

# 2016 年四季度债券市场投资策略报告

## 利率产品

2016 年三季度，利率债收益率快速下行，长期、超长期利率债表现较强。6 月底英国脱欧之后，全球债券收益率均出现了大幅下行，我国的长端短端利率债也下行 30BP 左右。但 9 月对于流动性的担忧使得市场出现了一定程度的调整，触发事件是央行 14 天逆回购询价，但月末随着配置资金的介入，收益率再次下行到达前期低点。从半年来看，长端利率债收益率先上后下，当前利率接近年初水平，短端也基本维持在年初水平。从全季度来看，债券市场再次走出“牛平”的牛市格局，期限利差继续压缩。从整个市场的变化来看，基本面的影响已经逐步弱化，市场更多的受到资金的驱动。

当前，虽然经济出现阶段反弹，但中长期整体需求仍低迷，未来经济将逐步下台阶，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，也面临着回调的可能，尤其是近期人民币贬值和资金外逃带来的资金面收紧可能引发市场波动。

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

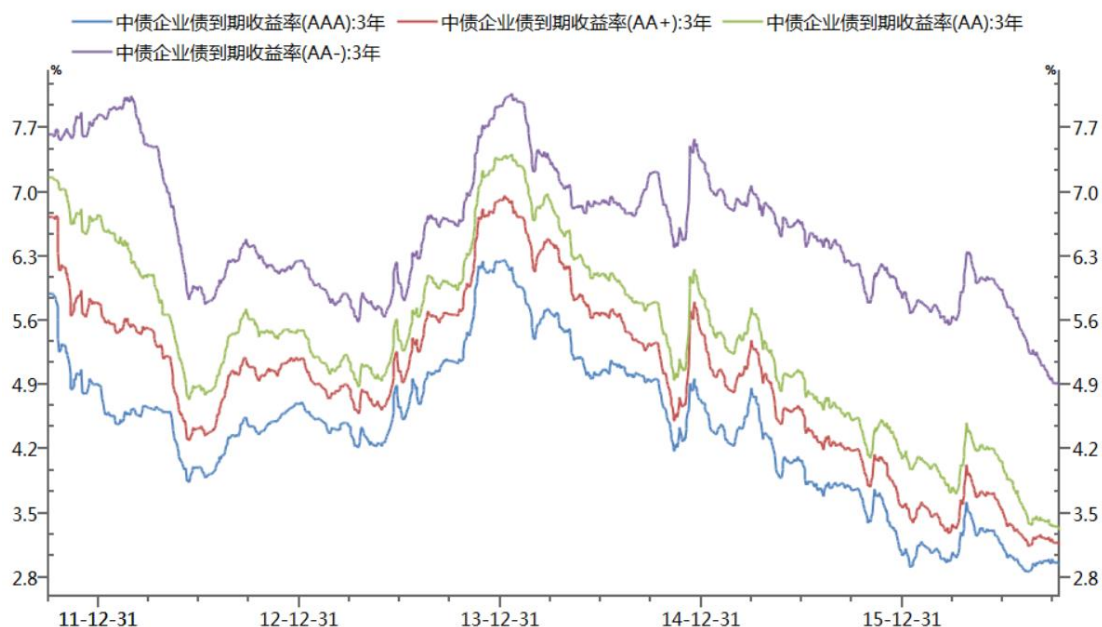
## 企业债/公司债

发行量方面，三季度企业债发行量为 1592 亿，再次回到极高水平，一级市场非常活跃。公司债方面，三季度发行公司债 706 支，总规模 8607.31 亿元。公司债市场快速的审批速度和相对低位的发行利率对于公司债发行主体的吸引力很大，公司债的发行量依然攀升。

从二级市场来看，经过 4 月的冲击后，6 月市场走强，收益率再次下行，7 月后一直延续强势格局，9 月的资金面冲击也未能对信用债强势格局产生影响。三季度信用债同样体现出较大的资金推动特点，而市场对于高收益率的追逐也使得低等级高收益率券种的走势要强

于中高等级。目前，信用利差已经压缩到史上极低水平，从各等级信用利差绝对数值来看，信用利差还是处于历史低位，信用利差保护并不够。其中低等级信用利差处于历史中位数水平，中高等级信用利差处于历史 1/10 分位数水平以下，信用利差保护较差。但考虑到当前信用事件持续爆发，企业经营环境的恶化，低等级企业债的风险较大。总的来说，我们可能倾向防御策略，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



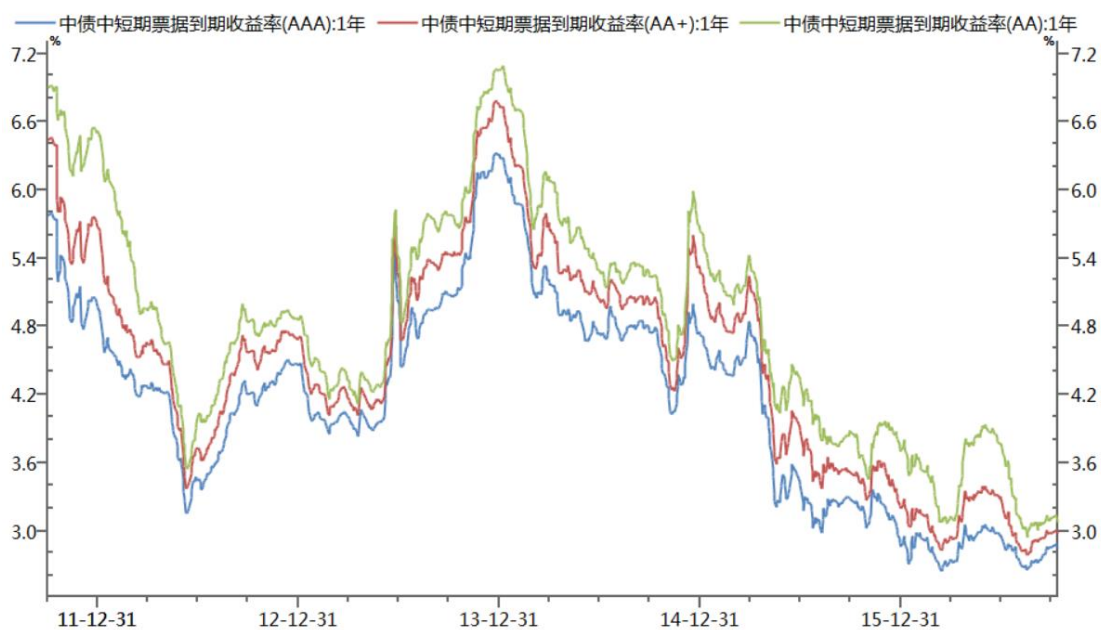
数据来源：Wind 资讯、中国债券信息网、招商基金

### 短期融资券

三季度发行短融超短融 695 只，总额为 8194.4 亿，再次出现放量格局，但不及今年 3/4 月市场最活跃时的水平。短融超短融的发行主体中有很高比重是过剩产能的发行人，近期市场对于过剩产能行业的担忧造成了短融超短融发行的一定下滑。

二级市场，7 月短融收益率在出现较大幅度调整后下浮回落，再探上半年 3、4 月的收益率低点。之后收益率水平再次出现反弹。其中高等级收益率和 6 月末基本持平，但中低等级均有一定幅度的下行，但目前中高等级债券收益率依然处于历史较低水平，低等级处于历史中位水平。

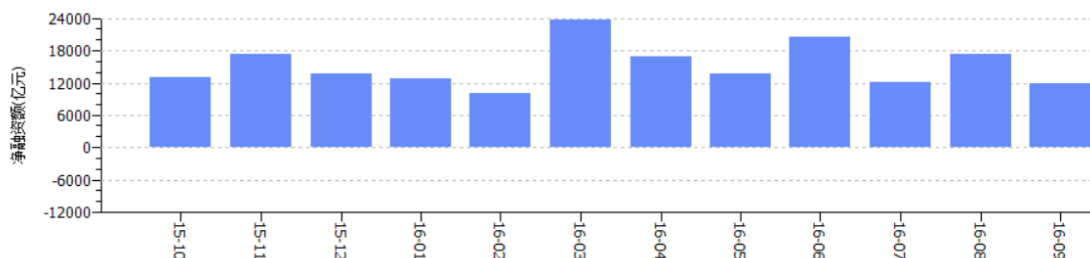
图 3 不同评级短期融资券收益率走势图



数据来源: Wind 资讯、中国债券信息网、招商基金

三季度信用市场的净融资量环比下滑。近期过剩产能行业的融资依然受到信用事件冲击和市场风险偏好下行影响，考虑到 4 季度将有大量的债券到期，平均每月在 1000 亿以上，未来信用市场依然面临一定的压力。

图 4 信用债月度净融资量统计图



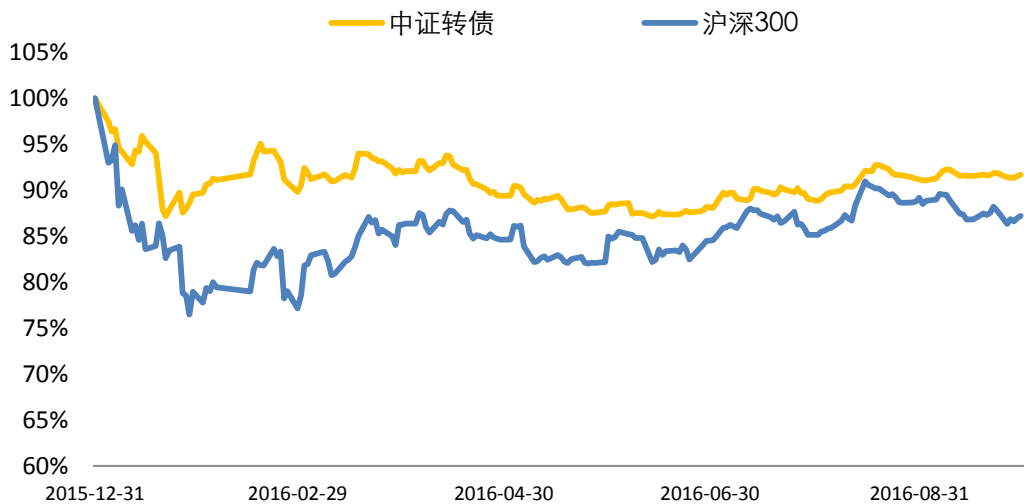
数据来源: Wind 资讯

总的来说，四季度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，我们认为应该选择有一定配置价值的短久期券种，以规避信用事件的风险，同时博得一定的超额收益。

### 可转债

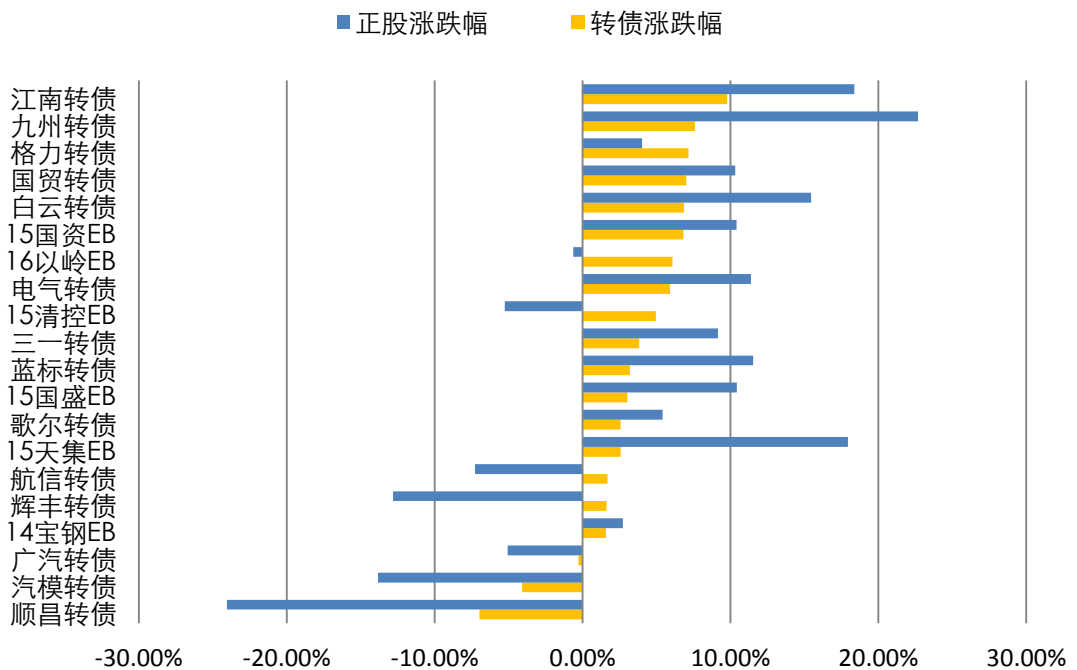
2016 年 3 季度权益市场震荡上涨，上证指数上涨 2.56%，沪深 300 指数上涨 3.15%，中证转债指数上涨 4.07%。转债指数表现好于市场指数，与配置资金入市推动转债估值提升有关。

图 5 2016 年 1 月- 9 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 3 季度可转债及可交换债涨跌幅



数据来源：Wind 资讯、招商基金

三季度由于非标到期续配资金较多，同时 G20 会议前维稳预期带动市场风险偏好提升，带动 A 股小幅反弹。地产、钢铁、建筑、煤炭、PPP 板块涨幅居前，主要受益于政府推动 PPP 项目和上半年地产产业链景气度提升。三季度上证综指基本在 2900-3100 点区间震荡，6-8 月融资余额数据支持权益市场偏乐观，9 月份融资余额出现下降，G20 会议后受美联储加息预期升温影响，市场情绪转为谨慎。

展望四季度，受联储 12 月加息可能性增加及人民币贬值压力提升、限售股到期解禁减持压力大、转债普遍高溢价率等因素影响，转债市场的大规模配置时点尚未到来。转债溢价率

在 9 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的首要因素，且向下看债底的承托力度有限，风险收益并不匹配。12 月限售股解禁压力将创年内最高水平，在增量资金有限的前提下，预期市场普涨概率不大，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，估值压力较大，因而转债的大规模配置机会仍需等待。



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。