

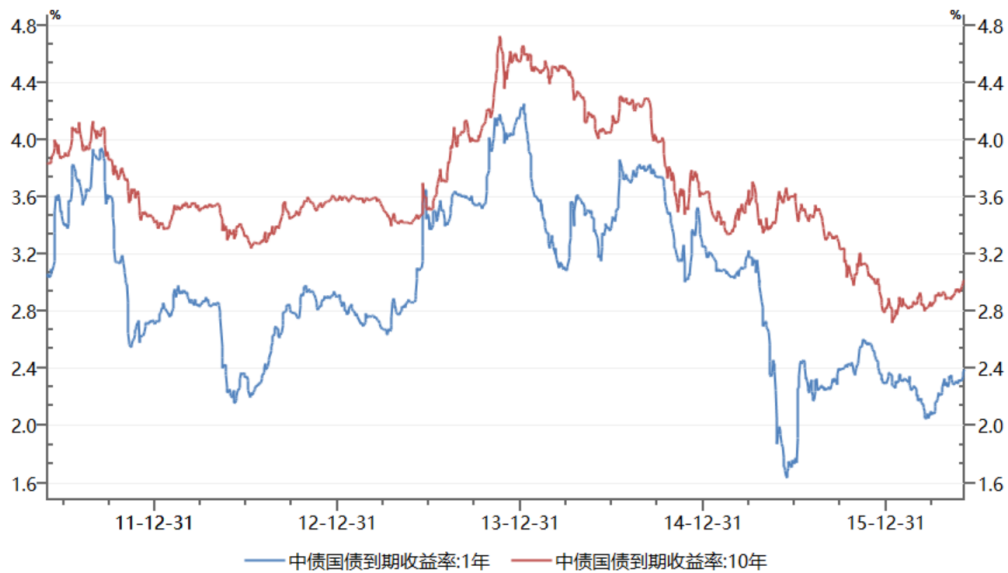
2016年6月债券市场投资策略报告

利率产品

2016年5月，利率债收益率震荡上行，短端长端均上行调整12bp左右。16年5月以来房地产数据相对强劲，但经济和金融数据出现边际走弱现象，而食品蔬菜价格回落，资金面相对平稳，海外经济复苏以及美联储加息预期再起等多重因素叠加，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，短端仍基本维持在年初水平。

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出现了掉头迹象。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，长期来看，利率下行的趋势较为确定，但短期人民币贬值和资金外逃带来的资金面收紧可能带来市场波动。

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

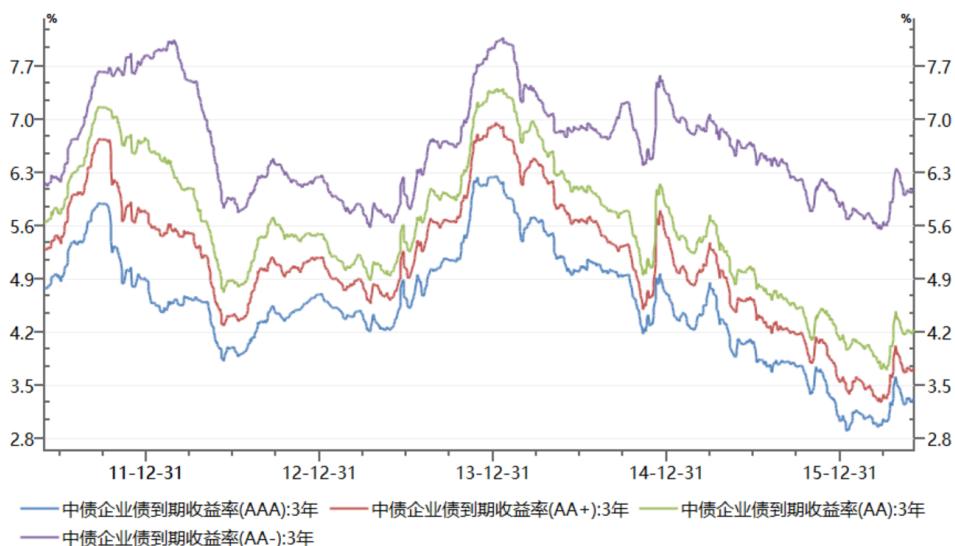
企业债/公司债

发行量方面，5月企业债发行量为143.5亿，环比4月837亿已有明显减少，5月企业债发行规模明显萎缩。公司债方面，5月发行公司债160支，发行量1651.19亿。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后，5月市场开始走稳。4月东特钢、铁物资等信用事件不断爆发，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。5月随着市场信心的恢复，高等级信用债和中高等级城投债收益率开始明显下行。从绝对数值来看，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，我们可能采取防御策略，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



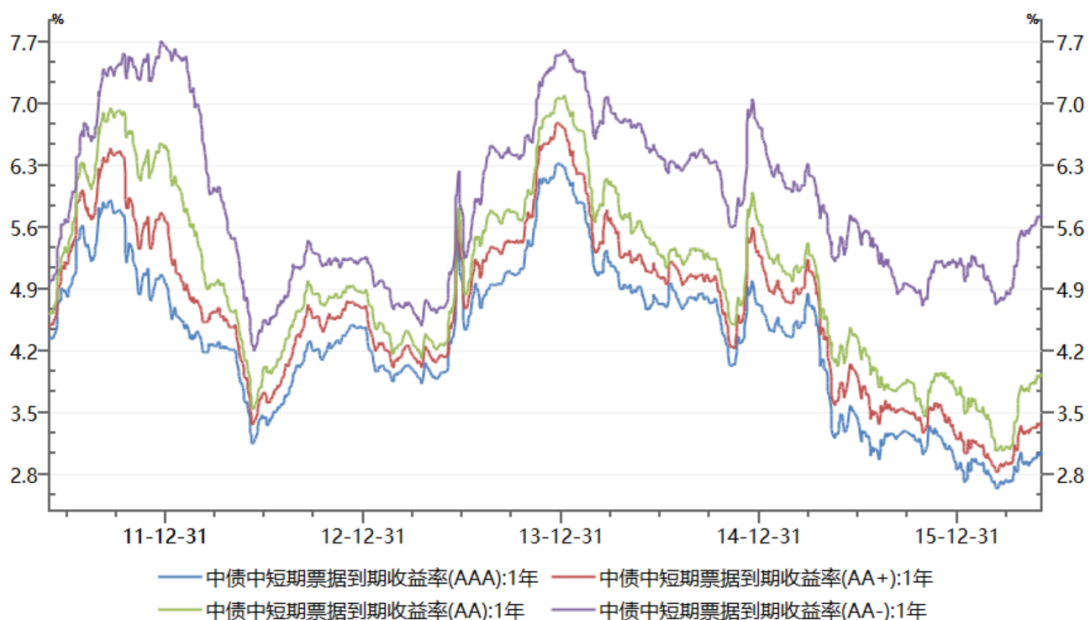
数据来源：中国债券信息网、招商基金

短期融资券

5月发行短融超短融 156 支，总额为 2257.6 亿，相比 4 月发行短融超短融 3249.5 亿，环比明显下滑。短融超短融的发行主体中有很大比重是过剩产能的发行人，近期市场对于过剩产能行业的担忧造成了短融超短融发行的明显下滑。

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。当前市场对于产能过剩行业较为悲观，收益率不断上行。目前中高等级债券收益率依然处于历史较低水平，低等级处于历史中位水平。

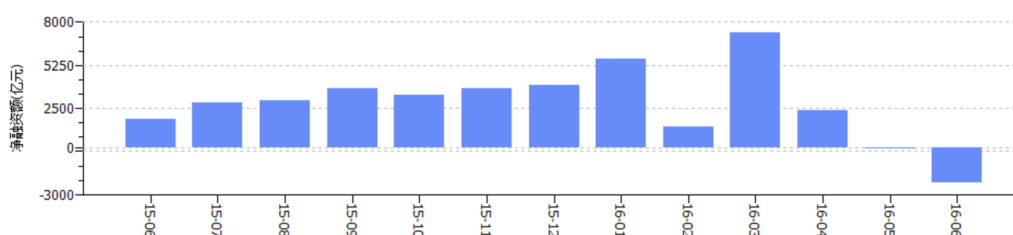
图 3 不同评级短期融资券收益率走势图



数据来源：中国债券信息网、招商基金

近期信用市场的一个较大变化是信用债的净融资量出现了负增，受到信用事件冲击和市场风险偏好下行影响，5月份有45只信用债发行失败或者推迟发行。当前企业盈利出现了一定程度的恶化，如果部分债券发行人的债券发行受阻，而银行也没有足够的信贷支持，面对较大的债券到期偿还压力，部分公司可能面临一定的流动性管理问题，值得注意。

图4 信用债月度净融资量统计图



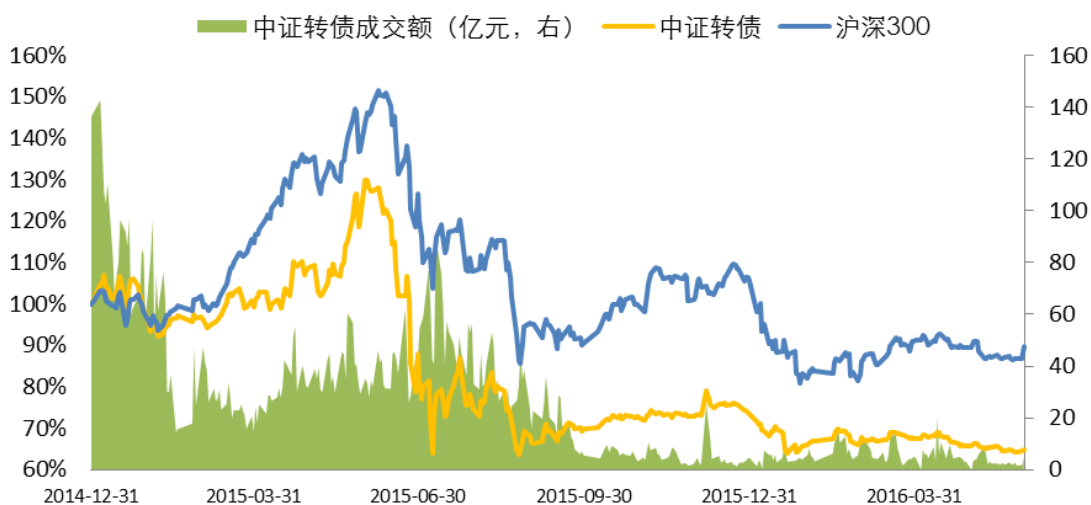
数据来源：Wind 资讯

总的来说，6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，我们认为短融应该选择中高等级券种，以规避信用事件的风险。

可转债

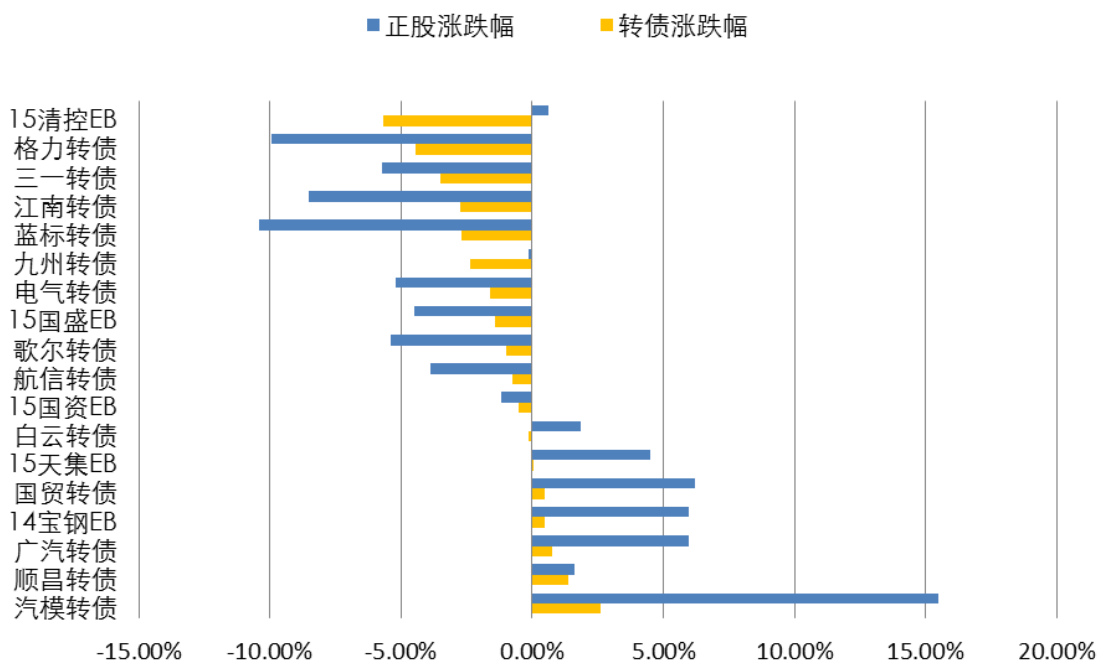
2016年5月权益市场震荡，上证指数下跌0.74%，沪深300指数上涨0.41%，中证转债指数下跌1.17%。

图5 2015年-2016年5月转债指数与股票指数表现



数据来源：Wind 资讯、招商基金

图6 2016年5月可转债及可交换债涨跌幅



数据来源：Wind 资讯、招商基金

5月A股成交继续保持低迷，上证综指在3000点附近遭遇压力后回落至2800点一线维持弱势整理，市场曾几次试探2780点支撑力度，整体情绪较悲观但做空筹码不足，存量博弈气氛浓郁。期间联储官员表态转为鹰派，市场对6-7月联储加息预期升温，美元走强，人民币汇率再次出现贬值，股市和债市均遭遇阶段性压制。当月融资余额继续下降，而沪股通净流入资金则较为持续，5月31日上证综指在前日富时A50基金净申购20亿和沪股通净流入30亿的消息刺激下大涨3.34%，收于2916点。

转债市场溢价率在5月初正股一波下跌后再次出现被动抬升，除估值因素外，制约转债市场上涨的关键因素仍是正股预期上涨空间。4月份债基赎回抛售转债的流动性压力阶段性释放，且市场预期5-6月份不会有大盘转债上市，缓解了估值持续压缩的压力。5月末市场普涨，A股投资者的参与意愿部分恢复，但在看到显著的赚钱效应同时增量资金持续进场的信号前，权益市场仍需时间整固，相应地转债投资机会仍存在不确定性，预计短期仍以波段机会为主。



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。