



招商基金季度投资策略报告

2018年第四季度



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	5
2.1 A股市场	5
2.2 债券市场	5
2.3 港股市场	6
2.4 美股市场	6
2.5 原油市场	6
2.6 黄金市场	8
2.7 汇率市场	9
3 股债投资策略	11
3.1 A股投资策略	11
3.2 债券投资策略	12
3.2.1 利率产品	12
3.2.2 信用产品	13
3.2.3 可转债	15

招商基金四季度投资策略报告

1 宏观经济环境

1.1 海外市场

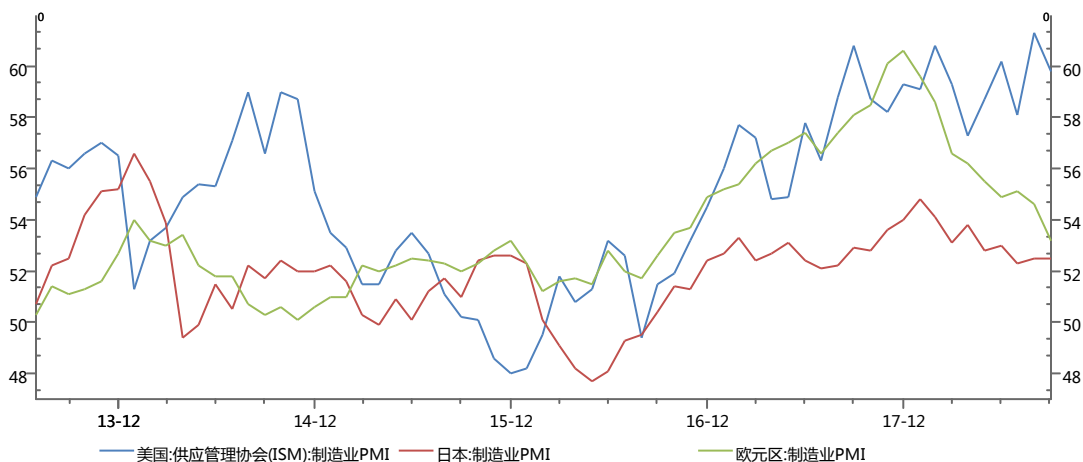
美国经济维持强势，新兴国家压力仍在

美国经济数据继续强劲，美联储于9月如期加息。美国8月核心PCE物价指数同比升2%；9月非农就业人口新增13.4万人，9月失业率3.7%，创1969年12月以来新低。尽管美国9月ISM制造业指数报59.8，较上月小幅走弱，但整体来看美国经济当前仍非常稳健。受前期欧元走强以及全球需求走弱的拖累，欧元区经济仍有下行压力。欧元区9月综合PMI指数初值54.2，略低于上月的54.5；与此同时，意大利政局不稳以及英国脱欧协议的悬而未决也增加了欧洲经济的不确定性。从花旗经济意外指数看，美欧之间的经济增长预期差小幅走阔，叠加美联储主席鲍威尔的偏鹰表态，美元指数近期出现一波上行，同时美国10年期国债收益率也自2011年以来首次突破了3.2%，收益率曲线进一步平坦化。我们认为美国经济已经逐渐接近本轮繁荣周期的顶点，但是论及衰退还言之尚早，四季度美元指数或仍以区间震荡为主。

新兴国家的危机警报仍未解除。我们认为，随着美联储继续加息、并将每月缩表幅度进一步扩大至每月500亿美元，以及欧央行在12月末彻底结束QE，全球流动性拐点进一步临近，新兴市场国家在四季度仍将面临较大的贬值压力，后续继续关注巴西、南非、墨西哥等“双赤字”国家的潜在风险。

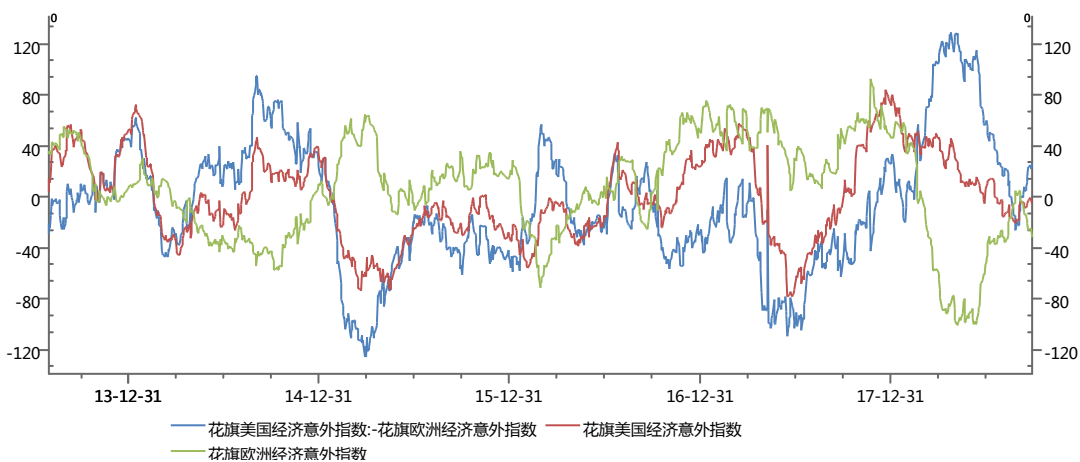
随着11月6日美国中期选举的临近，特朗普可能再度将矛头对准与中国的贸易争端上。近期美国与加拿大和墨西哥达成新的贸易协定USMCA（美墨加三国协议）以替代北美自由贸易协定（NAFTA），条款中包含对华的限制性歧视；同时美国副总统彭斯也发表了对中国的敌对演讲，四季度中美贸易摩擦存在进一步恶化的可能。9月美国对中国进口的2000亿美元商品加征关税落地，中国出口企业的“抢跑行为”逐渐消失，贸易摩擦对于中国出口的负面影响或将在今年四季度开始显现。

图：美、欧、日 PMI 指数均出现走弱，美欧分化有所加剧



数据来源：Wind，招商基金

图：花旗经济意外指数美国上行，欧洲下行，两者增速预期差小幅走阔



数据来源：Wind，招商基金

1.2 国内市场

经济下行压力加大，积极政策频出

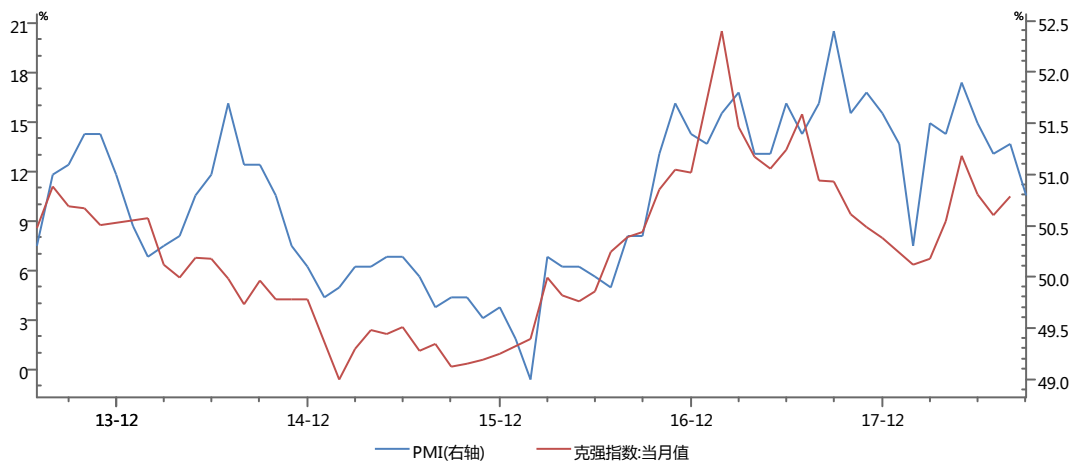
最新经济数据显示，国内实体经济的下行压力进一步加大，8月工业企业利润总额单月增速9.2%，较上月的16.2%显著回落；9月官方PMI为50.8，前值51.3，财新PMI为50.0，前值50.6，两者均创今年以来新低。其中分项数据除产成品库存PMI上行外，生产和需求端PMI均呈现下行。近期积极政策不断。从8月的金融数据看，本轮“宽货币”向“宽信用”的传导仍存在较多障碍。8月银行表内信贷总量尚可，但结构上信贷增量仍以居民短期贷款和票据融资为主。另一方面，8月社融数据好于市场预期，主要是信托融资和未贴现票据融资环比改善明

显，但这两项的改善持续性仍有待观察。我们判断四季度大行的基建配套信贷需求是表内信贷结构改善的看点。

在国内实体经济下行压力加大以及外需不确定性进一步增加的情况下，四季度更加积极的货币政策和财政政策有望进一步落地。9月20日，中共中央、国务院发布《关于完善促进消费体制机制，进一步激发居民消费潜力的若干意见》，以“从供需两端发力”，促进重点领域的消费细分市场，提振今年以来社融增速的下行。10月7日晚间，央行宣布自2018年10月15日起下调人民币存款准备金率1个百分点，在置换到期的4500亿MLF外将释放增量资金约7500亿元，在“宽信用”受阻下，央行需要更大力度的“宽货币”来缓解实体经济的融资难问题。同日，财政部部长刘昆称预计全年减税降费规模超过1.3万亿元，同时正抓紧研究更大规模的减税和更加明显的降费措施。

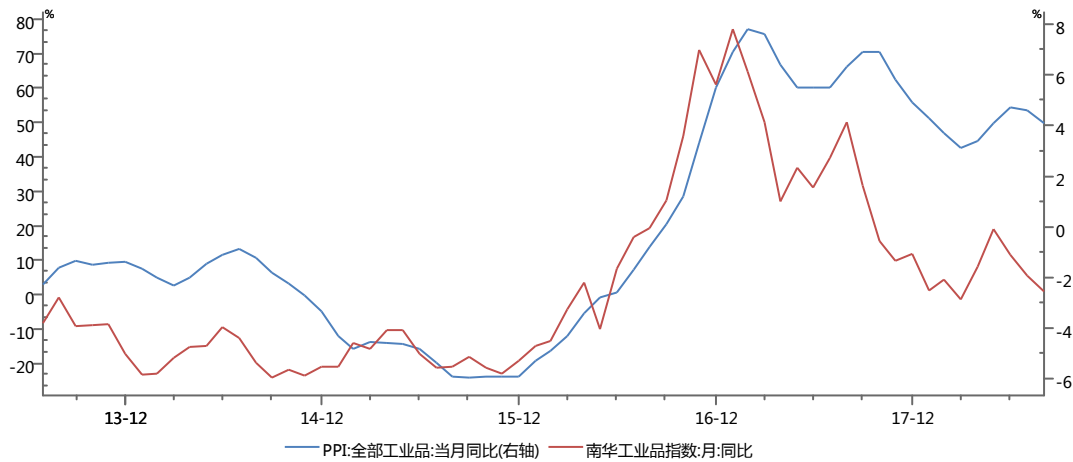
另一方面，近期市场对于通胀上行的预期仍在继续发酵。当前猪肉价格虽有所回落，但环比涨幅仍高于历史同期；同时，此前受自然灾害冲击的蔬果价格仍在高位震荡。近期大幅上行的油价也是通胀的潜在来源之一，在伊朗原油禁运以及美国页岩油运输瓶颈短期内难以解除的情况下，供给收缩逻辑令美油和布油在近期双双创出本轮反弹的新高。我们仍认为年内通胀大幅上行的可能性有限，但需要持续关注几项因子同时作用的综合结果走势、以及其对通胀预期抬升后可能带来的螺旋推升式影响。

图：实体经济四季度下行压力加大



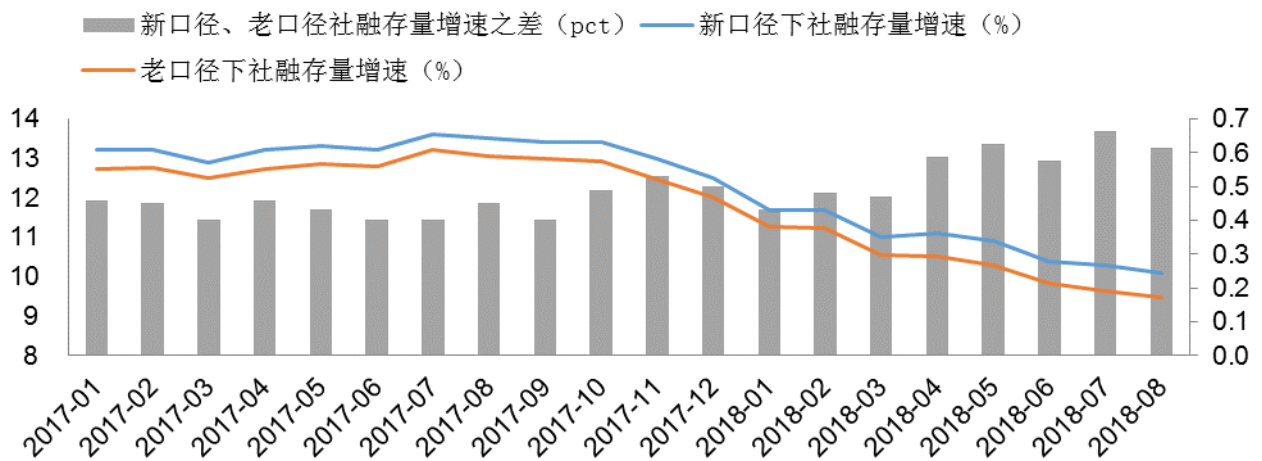
数据来源：Wind，招商基金

图：基数效应下，PPI 同比四季度下行压力加大



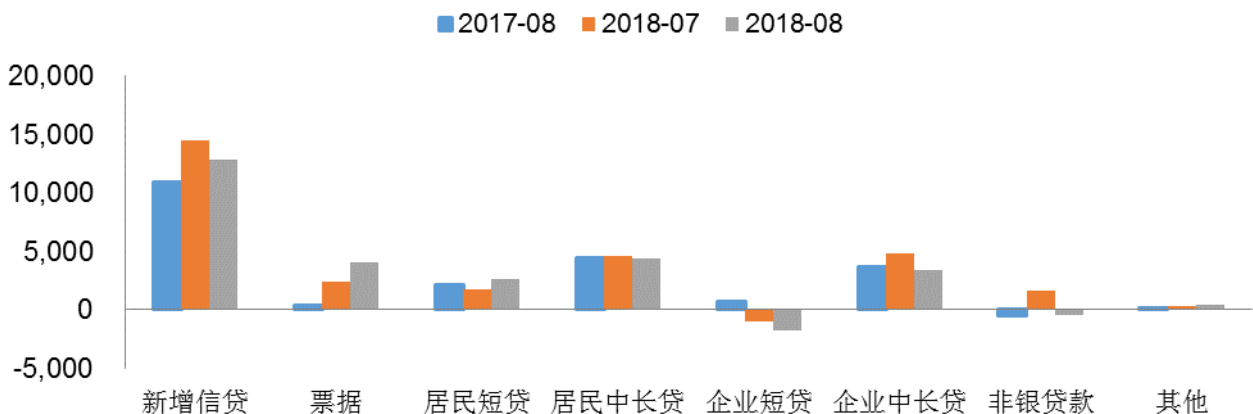
数据来源：Wind，招商基金

图：8月狭义社融存量增速下行



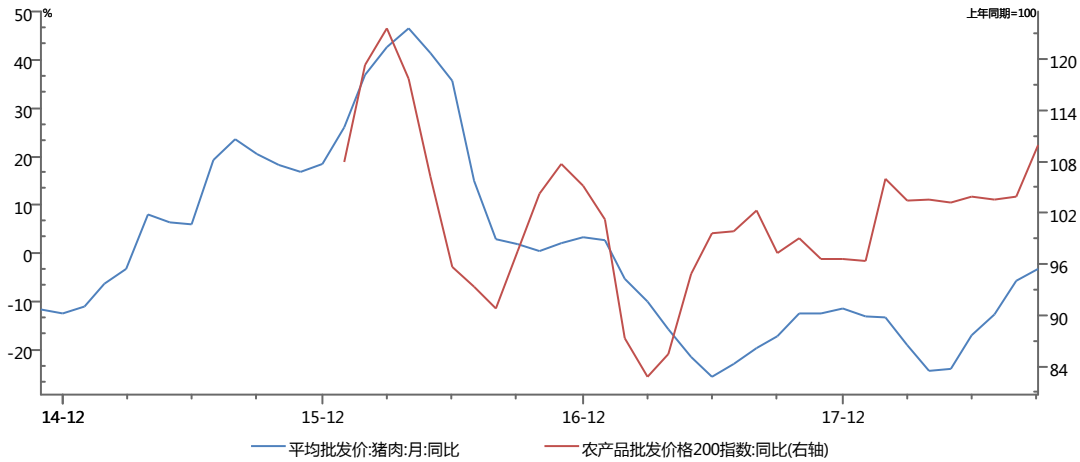
数据来源：Wind，招商基金

图：8月新增信贷总量尚可，但结构不佳



数据来源：Wind，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，招商基金

2 大类资产观点

海外方面，预计四季度美国经济数据仍将保持强势，同时在美国联储加息缩表和欧央行继续缩减QE规模下，全球流动性拐点进一步临近，新兴市场的危机警报仍未解除；国内方面，实体经济下行压力进一步加大，央行近期再度降准1个百分点，财政政策也表态将更加积极，预计后续积极政策仍将陆续出台。

我们认为短期内债券市场仍优于股票市场，其中利率债优于信用债；但从中期角度看，我们维持当前位置的股票市场优于债券市场的观点不变。

2.1 A股市场

对于权益市场而言，**短期来看，政策面仍对市场风险偏好改善构成支撑**，A股在9月出现明显反弹；国庆期间新兴市场遭抛售压力、中美贸易摩擦再度恶化；后续，一方面，贸易摩擦在11月6日中期选举之前仍可能加剧、之后仍需观察，而A股盈利或受经济下行影响有增速收窄的压力，另一方面，更多积极政策仍待出台，我们认为四季度A股反弹仍将在曲折中继续进行。**中期来看，随着A股估值逐渐接近历史底部，我们仍然认为当前权益市场已经具有很高的性价比，理财新规放松理财资金入市、A股国际化等也为A股增量资金提供良好环境。**

行业方面，我们建议继续关注基本面稳健、行业格局改善、估值相对更合理的板块，四季度金融板块和高股息率的优质龙头个股值得重点关注；主题方面，我们认为中央未来将重点扶持的新经济动能领域以及基建相关领域仍有结构性机会。

2.2 债券市场

债券市场来看，**地方债发行高峰期已过，前期地方债集中发行的资金需求压力有望缓解**。此外，央行继续释放流动性将进一步释放债市资金供给，在名义经济增速仍在下行的背景下，债市存在机会，其中国债受地方债挤出的效应将有所减弱，而部分偏低等级的信用债价格也将受益于经济预期进一步修复，我们认为利率债和部分预期修复型信用债存在机会。

2.3 港股市场

3 季度港股市场震荡下跌，恒生指数和恒生国企指数分别下跌 4.0%和 0.5%，表现在全球主要市场居后，港股通股票池整体下跌 4.5%。具体特点为：1) 风险偏好维持在低位，大型股表现优于中盘股，中盘股表现优于小盘股；2) 防御性板块内部分化明显，制药、食品饮料行业在 3 季度表现居后，而能源、电信行业表现居前；3) 除制药外，多数行业表现延续 2 季度动能，IT（全部 3 个子行业）、汽车、媒体、消费者服务和多元金融连续两个季度表现落后，而能源、医疗设备、公用事业连续两个季度表现居前。

进入四季度，对港股市场继续持谨慎观点，尽管市场整体估值已经较低（恒生指数 12 个月预期 PE：10.0x，恒生国企指数剔除指数增强影响后 12 个月预期 PE：6.6x），下行空间有限，但上行仍存压力，市场或以震荡为主，策略以防风险为主。

行业方面，航空板块短期压力或有所下降；港币资金成本上升可能对香港楼市和本港居民消费造成负面影响。当前香港上市的中资股的整体股息率达到 3.9%，接近 2016 年 2 月时的水平（4.0%）。周期性板块（除计算机和银行）外相对于防御性板块的估值在历史均值（0.8）附近，相对估值还不够便宜，基于以上，我们看好：1) 估值低，股息率高的行业，例如银行和保险，以及 2) 增长韧性受宏观增速下滑影响较小的行业，如必选消费品。我们总体会控制好仓位，以抵御市场波动。

2.4 美股市场

受 2 季度强劲的盈利数据支撑，3 季度美股延续强势表现。标普 500、纳斯达克和道琼斯工业指数分别收涨 7.2%，7.1%和 9.0%，在全球主要股市中位居前列。行业方面，技术硬件、医疗、交运、食品与主要用品零售领涨，汽车、能源、原材料、房地产、耐用消费品与服装居后。

展望 4 季度，对美股持中性偏谨慎观点。主要原因在于，尽管近期公布的劳动力市场数据仍然十分强劲，但在税改红利逐步消耗、劳动力成本上升和贸易战的负面影响或开始显现的背景下，3 季度美股盈利增速尽管依旧较高，但继续大幅超出市场预期的可能性不高，盈利或出现下修；而美债收益率走高和流动性收紧的步伐加快或对目前较高的估值造成压力；随着中期选举逼近，选举的不确定性可能扰动投资者信心。

2.5 原油市场

2018 年第三季度油价走势回顾：伊朗制裁导致原油出口下滑，供给偏紧抬升油价。

2018 年第三季度，布伦特油价微涨 4.13%至 82.72 美元；2018 年初至 Q3，布伦特油价大涨 23.70%，WTI 油价大涨 21.23%。油价上行整体符合我们上季报的预期。复盘 2018 年 Q3 油价走势，我们认为油价的边际变化，已经从 2018 上半年的由供需逻辑主导，转变为由地缘政治变动主导；Q4 油价变动的核心矛盾在于美国对伊朗的制裁执行力度。

图：布伦特油价走势复盘

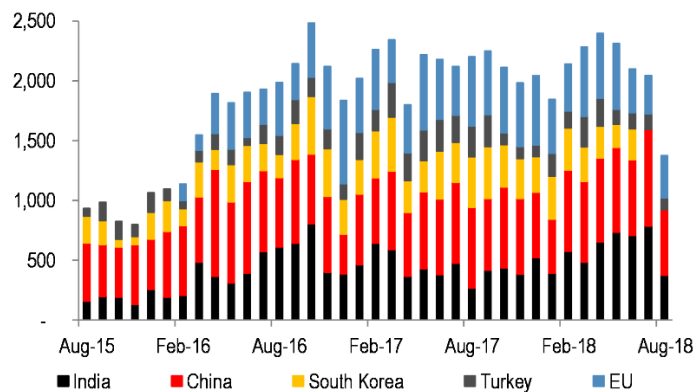


数据来源: Wind, 招商基金

2. 2018年第四季度原油走势展望: 伊朗减产幅度增加导致供给偏紧, 叠加美国政府对油价的诉求, 预计布伦特油价在2018Q4的中枢将抬升至85-90美元/桶。展望2018Q4, 我们判断地缘政治将使油价供给偏紧; 其中美国对伊朗制裁将给油价带来6-9美元/桶的增量。

目前伊朗减产幅度不低于150万桶/天, 而此前伊朗减产幅度约在50万桶/天, 此次减产相当于在已经减少50万桶/天的基础上, 将现有的出口量再减半; 减产力度增加会对油价带来6-9美元的增量。即使伊朗的减产幅度不再继续加码, OPEC剩余产能被逐步消耗, 也会引发市场风险偏好上行而抬升油价。自从2018年6月OPEC实施增产以来, 其剩余产能持续减少。截至8月份, OPEC拥有剩余产能仅269万桶/天, 已经接近历史最低水平; 剩余产能中, 有162万桶/天的产能在沙特阿拉伯手中, 任何地缘政治问题的激化, 如比利亚问题等, 都使剩余产能不足的情况得到暴露。

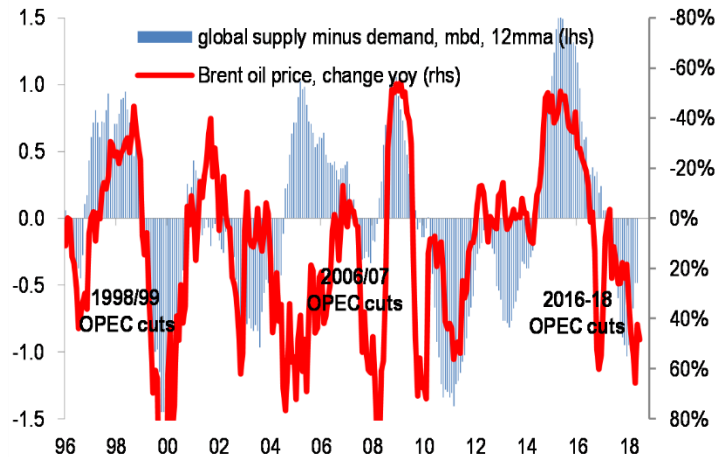
图: 伊朗原油出口量从Q3起大幅减少



数据来源: Wind、JPMorgan、招商基金

虽然经济下滑导致原油需求增速斜率放缓, 但是供给的紧缩程度会大于需求增速的下滑幅度, 使油价中枢抬升。需求端方面, 长期油价高企叠加中美贸易战持续激化, 将导致全球经济增速下滑, 使原油需求增速斜率放缓。基准情形下, 假设伊朗石油供给量下降150万桶/天, 委内瑞拉产量继续下降50万桶/天, 美国产量增长100万桶/天(含原油和页岩油), OPEC产量增长50万桶/天使剩余产能达到新低, 俄罗斯、巴西产量各增长10万桶/天, 则全球总供给量减少30万桶/天。同时需求增速放缓, 但是总量仍有增加, 此时油价将会抬升。

图：供需缺口将扩大大约 30 万桶/天，抬升油价



数据来源：Wind、JPMorgan、招商基金

伊朗减产幅度增加导致供给量减少 150 万桶/天，油价上行趋势确定；但是考虑到美国政府对油价的心理价位低于 90 美元/桶，我们认为布伦特油价在 2018Q4 的中枢将抬升至 85-90 美元/桶。从主要国家政治诉求层面考虑，美国政府对油价的预期约在 70-90 美元之间；高于 90 美元，美国政府有可能通过调整页岩油产量来控制油价。同时伊朗问题导致的原油供给偏紧，将使 2018Q4 油价中枢高于 Q3 的 75-85 的中枢。我们认为布伦特油价在 2018Q4 的中枢将抬升至 85-90 美元/桶。

2.6 黄金市场

从第三季度各个月份的黄金价格走势的表现来看：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，使得黄金价格指数与美元指数呈现负相关关系。在 2018 年 7 月份，COMEX 黄金指数从 1242.8 美元/盎司下跌至 1232.9 美元/盎司。

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 1,232.9 美元/盎司下跌至 1,206.9 美元/盎司。

9 月份黄金价格在 1,200 美元/盎司上下震荡主要受两方面的影响，一是受到美国国债利率大幅上行的压力，二是受到美国通胀上行的提振。因此，在 2018 年 9 月份，COMEX 黄金指数从 1,206.9 美元/盎司小幅下跌至 1,196.2 美元/盎司。

截至 9 月底，虽然 COMEX 黄金指数从年初 1 月份的 1370.5 美元/盎司的高点已下跌 12.7%，但我们预计第四季度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，美债收益率高企，将对黄金价格产生较大的向下压力。2018 年以来，10 年期美国国债的收益率不断上行。进入 10 月份后，10 年期美国国债收益率已破 3%。第二，12 月份美联储加息预期强烈，美元看涨。黄金的货币属性是决定黄金价格的主要因素，因而，美元的上行将

不利于黄金价格。在 9 月份的美联储的货币政策会议中，有 12 位美联储委员预计 2019 年加息 4 次，高于 6 月份会议的 8 位，意味着美联储 12 月加息为大概率事件。

另一方面，从美国的预测劳动力生产率的走强趋势来看，美国的经济环境也不利于第四季度黄金价格的走强。美国劳动力生产率反映了美国国内经济的好坏。在美元计价货币体系下，美国劳动力生产率成为驱动黄金价格运行的关键。美国劳动力生产率走强，黄金走弱；美国劳动力生产率走弱，黄金走强。预计到 2022 年，美国的潜在劳动力生产率的同比增速将从 2018 年的 1.24% 上升至 1.50%。

图：美国潜在劳动生产率不断走强

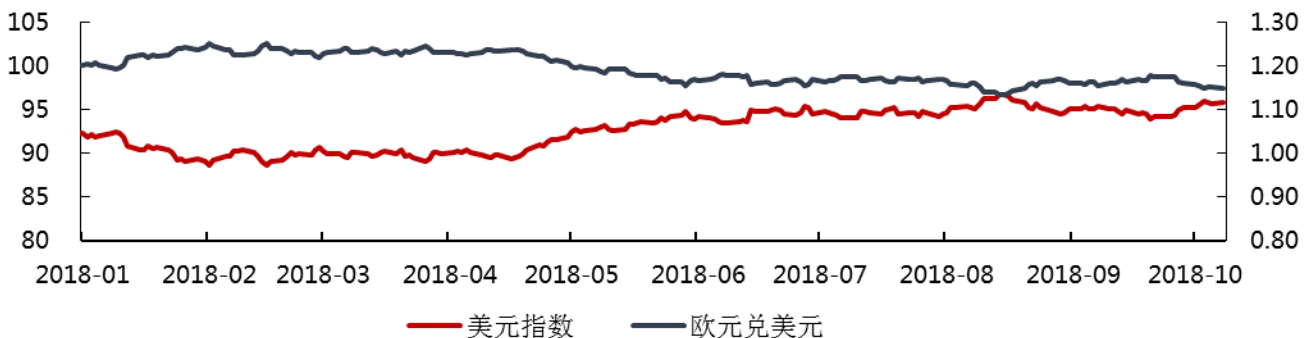


数据来源：Wind、招商基金

2.7 汇率市场

短期美元强势格局难以扭转，但中期动能减弱。2018 年三季度美元指数整体延续了二季度美元指数的强势态势，震荡上行，区间位于 93-96 之间。年初以来，基本全部货币均对美元贬值。

图：美元指数及欧元兑美元汇率

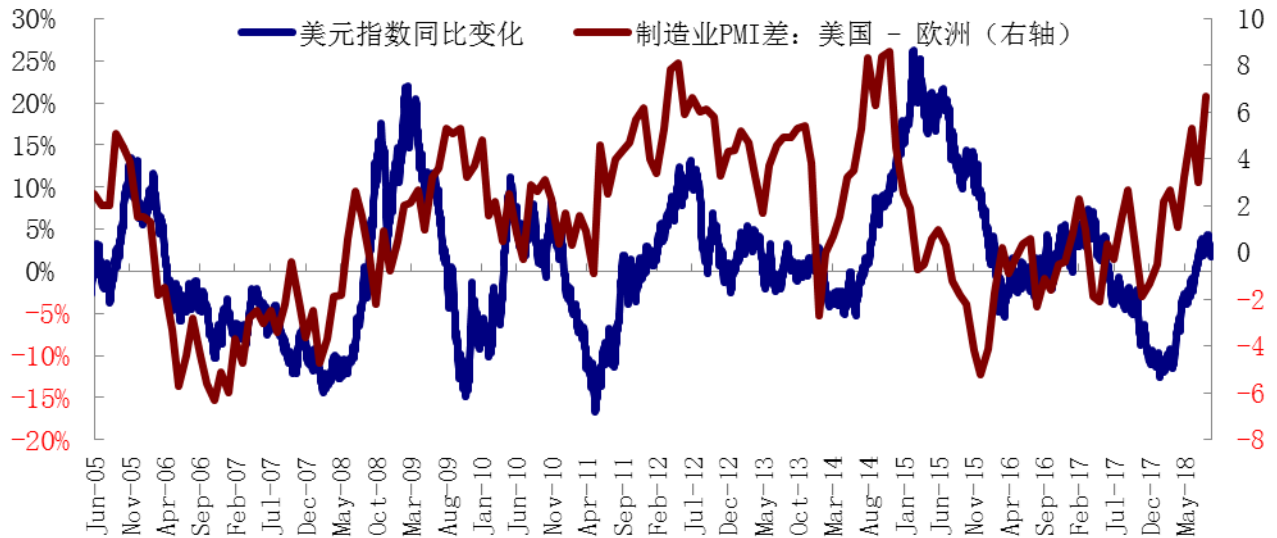


数据来源：Wind，招商基金

美国经济依旧呈现一枝独秀的格局，是美元强势的最主要原因：在税改和积极的财政政策推动下，制造业回流和消费崛起带动经济持续增长，强势的经济实力仍旧是美元的支柱。根据数据显示：美国 9 月 ISM 制造业指数 59.8，小幅度低于 8 月 61.3 的高位，但仍处于景气区间。包括密歇根消费者信心指数、sentix 投资信心指数在内的领先指标也势头正强，意味着美国经济或正逐渐走向过热，但 18 年内数据仍会较为靓丽。欧洲的数据则仍较为

疲弱，欧元区9月PMI53.2，创24个月新低。考虑到意大利政治的不确定性、脱欧影响还会在四季度发酵，叠加全球贸易条件拖累出口以及油价上升推升生产成本的问题，18年内很难看到欧洲经济的明显改善。

图：美元指数同比变化及制造业PMI差



数据来源：Wind，招商基金

人民币第三季度贬值压力仍旧存在，目前央行已经使用的调控方式包括7月上旬央行行长多为高层喊话RMB稳定、8月初央行上调外汇风险准备金率、8月24日央行重启“逆周期因子”，未来我们预计资本管制或也会有所加强。

图：人民币汇率拆解

	外盘背景	压力分解	中间价变化幅度
4-6月中旬	美元反弹 (+5.6%)	CTETS平稳 (+1%)，有超涨的迹象	贬值2.3%
6月中旬-8月中旬	美元平稳 (+0.04%)	央行顺应贬值，CFETS下跌5.2%	贬值6.8%
8月中旬-至今	美元震荡（先升后降，收平）	CTETS收平，走势比美元指数缓，央行在土耳其风波美元上涨过程中明显有所作为	升值0.05%

2018年四季度市场展望：短期而言，考虑到美强欧弱的经济格局不改、欧洲和新兴动荡带来的避险情绪、以及美联储四季度确定性的加息状态，我们认为美元仍旧会维持高位震荡，难以出现反转。未来需要关注的有几个方面的变化，来跟踪美元指数是否会出现大幅调整：1) 美国中期选举是否会引发市场动荡；2) 美国经济何时出现衰退迹象；3) 中国经济的刺激效果何时可能显现；4) 欧洲日本经济在18年低级基数的效应下，后期是否会明显改善。

中长期而言，我们认为美元指数已经超涨了，欧洲特别是部分新兴市场的货币有超跌的迹象。并且，尽管减税相当于“空中加油”，延长了美国经济的扩张至，但却也是把双刃剑：不断扩张的财政赤字也并不支持美元中长期走强。

目前中国的外汇储备整体较为平稳，人民币压力相对可控。未来我们预期央行仍可以通过加强外汇管制、离

岸进行抽水、窗口指导中间价形成等方式进行干预，因此应对措施仍较为充足。中长期而言，考虑到美元强势势头的不可持续性，人民币汇率的矛盾或迎刃而解。

3 股债投资策略

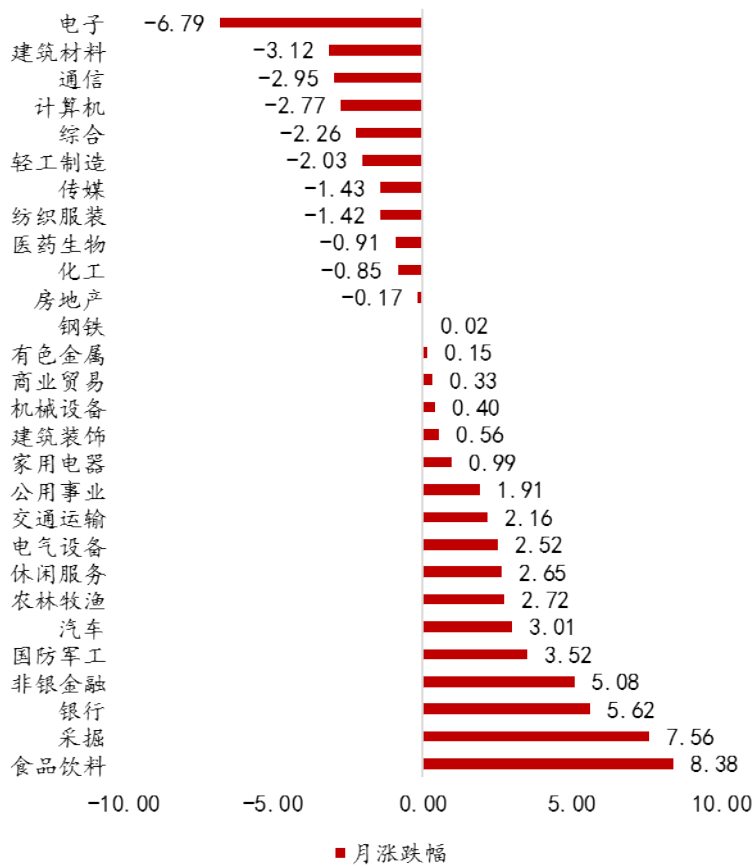
3.1 A 股投资策略

9 月回顾：食品饮料、采掘和大金融板块领涨，电子、建材、通信和计算机跌幅居前

2018 年 9 月，上证综指上涨 3.53%，深证成指下跌 0.76%，中小板指下跌 1.61%，创业板指下跌 1.66%。

回顾 9 月，政策利好下市场悲观情绪有所好转，8 月跌幅较大的食品饮料反弹幅度最大，此外估值较低、股息率较高的大金融板块涨幅居前；8 月涨幅较大的电子、通信和计算机板块回调幅度较大。

图：2018 年 9 月行业涨跌幅



数据来源：Wind，招商基金

A 股走向判断：估值继续筑底，市场行情曲折

我们认为虽然实体经济短期内仍有下行压力，但当前货币政策和财政政策也在持续发力，整体市场行情仍将在曲折中继续演绎。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 9 月 28 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 6%、27%、1%分位水平。

图：主要 A 股指数估值水平

主要指数	2018/9/28	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	15.0	58.2	11.5	20.1	25%			√		
	WIND 全 A (剔除金融 石油石化)	20.7	76.2	13.8	30.9	6%	√				
	上证 50	10.2	48.5	6.9	11.7	32%				√	
	沪深 300	11.7	51.1	8.0	13.9	27%			√		
	中证 500	19.8	92.8	16.6	37.2	1%	√				
	中小板 100 指数	22.6	67.7	14.5	32.9	5%	√				
	创业板 100 指数	35.7	137.9	28.8	50.0	8%	√				
	中小板综合	26.6	96.7	15.9	40.8	9%	√				
	创业板综合	45.0	154.4	28.1	57.0	23%			√		

数据来源：Wind，申万宏源，招商基金

结构选择：把握优质龙头个股，关注金融、新经济、基建

我们继续看好基本面稳健、行业格局改善、估值相对更合理的板块中的优质龙头个股，同时四季度金融板块，其中银行与保险行业值得重点关注。主题方面，我们认为中央未来将重点扶持的新经济动能领域以及基建相关领域仍有结构性机会。

银行方面，从宏观层面来看，一方面，当前狭义社融存量增速尚未企稳；但另一方面，7月底以来，政策基调已明确转积极，后续货币、财政积极政策不断，诸如社会融资存量增速等宏观指标的向下趋势已有所趋缓，我们更应关注当前发生的积极变化。从银行业基本面来看，目前银行重点指标趋势展望整体较为稳定。资产质量方面，短期内仍将保持平稳趋势；息差方面，一方面资产端利率可能下行，另一方面负债端成本的下行将在一定程度上抵消上述负面影响；规模方面，三季度地方债集中发行后的项目配套贷款需求或最早在四季度显现。从银行整体的估值水平来看，截至9月底，银行业PB(LF)估值为0.84倍，所处2011年以来分位数水平为2.6%，距离2011年以来最小值空间为10.5%，为较低水平。

保险方面，短期看，上市公司整体负债端（保费）仍处在改善通道中，但投资端存不确定性，继8-9月集中发行地方债推升利率之后，长端利率或因经济继续走弱而下行，此外股票市场行情仍有反复；长期看，公司EV增长确定性强，估值合理甚至部分处于历史低位，可以在估值低位介入、拿长以获取EV增长绝对收益。从历史复盘情况来看，受估值切换影响，保险指数在四季度大概率有绝对和相对正收益。

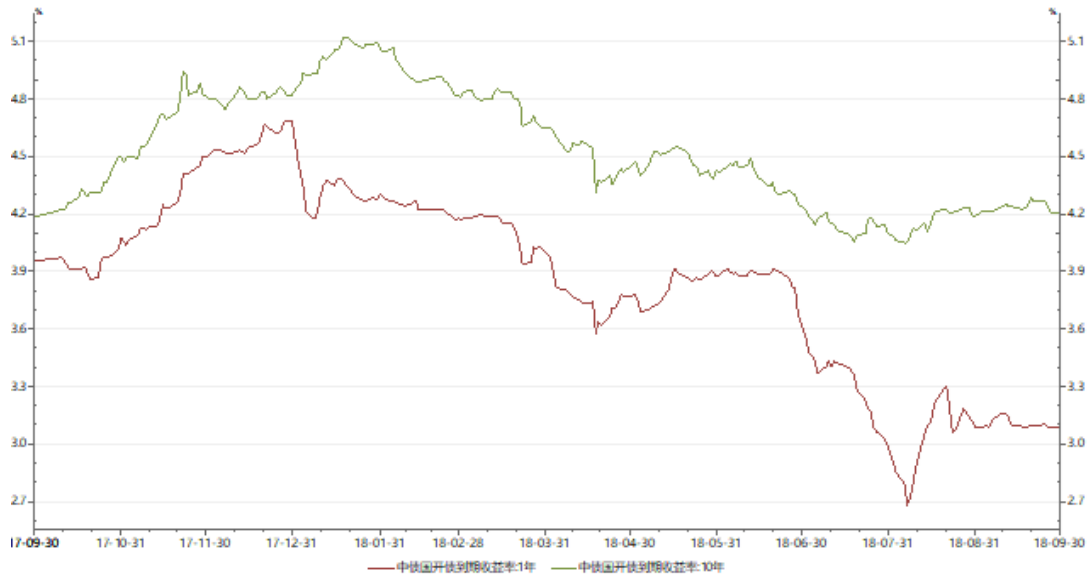
3.2 债券投资策略

3.2.1 利率产品

从基本面来看，今年前三季度尤其二季度以来以来，经济出现了疲弱的现象：年初至今生产较为旺盛，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。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。展望四季度，虽然目前货币政策已经明显趋于中性偏松，但由于目前“宽货币”到“宽信用”的传导仍然不顺畅，四季度需要重点关注财政支出和地方债发行节奏加快带动基建投资的企

稳以及社融增速情况。

图：中债国债到期收益率走势图



数据来源：Wind、中国债券信息网、招商基金

从政策面来看，经过连续降准后，货币政策已经趋中性偏松，流动性充裕。随着金融去杠杆接近尾声及经济下行压力显现，2018年货币政策基调也有所变化，从2017年的实质偏紧回归到中性稳健再到中性偏松。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。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。利率可能仍有下行空间。

利率债投资策略：目前利率债收益率处于较低水平，但随着经济走弱及货币政策偏松，预计四季度仍有一定下行空间。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。

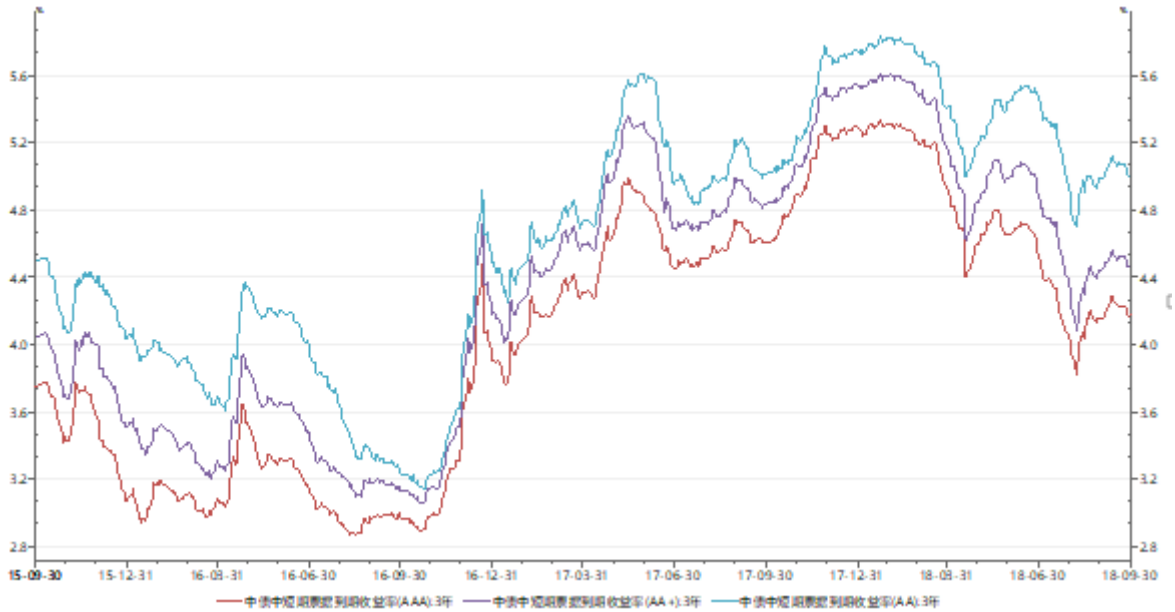
3.2.2 信用产品

发行量方面，2018年三季度信用债市场毛发行量和净发行量分别为19247.44亿元和3549.53亿元，均较上年同期大幅增加，较2018年二季度也有多增加，从结构上来看短期品种占比上升显著。三季度公司债、企业债及中票合计发行834支，发行金额为9472.54亿元，净融资额2830.43亿元，均较上年同期有所增加，环比则基本持平2018年二季度的发行量和净融资量，在货币政策持续宽松的情况下，“宽货币”向“宽信用”的传导仍然存在诸多障碍，包括市场对中低等级信用债的谨慎态度以及中高等级主体债券融资需求下降均在一定程度上削弱了债券市场的融资功能。

从二级市场来看，信用债收益率在三季度呈现先下后上、等级分化的态势，且与短端国债走势保持一致，反映目前信用债利率走势仍然主要受到资金面的影响，目前中高等级收益率绝对水平已经回到2017年年初的水平，低等级信用债收益率有所下行，但等级利差有所走阔，显示了市场风险偏好的恢复仍然需要时间。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

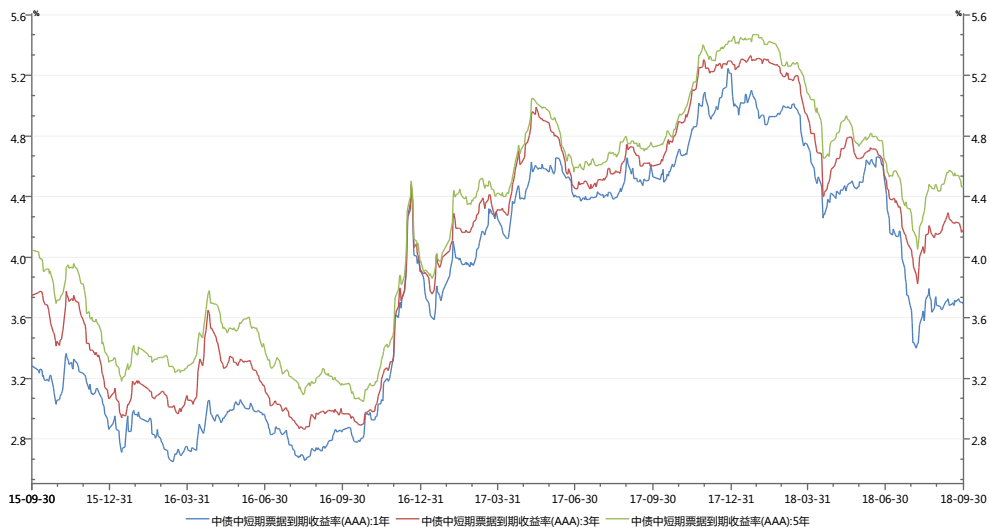
企业融资渠道严重受限，导致公开市场周转压力增大，加剧了供需矛盾，利差易上难下，且9月以来民营企业信用风险再次频频暴露，也对市场风险偏好有所打压。短期来看，市场风险偏好下降的趋势难以反转，低等级企业融资困局也很难显著改善，我们认为四季度低等级信用债内部将出现分化行情，同时重点关注民营企业的信用风险，在坚持价值投资理念的同时，精心挑选低等级信用债中资质较好的个券。

图：3年期各等级中期票据到期收益率走势



数据来源：Wind、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



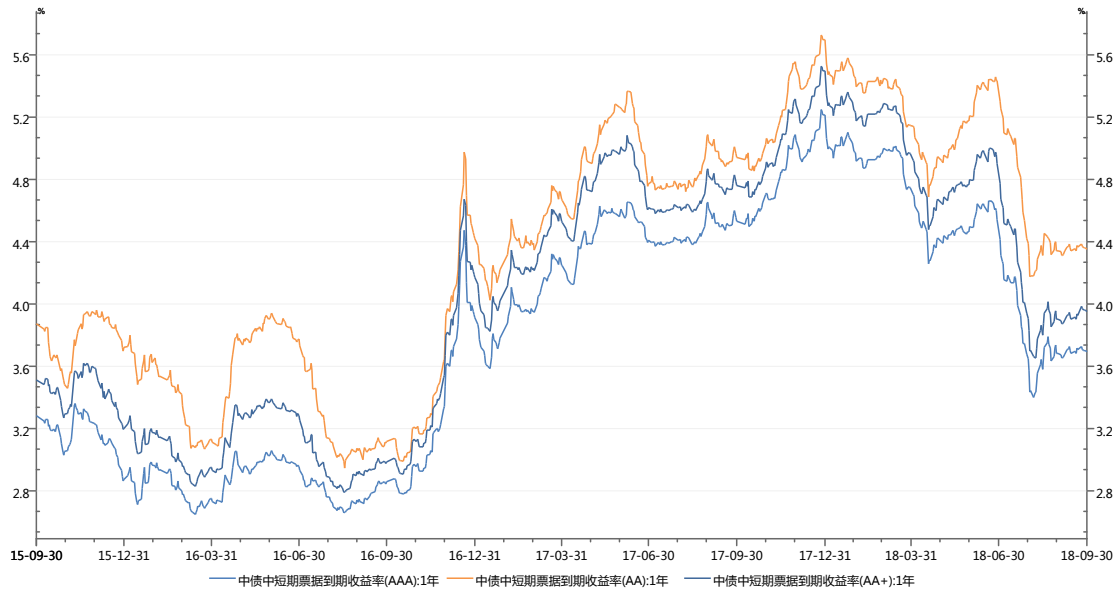
数据来源：Wind、中国债券信息网、招商基金

2018年三季度短融净发行较二季度大幅回升，但仍不及一季度的高点，共计发行短融、超短融780只，发行金额8592.70亿元，净融资1330.10亿元。环比二季度分别大幅增长1311.70亿元和1667.90亿元。短融市场的回暖主要源于市场的融资需求更趋短期化所致。

二级市场方面，三季度短融收益率走势与中长短信用债趋同。另一方面目前短端收益率已经处于较低水平，

下行空间有限。

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

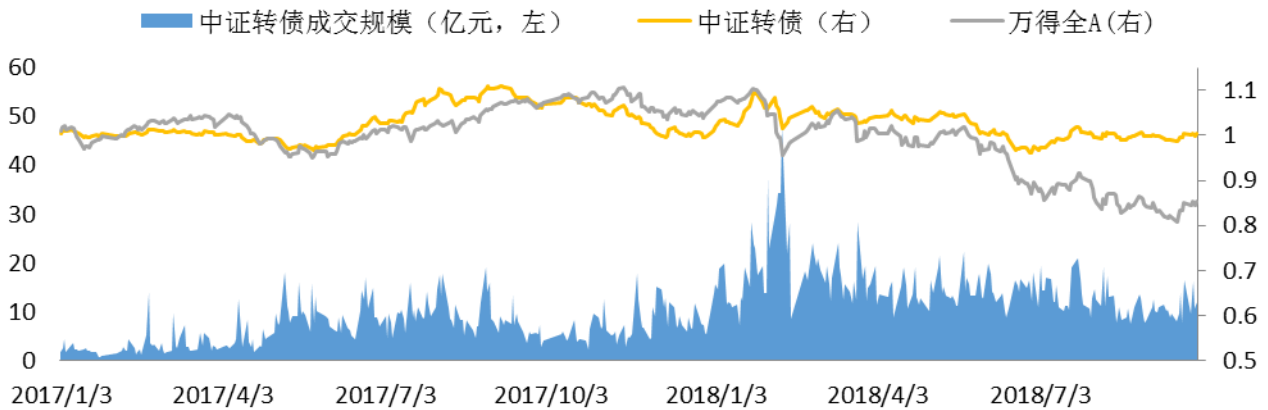
总的来说，四季度信用债投资策略将延续之前价值投资理念，并在低等级信用债的分化行情中自下而上的精选个券，把握个券机会，增强组合收益。

信用债投资策略：目前信用债收益率已较二季度大幅下行，但低等级信用债收益率仍处于相对较高水平，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，未来将在严格把握信用风险的情况下精选个券，增强组合收益。

3.2.3 可转债

9月份A股市场及转债市场迎来反弹窗口，万得全A上涨1.35%，中证转债反弹幅度较小上涨0.37%，上证综指上涨3.53%回到2800点上方，而创业板指则持续下探1.66%，表现不佳。行业方面，申万一级28个行业中，涨幅前三的分别为食品饮料、采掘、银行，跌幅前三的分别为电子、建筑材料和通信。

图：2017年1月至9月转债指数与股票指数表现



数据来源：Wind，招商基金

9月份来自国外的外部扰动、国内的宏观经济层面、政策面的消息多空交织。MSCI 考虑提高 A 股纳入因子比重；富时罗素 FTSE 宣布明年纳入 A 股；国常会定调减轻税负等使得对 A 股市场多了份期待，但同时经济数据的下行、贸易摩擦的持续、美联储加息的冲击等内外部因素依旧对市场有一定扰动。在正股市场持续磨底的背景下，转债市场受到这些因素的影响较小，转股溢价率与 8 月份相比整体变化并不大，分化却在继续，个券资质整体下沉是其中一个原因。步入第四季度，政策面上持续的利好政策，可持续关注基本面良好、前期超跌的个券。