

## 2018 年 2 月债券市场投资策略报告

### 利率产品

元旦之后，跨年因素消弭，市场流动性持续宽松，资金利率全线回落，央行持续暂停公开市场操作回笼资金；进入中旬，央行持续回笼累积效应显现，叠加企业季度缴税时点来临，资金市场逐步收紧，资金利率全线上行；下旬由于缴税因素逐步消散，央行超量对冲 MLF 到期，25 日普惠金融定向正式实施，加上临时准备金动用安排提供中期资金支持，使得流动性持续处于较高水平，资金市场整体平稳。

强监管无疑是近期债券市场最核心的关键词。刘鹤在达沃斯的发言认为“在中国经济面临的各类风险中，金融风险尤为突出。中国将坚持稳中求进工作总基调，针对影子银行、地方政府隐性债务等突出问题，争取在未来 3 年左右时间，使宏观杠杆率得到有效控制。”

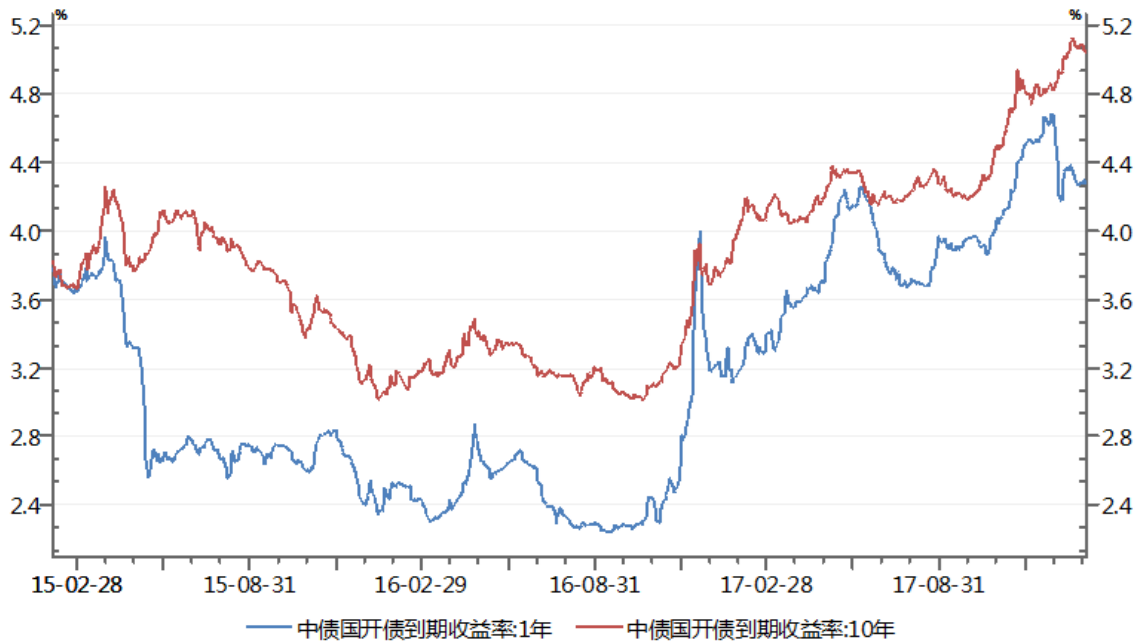
2018 年伊始，监管政策应接不暇，推出密度超预期。债券投资者对未来的 3 年强监管预期加强，对债市的转暖更加信心不足。展望 2、3 月，需要观察金融监管对融资渠道的收缩，是否会滞后传导至投资。金融监管的持续加强，可以预见将导致融资下降，一季度广义社融增速会进一步下滑，结合该数据在去年四季度的下滑，意味着投资端在二季度会进一步走弱。

核心问题在于，未来出口能否全部对冲投资的下滑。2017 年的情况就是如此，净出口对中国 GDP 增长的贡献比 2016 年上升了 1.1 个百分点。同时，内需（包含消费和投资）对中国 GDP 增长的贡献却下降了 0.8 个百分点。因此，2017 年中国经济增长微升 0.2 个百分点。

我们认为，短期来看，基本面处于数据真空期，目前也比较平稳，不是核心因素，对于债市难以形成明显的利多。从市场结构来看，银行资产扩张重新回归表内信贷，理财大规模扩张也不现实，债券市场缺乏增量资金，甚至还可能是一个缩量的市场，所以目前走不出趋势性的行情。

但是目前长端利率债对利空有一定的钝化迹象，国债收益率年初以来上行幅度不大，表现出一定的抗跌性，国开自身的隐含税率也达到历史高点，因此再进一步上行的概率和空间都比较有限。从流动性来看，短期受益于央行普惠降准、节前临时准备金维稳，我们认为 2 月份流动性宽松格局大概率将会持续。因此短期对收益率水平持谨慎乐观态度，但即使下行，空间应该也较为有限。

图 1 中债国债到期收益率走势图



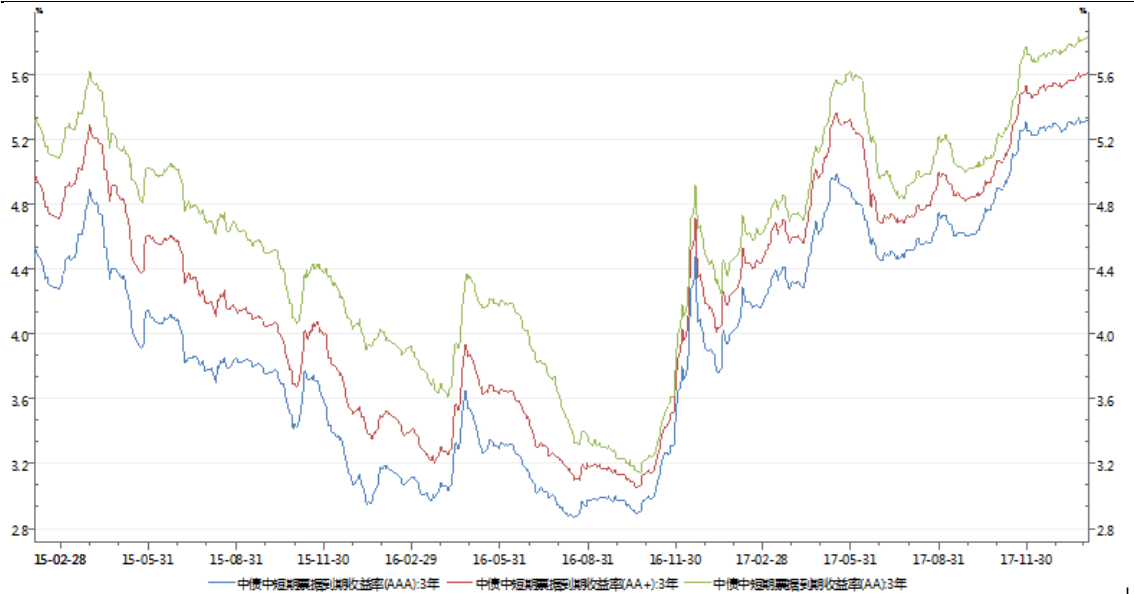
数据来源：Wind 资讯、中国债券信息网、招商基金

### 企业债/公司债/中期票据

发行量方面，2018 年 1 月信用债市场结束了连续两个月的负发行，但继续呈现出期限分化的趋势。全月全市场信用债合计发行 3763.52 亿元，净发行 391.97 亿元，较上月净发行增加超过 800 亿元。其中公司债、企业债及中票合计发行 116 支，发行金额为 1161.22 亿元，净融资额-245.83 亿元，负发行金额较月扩大 184.43 亿元，企业长期债券融资需求仍然低迷，1 月的债券负发行除了高企的利率抑制了融资需求以外，也部分受到贷款额度刷新后企业选择融资渠道导致的分流效应的影响。

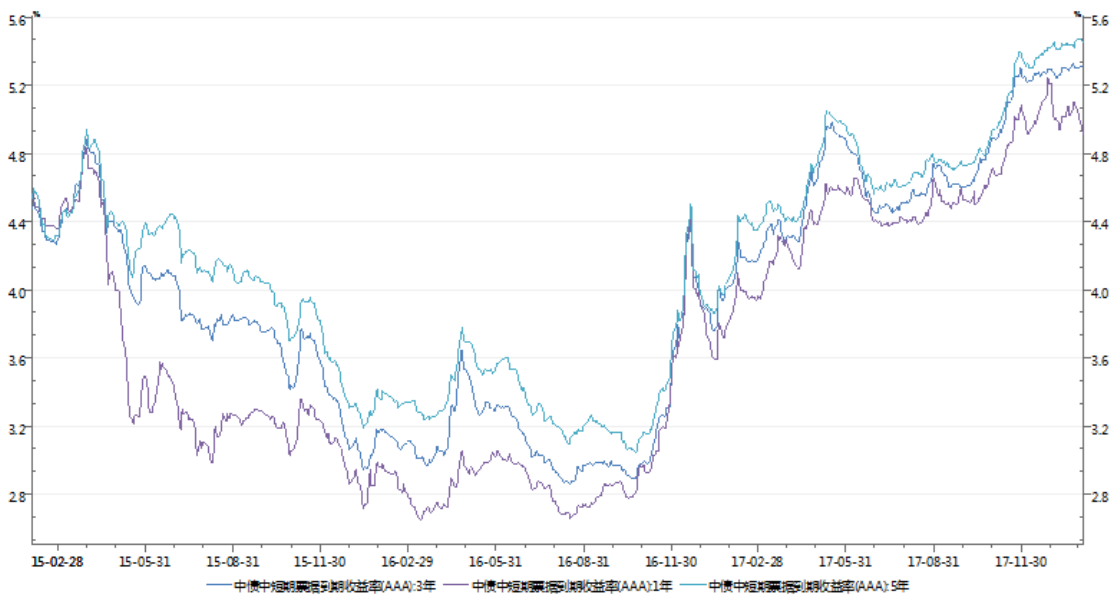
从二级市场来看，1 月中长期信用债期收益率呈现分化的态势，整体来看中低等级信用债收益率有所上行，高等级信用债收益率高位震荡。以三年中票为例，AA 和 AA+ 等级信用债收益率全月上行幅度在 5-8bps 之间，AAA 等级信用债收益率则基本维持不变。另外市场表现出明显的短久期偏好，各期限之间的期限利差都有所走扩。目前来看低等级企业债的风险较大，且期限利差处于历史地位，配置意义不大，我们继续采取防御策略，关注中短久期中高等级的券种，坚持价值投资理念，关注高等级被错杀的个券。

图 2 3 年期各等级中期票据到期收益率走势



数据来源：Wind 资讯、中国债券信息网、招商基金

图 3 AAA 等级各期限中短期票据到期收益率走势



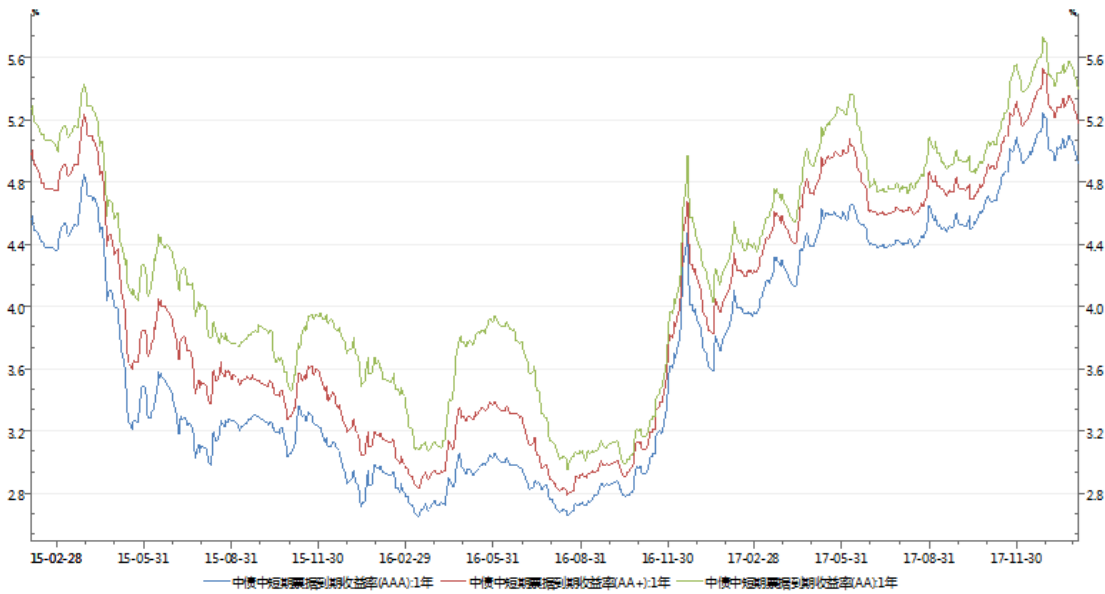
数据来源：Wind 资讯、中国债券信息网、招商基金

### 短期融资券

经过长时间的负发行，2018 年 1 月短融净发行量创下 20 个月以来的新高，全月发行短融、超短融 1616.60 亿，净融资 607.10 亿元，为 2016 年 3 月以来的新高。本月短融发行量大幅回升一方面因为短融存量已经很小，套利需求萎缩导致的负发行影响已经消退；另一方面短端利率的大幅回落也使得对于企业来讲，短融的性价比大幅提升。

二级市场方面，1 月短融收益率单边下行，各等级信用债收益率下行幅度在 21-26bps 之间，主要是受到存单利率回落的影响，同时市场的短久期偏好增加了局部需求，也是短端收益率下行的重要原因之一。来看利率曲线仍然较平，在市场风险偏好没有重大转变之前，短融利率走势仍将取决于同业存单的发行利率走势。

图 4 不同评级短期融资券收益率走势图



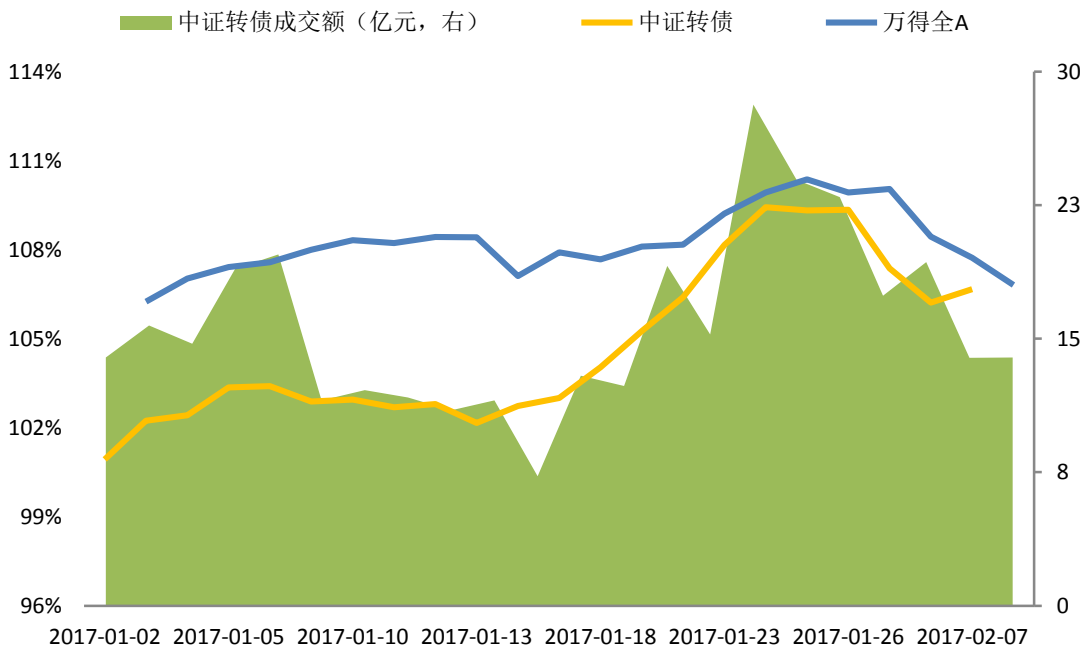
数据来源：Wind 资讯、中国债券信息网、招商基金

总的来说，1 月信用债投资策略和之前基本一致，以短久期高等级信用债的投资为主，警惕信用债市场的滞后调整，适当关注个券机会。

### 可转债

2018 年 1 月份随着权益市场的上涨，转债市场也有不错表现，中证转债上涨 6.84%，涨幅前三的行业分别为房地产、银行、煤炭，跌幅明显的微电子元器件、国防军工、电力设备

图 5 2018 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

A 股方面 1 月迎来开门红，行情表现的太急太开超出较大预期，主要板块来自于房地产、银行、券商、钢铁等，波动的调整主要来自于资金面及新的监管文件。蓝筹抢跑也使市

场风格的分歧越来越大，总体还是体现出结构性行情的态势。

转债方面，整个 1 月随着权益市场的上涨，转债也有不错表现。整个 1 月没有因为开年原因供给减缓，成交规模依旧不减，在债市及 A 股持续调整的背景下，投资者越来越多的加入可转债的选择里以应对防守和进攻的需要。在各方资金逐渐进入转债市场下，市场整体估值水平已经不是第一考虑要务，尽管与历史低位相比目前转债的估值水平有压缩空间，但在结构性行情里，正股的挑选就显得极为重要。预计节后转债市场将会回到供给加速的节奏里，挑选优秀的标的，一级市场因可获取筹码较少，所以还是需要重点跟踪二级市场进行低位吸筹等待机会。

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。