



# 招商基金季度投资策略报告

## 2019年第二季度



稳投资 | 乐生活 | 爱公益

## 目 录

<b>1</b>	<b>宏观经济环境</b>	<b>2</b>
1.1	海外市场	2
1.2	国内市场	3
<b>2</b>	<b>大类资产观点</b>	<b>6</b>
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	7
2.5	原油市场	8
2.6	黄金市场	9
2.7	汇率市场	10
<b>3</b>	<b>股债投资策略</b>	<b>11</b>
3.1	A股投资策略	11
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	15

# 1 宏观经济环境

## 1.1 海外市场

### 全球经济共振向下，美欧央行再转鸽

全球经济延续下行势头，但美欧央行进一步趋向鸽派，整体环境仍有利于风险资产表现。受到金融条件趋紧、美股大跌以及天气寒冷等影响，近期美国消费和就业数据出现波动；但随着美联储持续转鸽，流动性宽松下对利率敏感的地产和耐用品订单市场已经显现复苏势头；我们认为受到减税效应逐渐消退的影响，美国经济增速将逐渐回归至潜在增速附近，但仍难言衰退。

美国供应管理协会公布的3月PMI为55.3，较上月的54.2反弹，其中新订单和产出分项均出现回暖；美国2月零售销售环比下滑0.2%，不及预期的增长0.3%，但同时1月份数据由增长0.2%修正为0.7%；美国2月非农就业人口新增2万，创17个月新低，大幅不及预期的18.1万，但是3月就业PMI分项较上月明显反弹，同时更高频的当周初次申请失业金人数也在3月出现下行，**整体来看美国就业市场的韧性仍强**；与此同时，2月美国成屋销售总数为年化551万户，好于预期的510万户，今年以来随着抵押贷款利率的下行，**美国房地产市场的景气度有所恢复**。欧元区和日本的经济增长仍然乏力，欧元区3月制造业PMI终值47.5，较上月的49.3再度大幅下行，其中德国成为主要拖累项，受到汽车业不景气、全球需求疲软以及诸多政治事件的不确定性影响，德国及欧元区的经济前景不明。在首相特里莎·梅的脱欧方案第三次被议会否决后，英国脱欧的“靴子”仍迟迟无法落地，距4月12日的英国“硬脱欧”时限已不足两周，英国脱欧的前景再度扑朔迷离；欧盟将在4月10日为此召开临时峰会，我们预计脱欧时限被再度延长仍是最可能的选项。欧元区经济数据的再度超预期恶化令美欧经济意外指数差再度走阔，10年期德债陷入负利率区间也继续支撑美元延续在高位震荡。

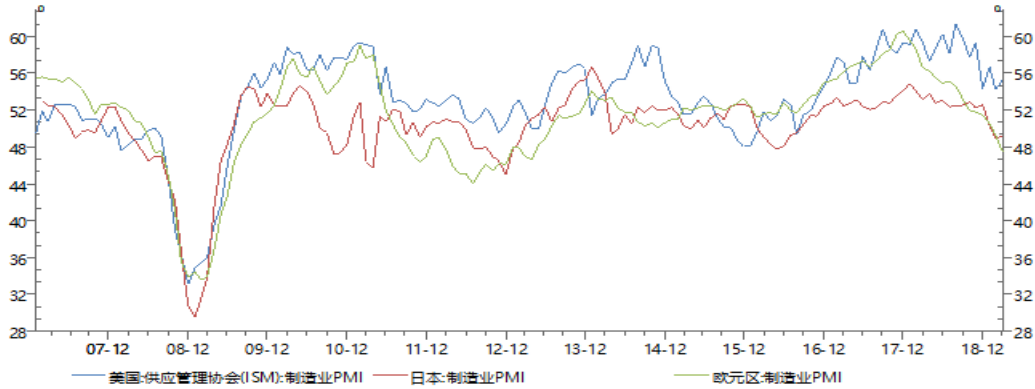
随着美国经济增速的下行，美联储在3月议息会议上如期宣布将在今年9月底正式结束缩表，同时将年内加息预期调降至零次。我们认为美联储自2015年四季度以来的加息周期已经基本结束，但在仍有韧性的经济数据面前，市场所预期的降息仍为时尚早。与此同时，欧央行在3月议息会议上大幅度下调了对于明后两年的通胀和经济增长预期，同时将首次加息的时点至少延至明年，并宣布将开展第三轮定向长期再融资操作（TLTRO）。

中美贸易谈判继续进行，近两周中美双方高层再度进行第八轮和第九轮协商，与此同时中方在两会期间通过了新的《外商投资法》，中方还在近期宣布自4月开始继续暂停征收自美进口的汽车及零部件关税，我们认为双方达成最终的贸易协议仍是大概率事件。

在全球主要央行进一步转鸽后，新兴市场面临的资金外流压力继续缓解，而随着对于中国经济企稳预期的增长，投资者对于新兴市场经济下行的担忧正在修复。但近期政治选举事件扰动下，新兴市场的局部波动有所加大，包括土耳其里拉和阿根廷比索汇率出现大幅贬值；而随着资产价格的明显修复，新兴市场的估值吸引力有所

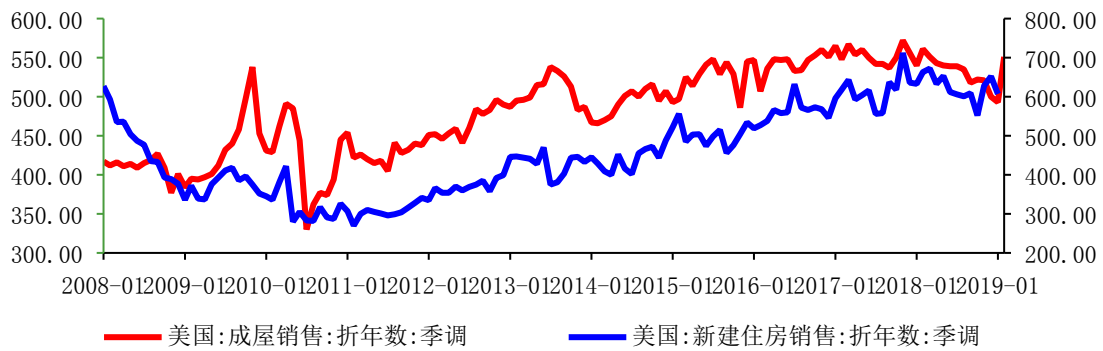
削弱。

图：美日3月PMI小幅反弹，欧元区PMI继续下行



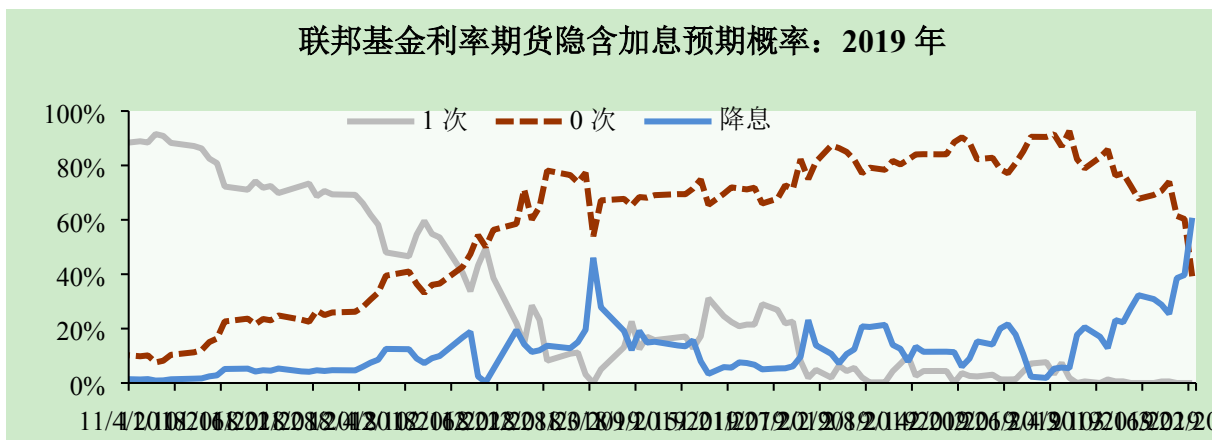
数据来源：Wind，招商基金

图：流动性缓解后美国成屋销售数据出现改善



数据来源：Wind，招商基金

图：市场逐渐预期美联储将在今年降息一次



数据来源：Wind，招商基金

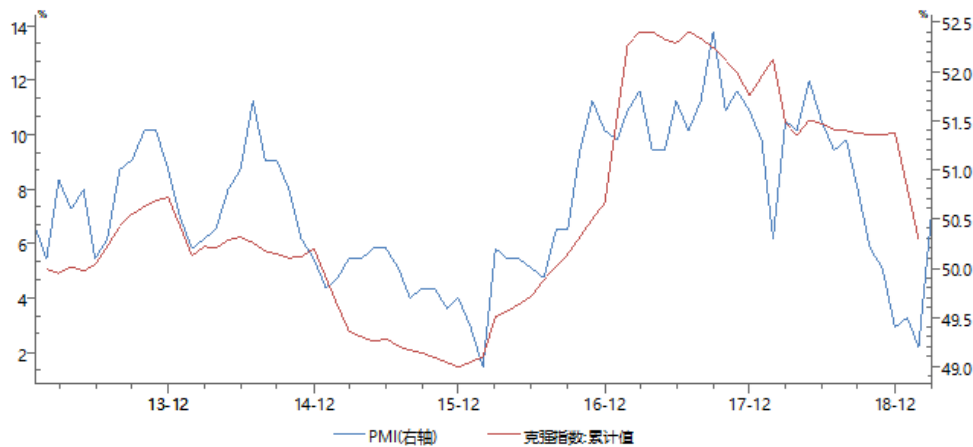
## 1.2 国内市场

### 经济缓慢修复，政策转向均衡

2月社融增速虽出现回落，但市场对于经济企稳的预期仍在强化。开年以来的高频数据显示节后复工情况明显好于此前预期，随着增值税和个税减免等政策的相继落地，实体经济进入缓慢修复期；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明显回升，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斜率有所趋缓。3月官方制造业PMI为50.5，在季节性推动下重回荣枯线上方；与此同时，节后全国房地产销售持续回暖，重点一二线城市的二手房市场量价齐升，全国范围内的新盘去化率和销售数据明显好于此前预期；土拍市场也出现积极信号，以二线城市为代表的土拍溢价率出现走高。1-2月基建投资增速为4.3%，较去年底的3.8%继续反弹，得益于去年的低基数以及地方专项债在一季度的密集发行，基建在上半年仍将延续反弹势头。随着减税降费的实施以及乘用车销售拖累因素的减弱，今年社融增速逐步企稳仍是大概率事件。

图：3月PMI出现季节性反弹，回升至荣枯线以上

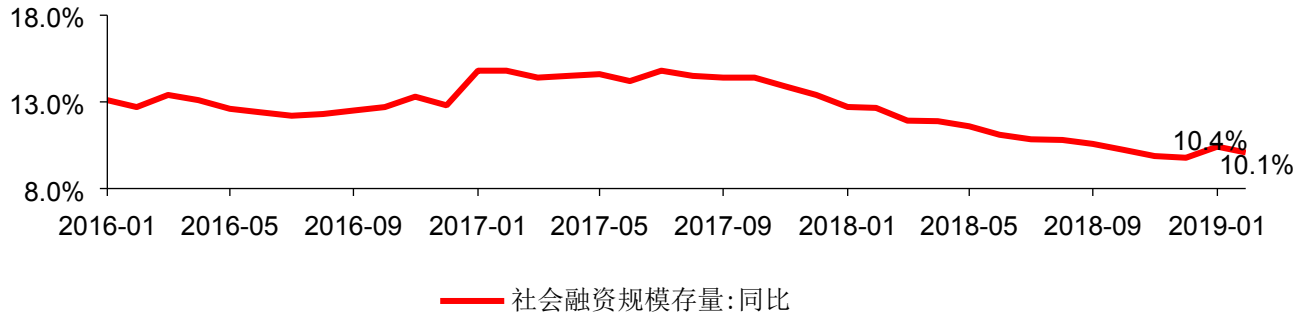


数据来源：Wind，招商基金

2月的社融增速出现回落，但整体上随着宽信用政策的逐渐发力以及利率下行的传导，我们认为今年上半年社融增速仍将呈现震荡回升的态势。2月新增社融0.7万亿，不及市场预期的1.3万亿，主要是票据套利行为的监管边际收紧，新增未贴现票据同比出现了大幅下行所致。另一方面，春节错位效应对于信贷数据也形成了季节性扰动，结合前两月数据来看，新增信贷总量尚可，但企业和居民的中长期贷款增量和占比并未有明显提升。

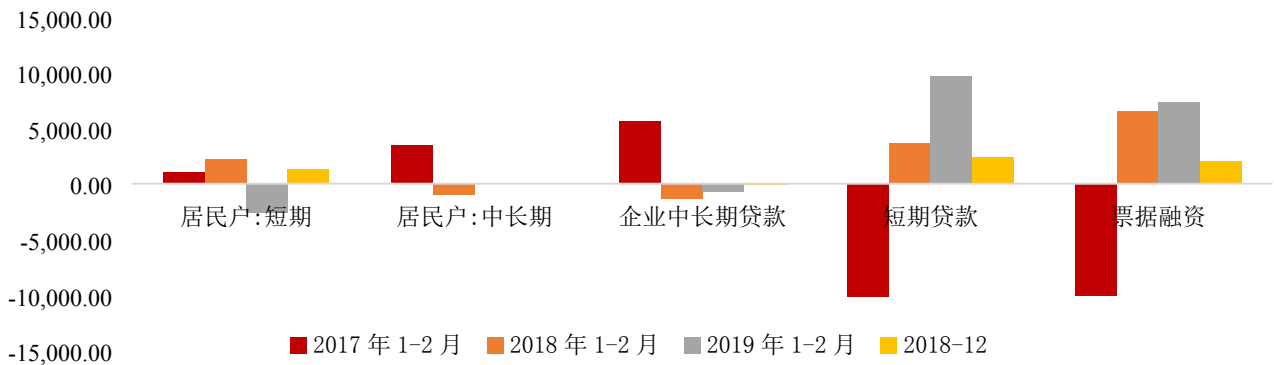
货币政策从中性偏宽转向平衡，针对银行间市场流动性偏多的问题，近期央行连续多日暂停逆回购操作，临近季末7天逆回购利率波动加大。我们认为短期流动性虽有扰动，但在宽信用尚未真正见效前，央行仍将保持流动性“合理充裕”。但随着社融增速的企稳，央行调降公开市场操作利率的可能性有所降低，今年央行将更多着力于解决民企和小微企业的风险溢价过高问题。

图：新口径下 2 月社融存量增速回落，但二季度仍将震荡抬升



数据来源：Wind，招商基金

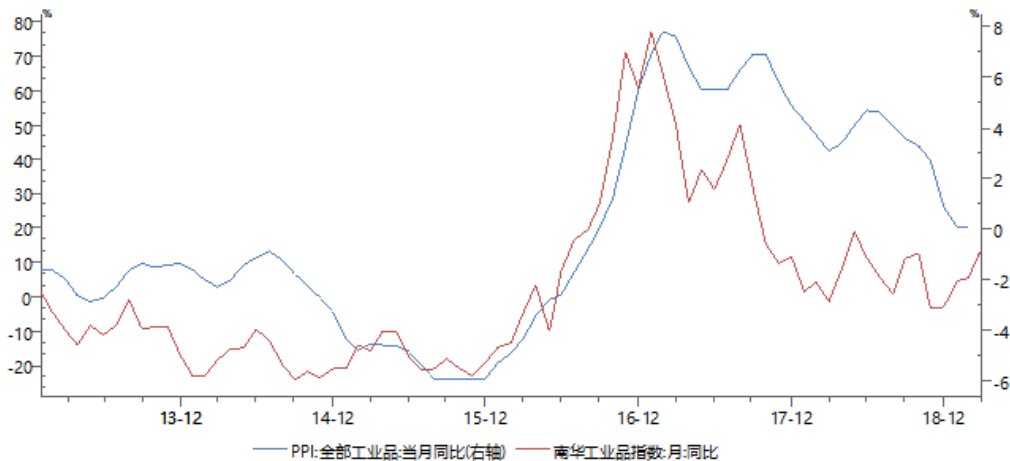
图：累计 1-2 月来看，居民短期贷出现明显收缩，而企业和居民中长期增量不明显



数据来源：Wind，招商基金

通胀方面，我们认为随着油价和国内大宗商品价格的企稳，PPI 或在二季度小幅上行，全年波动中枢在 0 轴附近；而 3 月猪肉和蔬菜价格反季节性持续走高则令 CPI 在二季度的上行压力加大。从 2 月 CPI 分项来看，交通通信和教育文化和娱乐分项带动 CPI 环比上行，鲜菜和蛋类价格对 CPI 价格分别形成正负贡献。

图：3 月油价和商品价格反弹及基数效应下 PPI 或现小幅回升

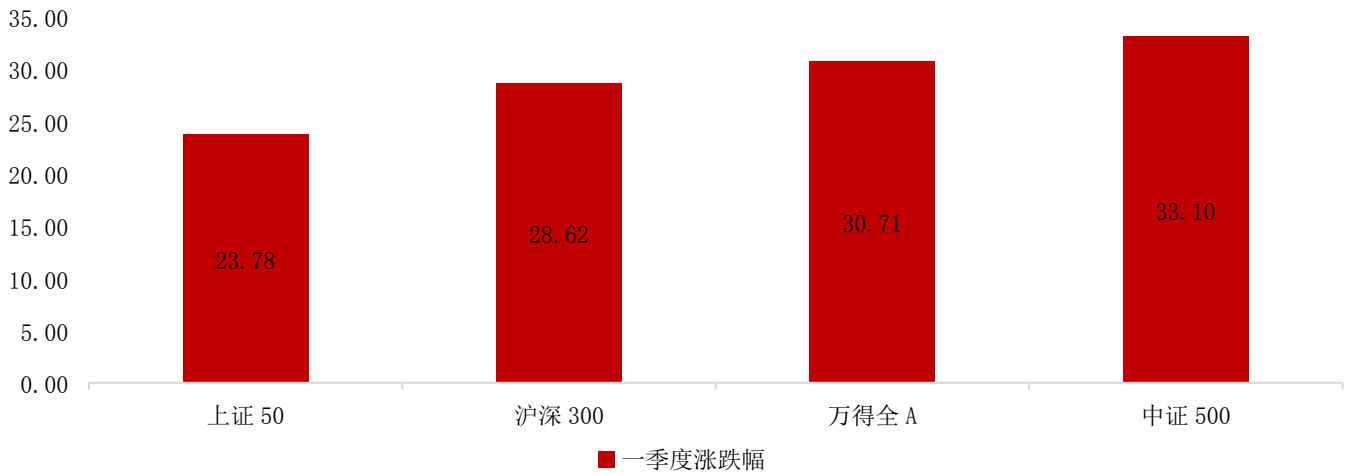


数据来源：Wind，招商基金

## 2 大类资产观点

2019 年一季度，我国股票市场在震荡中出现大幅上涨（万得全 A、沪深 300、上证 50、中证 500 涨跌幅度分别为 30.7%、28.6%、23.8%、33.1%）。全球风险偏好回升、流动性持续宽松以及资本市场改革进程加快等利好因素集中发酵。

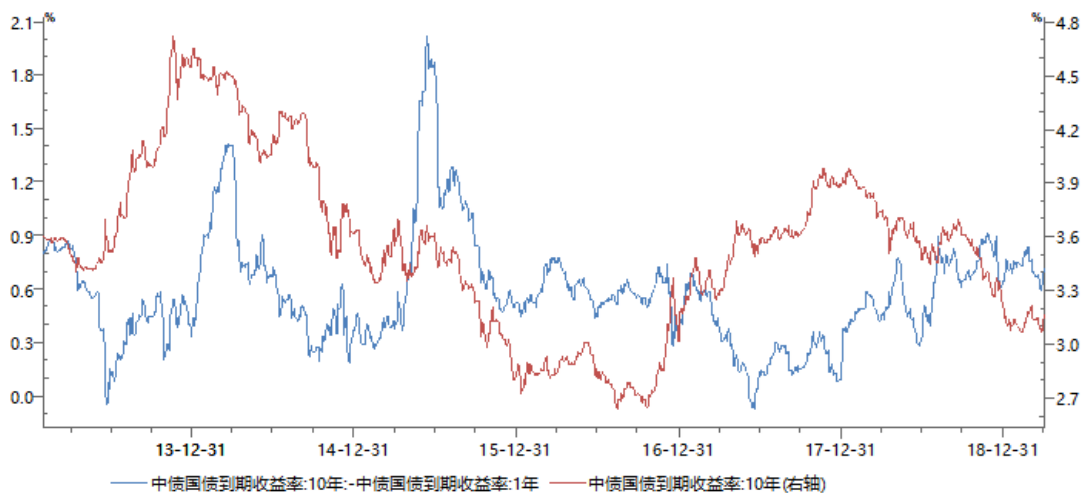
图：2019 年一季度主要股指涨跌幅



数据来源：Wind，招商基金

再观债市，一季度以来好于预期的经济数据令债券投资者对于经济企稳的预期有所强化，长端利率整体先跌后涨（10 年期国债收益率下行 16bps）；短端利率在低位企稳，期限利差持平，信用利差明显下行。

图：长端收益率先跌后涨，短端波动中枢小幅抬升，期限利差先降后升



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仍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继续强化了市场的上行趋势。近期多家科创板企业向上交所申报 IPO 材料，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。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%，此举将在今年为 A 股带来 4500 亿元人民币的增量资金。整体来看，在政策利好密集发酵以及增量资金持续进场的情況下，短期来看 A 股市场的调整空间仍相对有限。

## 2.2 债券市场

债券市场方面，随着减税降费政策的逐步落地，市场信心继续提振，通胀上行和经济企稳的预期强化对债市造成了一定压制，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，短期内经济仍难言企稳，经历回调后的利率债仍有一定配置价值。而随着市场预期的改善，较好的低等级信用债的下沉机会仍值得挖掘。

## 2.3 港股市场

港股市场 1 季度表现强劲，尤其是 1、2 月份，主要源于去年 4 季度市场加速下行超跌而进行的估值修复以及贸易战缓解带来的市场情绪面的修复。其中，3 月以来的走势以盘整为主。

影响市场表现的因素包括：1) 港股公司在三月密集披露业绩，大部分行业和整体盈利归母净利润低于市场一致预期。部分公司改变派息策略也引发股价大幅下跌；2) 美联储与欧央行转鸽力度超预期，欧央行宣布将最早加息日期从今年秋天推迟至明年且启动 TLTRO-III，美联储点阵图显示议员预期今年加息次数从 2 次将为 0 次，导致市场对美国和欧洲的经济放缓的担忧加大，美债收益率出现短暂的倒挂，美股也出现波动；3) 两会政府工作报告进一步细化“减税降费”细节，推出增值税减税方案，同时强调对中小微企业和民营企业支持力度加大，国内政策的进一步加码有助于推动市场情绪上行；4) 科创板规则细则和首批受理企业名单公布，带来分流港股 IPO 的担忧，我们认为科创板会对一些中小型新经济 IPO 形成分流。

在 2 季度的展望中，我们认为港股市场将进入短期震荡行情，上行动能进一步减弱。展望下个季度，我们认为市场大概率在当前点位附近震荡，资金动力转换，上下行风险并存。港股部分行业短期估值已经修复到位，看好 1) 消费（长期看好，若出现回调时好的买点），2) 银行和保险，3) 部分优质资本品行业公司，包括部分建筑商和工程机械公司。

## 2.4 美股市场

美股在一季度表现堪称强劲，也是源于去年 4 季度以来的快速超跌带来的估值修复以及美联储加息放缓带来的市场提振，但一季度的上涨动能逐月减弱，标普 500 指数、道琼斯工业指数、纳斯达克指数在全球主要股指中



表现居中。主导市场表现的因素包括：1) 美联储 3 月 FOMC 会议确认转鸽；2) 欧央行转鸽力度亦加大，宣布重启 TLTRO 以疏通银行对私人部门放贷的渠道，并延迟首次加息日期，市场对欧洲经济放缓的担忧亦上升，推升美元再次上行，3) 英国脱欧协议被三度否决，脱欧进程的不确定性对全球风险偏好造成扰动；4) 美国在 3 月份最新公布的制造业 PMI 及非农数据均大幅不及预期，叠加美联储超预期转鸽，市场对于今年降息的预测概率大幅上升。

**展望 2 季度，我们对美股继续持中性偏谨慎观点，下行风险略大于上行风险。**年初以来的反弹行情是基于美联储超预期转鸽、中美贸易摩擦缓和带来的估值修复，而站在当前时点，导致估值继续上行的潜在超预期的因素已经式微。影响市场走势的因素包括：1) 美联储进一步转鸽可能被市场再度理解为偏负面的经济放缓信号。2) 英国硬脱欧的可能性以及脱欧进程的复杂性，可能扰动全球的经济和市场前景。3) 美股开始披露 1 季报，结合目前已经披露和市场一致预期的数据，1 季度标普 500 公司盈利增速为-2%左右，收入稳健但利润率恶化预计较为显著。4) 市场估值进入历史均值以上，估值修复基本到位。5) 新兴市场年初以来反弹强劲，与发达市场的估值差收窄，加上美元坚挺，有助于资金短期回流美股。6) 目前中美贸易谈判的正面影响，已经基本反应在市场表现中。若谈判出现进一步积极结果，例如立即取消已经加征的关税，以及中国加大对美国的进口等，市场有望继续给予正面反馈。

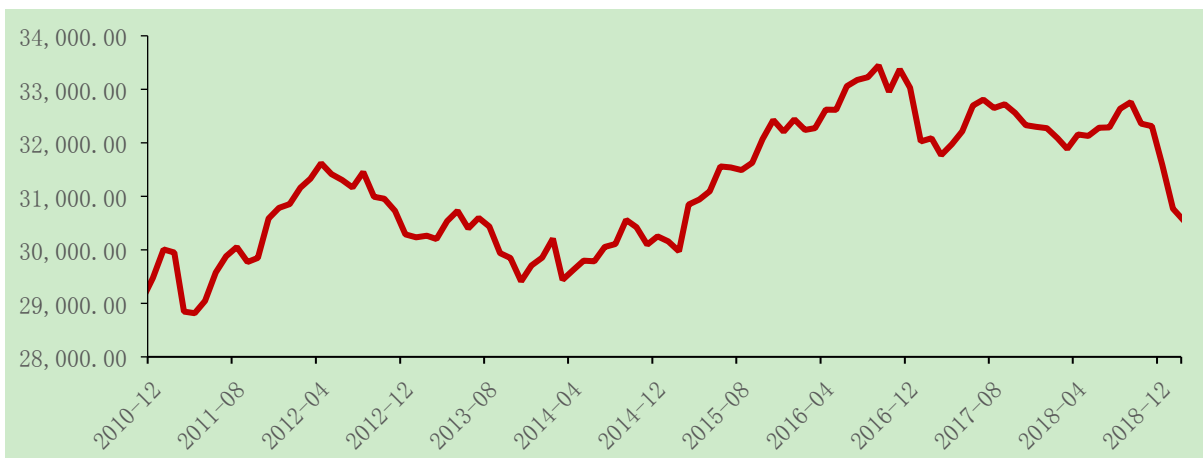
## 2.5 原油市场

**2019Q1 油价走势回顾：原油市场持续聚焦供给端，OPEC 减产促使油价大幅上行**

2019 年 Q1，布油价格上涨 23.5%，主要是因为 OPEC 持续减产开始发力，促使油价温和上行。

原油市场当前核心聚焦的仍在供给端。OPEC 和俄罗斯等非 OPEC 产油国承诺自年初开始减产 120 万桶/日，以削减供应并支撑油价。据彭博社调查显示，OPEC 的 14 个成员国 3 月日产量为 3404 万桶，较 2018 年月 12 月减少 119.1 万桶，为 2015 年以来最低。供给端的持续下行促使油价温和上行。

**图：OPEC 原油产量大幅下降（百万桶/天）**



数据来源：Wind，招商基金

## 2019 年 Q2 油价走势展望：油价有望企稳在 60-75 美元/桶

预计 19Q2 油价仍将温和上行，中枢有望企稳在 60-75 美元/桶。4 月下旬开始原油市场不确定性或加剧。

近远期价差显示原油已回归供需平衡状态。对于美油近远期价差进行分析，或可以理解市场是如何看待当前原油基本面的状态和变化的趋势。从目前的价差来看，美油 1905-1908 价差在-0.13 美元/桶，仍然呈现出贴水的状态，证实原油仍处于供给过剩状态。但是从价差变化趋势来看，当前价差明显收窄（3 月 1 日为-1.26 美元/桶），证实市场供给过剩程度在大幅减弱，原油市场已基本重新回归平衡。

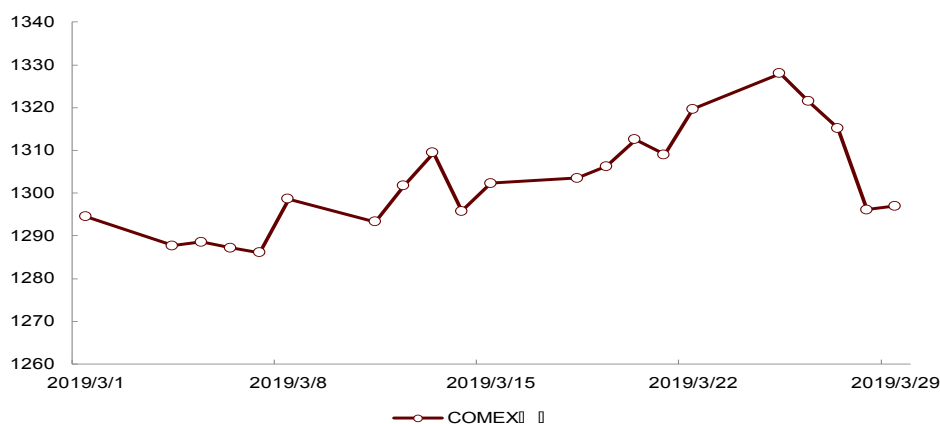
**原油或迎来短周期供需共振，油价或温和上涨。**（1）供给端：OPEC 可能延长减产协议。（2）需求端：需求或边际向上，主要是因为我国需求仍旧旺盛，美国 4 月份开始迎来需求旺季。（3）库存端：由于供需短周期共振，我们预计美国商业原油库存或处于去化周期。原油价格仍将处于温和上涨态势。

4 月下旬不确定性或开始加剧。当前助使原油市场重新回归平衡的力量主要是 OPEC 的大幅减产，5 月初将是美国制裁伊朗豁免期到来的时间，考虑到美国对于低油价仍然有诉求，预计对于伊朗制裁的程度或较低，伊朗原油仍可流向市场，伊朗供给存在变数。此外，OPEC 联盟的油长将在 4 月 17-18 日将在维也纳就产量政策举行会议。由于沙特等国家对于高油价具备较强诉求，减产协议可能延长。综合考虑，不确定性加大或加剧油价波动。再者，原油市场或受 2 季度美国是否加息的影响，如果原油价格上涨过快，可能加大美国加息概率，美国加息可能导致油价下行。

## 2.6 黄金市场

2019 年 3 月份，黄金价格以震荡为主，COMEX 黄金指数从 1,314.7 美元/盎司下跌至 1,297.0 美元/盎司，下跌 1.35%。黄金价格的高位震荡有两个因素，其中的压制因素是市场整体风险偏好不断回升以及美元指数维持强势的情况，另外的支撑因素是经济数据边际走弱和货币政策压制减少，但部分指标有超出预期的部分。在 2019 年，全球经济面临不确定性加大，中国央行在内的多个央行进行了黄金增持，这也有利于支撑黄金价格。

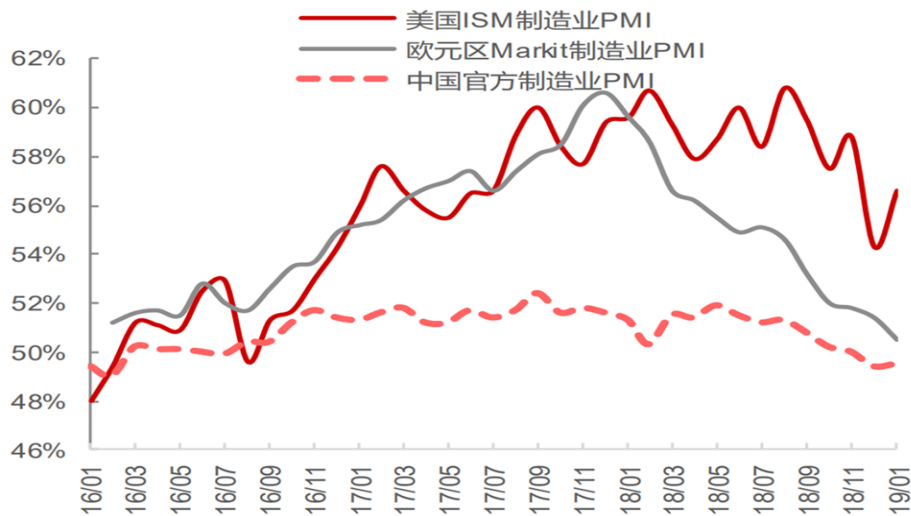
图：黄金价格在 3 月份以震荡为主



数据来源：Wind，招商基金

对于4月份的黄金价格走势，我们认为黄金价格将维持强势，会以高位震荡为主的形式。首先，从美联储的表态来看，美联储在2019年上半年加息预期已经变成不加息。宽松货币政策或者说宽松的流动性明显抬升了资产价格，因此，股市、债市和黄金同时上涨。在美联储不加息的预期下，其他如中国、印度、澳大利亚等经济体的货币政策的外部压力减少，为新兴国家的货币政策腾出了更多的空间。其次，从经济数据的情况来看，美国的经济数据由于受一季度政府停摆的影响，预计一季度美国经济的增速将会出现明显的下滑。经济增速的下滑将继续加强货币宽松政策的预期。综上，货币政策对于金价的压制因素将会进一步减少，黄金价格将继续维持强势。

**图：主要经济体制造业 PMI 指数还未见底，货币宽松将持续**

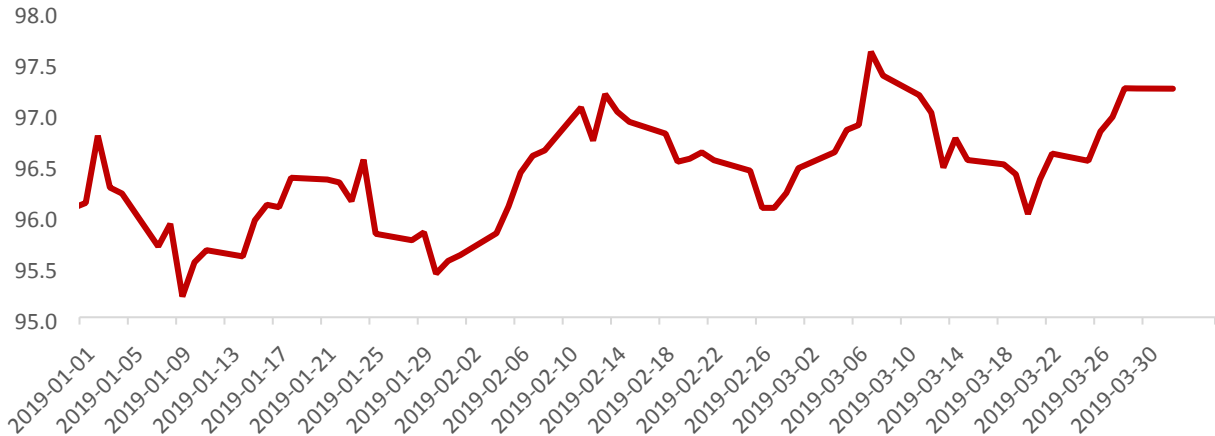


数据来源：Wind，招商基金

## 2.7 汇率市场

2019年一季度美元指数整体在95-97.5区间波动，整体呈现高位震荡态势。美元指数在一季度震荡格局的原因主要有三点：（1）美国宏观经济数据明显下滑，成为美元指数的拖累项。（2）货币政策方面，美联储年初以来由鹰迅速转鸽，2019年加息次数由2次调整为不加息，且年内缩表停止，10年期美债回落至2.4%左右水平，也成为美元的掣肘。（3）欧洲形式更差，因此美元也很难走弱。欧元区3月制造业PMI指数继前值49.3继续下滑至47.5，保持连续9个月下滑，创2013年6月以来最低值；3月份德国制造业PMI为44.1，较2月份大幅下滑3.5，创2012年7月以来最低水平；短期英国脱欧谈判仍有变数，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

2019 年一季度人民币汇率呈现缓慢上行趋势，主要的原因有三点：（1）中美贸易战阶段性缓和；（2）美联储鸽派发声，2019 年年加息预期消失，缓和中美利差，美债利率的下行使得利差大幅度收窄的问题得以缓解；（3）美国经济已出现明显分化；欧洲经济仍旧萎靡不振，甚至持续下行；比价效应而言中国资产不差。

从外储数据看，2 月中国外汇储备继续上升 22 亿美元至 30,901 亿美元，连续第 4 个月上升。从银行结售汇层面来看，尽管 2 月银行结售汇较 1 月顺差 151 亿美元出现逆转，变为逆差 151.8 亿美元，主要是因为出口大幅下滑，贸易顺差从 400 亿美元缩减到 40 亿美元，但总体压力可控。总体而言，人民币具备稳定且相对强势的基础。

我们预计二季度美元维持震荡，主要原因如下：（1）短期而言，美元仍具备维持高位的基础；（2）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

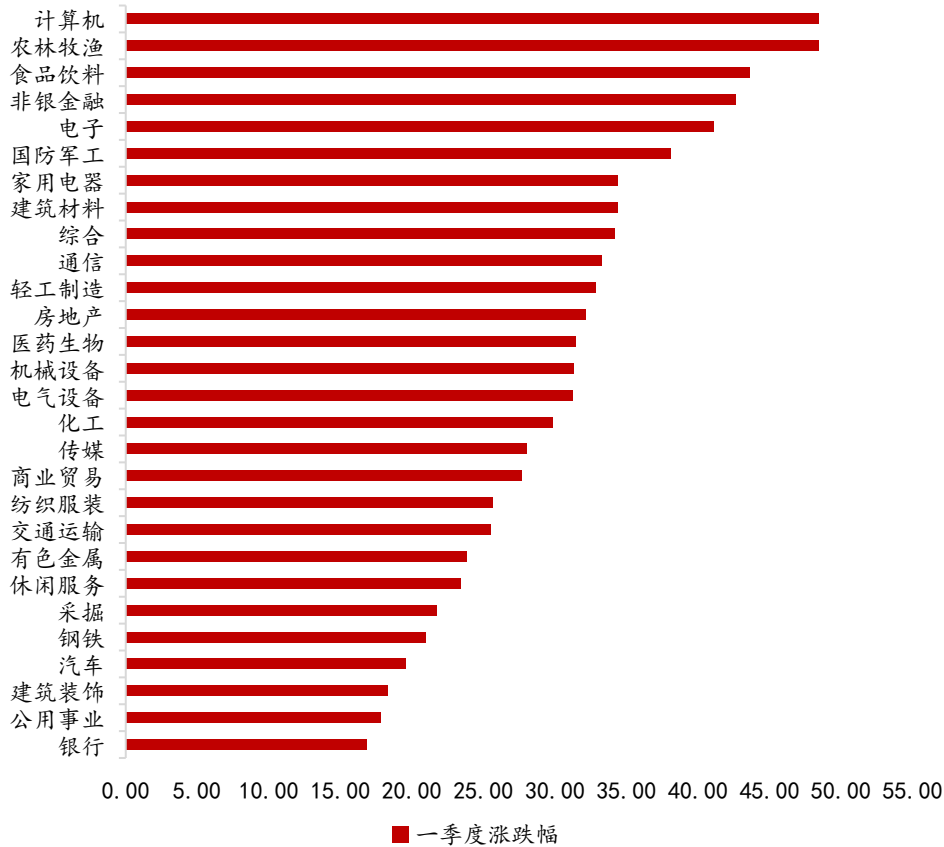
板块普涨，计算机、农林牧渔和食品饮料涨幅居前，银行、公用事业和建筑装饰板块涨幅居后。

2019 年一季度，上证综指上涨 23.93%，深证成指上涨 36.84%，中小板指上涨 35.66%，创业板指上涨 35.43%。

回顾一季度行情，在 18 年底 G20 会议上中美双方达成阶段性协议以及流动性进一步趋松后，行情出现 V 型向

上态势，市场成交量仍维持在较高水平，结构性投资机会活跃，市场人气高涨。板块方面基本面向上的农林牧渔和食品饮料以及受益于市场风险偏好修复的计算机板块涨幅居前，而银行、公用事业和建筑装饰等去年相对抗跌板块则表现欠佳。

图：2019 年一季度行业涨跌幅



数据来源：Wind，招商基金

**A 股走向判断：短期难言下跌，中期转向中性。**

从中期角度看，我们对于权益市场的看法维持中性，过去一季度的大幅上涨已令 A 股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进一步削弱，而实体经济尚未完全企稳，当前市场偏高的风险偏好存在回落风险。从当前的估值水平看，A 股自今年年初以来反弹已经超过 28%，A 股整体的静态估值也已经回到了历史中值附近，截至 4 月 4 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 43%、44%、15%分位水平。

就短期而言，在资本市场改革预期持续催化的情况下，场外资金仍在持续流入，资金面的改善仍将对本轮行情形成支撑，整体的政策面和外围环境仍相对友好，短期来看行情的调整空间仍相对有限。

**图：主要 A 股指数估值水平**

主要指数		2019/4/4	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	18.4	58.2	11.5	19.9	39%				√										
	WIND全A (剔除金融石油石化)	26.8	76.2	13.8	29.9	43%														
	上证50	10.5	48.5	6.9	11.6	39%				√										
	沪深300	13.3	51.1	8.0	13.7	44%														
	中证500	26.5	92.8	16.0	35.2	15%		√												
	中小板100指数	27.7	67.7	14.5	32.6	27%				√										
	创业板100指数	56.3	137.9	27.0	49.3	66%														
	中小板综合	46.8	96.7	15.9	40.2	69%														
	创业板综合	125.0	154.4	28.1	56.4	99%														√

数据来源：Wind，申万宏源，招商基金

### 结构选择：重点关注财报行情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受益于风险偏好修复的 TMT 板块再度切换至企业盈利主导的板块，3 月以来基本面出现改善的农林牧渔和白酒板块受到资金追捧；随着年报和一季报的相继披露，行业景气度向上的品种的投资机会可重点关注。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，重点关注建筑装饰、汽车和休闲服务等板块。

地产：节后一二线地产二手房市场回暖明显，龙头房企的当期销售业绩好于预期；全年来看，我们认为二季度大概率将是全年销售增速的底部，自三季度开始跌幅有望逐渐收窄。而政策面来看，二季度仍将延续当前较为温和的窗口期，地产板块二季度仍将延续估值修复行情。

游戏：2018 年整体游戏行业和移动游戏行业市场规模增速分别回落至 5%和 15%，我们预期随着版号放开，19 年重点产品有望驱动行业增速回升，行业头部效应仍然显著。长期看云游戏是行业未来演进方向，5G 有望解决行业技术痛点，对精品游戏内容的需求持续旺盛，有望打开行业长期增长空间。

## 3.2 债券投资策略

2019 年一季度债券市场从快牛走进入震荡期，其中一月延续了上年四季度以来的快牛行情，但二月以来逐步进入平稳期，整体呈现震荡态势。核心原因在于经过这一波行情以后整体债券收益率已经处于一个较低的位置，而市场对去年以来的一系列宽信用措施的效果预期仍然存在一定分歧，导致一月底以来市场并没有出现方向性的趋势。

展望 2019 年二季度，资金面虽然较前期边际上有所收紧，但整体在稳经济的背景下央行没有继续收紧资金面的理由，我们预计在经济出现明显企稳信号前货币政策将继续维持偏松。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。

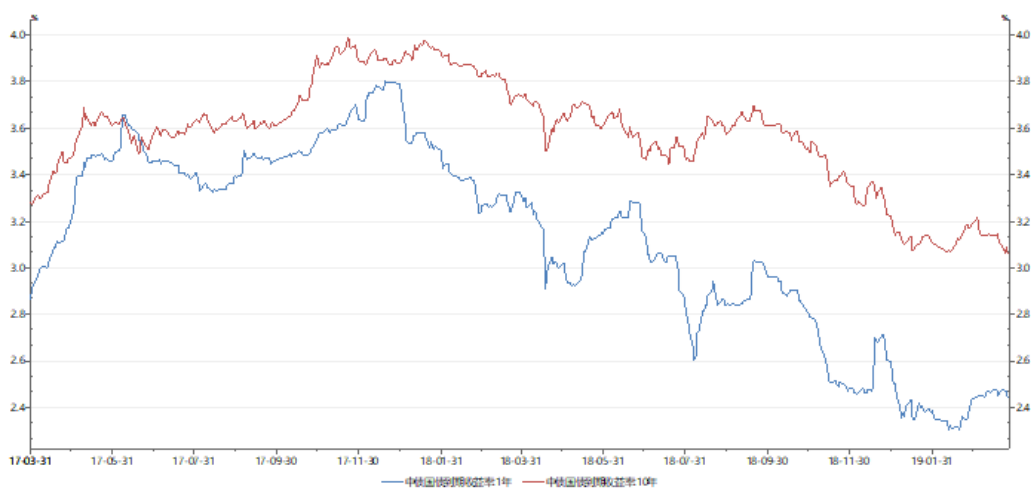
### 3.2.1 利率产品

从基本面上来，我们认为未来经济增速放缓仍然是大概率事件。一方面从政府工作报告的情况来看，管理层

在政策刺激力度上来看仍然处于较为克制的状态，无论是 GDP 目标区间还是赤字率都表明以往“大水漫灌”式的强刺激很难在今年看到，此外从专项债规模、对地方政府隐性债务和地产的态度也能印证这一点。另一方面，2018 年以来海外主要发达经济体特别是欧元区经济持续疲弱，美国经济领先指标也呈现高位回落的趋势，海外需求无疑将构成对经济增长的拖累。

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。

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

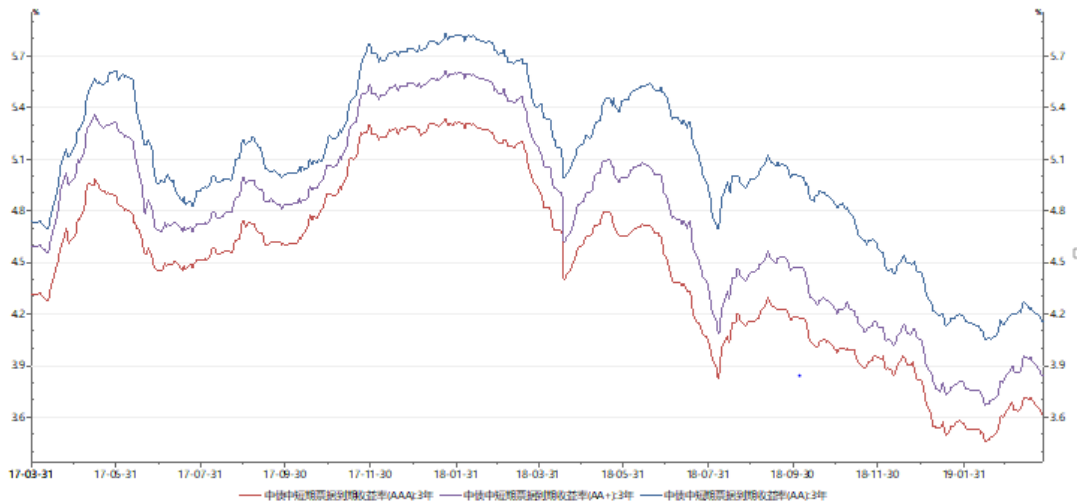
### 3.2.2 信用产品

2019 年一季度信用债延续了上年四季度以来的大量发行，全市场信用债合计发行 22213.99 亿元，净发行 6981.73 亿元。作为对比，2018 年一季度全市场信用债发行量仅为 14630.95 亿元，净发行仅 3103.08 亿元。具体来看，一季度公司债、企业债及中票合计发行 932 支，发行金额 10694.57 亿元，净融资额 3821.84 亿元，较 2018 年四季度环比有所下降，考虑到春节因素的影响，市场热度仍然处于高位。但相比 2018 年四季度，有一个不可忽视的变化是中低等级发行人的净发行重新转负，意味着一季度所有的净发行都由 AAA 企业贡献，而 AAA 企业由于现阶段融资成本很低，其融资需求中有部分为套利需求，表明真实的融资需求仍然没有触底。后续仍需持续关注融资需求的变化。

从收益率来看，一季度信用债收益率经过一月的快速下行后，整体处于震荡的走势。以三年期中票为例，各等级收益率波动幅度在 28~24bp 之间。等级利差和期限利差经过一波走扩后有逐步压缩。目前来看各等级信用利差已经处于历史低位，前期略有保护的期限利差也开始逐渐压缩。但与前几轮牛市相比，目前长端低等级的信用利差仍然高企且已经在这一轮牛市中维持相当长一段事件，表明市场风险偏好进一步抬升空间已经较小。从历史上看，二季度是往往是信用风险爆发的时期，而目前低等级债券和部分地区确实出现了信用事件频发的现象，后

续我们将密切关注信用风险的暴露情况，并在此过程中把握个券机会，增强组合收益。总体来看，二季度票息策略能够带来稳定的收益，我们将延续稳健的投资风格，在严控信用风险的前提下，精心挑选低等级信用债中资质较好的个券，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

**短期融资券方面**，2019 年一季度短融发行继续增加，整个一季度市场主体合计发行短融、超短融 9555.40 亿元，净发行 2748.50 亿元，均创下三年以来的新高。分别较上年增长 2112.10 亿元和 189.00 亿元。从发行人等级来看，AAA 企业仍然占据绝对多数，贡献了接近 80% 的毛发行和 85% 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。

从收益率来看，一季度短融收益率走势与中场端类似，但期限利差有所收窄，一方面是由于中场端下行幅度更大，另一方面短端受资金面波动影响更显著，在春节因素等资金面干扰因素的影响下，短融收益率波动幅度更大。具体来看，一季度各等级短融收益率波动幅度分别在 43-60bps 之间，目前市场的短久期偏好仍然存在，但短融绝对收益率已经处于历史低位且与政策利率之前利差已经很小，下行空间有限。

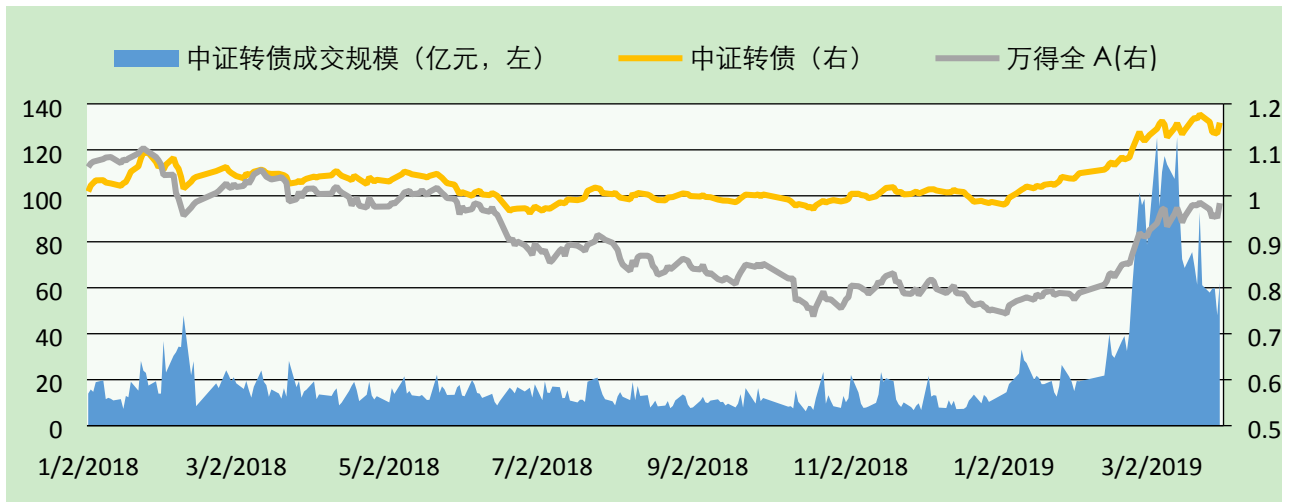
总的来说，2019 年二季度我们将继续贯彻稳健投资的理念，坚持价值投资理念，在严控信用风险的前提下，以票息策略为主，并适当关注被错杀的个券，实现收益最大化。

### 3.2.3 可转债

3 月份转债市场与股票市场双边震荡上行，万得全 A 上涨 7.98%，中证转债上涨 3.55%，上证综指上涨 5.09%，创业板指表现依旧相对较好，上涨 10.28%。行业方面，申万一级 28 个行业里，农林牧渔板块再度发力，涨幅 17.54%，食品饮料、计算机、轻工制造表现紧随其后；银行、钢铁和采掘表现相对逊色。



图：2019年3月转债指数与股票指数表现



数据来源：Wind，招商基金

3月份双边市场开始横盘震荡，成交量有所下滑，但表现及活跃程度依然不差，市场整体出现短期调整。目前转债市场的绝对价格以及转股溢价率位于近两年的历史相对高位，经过3个月股票市场的上涨，转债已完全随着股票市场进行震荡波动，以目前的估值水平，期待像年初一样再来一轮单边提估值的行情概率较小，且当股票下跌时，转债估值将再次被动抬升，从而会出现卖出转债主动压缩估值的过程，所以判断股票市场的意义对于当前的转债市场来说尤为重要。2月份的社融数据等低于预期，但并没有过多影响股票市场情绪，从估值的角度出发股票市场还位于历史相对低位，且政策端持续呵护，市场利多利空的因素相互交织，当前“上车”“下车”的犯错成本都较高，如何应对比做判断的可靠性更高。

回到转债市场，100元的筹码依旧稀缺，政策端的规范监督对于中签率有实质性的提高，传统供给月份的打新申购在向好行情里可以积极把握；同时，发债主体也愿意借着行情积极行使下修权力，投资者可更加重视条款博弈带来获利的可能性；在存量市场里，我们将持续关注基本面良好、绝对价格位于相对低位的个券。



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](http://www.cmfchina.com)  
电子邮箱：[cmf@cmfchina.com](mailto: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。