



招商基金投资月报

2018年11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	10
3.2.1	利率产品	10
3.2.2	信用产品	11
3.2.3	可转债	12

1 宏观经济环境

1.1 海外市场

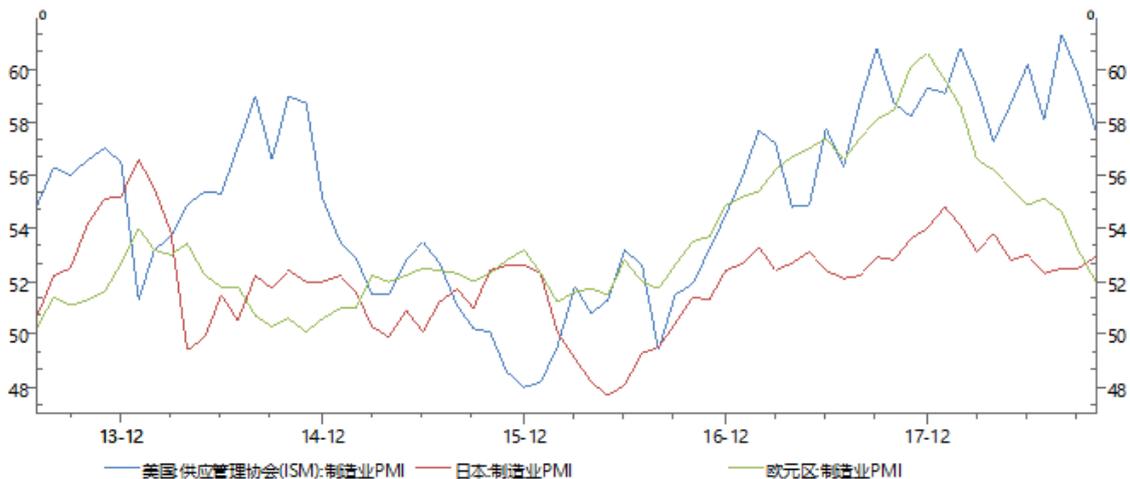
美欧经济数据再度分化，美债美股双双回调

全球经济增长开始乏力，但美国经济一枝独秀的故事仍在继续演绎。美国第三季度实际 GDP 年化季环比增 3.5%，高于市场预期的 3.3%；10 月非农就业人口新增 25 万，大幅高于市场预期的 20 万；9 月核心 PCE 物价指数同比升 2%，通胀数据继续表现平稳。受累于全球需求走弱，欧元区经济增速继续下滑，三季度 GDP 初值同比增长 1.7%，创逾四年新低；PMI 指数从 9 月 53.2 继续回落至 10 月的 52.0，呈现加速下滑迹象。整体来看，美国经济虽已逐渐接近本轮繁荣顶点，但尚未出现明显过热的情况，而欧元区经济数据的连续不及预期也令美欧的花旗经济意外指数之差再度走阔，美元指数在前一段时间出现再度上行态势。日本经济近期表现平稳，一方面受益于中美贸易摩擦带来的订单承接，另一方面在半导体相关行业的强劲增长推动下、其资本支出增长达到了 10 年来的最高水平。

美国经济的强劲表现以及美联储的加息预期也推动美国长端收益率在近期震荡走高，进而导致处于高位的美股遭遇抛售压力，波动性大幅上升，带动全球风险偏好快速下降。

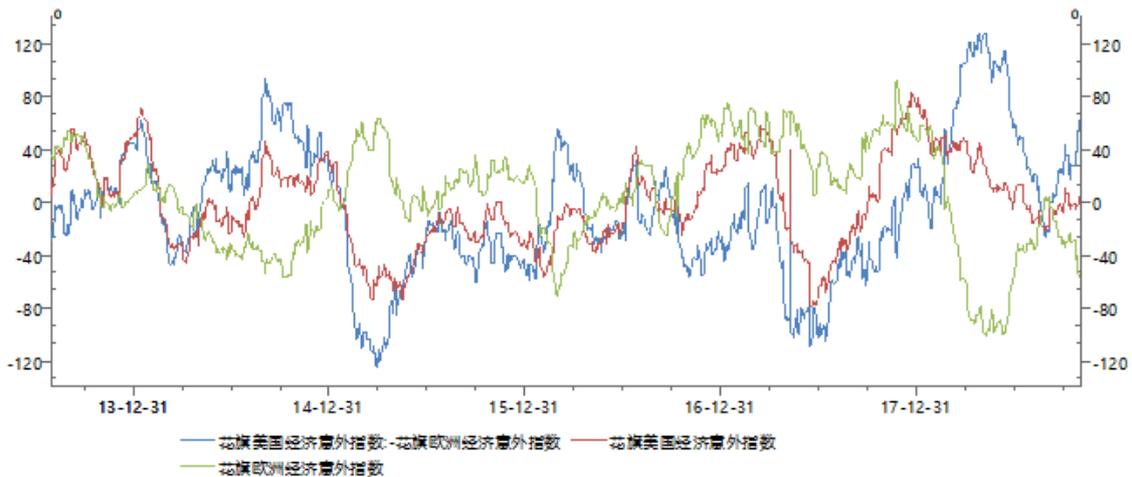
美股 10 月不尽如人意的表现也使得中期选举压力下的特朗普在对华问题上释放了善意信号，其近期与习主席通话就中美贸易争端、进博会和朝鲜半岛争端等问题进行了交流，此举被市场解读为中美贸易摩擦的缓和信号。根据美国中期选举的最新结果，民主党重新夺回众议院，共和党守住参议院，但我们预期美国国会对于总统就贸易相关方面的权力制约作用仍会相当有限。近期中美高层重新开始接触是一个好的信号，但难言两方贸易摩擦已经出现了实质性转机，后续需持续跟踪两国高层在 APEC 和 G20 会议上的会谈结果。

图：美、欧 PMI 指数继续走弱，日本 PMI 小幅走强



数据来源：Wind，招商基金

图：花旗经济意外指数美国保持平稳、欧洲大幅下行，两者经济数据再度走出背离



数据来源：Wind，招商基金

1.2 国内市场

实体经济数据加速下行，政策密集出台

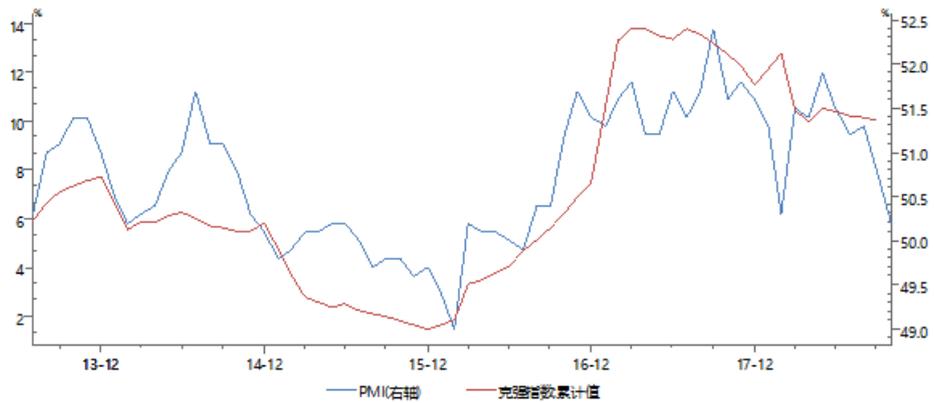
最新的国内经济数据显示实体经济仍在下行。9月工业企业单月利润同比增长4.1%，较上月下降5.1个百分点；10月官方PMI指数报50.2，创2016年7月以来新低。与此同时，统计局口径的地产销售额累计增速在9月开始出现向下的拐点，10月国庆期间全国多地出现商品房降价维权事件，结合三四线棚改货币化安置比例趋势性下降，明年地产行业的景气度下行或是大概率事件。对外贸易方面，中美贸易摩擦对出口部门的负面影响将在明年一季度完全显现，明年经济或将面临更大的下行压力。

从9月的金融数据来看，在政策鼓励下表内信贷的总量延续了小幅改善的势头，但从绝对结构水平上来看，票据、非银贷款仍占比较高，企业中长期贷款增量仅有小幅改善；社融数据方面，在纳入地方专项债之后9月社融增速绝对值回到10%以上，但趋势仍在向下，“宽货币、紧信用”的局面没有得到根本性改变。

在经济下行压力下，政策继续密集出台。货币政策方面，央行在10月初进行了年内第四次降准，释放7500亿增量资金，10月资金面延续宽松，持续保持在利率走廊的下沿附近波动；而针对“宽信用”不利的局面，央行新增1500亿元再贴现和再贷款额度，并设立民营企业债券融资工具缓解民营企业融资难问题。10月底中央政治局会议强调了当前面临的经济下行压力，政策重心重新回到稳增长，重点提及要支持民企和资本市场健康发展；随后由习近平总书记主持召开的民营企业座谈会，通过提出减税降低企业负担等方向，回应了近来市场投资人及部分企业家对热点问题的关注，以提振市场信心。整体来看，近期出台的多项政策对经济的短期刺激效果有限，且政策效果显现尚需时间，我们预计或至少在明年二季度之前实体经济的实际增速和名义增速均会继续回落。

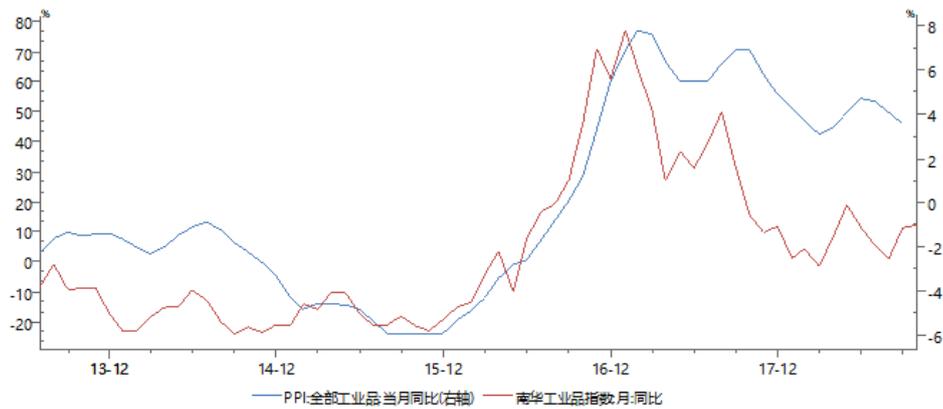
此前市场担心的通胀问题开始缓解，前期上涨较快的蔬果价格跟随季节性回落，各地的猪瘟疫情持续发酵，但其对全国猪价的影响尚待观察。我们认为在国内需求加速回落的背景下，若无外围的输入性通胀，尚难见到国内通胀的持续上行；明年上半年由于基数原因，通胀存在温和上行的可能性，但我们认为其对货币政策的掣肘仍非常有限。

图：实体经济加速下滑



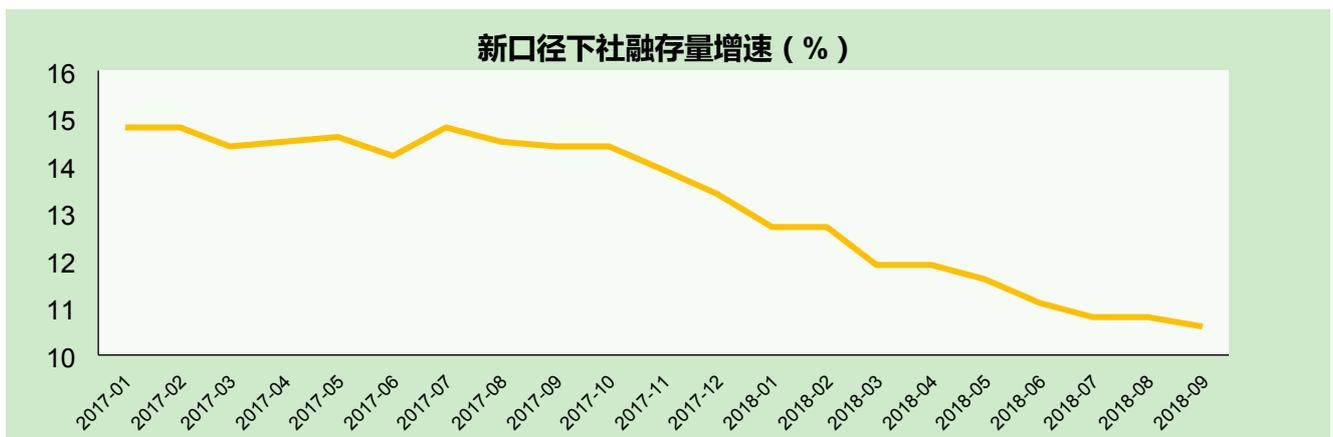
数据来源: Wind, 招商基金

图: 基数效应走低下 PPI 同比仍处下行趋势



数据来源: Wind, 招商基金

图: 新口径下 10 月社融存量增速仍难止颓势



数据来源: Wind, 招商基金

图: 9 月新增信贷总量尚可, 结构略有改善



数据来源: Wind, 招商基金

2 大类资产观点

10 月份市场回顾: 股市先跌后涨, 债市收益率曲线平坦化下行。

整体上, 海外方面, 预计四季度美欧经济仍将维持分化, 美债收益率仍有上行动力, 全球风险资产的调整压力不减。国内方面, 实体经济下行压力进一步加大, 但政策的出台频率也在加快, 保持经济增速在合理区间运行仍是政策底线, 我们判断后续政策效果将会逐步显现, 经济下行斜率有望减缓。我们认为短期内股票市场的“政策底”逐渐清晰, 债券市场中信用债的性价比抬升。

2.1 A 股市场

就权益市场而言, 短期来看, “政策底”逐渐清晰, 中央政治局会议上重点提到支持资本市场的健康发展, 近期证监会陆续对前期再融资等监管政策进行松绑, 股权质押问题有望得到有效纾解, 中美贸易争端也有积极信号出现, A 股当前的反弹或将延续。中期来看, 国内经济下行压力仍大, 其对于上市公司的业绩仍有压制作用, 同时美国中期选举之后美国对华政策也存在较大变数, 市场底的确认仍需要观察前期政策落实情况以及中美贸易摩擦的进展, 但从估值来看市场已经处于底部区域, 当前位置保持积极心态参与反弹。

2.2 债券市场

从债券市场来看, 短期受美联储加息影响, 利率债年内或仍将在 3.5% 的中枢位置附近震荡; 中期来看, 经济下行压力下长端利率仍有下行空间。信用债方面, 短期来看随着高层再度出手缓解中小企业融资难问题, 信用债有望迎来新一轮的估值修复行情, 央行推出的信用风险缓释工具的后续进展值得关注; 但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

10 月港股市场创下今年以来最大单月跌幅, 恒生指数和恒生国企指数分别下跌 10.1% 和 8.0%, 在全球主要股指中表现靠后。具体来看, 1) 普跌市场中, 大小盘指数跌幅相近; 2) 技术硬件、软件、零售、媒体与娱乐和半导体领跌, 多元金融、公用事业、电信、交运和银行表现最佳; 3) 香港本地/外资股依旧略好于中资股。

10 月主导市场表现的主要因素包括: 1) 海外市场风险加剧, 美国 10 年期国债收益率迅速上升, 触发美股大

幅回调，引发全球市场抛售；2）香港本地流动性收紧，主要银行纷纷上调最优贷款利率，市场对于香港进入升息周期的担忧显现；3）中国 PMI、工业企业利润等宏观经济数据表明经济下行压力加大，政策支持增长的效果尚未显现，市场担忧政策有效性；4）美元指数再度强势上行，人民币进一步贬值至接近关键心理关口—7；5）A 股年初以来跌幅扩大至 20% 以上，引发众多中小企业股权质押风险暴露，可能进一步加重中小企业的流动性危机。

进入 11 月，由于经历了 10 月的大幅下挫，市场整体和部分行业的估值更加接近历史底部区域，伴随着不断加码的稳增长和控制国内风险的政策出台，市场有望迎来短期反弹。到年底，我们继续认为，港股市场以波动行情为主。具体而言：1）稳增长和防风险的政策重要性提到最高。民营企业的资金和经营困难以及 A 股股权质押的风险得到了政府最高的重视度，政策鼓励包括券商、地方国企、AMC、保险等各类型投资者设立专项产品并参与纾解股权质押风险，为民企以及中小企业提供流动性，显著提振短期情绪；2）随着央行 11 月在香港发行央票，离岸人民币流动性收紧，人民币贬值压力短期将下降，前期受人民币贬值压制的行业短期反弹力度将较大；3）11 月底 G20 会议，中美两国领导人会面有望重谈贸易问题，尽管我们认为贸易战态势不大可能转向，但在悲观预期中，重启对话有望暂时边际缓解市场担忧；4）三季度增长总体稳定。香港和美国上市的市值在 3 亿美元以上的中国公司中，已有 126 家公司披露了 3 季报，市值占比 56.7%，3 季度净利润同比增长 6.2%，非金融 19.1%。市场盈利预期暂时趋稳，对香港和海外上市的中资企业全年增长预期已经从 8 月的 14% 下调至 12.5%，短期进一步下调动力很小；5）从多头资金调整仓位和空头平仓的角度看，短期反弹可能非常迅速。行业配置方面，我们中期继续看好银行、保险和必选消费。短期市场反弹中，前期受压制比较多的行业，例如券商、汽车、房地产、航空等可能弹性较高。

2.4 美股市场

10 月美股市场录得年初以来最大单月跌幅，纳斯达克综合指数下跌 9.2%，标普 500 指数下跌 6.9%，道琼斯工业指数下跌 5.1%，标普 500 和道琼斯工业指数几乎抹去年内全部涨幅。整体上防御性板块表现显著优于周期性板块，必需消费品（全部三个子行业：食品饮料、食品与主要用品零售、家庭与个人用品）、公用事业、房地产和电信板块表现最佳，而零售、半导体、资本货物、耐用消费品与服装表现最差。

10 月主导市场表现的主要因素包括：1）10 年期美国国债收益率迅速上行，月初冲破 3.2%，成为触发美股大规模抛售的直接导火索；长端利率的快速攀升，一方面来自于市场对于美联储 2019 年加息三次的预期上升叠加月初油价上行推升通胀，另一方面也来自于中国、俄罗斯和印度等国今年以来持续抛售美债在交易层面上造成的影响；2）3 季报整体业绩仍然非常强劲，在已公布业绩的公司中，标普 500 成分股整体盈利增速达 25%，77% 的公司超预期，其中，IT、通讯服务和公用事业板块超预期的数量占比最大，而能源、原材料和工业板块不及预期的公司占比最大；尽管超预期的公司数量占比较高，但实际情况表明对市场的支撑作用有限，而部分龙头公司业绩不及预期则引发板块下挫，市场对于负面业绩的激烈反应表明投资者对于美股增速见顶的担忧在上升，此外也增加了对美国中期增长压力的担忧。3）意大利预算风波进一步升级（欧盟要求意大利重新提交预算），叠加 11 月 6 日的中期选举的迫近，亦令整体市场情绪较为紧张。

展望 11 月，美股在 10 月快速调整后，短期可能技术性反弹，但我们继续对美股持中性偏谨慎的观点。整体而言，相比于新兴市场 and 欧洲，美国短期经济表现相对强劲，但经济未来因前期政策效果减弱、政府债务和贸易战的影响压力将增大，但股市似乎没有充分反应此风险，短期快速调整的压力仍在。近期公布的三季度 GDP 增速

达 3.5%，较二季度的 4.2% 有所回落，好于 3.2% 的市场预期；9 月核心通胀 2.2%，高于美联储 2% 的政策目标；失业率继续维持在历史低位；薪资增速仍然强劲。但 10 月的巨大波动表明，市场情绪和资金十分敏感。

具体而言：1) 全球经济迈入复苏后半程，利率上行和流动性进一步收紧对于股市的压力将显著大于复苏前半程，2) 税改和金融去监管的红利逐渐淡化的背景下，贸易战和薪资水平带来的成本上升对于企业盈利的影响将逐步显现，3) 美股长达 10 年的牛市或积累了大量的获利盘和杠杆资金，一旦市场情绪出现剧烈波动，杠杆资金的撤退或助推市场抛售；以及 4) 意大利预算风波和中期选举临近带来的不确定性令市场情绪较为波动。经历 10 月的调整后，美股整体估值从高位下调，纳斯达克综合指数 12 个月预期 PE 回落到历史均值附近，标普 500 和道琼斯工业指数估值则稍高于历史均值，部分行业，如软件、商业与专业服务、媒体与娱乐、医疗、食品与主要用品零售、公用事业、零售等板块的估值仍然处于历史高位水平。

2.5 原油市场

美国对伊朗制裁将使原油供给偏紧，而沙特和俄罗斯能否兑现其增产承诺存疑；市场对供给端的预期修复会抬升油价至 73~78 美元/桶中枢。

2018 年 10 月油价走势回顾：美国对伊朗的制裁的边际影响减弱，供给端压力边际放松导致油价回调。 2018 年 10 月，布伦特油价大跌 8.74% 至 72.62 美元；复盘 2018 年 10 月油价走势，美国对伊朗的制裁的边际影响减弱，供给端压力边际放松。这是因以色列机密文件称，俄罗斯拟帮助伊朗逃避美国制裁，伊朗通过里海向俄罗斯输送原油，而这些原油可作为俄罗斯原油在市场上出售。同时，俄罗斯和沙特承诺持续增产，市场预期伊朗制裁的缺口得以被填补。需求端，OPEC 下调原油需求增量预测；OPEC 最新月报下调了今明两年的全球原油需求增量预测，预计 2018、2019 年需求增量至 154 万桶/天和 136 万桶/天，之前预期分别为 162 万桶/天和 141 万桶/天。需求减少，供给压力减缓，导致美原油库存增加 634.6 万桶，油价高位回落。

图：布伦特油价走势

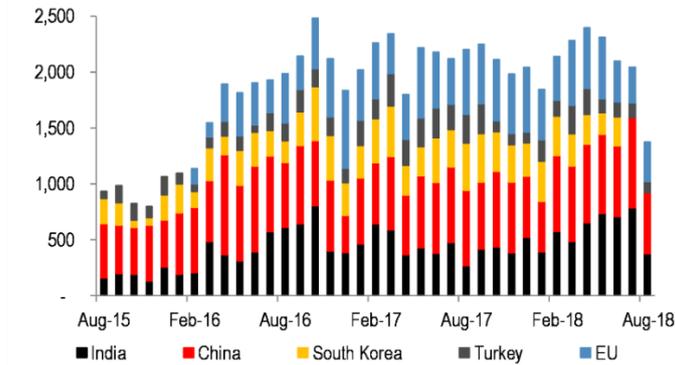


来源：Wind，招商基金

2018 年 11 月原油走势展望：美国对伊朗制裁将使原油供给偏紧，而沙特和俄罗斯能否兑现其增产承诺存疑；市场对供给端的预期修复会抬升油价至 73~78 美元中枢。 我们维持地缘政治，尤其是美国对伊朗制裁将使原油供给偏紧的判断；短期最大的变数在于沙特和俄罗斯能否兑现其增产承诺。目前原油市场对供给短缺的担忧已经得以弱化，10 月油价的下跌也是前期预期过高的修正。随着沙特和俄罗斯增产的消息已经被市场充分反映沙特和俄

罗斯承诺的增产意愿和增产能力很可能存在变数，而伊朗原油出口量大幅下降却是确定性事件。同时，OPEC 剩余产能已经接近历史最低水平；剩余产能中，有 60%的产能在沙特手中，只要沙特增产不达预期，供给不足和剩余产能偏紧双重问题会同时暴露，市场对供给的担忧会抬升油价中枢。

图：伊朗原油出口量减少已是确定性事件



来源：Wind, JPMorgan, 招商基金

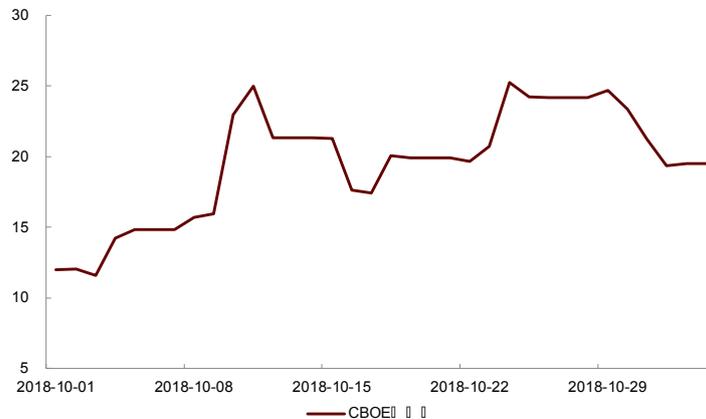
另外，美国对油价的预期约在 70-90 美元之间；而目前油价已接近 72.62 美元的低点，过低的油价不符合美国生产页岩油的利益诉求。未来美国政府有可能通过调整页岩油产量来控制油价；同时伊朗问题导致的原油供给偏紧，俄罗斯和沙特承诺的增产有可能不达预期，这将使 2018 年 11 月油价中枢抬升至 73~78 美元/桶。

2.6 黄金市场

黄金：美股动荡全球避险情绪上升，11 月份黄金价格具备向上动力。

10 月份黄金价格的上升主要受美国股市的动荡下跌引发的全球投资者的恐慌程度增加，避险情绪上升的影响。2018 年 10 月份，道琼斯指数从 26,651.2 点跌至 25,115.8 点，跌幅 5.8%，纳斯达克综合指数从 8,037.3 点跌至 7,305.9 点，跌幅 9.1%。美国股市的动荡下跌表现使得避险资产的吸引力上升，全球避险情绪上升。从波动率指数来看，CBOE 波动率从月初的 12.0 升至月末 21.2，全球投资者的恐慌程度增加。因此，在 2018 年 10 月份，COMEX 黄金价格从 1,192.6 美元/盎司上涨至 1,216.1 美元/盎司，涨幅 2.0%。

图：2018 年 10 月份 CBOE 波动率指数上升

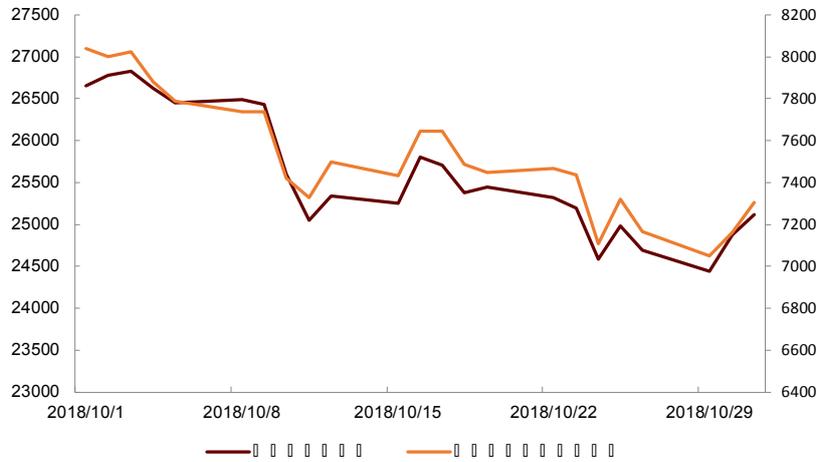


资料来源：Wind, 招商基金

我们预计 11 月份黄金价格走势中期向上，主要受两点影响。第一，美国股市下行压力增加。第二，美元指

数或将逐步进入调整周期。美国第三季度 GDP 同比增长 3.5%，为过去 10 年内美国经济增长最好的季度，但随着减税效应逐渐消退，美国经济成长可能趋缓，美元对黄金价格压制将逐渐减弱。

图：美国股市的下行压力逐渐显现

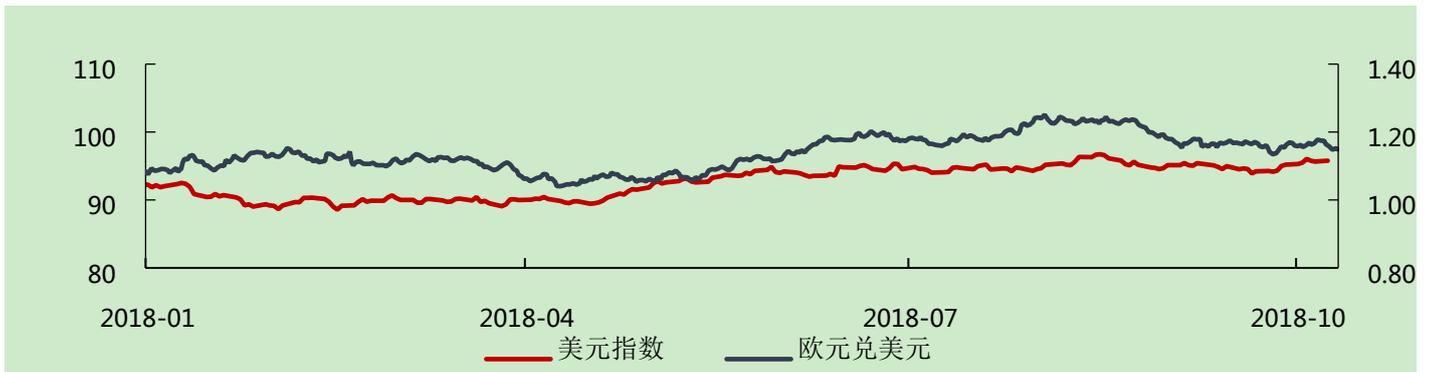


资料来源：Wind，招商基金

2.7 汇率市场

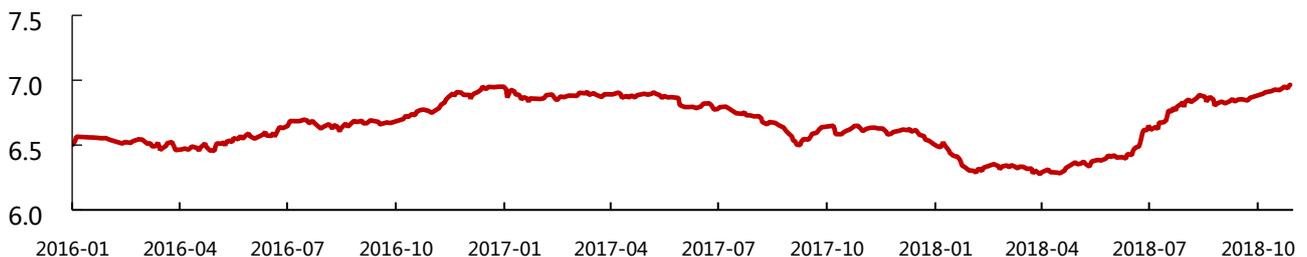
10月初美元指数从95点开始冲高，于月中96点回落，月底达到当月峰值97.2高位。总体来看美元一路高歌的诱因没有改变，宽松的财政政策助力经济基本面。从目前公布的10月经济数据来看：ISM制造业PMI相比9月虽有回落，但仍在高位；新增非农就业水平大幅超预期——新增25万人远超预期20万人；失业率也保持1969年以来3.7%的绝对高位水平。而持续疲弱的欧元区数据也是继续推升美元的很重要因素。

图：美元指数及欧元兑美元汇率



资料来源：Wind，招商基金

图：美元兑人民币



资料来源：Wind，招商基金

美国今年预计还有一次加息，且欧洲经济短期很难反弹，但美国经济增速已有所回落，GDP 虽仍在高位但大概率较难超预期，因此我们判断美元汇率大概率或将仍在高位震荡。

欧元区今年可谓算是十分煎熬的一年，在外部贸易环境恶劣的情况下，内部政治动荡一直不断。欧元区年内将大概率一直萎靡不振，成为支撑美元强势的因素之一。预期 11 月欧元汇率将在 1.1 附近低位震荡。

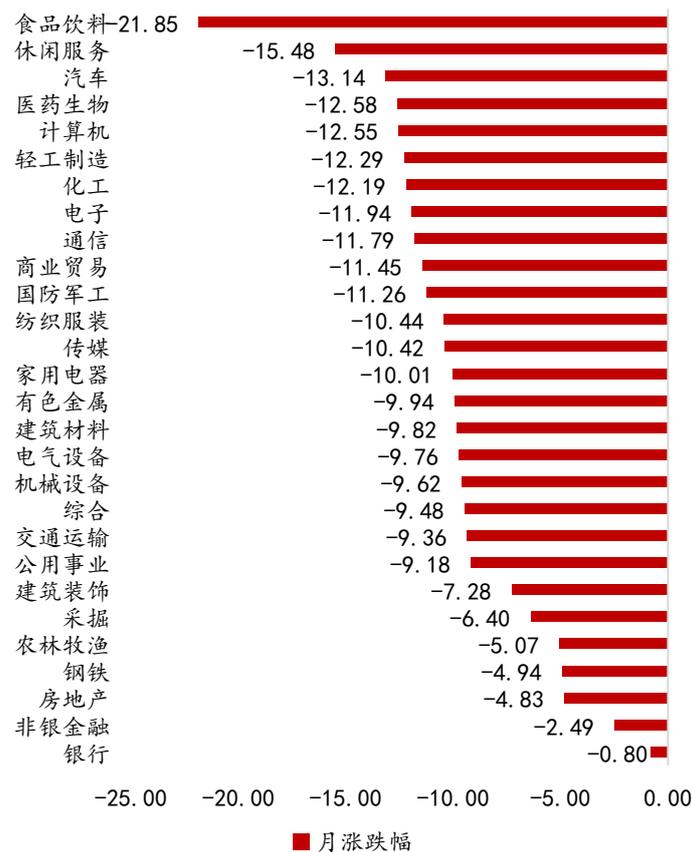
3 股债投资策略

3.1 A 股投资策略

2018 年 10 月，上证综指下跌 7.75%，深证成指下跌 10.93%，中小板指下跌 13.06%，创业板指下跌 9.62%。

回顾 10 月，随着经济下行压力加大，部分优质消费品的业绩也开始出现下滑，休闲服务、汽车、医药生物等板块也录得较大跌幅；同时资本市场建设以及股权质押问题的缓解，令券商板块在 10 月下旬出现大幅反弹，地产板块则出现政策博弈行情。

图：2018 年 10 月行业涨跌幅



数据来源：Wind，招商基金

A 股走向判断：反弹尚在途中，中期继续筑底

我们认为虽然实体经济短期内仍有下行压力，但 A 股市场的政策底逐渐清晰当前仍在政策蜜月期，市场反弹有望延续。从估值角度来看，当前的估值水平仍在历史底部区域，反弹仍有空间——截止 11 月 2 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%、20%、1%分位水平。

图：主要 A 股指数估值水平

主要指数	2018/11/2	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	14.1	58.2	11.5	20.0	19%		✓			
	WIND 全 A (剔除金融石油石化)	19.2	76.2	13.8	30.8	4%	✓				
	上证 50	9.7	48.5	6.9	11.7	24%				✓	
	沪深 300	11.1	51.1	8.0	13.8	20%				✓	
	中证 500	19.1	92.8	16.6	36.9	1%	✓				
	中小板 100 指数	21.1	67.7	14.5	32.8	4%	✓				
	创业板 100 指数	30.0	137.9	27.0	49.8	1%	✓				
	中小板综合	25.0	96.7	15.9	40.6	7%	✓				
	创业板综合	43.6	154.4	28.1	56.8	21%				✓	

数据来源：Wind，申万宏源，招商基金

结构选择：把握主题投资，关注大金融等蓝筹股

近期针对民企融资难问题的政策密集出台，中美贸易争端也有边际缓和迹象，市场反弹有望从转向“权重搭台，小票唱戏”阶段，此前被错杀的优质民企龙头股和成长性较好的科技板块或将迎来估值修复行情。此外，四季度的季节效应显示金融地产等权重股往往有较好表现，大金融板块仍值得关注。

主题方面，我们关注基本面明年呈现低估值高成长的通信 5G、军工、计算机、医疗服务等板块，其中可重点关注通信 5G 的主题性投资机会。5G 商用的行业新闻将继续刺激板块表现。近期 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 信令和链路连接，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确定性的投资机会，我们持续关注围绕 5G 与 AI 技术的电子创新龙头标的。

大金融方向：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；保险领域，从上市险企的跟踪情况来看，当前负债端保费由于四季度低基数原因延续改善趋势，投资端，债券收益率仍能暂时维持震荡稳定态势，而股票投资则或受益于市场企稳；券商板块则是直接受益于市场企稳及股票质押问题的缓解，此外，资本市场改革的迹象或将给券商带来更长、更深远的推动逻辑。

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：年初至今基本面方面，预计未来经济增长仍有进一步下行压力。主要有以下两个逻辑：首先，地产部门未来趋于回落。本轮地产周期从 2015 年见底以来，经历多轮调控以来仍维持强势，今年以来地产开发商为回笼资金加快开工对经济形成支撑，但是当前地产销量增速回落迹象日趋明显，棚改货币化政策调整、PSL 投放量明显回落意味着三四线城市失去了房地产销售

的重要支撑，明年地产部门的回落尤其是施工端的回落将对经济形成下行压力。

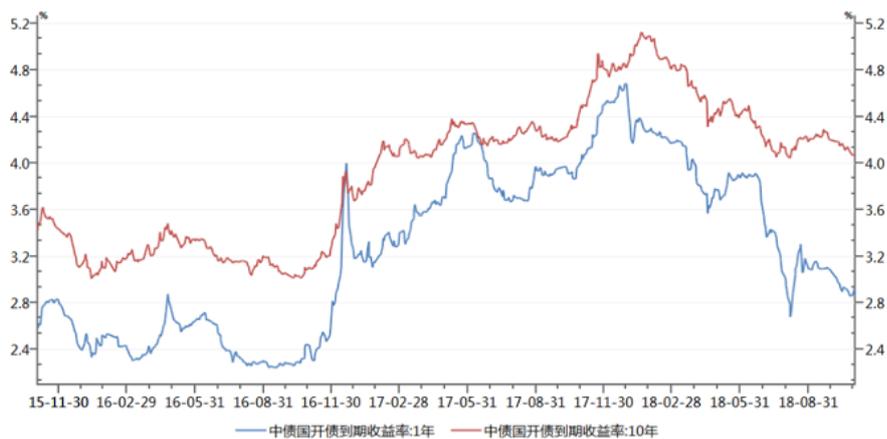
其次，出口增速可能回落。今年以来中美贸易战逐步发酵，但出口增速仍维持较强水平，与贸易战影响幅度偏小和海外经济体需求仍偏强有关，2019 年开始美国对华出口加征关税可能将进一步升级，而且前期提前出口规避关税的行为也将逐步消散，对出口增速的影响可能将更为明显。叠加海外经济体逐渐步入经济后周期，需求增速可能放缓，中国外需面临不利因素。

通胀方面，我们认为通胀压力可控。我们认为通胀从根本上由总需求所决定，经济回落过程中，通胀压力总体可控，主要是对市场预期形成阶段性扰动。

政策面方面，在宽信用取得明显成效之前，当前的政策立场不会发生根本变化。货币政策将维持中性偏宽松的立场，为宽信用创造相对有利的货币环境，但资金利率大幅下行概率也不大，预计将维持流动性的相对宽松。

从市场本身来看，我们认为债券收益率仍有进一步下行空间。今年以来市场整体走势较为审慎，收益率曲线较为陡峭，期限利差也处于高位，所隐含的经济增长和通胀预期仍然偏高，预计未来伴随着基本面压力的进一步加大，银行体系资产可得性下降，期限利差仍有压缩空间。

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

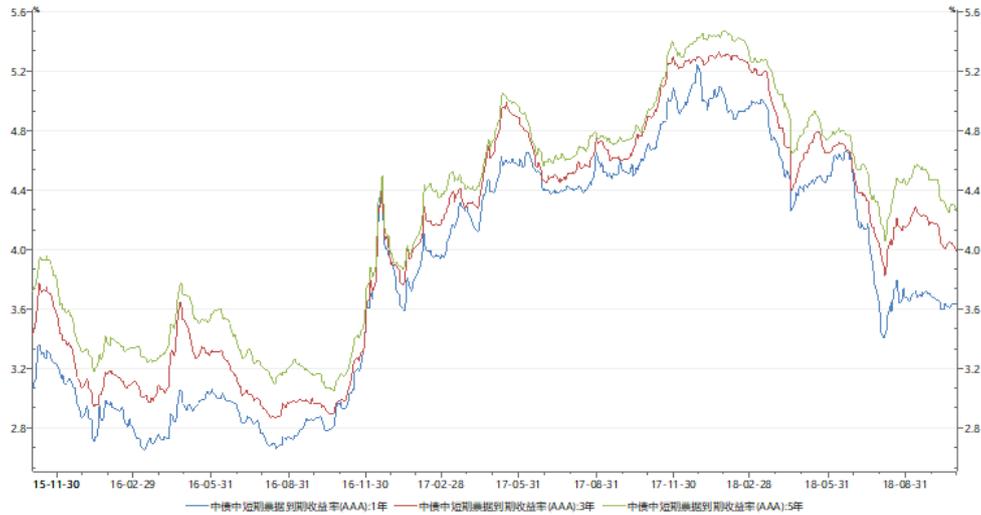
3.2.2 信用产品

发行量方面，2018 年 10 月信用债市场毛发行量和净发行量均有所回升，其中净发行较上月大幅回暖，从结构上来看，中低等级债券发行显著上升，体现了目前出台的一系列宽信用得措施得效果正在显现。具体来看，10 月公司债、企业债及中票合计发行 303 支，发行金额为 3506.78 亿元，净融资额 1604.98 亿元，净融资环比大幅上升，达到年内次高。目前来看，持续的货币宽松以及各项宽信用的措施正在提升市场信心，中低等级发行人和中长期债券融资规模的提升都显示债券市场的融资功能正在恢复。

从二级市场来看，信用债收益率在 10 月仍然处于下行通道，以 3 年中票为例，各个等级中票收益率在 10 月分别下行 16~24BP，等级利差有所收窄。信用利差略有下行。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，信用资质持续改善，但市场认可度也已经达到高点。城投和地产企业融资仍然严重受限，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。民企在经历了前三季度的融资困境后，10 月以来各部委联合发声支持民企融资，但从一级和二级市场表现来看，短期内市场风险偏好难以大幅回升，市场风险偏好下降的趋势难以反转，我们认为 11 月低等级信用债内部将继续，应重点关注民营企业的融资改善程度，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的个券。

图：AAA 等级各期限中短期票据到期收益率走势

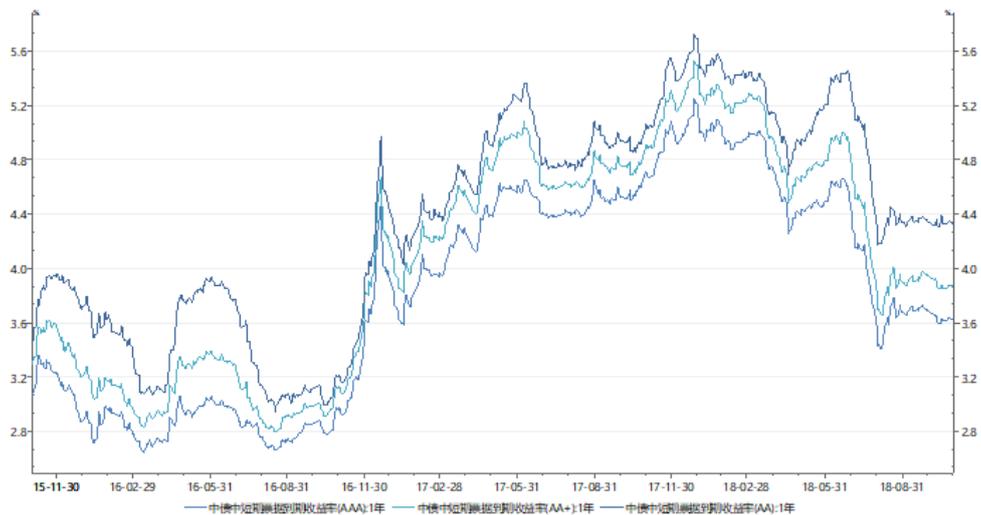


数据来源：Wind 资讯、中国债券信息网，招商基金

短期融资券方面，2018 年 10 月短融净发行较 9 月小幅回升，勉强回正，但仍属于年内较低水平。全月共计发行短融、超短融 243 只，发行金额 2576.20 亿元，净融资 19.20 亿元。环比 9 月分别增长 508 亿元和 396 亿元。

二级市场方面，10 月短融收益率走势与中长短信用债分化，全月短融收益率小幅下行，各等级收益率分别小幅下行 1~4bps，期限利差有所收窄。短端收益率下行受阻主要是因为目前较低水平，下方有存单利率的限制，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

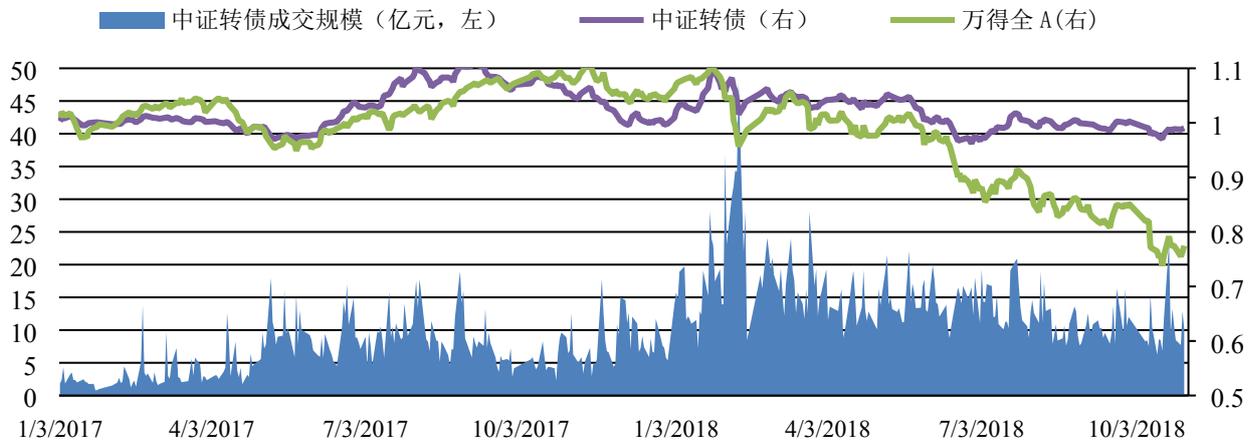
总的来说，11 月信用债投资策略将延续之前价值投资理念，并在低等级信用债的分化行情中自下而上的精选个券，把握个券机会，增强组合收益。

3.2.3 可转债

10 月份 A 股市场及转债市场继续震荡探底，万得全 A 下跌 9.14%，中证转债下跌 1.28%，上证综指下跌 7.75%，创业板指下跌 9.62%，表现欠佳。行业方面，申万一级 28 个行业中，跌幅较少的分别为非银金融、房地

产、银行，跌幅前三的分别为食品饮料、休闲服务和汽车。

图：2018年1月至10月转债指数与股票指数表现



数据来源：Wind，招商基金

经历9月份的反弹后，10月份市场持续向下探底，上证综指曾一度跌破2500到达近4年最低点。同时10月份也是上市公司三季报发布的时间点，各个板块盈利水平环比继续下降。下半月金融监管高层开始集体发声提振市场信心，出台政策维护市场稳定，化解市场风险，鼓励市场向好发展。从指数上看，转债市场比正股市场表现更为坚挺，三季度可转债基金净值平均上涨了0.68%，持仓市值环比提升，9月份的供给增加以及权益市场表现不佳都为转债带来新增配置需求。11月份在政策端向好变化、市场情绪利空逐渐出清的背景下，有利于转债市场压缩个券估值，提升个券弹性。近期转债市场供给有望增加，短期可关注流动性好、基本面扎实且前期超跌的个券以及新券上市的博弈机会。