

## 2018年6月债券市场投资策略报告

### 摘要

**经济基本面来看**，近期信用风险事件频出，融资增速放缓向实体需求传导的过程在进行，同时高频数据显示经济韧性仍在，还面临油价上涨等通胀不利影响，可能制约货币政策进一步宽松的空间。

**资金面来看**，临近年中，MPA压力下，银行资金需求加大，融出资金意愿减弱，资金整体趋紧，叠加缴准规模偏多，估计会对资金面产生较为明显扰动。

**政策面来看**，央行仍会保持稳健中性货币政策基调，并未表达对于货币政策进一步宽松的意图，因此暂不可对资金面过于乐观，未来资金面会迎来新考验。

**整体来说**，债市很难看到配置力量的入场，在短期货币条件难以出现明显宽松的条件下，预计6月仍以区间震荡为主。

### 正文

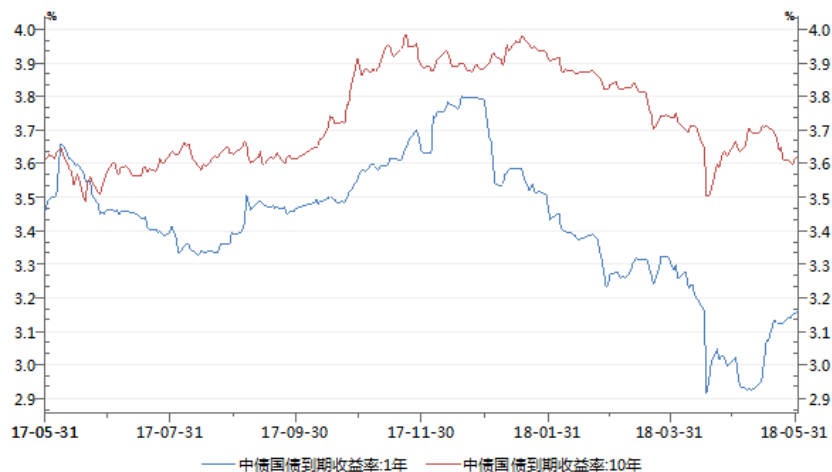
#### 利率产品

近期信用风险事件，说明融资增速放缓向实体需求传导的过程在进行，但短期来看高频数据显示经济韧性仍在，表明需求当下并不差，同时通胀还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。

临近年中，在MPA压力下，银行对资金需求加大，融出资金意愿减弱，资金整体会趋紧，叠加缴准规模偏多，估计会对资金面产生较为明显扰动。根据一季度货币政策报告，央行仍会保持稳健中性货币政策基调，并未表达对于货币政策进一步宽松的意图，因此暂不可对资金面过于乐观，未来资金面会迎来新考验。

从国库定存招标利率水平攀升、结构性存款需求旺盛来看，银行仍是缺负债的，在这种情况下债市很难看到配置力量的入场，交易盘仍占据主导地位，这意味着行情交易属性较大，在短期货币条件难以出现明显宽松的条件下，预计6月仍以区间震荡为主。

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/中期票据

发行量方面，2018年5月信用债市场毛发行量和净发行量大幅下降，全月全市场信用债合计发行3965.56亿元，较上月减少4785.69亿元，净发行-1118.27亿元，较上月减少4243.56亿元，净发行创下一年以来新低。其中公司债、企业债及中票合计发行162支，发行金额为1894.06亿元，净融资额-242.57亿元，结束了连续两个月实现大额净发行。上个月的回顾中，我们提到由于3月及4月历来为信用债发行高峰月份，大额净发行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。目前来看除了季节性因素影响以外，年初以来爆发的违约潮导致的市场风险偏好降低制约了中低等级信用债的发行也是重要因素之一，目前市场的紧张情绪再没有外部因素的情况下将很难快速恢复，后续关注政策面对目前市场情况的反应。

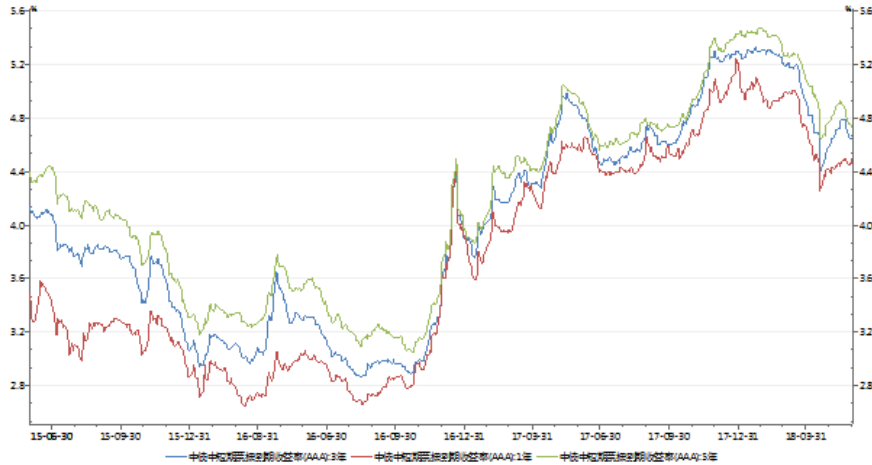
从二级市场来看5月信用债收益率呈现震荡上行的态势，等级利差明显走扩。以三年中票为例，5月AAA、AA+及AA等级各信用债收益率分别上行5bps、14bps及25bps之间。信用事件频发是5月收益率上行的重要因素之一，从等级利差的走扩也可以印证这一判断，我们预计后续无论是信用债供给继续收缩还是迎来供给反弹，等级利差走扩的趋势再短期内将继续维持，拐点可能来自政策面的松动。

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



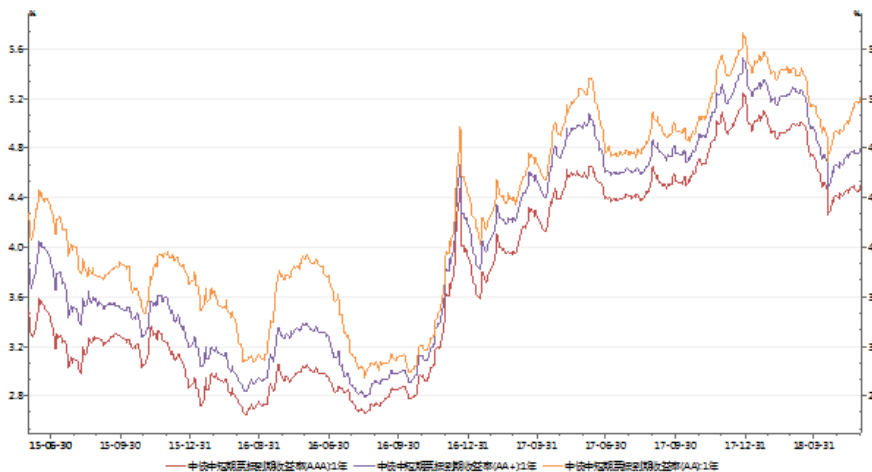
数据来源：Wind 资讯、中国债券信息网、招商基金

### 短期融资券

5 月短融净发行大幅萎缩，全月发行短融、超短融 1809 亿元，较上月大幅减少 1406.6 亿元，净融资-767.5 亿元，较上月减少 867.3 亿元，结束了 2018 年以来 4 个月的正发行。

二级市场方面，5 月短融收益率与中长期信用债保持一致，呈现震荡上行且等级利差走扩的态势。全月各等级短融收益率上行幅度在 10-26bps 之间。后续我们密切关注同业存单利率对短端信用债收益率的影响。

图 4 不同评级短期融资券收益率走势图



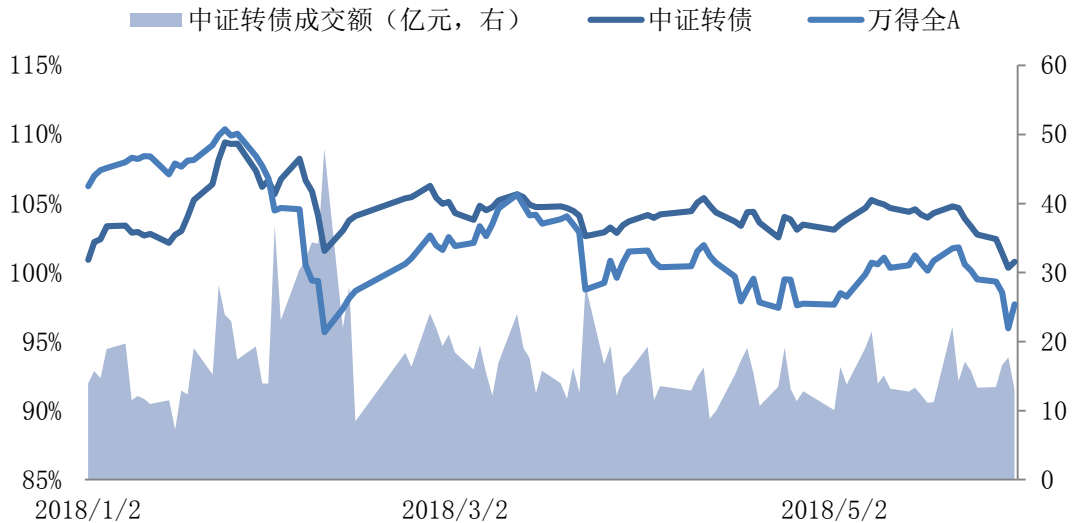
数据来源：Wind 资讯、中国债券信息网、招商基金

总的来说，6 月信用债投资策略重点在于严控信用风险，维持适当久期，短端关注个券机会，长端可适当拉长久期。

### 可转债

5 月上证综指上涨 0.43%，沪深 300 上涨 1.21%，中证转债下跌 2.6%。中信一级行业中，涨幅前三的分别为餐饮旅游、商贸零售、医药，国防军工、钢铁、计算机跌幅居前。成交量上，5 月转债市场成交额 337.5 亿，较上月环比下降 141.2 亿。

图 5：2018 年 1 月至 5 月转债指数与股票指数表现



数据来源: Wind 资讯, 招商基金

总体来说, 目前转债市场受多重方面制约依然处于震荡状态。一方面债券市场信用风险频发, 包括宏观货币收紧, PPP 项目成本上升, 环保政策力度加大等因素影响, 对化工、园林景观以及建筑等重资产、负债高、流动性紧张的公司转债市场显示出一定担忧, 另一方面贸易战的反复和不确定性也是影响权益市场的一个重要因素。从近期成交量来看, 偏债性品种及 EB 个券均出现成交量放量, 市场逐步转向防守, 偏股型的银行板块, 因为正股及转债的价格和估值均偏低, 成交量也有一定上升。短期转债市场较难见到较大利好因素或贸易战等利空出清, 供给放缓导致的筹码沉淀致使一些较老个券也很难有出色表现, 但比较好的是因市场情绪不好, 新券上市价格偏低且成交量足够, 短期内表现较好。近期我们可能转向防守, 控制仓位, 等待新券机会。

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](http://www.cmfcchina.com)  
电子邮箱: [cmf@cmfcchina.com](mailto: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、复制或有意悖原意的删改。