

2018年5月债券市场投资策略报告

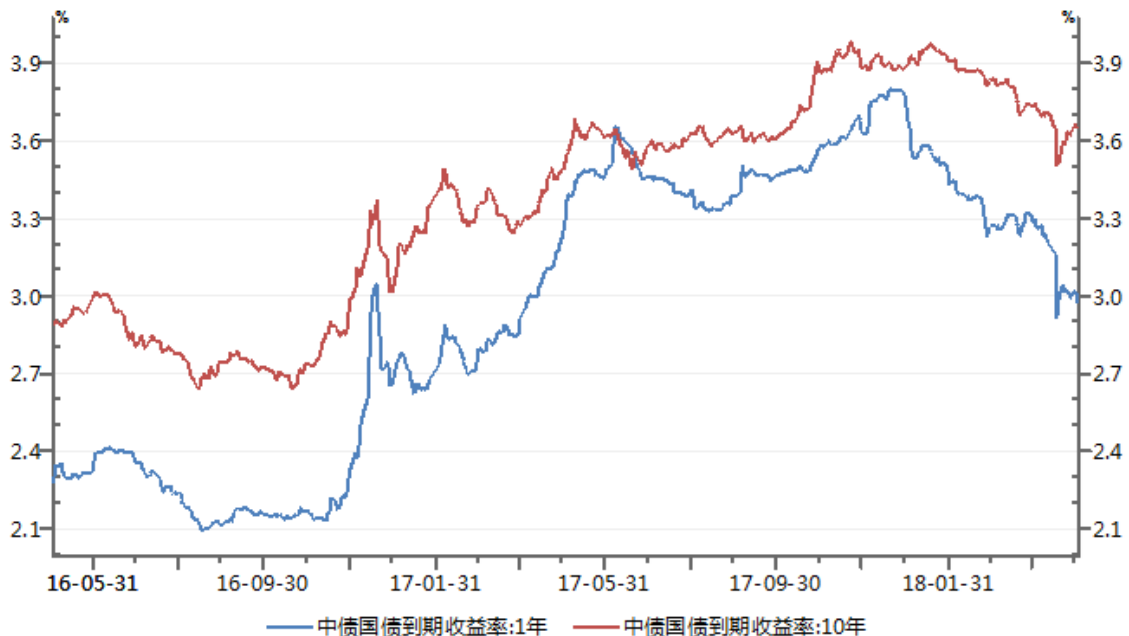
利率产品

对于债券市场而言，目前经济基本面在一定程度上形成利好，但还不足以形成趋势性行情，同时通胀面临油价上涨等不利影响，可能制约货币政策进一步宽松的空间。目前看经济延续匀速下行，但加速下行的证据不太充分。融资需求延续前期走弱趋势，幅度仍不够大。在基本面和融资需求大幅走弱之前，流动性仍是市场主要驱动因素。

5月份是财政存款回笼月份，但随着降准实施以及货币政策维稳的力度增强，预计资金面压力相比4月份会有一定缓和。从降准后同业存单发行情况显示，银行同业负债压力有缓和迹象，但仍需进一步跟踪观察。二季度作为利率债传统的发行和净融资高峰，未来两个月新增债净融资压力不可小觑。另外，税期和加杠杆的行为可能会导致资金面出现波动。

当前债券市场可能面临前期降准等乐观情绪快速下行后进入震荡整理区间，向后看流动性有望维持在合理稳定的水平，但短期内仍有利率债供给上升、资管新规执行力度有待观察等不确定因素。但总的来说债券机会可期，全年来看债券交易性机会仍然存在，短期内债市调整同时不必悲观，震荡市中收益率高位是有利的建仓时点。

图1 中债国债到期收益率走势



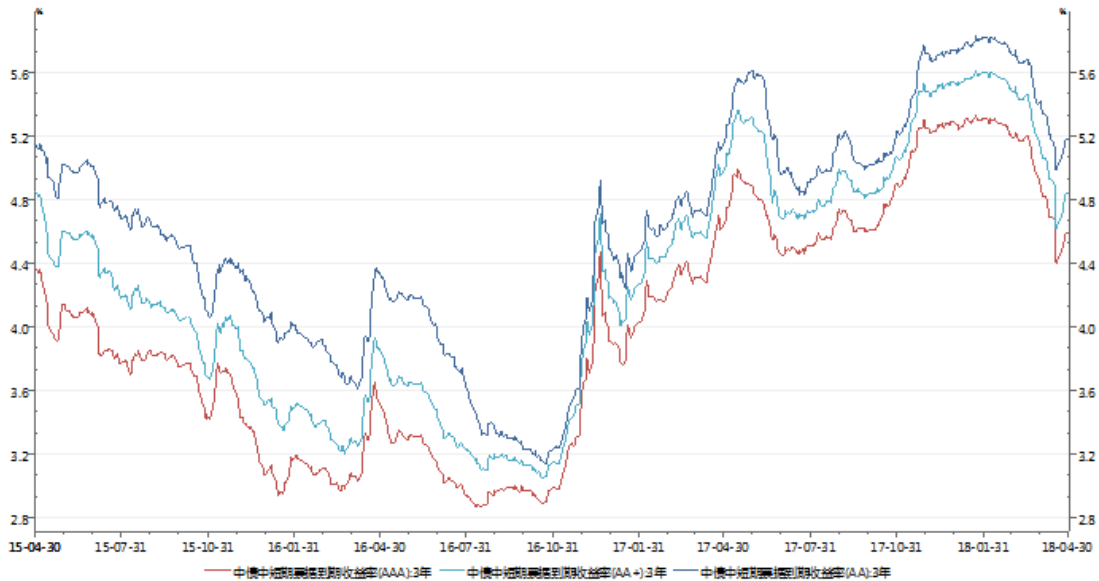
数据来源：Wind 资讯、中国债券信息网、招商基金

企业债/公司债/中期票据

发行量方面，2018年4月信用债市场毛发行量和净发行量季节性大幅增加，期限分化的趋势有所缓解。其中3月全月全市场信用债合计发行8774.55亿元，净发行3158.76亿元，创下2016年3月以来的新高。其中公司债、企业债及中票合计发行457支，发行金额为4943.25亿元，净融资额3049.36亿元，连续两个月实现大额净发行，由于3月及4月历来为信用债发行高峰月份，目前尚不能断定企业中长期债券融资需求回暖，后续需持续关注二季度信用债供给情况。

从二级市场来看 4 月信用债收益率呈现先下后上的态势。其中上半月利率继续在宽松的资金面呵护下稳步下行，定向降准后收益率加速下行，但下半月资金面突然收紧，信用债收益率亦有所上行。以三年中票为例，4 月各等级信用债收益率至降准当天下行幅度在 43~50bps 之间，下半月资金面收紧后收益率反弹 18-20bps，全月收益率下行 25-30bps。本轮收益率的快速下行主要由资金面的宽松驱动，经济基本面及企业基本面均未出现显著变化，需警惕中长久期超卖个券。

图 2 3 年期各等级中期票据到期收益率走势



数据来源：Wind 资讯、中国债券信息网、招商基金

图 3 AAA 等级各期限中短期票据到期收益率走势



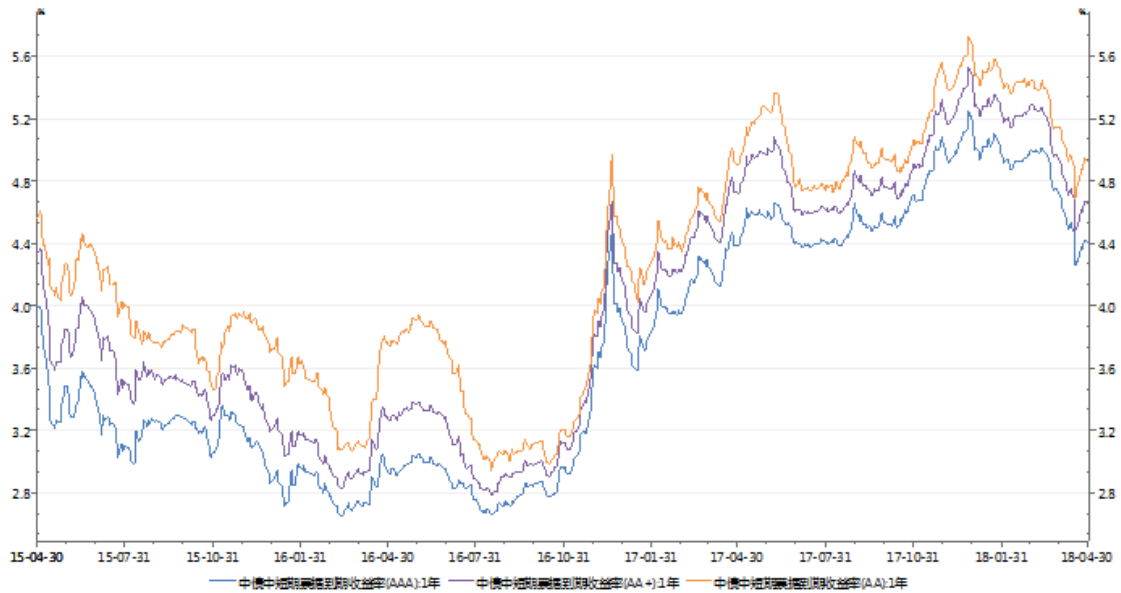
数据来源：Wind 资讯、中国债券信息网、招商基金

短期融资券

4 月短融净发行大幅萎缩，全月发行短融、超短融 3215.60 亿，净融资 89.80 亿元，较前月减少 1336.30 亿元，主要由于到期量大幅增加所致。

二级市场方面，4月短融收益率与中长期信用债保持一致，呈现先下后上的态势。全月各等级短融收益率下行幅度在22~30bps之间，信用利差有所走扩。目前存单收益率仍然维持在低位，因此短端信用债上行空间优先，利率曲线有所陡峭化。

图4 不同评级短期融资券收益率走势图



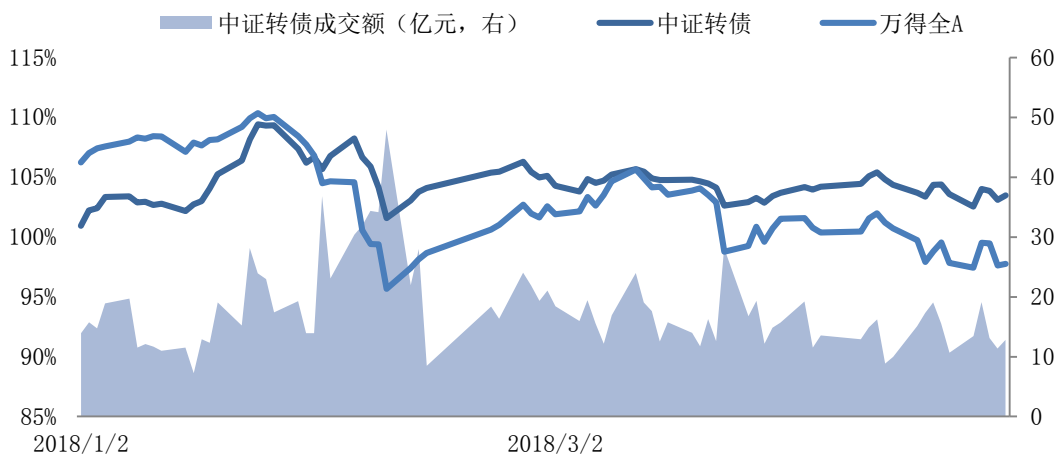
数据来源：Wind 资讯、中国债券信息网、招商基金

总的来说，二季度信用债投资策略和之前基本一致，以短久期高等级信用债的投资为主，高等级可适当拉长久期，适当关注个券机会。

可转债

由于权益市场例如贸易战，资管新规等外部大环境的不确定性，4月转债市场整体处于震荡行情，日均成交量为18.8亿元，环比下降17%，截至4月27日，转债指数下跌0.22%，同期沪深300指数下跌3.63%，中小板指下跌5.98%，创业板指下跌4.99%。

图5 2018年1月至4月转债指数与股票指数表现



数据来源：Wind 资讯，招商基金

一季度共发行了14只，总规模在270亿左右，截止一季度末，上市交易的转债规模达到2000亿左右。中证转债指数跟随股市波动，但表现好于股市，一季度上涨4%左右。转债整体

转股溢价率大幅波动，但股市大跌时，转债相对正股抗跌，溢价率被动大幅提升。综合来看，一季度公募基金持有转债仓位绝对规模明显增加，但占整体转债市场比例较去年四季度变化不大，1月市场好时占比上升，之后市场大幅下跌，占比也没有明显下降，一方面是一季度债券市场表现较好，叠加本身债基持有的转债仓位占债基总规模比例较低。另一方面，虽然之后市场下跌，但几只大盘转债较去年底还是上涨的，底仓是赚钱的，被套的只是1月上涨时追涨的部分，这块仓位不大。

总体来说从市场来看，权益市场整体上还是震荡状态，市场波动幅度较大，避险情绪增加，对转债热情不高。个券来看，偏股品种出现了正股涨转债跌，正股跌转债比正股还跌的多的压缩溢价率的情况。目前还没有到加仓转债的时期，如果权益市底部反弹，债券牛市开启，在4月资金面紧张的情况下大家应该也不会选择转债来博取超额收益。从安全性来看，目前转债的安全边际也都不够高，主要是贸易战等大环境的不确定性，从估值来看，溢价率的压缩可能才刚开始，整体还稍显偏贵还稍显略贵，但经过一段估值压缩的时期后，相信对于转债后市是个好事。

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。