

2016 年下半年债券市场投资策略报告

利率产品

2016 年上半年，利率债收益率走出了震荡行情，1 月初收益率快速下行，之后开始了缓慢回调走势，尤其是 4 月份遭受流动性冲击后长端收益率出现了一定幅度的调整，5 月之后，10 年期国债和国开债收益率再度下行，尤其是今年 6 月，在英国脱欧、国内经济数据下滑等多重因素的综合影响下，利率债收益率出现了快速的下行。从半年来看，长端利率债收益率先上后下，当前利率接近年初水平，短端也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，尤其是 7 月初公布的官方 PMI 再次回到荣枯分界线，而房地产热销和固定资产投资的回暖也出现了掉头迹象。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，但短期看，收益率快速下行之后，也面临着回调的可能，人民币贬值和资金外流带来的资金面收紧可能引发市场波动。

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

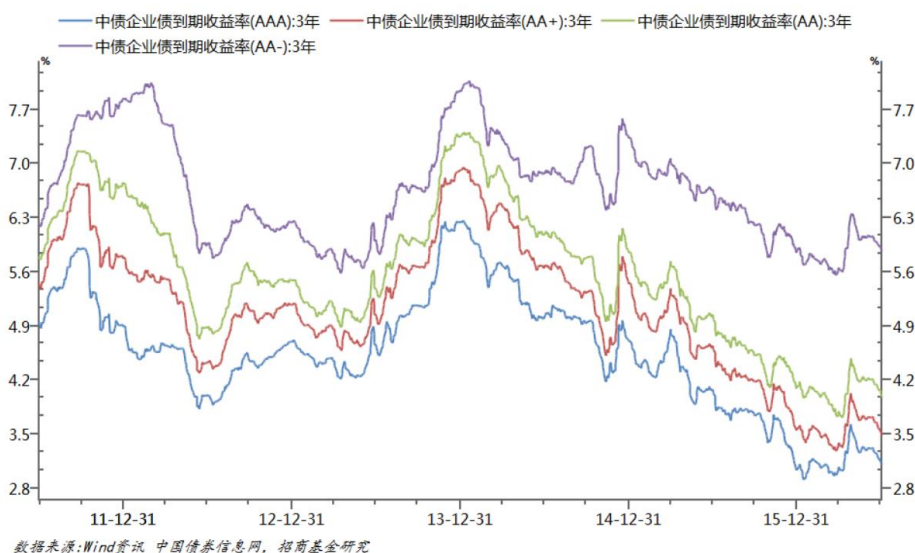
企业债/公司债

发行量方面，6 月企业债发行量为 358.4 亿，相比于 5 月 143.5 亿已有明显好转。公司债方面，5 月发行公司债 178 支，发行量 2079.6 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，经过 4 月的冲击后，6 月市场走强，收益率再次下行。4 月市场的调整和东特钢、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、6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



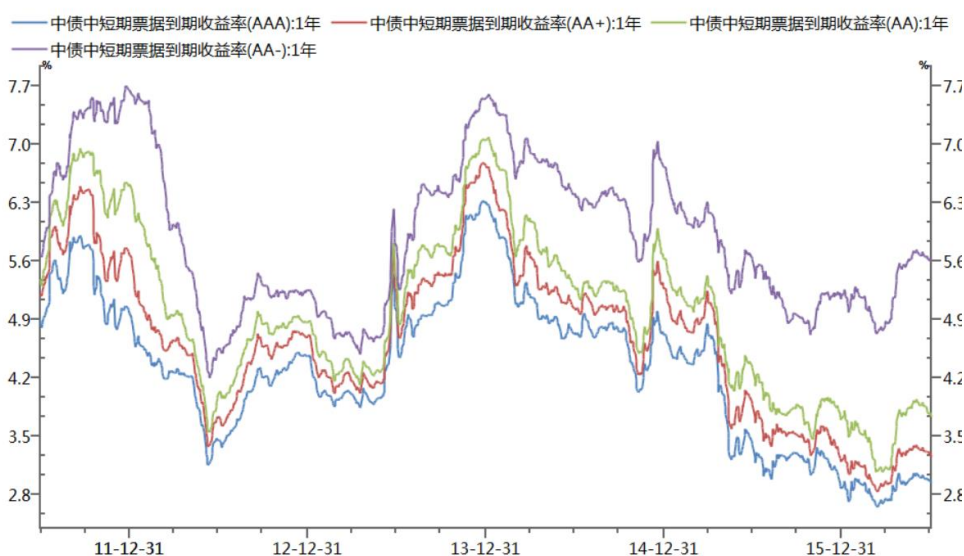
数据来源: Wind 资讯、中国债券信息网、招商基金

短期融资券

6月发行短融超短融217只，总额为2385.45亿，相比于5月的156支和2257.6亿，环比有一定改善，但相比于3、4月份发行量已经接近腰斩。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，6月短融收益率在出现较大幅度调整后下浮回落。今年上半年短融在经历了3、4月的收益率低点之后，收益率中枢均出现了明显抬升，各等级均高于年初水平。当前市场对于产能过剩行业较为悲观，钢铁煤炭等主题发行债券的收益率不断上行。但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。

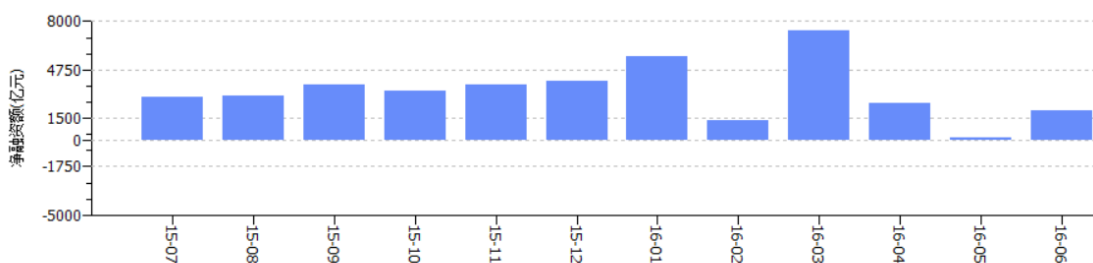
图3 不同评级短期融资券收益率走势图



数据来源：Wind 资讯、中国债券信息网、招商基金

4 月以来信用市场的净融资量出现显著下滑，但 6 月以来已经出现了一定程度的改善。受到信用事件冲击和市场风险偏好下行影响，今年上半年共有 338 只信用债推迟或取消发行，其中 6 月单月仍有 35 只信用债推迟或取消发行。今年以来，过剩产能行业企业盈利仍有一定程度的恶化，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，该类公司可能面临一定的流动性问题，值得注意。

图 4 信用债月度净融资量统计图



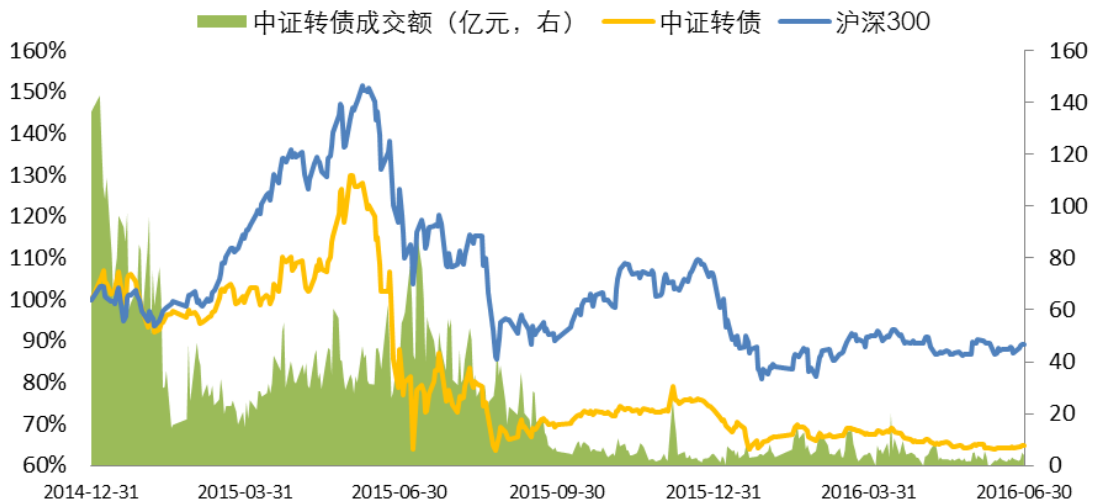
数据来源：Wind 资讯

总的来说，下半年信用债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，我们在短融投资方面，关注中高等级券种，以规避信用事件的风险。

可转债

2016 上半年权益市场大幅下跌，上证指数下跌 17.22%，沪深 300 指数下跌 15.47%，中证转债指数下跌 11.90%。

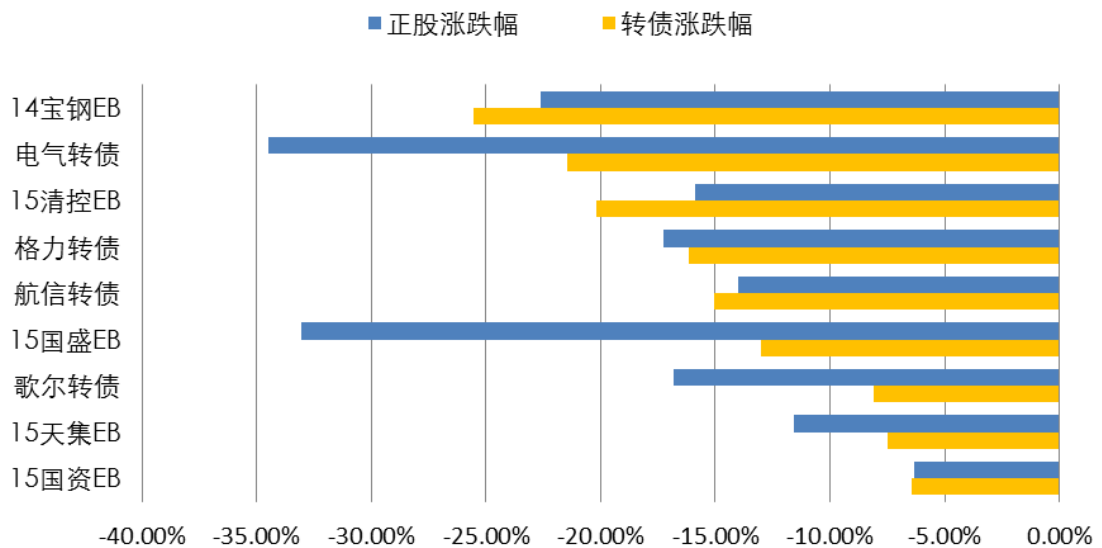
图 5 2016 年 1 月-6 月转债指数与股票指数表现



数据来源：Wind 资讯、招商基金

截至 6 月 30 日，存量可转债 20 只，较年初新增 11 只，存量规模扩容到 462 亿元，规模新增 211 亿元。年初 9 只存量转债表现如下：

图 6 2016 年 1 月—6 月可转债及可交换债涨跌幅



数据来源：Wind 资讯、招商基金

1-6 月，可转债市场部分品种到期收益率转正，15 国盛 EB、15 国资 EB 到期收益率甚至达到 2%。随着绝对价格的下跌，部分可转债股性减弱，债性增强。

2016 上半年转债市场遭遇了平价下跌、供给冲击、流动性冲击三重因素影响，部分品种跌幅甚至超过正股。具体地，1 月份受权益市场大幅下跌和宁波银行 100 亿转债发行预案影响转债出现急跌；2 月至 4 月中旬，转债跟随权益市场出现反弹；4 月中旬至 5 月初信用债开始频发违约事件，债基赎回压力骤增，可转债作为流动性较好的品种遭遇减持；5 月至 6 月转债跟随正股窄幅整理。

展望下半年，可转债及可交换债供给冲击仍未结束，估值和平价下行压力仍然较大，作为博弈反弹的工具，可转债流动性较差制约操作，同时在正股企稳前，大规模配置的时机仍需等待。



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。