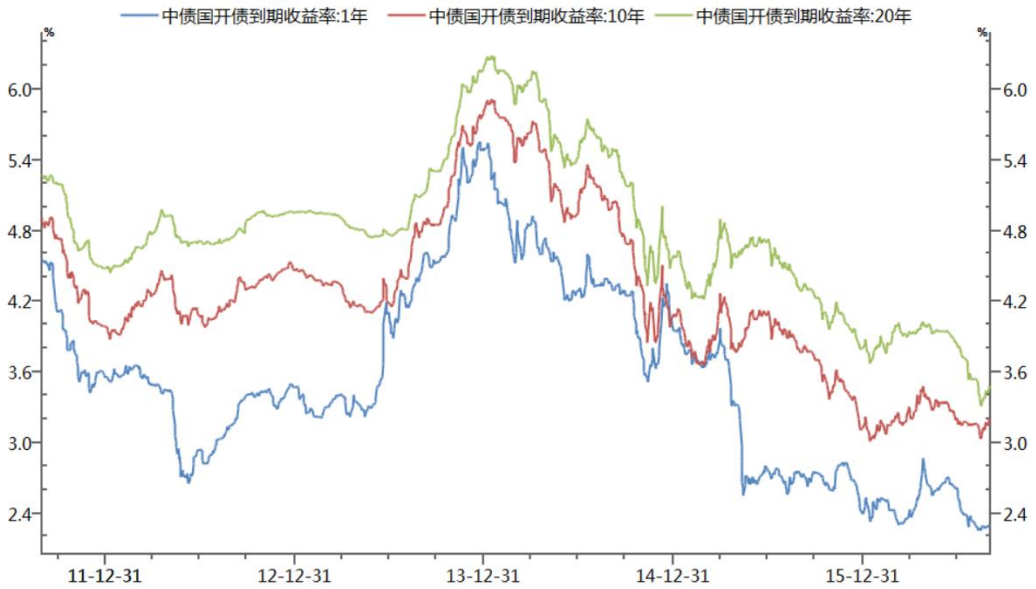
2016 年 9 月债券市场投资策略报告

利率产品

2016 年 8 月，利率债出现震荡格局，收益率水平先大幅下行，月末出现大幅调整。全月来看，1 年期的国开下行 2BP，10 年期国开上行 3BP。这一轮利率债的行情始于 6 月末，英国退欧、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。受到 8 月中旬的金融数据和市场情绪的双重推动，超长期的国债、国开收益率均创出了历史新低，但下旬受到央行重启 14 天回购带来的去杠杆的担忧，对于经济弱复苏的预期，以及企业债发行监管收紧等多因素的冲击，长端利率出现了较大幅度的调整，10Y 国开从最低点到现在上行近 15BP。

当前，短期和长期因素叠加，债市可能呈现震荡走势。短期内，金融经济数据可能有阶段性的弱反弹，而房地产销售仍然较好。但长期整体需求低迷、经济逐步下台阶，国内改革逐步深化的大背景下，利率下行的趋势较为确定。

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

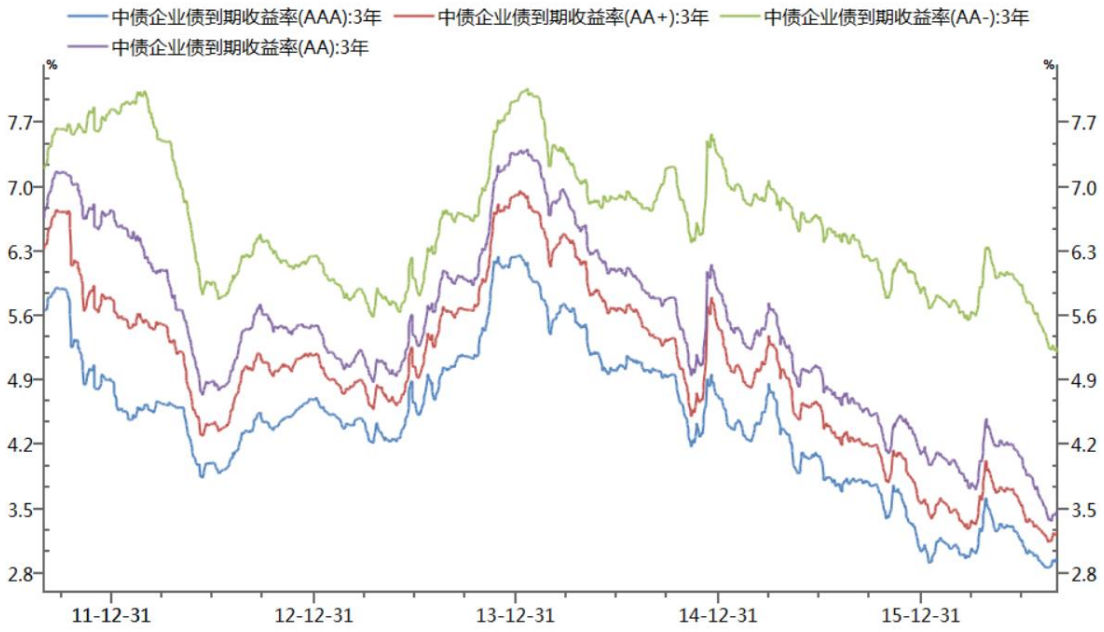
企业债/公司债

发行量方面，近期发行量有明显好转，日均发行量属于历史较高水平。8 月企业债发行量为 529.2 亿，相比于 7 月的 525.4 亿基本持平。公司债方面，8 月发行量 2335.76 亿，环比略有减少。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较高。

从二级市场来看，8 月市场继续走强，收益率下行，月末略有反弹。当前高等级信用债

和中高等级城投债收益率明显下行，创出了历史新低。信用利差还是处于历史低位，信用利差保护并不够。近期信用事件虽然暂时减少，但企业经营环境的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，倾向配置中短久期、中高等级的券种。

图 2　各评级企业债收益率走势图



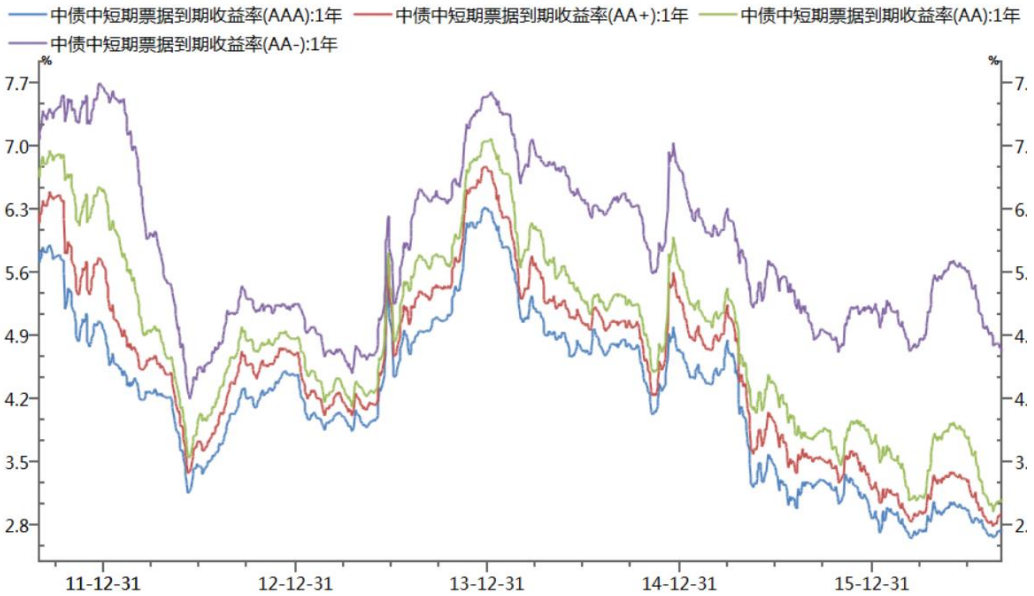
数据来源：Wind 资讯、中国债券信息网、招商基金

短期融资券

8 月发行短融超短融 311 只，总额为 3364.7 亿，环比上月增长近 1000 亿，但相比于 3、4 月份发行量仍下滑较大。短融超短融的发行主体中有很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，8 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，月末收益率有所反弹，但 AA-的低等级并没有出现反弹。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。

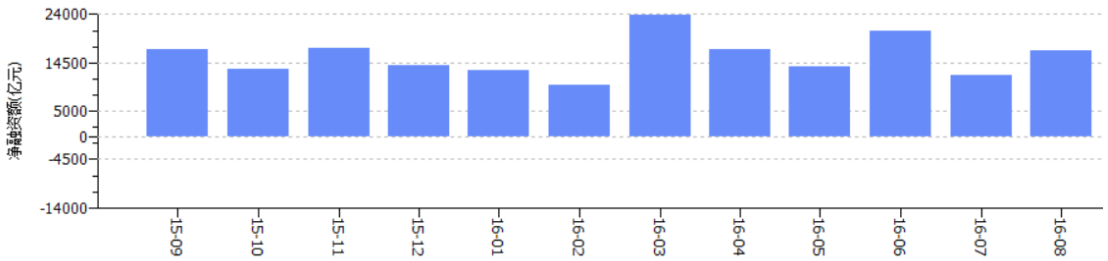
图 3　不同评级短期融资券收益率走势图



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，8 月份依然延续改善的格局。但是今年年末，过剩产能行业企业面临较大的债券周转压力，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



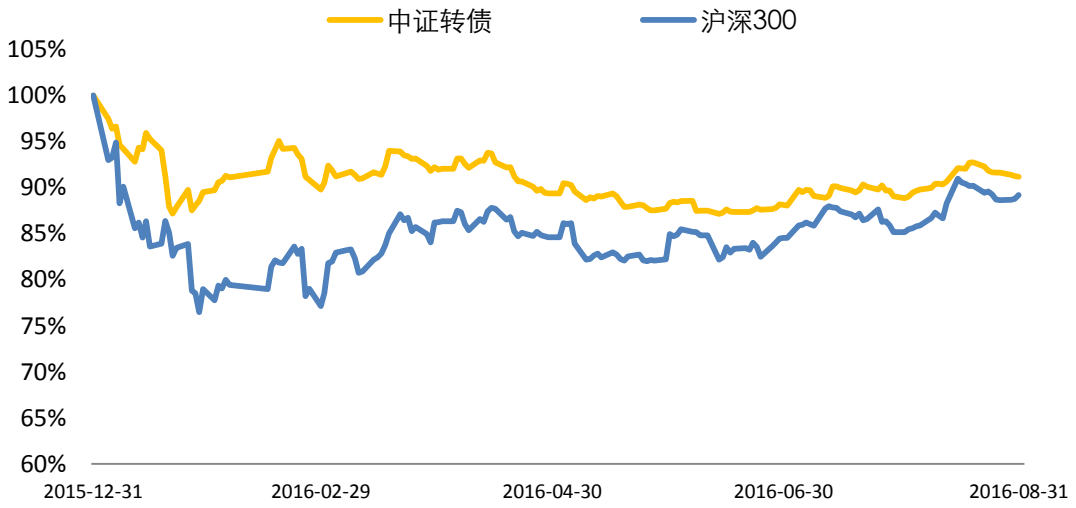
数据来源：Wind 资讯

总的来说，8 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，信用利差也并不能明显覆盖风险，我们认为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

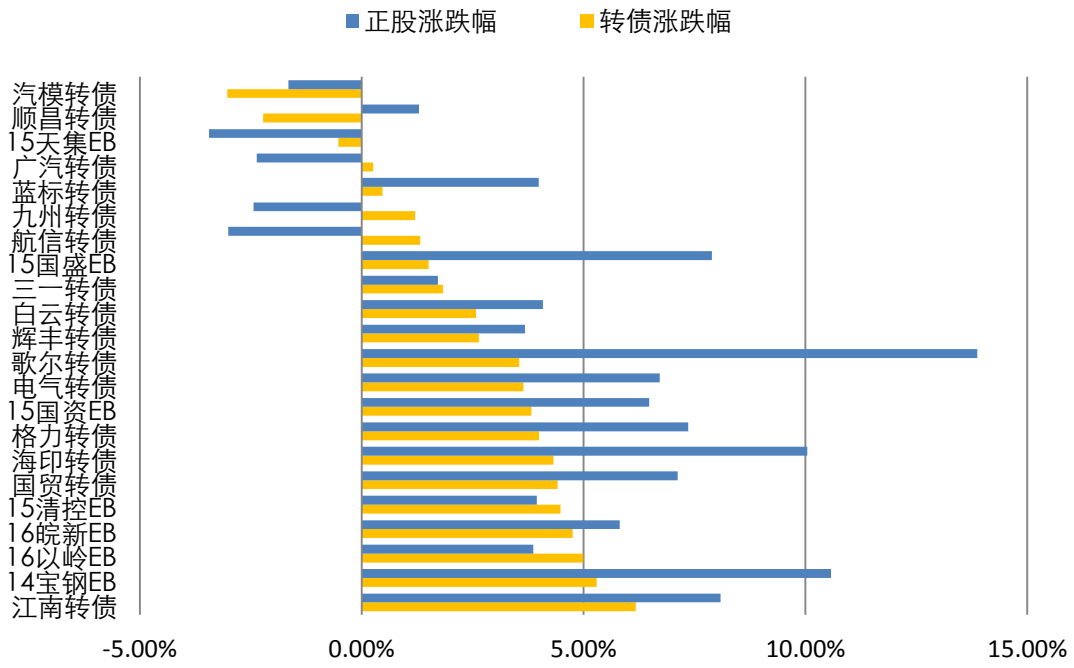
2016 年 8 月权益市场震荡，上证指数上涨 3.56%，沪深 300 指数上涨 3.87%，中证转债指数上涨 2.40%。

图 5　2015 年-2016 年 8 月转债指数与股票指数表现



数据来源：Wind 资讯、招商基金

图 6　2016 年 8 月可转债及可交换债涨跌幅



数据来源：Wind 资讯、招商基金

8 月 A 股小幅上涨，上证综指基本仍保持在 2900-3100 点区间震荡，融资余额数据仍支持权益市场偏乐观，另外 G20 峰会开幕前市场预期有维稳可能，但 3100 点指数技术压力仍然有效，同时撑起市场的新板块不多，因而市场难言系统性机会，更多是震荡为主。板块方面金融、地产、环保、医药、PPP 概念、国资改革概念等轮番表现，个股需关注成交量放大的持续性，短期内轻指数重个股，精选个券仍是主线。我们认为 7 月市场上涨更多受风险偏好情绪边际改善带动，8 月市场上涨主要受益于维稳预期、蓝筹板块护盘、配置资金冲击（如恒大扫货万科）影响，而 9 月份之后市场则可能受美联储加息预期升温影响而出现较大不确定性。

转债市场溢价率在 8 月末时点来看多数仍高于历史中位水平，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，宁波银行转债预计即将开启发行，同时规模较大的 EB 蓄势待发，整体转债市场的配置机会或将继续等待。

招商基金
CHINA MERCHANTS FUND

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
电子邮箱：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、复制或有悖原意的删改。