



招商基金半年度投资策略报告

2018年下半年



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 | 3 |
| 2 大类资产观点 | 5 |
| 2.1 A股市场 | 5 |
| 2.2 债券市场 | 5 |
| 2.3 港股市场 | 5 |
| 2.4 美股市场 | 6 |
| 2.5 原油市场 | 7 |
| 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 | 10 |
| 3.2.1 利率产品 | 10 |
| 3.2.2 信用产品 | 11 |
| 3.2.3 可转债 | 12 |

招商基金半年度投资策略报告

2018 年下半年

1 宏观经济环境

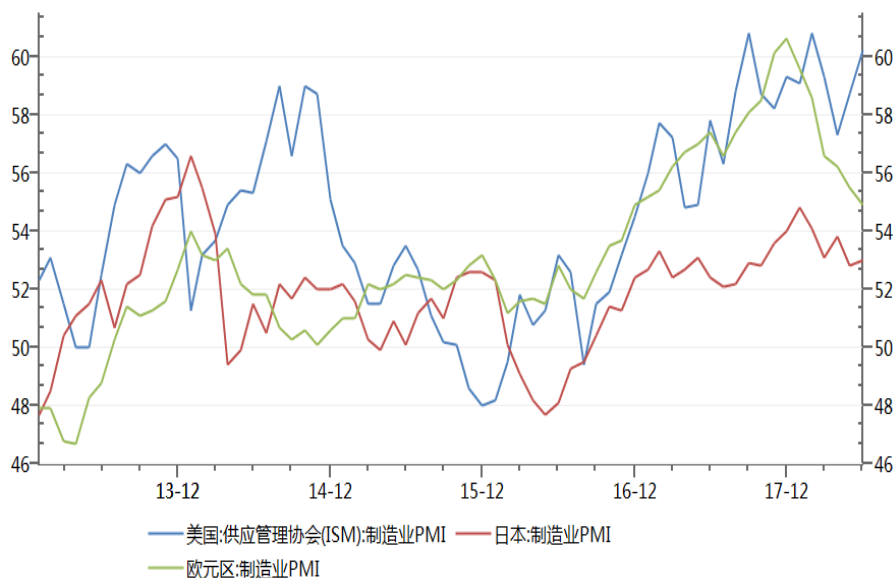
1.1 海外市场

经济边际走弱，流动性继续收紧，中美贸易摩擦加剧。回顾 2018 年上半年，几个主要发达经济体（美、欧、日）经济景气度边际走弱，且年初大幅低于预期（花旗经济意外指数明显下降）；并且从结构上而言，也与最初市场预期预期的“欧强美弱”方向相左。而这背后原因则在于，美国经济得益于房地产加速补库存以及税改措施刺激经济，而欧元区经济增长动能的衰减则源于 2017 年汇率升值过快带来对经济的滞后下拉作用（2017 年欧央行削减 QE 导致欧元兑美元全年大幅升值 14%、实际有效汇率升幅也接近 5%）。

全球流动性拐点已于 2017 年底显现：美联储自 2015 年 12 月开启新一轮加息周期以来已进行 7 次加息，并于 2017 年 10 月开始缩减资产负债表；欧央行也于 2017 年 10 月将月度购债规模由 600 亿欧元削减至 300 亿欧元；日本央行的量化宽松亦在逐步放缓，其 2017 年 12 月其货币供应量同比增幅已经降至 2013 年初以来最低水平，且由原来的货币供应量控制策略转向收益率曲线控制策略、意味着其无需再多追加资产购买规模。由于各国央行 QE 购买规模已经开始下降，全球流动性边际变化的拐点或已出现。据预测，2019 年中期全球央行整体资产负债表相对 2015 年时期的规模可能出现绝对量的下降。

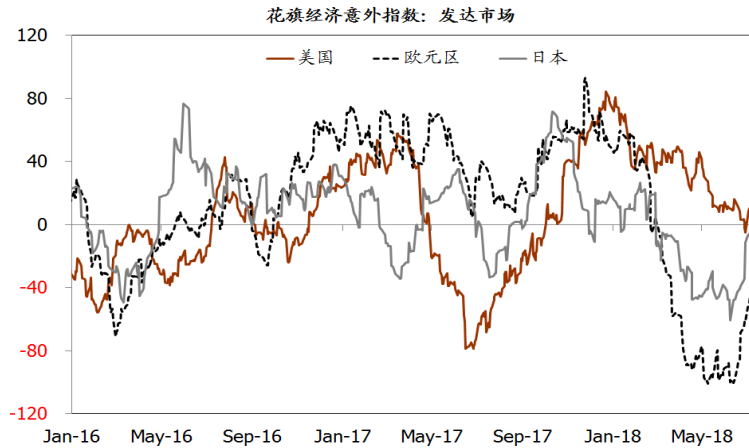
预计 18 年下半年，在流动性紧缩的大背景下，全球经济增长仍将稳中略有走弱，而欧元区经济相对美国经济将边际有所企稳（上半年欧元兑美元走贬 3%）。

图：发达经济体 PMI 指数今年以来边际走弱



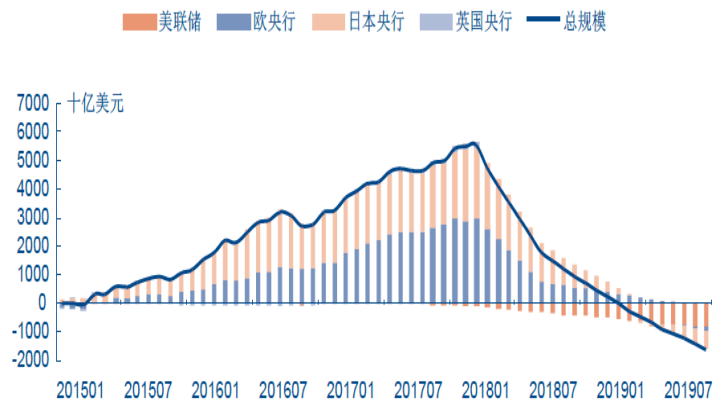
数据来源：Wind 资讯，招商基金

图：发达经济体花旗经济意外指数年初明显下行



数据来源：Bloomberg，中金公司，招商基金

图：发达国家央行资产负债表规模相对 2014 年底的变化及预测（2015-2019E）



数据来源：Bloomberg，中信证券，招商基金

中美贸易摩擦问题则为上半年另一重要事件。继 1 月 23 日美国对华进口光伏产品和大型洗衣机征收临时关税之后，贸易摩擦在 3 月开始明显加剧，而截至 7 月 6 日，前期宣布的关税措施已正式开始实施。

表：中美贸易摩擦过程

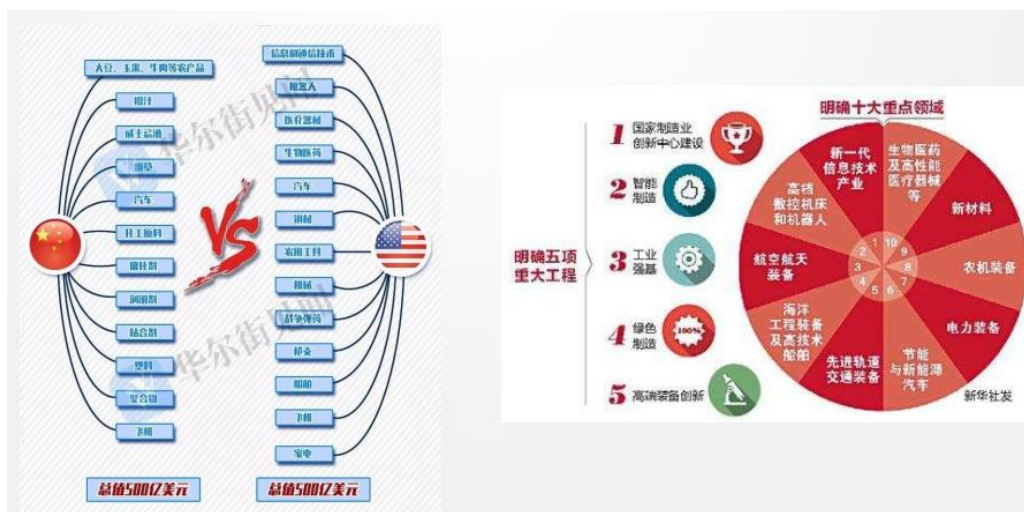
| 日期 | 事项 |
|----------|--|
| 3 月 8 日 | 美国对进口钢铁和铝产品分别征税 25%和 10%重税 |
| 3 月 23 日 | 特朗普签署备忘录，启动“301 条款”，准备对进口自中国约 600 亿美元商品增加征收高额关税 |
| 4 月 4 日 | 凌晨，美国公布对中国产品加征 25%关税的清单建议，涉及中国对美出口额约 500 亿美元；同日，中国国务院关税税则委员会决定对原产于美国的大豆、汽车、化工品等 14 类 106 项商品加征 25%的关税，涉及中国自美国进口金额约 500 亿美元 |
| 4 月 5 日 | 特朗普在白宫发布的一份声明中称，美国考虑对从中国进口的额外 1000 亿美元商品加征关税 |
| 6 月 15 日 | 美国政府发布加征关税的商品清单，决定将对从中国进口的约 500 亿美元商品加征 25%的关税，其中对约 340 亿美元商品自 2018 年 7 月 6 日起实施加征关税措施，同时对约 160 亿美元商品加征关税开始征求公众意见；我国立刻反击回应，对原产于美国的 659 项约 500 亿美元进口商品加征 25%的关税，其中对农产品、汽车、水产品等 545 项约 340 亿美元商品自 2018 年 7 月 6 日起实施加征关税，对其余商品加征关税的实施时间另行公告 |

资料来源：招商基金整理

就目前的征税规模测算，其对实体经济增速的下拉程度尚有限。据央行货币政策委员会委员马骏测算，与基准情景（即没有贸易战情景）相比，即便考虑出口减少对其它相关行业的第二轮、第三轮影响，500亿美元规模的贸易战也仅使中国的GDP增速放缓0.2个百分点。更重要的点在于，当前的中美贸易摩擦反映了美国对中国经济转型势头的遏制意图——从美国对华征税清单来看，其主要内容与中国制造2025重点领域高度重合。

往前看，我们认为中美之间的摩擦将长期持续；短期内，在11月美国中期选举之前，仍可能见到该矛盾继续反复。

图：中美贸易摩擦的长期目标针对中国制造2025



数据来源：新华社，华尔街见闻，招商基金

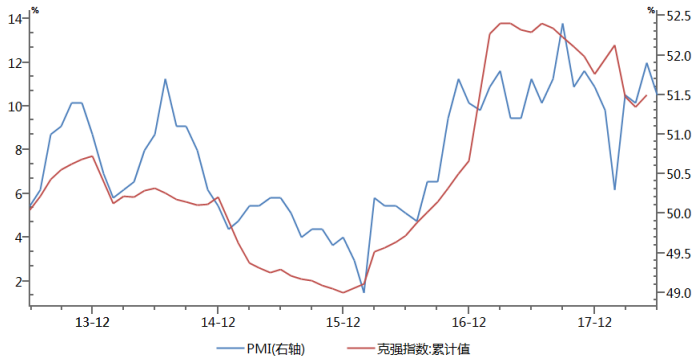
1.2 国内市场

当前经济韧性较强，但后续有向下风险，宽货币对冲斜率。从今年上半年情况来看，实体经济整体韧性仍然较强。截至2018年一季度，我国的实际GDP增速仍有6.8%水平；截至6月，我国制造业PMI数据已经连续23个月在荣枯线上方、连续4个月在51以上；截至5月，克强指数仍维持在10%以上的高位。与此同时，扩张的PPI同比增速也进一步有利支撑了工业企业利润名义值增长。

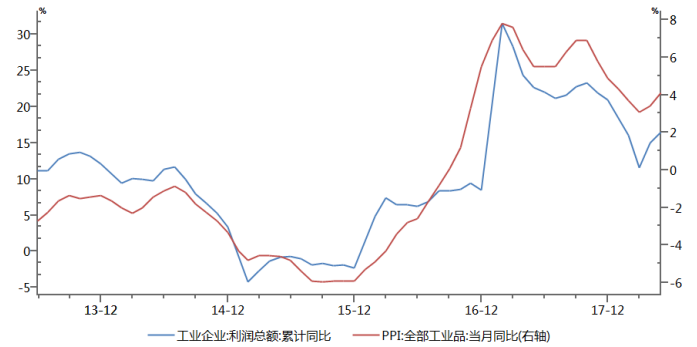
但往前看，我们看到今年以来社会融资规模存量同比增速急剧收窄，“去杠杆”带来的信用紧缩环境或将对后续的经济增长造成一定负面影响；此外，在上半年对企业利润起到重要支撑作用的PPI同比在下半年也将面临基数抬高的问题；而中美贸易摩擦的加剧也再给经济增长前景增添了一丝不确定性。

正是看到了当前经济面临的这些矛盾，政策已经开始采取一系列边际宽松、稳定预期的措施。例如央行在4月底和6月底连续两次降准，近期的国务院常务会议及央行货币政策委员会对流动性的态度由此前的“合理稳定”提升至“合理充裕”。预计后续将把握好去杠杆政策执行的节奏和力度。

图：实体经济韧性仍强

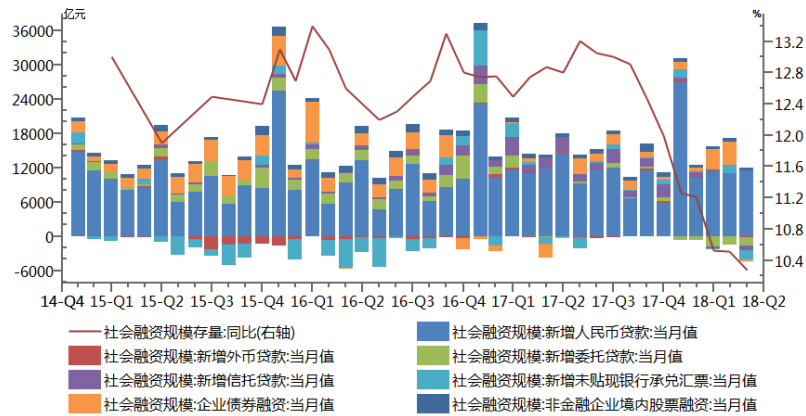


图：PPI 同比高位有利支撑工业企业利润增长



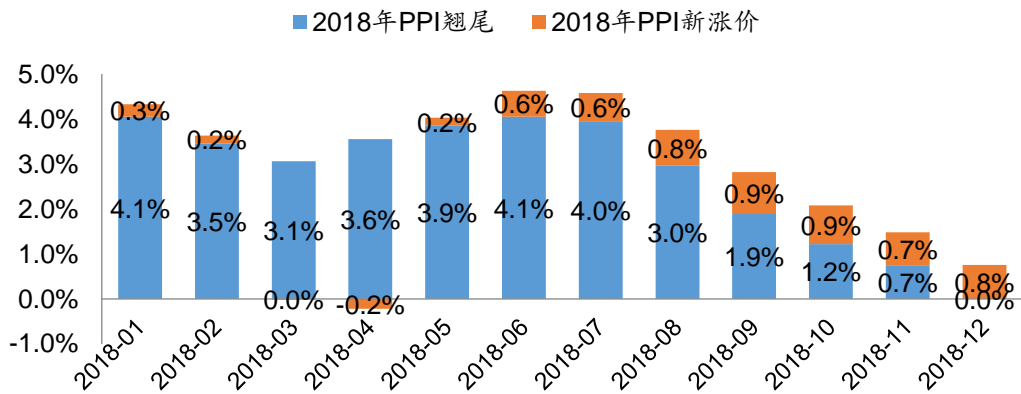
数据来源：Wind 资讯，招商基金

图：今年以来社融增速急剧收窄



数据来源：Wind 资讯，招商基金

图：下半年 PPI 同比将明显收窄



数据来源：Wind 资讯，招商基金

2 大类资产观点

2.1 A 股市场

2018 年上半年,我国的股票市场出现了较大幅度调整(万得全 A、沪深 300、上证 50、中证 500 分别下跌 14.6%、12.9%、13.3%、16.5%),主要源于“金融去杠杆”进程对微观流动性、标的基本面以及市场情绪均造成了一定程度的负面影响,而中美贸易摩擦则加剧了股市下行幅度。

目前的宽货币、稳预期政策仍难以对冲信用紧缩的趋势,下半年信用债和信托等到期量进一步提升,更多违约事件仍待爆发;此外,中美贸易摩擦问题还将反复(尤其是在 11 月美国中期选举以前);我们预计实体经济的实际增速及名义增速均将收窄,市场预期也可能继续走弱。

另一方面,按照惯例,今年下半年将召开十八届四中全会,讨论经济改革议题、并布局未来五年的经济工作,预计届时将公布更多未来经济发展和改革的方向。

对于股票而言,我们认为当前决定股票市场走势的因素(金融去杠杆、中美贸易摩擦)在未来一个季度仍将反复,但难以再大幅恶化,而后面的十八届四中全会可能给市场带来新的目标方向;同时,当前市场估值处于历史低位,中期等待释放更多经济改革新信号带来的结构性机会。

2.2 债券市场

对于债券市场,在实体经济走弱,但全球流动性收紧的大背景下,下半年债市存在机会。

利率债目前收益率处于较低水平,部分反映了市场对经济的悲观预期和贸易战的避险情绪,上行和下行的空间都不大。后续主要关注社融增速走势及贸易摩擦的进展,择机把握利率债的交易性机会。中期来看,利率债机会更加明显。中期来看,利率债机会更加明显。

目前低等级信用债收益率处于较高水平,市场存在“一刀切”的现象,导致出现了许多中低等级信用债被错误定价的情况。下半年信用债投资策略将延续之前价值投资理念,在信用风险情绪仍将上升的过程中,等部分风险出清之后,我们关注高等级信用债。而在低等级信用债的分化行情中,我们会自下而上的精选个券,在严格把握信用风险的情况下把握个券机会,增强组合收益。

2.3 港股市场

2018 年上半年,港股自一月末创下历史高点后,大幅回撤。前 6 个月,恒生指数和恒生国企指数分别下跌 3.2% 和 5.4%,表现在全球主要市场居后。市场表现较去年比有四个特点,一是小盘股补涨,二是防御型行业补涨,三是医药行业继续表现抢眼,四是大部分行业盈利向上估值向下,医疗是唯一一个连续两年大幅估值提升的行业。

上半年主要的市场驱动因素来自于几个宏观风险:1) 10 年期美债收益率快速上行,成为市场下跌的导火索;随后美联储加息步伐加快,造成全球流动性收紧步伐加快的预期上升,压制港股市场估值。2) 美元指数自 4 月中旬走强,造成资金从新兴市场股市流出,6 月人民币加速贬值,对海外上市的中资企业带来压力。3) 港币兑美元汇率不断挑战 7.85,带来市场对港币,香港楼市,以及香港市场流动性的担忧。4) 国内金融降杠杆,暴露信用风险和融资困难问题,打击风险偏好,并且直接影响市场流动性。5) 贸易战不断发酵,打击投资者信心。6) 国内经济韧性在投资放缓、消费减速、融资受限和贸易战的影响下受到市场质疑。

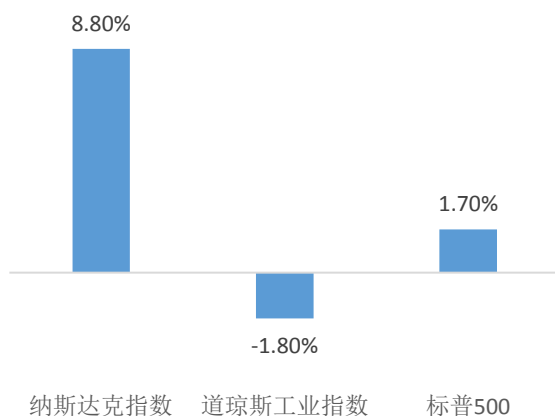
展望下半年港股市场。我们短期保持谨慎，主要是以上提到的宏观风险将持续对市场流动性造成压力。但进入8月，大部分港股公司集中披露中报，市场有望企稳向上。首先，中报数据有望证明，尽管增速放缓，但增长质量继续向好，表现为利润率提升、净负债率下降和金融行业盈利良好；其次，市场估值届时将比目前更加有吸引力。恒生国企指数12个月的预期PE目前已经仅为7.1x，剔除掉指数增强的影响为6.8x，而历史上只有08年金融危机和16年初时，估值达到6x以下，13-14年小底部估值在6.2-6.5x，市场整体的估值下行空间已经不大。

下半年港市仍然有机会，估值虽然仍可能持续承受压力，但增长仍然具有韧性。看好的方向是：1) 大消费领域，因为家庭消费结构变化，即向高端化、服务、医疗、教育、娱乐等领域的消费转移，这一长期趋势没有变化。并且许多城市出台的引进人才政策有望对消费产生正面溢出效应。2) 银行，因为金融降杠杆虽然对经济和融资产生负面影响，但是可以降低中国市场长期的尾部风险，且此前的供给侧改革也是利好银行。相应的，我们对负债较高的小公司比较谨慎。3) 互联网龙头，因其平台优势，并且估值压力已经有所释放。4) 能源，PB估值安全边际相对较高，且今年ROE改善显著。5) 我们对新经济持谨慎态度，在市场流动性不乐观的情况下，我们精选新经济个股。

2.4 美股市场

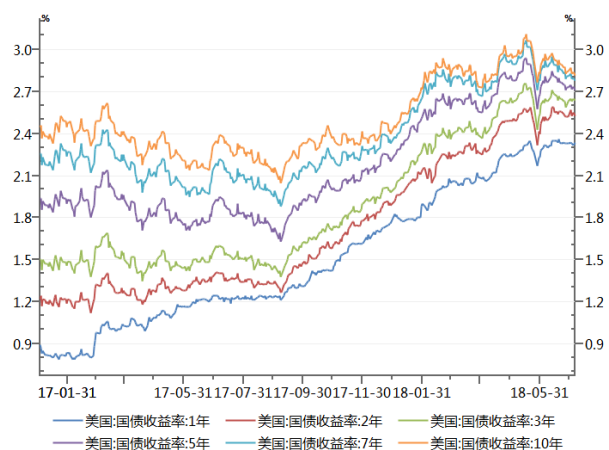
回顾上半年美股市场。与全球其他主要市场相比，上半年美股市场整体较强，表现出几个特征：1) 不同指数表现出现分化。重仓科技股的纳斯达克指数以8.8%涨幅领跑全球主要市场，而重仓工业和金融的蓝筹指数道琼斯工业指数下跌1.8%，行业分布相对平均的标普500指数上涨1.7%，居于两者之间。2) 各板块涨幅几乎全部由盈利驱动，估值下调明显。尽管美股市场也经历了2月的调整，但之后保持强劲的主要原因是：1) 短期经济复苏强劲，有利的政策（如税改和监管放松）对企业融资和盈利加速助力，2) 消费在低失业率和高工资的支持下十分强劲，3) 美国经济和其他发达市场复苏步伐拉大，加大美国股市的吸引力，4) 高估值在盈利上修中得以部分消化。

图：美股主要指数上半年涨跌幅



数据来源：Wind 资讯，招商基金

图：美国国债到期收益率走势图



美股下半年市场持中性偏谨慎观点，尽管基本面短期仍然强劲，但估值在美联储加快加息步伐的情况下将面临压力。从基本面来看，一方面税改的利好、金融领域放松监管和消费的强劲可能继续支持企业盈利短期保持较快的增长。但利率曲线较为平坦，说明市场对增长的可持续性存疑。另一方面，贸易战的发展可能不断扰动市场情绪，并且可能进一步推升美国的通胀，对消费增长带来负面冲击。若贸易战持续发酵，造成“类滞胀”，则会伤害全球经济复苏，并且可能对各大央行的货币政策带来挑战。

其次，尽管美股的估值有所下调，但是依然在历史长期均值以上，纳斯达克指数以及部分行业，例如互联网、公用事业、医疗器械、零售等估值都在历史高位，市场估值仍有进一步下调的必要性。最后，美联储加息步伐加快，会对部分估值较高的行业带来冲击。

2.5 原油市场

2018 上半年库存下降叠加地缘政治风险频发，油价持续上涨。2018 年 5 月，美国制裁伊朗，伊朗大幅减产；同时 OPEC 增产幅度不达预期，使油价再度走高。

下半年供需基本面支撑，布伦特原油价格中枢将抬升至 75-80 美元。2018H2 原油需求进入旺季，价格受供需结构支撑。从需求端看，每年下半年是原油需求的高峰期，比上半年需求增长约 2%。从供给端看，最大的边际增量来源于 OPEC 和美国页岩油。OPEC 剩余产能有限，不可能大幅增产。同时美国页岩油产量，虽然从 2016 年底开始回升，但是过程中美国本土原油的库存量不升反降，说明页岩油供给增量仍不及原油需求增量。2018 年上半年，美国 7 大页岩油产区单个钻机出油量均值仍未达到 2016 年峰值水平，表明当下的原油价格尚不足以支撑更多资本开支；导致短期内页岩油供给增幅也较为有限。

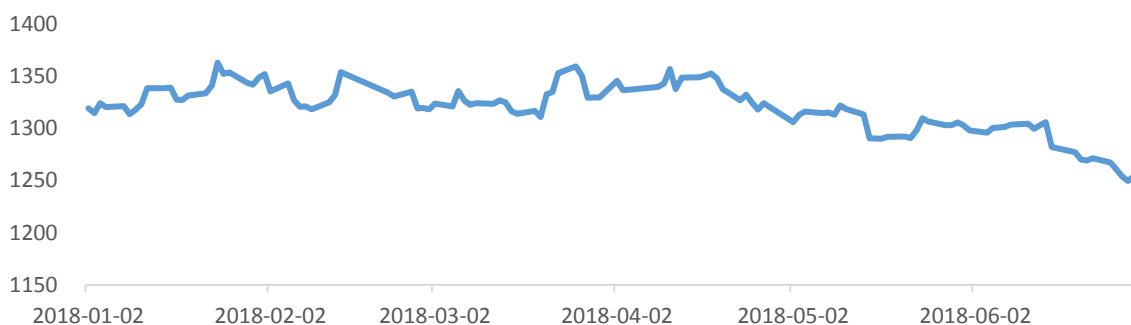
除供需基本面以外，油价还将受到投资者情绪的提振。美国中期选举将在 2018 年 11 月 6 日举行，特朗普的对华贸易保护政策导致了美国市场风险偏好的恶化以及美股的调整。若以共和党胜选为目标，越是接近中期选举，特朗普政策的推进就越有可能兼顾市场风险偏好。原油作为风险资产，若市场风险偏好持续回暖，原油价格将受到投资者情绪的提振而持续上行。另外，中东局势是特朗普在中期选举中胜选的又一筹码。在中期选举之前，特朗普有动力针对中东做出鹰派的发言，提升市场对于地缘政治风险的预期。而由于中东是原油的重要供给方，一旦出现地缘政治问题，就存在部分原油供给中断的风险。

结合供需基本面与市场风险偏好对原油形成提振，同时中东地缘政治事件有可能在短期内使油价加速上涨，我们预计 2018 年下半年布油价格中枢将上升至 75-80 美元。

2.6 黄金市场

18 年上半年，黄金价格呈现出震荡的弱势行情，COMEX 黄金指数下跌 4%，主要由于美元强势以及地缘政治问题缓解造成。

图：黄金上半年价格走势



数据来源：Wind 资讯，招商基金

我们判断未来半年黄金价格仍将处于震荡区间，主要基于以下三点考虑。

第一点是美元指数。美元指数在美欧经济和货币政策差距拉大的情况下，短期将继续保持强势。但考虑到美元指数从今年年初以来已上涨 4%，已达 104，高于过去 10 年的中枢值 91；叠加欧日央行的货币紧缩 18 年底或开始显现，因此从长期来看，美元的强势行情将难以为继。因此，尽管黄金价格短期仍存在下行压力，但影响边际减弱。

第二点是避险资产的替代效应。美国 10 年期国债收益率自今年年初以来已上涨 37bps。在利率抬升的情况下，投资者会把更多的资金投资在其他生息资产上，减少黄金的头寸，从而对黄金价格产生一定的负面影响。

第三点是风险偏好。目前，朝鲜问题已出现明显改善，伊朗问题未足以造成局部战争。而从历史数据来看，在黄金价格震荡的情形中，局部战争对黄金价格的影响较为短暂。局部战争只在黄金价格的上行通道中起到推波助澜的作用。

综上，我们认为黄金价格仍将处于震荡区间。COMEX 黄金指数目前为 1254，接近过去 3 年的中枢值 1237，预计指数未来仍将围绕指数中枢上下波动。黄金价格尚未进入上涨通道。

2.7 汇率市场

美元短期维持强势，中期动能减弱；人民币存在贬值预期，但将逐步企稳。

上半年美元指数振幅较大，年初至今上涨 3%。一季度延续了 17 年以来的弱势格局，但二季度以来出现了强势反弹。影响美元走势的核心变量在于美国相对于世界主要经济体经济复苏的增速差。美元第一季度处于低位震荡，原因是欧、日经济基本面 2017 下半年至 2018 年一月持续超出预期，而美国经济基本面趋稳。2018 年第二季度，美国投资开支上行，消费者信心持续强劲，经济走强；同时欧洲经济不及预期，地缘政治和信用风险频发，经济复苏增速不及美国。同时美联储加息预期巩固，美元顺势反弹。

对于美元的下半年展望，我们认为三季度美元指数将持续走强，中枢或将抬升至 95-97 区间，但四季度之后美元指数或步入弱势周期。6 月份 PMI 数据美国创 04 年以来新高，达到 60.2，而欧洲则回落至 54.9，创 18 个月新低；短期来看经济的差距还在拉大。另外，美国处于加息周期中，预计年内还会再加息两次；而欧洲、日本还处于量化宽松的退出阶段，加息最早也要到 19 年以后，因此货币政策的差距也还在扩大。从长期视角来看，美元已步入弱势周期。美国已经步入经济周期后半程，2019 年之后的疲态或逐步显现。美国通胀走高，劳动力市场已达到充分就业，说明经济已接近高点，继续维持高位增长较为乏力。在政策面上，2019 年美国最大的经济刺激增量在于基建；但两院对基建政策贬褒不一，导致基建政策落地困难重重；货币政策方面，加息动能也会在 19-20 年明显减弱。另外，目前美元指数已经快速回升至近 10 年的 75 分位水平。综上所述，强美元的格局可能会在 18 年底开始发生逆转。

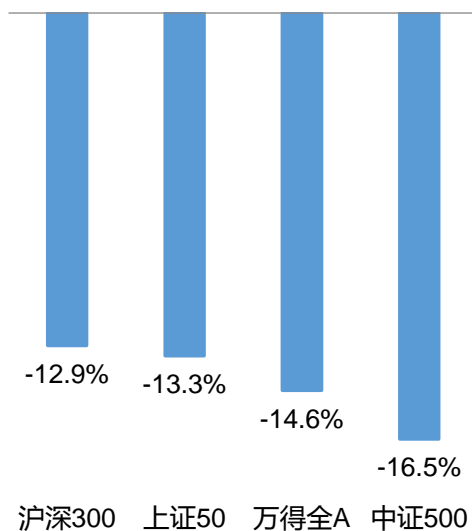
我们认为近期人民币的大幅贬值同美元走势有所背离，存在调控的可能性。过去一个月美元指数仅上涨 0.6%，但人民币对美元贬值 3.5%、CFETS 指数走弱 1.6%。近几周的人民币汇率贬值主要是因为贸易摩擦加剧和央行降准导致外汇市场情绪明显恶化，而非由美元走势主导。我们依然认为中国不会主动使用人民币汇率作为应对贸易摩擦的武器，但经常账户顺差收窄和贸易摩擦的不确定性上升意味着人民币短期内将面临贬值压力。如果美元对其他货币继续保持目前的强势、以及央行保持人民币对一篮子货币的汇率与年初持平，则年底人民币对美元汇率可能贬至 6.6-6.7。但是，考虑到央行对人民币汇率的把控机制已较为成熟，例如可以重启中间价定价的逆周期调节因子等手段，因此不必过度悲观，贬值最快的阶段已经过去。

3 股债投资策略

3.1 A 股投资策略

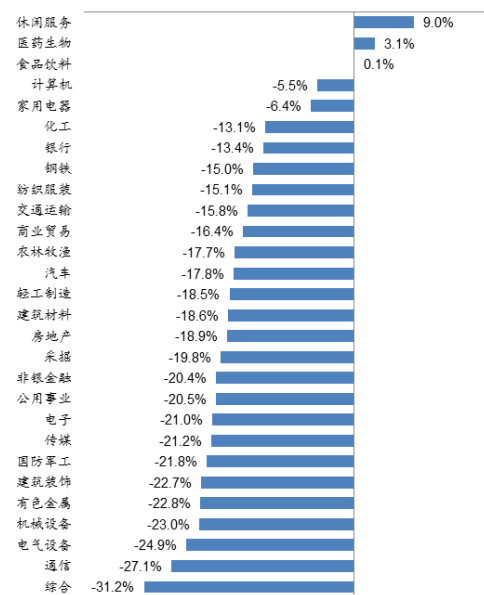
消费领先，周期跑输。2018 年上半年，上证综指下跌 13.9%，深证成指下跌 15.0%，中小板指下跌 14.3%，创业板指下跌 8.3%。回顾上半年，市场调整的主线原因在于“金融去杠杆”进程对微观流动性、标的基本面以及市场情绪均造成了一定程度的负面影响，而 3 月以来愈演愈烈的中美贸易摩擦则进一步加剧了市场弱势行情。基本面受宏观经济周期影响相对较小、现金流较为稳定的消费型行业（如社服、医药、食品饮料）涨幅相对靠前；而周期类行业及受中美贸易摩擦压制的行业则跌幅较大。

图：2018 上半年股指涨跌幅



数据来源：Wind 资讯，招商基金

图：2018 年上半年行业涨跌幅



虽然受到去杠杆政策的短期冲击，但中国经济的运行仍然相对平稳。截至 2018 年一季度，我国的实际 GDP 增速仍有 6.8% 水平；截至 6 月，我国制造业 PMI 数据已经连续 23 个月在荣枯线上方、连续 4 个月在 51 以上。即使按最坏情形考虑关税的落地，对 GDP 冲击也相对有限；据测算，加征关税对 GDP 的影响不到 0.2 个百分点。

事实上，为避免短期调整带来更多风险，政策已经开始采取一系列边际宽松、稳定预期的措施。例如央行在 4 月底和 6 月底连续两次降准，近期的国务院常务会议及央行货币政策委员会对流动性的态度由此前的“合理稳定”提升至“合理充裕”，预计后续将把握好去杠杆政策执行的节奏和力度。

此外，虽然短期的政策调整带来了经济和市场下行压力，但转型阵痛之后将打开中国经济中长期健康发展的前景。而更重要的是，历经本轮去杠杆筛选后依然存活、甚至发展壮大企业，将被证明是在长期市场竞争中能够胜出的好公司，也将是能够为投资者提供长期回报的优质投资标的。

估值是观察资本市场投资价值的重要指标。截止 7 月 3 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 20%、24%、3% 分位水平。再考虑到未来的业绩增长，当前市场继续下行的空间已经非常有限。

图：主要 A 股指数估值水平

| 主要指数 | 2018/7/3 | 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% | 60% | 70% | 80% | 90% | 100% | | | |
| 绝对估值 PE(TTM) | WIND 全 A | 15.7 | 58.2 | 11.5 | 20.1 | 26% | | | √ | | | | | | | | | |
| | WIND 全 A (剔除金融石油石化) | 23.1 | 76.2 | 13.8 | 31.3 | 20% | | | √ | | | | | | | | | |
| | 上证 50 | 9.6 | 48.5 | 6.9 | 11.8 | 34% | | | | | √ | | | | | | | |
| | 沪深 300 | 11.5 | 51.1 | 8.0 | 14.0 | 24% | | | √ | | | | | | | | | |
| | 中证 500 | 22.3 | 92.8 | 16.6 | 37.9 | 3% | √ | | | | | | | | | | | |
| | 中小板 100 指数 | 26.3 | 67.7 | 14.5 | 33.1 | 17% | | | √ | | | | | | | | | |
| | 创业板 100 指数 | 39.8 | 137.9 | 28.8 | 50.6 | 20% | | | √ | | | | | | | | | |
| | 中小板综合 | 30.6 | 96.7 | 15.9 | 41.0 | 18% | | | √ | | | | | | | | | |
| | 创业板综合 | 51.5 | 154.4 | 28.1 | 57.7 | 36% | | | | | √ | | | | | | | |

数据来源：Wind 资讯、申万宏源、招商基金

优选成长，配置消费。结构方向上，首先，短期内我们看好成长的相对收益。一是从基本面角度来说，“高质量发展”目标鼓励“新经济”发展，而信用紧缩及地产等政策再度加严等则使得周期（含金融地产）承压，成长股的比价效应抬升；二则从估值角度层面分析，边际宽松的短端流动性将最为利好对流动性敏感的成长性标的。其次，消费（受地产周期影响大的家电等除外）也是我们认为应该配置的方向，其主要看点在于经济下行周期中稳定的现金流及业绩、以及中期持续受益于外资流入效应。

行业方面，基于看好成长股的背景，我们重点关注计算机、军工、电子行业；消费方面则关注食品饮料、休闲服务等板块。

3.2 债券投资策略

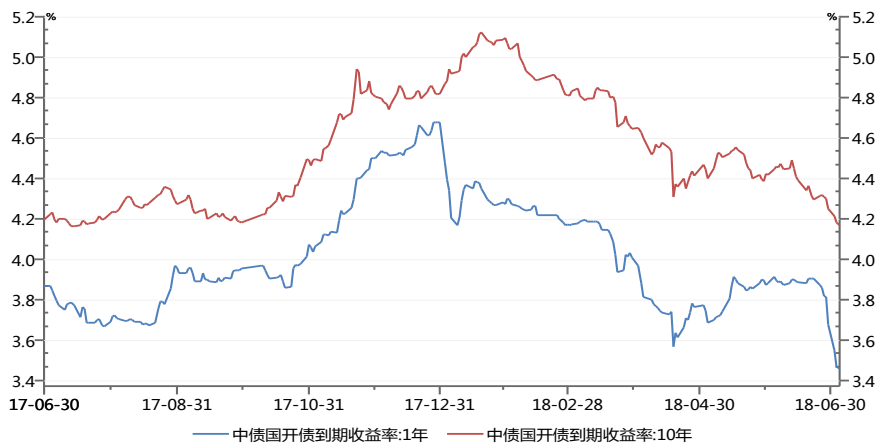
3.2.1 利率产品

基本面，今年上半年尤其二季度以来以来，经济出现了疲弱的现象：一季度至今生产较为旺盛，但需求整体出现下滑。固定资产投资增速尤其是基建投资增速受到财政整顿、金融监管强化的影响呈现快速下滑的态势，各类监管措施尤其是资管新规的出台，加之对资金流向的严格限定，这些都抑制了金融资源流向基建行业。更为值得关注的是，目前作为经济的领先指标社融增速出现明显下滑，主要受到银行表外融资受严格监管后收缩所致，引发后续经济下行的担忧。另外，市场风险偏好的降低也使得以民营企业为主的中小企业融资问题更为严峻。展望下半年，总的来看由于去年以来再融资环境的收紧，经济下行的压力仍会延续，需关注下半年财政支出和地方债发行节奏加快带动基建投资的企稳。

政策面，货币政策趋于中性，流动性边际改善明显。随着金融去杠杆接近尾声，18 年货币政策基调也有所变化，从 17 年的实质偏紧回归到中性，流动性边际上有明显的改善。但央行近期重启的定向降准和置换降准，主要目的还是为了引导资金投向小微、三农领域，而不是转向全面的宽松，目前货币政策依然是维持中性稳健。后续央

行的态度仍向边际宽松继续转向，但短期来看政策目的还是以缓解小微企业融资难融资贵为主，如继续实施定向降准、置换降准等，市场资金面受益波动性会降低，但由于实体经济有明显分化，大企业、国企的利润增速仍在高位，出现全面宽松的可能性还比较小。后续要关注贸易战对国内经济、对政策决策是否会产生重大影响。**预计利率债和高等级信用债仍有利率下行空间。**

图：中债国债到期收益率走势图

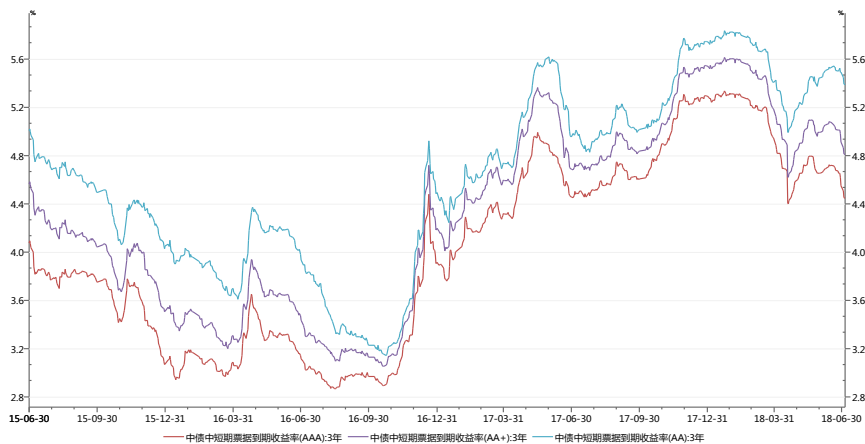


数据来源：Wind 资讯，中国债券信息网，招商基金

3.2.2 信用产品

与利率债几乎单边下行的趋势不同，上半年信用债收益率呈现先下后上、等级分化的态势。目前高等级收益率已经回到 2017 年年初的水平，但低等级信用债仍处于 2017 年年末以来的高位。从企业基本面来看，过剩产能行业持续处于行业景气度高点，信用资质显著改善，市场认可度也逐步提高。但城投和地产企业融资受制于强监管，融资渠道严重受限，导致公开市场周转压力增大，加剧了供需矛盾，进一步抬升了收益率。**短期来看，市场风险偏好下降的趋势难以反转，低等级企业融资困局也很难显著改善，叠加下半年到期和回售高峰的到来，我们认为低等级信用债内部将出现分化行情，在坚持价值投资理念的同时，我们将适当关注低等级信用债中资质较好的个券。**

图：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

短期融资券方面，上半年短融收益率走势与中长短信用债趋同，但分化更为显著。由于同业存单收益率快速下

行为短端信用债收益率打开了下行的空间，收益率曲线趋向陡峭化。目前短端收益率已经处于较低水平，下行空间有限。

3.2.3 可转债

可转债市场上半年行情可以总结为震荡中回归起点。

年初 A 股市场的蓝筹白马的行情加上个券供给压缩，转债市场迎来冲高。2、3 月份开始，市场风格切换，贸易战爆发，A 股进入下行通道，转债市场也跟随下跌，4 月份由于供给压缩，转债市场出现一次小幅反弹，步入 5、6 月份，贸易战的反复、信用风险的演化、流动性的沉淀叠加使得转债市场大幅下探，中证转债指数回到近两年最低位。

目前叠加债券市场违约风险、贸易战反复、国际欧元区政局动荡、国内信用紧缩等不确定性、突发性因素，可转债市场对于下半年投资策略中心点主要是从不确定性中寻找确定性因素。确定性因素主要分为两个层面，第一层从自上而下来看，通过本次贸易战、中兴事件之后，国家发展战略明确提出芯片国产化、自主化，5G、电子通讯、芯片是会稳步发展的行业。第二层从自下而上来看，今年医药行业景气度较高，转债市场可逢低关注相关标的。

总体来说，目前市场依然在震荡中寻找底部，依然不能忽视贸易战的反复对市场造成的影响。目前转债市场个券的绝对价格已在近年历史底部区域，由于转债市场流动性的原因，需要更多的左侧进入，短期内可适度关注，但同时控制仓位，等待市场反弹。