

2016年11月债券市场投资策略报告

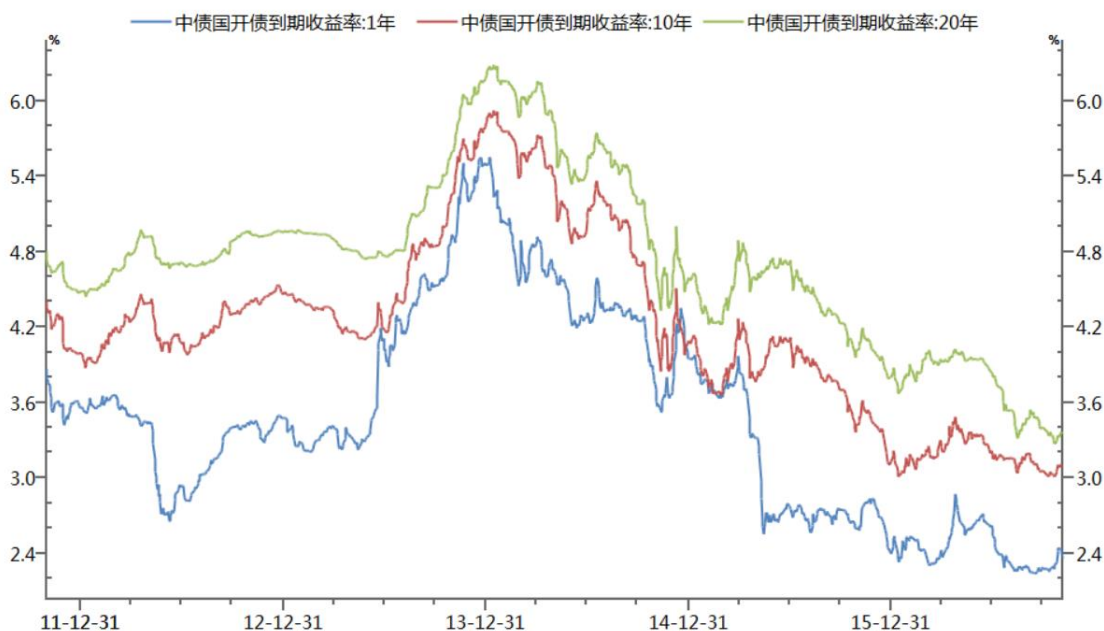
利率产品

2016年10月，利率债收益率水平先下行，后出现快速调整。全月来看，1年期的国开上行16BP，10年期国开上行6BP。10月初利率债收益率延续7月以来的牛市格局，即使经济金融数据表现强劲，收益率依然突破了前期低点，超长期的国债、国开收益率均创出了历史新低，但下旬市场受到银监会将广义信贷纳入MPA考核的新监管要求带来的去杠杆的担忧，以及房地产、过剩产能公司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，10年期国开从最低点到现在上行近10BP。

本轮债券走势体现了非常强的资金推动的特点。短端利率水平不动，资金利率水平略有抬升，但流动性差的高收益率品种逐步受到市场追捧，期限利差不断收窄，各期限的利率债价格均处于历史上的高位。由于短期内短端利率下行空间不大，期限利差压缩的空间已然不足，而监管趋严可能带来广义金融杠杆的收紧，而资金外逃也将对国内资金面造成一定的负面影响，利多只有银行资金因为房贷收紧带来的对债市的配置，整体上看短期内市场面临的风险要大于机会。

从长期来看，国内整体需求低迷、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

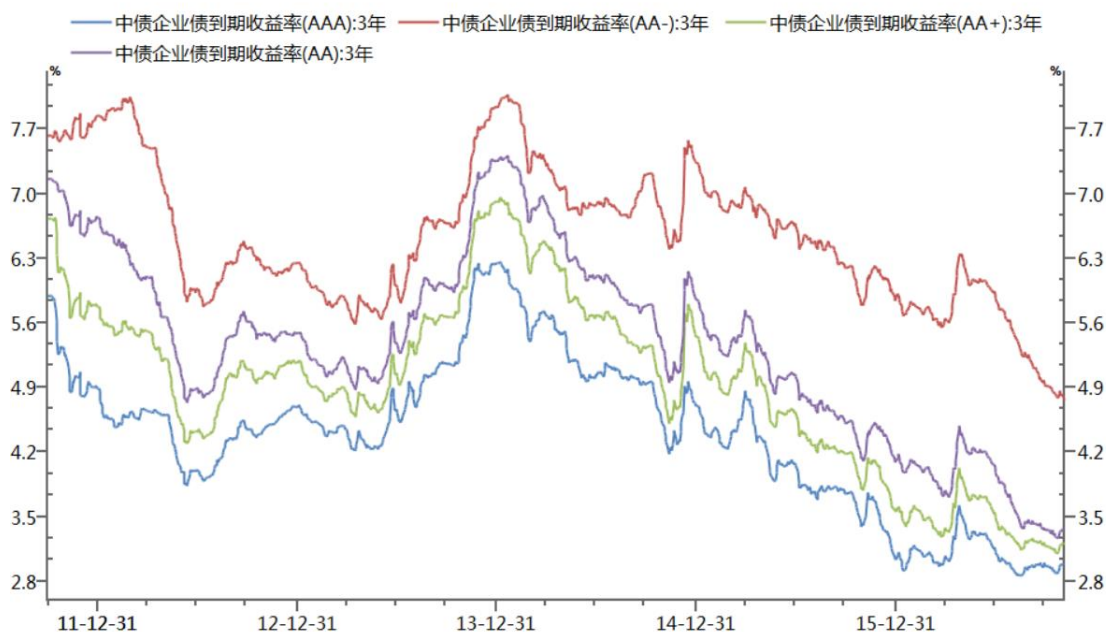
企业债/公司债

发行量方面，近期发行量略有下滑，日均发行量属于历史较高水平。10月企业债发行量为453亿，相比于9月的537.6亿略有减少。公司债方面，10月发行量2037.23亿，环

比9月份的2926.87亿有较大幅度减少，但绝对水平依然不低。近期交易所新规对房地产、过剩产能公司债监管严格，考虑到公司债中有较大比例的房地产债，后续公司债的发行会受到明显影响。

从二级市场来看，10月市场也在走强后出现调整。当前高等级信用债和中高等级城投债收益率处于历史新低附近，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，但低等级企业经营情况并没有特别明显的改善，低等级企业债的风险较大。总的来说，我们可能继续防御策略，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



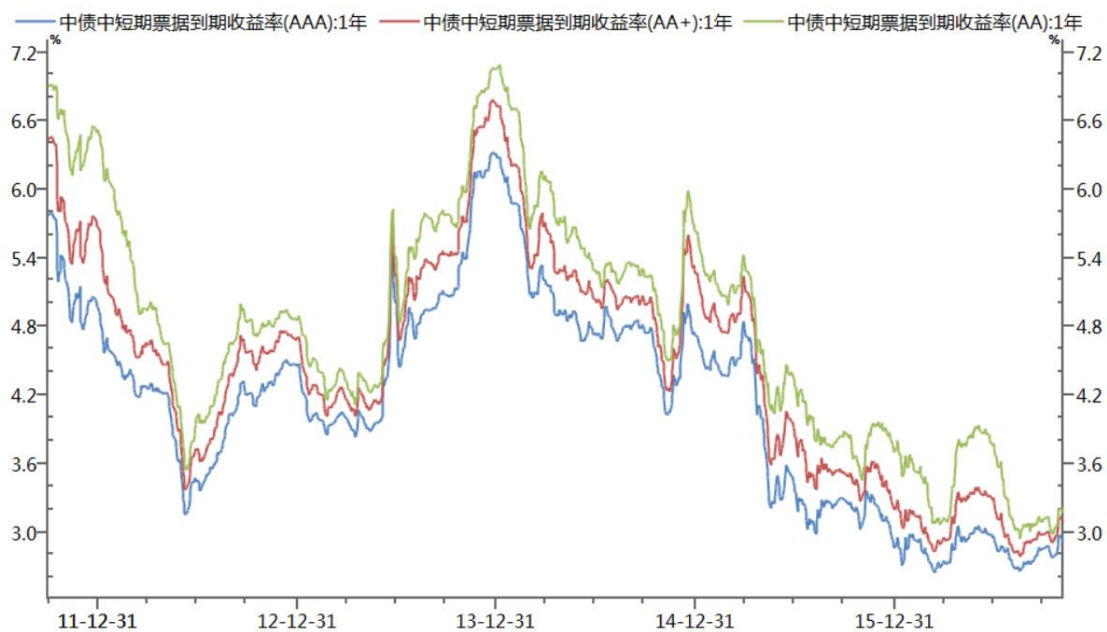
数据来源：Wind 资讯、中国债券信息网、招商基金

短期融资券

10月发行短融超短融244只，总额为2532.6亿，环比上月的2284.5亿略有增长，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情绪虽有所改善，但是融资量依然不足。

二级市场，10月短融收益率继续快速回落后出现明显反弹，过剩产能债券收益率也快速下行，月末收益率有所反弹。今年上半年短融在经历了3、4月的收益率低点。7月大幅下行后，目前虽然有一定的调整，但收益率依然位于前期低点附近。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



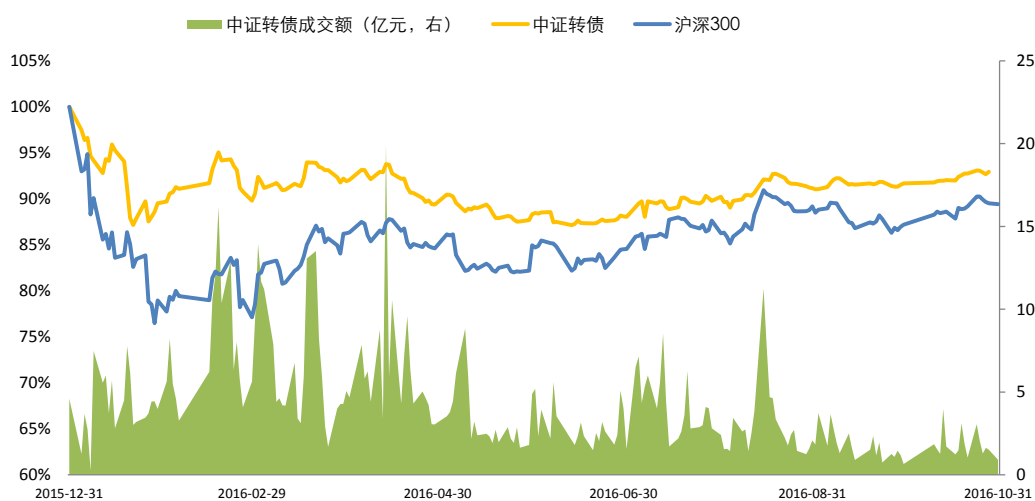
数据来源: Wind 资讯、中国债券信息网、招商基金

总的来说, 10 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, 我们在短融中可能倾向配置中高等级券种, 以规避信用事件的风险。

可转债

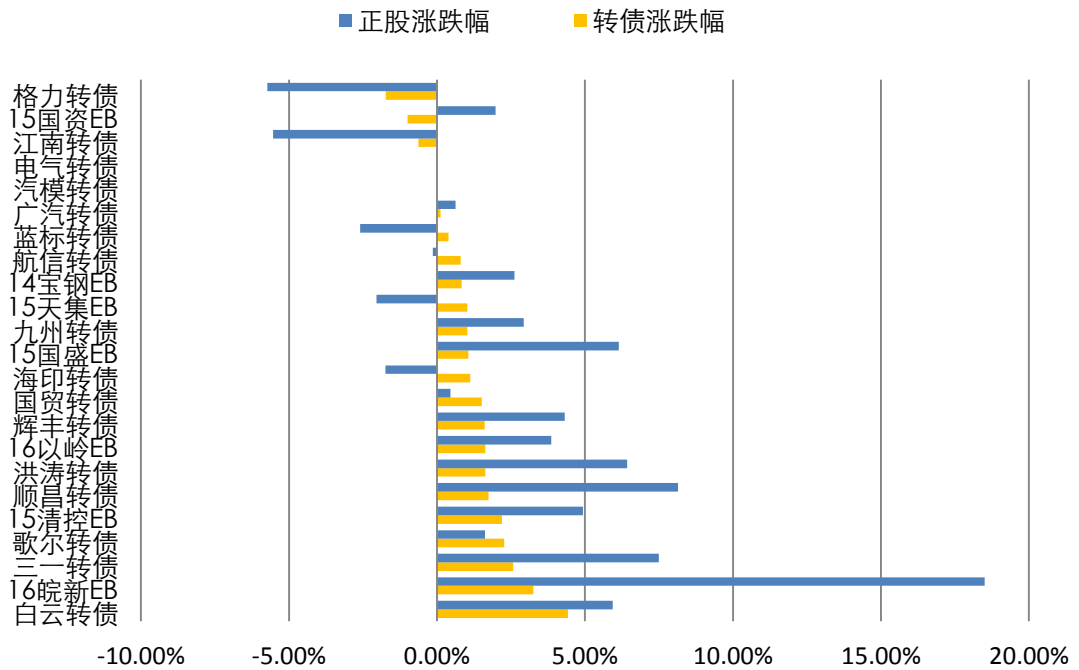
2016 年 10 月权益市场震荡, 上证指数上涨 3.19%, 沪深 300 指数上涨 2.55%, 中证转债指数上涨 1.32%。

图 5 2016 年 1 月- 10 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 10 月可转债及可交换债涨跌幅



数据来源：Wind 资讯、招商基金

10月A股小幅上涨，融资余额数据快速增长显示市场情绪回暖，权益市场在中字头建筑板块品种带动下冲击前期高点3140点，基本面来看供给侧改革推升PPI数据同比转正，工业品价格普遍大幅上涨，带动煤炭、有色等板块普涨，食品饮料、机械、钢铁等板块也均有不错表现。市场近几月走势的主要驱动因素有所不同：7月受风险偏好情绪边际改善带动，8月受益于维稳预期、蓝筹板块护盘、配置资金冲击（如恒大扫货万科）影响，9月受美联储加息预期升温、全球宽松货币政策边际收紧预期影响而出现回调，而10月主要受工业品价格持续上涨带来的盈利复苏预期驱动。

转债市场溢价率在10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。权益市场短期仍处于震荡期，前期板块效应不明显的Alpha机会逐渐转为周期品种的beta机会，但持续性仍待观察。同时由于转债、可交换债券后期仍将陆续增加供给，同时规模较大的可交换债券蓄势待发，整体转债市场的配置机会可能需继续等待。



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.cmfcchina.com
电子邮箱：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，请注明出处为“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。