

2014年5月固定收益基金投资策略

经济趋弱利好债市，提高债基配置比例

凯石工场研究报告

张慧 高级分析师

导语

- 受内外需全面回落的影响，今年以来我国经济增长持续下行，面对各项新出炉数据的负面冲击，政府开始陆续释放维稳信号。不过，考虑到当前政府对于经济下行的容忍度的提高，以及政策落实存在滞后性的影响，短期内经济基本面仍将大概率趋弱。流动性方面，央行货币政策显示出了一定的微调迹象，尽管在各项改革正在推进的过程中流动性不会大幅度放松，但是短期内适度充裕的可能性还是较大的。综合来看，债券市场存在一定的投资机会。
- 落实到基金投资上，我们建议5月份可以考虑提高投资组合中债券型基金的配置比例，投资者可结合自己的风险承受能力，适当提高组合风险敞口水平，对于利率债或是高评级信用债投资比例较高的基金都可进行配置。当然考虑到风险对冲和流动性管理的需要，建议继续搭配收益稳健的货币市场基金。具体产品方面，建议关注国投中高等级债、宝盈增强收益债券、中银增利债券、南方现金增利等基金品种。

宏观面：维稳政策保底，依旧难改弱势

- 受内外需全面回落的影响，我国一季度GDP增速出现下滑，降至7.4%，增速比上季度回落0.3个百分点。不过，政府显然十分重视稳增长目标的实现，面对近期经济数据的持续下滑，已陆续释放维稳信号。总体来看，经济基本面短期环比应当会有所好转，只是疲弱态势难以完全改观。
- ◆ 4月汇丰PMI初值48.3，这是PMI初值连续下跌五个月后的首次回升，不过回升力度仍然较弱。特别是从分项数据来看，4月新订单有所回升，显示内需有小幅好转，但上升幅度较小，而且新出口订单由上月51.3降至49.3，可见外需方面仍存在压力。原材料库存与产成品库存的双双下行，也在一定程度上说明需求面虽有改善但是仍然疲弱。
- ◆ 另外，最新公布的金融数据显示，3月货币、新增信贷规模、社会融资全线放缓，后续经济下行风险犹存。其中，3月末M2同比增长12.1%，大幅偏离13%的目标，逼近历史低点；M1增长5.4%，比上月低1.5个百分点，结合当时利率水平的下行走势，我们认为，M1、M2的下滑在很大程度上是由于经济活力趋弱从而使得资金需求减少所致。
- ◆ 不过，随着实体经济各项数据的下滑，政府“稳增长”措施也在陆续出台。4月初召开的国务院常务会议就明确了棚户区改造、加快铁路建设、以及小微企业税收优惠政策等三项经济推进措施。而且，后续会议中提到的对符合要求的县域农村商业银行和合作银行适当降低存款准备金率，也在一定程度上意味着货币政策微调的开启。而3月份在民生、文化、城乡建设等领域财政支出的大幅提高，也印证了稳增长政策开始发力的推测。不过需要指出的是，各项政策的具体实施还需要一定的时间，而且真正作用于实体经济的改善也将是一个长期的过程，因此政策落实的滞后性需要正视。

债券市场：经济基本面偏弱，短期机会值得布局

- 债券市场方面，结合上文所述，经济基本面在政策的保驾护航下并非完全趋弱，但是考虑到效应将有所延迟，因此短期偏弱的格局对债券市场将存在一定的利好。流动性方面，央行货币政策显示出了一定的微调迹象，前期的定

凯石工场移动平台：

官方微博：
凯石财富工场



官方微信：
凯石财富知音订阅号



向降准对于市场资金利率的预期层面构成了正向影响，而且公开市场操作中，结合到期资金量来看，自4月中旬以来已经连续实现净投放。因此，在经济下行压力下，政府防范经济系统性风险的政策意图已经十分明确，尽管在各项改革正在推进的过程中，流动性不会大幅度放松，但是短期内适度充裕的可能性还是较大的。总体来看，债券市场存在一定的投资机会。

- 另外，从政策层面来看，银监会4月份下发了《中国银监会办公厅关于信托公司风险监管的指导意见》（简称99号文），强化了信托公司的风险处置责任，刚性兑付成本、通道业务的监管加强、以及资金池业务清理都将会引导非标供给逐步降低，从而推动配置性需求不得不转向标准化债权工具，因而对于债券市场来说也将构成中长期利好。
- 就细分市场而言，利率债和信用债的投资机会都值得关注：
 - ◆ 上周公布的中西部经济数据集体沦陷，4月汇丰PMI尽管有所回升，但是仍位于荣枯线下方，而且预计通胀水平仍将维持低位，因而整体经济基本面情况将会对利率债市场构成一定利好。加上央行定向降准使得投资者对流动性形成了较为一致的预期，预计短期内短端利率中枢仍会维持在较低的水平，因此利率债投资机会可持续关注。
 - ◆ 信用债方面，99号文提高了信托公司刚性兑付的积极性和可能性，信托项目违约损失率将由于行政干预而有所下降，实际风险转移至信托公司和股东。短期内这一举措将有利于缓解投资者对信用风险的担忧，从而从信用利差收窄的角度，也会适度利好于信用债市场。

基金投资策略：提高债基配置比例

- 基于以上分析，综合考虑当前基本面、流动性、以及政策环境，我们认为债券市场存在一定的投资机会，落实到基金投资上，建议5月份可以考虑适当提高组合风险水平，对于利率债还有高评级信用债投资较多的基金品种都可进行关注，当然考虑到风险对冲的需要，建议继续搭配收益稳健的货币市场基金。
- 具体来看，始终偏弱的宏观经济形势虽然会促进政府出台相应的维稳政策，但是考虑到当前政府对于经济下行的容忍度的提高，以及政策落实存在滞后性的影响，短期内经济基本面仍将大概率趋弱，从而利好债市，这也为以债券为主要投资标的的债券型基金提供了良好的投资时机。而且当前资金面适度宽松的格局持续了较长一段时间，上海银行间市场同业拆放利率（隔夜）自4月份以来几乎连续下行，仅在上周五由于受到季度财政存款上缴加上准备金例行补缴的影响出现上扬，但幅度较小。可见，尽管海外市场的回暖导致资金存在一定的出逃压力，但是在央行的灵活操作下，市场流动性总体可控。因此，我们建议本月可以适当提高投资组合中债券型基金的配置比例，投资者可以结合自己的风险承受能力，选择对于利率债或是高评级信用债投资比例较高的基金进行投资。具体产品方面，建议关注国投中高等级债、宝盈增强收益债券、中银增利债券等基金品种。
 - ◆ 国投中高等级债A（代码000069）：该基金是一只纯债基金，招募说明书中规定，投资于信用等级为AA级或以上的中高等级非国家信用债券的比例不低于基金资产的80%。实际运作也是如此，该基金自成立以来的历次季报显示，投资标的均主要集中在高评级企业债，特别是今年一季度末企业债市值占资产净值比例达126%以上。从该基金的投资风格结合当前债市环境来看，可考虑通过配置其来主动把握短期债市机会。
 - ◆ 宝盈增强收益债券A/B（代码213007）：该基金资产配置灵活，从历次季报披露信息来看，经常在国债、金融债、企业债、短融等等各类型券种之间灵活调整。自去年四季度开始，该基金将其重点投资领域转向了利率债品种，今年一季报利率债配置比例更是上升到了154%左右。基金经理陈若劲自08年9月起便管理该只基金产品，从管理经验和历史业绩来看都具备一定实力，今年以来（截止2014.4.28）该基金净值增长5.06%，在709只（不含理财债基，A、B份额各算一只）债券型基金中排名第40。

- ◆ 中银增利债券（代码 163806）：该基金资产配置风格稳定，始终重点配置企业债，其次是中期票据、政策性金融债，绝大多数券种都在 AAA 级别，安全性较高。该基金成立于 2008 年，没有进行过基金经理变更，业绩稳定性始终较高，今年以来（截止 2014.4.28）该基金净值增长 4.04%，在 709 只（不含理财债基，A、B 份额各算一只）债券型基金中排名第 90，总体获益稳健。
- 另外，尽管当前债市具有一定的投资机会，但是离趋势性牛市还相去甚远，在利率市场化的推进下利率中枢最终还是会上升，因此，在构建投资组合时，我们建议始终搭配货币市场基金产品，以中和组合风险水平并增强组合流动性。对于具体标的的选择，依然遵循从产品规模入手，选择规模相对较大且业绩稳定的品种的原则，具体建议关注南方现金增利。
- ◆ 南方现金增利货币 A（代码 202301）：2014 年一季度末该基金 A、B 份额合计资产规模已达 983.06 亿元，较大的规模可以降低申购赎回时造成的流动性冲击，同时可以提高资金使用效率，从而有助于提升产品业绩。从业绩表现来看，今年以来（截止 2014.4.28）南方现金增利货币 A 累积万份收益 183.37，在同业 185 只（A、B 份额各算一只）基金中排名第 18，具备良好的获益能力和稳定性。

特别声明:

本报告中的所有内容版权均属上海凯石财富投资管理有限公司（以下简称“本公司”），未经本公司事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络本公司研究中心并获得许可，并需注明出处为上海凯石财富投资有限公司研究中心，且不得对本文进行任何有悖原意的引用和删改。

本报告是基于已公开信息撰写，其所载资料的来源及观点的出处均被本公司认为可靠，但本公司不保证其准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测反映本公司于最初发布此报告日期当日的判断，其所指的基金或者其他理财产品的价格、价值及投资收入可能会波动，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告所载的除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司不对因使用此报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告不构成私人咨询建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户做参考之用，并未作为或被是为出售或购买其他投资标的邀请或向他人做出邀请。
