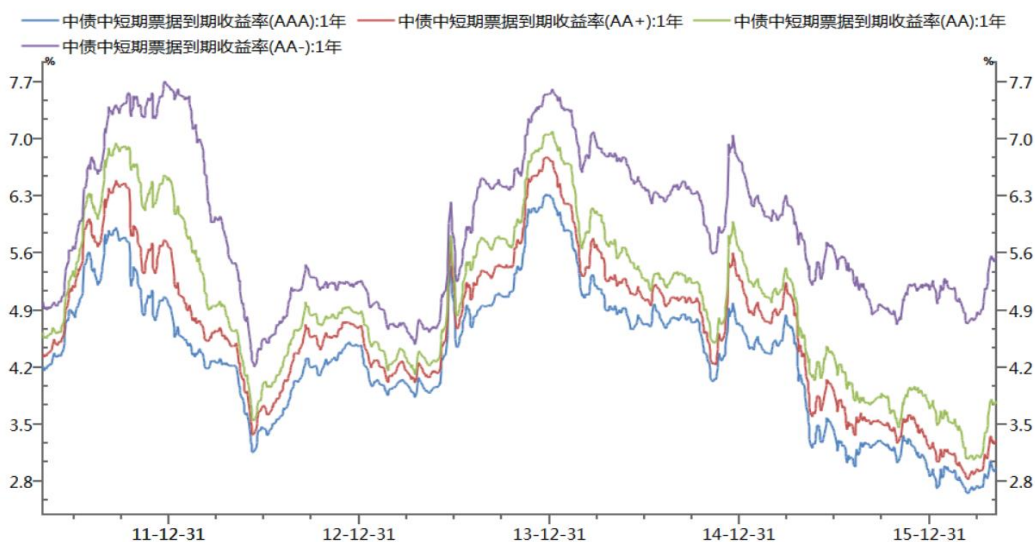
短期融资券

4 月发行短融超短融 3249.5 亿，同比大幅上涨。一方面因为银行间资金宽裕，短期资金利率维持低位，另一方面企业债务负担较重，企业续发债券的需求旺盛。

二级市场，短融收益率在出现较大幅度调整。低等级的短融到期收益率调整幅度大于高等级，后者调整幅度相对较小。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，信用利差也并不能明显覆盖风险，我们将关注短融中的中高等级券种，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



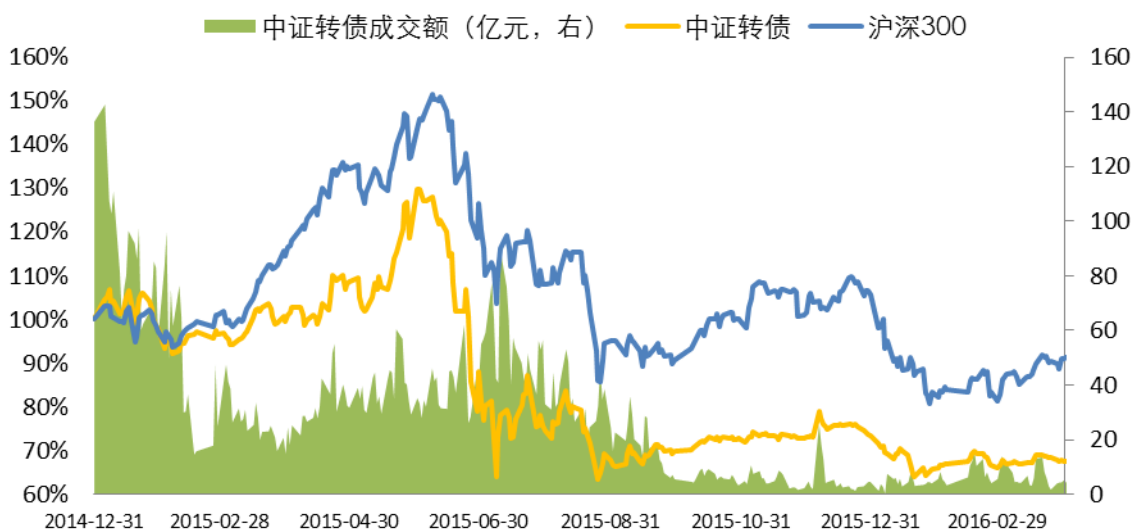
数据来源：Wind资讯、中国债券信息网、招商基金研究

数据来源：中国债券信息网、招商基金

可转债

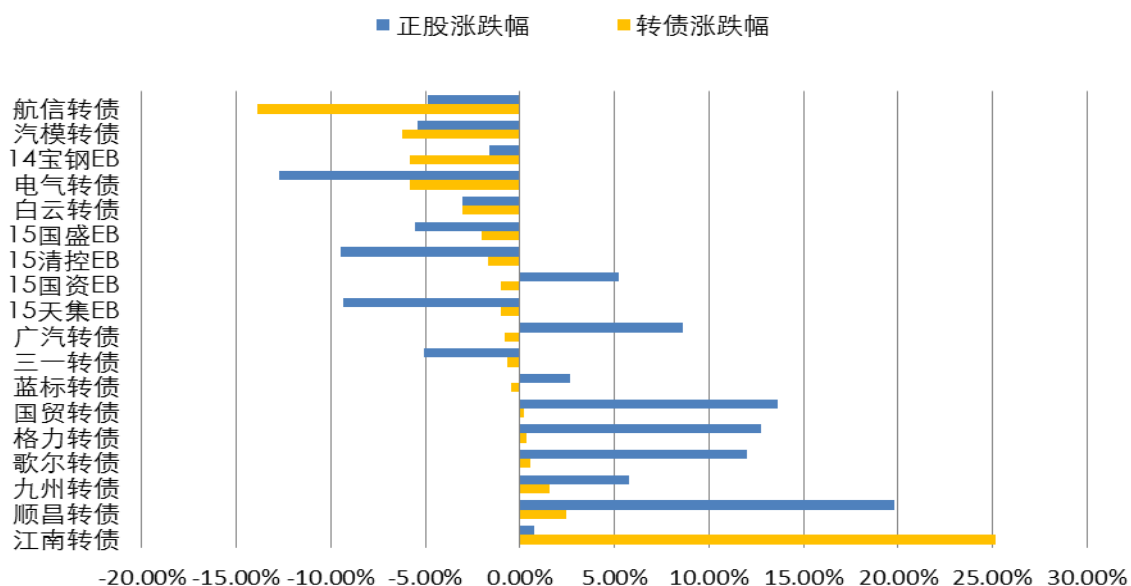
2016年4月权益市场上涨，上证指数下跌2.18%，沪深300指数下跌1.91%，中证转债指数下跌2.77%。

图4 2015年-2016年4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4月可转债个券涨跌幅



数据来源：Wind 资讯，招商基金

4月公布的一季度经济数据较好，同时通胀存在短期压力。一线房地产销售回落，二三线房地产销售保持强势，四五线房地产销售继续低迷。4月A股成交持续低迷，指数反弹至3100点附近遇阻回落，低库存及需求弱复苏推动的大宗商品价格持续上涨后出现下跌，联储4月

议息未如市场预期般转鹰派表态，人民币汇率双向震荡。沪股通资金流入趋势未改，融资余额相比 3 月末出现下降。

转债市场 4 月中下旬出现持续压缩溢价率的情况。受信用债违约事件冲击影响，债基遭遇赎回，流动性最好的转债品种被持续抛售导致压缩溢价率，月末大盘转债溢价率基本压缩到历史中位水平附近，小盘转债如九州转债仍高于历史中位约 8-10 个百分点。短期看，估值压力有所降低，但投资者对权益市场信心仍然偏弱，成交低迷，制约转债跟涨空间，后期我们会观察正股市场走向，未来需防范大盘转债上市对溢价率的进一步冲击。



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，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、复制或有意删改。