

2017 年二季度债券市场投资策略报告

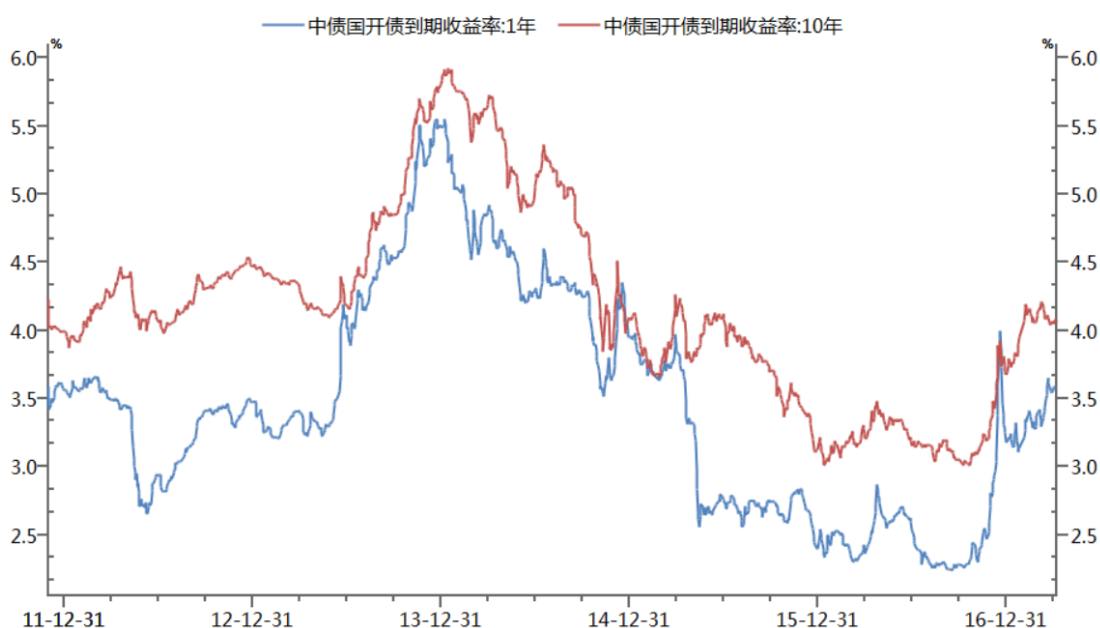
利率产品

2017 年一季度,利率债收益率震荡上行,1 年期的国开上行 37bp,10 年期国开上行 36BP,再次创出较大跌幅。年初以来伴随资金紧张缓解,利率债市场出现了一定的修复,行情延续到 1 月第二周,随后,随着年前资金面的再度紧张,央行持续回笼资金后,上调 MLF 利率释放的加息和政策收紧信号,在资金面和政策面给予了市场较大冲击,而另一方面,经济基本面数据的强势,加剧了收益率节节走高。

从目前的时间点来看,一方面,一季度末 MPA 考核已过,监管趋严带来广义金融杠杆的风险已经开始出现一定缓释;另一方面,人民币汇率趋稳,资金外逃也将对国内资金面造成的负面影响明显减弱。随着二季度同业存单发行量的下行,以及二季度资金季节性的宽松,整体上看短期内市场面临的风险要大于机会。但从券种上看,10 年期国债处于 3.2%-3.3%之间,相比而言,国开利率债券的绝对收益率已经处在一定的高位,国开收益率甚至已经到达 4.06%的水平,已经有一定的保护空间。

而从长期来看,国内整体需求低迷、经济逐步下台阶,国内改革逐步深化的大背景下,利率债以及开始具备一定的配置价值。

图 1 中债国开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

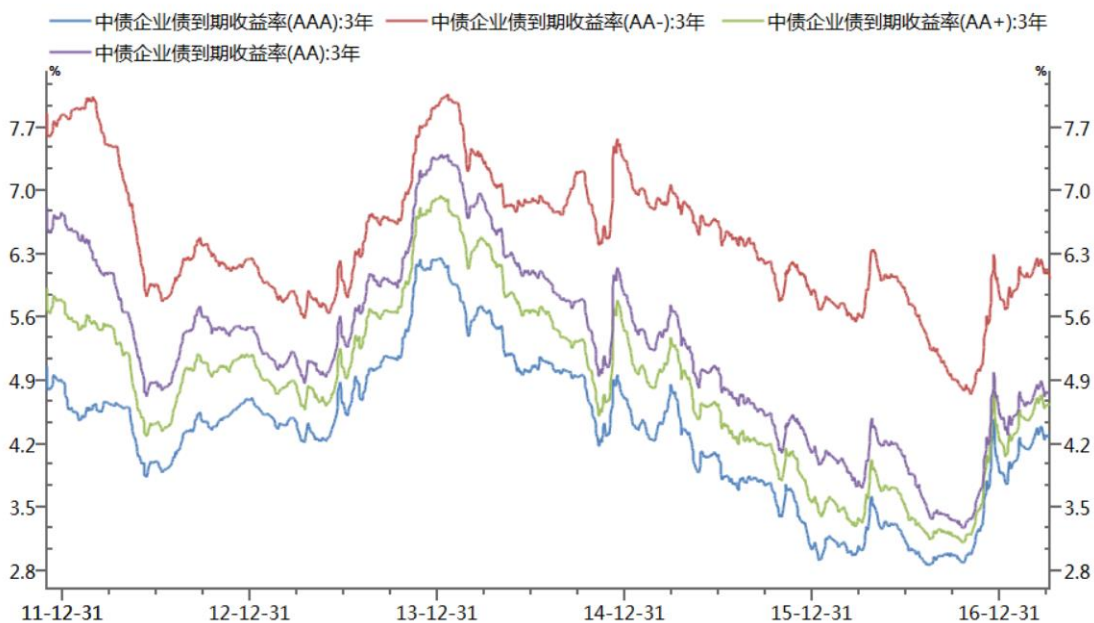
企业债/公司债

发行量方面,一季度企业债发行量为 198.2 亿,只有 25 只发行成功,大量企业债取消或推迟发行。公司债方面,一季度发行公司债 220 支,总规模 2035.35 亿元。公司债和企业债发行量大幅收缩,和市场情绪、监管政策都有很大的关系。其中,交易所质押式回购的质押比例调整,将进一步拉大高低等级之间的信用利差水平。

从二级市场来看,一季度企业债收益率震荡上行,但顶部要低于 16 年 12 月的流动性冲

击时的顶部。由于企业可以在发行企业债和贷款之间切换，高等级主体的顶部相对坚实。目前，高等级信用利差已经回到中位水平，但低等级主体信用利差处在较低水平，信用利差保护并不够。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 各等级企业债收益率走势



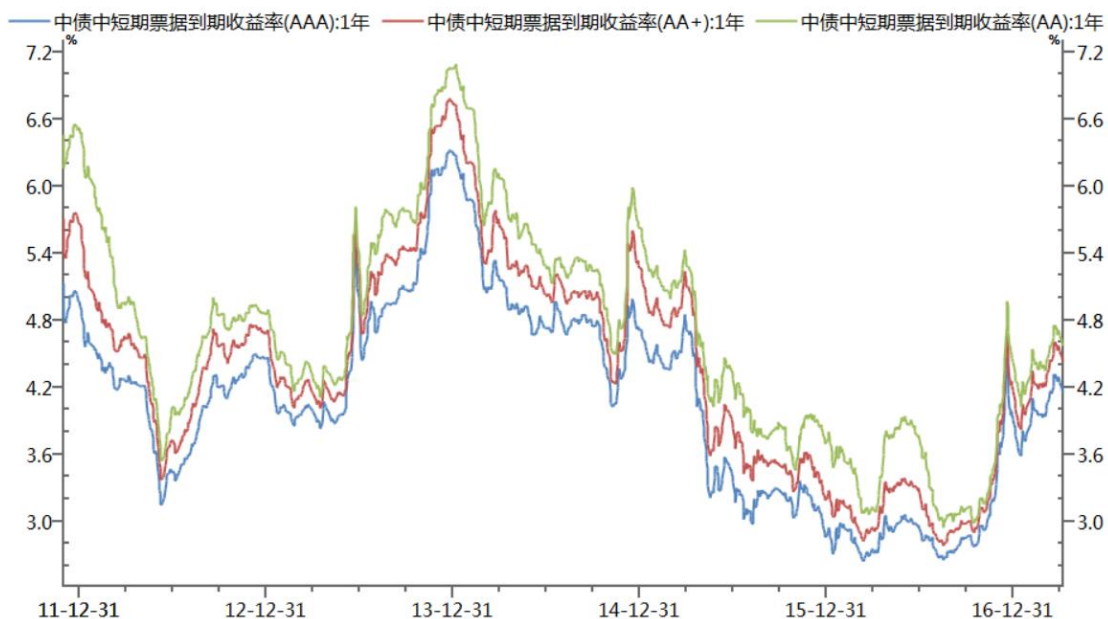
数据来源：Wind 资讯、中国债券信息网、招商基金

短期融资券

一季度发行短融超短融 5336.4 亿共 430 只，相比于 16 年 3-4 及 8-10 月份发行量接近腰斩。但环比来看，3 月已经开始有明显好转。一季度短融供需均偏弱。

二级市场，短融收益率在年初快速回落后出现明显反弹，过剩产能债券收益率也快速下行后持续震荡上行。目前短久期过剩产能和高等级信用债的收益率水平已经具备明显吸引力，其走势也开始主要受到资金面影响，和基本面的波动相一致。

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

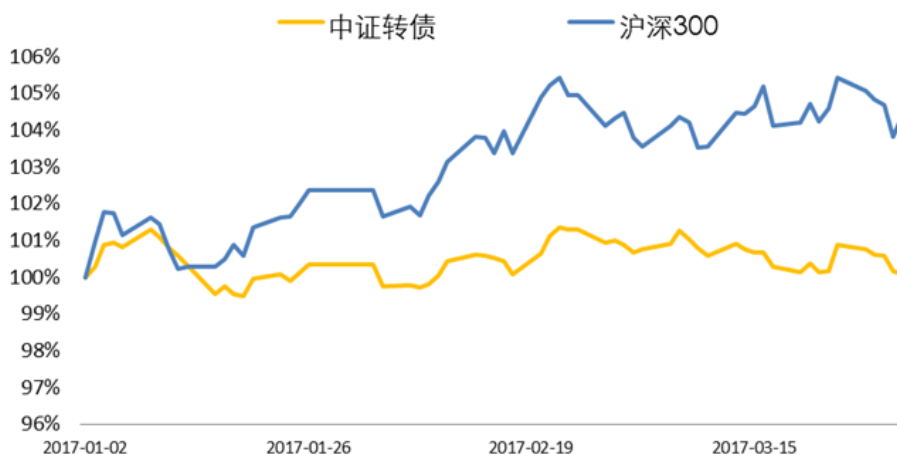
一季度信用市场的净融资量环比明显下滑，直到 3 月才出现一定的缓解转正，但净融资额也只是比市场较为恐慌的 16 年 5 月略多。近期过剩产能行业的融资依然受到信用事件冲击和市场风险偏好下行影响，AA 评级以下的主体发债量明显减少，未来信用市场依然面临一定的分化格局。

总的来说，二季度信用债投资可以偏重高等级高票息的品种，对于大部分低等级企业而言，信用利差并不能明显覆盖风险，配置价值依然偏低。我们在短融配置方面，可能关注中高等级券种高收益券种，在规避信用事件的风险的基础上追求适度的收益率。

可转债

2016 年 3 月权益市场下跌，上证指数下跌 0.59%，沪深 300 指数上涨 0.09%，中证转债指数下跌 0.91%。

图 4 2016 年 1 月-2017 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

2017 年 3 月可转债及可交换债涨跌幅

