

# 2017 年债券市场投资策略报告

## 利率产品

16 年的债市走出了波澜壮阔的过山车行情。年初收益率大幅下行后，3-4 月债市随着经济数据的走强，和信用违约事件带来的流动性冲击，收益率水平出现大幅调整，6 月随着英国脱欧和国内风险事件的缓解，利率债再次延续大幅下跌，国开收益率一度冲击 3.0% 的水平，而 11 月以来，随着特朗普事件、再通胀预期、海外经济复苏以及国内的监管风暴等事件的冲击，10 年期国债收益率跌破 3%，一度达到 3.4% 的水平。回顾 16 年债券市场，牛市开端，债灾结束，期间多重因素冲击，当前影响债券市场的因素已经越来越多。

17 年来看，债市依然受到多方因素的影响，市场依然面临震荡。政策方面，中央给出货币政策稳健中性的信号，而稳经济主要通过财政刺激，后者在整个 17 年可能持续发力；基本面方面，通胀在近年超预期的可能性并不大，房地产投资基本能保持 2-3% 的增长，基建投资预计 18-20%，消费可能略微下滑，我们预计在 2017 年 2-3 季度经济基本面才可能出现下滑；资金方面，从 2016 年 12 月底以来的公开市场操作来看，央行在主动回笼资金，资金面紧张的季节性波动反而会扩大。海外方面，美国的经济复苏和再通胀预期使得外部形势整体并不太好，但欧洲的黑天鹅事件也许会给债市带来阶段性的机会窗口。

2016 年 12 月 21 日以来，利率债出现了明显的修复性行情，国债期货也开始收贴水，10 年期国开下行 23bp 到 3.7%，但整体的底部水平相比前一段时间已经明显抬升。短期来看，2017 年一季度之前，春节央行受流动性，季节性资金紧张，叠加近期经济金融数据超预期等因素使得市场短期内仍然存在一定的风险。中期来看，经济在年中往后可能有一定的下行压力，随着基本面的支撑，到 17 年下半年可能会有阶段性的机会。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逻辑依然比较确定下，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 中债国开债到期收益率走势图

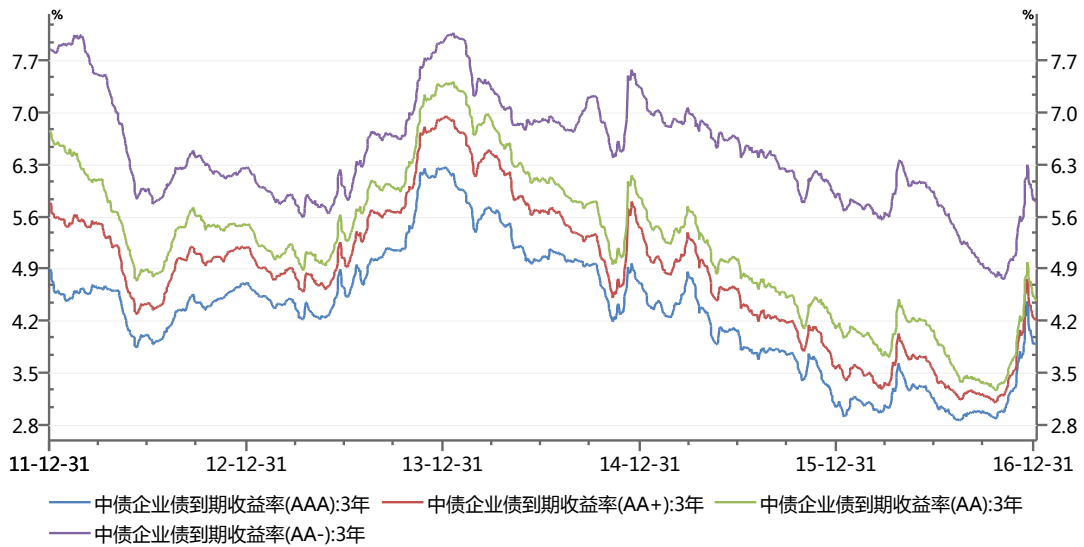


数据来源：Wind 资讯、中国债券信息网、招商基金

## 企业债/公司债

从2016年10月以来，信用债发行量有明显下滑，净融资额处于负值区间，但二级市场相对活跃。从二级市场来看，信用债收益率出现了阶段性的下行。但当前高等级信用债和中高等级城投债收益率处于历史中位附近，信用利差还是处于历史中位，高等级中票和过剩产能的短融有一定的配置价值。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，2017年上半年，我们或将采取防御策略，青睐中短久期、中高等级及相对高收益的券种。

图2 各等级企业债收益率走势

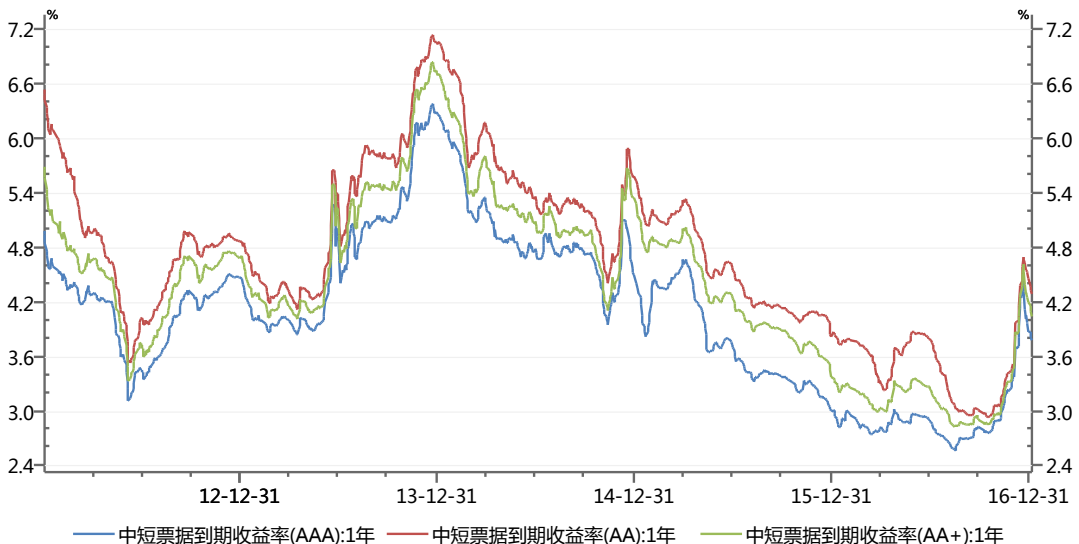


数据来源：Wind 资讯、中国债券信息网、招商基金

## 短期融资券

从2016年10月以来，短融超短融发行量环比也明显下滑。二级市场上，短融收益率快速下行，信用利差终于出现收窄。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



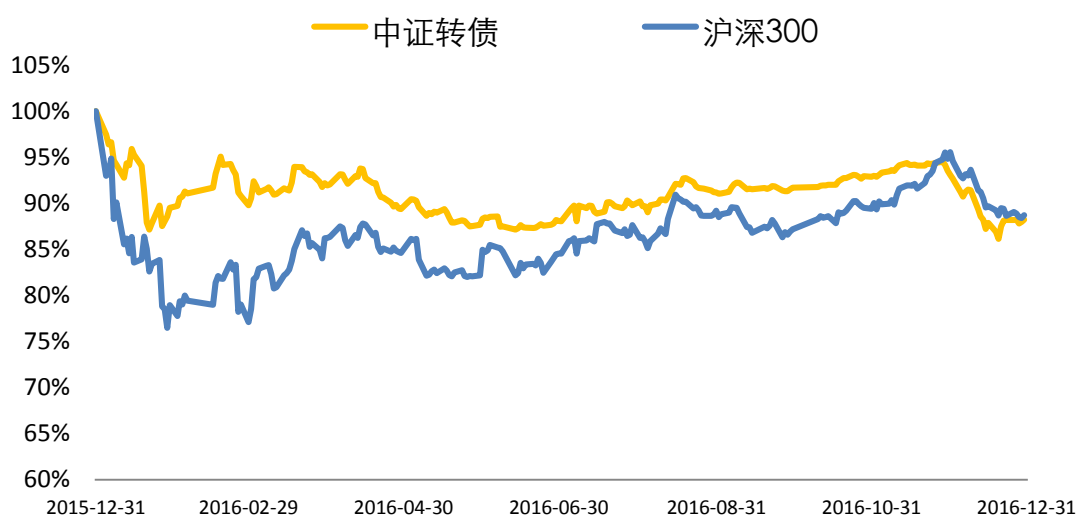
数据来源：Wind 资讯、中国债券信息网、招商基金

总的来说，在投资策略方面，信用利差也并不能明显覆盖风险，2017 年全年，我们倾向选择中高等级券短融中的相对高票息券种，以规避市场调整带来的冲击。

## 可转债

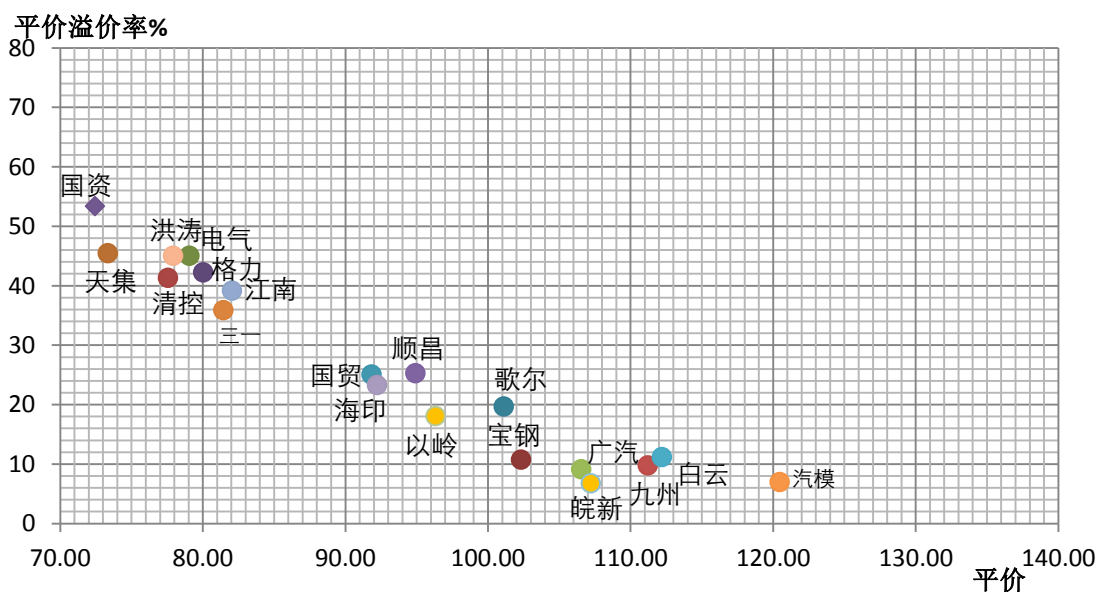
2016 年权益市场体现存量博弈特征，全年走出宽幅震荡行情。经济平稳、通胀温和、货币政策保持中性、增量资金主要来自于险资，全年行情主要集中在业绩短期好转的地产板块、增量资金流入的险资举牌品种和受益于 PPI 大幅提升的周期品种。

图 5 2016 年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 年底可转债平价及溢价率情况



数据来源：Wind 资讯、招商基金

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盈利预期驱动（煤炭领涨）；11月险资持续买入蓝筹品种（中国建筑、格力电器、吉林敖东等），特朗普减税增支的刺激政策推升通胀预期，煤炭、有色、建筑板块持续上涨，分析师普遍对2017年行情转为一致乐观；12月受资金面紧张、限售股解禁、市场预期过于一致等因素影响市场出现下跌。

展望2017年，经济依然面临下滑压力，企业盈利能力和成长性需要跟踪，通胀预期抬头且汇率存短期贬值预期决定了货币政策将保持稳健中性，而确定性的是财政政策将更加积极有效，货币转宽松之前价值股的投资机会仍然会好于成长股，跌出来的机会更值得关注。2017年政策关注的变量较多，例如经济增长不能失速、房价不能继续透支居民购买力、阶段性维稳汇率控制投资性购汇需求成为重要工作，十九大之前稳字当头，权益市场也会延续2016年的震荡行情。未来紧跟红马（混改、基建、供给侧改革落地进度较快的品种）、关注白马（业绩好、有价值洼地和安全边际的品种）、守候黑马（业绩可能超预期的成长股）。

转债市场溢价率在年末时点来看基本压至历史中位水平，部分品种甚至低于历史中位4-5个百分点，历史情况看溢价率一度接近2015年8月股灾后转债市场的估值水平。虽然从更长的周期来看转债依然未到债底附近的配置区域，但从较低的绝对价格和溢价率、中等到期收益率水平来看，短期也有博弈权益反弹的价值，2017年我们或将精选个券、适当波段操作，同时提防转债供给超预期带来的估值压力。



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，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。