



招商基金投资月报

2018年12月



稳投资 | 乐生活 | 爱公益

目 录

1 宏观经济环境	1
1.1 海外市场	1
1.2 国内市场	2
2 大类资产观点	4
2.1 A股市场	4
2.2 债券市场	4
2.3 港股市场	4
2.4 美股市场	5
2.5 原油市场	6
2.6 黄金市场	7
2.7 汇率市场	8
3 股债投资策略	9
3.1 A股投资策略	9
3.2 债券投资策略	11
3.2.1 利率产品	11
3.2.2 信用产品	12
3.2.3 可转债	13

招商基金 12 月投资策略报告

1 宏观经济环境

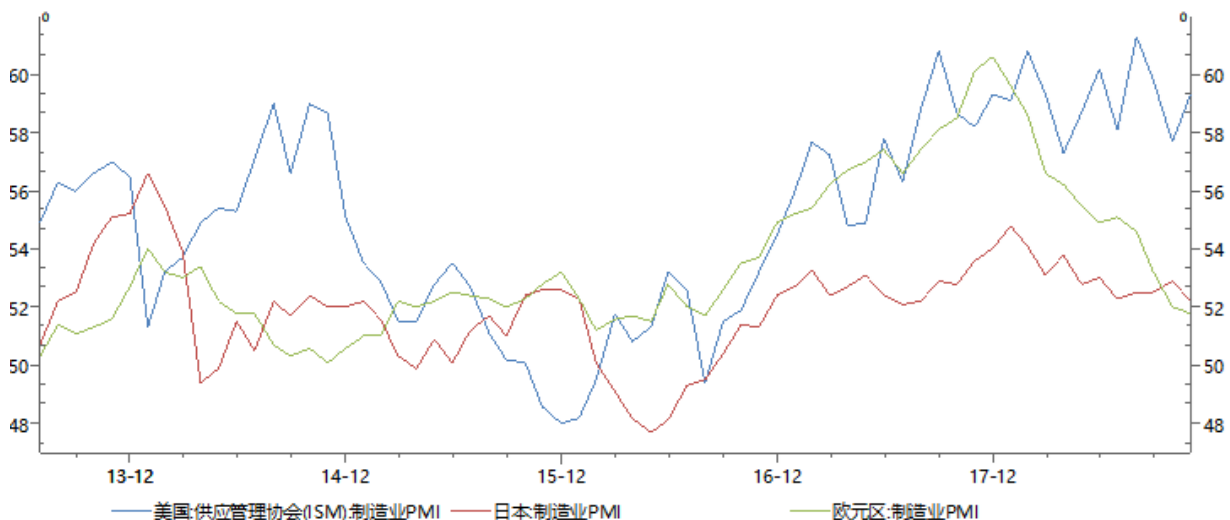
1.1 海外市场

海外：美加息预期减弱。随着财政刺激效果的消退和利率抬升对于经济负面影响的显现，美国经济步入短周期繁荣后期，未来 1-2 年大概率将现回落。虽然美国 11 月 ISM 制造业指数报 59.3，好于市场预期的 57.5；但 10 月新屋销售月环比减少 6.7%，则大幅低于 4% 的市场预期；近期原油大跌使得通胀预期阶段性减弱，10 月核心 PCE 物价指数增长 1.8%，不及 1.9% 的市场预期。欧元区经济数据仍然偏弱，11 月综合 PMI 指数初值 52.4，不及预期的 53.0，也相比上月的 53.1 下降。随着欧盟与英国就脱欧政治宣言草案达成一致，英国“硬脱欧”的风险大幅下降；但近期欧盟委员会再度驳回意大利政府重新提交的 2019 年财政预算案，意大利财政赤字风波仍未平息。日本近期经济数据也不及预期，10 月通胀低位徘徊，11 月制造业 PMI 未能延续此前的低位回升态势，较上月下降 0.7 个百分点。

近一个月，美联储加息预期也出现了明显变化。北京时间 11 月 15 日早，鲍威尔的讲话透露了对经济增长的担忧；11 月 29 日，鲍威尔对中性利率的表述由 10 月的“利率离中性利率可能还有一段长路”转变为“利率可能略低于中性区间”11 月底美联储主席鲍威尔发表鸽派讲话，称当前的利率水平“仅略低于中性利率”。当前，期货隐含 2019 年只加息一次概率为 39%，已超过 2019 年加息两次的概率 23%。

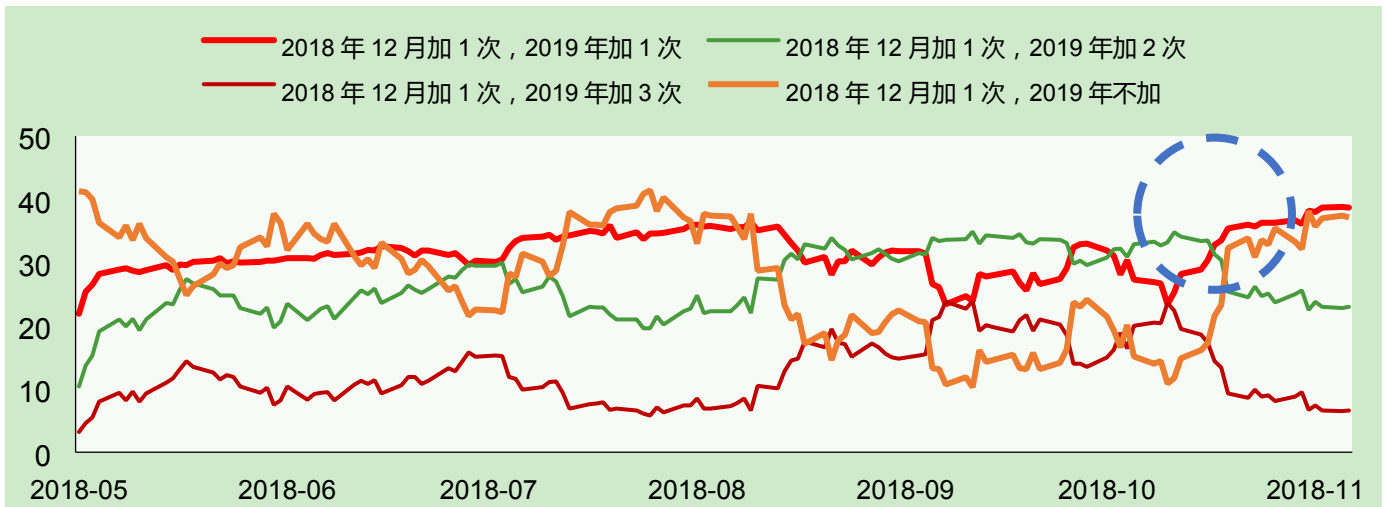
对于新兴市场而言，其压力最大的时期尚未过去。一方面美联储 11 月议息会议纪要显示将大概率在 12 月继续加息，迫于汇率压力，包括印尼、菲律宾、墨西哥和南非央行均在近期上调了政策利率；另一方面，中美贸易摩擦短期未来或仍将反复，若后续形势再度恶化，全球经济的下行风险仍可能加大。

图：美国制造业 PMI 反弹、日、欧继续走弱



数据来源：Wind，招商基金

图：期货隐含市场预期美联储加息概率



数据来源：Bloomberg, 招商基金

1.2 国内市场

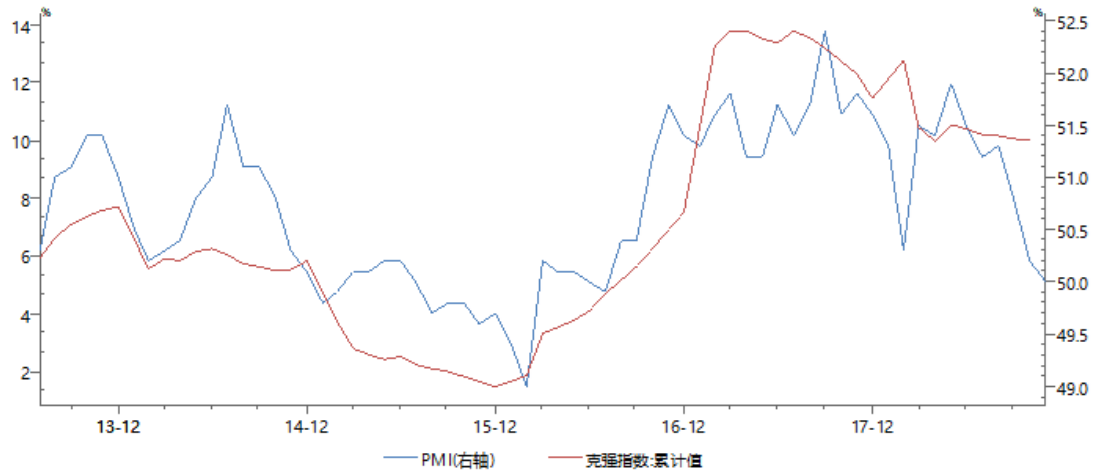
国内：商品价格大跌，需求持续走弱。

最新国内经济数据显示实体经济延续了此前的下行态势。10月工业企业单月利润同比增长3.6%，较上月继续下降0.5个百分点；11月官方制造业PMI指数报50.0，回到荣枯线水平。与此同时，10月统计局口径的地产销售额累计增速较上月再度下降0.8个百分点，近期三四线地产市场景气度出现明显下降。对外贸易方面，“抢跑效应”下10月进出口增速继续超市场预期，但已被开始征收25%关税的500亿美元商品的出口增速已经出现大幅下滑，我们预计中美贸易摩擦对出口部门的负面影响或在明年一季度明显体现，同时需要警惕贸易战争端长期化下的产业链转移风险。制造业和基建投资是实体经济的主要亮点，随着前期密集发行的专项债资金划拨至具体项目，基建增速近期出现明显反弹；制造业方面，产能利用率的恢复支撑今年以来制造业投资增速回升至9%；但受制于PPI和企业利润增速的拐头向下，预计明年制造业投资增速改善的持续性将受到考验。

10月的金融数据进一步恶化，新增信贷和新增社融均不及市场预期。表内信贷总量略高于去年同期，但结构上再度出现恶化，企业中长期贷款较去年同期减少927亿元，居民短期信贷成为主要增量来源；纳入地方债的最新社融增速下降至8.6%，随着地方专项债发行暂告段落，且非标年内的到期压力较大，预计广义社融增速年内的下行趋势仍将延续。

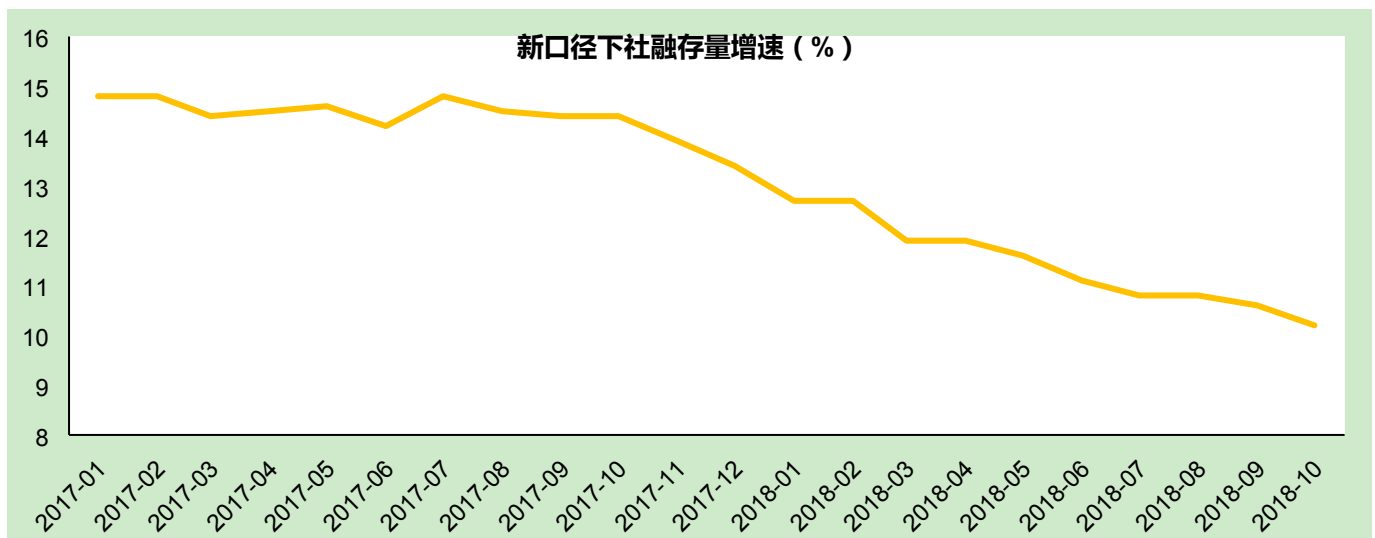
通胀方面，最新数据显示PPI同比加速回落，CPI同比则继续保持平稳。预计未来一段时间内，通胀水平并不会成为国内货币政策的掣肘因素。CPI方面，猪瘟疫情可能使得猪周期提前见底，但在国内需求加速回落的背景下，尚难见到国内通胀的持续上行；PPI方面，环保政策边际放松以及需求下行背景下，南华商品指数出现大幅下跌，而国际原油价格在近期因政治风波也出现较大跌幅，叠加基数效应，预计年内PPI同比增速或将加速回落。

图：实体经济难止颓势



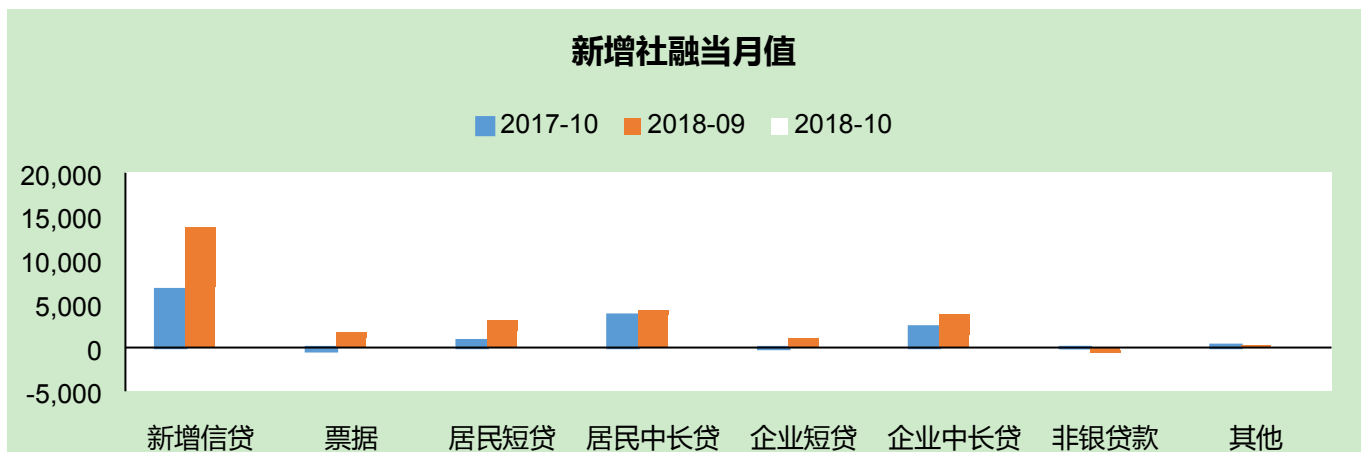
数据来源：Wind，招商基金

图：新口径下 10 月社融存量增速



数据来源：Wind，招商基金

图：10 月新增信贷总量不及预期，结构未有改善



2 大类资产观点

11 月份市场回顾：股市先涨后跌，债市收益率下行

2018 年 11 月，我国股票市场先涨后跌（万得全 A、沪深 300、上证 50、中证 500 涨跌幅度分别为 2.12%、0.6%、-0.94%、2.44%）。科创板和注册制试点短期内大幅提振市场风险偏好，引发了市场对创投板块的炒作热情；下半月随着交易所的监管喊话以及 G20 会议中美贸易谈判前市场存在一定担忧情绪，炒作资金提前止盈离场，市场出现连续回调，伴随成交量缩小。

再观债市，央行公布的 10 月社融数据回落超市场预期，11 月长端利率继续下行（10 年期国债收益率下行 15bps）；央行连续 27 个交易日未进行逆回购操作，但银行流动性仍保持充裕，短端利率继续下行；期限利差明显走阔（10 年期国债收益率与 1 年期国债收益率之差扩大 17bps），信用利差明显修复（三年期的 3A 中债企业到期收益率与 2A 中债企业到期收益率之差大幅缩窄 20bps）。

2.1 A 股市场

对于权益市场而言，“政策底”或已经夯实，但“盈利底”仍未见端倪，预计“市场底”或最早于明年上半年出现。近期，中央政治局会议上重点提到支持资本市场的健康发展，证监会陆续对前期再融资等监管政策进行松绑，密集出台的政策累积效应将有效提振市场信心；A 股整体的最新 PE 在 13.7 倍，已经回落至历史的 20% 分位以下，随着明年经济底部的逐渐探明，权益市场有望在一段时间的震荡筑底过程后迎来反转，当前位置上，中期仍应保持积极心态。

2.2 债券市场

债券市场方面，近期实体经济数据的加速下滑以及美联储明年加息步调的可能调整都将进一步打开利率债的下行空间，在宽信用的拐点真正出现之前，我们认为利率债的机会更大。信用债方面，随着高层再度出手缓解中小企业融资难问题，低等级信用债的性价比将逐渐抬升，我们预计随着社融增速修复，明年下半年开始信用利差将迎来修复；当前阶段，仍建议持有高等级信用债，同时积极寻找低等级的错杀品种以及受益于政府政策的标的。

2.3 港股市场

港股市场 11 月创下今年 1 月以来最大单月涨幅。恒生指数和恒生国企指数分别上涨 6.1% 和 4.8%，跑赢全球主要股指。**具体来看：**1) 中型股和大型股表现好于小型股；2) 中资股表现优于香港本地/外资股；3) 在市场反弹中，周期性板块总体上好于防御性板块。行业方面，半导体、商业于专业服务、媒体与娱乐（腾讯）、房地产、软件板块领涨；而能源、零售、必需消费品（全部三个子行业）表现靠后；其中，受油价大跌拖累，年初至今涨幅最高的能源板块是本月唯一录得负收益的板块。

外部环境回暖和国内政策提振情绪共同形成市场反弹的合力。主导市场表现的主要因素包括：

1) 月初习近平主席与特朗普电话会谈释放积极信号，缓解市场短期对贸易战进一步升级的担忧；2) 美国中期选举落幕，民主党与共和党各执众议院和参议院，鉴于两党对中的贸易立场相近，港股对此反应较为平淡；3)

欧盟通过英国脱欧协议草案，英国议会下院将在本月（12月）对脱欧协议进行投票，随后欧元走强美元略走弱；4）国内刺激政策进一步加码，包括中央政治局会议强调激发资本市场活力、国务院敦促加大铁路和能源等领域基建补短板力度等；5）美联储加息态度软化，鲍威尔在纽约经济俱乐部发表演讲时说，当前利率仅“略低于”（just below）中性区间，而此前措辞为，利率距离中性可能还有“一段距离”（a long way），讲话后美元指数短线跳水。

在外部环境回暖和内部政策不断发力的支撑下，12月港股市场有望延续稳健表现。但明年宏观和不确定性依旧压制上涨幅度，市场在月初快速反弹后或进入盘整。

具体而言：1）刚刚结束的G20会议，习特会面结果略好于市场预期，市场短期将出现反弹，人民币短期贬值压力下降，能源、科技、航空、航运、汽车和汽车经销商可能反弹更强。但宏观下行风险和谈判的不确定性以及长期复杂性依然存在；2）过去几周，资金温和回流新兴股市，我们认为此趋势有望延续，随着明年新兴市场与发达市场增速差值扩大，以及美国经济增速出现拐点和其他央行加进货币正常化步伐，美元指数亦将面临压力，利好资金回流新兴市场。中国/港股市场有望成为资金回流最大受益者，因为较高的风险收益比，港股市场估值有望获得修复；3）能源价格10月以来大跌以及美股走弱，加强了市场对美联储放缓加息的预期，12月的美联储议息会议若持续此前鲍威尔的鸽派措辞，有助稳定短期市场表现；4）接近年底，美股在前期调整后，季节性的抛压有所降低，港股跟随美股下跌的压力短期亦将有所缓解；5）盈利下调或加速，压制反弹空间。我们预计2019年香港和美国上市的中资企业盈利增速为4.8%，市场一致预期13.3%仍有较大下调空间。近期大宗商品价格下跌以及宏观数据开始走弱将加快市场一致预期下调的速度。

2.4 美股市场

经过10月的持续下跌后，11月美股进入波动并且录得小幅上涨。标普500指数、道琼斯工业指数、纳斯达克指数分别上涨1.8%、1.7%和0.3%，在全球主要市场中位居中游。行业方面，医疗保健（全部两个子行业：医药、医疗器材与服务）、消费者服务、家庭与个人用品、交运表现最佳，而能源、媒体与娱乐、食品饮料零售、食品饮料、半导体表现最差。

主导市场表现的主要因素包括：1）由于部分龙头股业绩不及预期或出现负面消息，市场对盈利增长前景担忧进一步上升，引发市场震荡；2）能源价格下降，预期通胀压力有所缓解，为美联储转偏鸽派措辞提供了机会窗口；3）美国十年期国债收益率从高位略有回落，对稳定短期股市风险偏好起到作用；3）油价大跌，拖累能源板块股价表现，但同时也有助于提升中下游行业的利润率，对交运行业股价形成正面支撑；4）美国中期选举结束，形成分裂国会，市场此前对于选举结果的紧张情绪得到释放；以及5）中美贸易摩擦边际缓解。

展望12月，美股风险暂时有所缓解，但中期看，确认本轮调整结束为时尚早。尽管3季报显示整体业绩增速强劲，但中长期隐忧仍存，包括：1）经济复苏后半程，流动性继续收紧对企业盈利和经济的影响大于复苏前半程。近期美联储措辞转为偏鸽派，将在一定程度上缓解这一担忧；2）税改和金融去监管的红利逐渐淡化，再推行更多的基建刺激或税改将给美国财政带来更大压力，政策面对经济的刺激逐渐减弱且愈加乏力；3）欧洲地缘政治风险：12月11日英国下议院将对脱欧协议投票，倘若投票不通过，极端情况下可能导致明年3月29日前形成无协议“硬脱欧”的局面，彼时将增加全球经济不确定性。此外，意大利政府与欧盟之间尚未就预算取得一致意见，也可能继续扰动市场；以及4）长达10年的牛市积累了较多获利盘和杠杆资金，一旦预期出现波动，杠杆资

金的撤退或助推市场抛售行为。近期积极因素是：1) 美联储措辞转偏鸽派，倘若 12 月 FOMC 会议出炉的点阵图将 2019 年加息次数下调，有望进一步缓和市场对未来利率上升的担忧；2) 中美贸易摩擦缓和短期提振全球市场信心，但中期仍有不确定性，长期仍有复杂性；3) 市场 10 月调整之后，年底季节性的减仓行为可能淡化，短期表现趋于稳定。

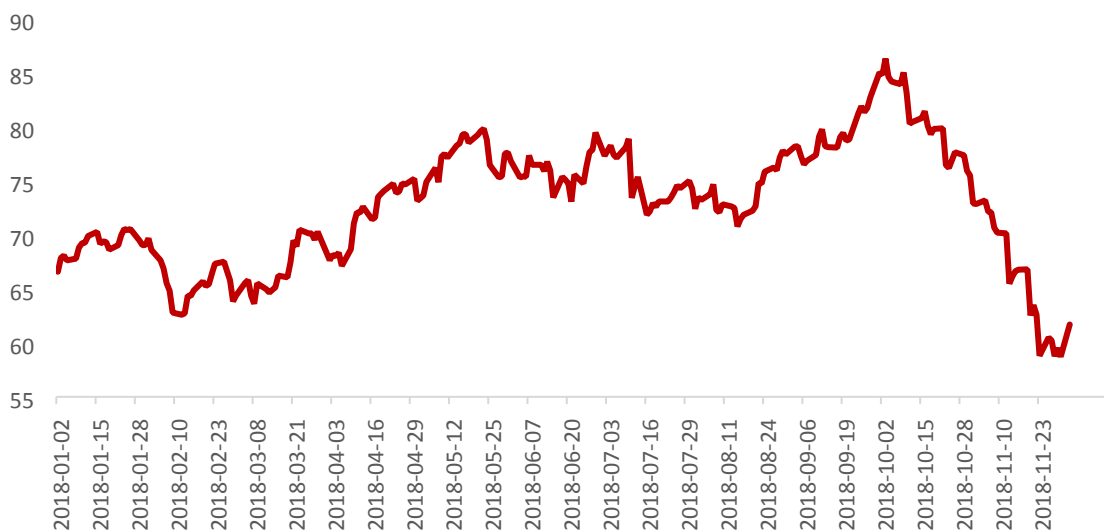
2.5 原油市场

油价中枢有望企稳在 60-70 美元/桶。

2018 年 11 月，布油价格大幅回调 22.21%，系因库存上升与政治博弈的双重利空。

需求层面，OECD 预测全球经济增长下滑，带动 EIA、OPEC 调低对明年原油需求的预测。供给层面，沙特与阿联酋等国的增产填补了伊朗减产对供给的负面冲击，而美国原油增产幅度超预期给供给带来额外增量。供给大幅增加叠加需求趋弱，原油库存升高导致油价下跌。政治博弈层面上，美国总统特朗普多次发声打压油价，市场情绪进一步发酵，使油价在基本面利空的基础上超幅回调。

图：布伦特油价走势（百万桶/天）



数据来源：Wind，招商基金

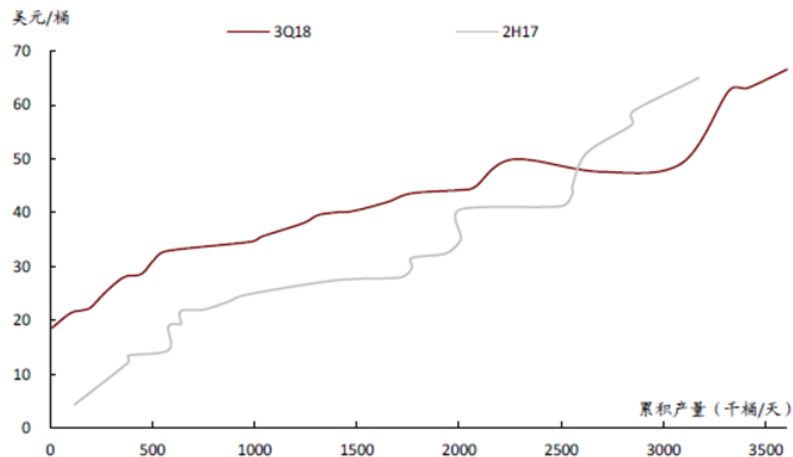
预计油价将在 12 月结束超跌，中枢有望企稳在 60-70 美元/桶。

首先，原油供给端有收缩可能。OPEC 目前剩余产能有限，“OPEC+”或将在 12 月 6 日的会议上结束当前增产，近期形同虚设的减产配额有望被重提。同时，钻井平台数下行、管道运力瓶颈加剧，将导致美国原油大幅增产趋势难以持续。

政治博弈层面，目前 60 美元的油价不符合美国利益，11 月特朗普对油价的打压态度或将转向。美国页岩油盈亏平衡点在 60-70 美元左右，目前油价显著低于美国页岩油盈亏平衡点，特朗普有动力通过政治博弈，如加大对伊朗的制裁幅度等措施，抬升油价。

综合考虑美国与 OPEC 增产有望结束导致的原油供给收缩，叠加美国有动力通过地缘政治博弈抬升油价，我们预计油价将在 12 月结束超跌，中枢有望企稳在 60-70 美元/桶。

图：美国页岩油成本曲线



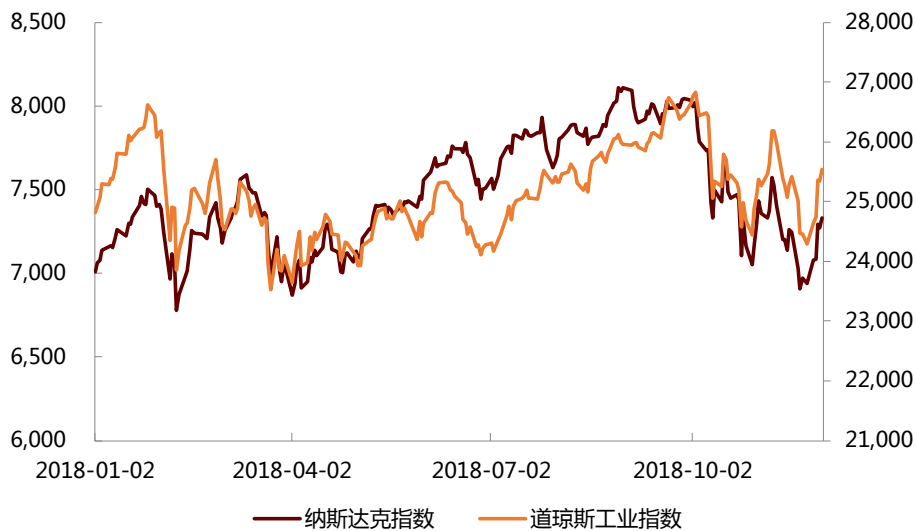
来源：CICC、招商基金

2.6 黄金市场

黄金价格筑底概率增加，看好 12 月份黄金价格

11 月份的黄金价格走势震荡向上，主要受美国股市持续动荡，下行压力逐渐增加的影响。美国股市在 11 月份的持续疲弱主要受以苹果公司为代表的科技股下行的影响，纳斯达克指数在 11 月份微涨 0.04%。因此，在 2018 年 11 月份，COMEX 黄金价格持续震荡，从 1216.6 美元/盎司微涨至 1227.8 美元/盎司，涨幅 0.92%。

图：美股今年以来处于持续的高位震荡过程中，下行风险加大

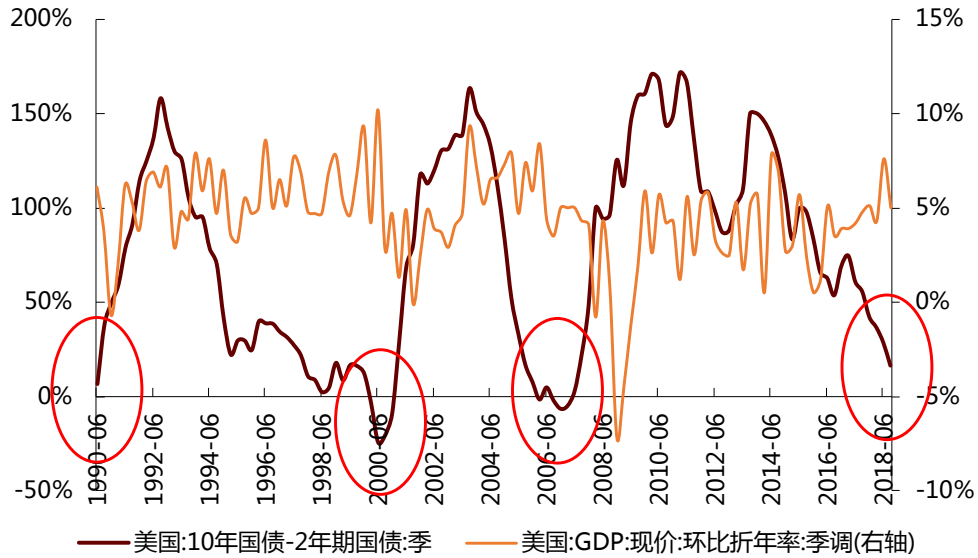


数据来源：Wind，招商基金

我们看好 12 月份的黄金价格，主要判断理由为美联储加息节奏放缓，名义利率有望达到拐点，利好黄金价格。首先，从美国经济增长来看，美国税改边际作用减弱，明年经济大概率将走弱。其次，在数据验证上，美国 10 年期和 2 年期国债利差跌至接近历史 4 次低点附近，2019 年甚至面临倒挂风险，暗示未来经济或进入衰退区间。最后，从美联储加息节奏来看，美联储多次发表鸽派言论，加息或已进入尾声，短期利率有望达到拐点。2018 年 11 月 29 日，美联储主席鲍威尔发表讲话：“美国经济前景稳固，政策路径没有预设模式，当前利率略低于中性区间”。此讲话大幅降低了 2019 年美联储加息两次或两次以上的概率。此外，黄金生产成本对金价的长期

支撑作用非常明显，即金价不会长期跌破其生产成本。目前，全球矿产金的完全成本均值约在 1200 美元/盎司附近，当前的金价与这一生产成本接近，黄金价格向上支撑明显。综上，我们认为黄金价格筑底概率增加，看好 12 月份黄金价格。

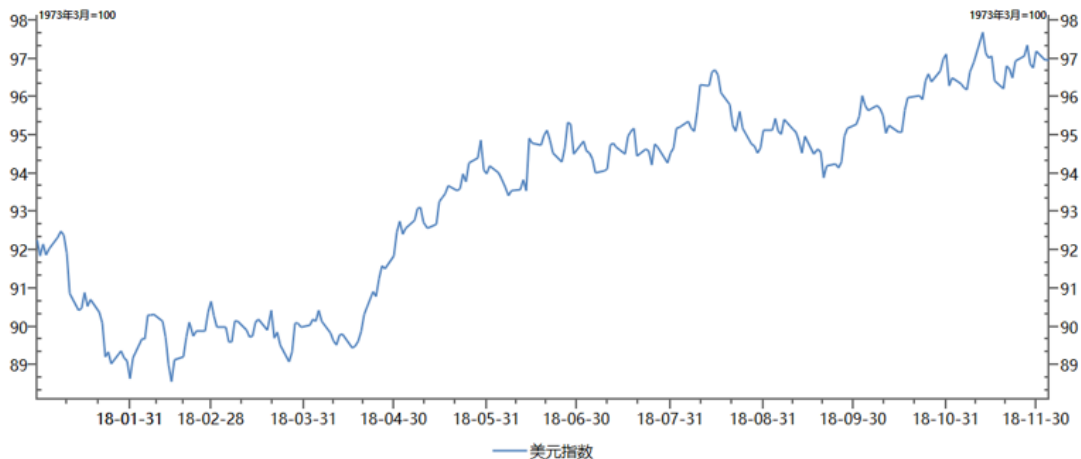
图：美国 10 年期国债与 2 年期国债利差仅为 25BP



数据来源：Wind，招商基金

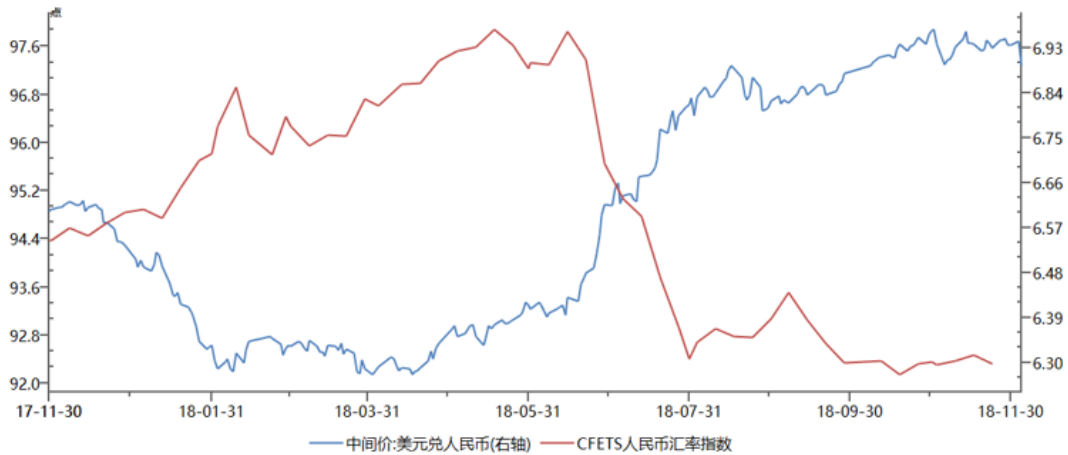
2.7 汇率市场

汇率：美元筑顶，人民币贬值压力缓解。本月美元在 96-97 美元区间窄幅震荡。美元指数仍能维持高位的原因在于：1) 美国经济并未出现拐点迹象。当前美国经济仍旧处于从快速增长过度到过热的阶段，领先指标来看，11 月最新公布的 ISM 制造业 PMI 指数超预期地终止下滑，反弹至 59.3；而失业率也持续维持在 1969 年以来绝对低位水平，目前仅有 3.7%。各项数据来看，美国经济的相对强势仍会维持一段时间。2) 欧洲经济并未出现改善信号。三季度欧元区季调 GDP 增速仅为 0.2%，创下近 4 年来中最低增速。德法制造业 PMI 持续下降，已接近 3 年和 2 年以来最低点。政治层面，意大利民粹党和欧盟之间对于财政赤字和补助始终无法达成统一，英国脱欧也存在一定不确定性，也使得欧元区前景雪上加霜。



数据来源: Wind, 招商基金

本月人民币汇率压力也明显减弱, 美元兑人民币、CFETS 人民币汇率指数基本收平。同时, 美元指数由快速上行转为高位震荡, 也阶段性缓解了人民币贬值压力。



数据来源: Wind, 招商基金

从外储数据来看, 10 月中国外汇储备下降 339 亿美元至 30,531 亿美元, 降幅较 9 月的 227 亿美元进一步扩大, 显示外汇可能连续两个月净流出。根据测算, 10 月外储变动隐含的外汇净流出可能从 9 月的约 200 亿美元收窄至 130 亿美元左右, 总体压力可控。从银行结售汇层面来看, 10 月银行结售汇逆差继续收窄至 29 亿美元, 同样显示资本外流压力缓解且可控。

对于美元的看法, 我们认为年内仍会维持高位震荡的态势。理由如下: 1) 短期而言, 美国 12 月预计还有一次加息, 且欧洲经济短期很难反弹, 因此美元下行空间有限。2) 中长期而言, 市场对于美国经济的担忧在不断加强, 美联储态度倾向于向鸽派转变, 19 年加息预期已由 3 次回落至 2 次, 因此, 美元指数的向下拐点大概率会在 19 年出现。

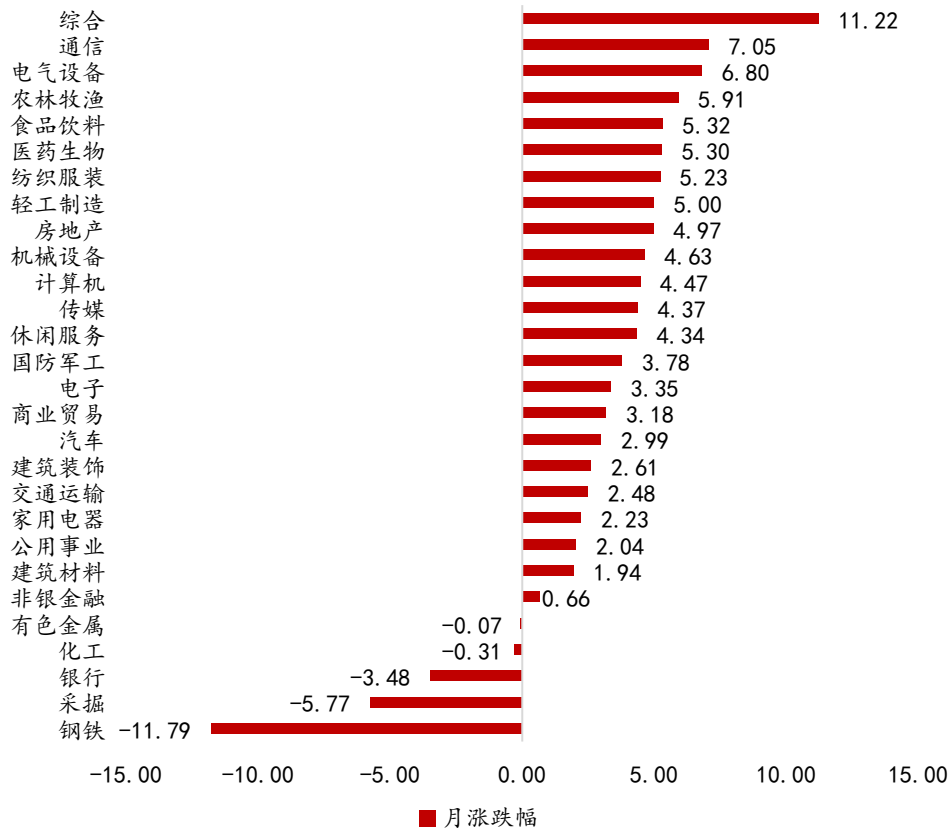
对于人民币汇率的看法, 我们认为人民币贬值压力最大的时点已过。此前汇率基本面的制约因素主要包括较低的中美利差、强势的美元、贸易战带来的经常性账户缩水, 基于我们对于美国经济见顶、美元见顶的判断, 前两点制约因素后期均会明显缓解, 叠加央行充足的调控手段, 人民币守住“7”的关口不成问题。

3 股债投资策略

3.1 A 股投资策略

2018 年 11 月, 上证综指下跌 0.56%, 深证成指上涨 2.66%, 中小板指上涨 1.75%, 创业板指上涨 4.22%。

回顾 11 月, 以创投板块为代表的主题性机会一枝独秀, 龙头个股短期内涨幅巨大, 受益于市场风险偏好提升的通信等科技类板块也表现较好; 而国内商品价格的大幅下跌则令钢铁、采掘等周期性板块承压, 伴随经济数据的不断恶化, 对银行资产质量的担忧也使得银行板块跌幅较大。

图：2018年11月行业涨跌幅


数据来源：Wind，招商基金

A股走向判断：短期或有反弹空间，中期估值具备吸引力

从中期角度看，我们认为当前股指估值具备吸引力。虽然实体经济短期内仍有下行压力，但股价已较大程度上反应了市场的悲观预期。一方面，当前静态估值仍在历史底部区域；另一方面，即使考虑明年盈利下修，A股当前的动态估值仍有较强吸引力。截至11月30日，Wind全A（剔除金融石油石化）指数、沪深300指数、中证500指数的PE（按过去四个季度业绩计算）估值水平分别处于2005年至今的4%、17%、1%分位水平。即使在2019年A股盈利增速为-15%、ROE为7%、股息支付率为20%的悲观假设下，A股的动态PE仍处于2005年以来的25%分位附近，动态PB（整体法）接近0分位。

就短期窗口而言，考虑到中美贸易战暂缓，同时12月即将召开改革开放四十周年大会及中央经济工作会议或将释放更多利好信号，市场整体风险偏好水平有望提升，市场仍存反弹空间。

图：主要A股指数估值水平

主要指数	2018/11/30	最大值	最小值	中位数	当前估值所处历史的百分位						
					百分位	10%	20%	30%	40%	50%	
绝对估值 PE(TTM)	WIND全A	13.7	58.2	11.5	20.0	17%		✓			
	WIND全A（剔除金融石油石化）	18.9	76.2	13.8	30.5	4%	✓				
	上证50	9.2	48.5	6.9	11.7	16%		✓			

	沪深 300	10.6	51.1	8.0	13.8	17%		✓
	中证 500	18.8	92.8	16.6	36.5	1%	✓	
	中小板 100 指数	20.3	67.7	14.5	32.8	3%	✓	
	创业板 100 指数	29.7	137.9	27.0	49.6	1%	✓	
	中小板综合	24.6	96.7	15.9	40.5	7%	✓	
	创业板综合	43.6	154.4	28.1	56.5	21%		✓

数据来源：Wind，申万宏源，招商基金

结构选择：重点关注高股息、低利率受益领域等

在板块选择上，在当前银行间市场流动性保持充裕、利率长期维持低位的情况下，高股息标的以及低利率环境下受益的金融地产等板块将是我们关注的重点；随着中美贸易摩擦出现转机，部分成长性较好的科技板块如 5G 等或将迎来新一轮的估值修复行情；同时，由于实体经济下行动力仍在，全球需求走弱，部分经济后周期的白马蓝筹以及受大宗商品价格波动影响较大的板块个股仍需要重点回避；此外，消费领域方面，考虑到猪价拐点或将提前到来，猪周期相关标的亦可关注。

5G：5G 商用的行业新闻将继续刺激板块表现。近期韩国三大电信运营商 SKTelecom、KT 和 LGUplus 正式宣布 12 月商用全球首批 5G 服务，率先面向制造业的企业客户；11 月 28 日，中国联通宣布首个 5G 终端射频一致性测试标准 TS38.521-1 由其主导制定。我们持续关注围绕 5G 与 AI 技术的电子创新龙头标的。

大金融领域：银行方面，从三季报情况来看，上市银行整体利润增速继续扩大，其中大部分银行的息差、资产质量表现仍然延续向好态势，预计明年开始银行板块中的个股基本面将出现更多分化，年内仍将维持向好态势；券商纾困基金介入带来股票质押问题的缓解，此外，从中期角度看，近期的并购重组放松、股指期货交易放宽、科创板推进等一系列动作显示资本市场改革正在进行中，有助券商行业发展。

猪周期：近期非洲猪瘟持续爆发，且前期农业部规模企业座谈会表明全国范围性生猪调运或将长期受限，在此背景下，行业产能或将加速去化，猪价拐点或将提前到来。预计猪价或将于明年进入趋势性上涨，南方区域性价格拐点已经到来，看好生猪养殖板块配置机会。

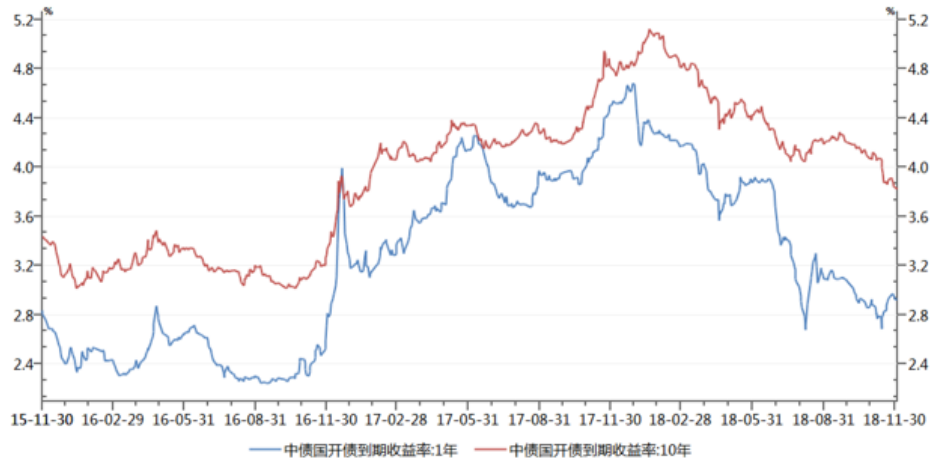
3.2 债券投资策略

3.2.1 利率产品

债券市场在过去两个月走出了强劲的牛市行情，贸易谈判的不确定性、央行连续暂停逆回购等可能形成扰动的因素都没有对收益率下行形成明显的阻滞，市场对于基本面下行和政策宽松形成了较为强烈的预期。

年内来看，后续基本面仍有进一步下行压力，中央经济工作会议即将于 12 月中旬召开，对明年经济形势和经济工作定调，预计当局将作出经济出现周期性调整的判断，货币政策重在疏通传导机制，维持适度宽松的流动性环境，从基本面和政策面来看，仍然有利于债券市场。虽然央行持续暂停逆回购，但是流动性仍然维持宽松格局，未来出现大幅收紧的概率不大，以维持适度宽松为主。

短期来看，短端收益率目前的水平较为均衡，长端收益率期限利差仍然偏高，仍有下行空间，预计 12 月债市收益率震荡下行。

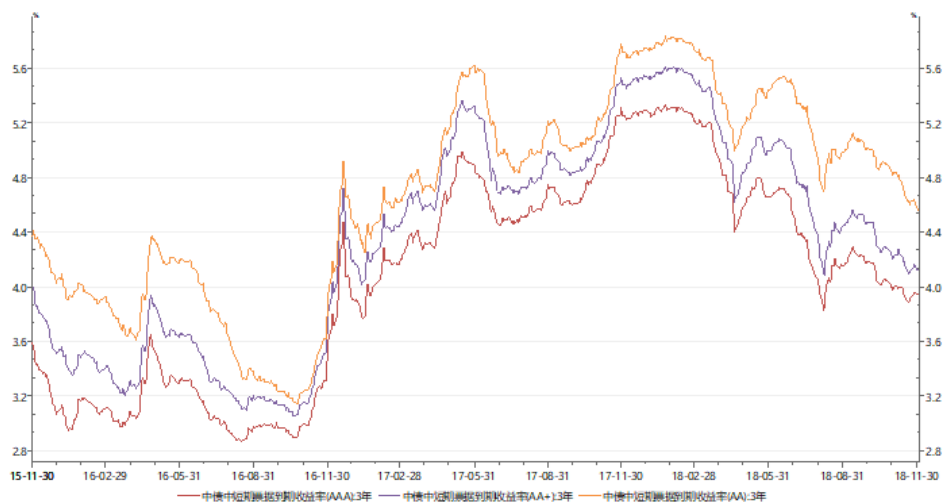
图：中债国开到期收益率走势图


数据来源：Wind、中国债券信息网、招商基金

3.2.2 信用产品

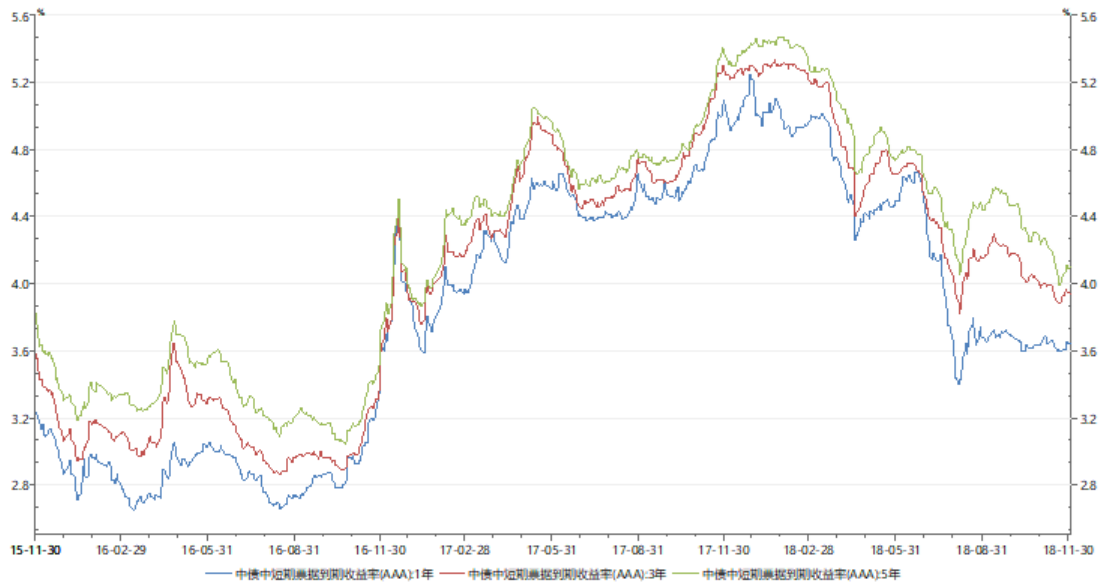
发行量方面，2018年11月信用债市场毛发行量和净发行量超越积极性大幅增加，除了持续回升的市场风险偏好刺激了发行人的热情，社融数据不及预期也提升了一级市场的活跃度。11月全月全市场信用债合计发行8243.60亿元，净发行2969.71亿元，同比分别大增3364.05亿元和3297.02亿元。环比10月则罕见的分别增加了1867.12亿元和1438.20亿元。其中公司债、企业债及中票合计发行379支，发行金额为4516.60亿元，净融资额1806.81亿元。目前无论是基本面还是资金面亦或是政策面均没有明显压制信用债需求的因素，我们判断未来定企业中长期债券融资需求将持续回暖，前期受压制的发债需求将继续释放。

从二级市场来看11月信用债收益率呈现单边下行的趋势，主要跟随利率债利率的变化而变化。以三年中票为例，11月各等级信用债收益率全月下行幅度在3~23bps之间，高等级下行幅度较小，低等级则下行幅度较大，等级利差大幅压缩，反映出市场风险偏好的回升和对绝对收益率的诉求。我们认为市场目前仍处于牛市行情中，但短期看存在一定不确定性，后续需密切关注CPI及社融数据走势。综上，我们保持谨慎乐观，关注高收益的短期品种，短期内避免拉长久期带来不确定性。

图：3年期各等级中期票据到期收益率走势


数据来源：Wind、中国债券信息网、招商基金

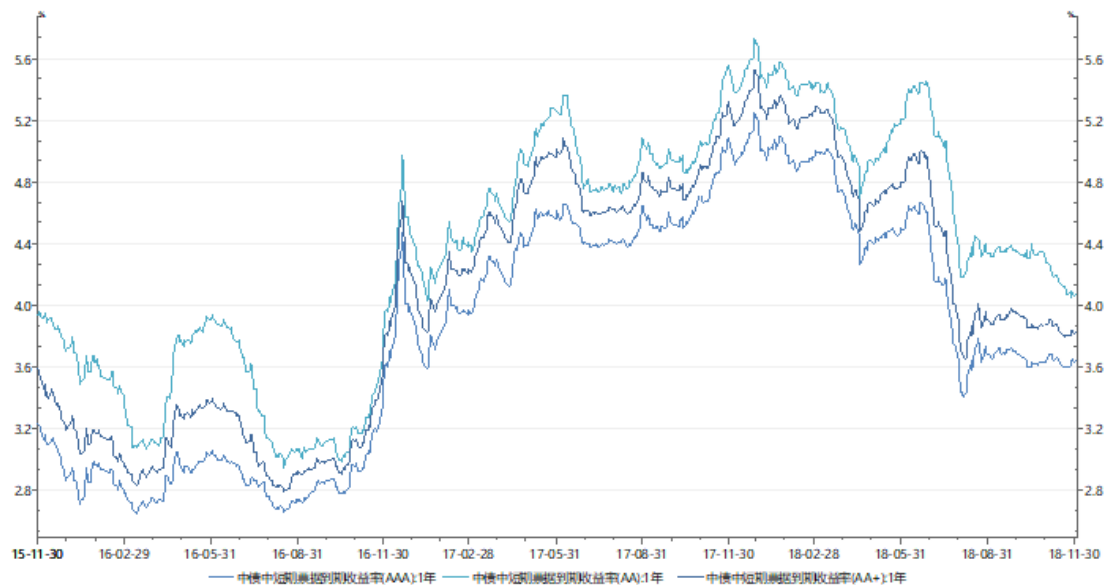
图：AAA 等级各期限中短期票据到期收益率走势



数据来源：Wind、中国债券信息网、招商基金

短期融资券方面，11 月短融毛发行和净发行量继续回升，全月发行短融、超短融 3120.00 亿元，净融资 968.40 亿元，同比环比均大幅回升。二级市场方面，11 月短融收益率整体下行，但也出现了明显的等级分化，其中 AAA 短融月末较月初收益率基本无变化，AA+短融和 AA 短融则分别下行 5bps 和 21bps，等级利差大幅压缩。我们认为出现这种情况除了前面所述的风险偏好回升等原因，目前短端下行空间已经非常有限也是重要原因之一。

图：不同评级短期融资券收益率走势图



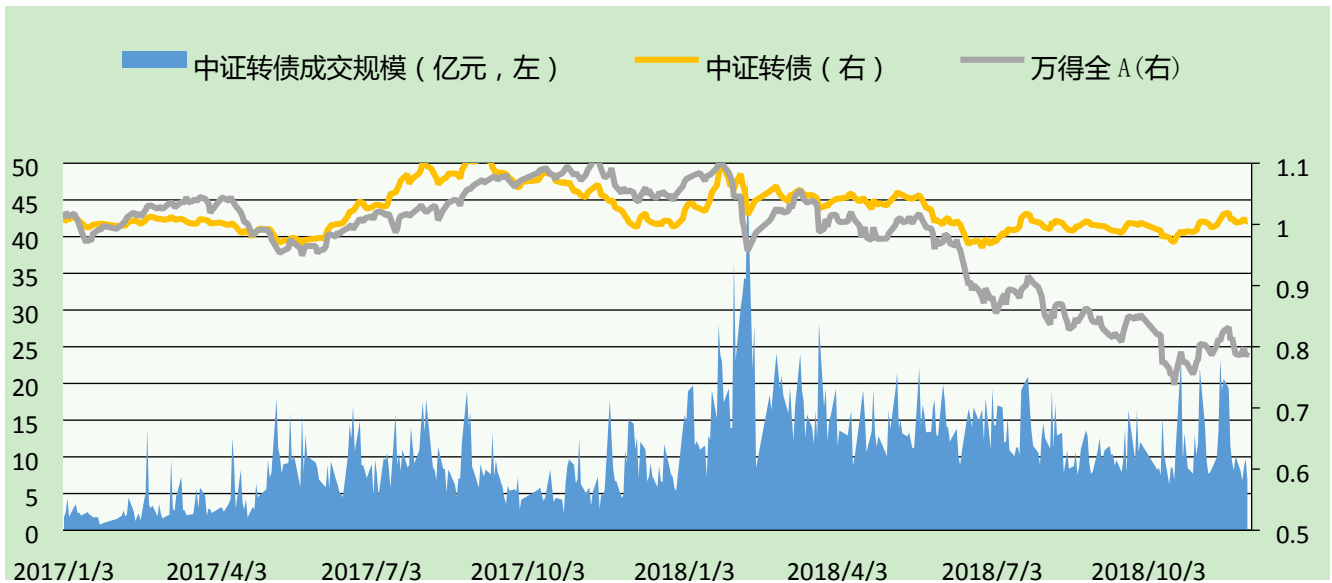
数据来源：Wind、中国债券信息网、招商基金

3.2.3 可转债

11 月份 A 股市场及转债市场经历了震荡反弹且板块表现不一，万得全 A 上涨 2.12%，中证转债上涨 1.54%，上

证综指下跌 0.56%，创业板指上涨 4.22%，表现亮眼。行业方面，申万一级 28 个行业中绝大多数行业上涨，其中综合涨幅最高，通信和电气设备紧随其后；钢铁、采掘和银行回调最大。

图：2018 年 1 月至 11 月转债指数与股票指数表现



数据来源：Wind，招商基金

11 月份市场迎来了结构性的反弹行情。权益市场中，创业板变现得尤为亮眼，转债市场里低价券的表现也比高价券更为突出。表现好的转债个券大部分具有下修预期，公司杠杆或质押率偏高且存在前期超跌等因素，这轮转债市场的行情可以总结为主要以政策鼓励为背景，以绝对价格低为标杆，以条款博弈为辅助的行情。同时，在供给端经历 1 个月的放缓后，转债发行再次进行扩容。11 月转债市场共有 13 只转债进行了发行申购，行业分布较广，规模各异，个券资质各有突出，满足了不同风险偏好的转债投资者的需求。从当前时间点看后市，G20 峰会上中美发出了缓和贸易战的信号，国内也在积极推进各项减税降费等政策，我们可以对后市多一份信心和期待。在转债市场选择变多样、流动性逐渐提高、情绪转暖的背景下，等待整体转股溢价率进一步压缩。短期可关注绝对价格低、基本面风险较小的个券，以及新券上市被低估的博弈机会。