



招商基金月度投资策略报告

2019年3月



稳投资 | 乐生活 | 爱公益

目 录

1 宏观经济环境	2
1.1 海外市场	2
1.2 国内市场	4
2 大类资产观点	6
2.1 A股市场	7
2.2 债券市场	7
2.3 港股市场	7
2.4 美股市场	8
2.5 原油市场	8
2.6 黄金市场	10
2.7 汇率市场	10
3 股债投资策略	12
3.1 A股投资策略	12
3.2 债券投资策略	13
3.2.1 利率产品	13
3.2.2 信用产品	14
3.2.3 可转债	16

招商基金 2019 年 3 月投资策略报告

1 宏观经济环境

1.1 海外市场

资本市场“risk on”模式继续，全球经济下行风险加大

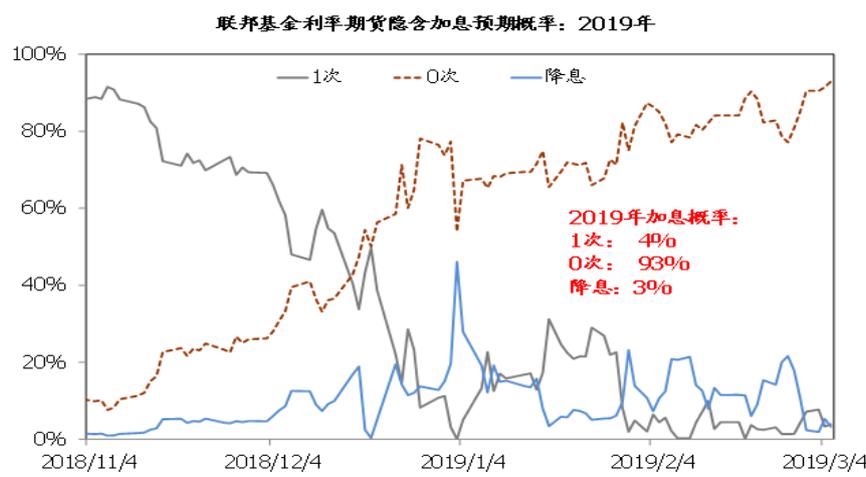
全球资本市场的风险偏好进一步抬升，但经济下行风险继续加大。美国经济的“差数据”开始增多，同时美联储货币政策的鸽派取向短期内难以再度加码；欧元区和日本经济仍维持下行。美国四季度 GDP 增长 2.6%，较前一季度继续回落；受益于油价反弹，美国国内的通胀预期短期企稳；但耐用品订单和房地产市场景气度继续向下，同时此前保持强势的就业市场和消费部门也开始显现疲态。美国供应管理协会公布的 2 月 PMI 为 54.2，较上月的 56.6 明显回落，其中新订单和产出分项均现下行；受政府关门影响延迟公布的美国去年 12 月零售销售环比降 1.2%，录得逾 9 年来最大单月跌幅；12 月耐用品订单环比增长 1.2%，也较市场预期的 1.5% 有明显下修；与此同时，美国当周初申失业金人数出现回升，1 月份 4% 的失业率也较上月出现回升。欧元区和日本的经济增长仍然乏力，欧元区 2 月制造业 PMI 终值 49.3，为 2013 年 6 月以来最低水平；而日本 2 月制造业 PMI 为 48.9，在 2016 年 8 月之后首次落在荣枯线以下。随着市场对于美国经济增速的下修，美欧经济意外指数差走窄，但得益于美债利率的企稳，美元指数仍在高位震荡。

我们预计美联储在 3 月议息会议上仍将按兵不动，同时或将公布今年年内结束缩表的日程表。美联储公布的 1 月会议纪要显示决策者广泛认同在 2019 年结束缩表，同时表示不确定今年是否会再度加息。与此同时，持续疲软的经济增速和通胀也令欧央行在会议纪要中表态将尽快对定向长期再融资操作（TLTRO）进行分析。经济基本面的下行以及各国央行的应对式宽松仍将是未来一段时间内市场的主要线索。

美方近日宣布维持对中方 2000 亿美元进口商品在当前 10% 的关税水平。我们认为，中美双方核心诉求的分歧仍然存在，但是 3 月中下旬两国元首再度会面后，以谅解备忘录或贸易协议形式出台的阶段性谈判成果或将大概率出台。

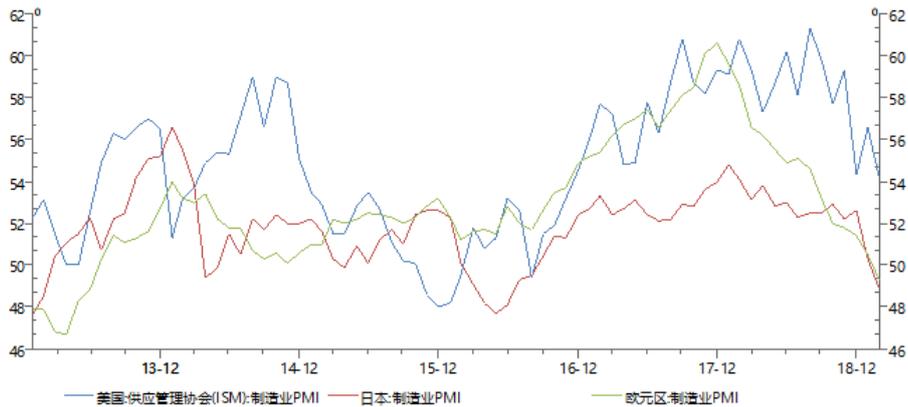
全球风险偏好的大幅抬升令资金加速流入新兴市场，相应的资产价格也出现了明显的修复；但我们认为仍要警惕未来流动性改善告一段落后，市场重新把关注点转向经济增速下修的风险。

图：市场对于美联储全年不加息的预期概率进一步走高



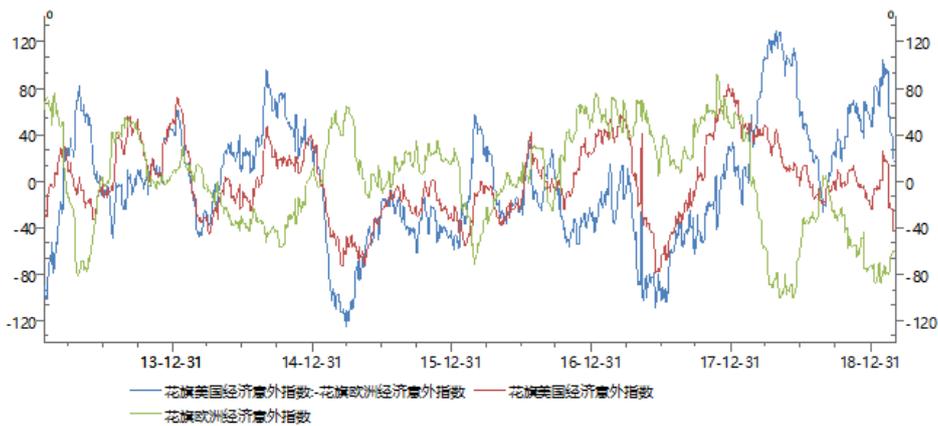
数据来源：Wind, 招商基金

图：美欧日 2 月 PMI 同步走弱



数据来源：Wind, 招商基金

图：花旗经济意外指数美国下行、欧洲上行，两者经济意外指数差小幅收窄



数据来源：Wind, 招商基金

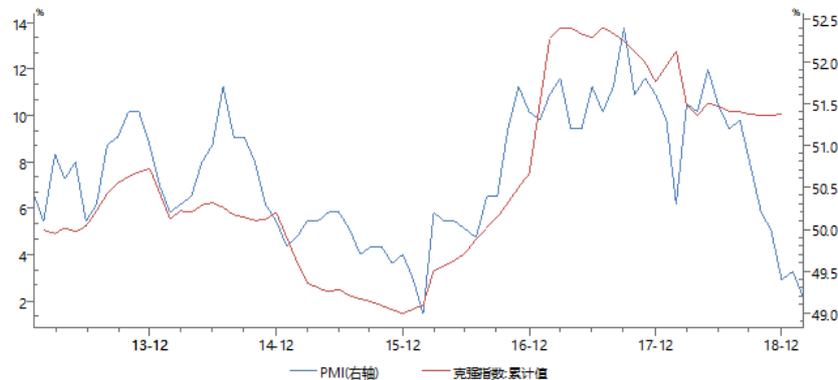
1.2 国内市场

社融“名义”触底，经济下行速率有望趋缓

1月社融增速出现显著回升，同时进出口数据也好于市场预期；而政府大力度的减税降费等政策的陆续出台有望提振市场信心，有效减缓经济下行速率；但“不搞强刺激”的政策表态也意味着短期内难以看到经济增速的企稳回升，政策重点仍聚焦于扶持高端制造业的转型升级以及缓解中小民企的融资难问题。

最新的国内经济数据显示经济下行趋势不变。2月官方制造业PMI为49.2，创2016年3月以来新低，连续三月处于衰退区间；从分项数据上看，产成品库存PMI继续下降，考虑到当前仍在高位的库存水平，企业主动去库压力仍大；新订单PMI单月出现明显改善，但持续性需要继续观察。与此同时，节后全国房地产销售虽呈现季节性回暖态势，但开发商拿地意愿仍较为低迷，拿地面积增速继续下行，土拍溢价率低位徘徊。得益于去年的低基数以及地方专项债的提前发行，基建在上半年仍将延续反弹势头；与此同时，今年的政府工作报告中表示要创新项目融资方式，适当降低基础设施等项目资本金比例以及有序推进政府和社会资本合作（PPP），此前的基建项目缺乏资本金的问题有望获得缓解。

图：2月PMI再度回落，连续三月处于荣枯线以下



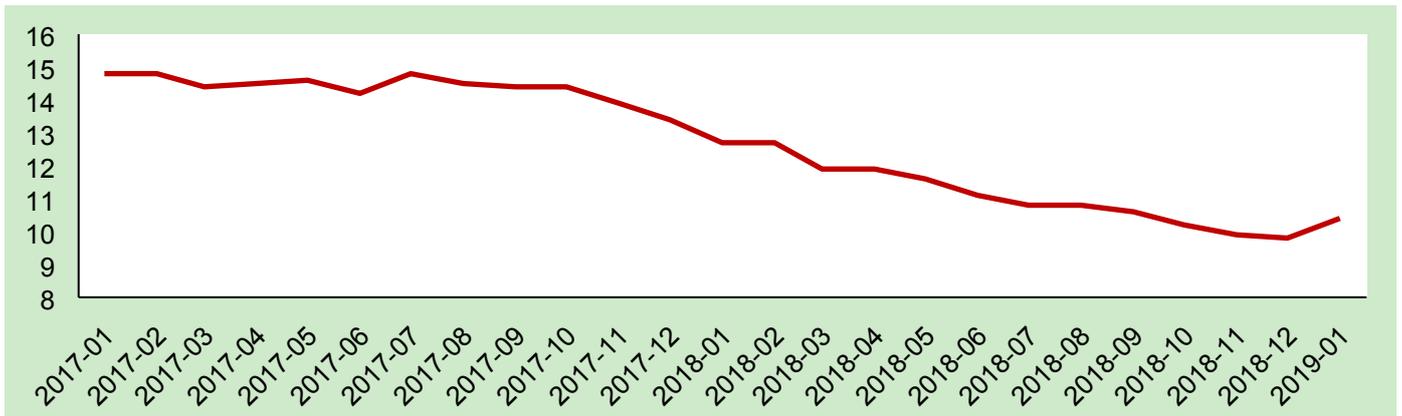
数据来源：Wind，招商基金

1月的社融增速出现明显反弹，我们仍判断整体社融增速将在今年上半年震荡触底。1月新增社融总量达4.64万亿，大超预期市场预期的3.31万亿；结构上亮点颇多，票据融资仍是表内信贷和社融的主要增量，在票据贴现利率持续走低的情况下，票据市场继续呈现供需两旺的局面，但随着李克强总理喊话防范资金空转，2月票据融资增量或有明显下行压力；非标融资缩减速度明显减缓是本月金融数据的最大亮点，主要得益于1月到期量较少以及基建项目的融资需求有所增加，我们认为未来仍需观察对于非标的监管政策是否出现实质性放松以判断非标融资改善的持续性；债券一级市场发行继续保持良好态势，随着信用利差的逐步收窄，低评级主体的债券发行也出现了一定的恢复。

财政政策方面，李克强总理在政府工作报告中表示将进一步加大减税降费的力度，将16%和10%一档的增值税

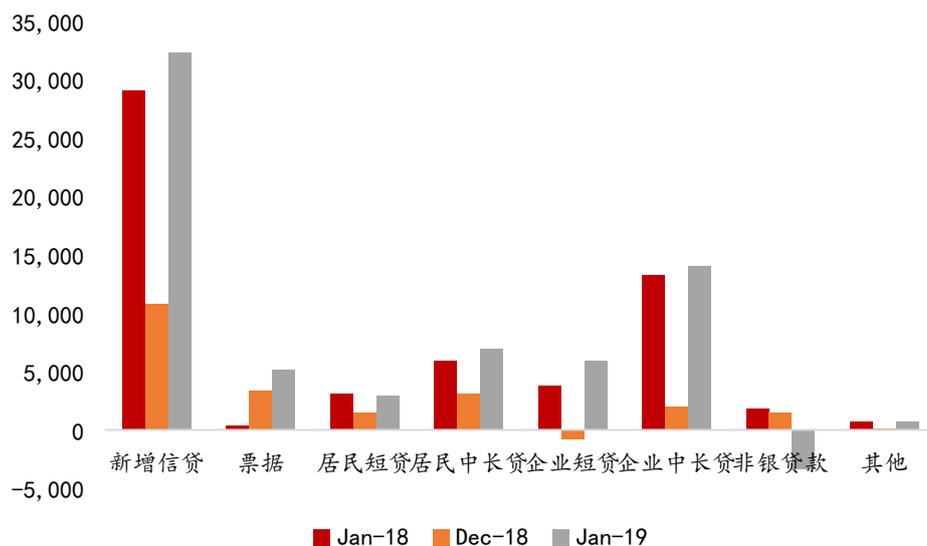
分别下调至 13%和 9%，并下调城镇职工基本养老保险单位缴费比例至 16%，以明显降低企业社保缴费负担，整体为企业和居民减税近 2 万亿元，明显高于市场预期；同时 2019 年全年的赤字率将从去年的 2.6%提高至 2.8%，并将地方专项债的发行额度扩大至 2.15 万亿元。货币政策方面李克强总理在两会报告中表示“既要把好货币供给总闸门，不搞‘大水漫灌’，又要灵活运用多种货币政策工具，疏通货币政策传导渠道，保持流动性合理充裕”，降低实际利率水平。我们认为，货币政策仍将保持宽松取向，同时不排除央行在合适时间窗口调降公开市场操作利率的可能。

图：新口径下 1 月社融存量增速出现向上拐点



数据来源：Wind，招商基金

图：1 月新增信贷总量大幅高于预期，票据仍是主要增量，居民和企业中长期贷款边际改善

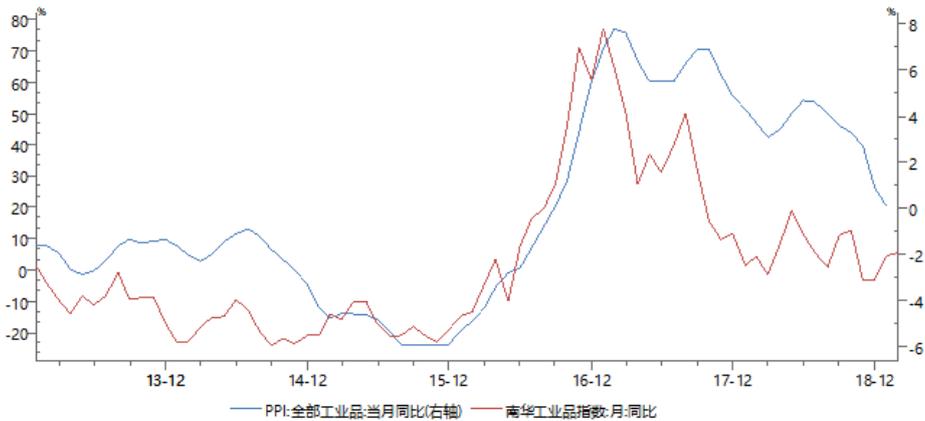


数据来源：Wind，招商基金

通胀方面，我们认为全年 PPI 下行压力仍在，且结构上呈现前高后低，1 月 PPI 同比增长 0.1%，2 月 PPI 同比或与上月基本持平。CPI 总体保持平稳，主要的上行风险来自于产能出清和行业集中度提升后猪周期的提前见底以

及厄尔尼诺现象下出现极端天气的可能性。

图：2月国际原油和国内商品价格出现明显反弹或令PPI下行趋势暂缓

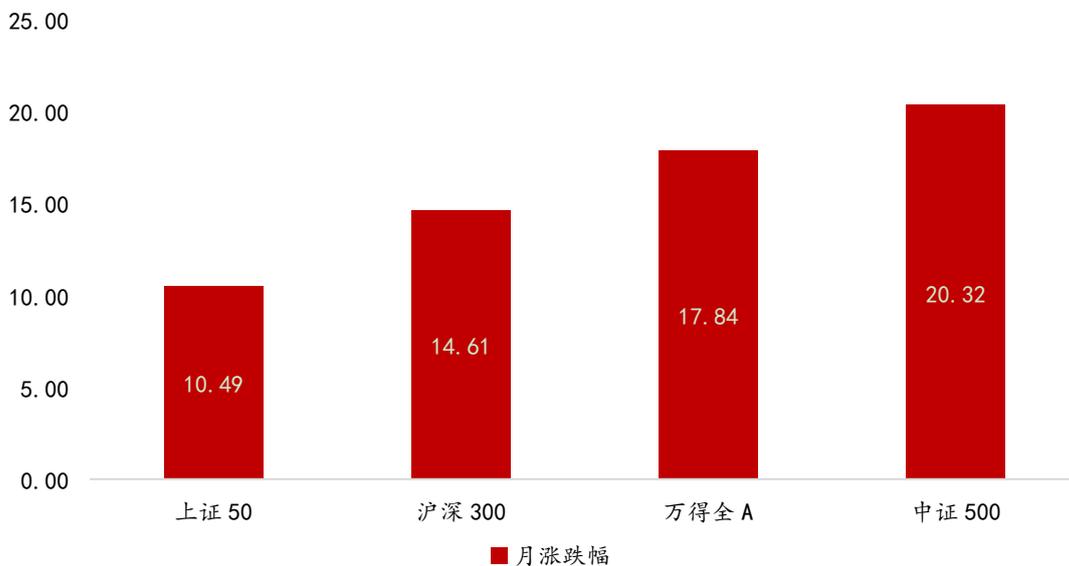


数据来源：Wind，招商基金

2 大类资产观点

2019年2月，我国股票市场大幅上涨（万得全A、沪深300、上证50、中证500涨跌幅度分别为17.84%、14.61%、10.49%、20.32%）。全球风险偏好仍在高位、流动性持续宽松以及中美贸易谈判有望达成等利好因素集中发酵。

图：2019年2月主要股指涨跌幅

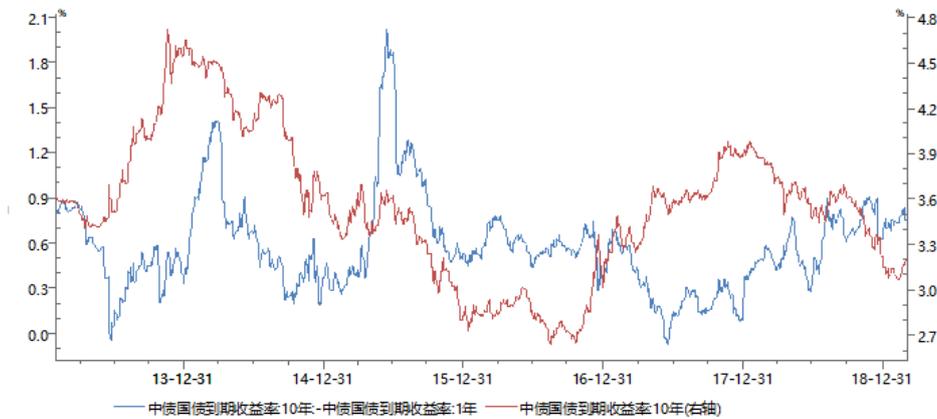


数据来源：Wind，招商基金

再观债市，1月超预期新增社融数据令债券投资者对于经济提前见底的担忧升温，2月长端利率出现上行（10年期国债收益率上行7bps）；短端利率在低位企稳，期限利差继续走阔（10年期国债收益率与1年期国债收

益率之差扩大 5bps)，信用利差再度收窄（三年期的 3A 中债企业到期收益率与 2A 中债企业到期收益率之差大幅下行 8bp）。

图：长短端收益率双双上行，期限利差继续走阔



数据来源：Wind，招商基金

2.1 A 股市场

对于权益市场而言，流动性的改善和资本市场的改革预期是当前市场的主要驱动力，而良好的赚钱效应下场外资金的持续流入则一定程度上强化了市场的上行趋势。流动性宽松以及 A 股市场的赚钱效应下，增量资金持续流入 A 股。而近日证监会和上交所联合发布科创板“2+6”制度规则正式稿，出台时点早于市场预期；根据投行人士估计，首批科创板企业最快将在 6 月底之前正式上市。科创板的加速推出和注册制试点的落地则体现了监管层对于资本市场改革的重视程度，科创板有望发挥其鲶鱼效应，带动主板基础制度的进一步完善。此外，MSCI 宣布分三步提高中国 A 股的纳入因子从 5% 增加至 20%，A 股在 MSCI 指数中的总权重将从当前的 0.7% 提高至 3.3%，此举预计将在今年为 A 股带来 4500 亿元人民币的增量资金。整体来看，近期诸多利好密集发酵情况下，A 股市场仍处于风险偏好抬升和场外资金持续进场的蜜月期。

2.2 债券市场

债券市场方面，短期受到股债跷跷板效应以及对于经济提前见底的担忧影响，利率债出现一定回调，但我们认为由于政府此次并未采取强刺激手段，而是以减税降费、激发市场活力的方式托底经济，短期内经济下行方向不变，当前位置的利率债仍有一定配置价值。而充裕流动性以及市场风险偏好抬升的背景下，低等级信用债较利率债的性价比进一步显现，信用利差也已经出现了明显修复。当前阶段，仍建议以积极心态寻找低等级信用债的信用下沉机会。

2.3 港股市场

港股市场 2 月延续涨势，但动能减弱，恒生指数和恒生国企指数分别收涨 2.5% 和 3.0%，在全球主要股指中居中游。具体来看，1) 中型股 (5.6%) 和小型股 (5.4%) 表现显著好于大型股 (2.7%) 和以恒指为代表的蓝筹股；2) 香港本地/外资股表现略好于中资股。影响市场表现的因素包括：1) 主要发达经济体经济预期逐步走软的背景

下，各大央行流动性收缩的步伐继续放缓；2）中美贸易战紧张情绪进一步缓和，促进风险偏好进一步回升；3）1月国内社融及信贷数据超预期反弹，投资者对实体经济和流动性的预期出现好转；4）在科创板及粤港澳大湾区计划细则出台、MSCI提升A股权重等多重积极预期下，A股市场表现强劲，对港股表现形成拉动；5）随着美元2月上半月小幅反弹以及新兴市场 and 发达市场的估值差收窄，发达市场资金回流新兴市场的速度放缓，而金融股的大幅反弹也带来部分南下资金大幅卖出，卖空仓位平仓空间逐渐减小，增量资金方面仍有优势但明显短期后劲不足。

2月港股，强势表现阻力增大，修复行情较为缓慢，严重跑输了A股。展望3月，我们认为港股市场本轮将延续反弹，但市场波动将加大，进入震荡。

首先，进入年报季，市场的关注点将重新回到2018年盈利以及2019年盈利的指引。我们认为，2018年业绩整体应基本符合市场预期，但可能存在部分公司将2018年多记费用的风险。分行业看，保险、多元金融、房地产、零售、交运、汽车18年一致预期存在下修的风险，必选消费18年业绩一致预期可能上修。

第二，前期支撑估值修复的利好，包括国内外流动性的改善、国内和海外利率下行、人民币升值、中美贸易继续谈判等，已经基本被市场价格反应。港股市场整体估值已经回到2011年以来63百分位的水平，2019年盈利一致预期仍然有较大下调空间，考虑到盈利下修会被动推高估值，我们认为短期估值继续上行动能减小。

第三，从行业看，周期性行业（剔除银行和互联网）相对于防御性行业预期PB估值也已回到2006年以来历史均值以上，宏观经济放缓无法长期支撑周期性行业目前的相对估值水平。

第四，MSCI提升A股权重，短期可能对一些年初以来股价反弹较多的权重股带来短期的压力。从去年A股6月初纳入，9月初权重提升期间，权重股的表现看，在调整之前前十大股股价往往受到一定压制，但在纳入后和中期股价表现几乎不受影响。我们认为目前权重稀释和资金流出已经造成一部分投资者担心，因此已经部分反映在股价中；而A股国际化中长期有望利好港股。

2.4 美股市场

美股2月继续上行，但动能减弱，标普500指数、道琼斯工业指数、纳斯达克指数分别上涨3.0%、3.4%、3.7%，在全球主要股指中表现居中。影响市场表现的主要因素包括：1）FOMC 1月会议纪要及鲍威尔国会讲话继续相对鸽派，流动性收紧步伐放缓势头延续，利好估值修复；2）中美贸易谈判取得积极进展，对市场情绪形成支撑；3）美国四季度GDP继续回落至2.6%，不过好于预期的2.2%，同时美股4Q18业绩整体超出预期；4）前期美国股市下跌、利率上升、政府关门、贸易摩擦等负面影响逐渐体现在经济数据中，消费数据走弱，市场对1季度经济和企业盈利压力关注度上升。

展望3月，我们对美股持中性偏谨慎观点。2月，美股市场反弹步伐放缓，录得小幅正收益之后，我们认为3月市场面临的风险进一步加大。主要原因在于：年初以来的反弹全部由估值推动（标普500/纳斯达克年初至今估值上行幅度分别为13/17%），盈利预期不断下修。美联储态度的转鸽可以说完全被市场消化，无论是暂停加息还是可能暂停缩表，还是中美贸易谈判的进展等，都基本支撑了市场在超跌后的大幅估值修复。而目前美股三大指数的估值都回到了历史区间相对较高的水平，下行风险可能大于上行风险。3月可能扰动全球市场的重大事件较多，包括中美贸易谈判的进程、英国脱欧谈判进展和是否举行第二次脱欧公投、以及3月FOMC会议对缩表的表述等。短期经济继续走弱，可能会重新使市场将较为鸽派的货币政策解读为偏负面的信息。

2.5 原油市场

需求下滑速度放缓，供给小幅增长，预计 3 月原油价格中枢维持在 60~70 美元/桶区间。

2019 年 2 月，油价受 OPEC 减产协议提振而小幅上涨，主要原因是 OPEC 减产意愿坚决造成的原油供给压力减小。OPEC+12 月达成协议，自 2019 年 1 月开始，在 2018 年 10 月产量的基础上进行为期 6 个月的减产，共同削减 120 万桶/日的原油产量，其中 OPEC 成员国减产 80 万桶/日，非 OPEC 国家减产 40 万桶/日。同时，2 月以沙特为首的 OPEC 减产联盟执行减产的意愿较为坚决，沙特重申 OPEC+ 很可能会超预期的继续减产至 2019 年年底，并推动更高的履约率。同时，美国威胁要对委内瑞拉追加新制裁等地缘政治因素也持续提振油价。

图：2 月油价小幅反弹 6.67%



数据来源: Wind, 招商基金

展望 2019 年 3 月，需警惕美国页岩油产量高企对供给端造成的压力，油价很难持续上涨。虽然 OPEC 减产进度较为乐观，但 3 月份供给端的主要压力来源于美国高企的页岩油。由于美国页岩油产量持续增加，2 月份美国原油出口量创下 360 万桶/天的记录，有效填补了 OPEC+减产导致的原油供给端减少量，3 月油价面临最主要的不确定性仍为美国原油产量的增加，后续需持续关注以美国为首的增产阵营和以沙特为首的 OPEC+减产联盟之间的博弈以及美国对委内瑞拉和伊朗制裁的情况。由于原油需求下滑速度放缓，但是原油供给增长压力初现，2019 年 3 月我们预计原油价格将维持在中枢 60~70 美元/桶区间。在需求端，低油价可以抵消部分经济下滑对原油需求的拖累。但是在供给端，3 月美国页岩油产量高企对供给端造成的压力不容忽视。在原油需求下滑速度放缓，供给小幅增长的情况下，我们预计原油库存将会与 2 月持平，2019 年 3 月原油价格中枢将维持在 60~70 美元/桶区间。

图：EIA 原油供需平衡表

时间	需求			供给			库存
	原油需求	OECD	Non-OECD	全球产量	OPEC	Non-OPEC	库存变动
2017	98.55	47.23	51.32	98.05	32.07	65.98	-0.50
2018-Q1	99.04	47.59	51.45	99.13	32.10	67.03	0.09
2018-Q2	99.47	46.94	52.53	99.61	31.78	67.83	0.14
2018-Q3	100.42	47.88	52.54	101.21	32.02	69.19	0.79
2018-Q4	100.89	48.10	52.79	101.99	31.96	70.03	1.10
2019-Q1	100.64	47.93	52.71	100.73	30.71	70.02	0.08
2019-Q2	100.99	47.34	53.65	101.77	30.76	71.01	0.78
2019-Q3	102.06	48.37	53.69	102.40	30.87	71.53	0.33
2019-Q4	102.07	48.32	53.75	102.64	30.59	72.05	0.56

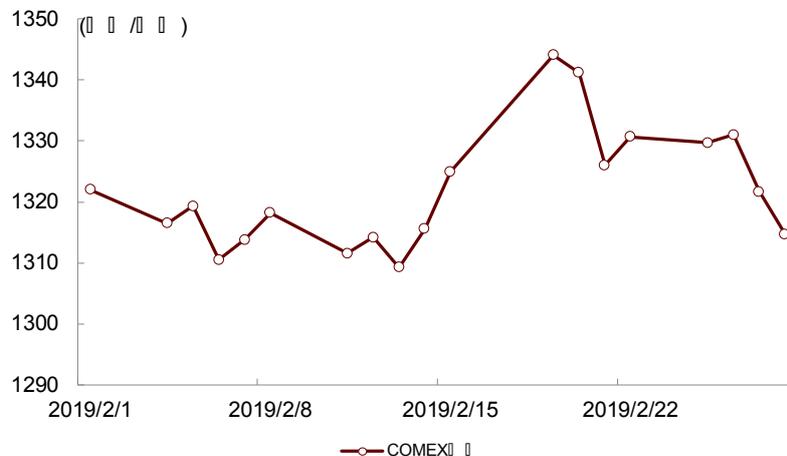
数据来源：Wind，招商基金

2.6 黄金市场

黄金价格预计将以震荡为主

2019年2月份，黄金价格以震荡为主，COMEX黄金指数从1,322.0美元/盎司下跌至1,314.7美元/盎司，下跌0.55%。黄金价格的震荡主要由于黄金价格的相对低位和黄金需求的基本稳定，使得各国央行增持黄金。目前黄金价格处在近10年以来的较低位置，美联储逐步转“鸽”，全球经济体增速放缓和货币政策宽松预期。在全球经济不确定性加大的情况下，包括中国央行在内的多个央行进行了黄金增持。

图：黄金价格在2月份以震荡为主



数据来源：Wind，招商基金

对于3月份的黄金价格走势，我们认为黄金价格将会以震荡为主。根据世界黄金协会数据，2018年全球央行官方黄金储备达到了651.5吨，同比大幅增长74%，这为黄金的价格提供了十足的支撑，黄金的避险属性逐步凸显。目前全球各国央行购买的黄金数量已经创下了第二次世界大战以来的新高，但是黄金价格的大幅上涨仍不具备。主要逻辑为：（1）全球流动性收缩延续情况下，美股或将保持高波动，利好金价。（2）美国经济下行压力有限，实际利率下行乏力，对黄金配置价值的影响偏中性。（3）美元指数目前仍较为强势，不利于金价大幅上涨。（4）近期地缘政治事件频发，国际地缘政治风险增强，黄金避险属性支撑金价。

2.7 汇率市场

2月美元中枢小幅度上行至96-97区间波动。美元指数在当期仍然保持震荡的原因是：1) 美国宏观经济数据出现分化，对经济增长的担忧有所增强。近期美国公布了四季度GDP 2.6%，低于前值3.4%，结构来看个人消费支出、设备投资等分项均有回落，增长动能主要来自库存回升、逆差扩张放缓等因素。另外，2月ISM制造业PMI再度走弱。2月ISM制造业PMI为54.2，为2016年11月以来新低，不及预期的55.8，且弱于1月的56.6；2) 欧洲的数据更差，且经济局势不明朗。2月欧元区制造业PMI初值49.2，为2013年6月以来首次跌破荣枯线，创68个月新低，对整体经济表现产生压力。另外，短期英国脱欧谈判出现多次转折，在最终情况未确定前预计欧洲地区的政治扰动也会形成制约，相比之下美元仍具备相对强势的理由。

图：美元指数走势

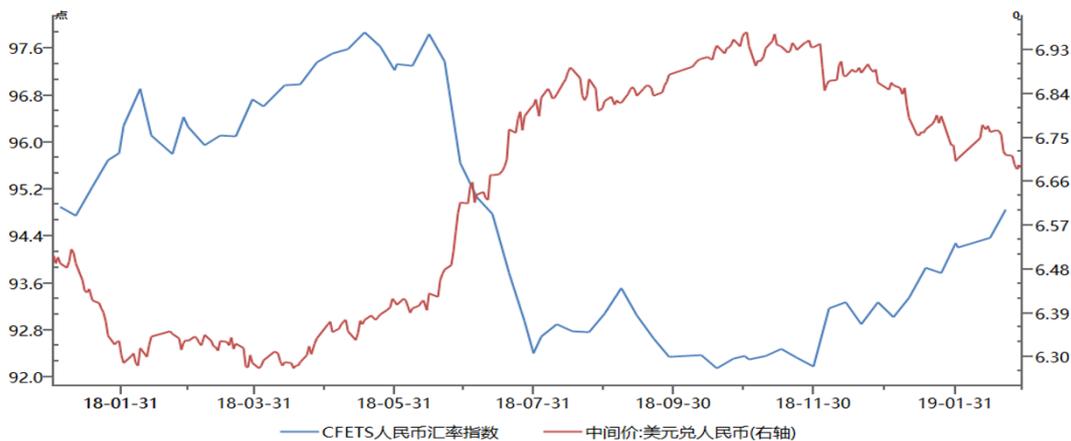


数据来源：Wind，招商基金

本月人民币汇率延续上行趋势，主要的原因有三点：

- (1) 中美贸易战的缓和。
- (2) 中美利差的平缓，美债利率的下行使得利差的问题得以缓解。
- (3) 全球经济放缓，比价效应而言中国资产不差。

图：人民币汇率指数走势



数据来源：Wind，招商基金

从外储数据看，1 月中国外汇储备上升 152 亿美元至 30,879 亿美元，连续第 3 个月上升。叠加目前人民币的升值趋势，外汇储备短期内大概率将保持稳中有升的态势。从银行结售汇层面来看，1 月银行结售汇结束了 6 个月的逆差转为顺差 151 亿美元，各维度数据均显示，目前而言，人民币具备稳定且相对强势的基础。

我们预计 3 月份美元维持震荡，主要原因如下：

(1) 短期而言，美国经济增长依旧相对强势，考虑到非农数据是滞后指标且相对较为靓丽，美国经济在 2019 年上半年仍会由于消费的韧性而维持一定增长惯性。且欧元区等其他市场的经济形势更加严峻也使得这些区域的货币政策也被迫继续维持相对宽松，因此比价效应来看，短期美元仍有吸引力。

(2) 中长期来看，美国 PMI 在内的领先指标显示其在生产及投资方面已有疲态，另外全球经济的放缓也会使

得其出口数据存在压力。因此，尽管我们判断本轮美元强势周期会比以往持续更长时间，但预计 2019 年末伴随美国经济衰退的迹象更加明显，周期的拐点仍将到来。

对于人民币汇率，我们依旧维持人民币贬值压力高点已过，接下来会维持稳定或小幅升值状态的观点。主要原因依旧是中美贸易战的阶段性缓和以及美债利率下行带来的利差压力缓解，同时，未来需要关注中国内生增长是否会有失速下行的可能，我们的判断是，如果增长维持相对稳定，人民币汇率就会依旧“坚挺”。

3 股债投资策略

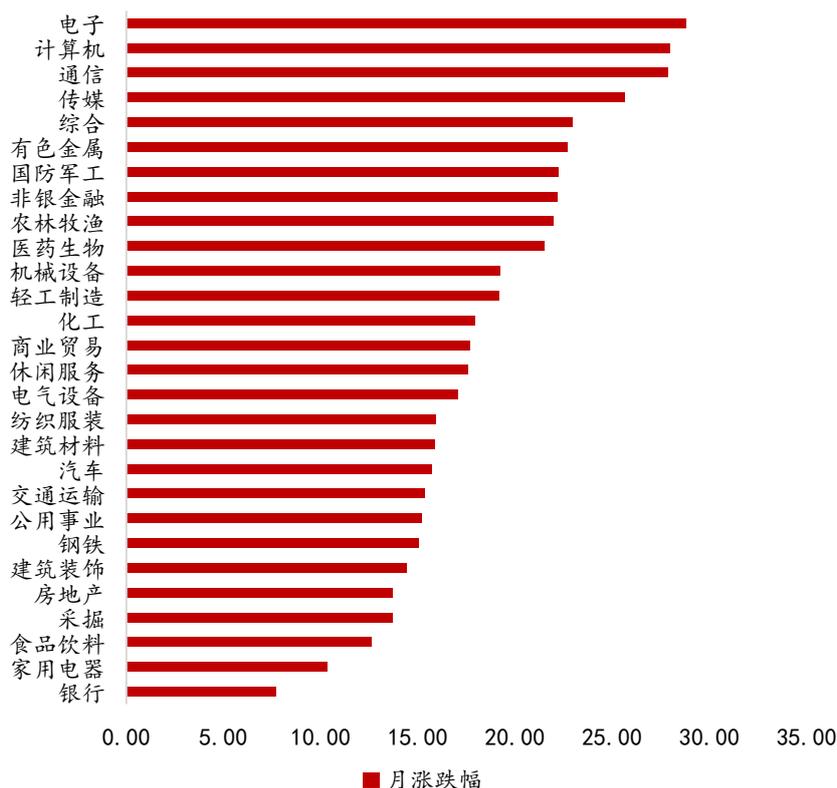
3.1 A 股投资策略

板块普涨，电子、计算机、通信和传媒涨幅居前，食品饮料、家电和银行板块涨幅居后。

2019 年 2 月，上证综指大涨 13.79%，深证成指大涨 20.76%，中小板指大涨 21.86%，创业板指大涨 25.06%。

回顾 2 月行情，市场出现大幅上涨，成交量明显放大，主题性投资机会活跃，市场人气高涨。板块方面受益于高风险偏好的电子、计算机、通信和传媒领涨，而食品饮料、家电和银行板块等大盘蓝筹股表现欠佳。

图：2019 年 2 月行业涨跌幅



数据来源：Wind，招商基金

A 股走向判断：短期仍可谨慎乐观，中期转向中性。

从中期角度看，我们对于权益市场的看法转向中性，过去两月的大幅上涨已令此前偏低的估值水平得到了明显修复，其相对于债券和其他资产的配置优势已经消失，同时市场当前偏高的风险偏好需要等待未来经济基本面的检验。从当前的估值水平看，A 股自 18 年 12 月底反弹已经超过 30%，A 股整体的静态估值也已经回到了历史的

中值附近，截至 3 月 1 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 29%、35%、8%分位水平。

就短期而言随着场外资金的持续流入，资金面的改善仍将对本轮行情形成支撑；而中美贸易谈判或有望在 3 月下旬形成重要的阶段性成果，资本市场的改革开放也将进一步提速，整体的政策面和外围环境仍相对友好，行情仍难言结束时点。

图：主要 A 股指数估值水平

主要指数	2019/3/1	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	16.7	58.2	11.5	19.9	32%					√									
	WIND全A（剔除金融石油石化）	23.8	76.2	13.8	30.1	29%				√										
	上证50	10.2	48.5	6.9	11.6	34%					√									
	沪深300	12.5	51.1	8.0	13.8	35%					√									
	中证500	22.6	92.8	16.0	35.7	8%	√													
	中小板100指数	24.8	67.7	14.5	32.6	14%		√												
	创业板100指数	50.7	137.9	27.0	49.1	54%							√							
	中小板综合	40.9	96.7	15.9	39.9	52%							√							
	创业板综合	110.3	154.4	28.1	55.9	98%														√

数据来源：Wind，申万宏源，招商基金

结构选择：重点关注主题性投资机会和挖掘低估滞涨品种等

在板块选择上，本轮行情领涨板块从外资青睐品种切换至受益于风险偏好修复的 TMT 板块，我们认为短期内仍可重点关注以 5G、人工智能、物联网等在内的主题性投资机会；从中期的角度而言，随着市场行情演绎的逐步深入，此前滞涨的低估值品种有望获得增量资金的青睐，重点关注地产、建筑装饰、航空和汽车等。

地产：两会后地产一城一策的政策空间可能进一步打开，看多地产。当前销售下滑方向较为确定，但结构上有分化，二线好于三四线。从政策面来看，两会对于地产的政策定位没有进一步收紧，房产税的表态较去年没有明显变化。短期看，两会后，二三线的城市的政策放松或带来销售的提振，值得参与博弈行情。

航空行业：近期中美贸易谈判进展或超预期，之前经济前景的担忧有望出清。若中美贸易达成协议，人民币升值趋势有望延续，或短期主导航空股估值修复行情。成本端油价维持在 60-70 的区间，同时考虑航空出行渗透率仍有一倍以上提升空间，看好长期航空成长空间。

3.2 债券投资策略

3.2.1 利率产品

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，政府工作报告中提到今年 GDP 增速目标区间为 6%-6.5%，强调稳增长基调的同时也在继续强调不能采取损害长期发展的短期强刺激政策，产生新的风险隐患，并指出坚持结构性去杠杆，表明当前中国经济没有再走老路的意愿，政府对经济下行的容忍度提高。具体体现为专项债新增额度未超预期，房地产调控并未松口，今年

经济可能上半年由于惯性继续下滑，下半年有望弱势复苏，但经济增速不会再度被大幅推高。

第二，新增社会融资规模从量上企稳，但票据和短期贷款冲量仍然明显，在地产和基建设没有明显宽松政策下，中长期的融资需求短期难以快速提高，政府在引导资金支持民营企业，但这需要一个政策持续的过程，因此宽信用政策效果的实现可能会滞后于融资增速企稳时点。

货币政策上，我们认为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。但央行强调把握好度，警惕市场主体形成“流动性幻觉”和单边预期，表明央行不希望流动性淤积在银行间市场，而是希望向实体引导，因此我们认为短端资金利率虽然会维持在相对低的水平，但波动性可能会加大。

从市场本身来看，债市整体震荡市的格局还没有打破，短期市场利空较多，利多仍需待时间验证，利率债要入场的话需要等待新的预期差和安全垫的形成。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，债券收益率仍有进一步下行空间。

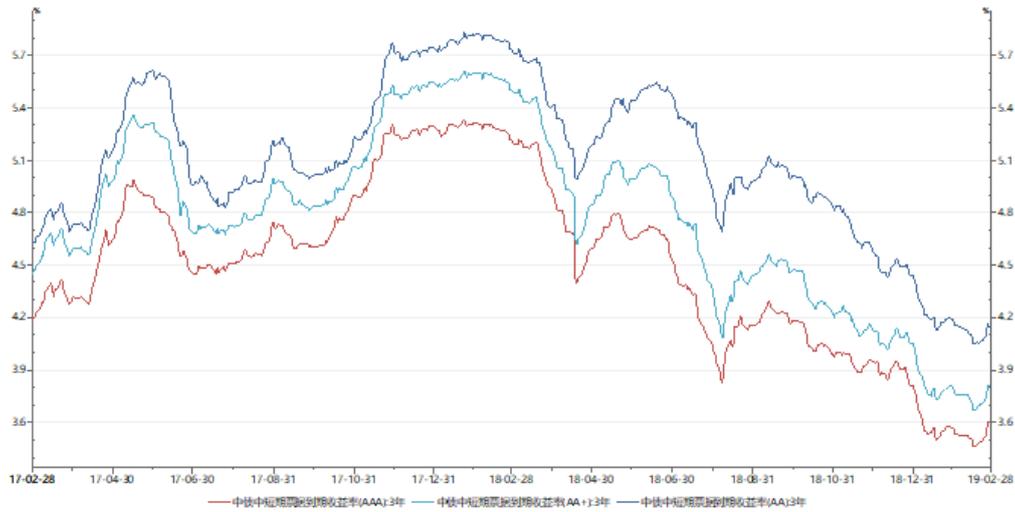
3.2.2 信用产品

企业债/公司债/中期票据

发行量方面，自1月大幅放量以后，2019年2月信用债一级发行量锐减，毛发行量和净发行量分量均为半年以来的新低，虽然春节月份信用债发行量会季节性萎缩，但2月份的大幅萎缩，大幅超越季节性。具体来看，2月信用债毛发行3597.14亿元，环比下降6539.83亿元；实现净融资736.14亿元，环比下降3215.46亿元。从结构上来看，2月中低等级债券发行继续明显下降，AA+以下发行主体净发行量转负，仅为-165.01亿元，宽信用仍然任重道远。2月公司债、企业债及中票合计发行133支，仅为上月1/3左右，毛发行金额1687.64亿元，净融资额566.97亿元，均较1月大幅下降。目前来看，2月债券融资超越季节性的大幅下降表明1月的天量发行只是透支了后续的融资需求，后续需持续关注融资需求的变化。

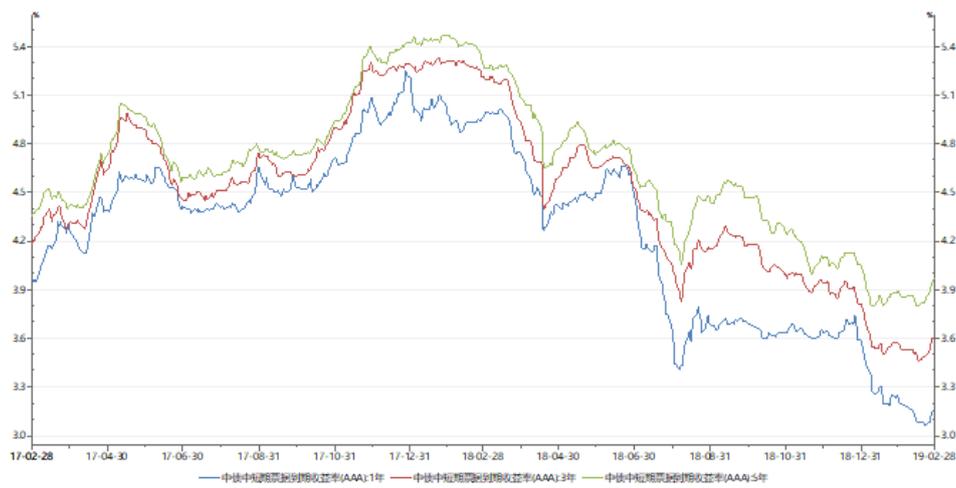
从二级市场来看，信用债收益率在2月出现了分化，短端利率仍在下行，但中长端信用债收益率已经开始反弹，以3年中票为例，AA+和AAA等级中票收益率在2月分别上行4bps，AA等级下行2bps，而5年中票各等级收益率均出现上行，上行幅度在12-14bps之间，期限利差明显走扩，等级利差则还在压缩。1月的时候我们提到企业基本面没有基本改善，信用利差的压缩不可持续，目前来看，等级利差虽然还在压缩，但期限利差已经开始走扩，反映出市场风险偏好已经见顶，信用利差的回升是大概率事件。我们认为3月低等级信用债收益率可能重回上行通道，我们仍将在坚持价值投资理念的同时，精心挑选低等级信用债中资质较好的的个券，增强组合收益。

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

短期融资券

2019 年 2 月短融毛发行和净发行分别为 1706.30 亿元和 387.90 亿元，环比大幅下降。从结构来看，AAA 企业贡献了接近 80% 的毛发行和超过 95% 的净发行量。目前短端 AAA 利率绝对水平处于历史低分位数，AAA 企业的套利需求可能是其继续大量发行的动机之一。

二级市场方面，2 月短融收益率走势继续下行，且等级利差有继续收窄。具体来看，1 月各等级收益率分别下行 5-16bps，短端收益率的大幅下行仍然与市场的短久期偏好相关，而短久期偏好主要来自于对未来收益率的调整预期。目前短融收益率已经处于历史低位，同时收益率曲线已经非常陡峭，短端下行空间有限。

总的来看，3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

2月份转债市场与股票市场双边都迎来近两年最大单月涨幅，万得全A上涨17.84%，中证转债上涨7.81%，上证综指上涨13.79%，创业板指迎来大幅反弹，上涨25.06%，为各板块中表现最好。行业方面，申万一级28个行业里，非银金融、电子、计算机表现亮眼涨幅靠前。

2月份双边市场都延续了开年以来的高涨情绪，伴随着创新高的月涨幅，双边市场成交量也大幅放量，股票市场涨幅相对更大，转债市场估值因此被动压缩，无论是市场整体价格或估值，目前均处于历史相对高位。相比于1月份的上涨，这轮上涨主要由于股票市场的推动：贸易战再次缓和，以及政策端的不断利好，市场估值端持续修复；经济方面，社会融资规模的数据超预期使得投资者也对经济环境有了较好的预期；其次，各上市公司“业绩雷”、“商誉雷”的逐渐释放完毕，也造就了一段“利空真空期”。整体来说，去年影响双边市场下跌的各个利空因素，都在年初进行了修复。回到转债市场，尽管目前转债供给端开始加速放量，但在当前市场情绪热烈的背景下“供需不平衡”的问题依然存在，市场估值在高位震荡，随着股票市场的涨跌进行波动。短期来看，尽管目前双边市场情绪火热，但不能忽视估值与价格双高位而带来的回调风险，在供给端持续放量、公司基本面良好的前提下可积极申购稀缺筹码以及上市可能被低估的新券机会。存量市场里建议持续关注基本面良好、去年正股大幅下跌后的个券。