



招商基金投资月报

2018年8月



稳投资 | 乐生活 | 爱公益

目 录

1 宏观经济环境	0
1.1 海外市场.....	0
1.2 国内市场.....	1
2 大类资产观点	3
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.....	4
2.5 原油市场.....	5
2.6 黄金市场.....	6
2.7 汇率市场.....	6
3 股债投资策略	7
3.1 A股投资策略.....	7
3.2 债券投资策略.....	9
3.2.1 利率产品.....	9
3.2.2 信用产品.....	10
3.2.3 可转债.....	11
附表 本月重点关注产品	错误!未定义书签。

招商基金 8 月投资策略报告

1 宏观经济环境

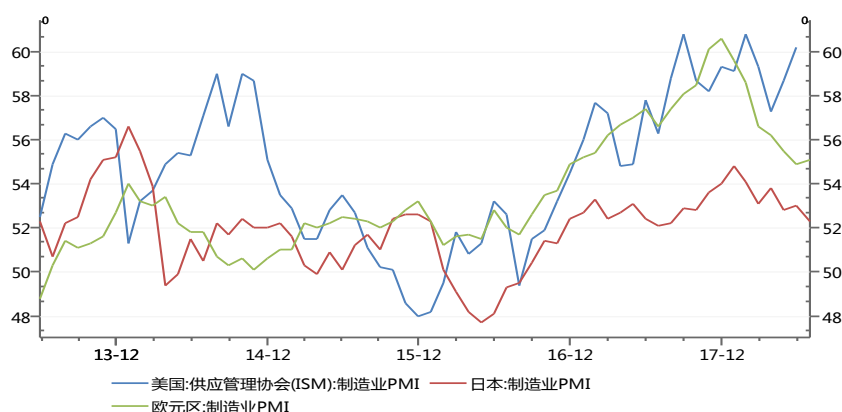
1.1 海外市场

美国经济表现依然非常强劲，二季度实际 GDP 年化季环比达 4.1%，创 2014 年三季度以来最高增速；7 月 ADP 新增就业人数为 21.9 万，远高于预期的 18.5 万，同时前值也由 17.7 万修正为 18.1 万。欧元区前期经济放缓的情况也有所好转，其经济意外指数在 7 月出现了明显回升。整体来看，美国和其他主要发达经济体之间的经济增长预期差有所收窄，但从最新 PMI 数据来看，美国经济的绝对表现仍明显好于欧、日。

此外，中美贸易争端继续向复杂化和长期化方向演化。继 7 月 6 日美国正式对我国实施 340 亿美元商品的加征 25% 关税之后，美国继续威胁将对另外 2000 亿美元的中国进口商品加征 10%（甚至 25%）的关税。与此同时，7 月 17 日欧盟和日本正式签署自由贸易协定，涉及取消关税、破除非关税壁垒和扩大服务贸易等多个方面；7 月 25 日，美国和欧盟发布关于自由贸易的联合声明，在贸易公平互惠、加强能源合作和对话以及改革世贸组织等方面达成了贸易协议。中美贸易摩擦首先直接负面影响经济基本面，缩短全球复苏经济周期；此外也将对资本市场带来不确定性、起到杀估值效果。

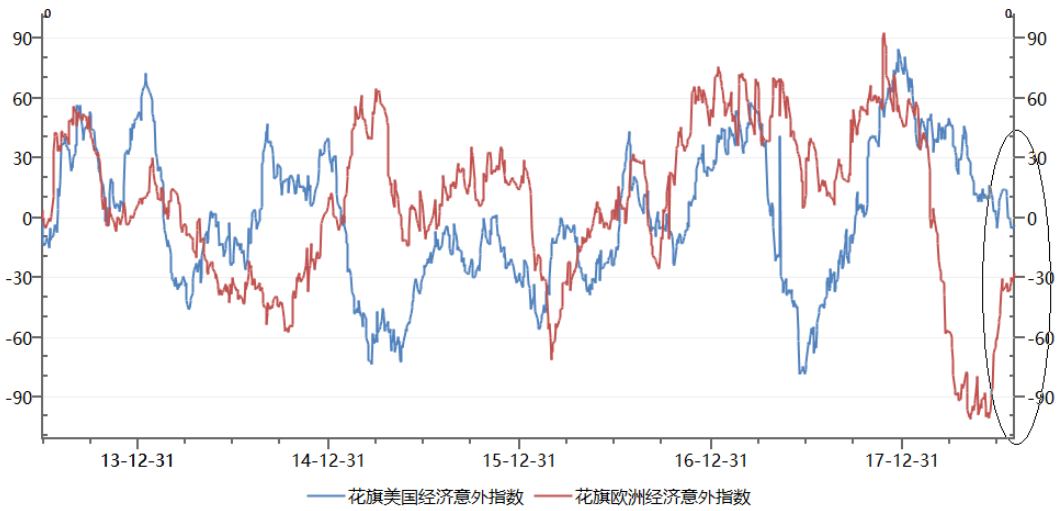
美联储已经逐渐加快其缩减资产负债表规模的步伐，同时，欧央行在 7 月议息会议上重申了在今年 12 月退出净购买的时间表，日央行在调整了其对收益率曲线的控制方式后亦难以进一步加码资产购买计划，全球主要发达经济体央行的整体资产负债表规模或将于今年年底见到拐点。考虑到美国及欧、日之间的经济增长分化将持续、美联储将大概率在 9 月继续加息、而欧央行再度缩减购债规模一事要到年底再启动，预计美元在未来一段时间仍将维持强势、新兴经济体的金融条件继续小幅收紧，而该势头在四季度或开始边际弱化。另外，我们需要密切关注中美贸易摩擦的后续演化情况。

图：美、欧、日 PMI 指数继续分化



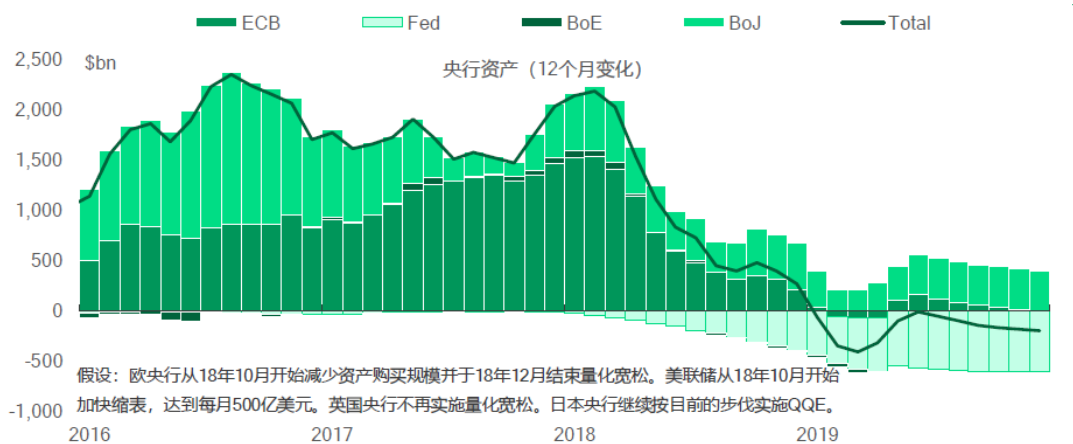
数据来源：Wind 资讯，招商基金

图：发达经济体花旗经济意外指数年初明显下行



数据来源：Wind 资讯，招商基金

图：发达国家央行资产负债表规模或在 2018 年底迎来拐点



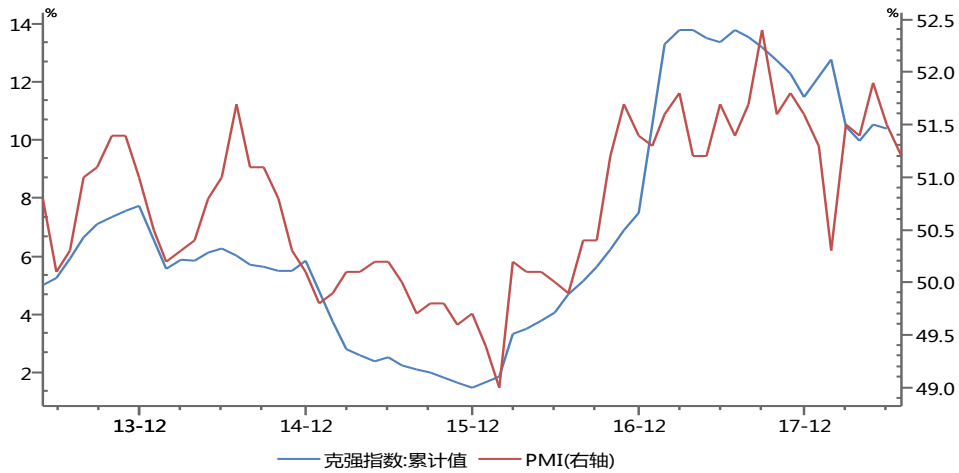
数据来源：Bloomberg, TS Lombard, 招商基金

1.2 国内市场

从最新公布的数据来看，去杠杆已经对实体经济带来了一定的下行压力。6月的社会融资总量存量增速已经下降至10%以下，低于名义GDP增速。而信用的快速收缩已经开始影响到实体经济，6月投资增速再创新低，其中基建投资仍为主要拖累；而7月制造业PMI最终录得51.2，环比走弱、且弱于历史季节性。往前看，在货币政策和财政政策双紧的背景下，下半年的实际经济增速将面临更大的下行压力；同时，下半年PPI的基数效应将逐渐消退，供给侧改革的力度也难以再大幅加码，预计下半年PPI同比增速将明显收窄，因此名义经济增速也将承压。此外，中美贸易摩擦也将负面影响国内经济，据瑞银证券测算，若美国进一步推进对中国2000亿美元出口产品加征10%关税，中国GDP增速将再度被拖累0.5个百分点。

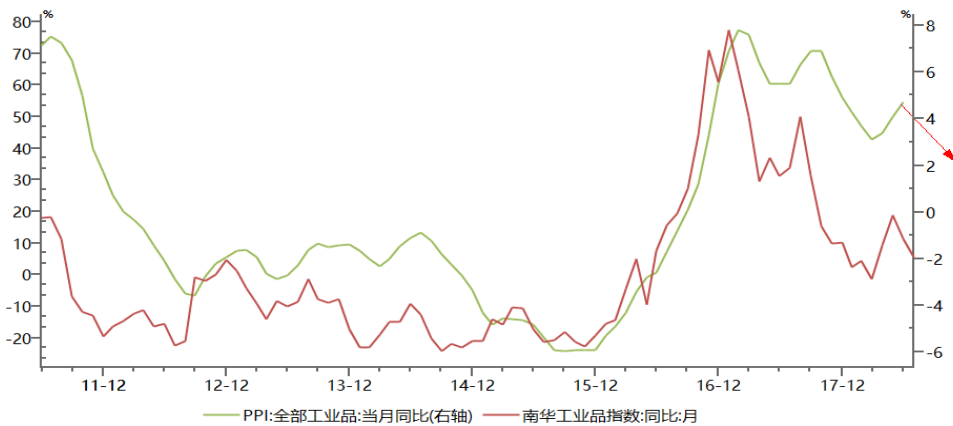
宏观经济下行压力的加大也令货币政策和财政政策在近期做出了相应的微调。货币政策方面，继央行4月25日以置换到期MLF形式进行定向降准之后，央行再于6月24日再度下调准备金率0.5个百分点，同时将市场化法治化“债转股”和发放小微企业贷款作为支持重点；6月27日央行货币政策委员会2018年第二季度例会上将流动性的表述从“合理稳定”变为“合理充裕”；而7月20号落地的资管新规实施细则在未到期产品的承接以及难以回表的存量非标和股权类资产处理等具体操作问题上进行了边际调整。财政政策方面，7月23号国常会提出“积极财政政策更加积极”，并要求“保障融资平台公司合理融资需求”，随后7月26号李克强总理视察了总投资额达2700亿的川藏铁路项目，中西部地区的基建投资或将成为财政政策发力的重点区域。从7月31日召开的政治局会议来看，货币、财政政策的双边际宽松定调亦再次得到验证。预计后续去杠杆实施的节奏和力度将根据宏观经济基本面走势进行微调。

图：实体经济下行压力逐渐加大



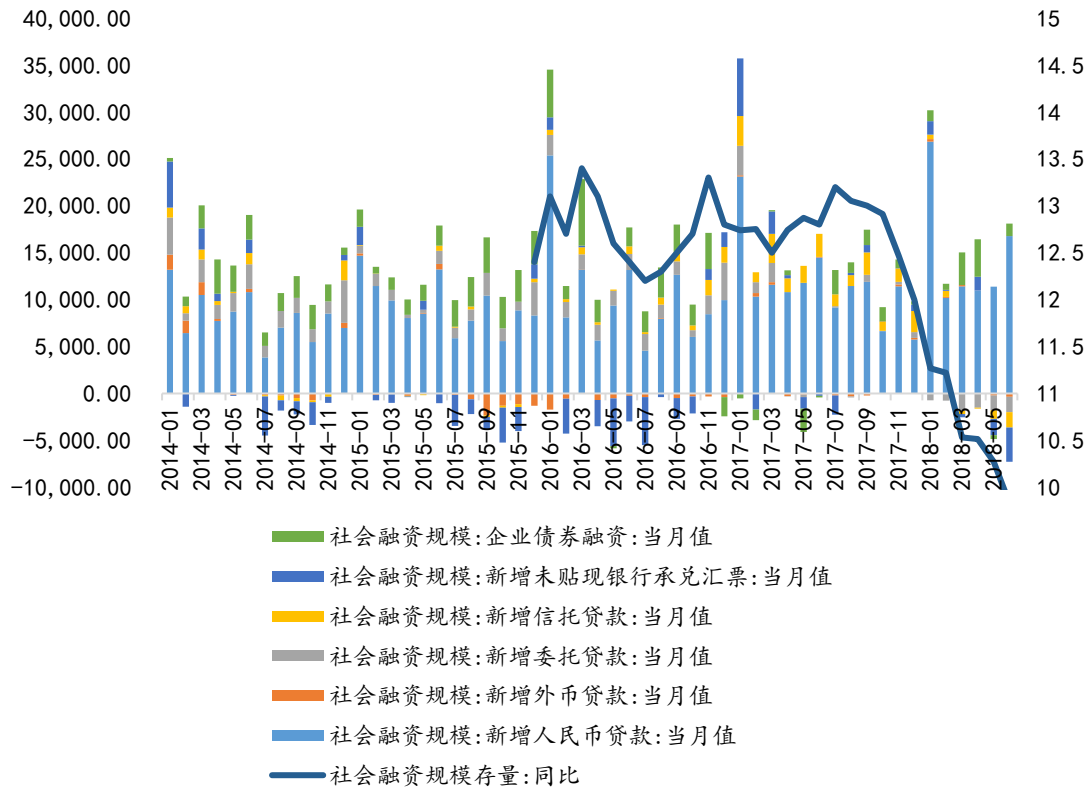
数据来源：Wind 资讯，招商基金

图：PPI下半年下行压力加大



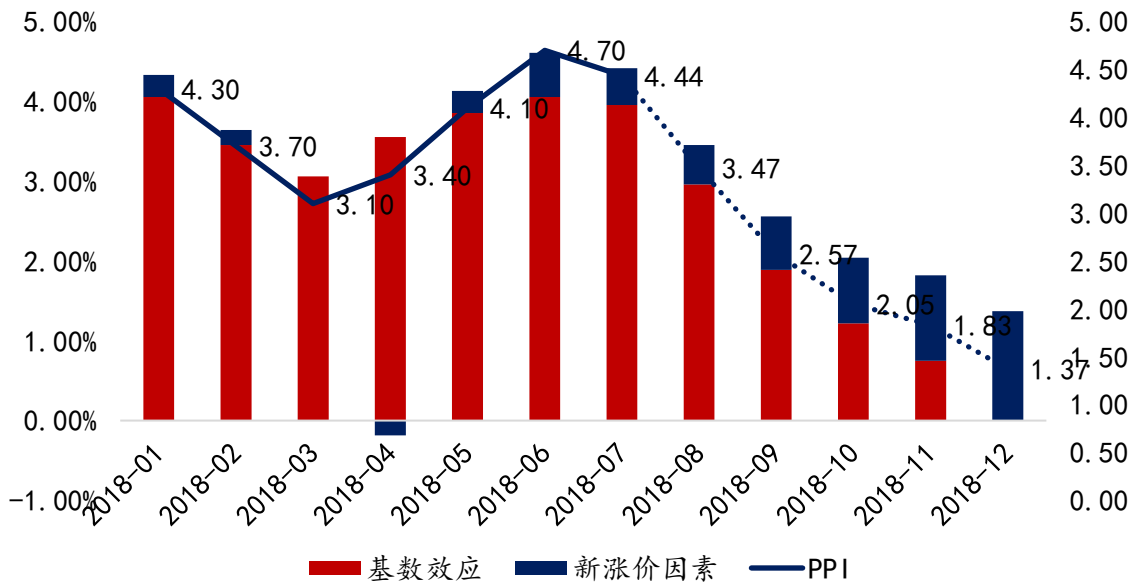
数据来源：Wind 资讯，招商基金

图：7月社融存量增速继续下行



数据来源：Wind 资讯，招商基金

图：2018年下半年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

整体来看，海外方面，预计下半年美国及欧、日之间的经济增长分化将持续、但差距或有所收敛，此外欧央行

自 9 月起再度减少购债规模也将影响国际资本流动、但全球流动性收紧的趋势不改；预计下半美元仍将维持强势、但四季度起可能边际弱化，而资金持续回流美国的情况也将边际减弱。关于中美贸易问题，我们预计中美之间的摩擦或将长期存在；同时，随着美国 11 月中期选举临近，短期内贸易摩擦也将有所反复。再观国内，在去杠杆主基调不改的前提下，政策层面开始进行一定程度的纠偏，预计后续去杠杆实施的节奏和力度将根据宏观经济基本面走势进行微调。

2.1 A 股市场

对于权益市场而言，由于下半年经济基本面向下压力仍大，我们认为权益资产的盈利恶化仍将对其资产价格形成一定压制；但另一方面，从估值角度来看，当前的估值水平已处于历史低位，向下空间有限，中美关系在中期选举后可能迎来阶段性喘息、四中全会或带来更明确的经济发展改革方向，这些均有利于权益资产提升估值。我们认为短期内可以适当配置权益资产，中期则持更乐观态度。

2.2 债券市场

债券市场来看，经济的下行趋势确认利率高点已过，且将贯穿下半年，海外流动性的收紧或在一定程度上制约利率的下行空间、但我们判断该空间有限。信用债方面，随着政策边际宽松，悲观的信用预期将在一定程度上得以恢复。短期内，我们认为利率债和信用债均存在配置价值；考虑到前期市场对于民企融资非理性的“一刀切”看法使得部分个券遭致错杀，我们可能会适当精选个券予以关注。中期，随着经济下行压力加大，利率债的性价比将进一步提升，我们可能将择机增持。

2.3 港股市场

7 月份港股市场跌幅收窄，恒生指数和恒生国企指数分别下跌 1.3%和 0.4%，表现较全球主要市场居后。表现特点为：1) 小盘股不再抗跌，2) 周期股短暂反弹，3) 防御性行业内部分化，此前强韧、领先的消费和医药表现落后，公用事业和电信领先。7 月主导市场波动的因素是：1) 政策转变逐渐明确，下半年稳增长，基建有望发力，降杠杆进程或将放缓，信用环境和流动性环境有望较上半年边际改善，遏制房价上涨，带来周期性行业一轮短暂反弹和南下资金的小幅回暖。2) 人民币继续贬值，压制估值的同时侵蚀港币计价盈利预期。3) 美元指数平稳，新兴股市被动资金有所回暖。4) 贸易战的发展，不断扰动风险偏好。

进入 8 月，大部分港股公司集中披露中报，具有韧性的增长数据有望支撑市场企稳，迎来一波反弹；政策转变尤其利好周期性行业和国内流动性预期的改善；但政策支持需要时间反映在融资、投资、以及企业盈利层面，贸易战进展值得关注，人民币贬值压力犹存，因此我们建议维持平衡的组合策略，反弹中仍需警惕市场波动。短期板块观点：1) 香港本地股和外资股对南下资金吸引力或上升。。2) 看好金融，因为受益于流动性边际上的改善，未来新增贷款有望加速增长，前期降杠杆措施有助于降低长期尾部风险。3) 前期市场集中增持的消费和医药行业，短期可能遭减持，但长期我们依旧看好消费的韧性和家庭消费结构趋势。4) 水泥、钢铁、建筑等与基建相关度高的行业有望受到项目加速投放提振。5) 公用事业盈利反弹，中报季和市场波动中有望提供超额收益。

2.4 美股市场

7 月美股市场表现在发达市场中处于前列，道琼斯工业指数上涨 4.7%，标普 500 上涨 3.6%，纳斯达克指数上涨

2.2%。美股 7 月风格轮动显著，上半年表现领先的科技股 7 月表现有所减弱，而银行、交运、制药、资本品等上半年表现相对落后的行业在 7 月大幅领先。市场主导因素是盈利，具体包括：1) 二季度盈利数据强劲，好于市场一致预期，支持美股整体，尤其是银行、交运、医药等行业的优异表现。2) 部分科技股龙头增速和用户数据不及预期，带动板块出现大幅回调，造成纳斯达克指数表现落后道琼斯工业指数和标普 500。3) 美国和欧盟在关税谈判方面的进展帮助投资者信心修复。

我们对美股 8 月持中性偏谨慎观点，短期经济增长强劲对盈利基本面形成支撑，但估值和投资者风险偏好可能有所波动。基本面角度，美国短期经济和企业盈利势头依然较强，特朗普 6 月底提出酝酿第二轮税改，可能为短期增长预期上修进一步助力。估值角度，9 月美联储加息是大概率事件，或进一步压制市场估值，对部分估值水平较高的行业来说（例如零售、软件、和商业和专业服务），高估值有待调整；10 年期美国国债收益率 7 月下旬迅速上升，近期再次挑战 3%，可能带来资金面波动；部分科技龙头的业绩指引下调和股价大幅调整，或引发投资者情绪恶化，波及市场整体。

2.5 原油市场

供需基本面叠加地缘政治风险，油价中枢仍将维持高位。2018 年 7 月，油价受主要产油国增产叠加贸易摩擦影响，微幅下调至 75 美元中枢，整体符合预期。从供给端看，OPEC 产量增加 30 万桶/日，叠加俄罗斯、沙特同时增产，导致原油库存增加，油价承压下行。从需求端看，中美贸易摩擦加剧，美国计划将 2000 亿美元关税提高至 25%，市场情绪担忧原油出口量大幅下降影响需求，进一步打压油价。

图：布伦特油价走势（百万桶/天）



数据来源：Wind 资讯、招商基金

我们认为，由于供需基本面叠加地缘政治风险支撑，2018 年 8 月油价将在 70-80 美元中枢范围内高位震荡。

油价不具备大幅下跌的基础，7 月份的走势更多的是前期油价连续上涨的回调。7 月份最大的边际增量来源于 OPEC 增产，而 OPEC 剩余产能有限，不可能持续大幅增产。8 月油价持续下跌缺乏基本面支撑。

受供需基本面与地缘政治风险支撑，8 月油价将在 70-80 美元中枢范围内高位震荡。从需求端看，2018 年下半年原油需求进入旺季，预计将比上半年需求增长约 2%。从供给端看，OPEC 与俄罗斯等主要产油国的原油增产速度将边际放缓，叠加当下的原油价格尚不足以支撑更多资本开支导致页岩油供给增幅也较为有限，导致原油价格受基本

面支撑维持高位。地缘政治将推升市场情绪，进一步强化油价。短期内，伊朗问题尚未解决，8月初伊朗将进行军演；中期内，美国中期选举将在2018年11月6日举行，选举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。

结合供需基本面与中东地缘政治事件将在8月内对油价形成支撑，我们预计8月布油价格中枢将维持70-80美元高位震荡。

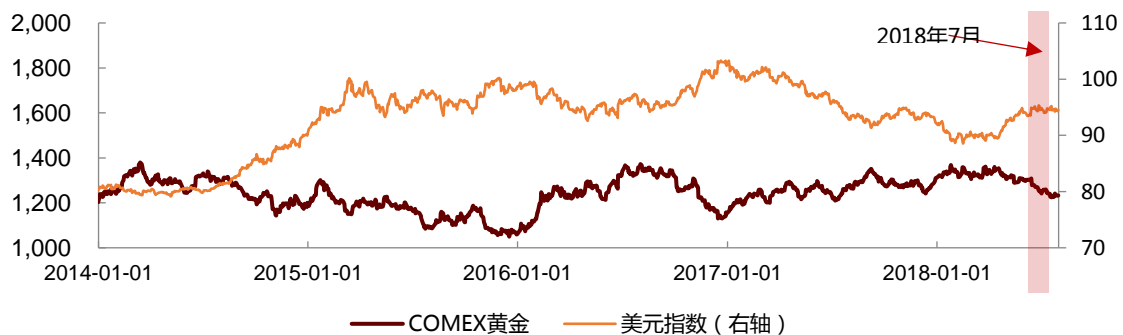
2.6 黄金市场

黄金：受强势美元影响，黄金价格震荡下行。

我们认为7月份黄金价格的下跌主要受美国经济的强劲表现带动美元的强势，使得市场避险情绪消退的影响。美国二季度实际GDP环比折年率为4.1%，高于前值2.2%，刷新了2014年三季度以来的新高。在强劲的经济表现下，美元指数在2018年7月份维持在94左右的高位。美元的强势表现使市场避险情绪消退，从而导致了黄金价格指数与美元指数呈现负相关关系。因此，在2018年7月份，COMEX黄金指数从1241.7美元/盎司下跌至1233.6美元/盎司。

我们预计8月份的黄金价格仍将承受下行压力。主要基于以下三点判断：第一，短期内美国经济将继续保持强劲增长，美元预计继续保持强势；第二，美联储加息立场坚定，美国国内利率提升的预期使得黄金的吸引力下降；第三，欧盟和美国贸易紧张关系缓和，市场避险情绪进一步消退。

图：黄金价格指数与美元指数呈负相关关系



资料来源：Wind 资讯，招商基金

2.7 汇率市场

美元维持阶段性强势

2018年7月美元指数整体震荡，但仍旧保持高位，震荡区间为94-95.6。强势的经济基本面仍旧是支持美元的支柱，6月美国ISM制造业PMI为60.2，为2004年以来第二高，7月ISM制造业PMI略有回落，但仍在58.1的高位。另外，美联储的“加息”也在不断加码：根据最新的FOMC议息会议之后，当前CME提供的利率期货数据显示9月FOMC的加息概率已经升至91.2%，几乎“板上钉钉”。然而，由于特朗普之前发声强势美元和强势加息对美国不利言论，导致7月中美元指数一度出现回调。

2018年8月我们仍旧保持对于美元下半年的观点，认为短期美元仍将位于中枢高位，但中期动能减弱。需要持续跟踪的指标主要是美国经济是否持续稳健、欧洲经济是否可能超预期，以及美欧日主要央行货币政策的变化。

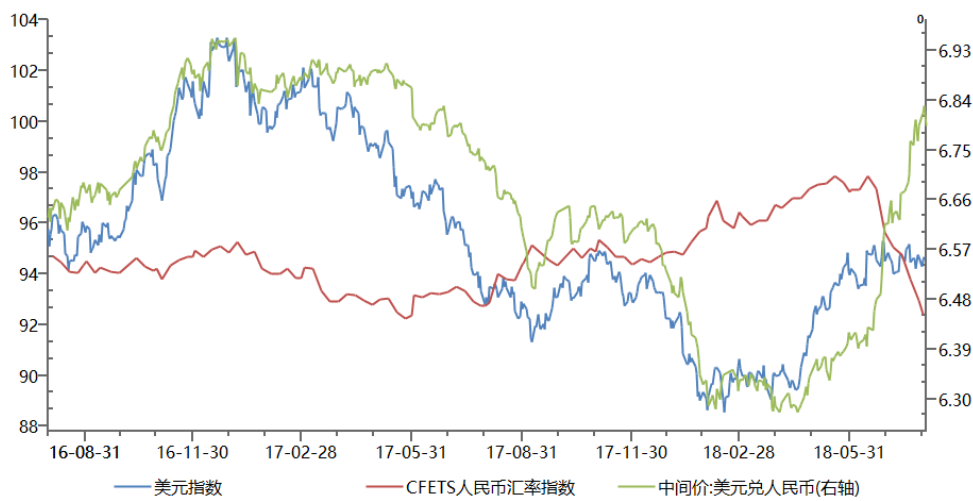
人民币汇率 6 月份以来出现了快速贬值，在美元指数基本收平的情况下，人民币兑美元贬值 5.88%，CFETS 指数下跌 5%。7 月份以来人民币贬值幅度趋缓，当月人民币贬值 2.94%，CFETS 指数下跌 3.39%

总体来看，我们认为近期的人民币汇率贬值主要是因为贸易摩擦加剧和央行政策导向放松导致外汇市场情绪明显恶化，而非由美元走势主导。往后看，人民币贬值预期或将依旧存在，主要有几个原因：

- 1) 目前中美利差处于历史低位（60bps 左右，5yr、10yr 均值都在 100bps 左右），且趋势难改。
- 2) 经常账户顺差收窄和贸易摩擦的不确定性上升，

但到关键点位我们仍旧相信国家的调控能力，例如可以通过重启中间价定价的逆周期调节因子等方式来稳定人民币汇率。

图：人民币汇率指数、美元指数走势图



资料来源：Wind 资讯，招商基金

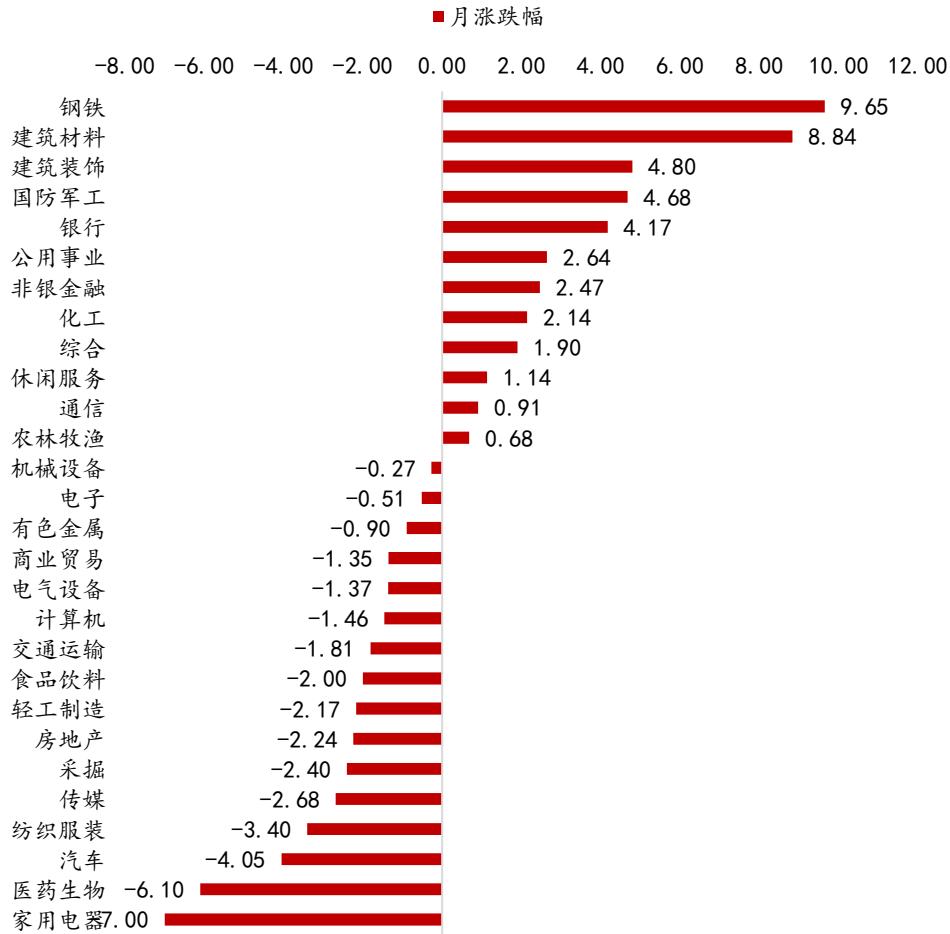
3 股债投资策略

3.1 A 股投资策略

周期领先，医药遭遇黑天鹅。

2018 年 7 月，上证综指上涨 1.02%，深证成指下跌 2.14%，中小板指下跌 1.93%，创业板指下跌 2.83%。回顾 7 月份，政策继续确认边际转向，市场对于下半年基建将进一步发力的预期逐渐升温，周期板块领跑大市，钢铁、建筑装饰板块单月分别上涨 9.65% 和 8.84%；同时，长生生物的“假疫苗案”在舆论中愈演愈烈、负面影响波及疫苗和整个医药板块，医药板块 7 月下跌 6.1%；此外，家电板块受到地产周期向下影响，单月大跌 7%；汽车板块则受到国内对进口车关税减免的消息影响下跌 4.05%。

图：2018年7月行业涨跌幅（%）



数据来源：Wind 资讯，招商基金

A 股走向判断：估值筑底，中期乐观。

整体来看，随着政府对经济增长底线思维的强化，货币政策和财政政策均有进一步微调的空间，同时去杠杆政策执行的节奏和力度也将进行相应调整；但另一方面，政策微调的效果向信用、实体经济的传导仍需时日，权益资产的盈利恶化仍将对其资产价格形成一定压制。从估值角度来看，当前的估值水平已处于历史低位，向下空间有限——截止 7 月 31 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%、29%、3%分位水平。中美关系在中期选举后可能迎来阶段性喘息、四中全会或带来更明确的经济发展改革方向，这些均有利于权益资产提升估值。

图：主要 A 股指数估值水平

主要指数	2018/7/31	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	16.0	58.2	11.5	20.1	27%			√		
	WIND 全 A (剔除金融石油石化)	23.0	76.2	13.8	31.1	20%		√			
	上证 50	10.2	48.5	6.9	11.8	49%					√
	沪深 300	12.0	51.1	8.0	13.9	29%			√		
	中证 500	22.3	92.8	16.6	37.7	3%	√				
	中小板 100 指数	25.0	67.7	14.5	33.0	11%		√			
	创业板 100 指数	38.7	137.9	28.8	50.4	17%		√			
	中小板综合	29.4	96.7	15.9	40.9	15%		√			
	创业板综合	49.4	154.4	28.1	57.5	32%				√	

数据来源：Wind 资讯，申万宏源，招商基金

结构选择：周期搭台，成长唱戏

短期，我们看好前期受信用收缩负面影响板块的估值修复、以及受益于基建发力方向领域的行情，包括周期板块中的建筑、建材、钢铁、煤炭、银行等行业。中期，考虑到在目前经济形势之下，经济转型仍是最佳出路，创新及成长相关领域的投资标的值得关注；行业方面，我们重点关注计算机、电子等领域。

3.2 债券投资策略

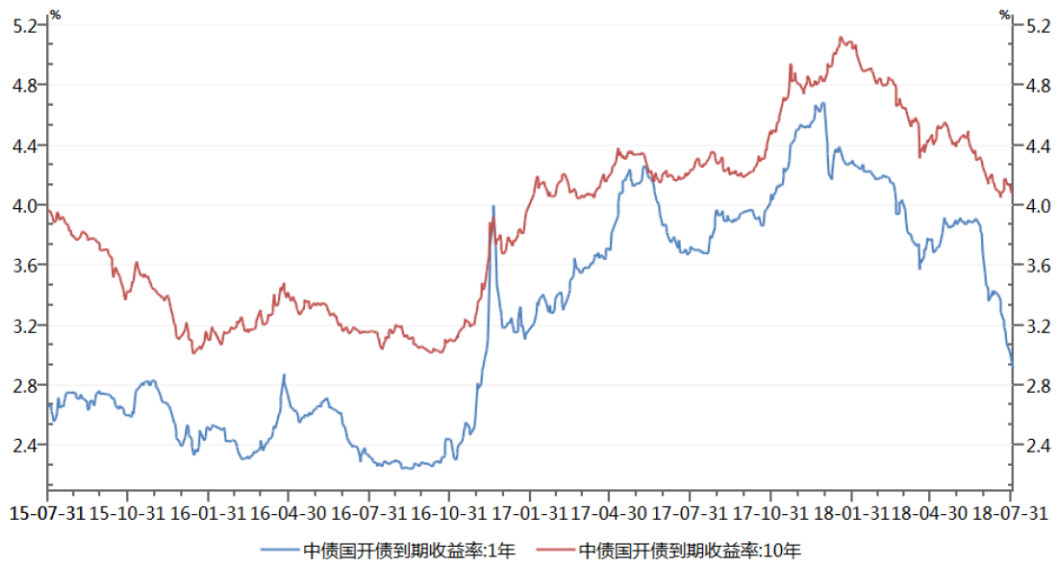
3.2.1 利率产品

当前经济基本面从数据来看仍有韧性，但内外部经济的压力使得去年以来的去杠杆政策落实出现节奏上的调整，但从政治局会议通稿来看去杠杆大方向仍在坚持，未来要做的是协调好各项政策出台时机，减少去杠杆对实体的误伤。整体来看当下政策是微调不是转向，大水漫灌的概率大幅降低，下半年财政政策会更积极，通过基建发力托底经济对冲上半年融资快速收缩、中美贸易摩擦等可能带来的潜在风险，而货币政策主要工作是维持流动性稳定，主要引导定向降准资金流向小微企业、市场化债转股等。

对债券市场而言，坚持去杠杆不大水漫灌的政策指导下经济增速未来可能仍有一定下行压力，因此利率大幅上行的风险很低。但当前利率债收益率充分隐含了经济下行与货币宽松的预期，未来下行空间有限。

当前资金面宽松格局，与货币政策转向中性偏宽松有关，周期性因素是对冲贸易战和信用收缩的负面影响，结构性因素则是宏观审慎监管逐步完善并负担维护金融稳定的职责，货币政策可以更加灵活适度。从目前的情况来看，周期性因素暂时不会消退，未来一段时间资金面将延续宽松，结构性因素则意味着未来不需要通过货币政策来控制金融无序扩张，资金面不会重演 2017 年的紧张态势。货币政策把好总闸门的取向，也意味着未来货币政策可能更多要通过创新考核的方式引导流动性流向实体，现在流动性过度宽松、市场利率低于央行操作利率的现象很难长期持续。

图：中债国债到期收益率走势图



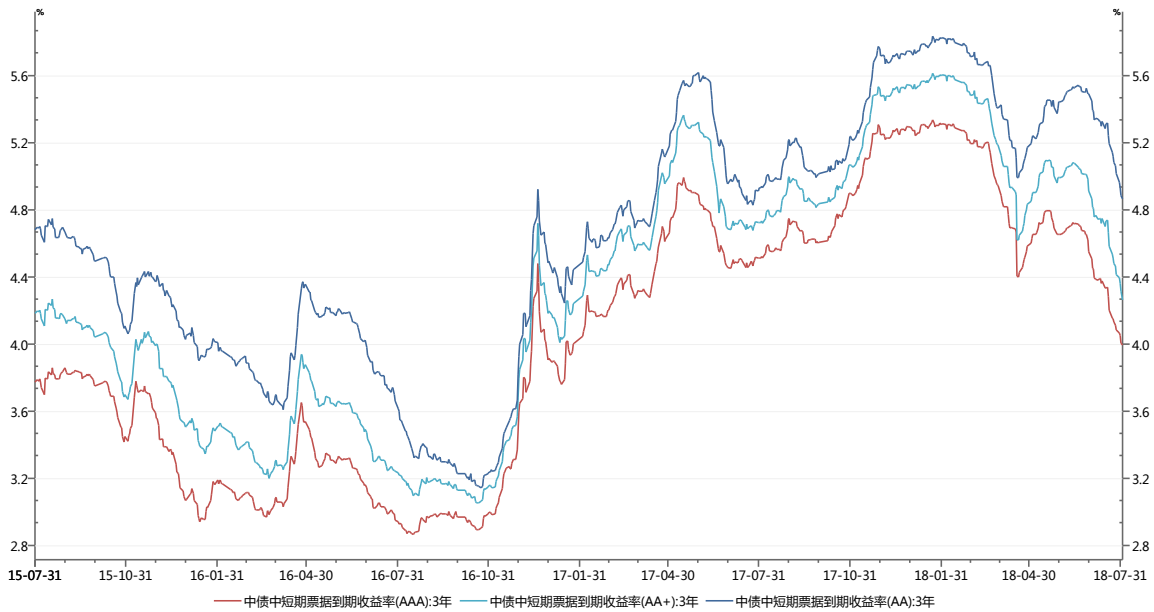
数据来源：Wind 资讯、中国债券信息网、招商基金

3.2.2 信用产品

7月全月全市场信用债合计发行6099.12亿元，净发行1204.34亿元，分别较6月增加1874.26亿元和1396.63亿元。其中公司债、企业债及中票合计发行240支，发行金额为2912.92亿元，净融资额815.74亿元，净融资额大幅回暖。由于目前监管和货币政策都有明显放松的态势，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有望的三四季度得到释放。

从二级市场来看7月信用债收益率呈现大幅下行的态势，收益率走出了近两年来最大的单月下行幅度，主要得益于资金面的持续宽松及监管层面的预期放松。以三年中票为例，三月各等级信用债收益率全月下行幅度在46-51bps之间，等级利差变化不大。经过本轮收益率的快速下行，目前各等级收益率已经回到2017年初的水平，反应出了相当于驱动2017年债券市场大幅调整的监管及基本面因素已经全部被抵消的市场预期，据此我们认为市场目前处于过度乐观的状态，但需要观察的是，目前的政策边际放松已经开始影响到银行理财的市场行为，后续会不会有大规模理财资金入场仍然值得关注。在这种情况下，我们保持谨慎乐观，关注高收益的短期品种，坚持价值投资理念，关注被错杀的个券。

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，7 月短融毛发行和净发行量均较前月上升，全月发行短融、超短融 2898.60 亿元，净融资 626.30 亿元。二级市场方面，7 月短融收益率继续大幅下行，主要得益于资金面的持续宽松拉高了杠杆息差，从而进一步打开了短端收益率的下行空间，全月各等级短融收益率下行幅度在 77-92bps 之间，等级利差有所收窄。目前来看利率曲线已经呈现陡峭化趋势，未来走势取决于资金面是否能继续维持宽松。

总的来说，8 月信用债投资策略主要以短久期信用债的投资为主，适当关注个券机会。

3.2.3 可转债

2018 年 7 月权益市场下跌，万得全 A 指数上涨 0.3%，中证转债指数全月上涨 3.05%。

转债方面，转债指数领先正股企稳并出现一波反弹，从领先情况和反弹幅度来看，转债投资者比股票投资者更为乐观。部分新券陆续上市，但评级偏低，规模较小，吸引力一般，预期后续转债和可交换债的供给均会有显著增加。在当前供给增加和情绪偏弱背景下，转债市场估值短期相对稳定，正股的选择仍为第一要务，另外适当关注新券上市初期可能低估带来的布局机会。



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.cmfchina.com
电子邮箱：cmf@cmfchina.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、复制或有意删改。