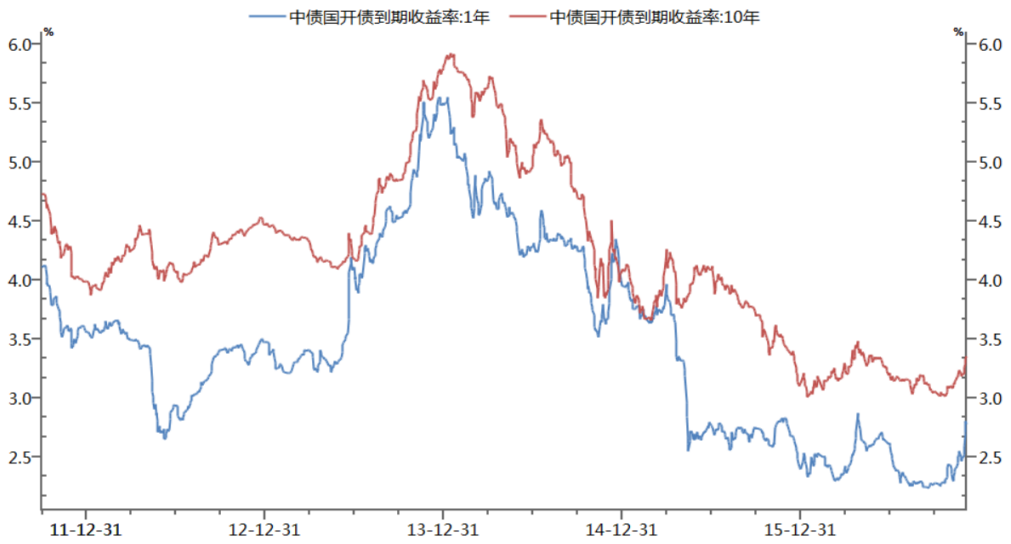
2016 年 12 月债券市场投资策略报告

利率产品

11 月债市出现大幅调整，上周阶段企稳后，近一周利率债再次延续大幅下跌，收益率水平下行，10 年期国债收益率跌破 3%。近期债市受到多方因素的影响，上周主要受到资金面紧张，货币基金大额赎回造成了流动性冲击，而 11 月 8 日以来海外特朗普当选后市场大幅调整带来的情绪面的冲击目前已经基本消化。基本面方面，上周的微观数据并不算太好，但 PMI 整体上处于扩张区间。此外，银监会监管新规带来的中小银行委外资金去杠杆的担忧，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也对债市产生了较大冲击。10 年期国开从最低点到现在上行近 40 个 BP，调整幅度较大。

近期市场调整幅度较大，主要还是受到情绪面的影响，基本面方面的因素影响并没有那么大。短期内，市场走向存在一定不确定性，但连续快速下跌后，可能出现阶段反弹。整体上看，到明年 1 季度之前，资金紧张等因素带来债券底部抬升，机会小于风险。但从长期来看，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，我们对中长期的市场依然看好。

图 1　中债国债到期收益率走势图

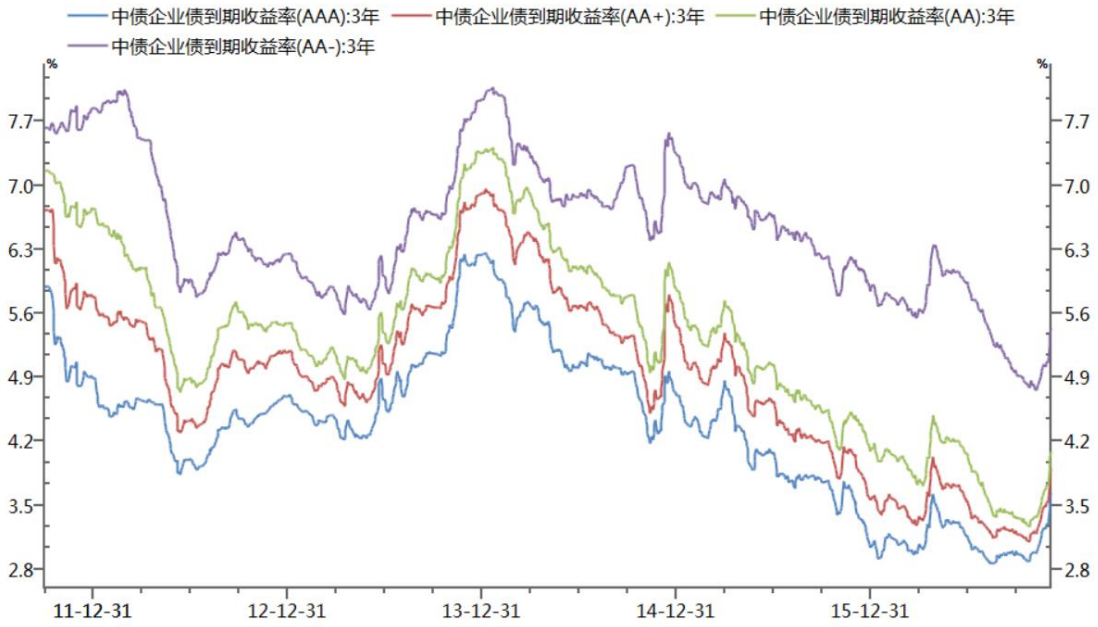


数据来源：Wind 资讯、中国债券信息网、招商基金

企业债/公司债

近期信用债发行量有明显下滑，净融资额处于负值区间。从二级市场来看，利率债的大跌也终于传导到信用市场，上周 3 年期各等级企业债收益率均上行 30-40BP，城投债也高于估值 10-20BP 成交。但当前高等级信用债和中高等级城投债收益率处于历史较低水平附近，信用利差还是处于历史低位，信用利差保护并不够。近期信用事件又有抬头趋势，低等级企业债的风险较大。总的来说，我们可能采取防御策略，关注中短久期、中高等级且相对高收益的券种。

图 2　各评级企业债收益率走势图

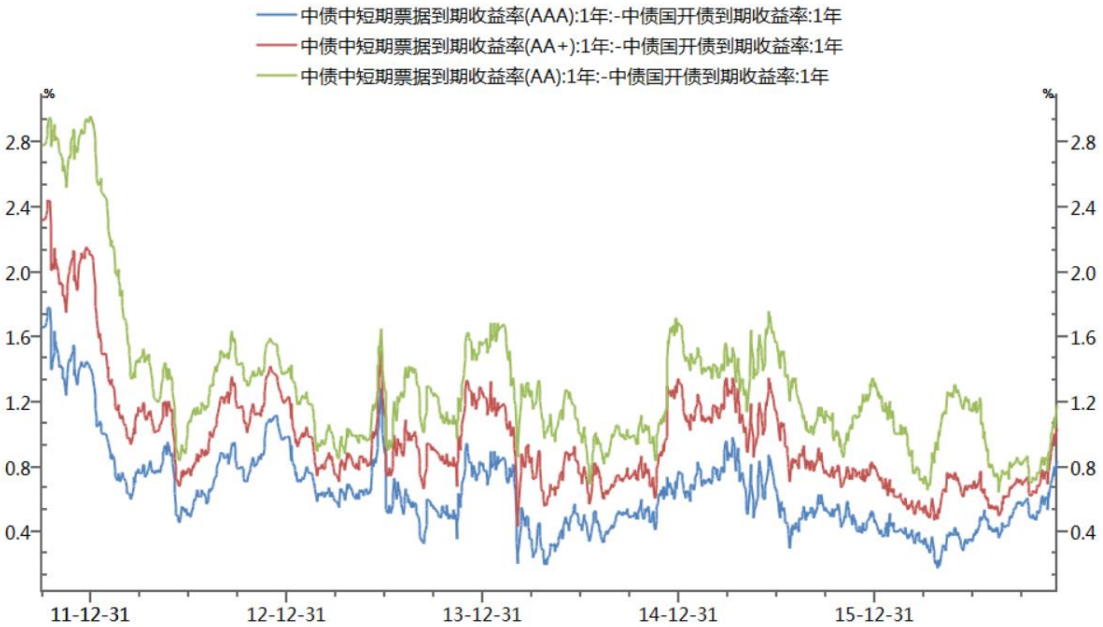


数据来源：Wind 资讯、中国债券信息网、招商基金

短期融资券

上周短融超短融发行量环比明显下滑。二级市场上，短融收益率快速上行，信用利差终于出现快速调整，AAA，AA+和 AA 的信用利差走阔 10BP 左右。目前各等级债券信用利差开始接近历史中位数水平。

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

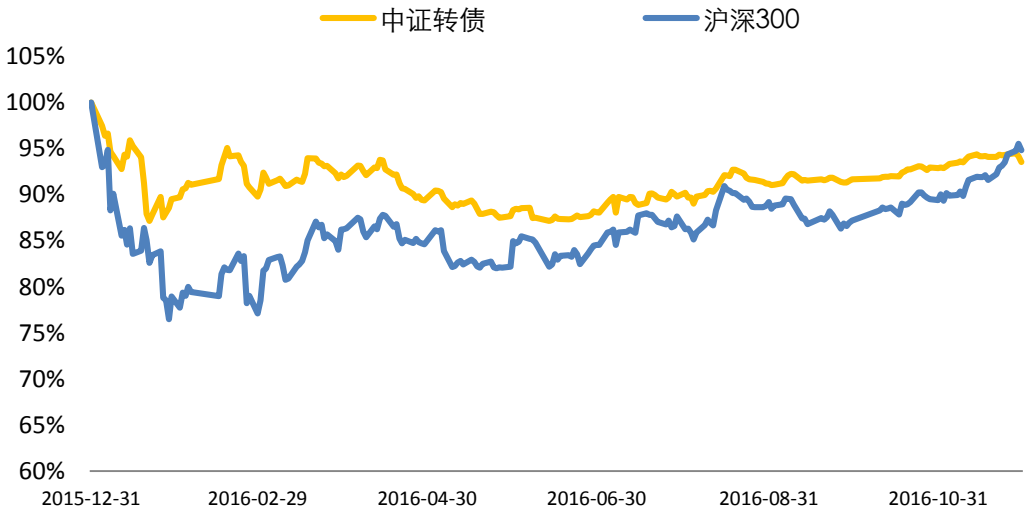
总的来说，信用债投资策略和之前基本一致，信用利差开始出现一定幅度调整，其中中

高等级信用利差走阔幅度较大，但中低等级长久期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，我们倾向选择中高等级且相对较高票息的短融券种，以规避市场调整带来的冲击。

可转债

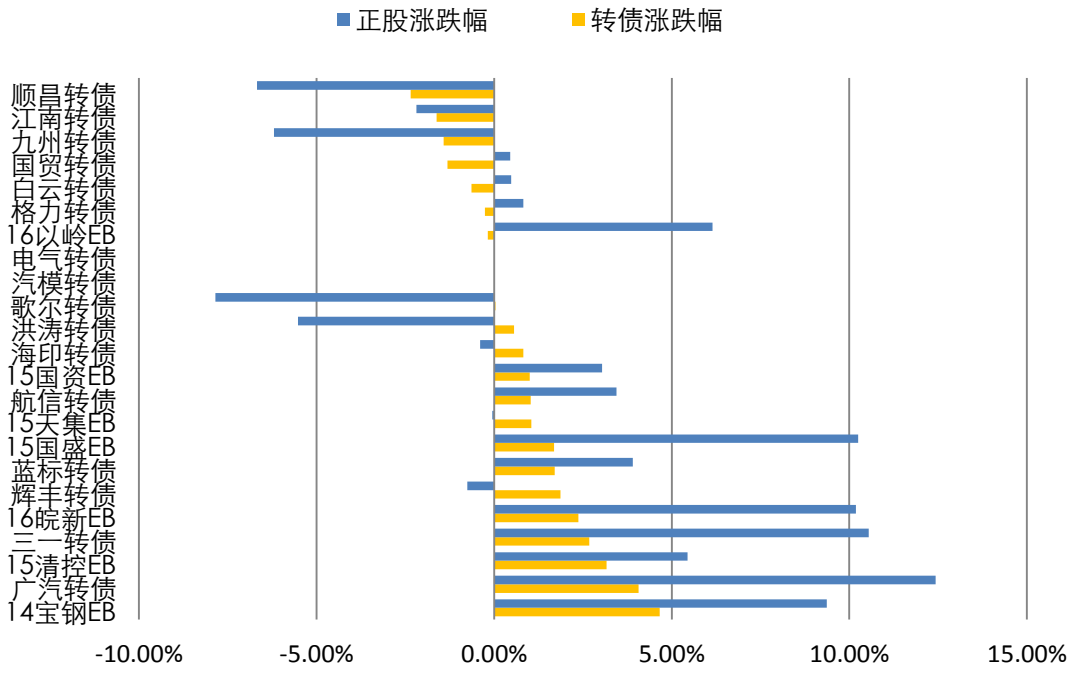
2016 年 11 月权益市场上涨，上证指数上涨 4.82%，沪深 300 指数上涨 6.05%，中证转债指数上涨 0.68%。

图 5　2016 年 1 月- 11 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 11 月可转债及可交换债涨跌幅



数据来源：Wind 资讯、招商基金

11 月 A 股继续上涨，融资余额快速增长显示市场情绪继续回暖，特朗普大规模基建的刺激政策带动全球通胀预期，市场资金流入险资举牌概念和抗通胀品种，以上证 50 为代表的蓝筹股持续跑赢创业板和中小市值品种，券商分析师对 2017 年权益市场观点普遍转为乐观，提防预期差的出现。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，10 月受工业品价格持续上涨带来的抗通胀预期驱动（煤炭领涨），11 月险资持续买入蓝筹品种（推动市场情绪持续回暖。

转债市场溢价率在 11 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。权益市场连续两月上涨后未出现新热点和板块切换，指数短期有回调整理压力，转债在平价和溢价双重压力下有较大回调风险。7-8 月板块效应不明显的个股 Alpha 机会逐渐转为 10-11 月周期品种的 beta 机会，但新增资金关注的板块过于聚焦，其余板块未合理轮动，因而上涨的持续性仍待观察。同时由于转债、可交换债后期仍将陆续增加供给，关于整体转债市场的配置机会我们将继续等待。

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。