

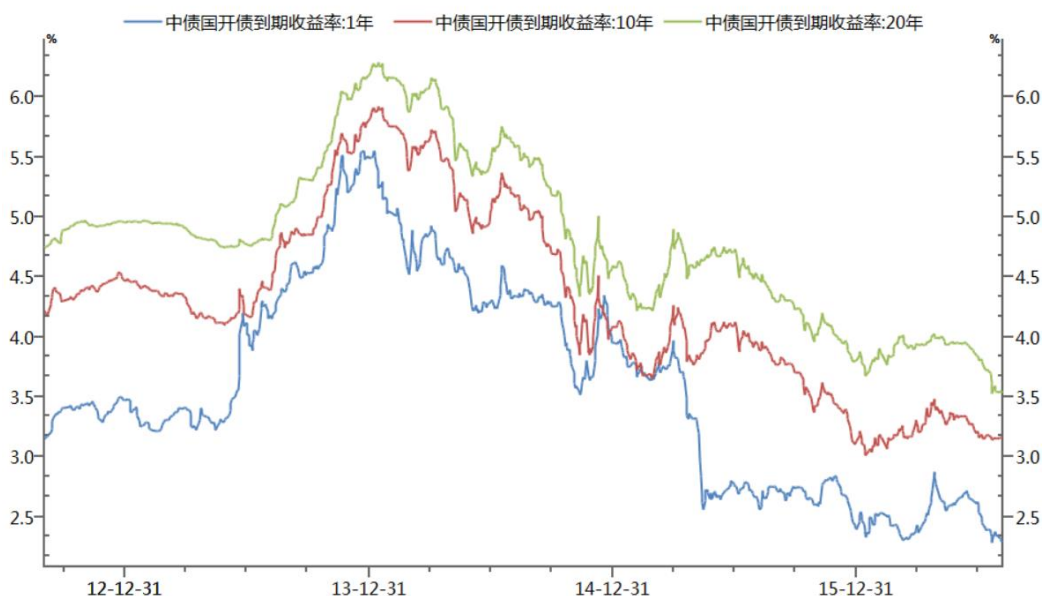
# 2016年8月债券市场投资策略报告

## 利率产品

2016年7月，利率债延续震荡走强格局。1年期的国开和10年期国开，6月以来，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。长端利率债收益率高位震荡，当前利率接近年初的最低水平，短端也基本维持在年初水平最低水平。受到市场情绪和基本面的双重推动，超长期的国债、国开收益率均创出了历史新低。

当前，金融经济数据已经开始有走弱迹象，尤其是8月初公布的官方PMI再次回到荣枯分界线，而房地产销售和投资都已经明显掉头迹象。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，也面临着回调的压力，但能看到的空间并不大。

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

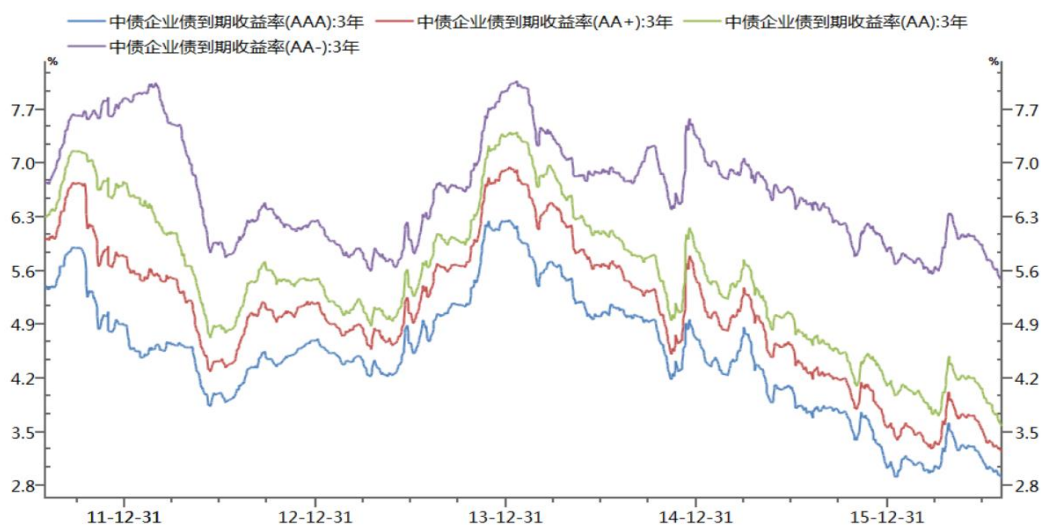
## 企业债/公司债

发行量方面，近期发行量有明显好转，目前日均发行量在120亿左右，属于历史较高水平。7月企业债发行量为525.4亿，相比于5月的143.5亿和6月的358.4亿已有明显好转。公司债方面，7月发行量3069.8亿。公司债市场快速的审批速度，相对低位的发行利率对于公司债发行主体的吸引力很大，叠加债券大量到期的续发需求，当前公司债的发行量依然在攀升。

从二级市场来看，7月市场继续走强，收益率下行。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，创出了历史新低。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较低水平，信

用利差保护较差。近期信用事件虽然暂时减少，但企业经营环境恶化的局面并没有改变，低等级企业债的风险较大。总的来说，我们将采取防御策略，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



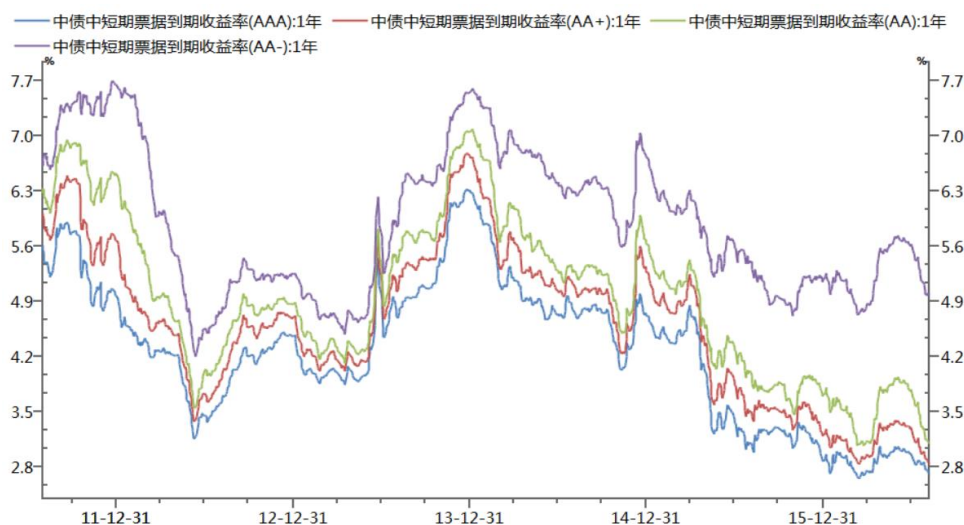
数据来源：Wind 资讯、中国债券信息网、招商基金

### 短期融资券

7月发行短融超短融198只，总额为2526.3亿，相比于6月的2385.45亿环比略有上升，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情绪虽有所改善，但是融资量依然不足。

二级市场，7月短融收益率继续快速回落，过剩产能债券收益率也快速下行。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，但目前随着情绪的转暖，收益率再次回到低点。目前中高等级债券收益率依然处于历史最低水平，低等级处于历史较低水平。

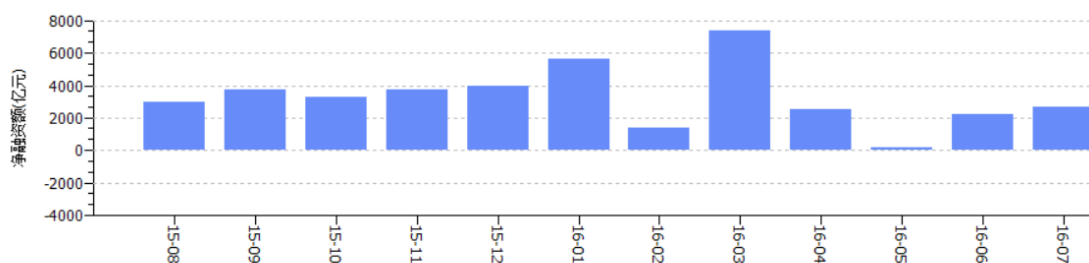
图3 不同评级短期融资券收益率走势图



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、7月以来已经出现了一定程度的改善,7月份依然延续改善的格局。但是,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,7月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,信用利差也不能明显覆盖风险,我们在短融方面倾向选择中高等级券种,以规避信用事件的风险。

## 可转债

2016年7月权益市场震荡,上证指数上涨1.70%,沪深300指数上涨1.59%,中证转债指数上涨1.06%。

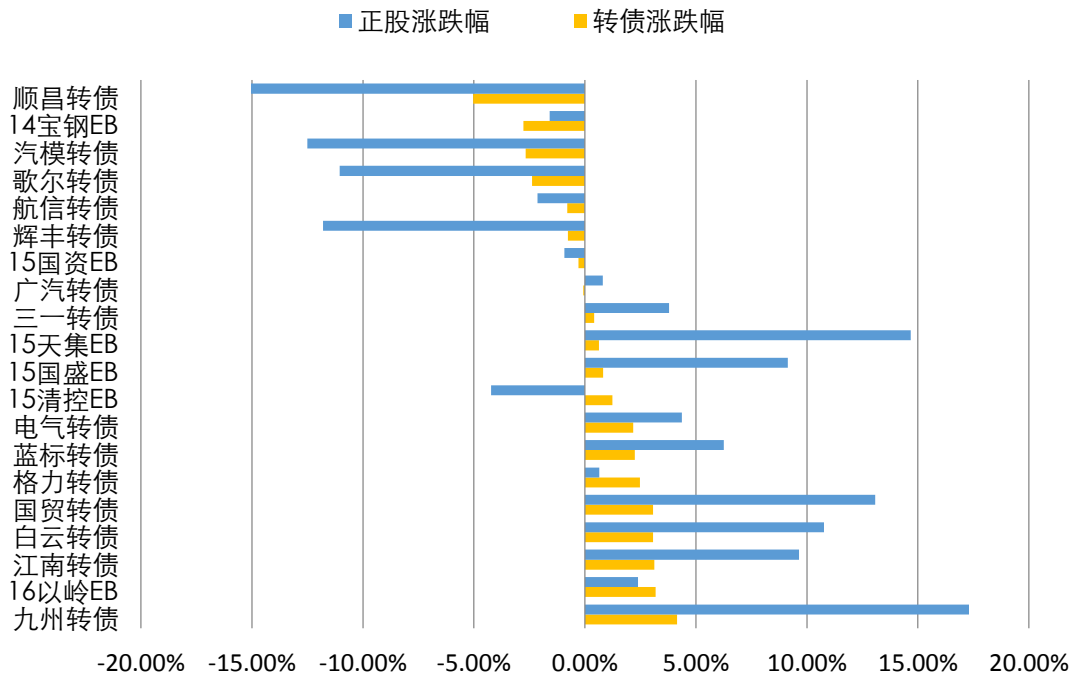
图5 2015年-2016年7月转债指数与股票指数表现



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7月可转债及可交换债涨跌幅



数据来源：Wind 资讯、招商基金

7月A股小幅上涨，上证综指在2900-3100点区间震荡，临近3100点前期高点市场成交规模萎缩，整体显示市场情绪较6月有所恢复，但受限于增量资金不足，存量博弈特征依然明显。我们认为7月市场上涨更多受风险偏好情绪改善带动，主要因为6月在多重利空（联储加息预期、A股未纳入MSCI指数成分、人民币兑美元主动贬值、两千亿限售股解禁等）叠加影响下市场仍显示出较强的抗跌性，之后市场开始向上寻找方向。当月融资余额继续上升，但升幅较6月有所下降。

转债市场溢价率在7月末时点来看多数均高于历史中位水平，估值因素成为制约转债后期上涨空间的首要因素，正股的弹性和阶段性机会好于转债。权益市场受制于增量资金有限，普涨的概率不大，因而个股的Alpha机会相比市场整体的机会更重要；同时由于转债、EB后期仍将陆续增加供给，宁波银行转债预计将于8-9月获得批文，市场中规模较大的EB蓄势待发，整体转债市场的配置机会仍需等待。



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.cmfchina.com](http://www.cmfchina.com)  
电子邮箱：[cmf@cmfchina.com](mailto:cmf@cmfchina.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。