

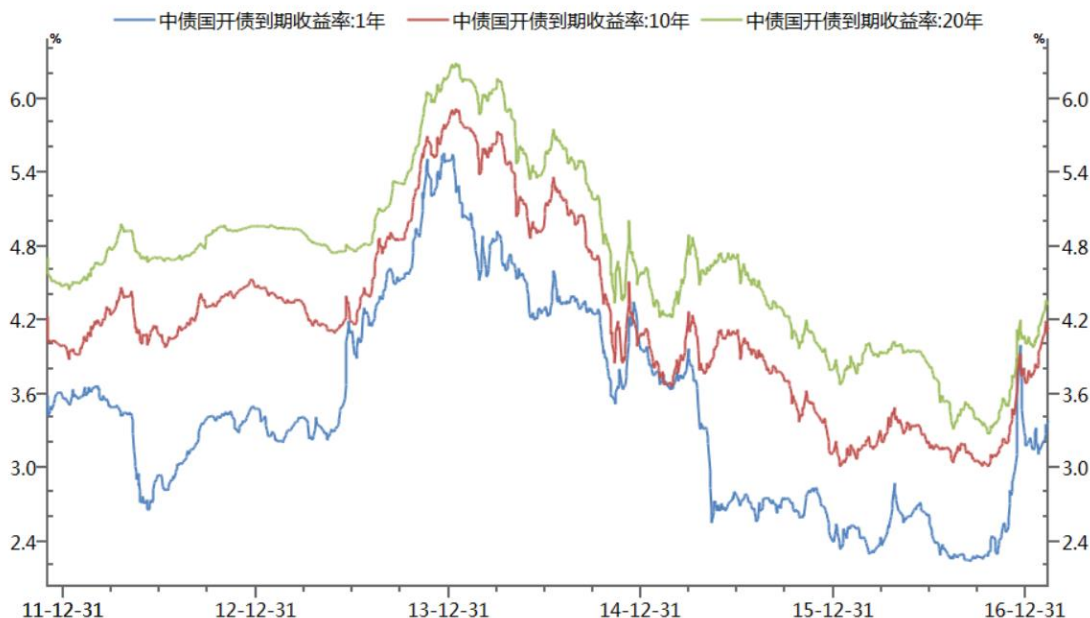
2017年2月债券市场投资策略报告

利率产品

2017年1月，利率债收益率小幅下行后快速上行。全月来看，1年期的国开基本持平，10年期国开上行25BP。2016年12月月末伴随资金紧张缓解，利率债市场出现了一定的修复，行情延续到1月第二周，随后，随着年前资金面的再度紧张，央行持续回笼资金后，上调MLF利率释放的加息和政策收紧信号，在资金面和政策面给予了市场较大冲击，而另一方面，经济基本面数据的强势，以及天量金融数据传闻的影响，加剧了收益率节节走高。

本轮债券市场走熊是从16年10月份开始，央行公开市场操作的期限不断拉长，价格不断抬升，在2016年12月的中央经济工作会议和央行的货币政策执行报告中得以进一步确认。2月第一周的公开市场利率抬升，进一步冲击了市场情绪，使得2017年2月以来利率债再次调整。目前的时间点来看，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，整体上看短期内市场面临的风险要大于机会，但由于利率债券的绝对收益率已经处在一定的高位，国开收益率甚至已经到达4.14%的水平，回到14年下半年的水平，已经有一定的保护空间，而从长期来看，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，利率债以及开始具备一定的配置价值。

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

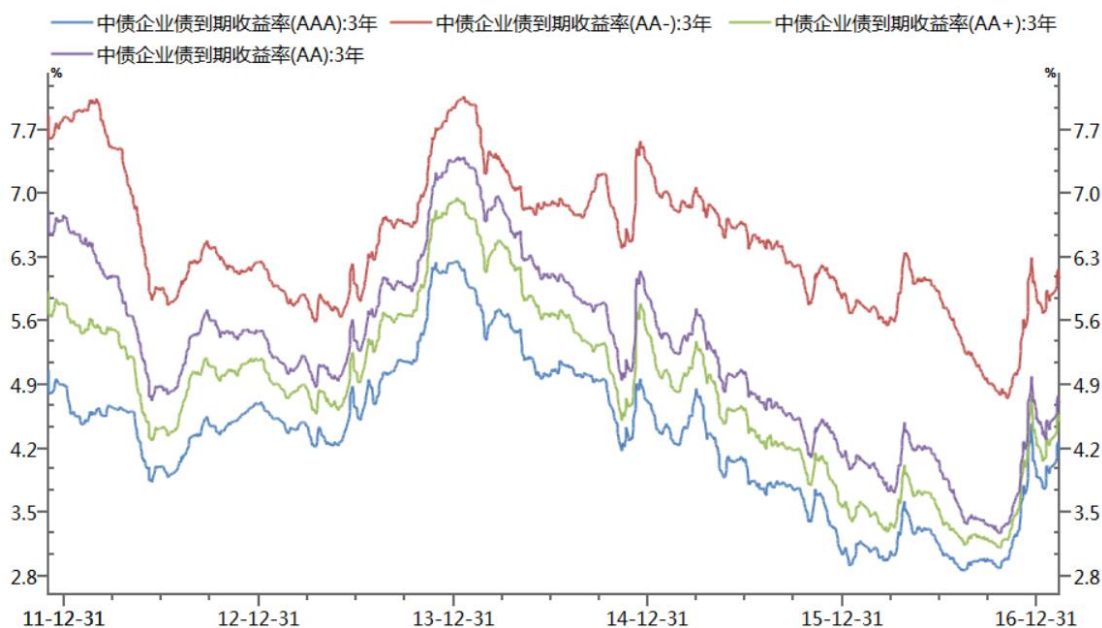
企业债/公司债

发行量方面，近期发行量大幅下滑，全市场信用债日均发行量在100亿上下。2017年1月由于市场情绪和春节因素的影响，企业债发行量只有16亿，相比于去年的400-500亿大幅减少。公司债方面，2017年1月发行量474亿，只有鼎盛时期的不到20%。近期交易所新

规对房地产、过剩产能公司债监管严格，而公司债中有较大比例的房地产债，目前公司债的发行会已经受到明显影响。

从二级市场来看，2017年1月市场也在修复后出现调整，整体走势和利率债相似。当前高等级信用债和中高等级城投债收益率依然处于历史中等，信用利差还是处于历史中等偏低位，信用利差保护并不够，但绝对收益率已经开始具有一定吸引力。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，我们可能采取防御策略，关注中短久期中高等级的券种，高等级券种可以适度拉长久期。

图2 各等级企业债收益率走势



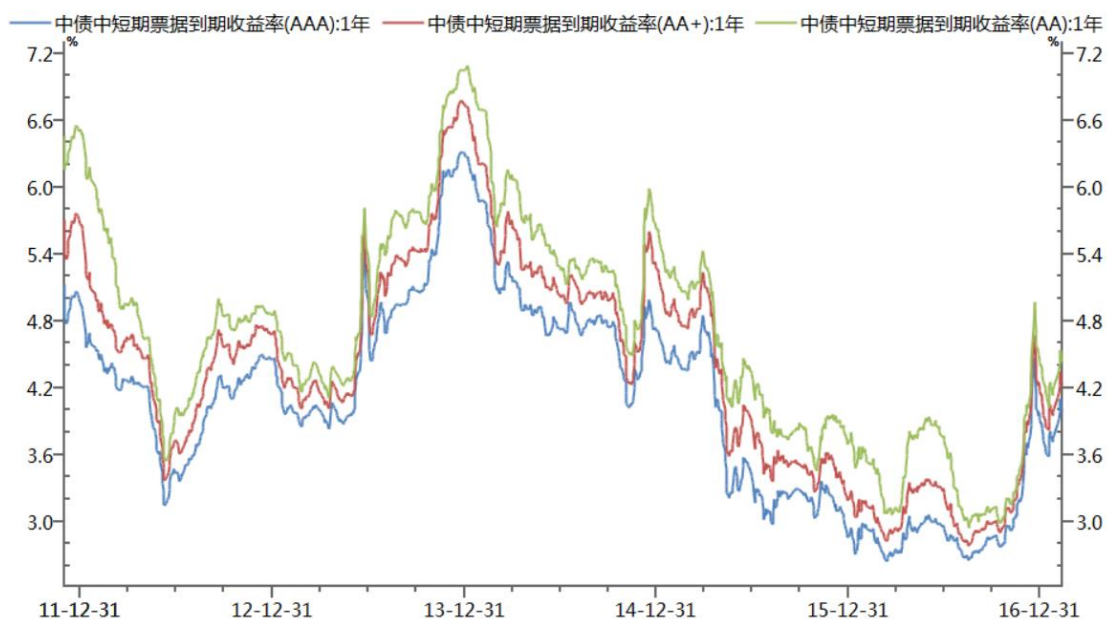
数据来源：Wind 资讯、中国债券信息网、招商基金

短期融资券

2017年1月发行短融超短融1346亿，相比于16年3-4月及8-10月份发行量接近腰斩。短融超短融的发行主体中有很大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，2017年1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，下半月收益率有所反弹。目前短久期过剩产能和高等级信用债的收益率水平已经具备明显吸引力，其走势也开始主要受到资金面影响，和基本面的波动相一致。

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

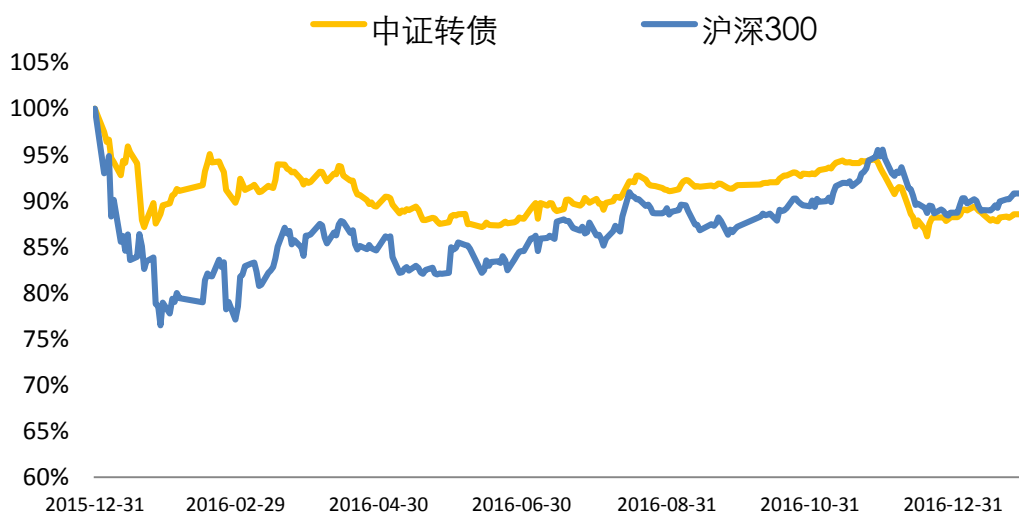
从净融资量来看,从16年12月开始信用债融资额为负,1月虽然有较大改善,但目前仍处在负值区间内。

总的来说,2月信用债投资策略和之前基本一致,我们倾向选择短融中的中高等级、高收益券种,在规避信用事件的风险的基础上追求适度的收益率。

可转债

2017年1月权益市场上涨,上证指数上涨1.79%,沪深300指数上涨2.35%,中证转债指数上涨0.35%。

图4 2016年1月-2017年1月转债指数与股票指数表现



数据来源: Wind 资讯, 招商基金

2017年1月可转债及可交换债涨跌幅

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。