



招商基金投资月报

2018年9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.....	5
2.3 港股市场.....	5
2.4 美股市场.....	5
2.5 原油市场.....	6
2.6 黄金市场.....	6
2.7 汇率市场.....	7
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.....	13

招商基金 9 月投资策略报告

1 宏观经济环境

1.1 海外市场

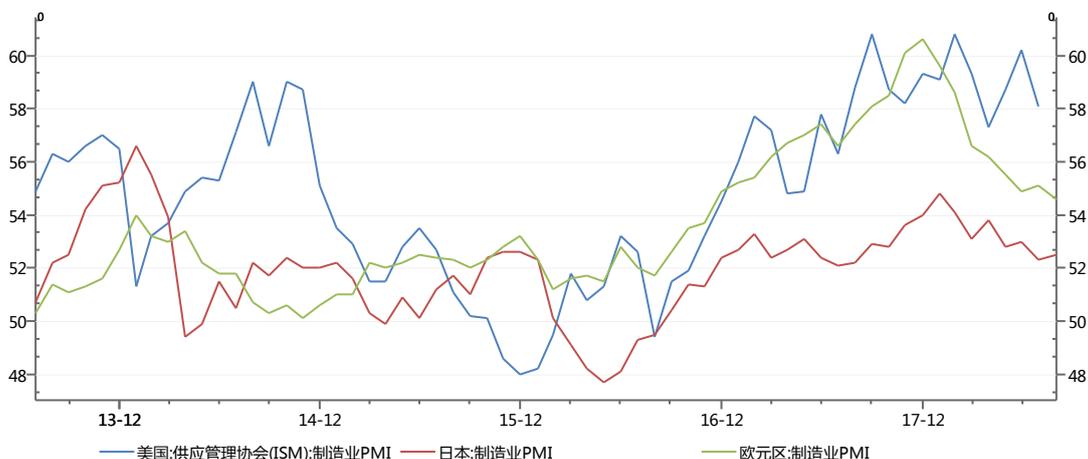
经济增速预期差进一步收敛，新兴国家现“货币危机”

美国经济继续表现强劲，二季度实际 GDP 同比增速上修至 4.2%，核心 PCE 物价指数修正值同比升 2%，均创近四年来最佳季度表现；7 月 PCE 同比升 2.3%，核心 PCE 同比升 2%，创 2012 年 3 月以来新高。欧元区经济增速下滑，但通胀抬升，欧元区二季度 GDP 修正值环比增 0.4%，7 月失业率 8.2%，8 月 CPI 初值同比升 2%，核心 CPI 初值同比升 1%。欧央行在最新议息会议中表示上半年的经济减速是临时性的，将继续削减 QE 规模。整体来看，8 月美国经济的绝对增速仍明显好于其他主要发达经济体，但从花旗经济意外指数看，两者增速与市场预期差则继续收窄。考虑到美国经济表现仍然健康，美联储 9 月加息在即，同时美国与欧日之间的经济增速预期差则进一步收敛，美元指数或将维持区间震荡格局。

新兴市场国家的货币危机进一步发酵。8 月中旬，土耳其里拉一度大跌 50%，8 月当月阿根廷比索兑美元也大贬超过 30%。在美国加息周期中，本身经济基本面较弱、且财政和经常账户双赤字的新兴市场国家面临较大的贬值压力。我们认为，随着 9 月份美联储继续加息以及欧日央行的货币政策正常化继续推进，新兴市场国家货币面临的贬值压力仍未解除，这也将给人民币带来阶段性的贬值压力，后续继续关注巴西、南非、墨西哥等国家的潜在风险。

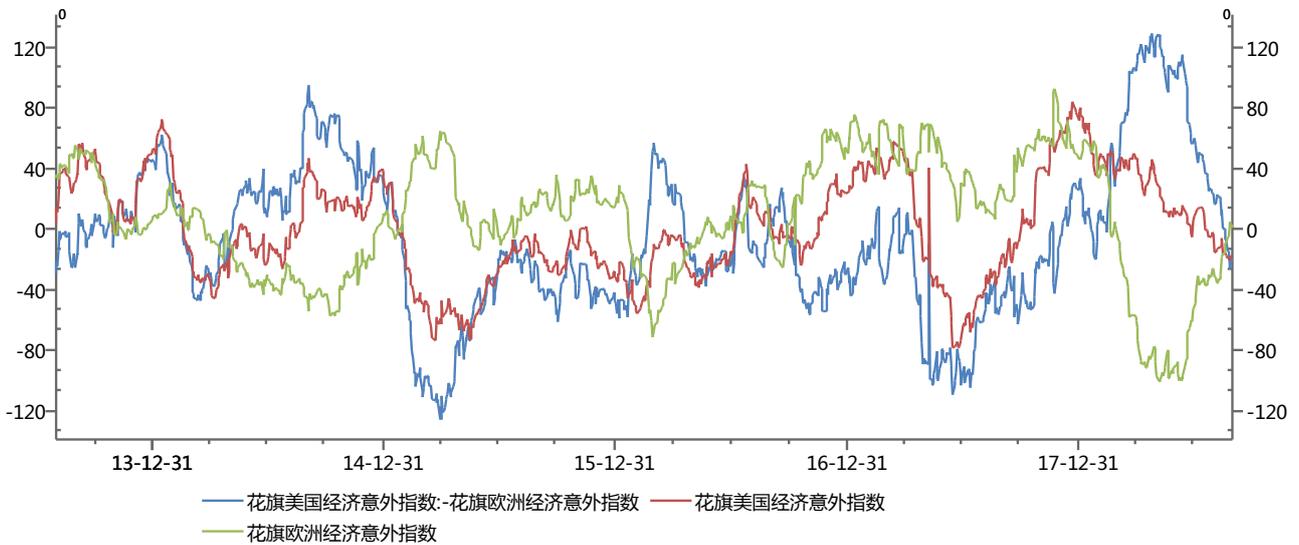
此外，美国继 7 月底与欧洲达成相关贸易协议后，又在 8 月 28 日与墨西哥达成贸易协定修改协议以取代北美自由贸易协定，与加拿大的贸易谈判也在进行中。我们认为，在与周边国家相继达成贸易协议之后，美国下一步或将贸易争端的矛头再度指向中国。美国对 2000 亿美元中国商品征税的方案将在 9 月初落地，中美贸易争端继续向复杂化和长期化方向演化；同时此轮征税落地后，中国出口企业的“抢跑行为”逐渐消失，贸易摩擦对于中国出口的负面影响将开始显现。

图：美、欧、日 PMI 指数边际有所走弱，分化程度减小



数据来源：Wind 资讯，招商基金

图：花旗经济意外指数美国下行，欧洲上行，两者增速预期差继续收敛



数据来源：Wind 资讯，招商基金

1.2 国内市场

经济尚未见底，通胀预期抬头

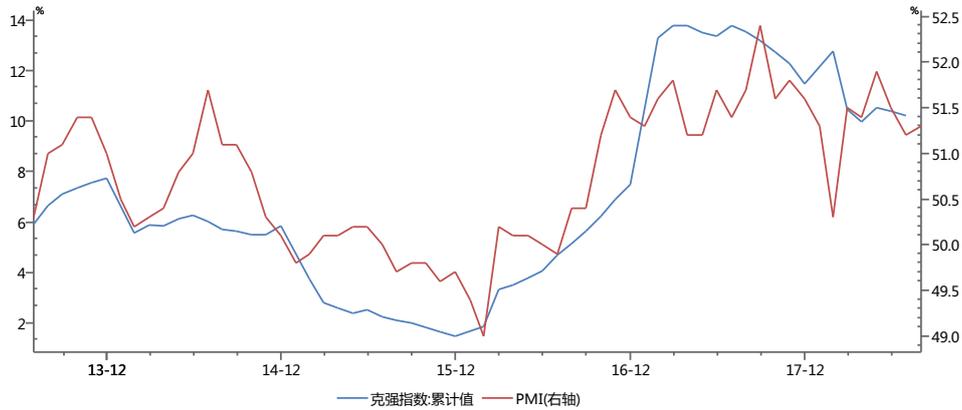
在 7 月的国常会和政治局会议定调政策调整更加明朗后，更加积极的货币政策和财政政策均继续落实执行。财政政策方面，财预 72 号文要求各地至 9 月底累计完成新增专项债券发行比例原则上不得低于 80%，并将剩余额度主要放在 10 月进行。货币政策方面，央行 6 月降准之后继续投放基础货币，银行间市场的流动性持续处于宽松状态，DR007 利率多次下破 7 天逆回购利率，短期同业存单利率和票据利率也大幅下行。

未来一段时期，我们认为实体经济的下行压力仍然较大，在资管新规及配套细则逐渐落地和严控地方融资的情况下，本轮“宽货币”向“宽信用”的传导尚不够顺畅——从融资方来看，当前着力的基建领域受到地方政府债务严控约束的掣肘，从出资方来看，银行在经济下行周期中提升投放信贷风险偏好的意愿有限。

从 7 月的金融数据来看，并未出现明显改善，同一口径下的社融存量增速仍在续创新低，表内信贷虽大幅放量，但结构质量仍然不佳——票据、非银贷款仍占比较高，而企业中长期贷款增量仅有小幅改善。与此同时，工业企业高频数据也显示生产活动趋于弱化，六大电厂日均耗煤量开始弱于去年同期，高炉开工率和轮胎开工率也在近期明显下降，而国内定价的大宗商品如焦煤焦炭、螺纹钢等期货价格近期也出现明显回调。

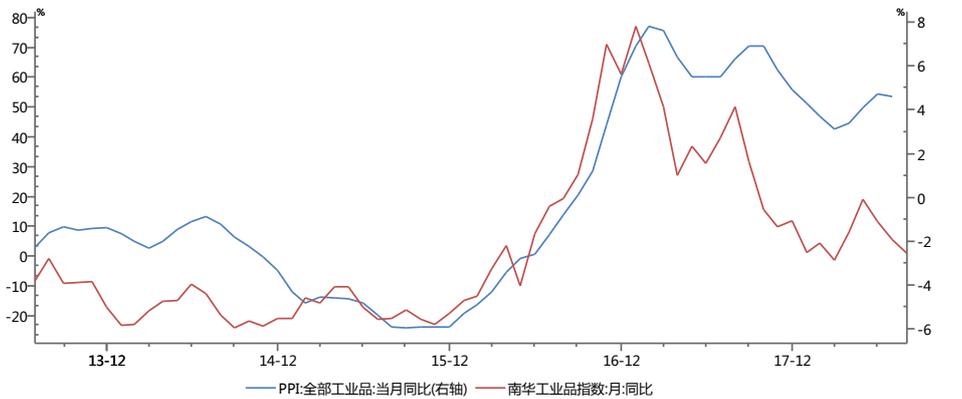
另一方面，8 月以来市场对于通胀上行的预期开始升温。猪肉在 4 月之后进入季节性的反弹周期，猪瘟疫情的发酵为猪肉价格的未来走势增加了不确定性，市场普遍认为猪周期底部或提前到来；此外，作为蔬菜种植大市的山东寿光遭受洪灾令蔬果价格短期上涨；与此同时，近期以北京、深圳为首的热点城市也出现明显的租金上行。多因素叠加下，市场讨论通胀的声音日渐增多。我们认为年内通胀大幅上行的可能性尚有限，但需要持续关注几项因子同时作用的综合结果走势、以及其对通胀预期抬升后可能带来的螺旋推升式影响。

图：实体经济下行压力仍不减



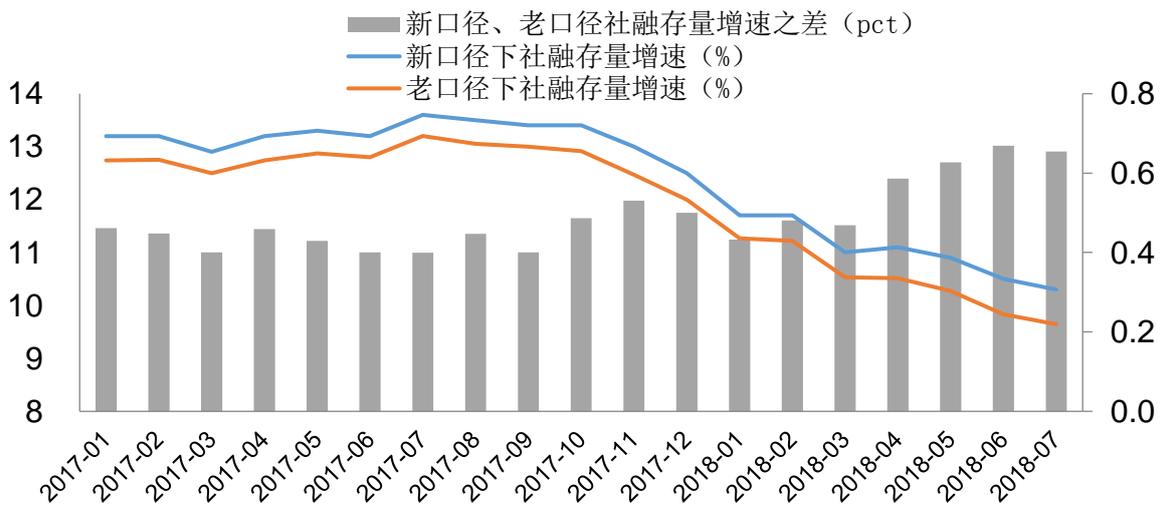
数据来源：Wind 资讯，招商基金

图：PPI 下半年下行压力加大



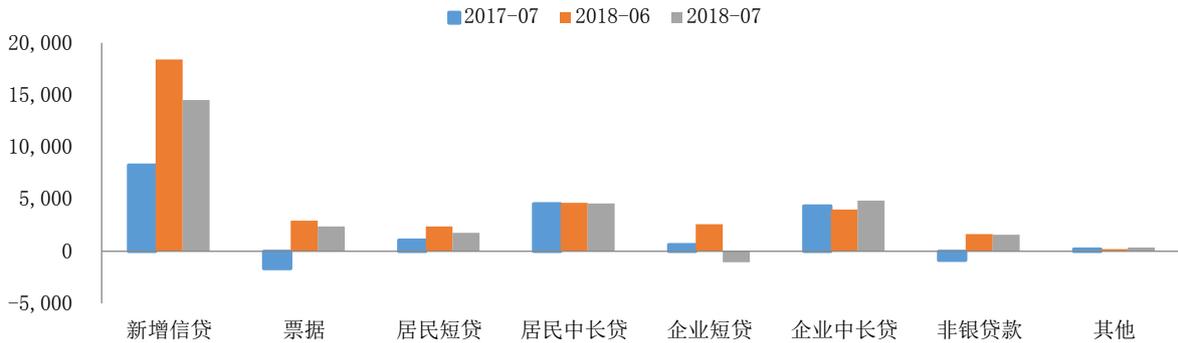
数据来源：Wind 资讯，招商基金

图：7 月社融存量增速继续下行



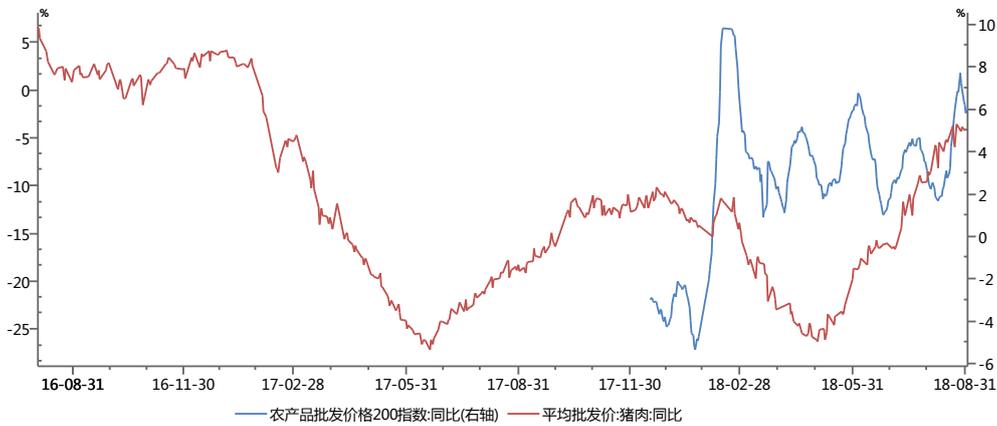
数据来源：Wind 资讯，招商基金

图：7月新增信贷结构仍然不佳



数据来源：Wind 资讯，招商基金

图：8月以来农产品价格和猪肉价格现季节性上涨



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，预计四季度美国及欧、日之间的经济增速预期差将进一步收敛，美元以区间震荡为主，人民币汇率在央行连续加码下也将趋稳；国内方面，随着地方专项债加快发行，年内基建或将企稳回升，但空间或有限，同时由于政策传导时滞和PPI的高基数效应，国内名义经济增速短期内仍有下行压力。

我们认为短期内债券市场优于股票市场，但从中期角度看，我们认为当前位置的股票市场优于债券市场。

2.1 A股市场

对于权益市场而言，短期内仍需等待市场风险偏好的回升，实体经济数据的恶化仍将对权益资产的估值提升形成压制；但四季度或将成为A股难得的反弹窗口，一方面中美关系在中期选举后可能迎来阶段性喘息，另一方面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迎来反弹行情。从中期来看，随着A股估值逐渐接近历史底部，我们坚定认为当前权益市场已经具有很高的性价比，近期险资社保密集入市也说明其对长线配置型资金的吸引力大幅提升。

2.2 债券市场

债券市场来看，下半年地方债集中发行的供给压力仍将存在，但是我们认为央行及财政部会采取相应措施进行对冲，减少对市场流动性的明显冲击。从短期来看，在短端利率难以进一步下行的情况下，我们认为利率维持区间震荡。从中期来看，我们认为经济仍有下行压力，因此利率债仍有下行空间。

信用债方面，随着政策的逐渐传导，前期被错杀的部分个券有望被继续修正。从中期来看，由于实体经济尚未见到下行拐点，对于信用债仍应坚持择优思路。

2.3 港股市场

8月港股市场延续下跌，恒生指数和恒生国企指数分别下跌2.4%和1.4%，表现在全球主要市场居中。具体特点为：1) 大多数行业表现延续7月的动能，7月表现落后的行业，8月继续落后，2) 防御性板块中，能源和电信表现最好，汽车有小幅反弹，3) 风险偏好维持在低位，大盘股表现优于中型股和小型股。

8月主导市场波动的因素是：1) 中报盈利以及市场盈利预期的调整。香港上市的中资企业整体中报符合市场一致预期，能源、材料、地产、保险、消费者服务好于市场预期，带来8月一致预期大幅上修；IT所有三个子板块（软件、科技硬件、半导体），部分消费领域（零售、汽车、和必选消费）和多元金融弱于市场此前预期，一致预期下修显著。香港本地股和外资股整体低于市场预期，盈利预期下修。2) 人民币逆周期因子重新启动，对中资股、尤其是此前受贬值预期影响而重挫的航空和内房股带来短暂利好。3) 中美进行了短暂的一轮贸易磋商，重启对话有助于市场暂时企稳。4) 新兴市场货币相继贬值，避险情绪打乱了中报季港股市场企稳向上的步伐。5) 由于盈利不达预期和负面新闻，港股通资金大量抛售IT股票，8月南下卖出金额创历史新高。

进入9月，内部宏观基本面企稳和外围风险上升将使港股市场继续以波动为主。一方面内部宏观数据有望在稳增长政策的推动下有所改善，人民币汇率干预政策继续使人民币短期大幅下跌可能性下降，这些正面因素有望对市场形成支撑。另一方面，9月外围风险可能有所上升。9月美联储加息，美债收益率若上行，将继续压制港股估值。新兴市场风险可能继续通过美元指数和避险情绪传导波及港股市场。香港利率上行或对香港房地产和本地经济产生拖累。新一轮关税和贸易战进展仍是长期风险，尽管市场表现可能已经反映了短期的负面影响。而资金面恐怕仍然不乐观。短期看好港股市场中金融和互联网龙头的长期配置价值，看好消费在经济下行周期中的韧性，短期关注水泥、钢铁、建筑等与基建相关度高的行业。

2.4 美股市场

8月美股市场表现继续领先全球主要市场，纳斯达克指数上涨5.7%，标普500上涨3%，道琼斯工业指数上涨2.2%。美股8月各行业基本实现上涨，科技硬件、零售、食品饮料零售、医疗装备和服务、软件表现最佳，且没有明显行业轮动迹象。市场主导因素是二季度增长，已经披露二季报的标普500公司中，约80%的公司净利润超出市场一致预期。整体盈利增长24.9%，剔除能源同比增长21.9%，尤以能源、科技、零售、原材料增长最强。此外，新兴市场风险事件，导致美元指数短期快速上冲，但随后回落，资金流入美股市场避险。

9月对美股持中性偏谨慎观点。基本面看，市场对今年美股盈利预期至今仍在上修过程中，税改、投资增加以及就业和消费强劲有望继续支持短期增长，但贸易战和成本上升等负面影响或逐渐反映出来，同比增速三季度将比二季度放缓。目前标普500成分股三季度一致预期盈利增速22.4%。估值方面，市场对近期Powell讲话理解较为鸽

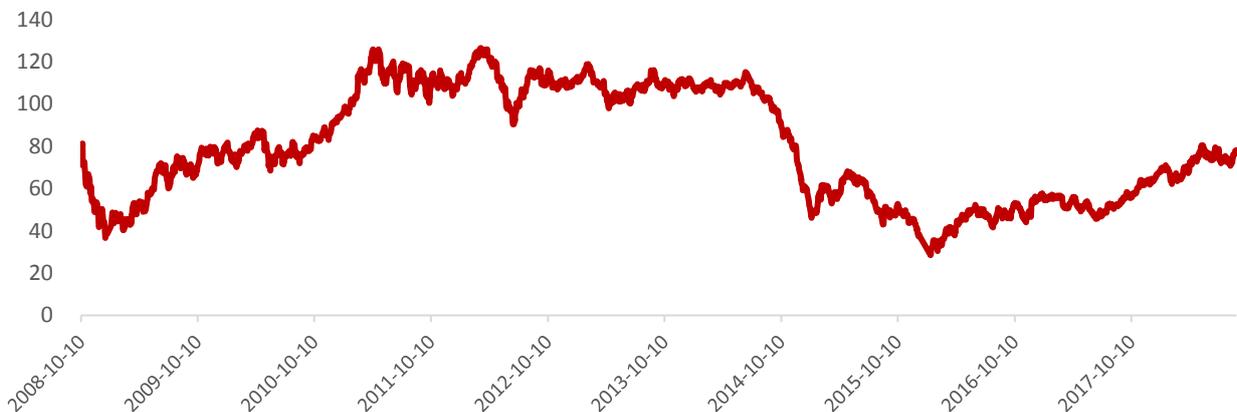
派，三大指数 8 月份以来未来 12 个月预期市盈率均出现上调。但 9 月加息是大概率事件，或对市场估值继续形成压制，对部分估值水平较高的行业来说（例如零售、软件、商业与专业服务），高估值有待调整。此外，贸易战和美国国内的政治风险，可能扰动投资者情绪，进而对市场表现产生冲击。

2.5 原油市场

供给紧缩但需求回落导致库存压力减弱，叠加美元指数维持高位对油价形成压制，预计 9 月油价将在 70-80 中枢高位震荡。

2018 年 8 月油价走势回顾：库存大幅下降叠加美元指数走弱，油价小幅上涨。2018 年 8 月，布伦特油价微涨 4.07% 至 77.78 美元，整体符合我们上月月报的预期。从供给端看，美国石油钻井数量减少，页岩油主产区增产能力有限；同时伊朗与委内瑞拉产量持续下降，原油供给收缩。供给大幅减少导致原油库存超预期降低，叠加美元指数略有走弱，推升油价上涨。

图：布伦特油价走势（百万桶/天）



数据来源：Wind资讯，招商基金

2018 年 9 月原油走势展望：供给紧缩但需求回落导致库存压力减弱，叠加美元指数维持高位对油价形成压制作用，预计 9 月油价将在 70-80 美元一桶中枢高位震荡。

9 月油价上涨动能乏力，8 月份库存偏紧叠加美元走弱的逻辑对油价的支撑后劲不足。8 月份美元走弱是推升油价上涨的原因之一，但是考虑到美国经济持续强劲，美元在 9 月仍具有上行动能；同时 9 月美国夏季原油需求高峰将结束，库存不具备持续紧缩的动能，9 月油价将不会大幅上涨。

供给紧缩但需求回落导致库存压力减弱，叠加美元指数维持高位对油价形成压制，预计 9 月油价将在 70-80 美元一桶中枢高位震荡。从供给端看，市场的主要分歧仍是美国制裁伊朗带来的供给偏紧。我们认为，虽然供给将持续紧缩，但是一方面美国原油需求旺季已过，需求回落会导致库存的压力缓解，另一方面市场对供给端的担忧已兑现在近期油价涨幅中。同时美元指数将在 9 月维持高位，对油价形成压制。我们认为油价缺乏进一步上涨的动能，但是地缘政治隐忧未决使油价下行空间较小，将导致油价将在 70-80 美元一桶中枢高位震荡。

2.6 黄金市场

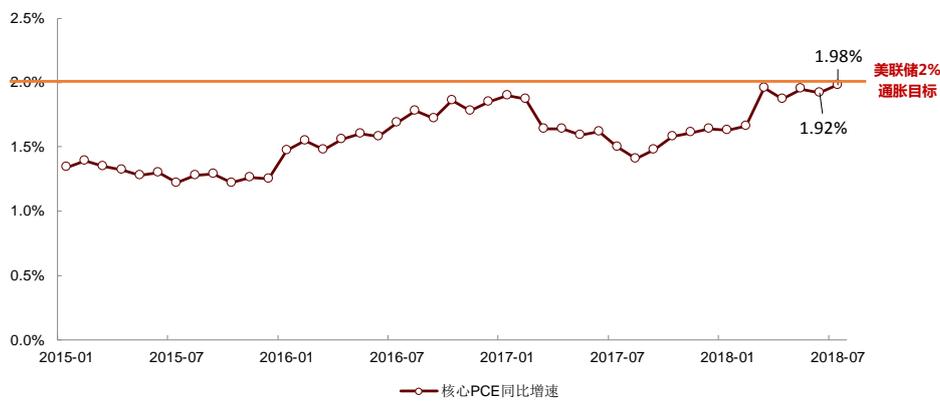
9 月份美国加息预期强烈，黄金价格向下压力明显。

8 月份黄金价格的下跌主要受市场避险情绪的消退和美国股市等风险资产的强劲表现的影响。2018 年 8 月份，

道琼斯工业指数从 25,333.8 点涨至 25,986.9 点, 涨幅 2.6%, 纳斯达克综合指数从 7,707.3 点涨至 8,088.4 点, 涨幅 4.9%。美国股市的强劲表现使得避险资产的吸引力下降, 带动了黄金价格的下行。因此, 在 2018 年 8 月份, COMEX 黄金指数从 1,224.5 美元/盎司下跌至 1,207.0 美元/盎司。

9 月份的黄金价格仍将承受下行压力。主要基于以下两点判断: 第一, 美国 9 月份加息预期强烈, 美元在 9 月份或有强势表现。美国 7 月核心 PCE 物价指数同比增长 2%, 已到达美国央行 2% 的通胀目标。由于美元为黄金的计价货币, 受计价因素的影响, 美元的强势上行将迫使黄金价格下行。第二, 从黄金价格的支撑因素来看, 地缘政治、股市情绪和贸易战等事件目前尚不足支撑黄金价格。年初以来的贸易摩擦与中东问题发酵对美国本土影响不大, 未对美元和美国利率的强势产生影响。

图: 核心 PCE 同比增速已到达美联储控制目标, 9 月份美国加息预期强烈



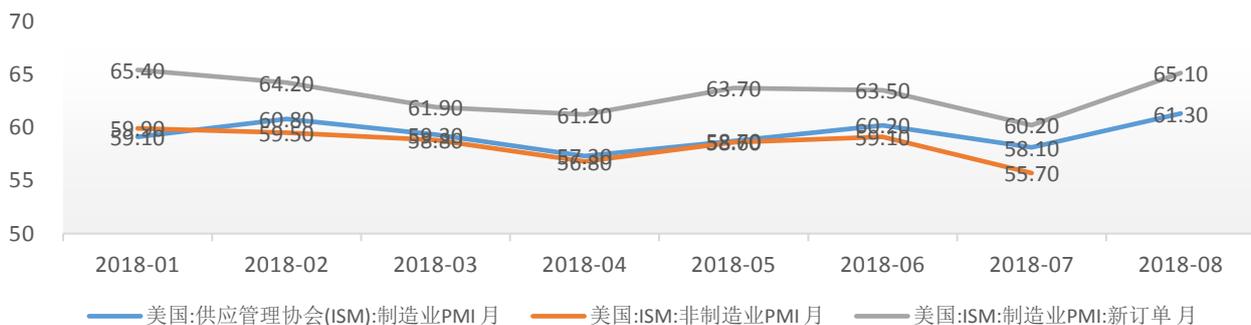
资料来源: Wind资讯, 招商基金

2.7 汇率市场

美元强势格局难改, 人民币阶段性稳住。

2018 年 8 月份美元指数的走势前低后高, 月中冲高 96.6 高点, 然后回落, 但整体围绕着 95 震荡, 初值 94.54, 终值 95.12, 涨幅 0.62%。据最新数据显示, 8 月 PMI 数据: ISM 制造业指数 61.3, 创 2004 年 5 月以来新高, 预期 57.6, 前置 58.1; 美国 8 月 ISM 制造业物价支付指数 72.1, 预期 69.5, 前置 73.2; 美国 8 月制造业就业指数 58.5, 前置 56.5; 美国 8 月 ISM 制造业新订单指数 65.1, 前置 60.2。

图: 美国制造业 PMI、非制造业 PMI 及新订单指数

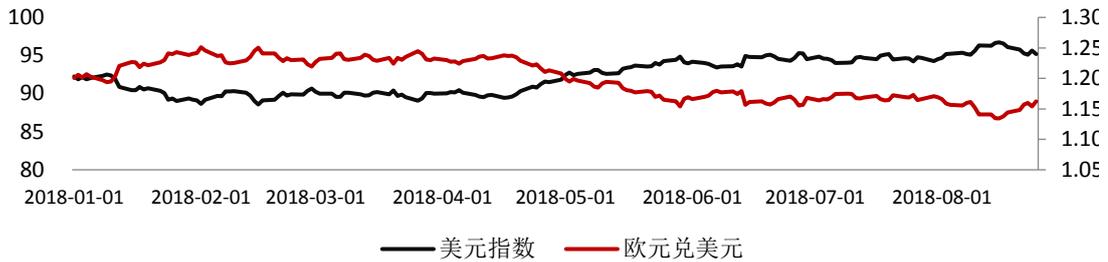


数据来源：Wind 资讯，招商基金

鲍威尔 8 月 24 号在杰克逊霍尔央行年会上发布言论：有合理的理由认为今年经济将表现强劲；如果经济增速维持强劲，渐进加息将是合适的；经济过热风险不高；锚定通胀预期是至关重要的；没有迹象表明通胀将加速升至 2% 上方。虽然本次发言虽为“鸽派”，就目前美国经济基本面，9 月加息已是板上钉钉，但美元指数当日出现大跌，最高上涨到 95.70，最低下跌到 95.02，非美元主要货币上涨；欧元兑美元涨 0.7%，报 1.16；美元兑日元跌 0.03%，报 111.24；英镑兑美元涨 0.27%，报 1.28。

考虑到 9 月份加息在即，且美国经济基本面势头强劲，我们判断 9 月份美元仍将维持高位中枢震荡的格局。

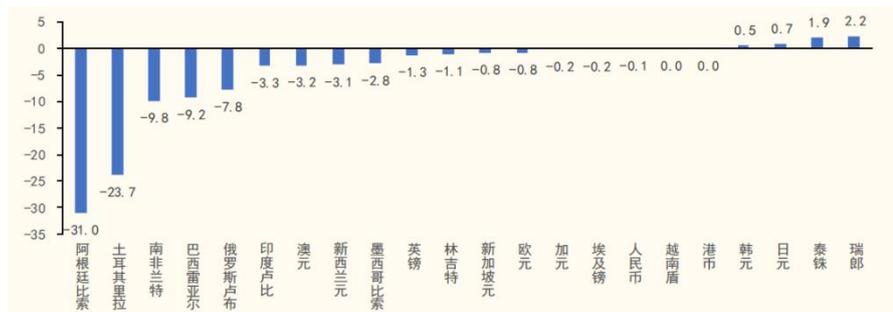
图：美元指数和欧元兑美元



数据来源：Wind 资讯，招商基金

短期需要警惕强美元格局下新兴市场的危机。受到美元指数和贸易战的影响新兴市场承受压力增大。其中土耳其和阿根廷惨遭“滑铁卢”。在 8 月 29 日与 30 日比索兑美元汇率分别下跌 8% 和 14.4% 之后，阿根廷央行紧急宣布加息 1500 基点基准利率从 45% 上提到 60%，并承诺 12 月之前不会降低利率，截止到目前，比索兑美元已经贬值 52%。土耳其兑美元虽回调 15.71% 至 0.17，但年初至今，里拉仍贬值超 37%。

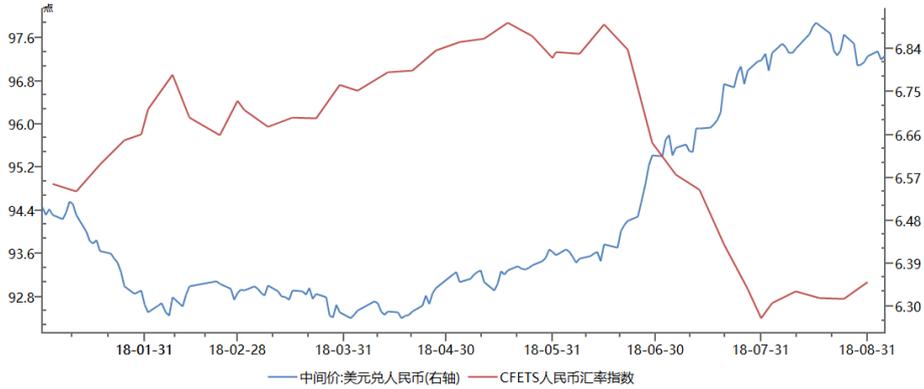
图：新兴市场货币 8 月变化



数据来源：Wind 资讯，招商基金

人民币汇率方面，8 月份人民币兑美元、CFETS 人民币汇率指数均基本收平。中国央行进行了风险准备金的调整，并于 8 月 24 日晚重启逆周期因子，以适度对冲贬值方向的顺周期情绪，对于人民币的阶段性企稳起到了关键的因素。展望 9 月份，我们认为美元强势、中美利差的掣肘均在，人民币的贬值压力仍旧难以避免，但是考虑到央行后续仍可以通过各种方式进行调节，因此对于关键点位，例如 7，我们认为短期也难以看到。

图：人民币兑美元、CFETS 人民币汇率指数



数据来源：Wind 资讯，招商基金

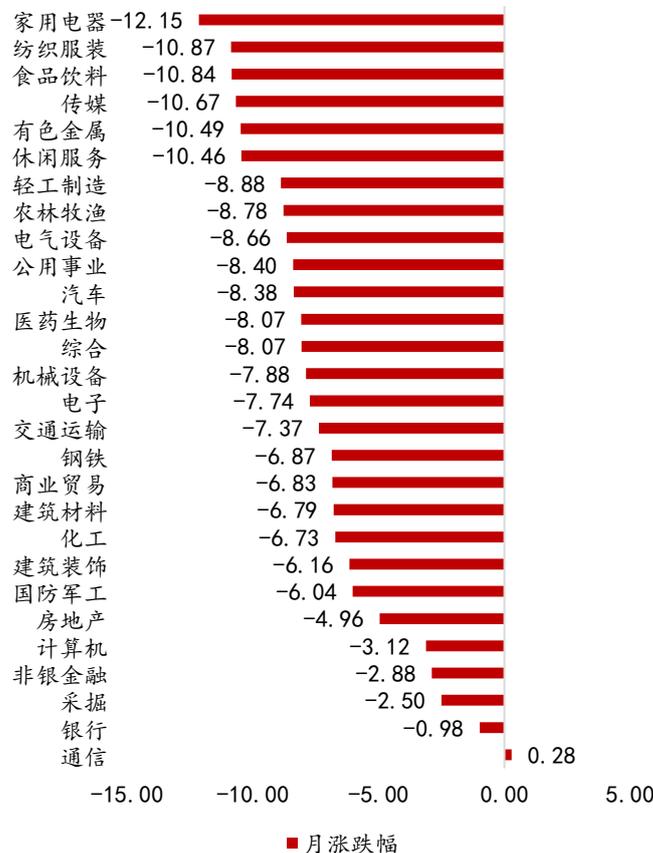
3 股债投资策略

3.1 A 股投资策略

8 月回顾：大消费板块领跌，通信、金融板块相对抗跌。

8 月以来，上证综指下跌 5.25%，深证成指下跌 7.77%，中小板指下跌 7.99%，创业板指下跌 8.07%，市场对经济下行的担忧加深，甚至对稳健增长的消费也开始出现担忧情绪，前期机构抱团的大消费板块出现补跌现象，家电、纺织和食品饮料等板块均跌幅较大；同时，银行和保险中报业绩亮眼，金融板块相对抗跌；受益于 5G 的主题性行情，通信成为唯一录得正收益的板块。

图：2018 年 8 月行业涨跌幅



数据来源：Wind 资讯，招商基金

A 股走向判断：估值继续筑底，静待反弹行情

我们认为虽然实体经济短期内仍有下行压力，但未来货币政策和财政政策仍有发力空间，四季度将召开的四中全会也将再度提振市场的改革预期，未来市场或将迎来难得的反弹窗口。从估值角度来看，当前的估值水平进一步接近历史底部，向下空间有限——截止 8 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 5%、21%、1%分位水平。

图：主要 A 股指数估值水平

主要指数	2018/8/31	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	14.6	58.2	11.5	20.1	23%			✓		
	WIND 全 A（剔除金融石油石化）	20.5	76.2	13.8	31.0	5%	✓				
	上证 50	9.6	48.5	6.9	11.8	22%			✓		
	沪深 300	11.2	51.1	8.0	13.9	21%			✓		
	中证 500	19.8	92.8	16.6	37.4	1%	✓				
	中小板 100 指数	22.7	67.7	14.5	32.9	5%	✓				
	创业板 100 指数	36.4	137.9	28.8	50.1	10%	✓				
	中小板综合	27.2	96.7	15.9	40.9	9%	✓				
	创业板综合	45.7	154.4	28.1	57.3	23%			✓		

数据来源：Wind 资讯，申万宏源，招商基金

结构选择：掘金 5G，关注基建相关受益板块

我们继续看好 5G 相关的主题投资；同时随着基建补短板的政策逐渐落地，我们认为基建相关的建筑建材及金融领域仍存在潜在的投资机会。

5G 的推行进度超市场预期刺激 5G 板块逆市上涨，我们认为未来一段时间 5G 商用的行业新闻将继续刺激板块表现。上周 Vivo 宣布已初步完成了面向商用的 5G 智能手机软硬件开发，而 OPPO 也宣布成功基于可商用手机完成了 5G 信令和数据链路的连接，中国 5G 产业进程进入冲刺阶段，同时各国规划 5G 商用时间不断提前，5G 手机和 5G 相关硬件公司将出现一定投资机会，我们持续关注围绕 5G 与 AI 技术的电子创新龙头标的。

基建方面，我们认为主要的发力区域会集中在中西部交通建设等领域，国务院近期部署深入推进西部开发工作，要求加快开工建设川藏铁路、渝昆铁路等大通道，同时发改委的 7 月项目审批速度也有所加快；而在去年叫停包头地铁项目后，近期苏州、长春等地轨交规划也相继获批。尽管实体经济数据或并不能马上好转，但经济越是下行、政策的边际改善幅度可能越大，最终将反应到实体经济数据中。在此背景下，我们将关注较低 PB 估值的基建央企以及弹性较大的地方基建国企，同时受益于宏观经济预期改善、估值较低的金融板块。

3.2 债券投资策略

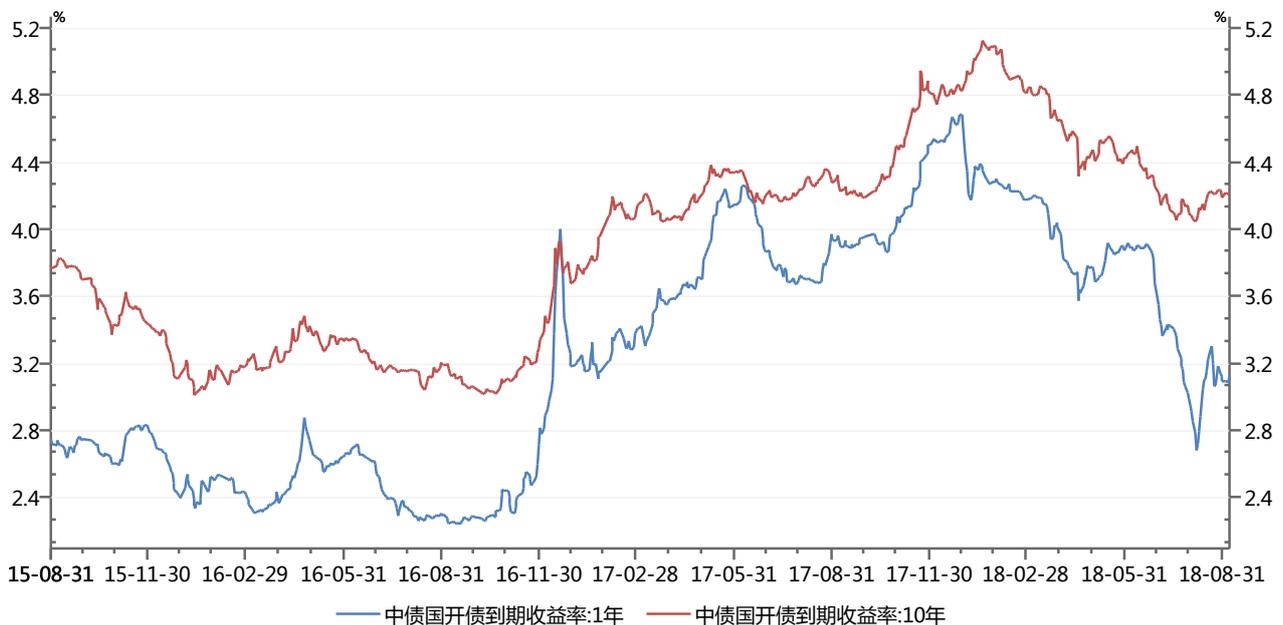
3.2.1 利率产品

8 月中旬至今，债券市场的调整行情主要反映了宽信用预期。但是我们认为宽信用存在阻碍，第一目前房地产

的调控仍然很严，而且还有趋严的倾向，房地产不放松宽信用的传导就难以快速见效；第二积极的财政政策带来基建的发力我们认为对经济只是起到托底的作用，从当前财政部的口风来看对地方债务仍是严控，意味基建只是一个托底，难以快速拉动经济上行。经过调整之后，市场预期较为充分，后续可能会出现预期差，随着后续基本面下行，债券收益率仍然有下行空间。

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。短期内债券市场会维持震荡走势，第一对于通胀我们认为短期来讲通胀确实中枢水平会有一定上移，但通胀失控导致货币政策被动收紧的状况是很难发生的；另外地方债集中供给放量对银行配置债券的额度形成挤压，对流动性也是一种考验，综合以上分析，我们认为利率短期来看会维持上有顶下有底的窄幅波动。

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

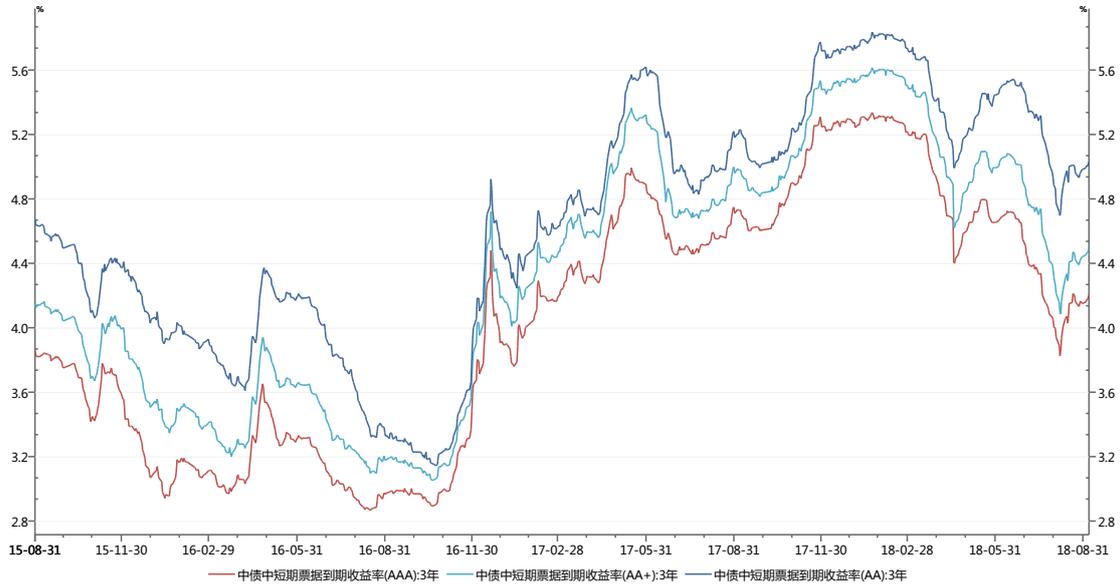
3.2.2 信用产品

发行量方面，2018年8月信用债市场毛发行量和净发行量继续季节性增加，主要得益于七月下旬以来的利好政策提振了市场风险偏好，提升了一级市场的活跃度。8月全月全市场信用债合计发行7816.11亿元，净发行2480.02亿元，分别较7月增加1701.99亿元和1260.68亿元。其中公司债、企业债及中票合计发行328支，发行金额为3664.11亿元，净融资额1469.92亿元，毛发行量和净融资额继续大幅回升。由于货币政策有明显放松的态势，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得到释放。目前压制信用债需求的因素主要在于地方债发行放量的挤出效应，但从8月的情况来看，信用债需求并未收到明显影响，主要原因可能在于地方债需求方要来自银行，同时其发行有货币政策的配合，对信用债市场影响有限。

从二级市场来看8月信用债收益率呈现先降后升，整体上行的趋势，主要跟随资金利率的变化而变化。以三年中票为例，8月各等级信用债收益率全月上行幅度在6~10bps之间，等级利差有所收窄，但期限利差有所扩大，反映出市场风险偏好的纠结。我们认为市场目前处于仍然由资金面主导，后续货币政策能否延续目前的宽松态势将决

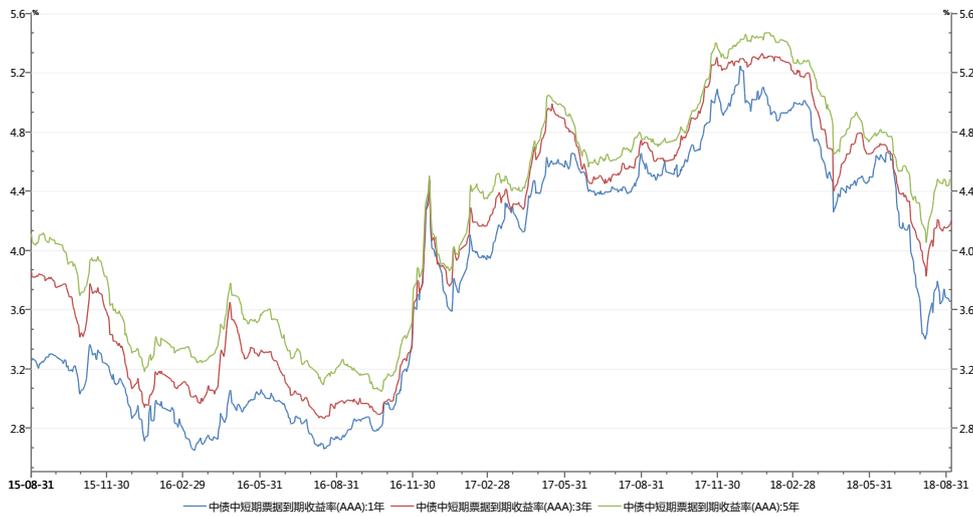
定风险偏好能否持续回升。在这种情况下，我们保持谨慎乐观，关注高收益的短期品种，避免拉长久期带来不确定性。

图：3年期各等级中期票据到期收益率走势



数据来源：Wind 资讯、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



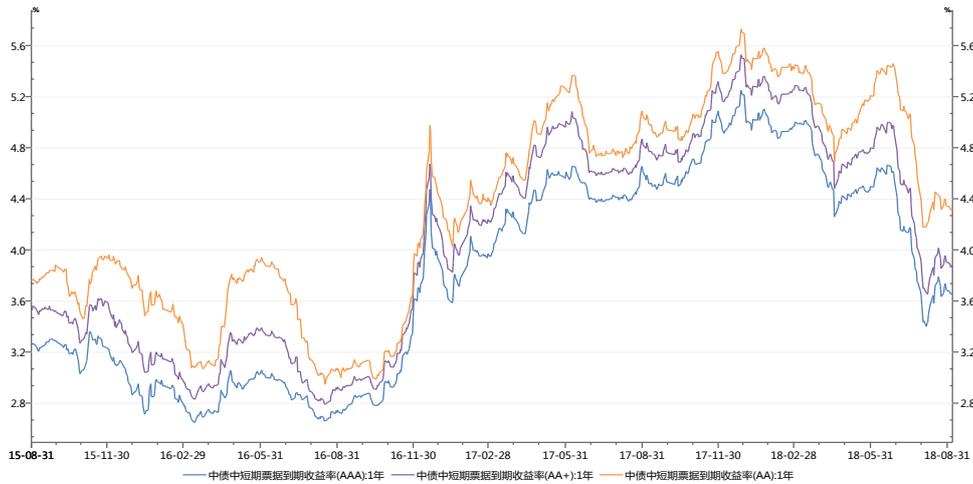
数据来源：Wind 资讯、中国债券信息网、招商基金

8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 3625.80 亿元，净融资 1080.10 亿元，保持了 2018 年以来的良好态势，也显示了市场对短融的偏好仍在延续。

二级市场方面，8月短融涨跌不一，其中高等级收益率有所上行，低等级则有所下行，等级利差有所收窄。出现这种情况的原因，一方面在于资金面波动较快传导到高等级，另一方面杠杆息差保持高位，持续刺激短端低等级的需求。目前来看未来走势仍将取决于资金面是否能继续维持宽松。

总的来说，9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。

图：不同评级短期融资券收益率走势图

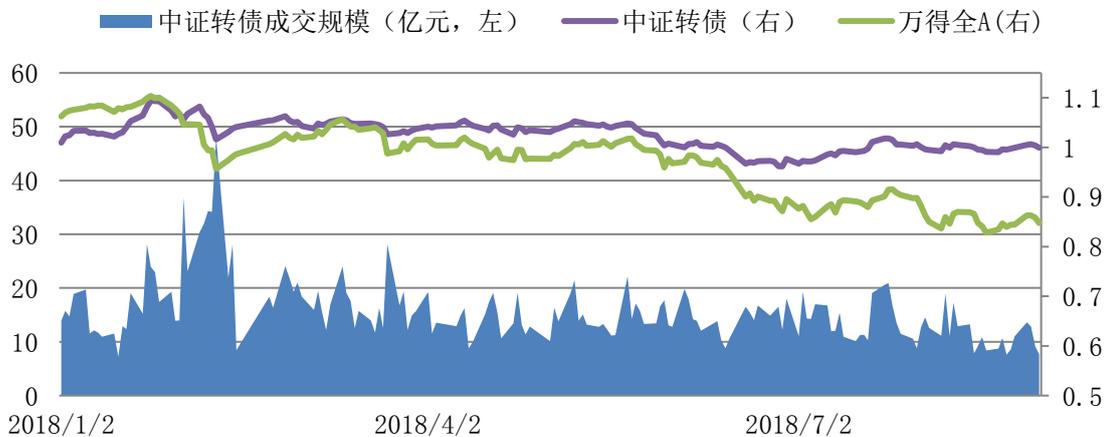


数据来源：Wind 资讯、中国债券信息网、招商基金

3.2.3 可转债

8 月份转债及 A 股市场都处于回调状态。中证转债小幅回落 0.72%，上证综指回调幅度较大下探 5.25%。申万一级 28 个行业中，跌幅前三的分别为纺织服装、传媒、家用电器，仅有通讯行业维持少量涨幅。

图：2018 年 1 月至 8 月转债指数与股票指数表现



数据来源：Wind 资讯，招商基金

经过 7 月份探底回升的过程后，8 月份转债市场整体震荡回调。在转债市场优先企稳，A 股市场持续磨底，转股溢价率持续回调走低，原因是 8 月份新券供给加速，上市新券转股溢价率不高带动市场整体转股溢价率下行。新券的转股溢价率低，资质下沉明显，老券转股溢价率较高，需要时间进行压缩。随着半年报的披露，经济增速减缓趋势显现，贸易战问题仍在发酵，可能会对部分行业未来盈利造成影响。当前转债市场成交量下滑，新券上市破发个券增多，投资者申购新券热情一般，承销商包销比例加大也同时反映出目前市场的信心不足。展望 9 月市场，A 股与转债市场震荡筑底，悲观情绪逐渐趋稳，估值持续回调后可耐心等待反弹。近期建议关注基本面良好，前期超跌的个券。



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。