



# 招商基金月度投资策略报告

2019年5月



稳投资 | 乐生活 | 爱公益

# 目 录

<b>1 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 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 .....	8
2.5 原油市场 .....	9
2.6 黄金市场 .....	9
2.7 汇率市场 .....	11
<b>3 股债投资策略</b> .....	<b>12</b>
3.1 A股投资策略 .....	12
3.2 债券投资策略 .....	14
3.2.1 利率产品 .....	14
3.2.2 信用产品 .....	15
3.2.3 可转债 .....	16

# 招商基金 2019 年 5 月投资策略报告

## 1 宏观经济环境

### 1.1 海外市场

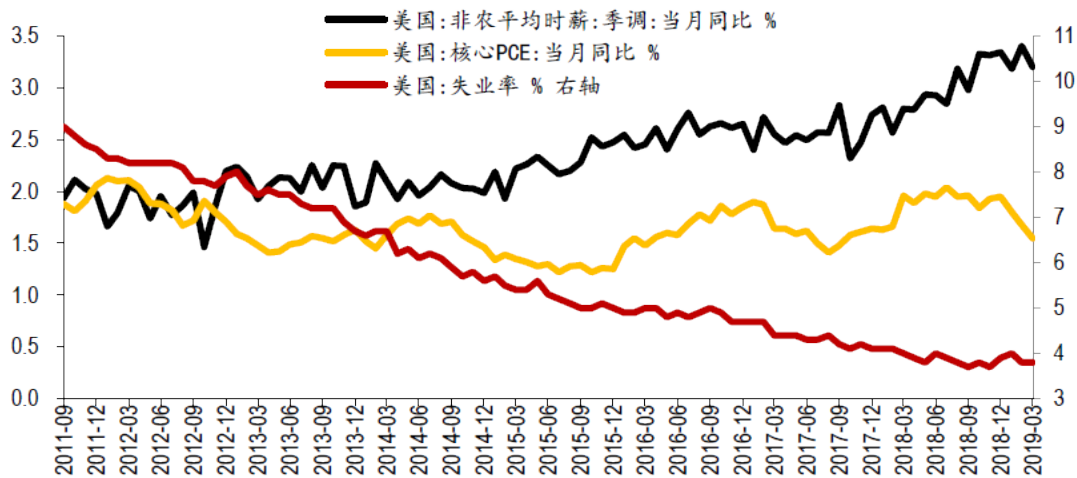
#### 全球经济初现企稳，中美谈判前景生变

年初以来各国央行转鸽后流动性的好转令全球经济初现企稳信号，但中美贸易谈判波澜再起，全球面临的贸易摩擦的不确定性再度增加，风险资产或再度切换回避模式。美国经济的韧性继续显现，多项经济数据均超预期，但通胀仍显低迷。得益于贸易顺差和库存水平的上行，美国一季度 GDP 年化季环比增长 3.2%，较前一季度大幅回升，但核心 PCE 年化季环比升 1.3%，则较前值 1.8% 有明显下行。从分项数据看，美国 3 月零售销售环比增长 1.6%，创下一年半来最大增幅；而最新的 4 月就业报告也继续表现亮眼，非农就业人口新增 26.3 万人，大幅好于市场预期的 19 万人，同时失业率继续下降至 3.6%，唯有薪资增长表现欠佳，4 月平均时薪同比增长 3.2%，与前值持平，并未出现加速迹象。随着全球需求的企稳，欧元区经济出现积极信号，但下行风险仍在。欧元区第一季度 GDP 初值环比升 0.4%，较去年四季度出现回升，而德国和欧元区 4 月制造业 PMI 数据也录得小幅回升；但另一方面，近期欧盟委员会下调了欧元区 2019 年的 GDP 增速预测，其中将德国 2019 年的 GDP 增速从 1.1% 大幅下调至 0.5%，显示欧盟对于经济前景的判断仍然趋于谨慎。随着欧日经济初现企稳，美欧经济意外指数差明显走窄，美元指数从高位小幅回落。

通胀走软之下，美联储在 4 月底的议息会议上继续按兵不动，并在会议声明中表示通胀“走弱”且“低于 2% 的目标水平”；但在随后进行的新闻发布会上，美联储主席鲍威尔表示核心通胀可能是因“暂时因素”出现意外下降，预计未来将会回升，打压了市场对于美联储在年内降息的预期。整体而言，我们认为美联储继续维持按兵不动的概率较大；在去年 12 月加息导致市场异常波动后，美联储更多转向对经济数据的被动跟随；在暂停加息后，重新加息或降息均将需要更多的数据支持。

已经进行十轮的中美贸易谈判再生变数，美国威胁可能于近期上调对来自中国的 2000 亿美元商品的关税税率至 25%，全球市场对于贸易摩擦加剧的担忧再度升温。我们认为，中美双方在关税留存以及结构性改革上的分歧仍然存在，但“合则两利，斗则俱伤”下，两方仍有最终达成协议的坚实基础，只不过过程将更为波折。作为影响过去两年全球金融市场的重大事件，中美谈判的后续进展需要进一步跟踪。而对于已经计入中美谈判乐观预期的风险资产而言，年初至今的“蜜月期”或暂告一段落，波动率从低位回升将令市场重新转入震荡。

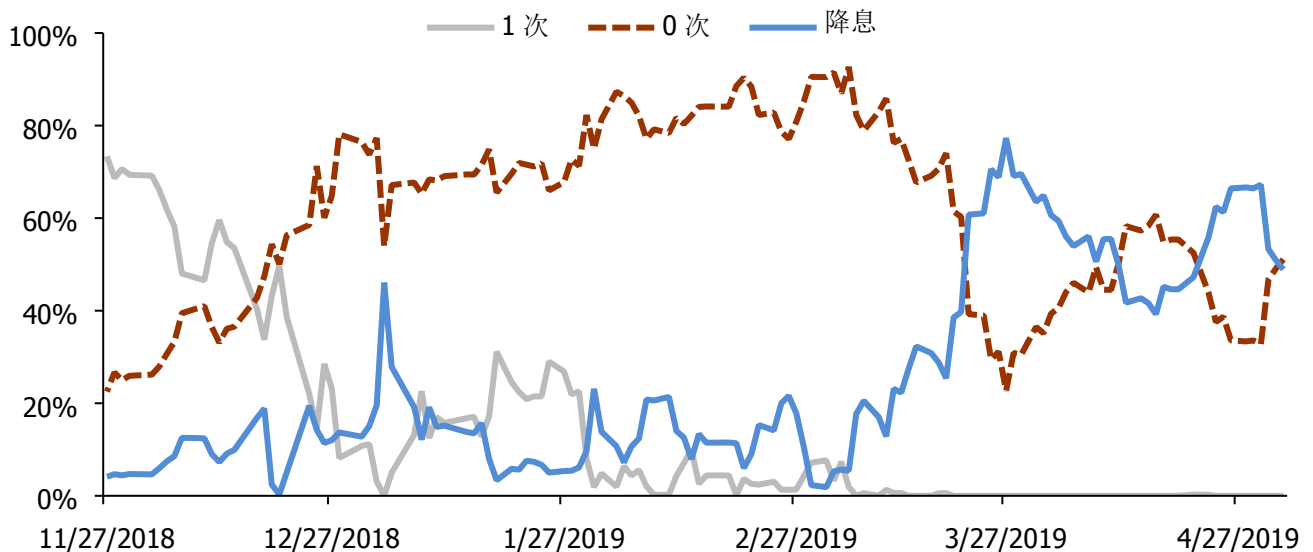
图：美国 4 月非农数据和失业率均好于预期，但平均时薪增长不及预期



数据来源：Wind，招商基金

图：市场对于美联储年内降息的预期有所走低

联邦基金利率期货隐含加息预期概率：2019 年



数据来源：Wind，招商基金

## 1.2 国内市场

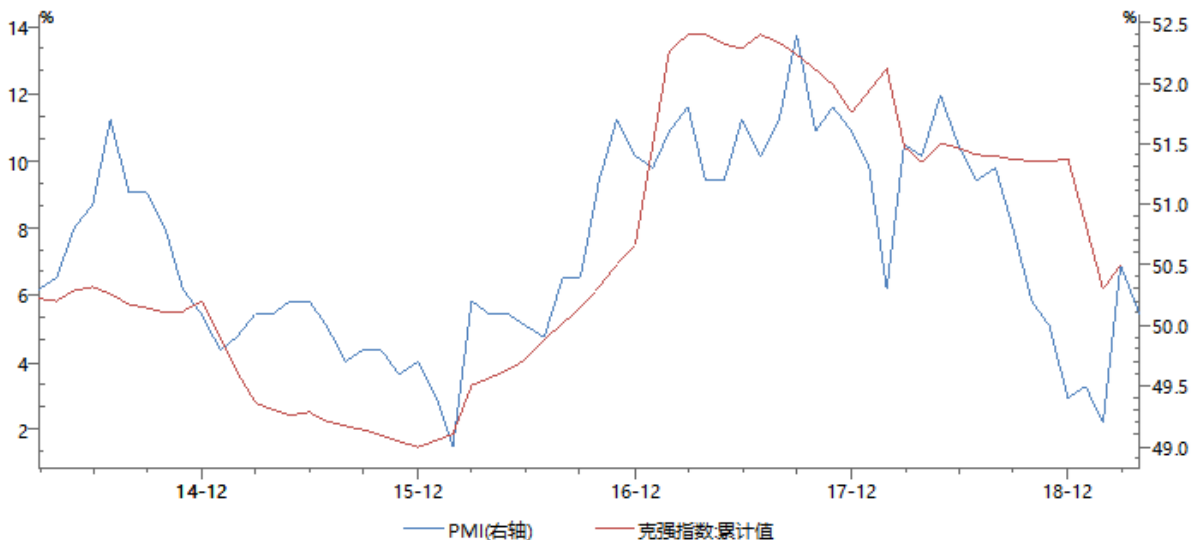
### 经济企稳通胀升温，政策定调微调

一季度经济数据整体好于市场预期，我们认为一方面是源于去年三季度以来积极的财政政策以及偏松的货币政策下托底效果的逐渐显现，另一方面也与今年财政提前发力导致的前置效应以及春节错位下的低基数效应有关。展望二季度，增值税和社保降费等政策将加快落实，同时“改革开放和结构调整的新进展”将作为下阶段政策保稳定的主要抓手，猪周期下通胀的潜在上行压力仍需关注。从全年来看，考虑到财政支出前置效应明显，以

及通胀的上行压力和社融企稳将对货币政策的继续宽松形成约束，需要警惕经济在下半年的回落风险。同时在地产和基建未全面放开背景下，加杠杆主体的缺乏令需求难有大幅回升空间，整体经济虽出现企稳，但向上的弹性不足。

最新的国内经济数据显示经济进一步企稳，但下行压力仍存。一季度 GDP 同比增长 6.4%，好于市场预期的 6.3%，结构上地产投资和基建投资增速继续上行，而制造业投资则大幅回落。3 月 PMI 因春节错位效应导致异常高增后，4 月官方制造业 PMI 小幅回落至 50.1；从分项数据看，本月 PMI 下滑主要受到生产强度小幅回落和原材料去库的影响，但其中进口和新出口订单分项均较上月继续大幅回升。与此同时，春节错位以及增值税减税导致企业提前备货的影响下，3 月规模以上工业企业利润同比增速大幅回升至 13.9%，但年初以来累计同比仍下降 3.3%。

图：4 月 PMI 小幅回落，但仍处于荣枯线以上

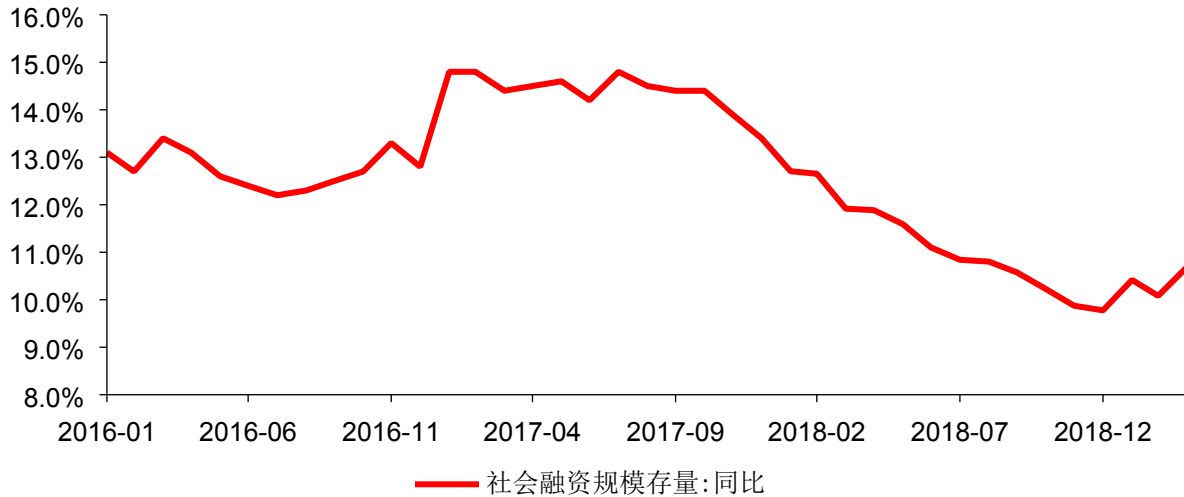


数据来源：Wind，招商基金

3 月金融数据继续改善，3 月社会融资增量为 2.86 万亿元，大超预期的 1.85 万亿元，存量增速进一步回升至 10.7%；结构上表内信贷是主要超预期点，同时结构上也有所好转，居民和企业中长贷均出现边际改善，在此前大力度宽货币下，宽信用已初步见效。

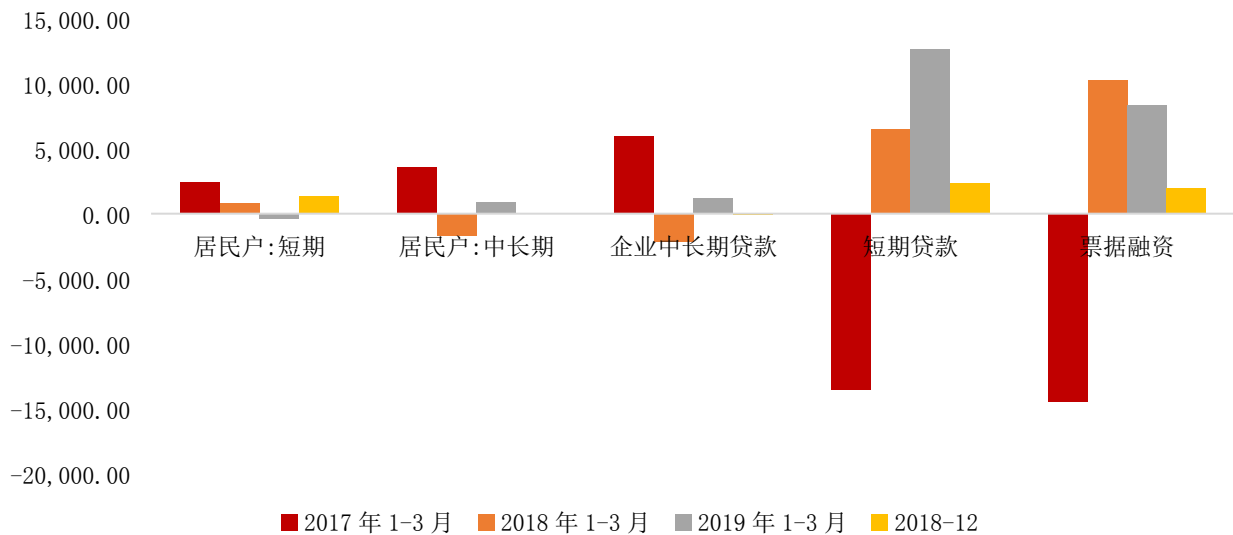
4 月下旬召开的政治局会议定调一季度经济运行总体平稳、好于预期、开局良好，显示政策对于一季度经济表现的解读仍偏于乐观，去年三季度以来托底政策的“危机模式”或告一段落，但承认“国内经济面临下行压力”意味着政策完全转向的可能性较低，后续政策的着力点将更多聚焦于供给侧结构性改革而非需求侧刺激。与此同时，会议虽重提结构性去杠杆，但坚持在推动高质量发展中防范化解风险的基调并未改变。下一阶段，扶贫工作、扶持制造业高质量发展、对外开放（中美贸易谈判）以及科创板和注册制的落实将成为政府的工作重点。

图：新口径下 3 月社融存量增速继续回升至 10.7%



数据来源：Wind，招商基金

图：累计 1-3 月来看，居民短贷小幅收缩，企业和居民中长期增量边际改善



数据来源：Wind，招商基金

通胀方面，3 月 CPI 和 PPI 同比均较前值明显抬升。3 月 CPI 同比增长 2.3%，主要由猪价、蔬菜价格以及油价上涨带动，猪周期见底回升后二季度 CPI 仍有上行空间。3 月 PPI 同比增长 0.4%，PPI 环比受到国内外大宗商品反弹的影响出现回升，由于年内基数效应前高后低，二季度 PPI 仍有高点；考虑到过去三年供给侧改革后传统行业产能利用率有效提升，结合去年三季度以来的托底政策的逐渐显现，年内 PPI 的通缩压力已显著缓解。

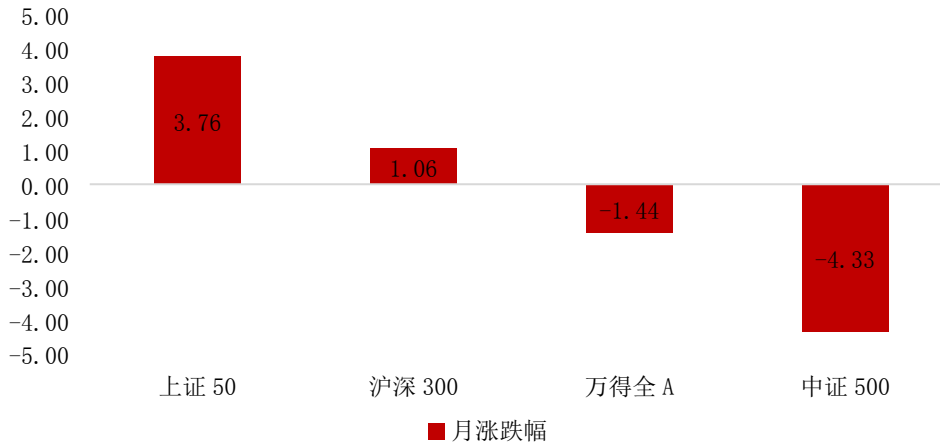




## 2 大类资产观点

2019年4月，我国股票市场出现分化（万得全A、沪深300、上证50、中证500涨跌幅度分别为-1.44%、1.06%、3.76%、-4.33%）。货币政策边际收紧，股指前期快速上涨累积的调整压力释放使得板块出现明显分化，估值提升过快和涨幅偏高的中证500指数出现回调，资金重新回归蓝筹为主的上证50指数。

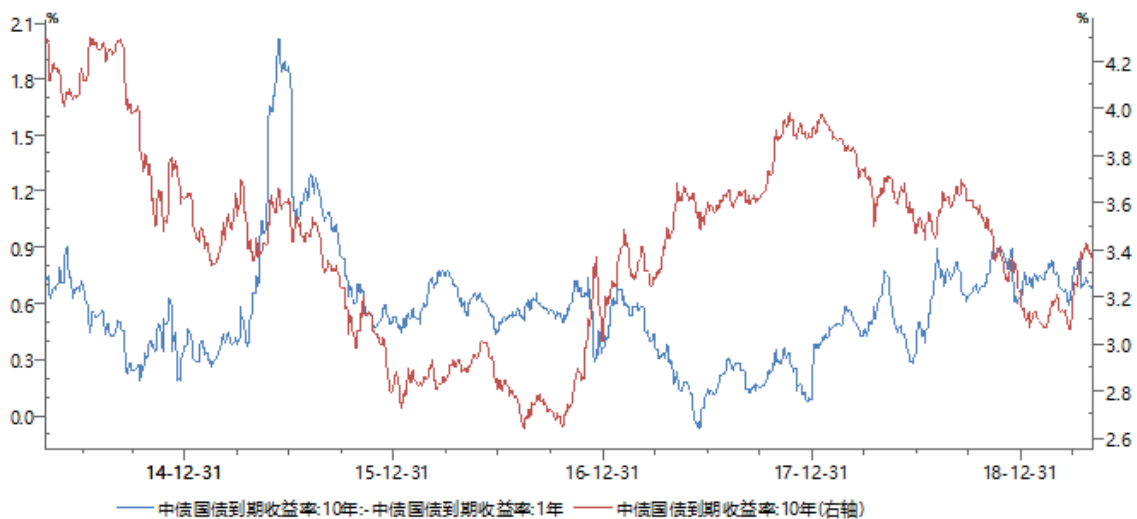
图：2019年4月主要股指涨跌幅



数据来源：Wind，招商基金

再观债市，央行一季度例会重提“流动性总闸门”，降准预期落空，货币政策边际收紧倾向明显，叠加猪价上涨下通胀预期的继续升温，债市继续承压，4月长短端利率明显上行（10年期国债收益率上行32bps，1年期国债收益率上行25bps），期限利差基本持平（10年期国债收益率与1年期国债收益率之差扩大7bps），信用利差继续收窄（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11bp）。

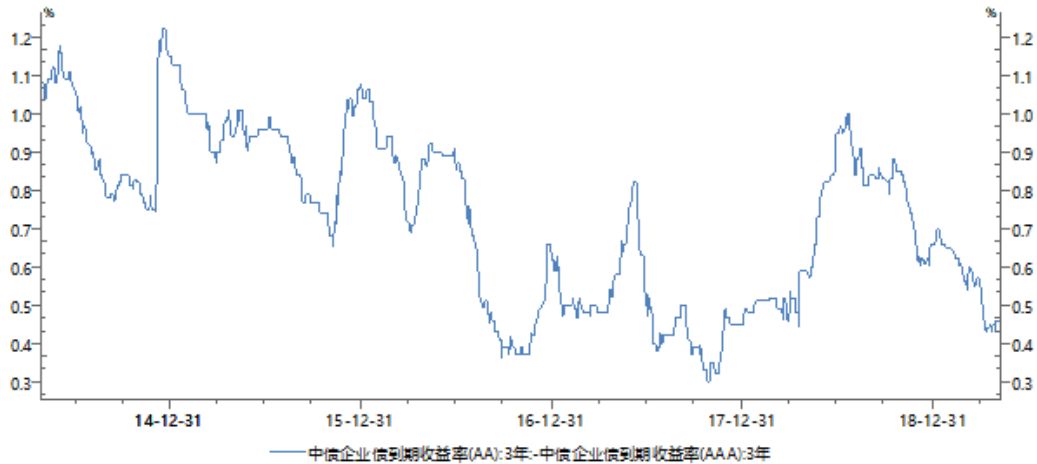
图：长短端收益率均现上行，期限利差基本持平



数据来源：Wind，招商基金



图：信用利差继续收窄



数据来源：Wind，招商基金

## 2.1 A 股市场

对于权益市场而言，短期调整或将延续，但中期无需过度悲观。4月底的政治局会议上明确提到“要以关键制度创新促进资本市场健康发展”，同时“科创板要真正落实以信息披露为核心的证券发行注册制”，截至当前已有 102 家企业提交了科创板的发行申请，预计在二季度注册制的落地将进一步提速。另一方面，MSCI 将于 5 月 14 日宣布半年度的指数审议结果，届时创业板大盘股将被纳入，同时整体 A 股的纳入因子将从原先的 5% 提升至 10%；据我们测算，包括主动和被动跟踪型基金在内，5 月底将有 220 亿美元左右的增量外资流入 A 股，此前 QFII 和陆股通持有较多的白马股有望继续获得增持。

## 2.2 债券市场

债券市场方面，股债跷跷板效应下权益市场回调短期有助于提振债市情绪，而货币政策边际收紧的利空被逐步消化后，经济基本面的韧性和通胀的上行压力将成为债市关注的重点。我们认为，年内油价维持区间震荡的概率较大，同时根据猪价高点应在年底的判断，二季度 CPI 的上行压力仍相对可控；而在外部不确定性增加的情况下，货币政策或更偏友好，近期央行宣布将从 5 月 15 日开始对中小银行实行较低的存款准备金率，释放约 2800 亿元的长期资金，有助于缓解此前市场对于流动性趋紧的担忧。当前 10 年期国债到期收益率已经回收至 3.4% 左右，处于历史中枢位置附近，利率债的配置价值正在回归。

## 2.3 港股市场

港股市场 4 月小幅上行，恒生指数和恒生国企指数分别收涨 2.2% 和 1.4%。具体来看，1) 大型股 (2.6%) 表现好于中型股 (-0.3%) 和小型股 (-0.4%)；2) 中资股表现弱于香港本地/外资股；3) 行业方面，消费者服务、媒体与娱乐、半导体、汽车、零售表现最佳，食品与主要用品零售、电信、商业与专业服务、医疗设备与服务、

交运表现最差。

影响市场表现的因素包括：1) 近期公布的多项国内宏观经济数据（3月 PMI、进出口、工业增加值等）均超出市场预期；2) 4月19日召开的政治局会议引起市场担心支持增长的政策力度边际减弱；3) 北上资金4月创下陆港通开通以来第二高流出金额（220亿元），A股回调拖累港股表现；4) 欧洲经济压力和美国经济继续强势（3月耐用品订单、新屋销售、零售数据等超出市场预期），美元指数走强，外资回流新兴市场进一步放缓。

四月我们认为估值修复到位之后，市场大概率延续震荡行情。展望五月，我们认为在消化估值、盈利预期继续调整和检验政策边际力度变化与政策效果的过程中，市场将继续震荡，但整体回调的空间有限，出现年内新低的概率较小。盈利方面，市场4月继续对中资企业2019年盈利一致预期进行下修，但是部分行业已经出现盈利预期上修，例如多元金融、交运、能源、耐用消费品和服装、保险等。

港股市场中，外资和南下资金的相对力量将更加均衡。我们看好1) 大消费领域（国内政策支持，增长具有韧性），不过目前部分可选消费标的已经较贵，股价调整将创造良好的买入机会；2) 银行（高股息率，增长稳健，AH银行长期受益于A股在国际指数中权重的提升）；3) 保险（相对估值优势和行业趋势好转）；4) 部分优质的资本品标的（港股建筑商和部分优质工程机械公司股价仍有望受益于基建回暖）；5) 长期看好互联网龙头。

## 2.4 美股市场

美股4月继续上行，且动能加强。标普500指数、道琼斯工业指数、纳斯达克指数分别上涨3.9%、2.6%、5.7%，在全球主要股指中表现居前。主导市场表现的因素包括：1) 美股进入一季报业绩期，此前市场预期1Q19美股将出现2Q16以来的首次业绩同比下滑（-2%），根据Bloomberg，已披露业绩的标普500指数成分股中，77%的公司净利润增长超过预期；2) 美国3月多项经济数据超预期，包括新屋销售、耐用品订单等关键指标，反映房地产市场和企业投资有所企稳，对市场情绪形成提振；3) 欧元区经济下行压力加大，叠加部分脆弱新兴市场货币再度陷入危机，推升美元进一步抬头，海外资金回流美股市场；4) 英国和欧盟达成协议，将脱欧截止日期再度延迟至10月31日，短期内硬脱欧风险回落；5) 中美贸易谈判继续，市场对贸易问题担忧进一步下降。

展望五月，我们对美股持中性偏谨慎观点，短期企业盈利韧性仍好于预期，美联储货币政策短期难超预期，中美贸易谈判风险再次上升，美股或将进入调整期。

鉴于当前美股市场已经对贸易摩擦缓和有较乐观的预期，倘若协议如期落地，市场反应或较为有限。若谈判破裂，市场下跌的风险较大。年初以来，美股强劲的反弹已经计入了例如美联储货币政策、贸易谈判、短期经济韧性等方面偏乐观的预期，指数的涨幅几乎全部由估值扩张贡献，当前估值已回到历史高位，继续上涨需要企业盈利、货币政策、美元、风险偏好等多方面的支持。

## 2.5 原油市场

2019年4月，布伦特油价格上涨7.56%，但走势上呈现出先涨后跌的趋势。油价先涨后跌的核心原因在于在4月23日之前原油供给收缩导致原油市场处于短周期供需共振，但由于美国制裁伊朗、且要求OPEC增产，导致前期原油供给收缩、原油价格上涨的核心逻辑被破坏，原油价格开始下行。

图：布伦特原油价格走势（单位：美元/桶）



数据来源：Wind，招商基金

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1906-1908价差在-0.12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。

OPEC+增产的预期导致原油风险溢价因素开始消除。2019Q1，原油上涨的核心因素在于原油供给收缩，OPEC+的超预期减产给予油价一定风险溢价。当前随着美国施压OPEC，要求其减产，且当前原油价格下部分OPEC国家，如俄罗斯等，具有增产意愿，均导致OPEC继续大力减产的预期减弱，原油的风险溢价开始消除。此外，随着原油价格不断上涨，美国钻井活跃度在逐步提升和管道运力同样在不断提升，美国原油产量持续创新高，目前已到1230万桶/日。

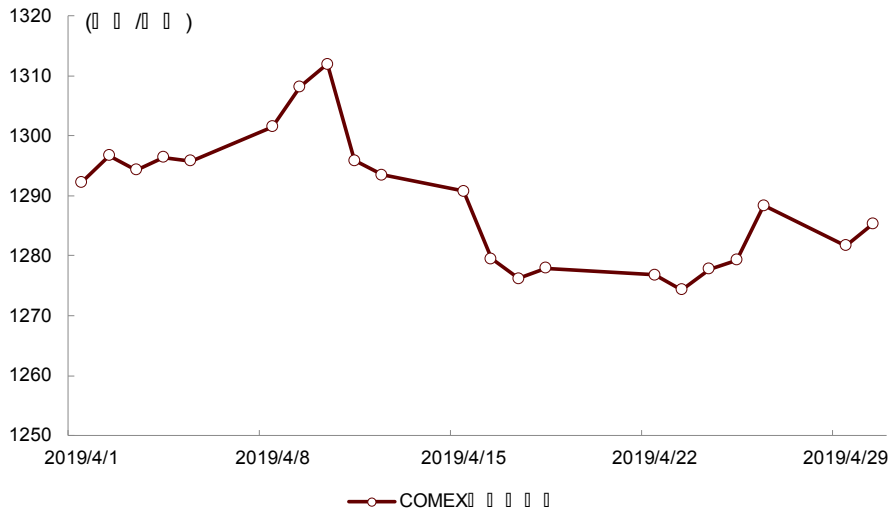
5月油价中枢大概率位于65~75美元/桶区间内并持续震荡。当前美国制裁伊朗的力度、OPEC+减产的程度等将对油价产生决定性影响，需密切跟踪其边际变化。

## 2.6 黄金市场

2019年4月份，黄金价格以震荡为主，COMEX黄金指数从1,292.3美元/盎司下跌至1,285.4美元/盎司，下跌0.53%。黄金价格震荡的主要原因为：不利的方面：（1）美国一季度的经济数据较好，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。（2）美元指数目前仍较为强势，不利于金价大幅上涨。有利的方面：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。

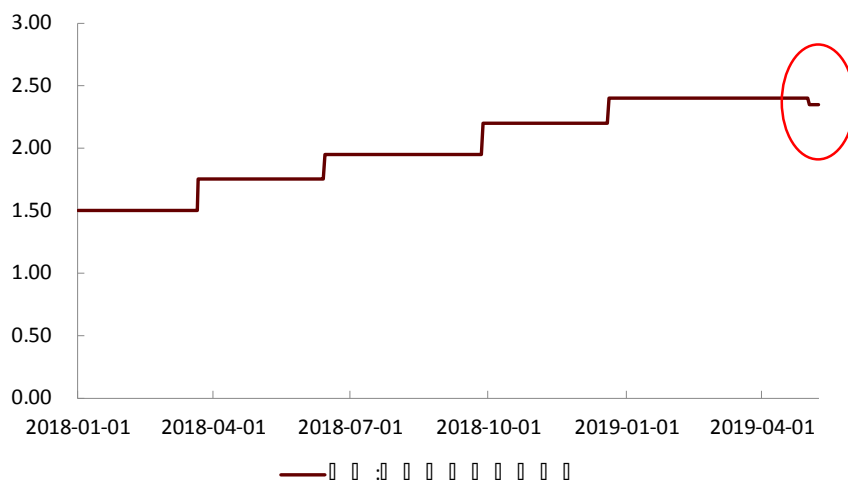
图：黄金价格在4月份以震荡为主



数据来源：Wind，招商基金

对于5月份的黄金价格走势，我们看好黄金在5月份的投资机会。主要逻辑为：（1）全球主要经济体的数据低于预期，市场运行的不确定性增加了黄金的配置吸引力。从具体数据上看，中国4月PMI为50.1，环比回落0.4pct。美国4月制造业PMI为52.8，为近30个月的新低。（2）美联储在二季度的加息预期减弱，将利好金价表现。从加息的节奏上来看，目前已处于加息节奏的尾声，对于金价的压制作用将会减弱。受消费的持续走弱和通胀不达预期的影响，美联储的超额准备金率从之前的2.40%下降至2.35%。

图：美联储的超额存款准备金率下调



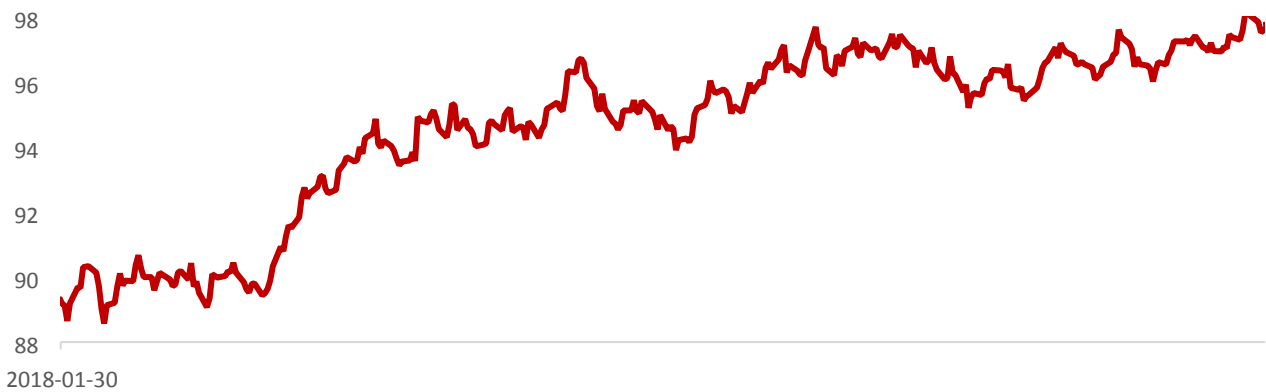
数据来源：Wind，招商基金

## 2.7 汇率市场

本月美元指数前期震荡冲高，一度突破 98 点，创 2017 年 5 月 16 日以来最高水平，后下降明显，整体中枢较一季度整体上移至 97-98 区间。

美元指数在 4 月冲高震荡的原因是：1) 欧洲数据较差：PMI 数据 47.9，仍处于枯荣线之下，欧元兑美元一度跌至 1.11，推高美元指数。2) 美联储结束加息周期的背景下，非美经济体也出现放宽货币政策，进一步推升美元指数。

图：美元指数走势

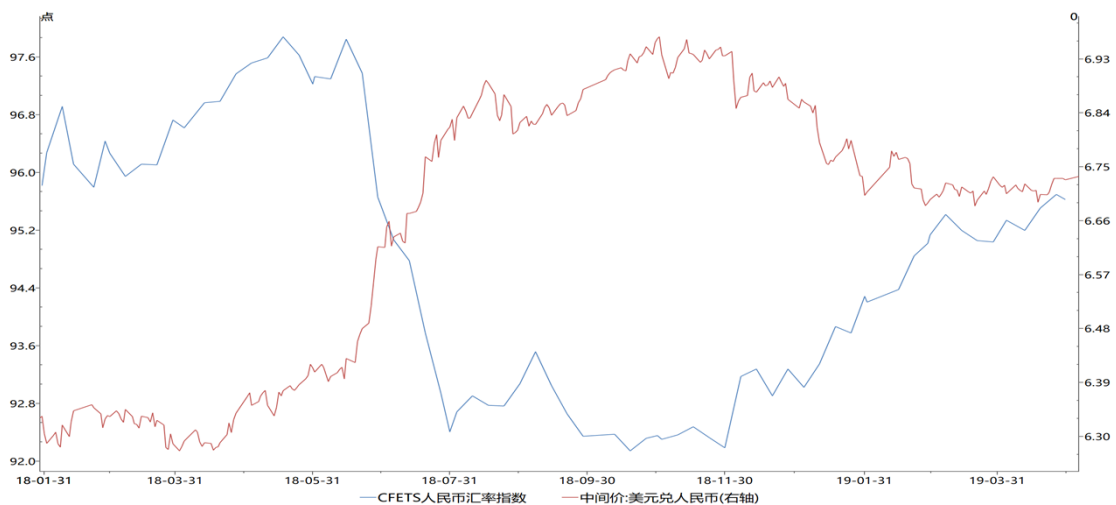


数据来源：Wind，招商基金

本月人民币汇率震荡后走弱，主要的原因有两点：

- (1) 美元指数本月较为强势。
- (2) 中美贸易谈判再次陷入僵局，同时资本有一定外流。

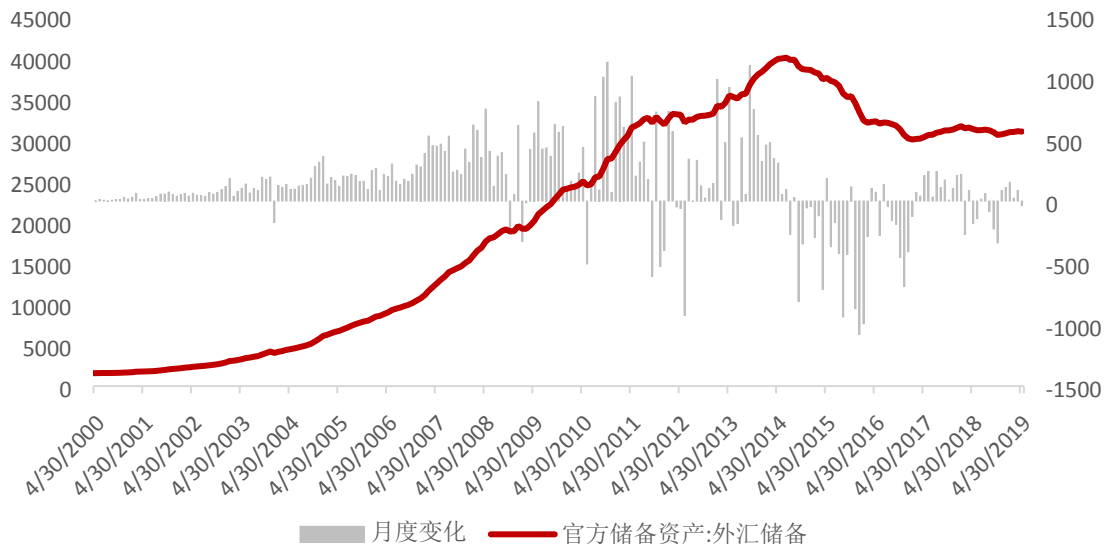
图：人民币汇率走势



数据来源：Wind，招商基金

从外储数据看，4月中国外汇储备下降38.1亿美元至30,949.5亿美元，连终结3个月上升，目前人民币开始显示贬值预期，外汇储备短期内大概率将震荡走弱。从银行结售汇层面来看，3月银行结售汇由2月的-151.8亿大幅顺差转变为3月的小幅度顺差-24亿，这代表3月份出现了一定规模的资本流出，各维度数据均显示，人民币短期将承压。

图：外汇储备月度走势



数据来源：Wind，招商基金

我们预计5月份美元维持震荡，主要原因如下：

(1) 短期而言，美国一季度经济增长依旧相对强势，但考虑到非农数据和失业率数据是滞后指标相对较为靓丽，且目前美国经济数据已经开始出现弱化痕迹，叠加欧元区政治问题和英国硬脱欧情绪稍有缓和，市场看空欧洲风险情绪持续走弱，所以我们认为短期美元仍将保持震荡。

(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年年中伴随美国经济衰退的迹象更加明显，周期的拐点仍将会到来。

对于人民币汇率，我们认为短期将震荡走弱，主要原因是中美贸易战的阶段性战火又起，人民币在此期间可能会作为调控手段。从利差和经济形势来看，内生性的问题虽然也有一定压力，但风险可控且压力逐渐缓解，因此人民币贬值幅度可控，与18年的情况相比会温和许多。

## 3 股债投资策略

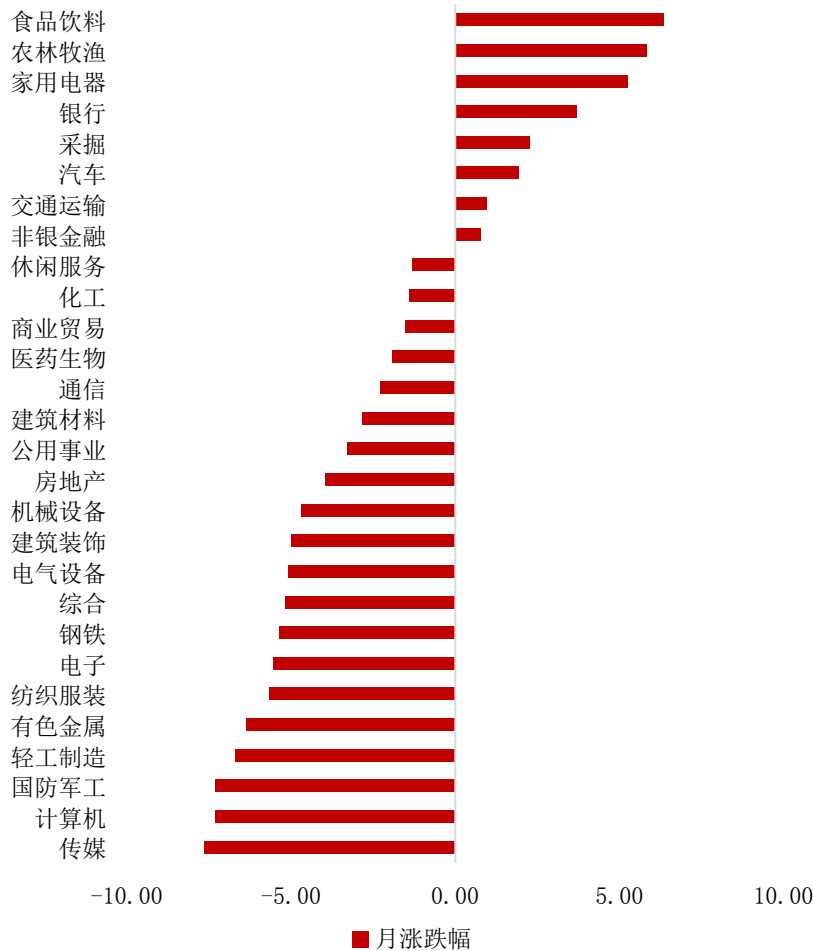
### 3.1 A股投资策略

板块分化，食品饮料、农林牧渔、家电和银行涨幅居前，传媒、计算机和军工板块跌幅居前。

2019年4月，上证综指小幅收跌0.4%，深证成指下跌2.35%，中小板指下跌5.26%，创业板指下跌4.12%。

回顾4月行情，市场先跌后涨，波动明显加大，成交量较此前缩小，题材熄火，部分绩优个股表现尚可。板块方面，此前受益于高风险偏好的计算机、通信、传媒和军工板块回调较多，而食品饮料、家电和银行板块等绩优蓝筹股抗跌明显。

图：2019年4月行业涨跌幅



数据来源：Wind，招商基金

### A股走向判断：短期仍有震荡，中期不悲观

短期而言，中美贸易谈判的不确定性犹存，市场大幅调整后人气较为低迷，亏钱效应尚需时间修复，市场或仍以震荡为主。

从中期角度看，A股自4月高点以来调整幅度已经超过10%，市场此前过快上涨积累的调整压力得以释放，部分板块的估值吸引力也在上升。从当前的估值水平看，截至4月26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41%、36%、14%分位水平。



**图：主要 A 股指数估值水平**

主要指数		2019/4/26	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	17.7	58.2	11.5	19.9	35%				√										
	WIND全A (剔除金融石油石化)	26.2	76.2	13.8	29.8	41%														
	上证50	10.1	48.5	6.9	11.6	33%														
	沪深300	12.7	51.1	8.0	13.7	36%														
	中证500	26.1	92.8	16.0	35.1	14%		√												
	中小板100指数	26.2	67.7	14.5	32.6	21%			√											
	创业板100指数	60.1	137.9	27.0	49.5	76%														
	中小板综合	46.4	96.7	15.9	40.3	68%														
	创业板综合	171.0	171.0	28.1	56.5	100%														√

数据来源：Wind，申万宏源，招商基金

### 结构选择：重点关注低估值防御板块和绩优品种等

在板块选择上，中美贸易谈判的不确定性犹存，短期仍以防御思路进行择券，同时选取年报和一季报中成长性佳且估值合理的标的进行布局，可重点关注银行、建筑装饰和医药板块等。

**建筑装饰：**年内涨幅居末，且估值较低，具有较好的防御性；同时若贸易摩擦继续加剧，基建可能重新成为稳增长的主要抓手。

**医药：**今年以来涨幅较低，板块估值较低，同时整体行业业绩自今年 Q1 低点将出现恢复，部分品种如血液制品等成长性较佳，并且历史上医药板块在市场整体行情偏弱时抗跌性较强。

## 3.2 债券投资策略

### 3.2.1 利率产品

4 月，债券市场由于 3 月末公布的 PMI 数据和 4 月中旬公布的融资数据超预期，导致收益率出现显著调整，对债券市场之前对经济悲观的预期形成了挑战，市场上“经济二季度触底”的言论也日益增多。同时，二季度受到去年低基数的影响，通胀也出现隐忧，债券市场开始关注到基本面因素对于债券的利空因素，更为重要的是，在基本面出现企稳迹象之后，政策态度也发生调整，货币政策明显进入观察期，导致市场收益率明显上行。

从短期来看，以上因素并没有发生彻底逆转，进入 5 月后，贸易战再起波澜带来了显著的不确定性，尤其对于政策可能带来较大幅度的影响，因此短期债券市场得到喘息机会，有一定的回暖。

未来一两个月，债市波动的核心因素是对经济悲观预期的修正和对政策宽松节奏和力度的重估，而经济的改善趋势能否持续是决定债券市场后期走势的关键因素。短期来看基本面数据向好是有一定持续性的，这些从一二线房地产销售回暖、基建开工、钢材需求等高频数据中都能得到线索，但我们认为二季度以后政策基调已经从逆周期调节转向中性，政府在经济刚开始企稳就降低对经济的刺激力度，房地产调控、地方政府隐性债务等口子并未放开，意味着经济不会出现明显的、快速的走强，基本面向上的空间缺乏弹性。债券市场在缺乏方向性震荡的行情中有交易基本面预期差的机会。

我们认为，债券市场趋势没有逆转，当前市场已经形成一定的预期差和安全垫，债券收益已经具有配置价值，在后续基本面可能出现波折反复的情况下，债券收益率仍有再度下行的机会。

图：中债国开到期收益率走势图



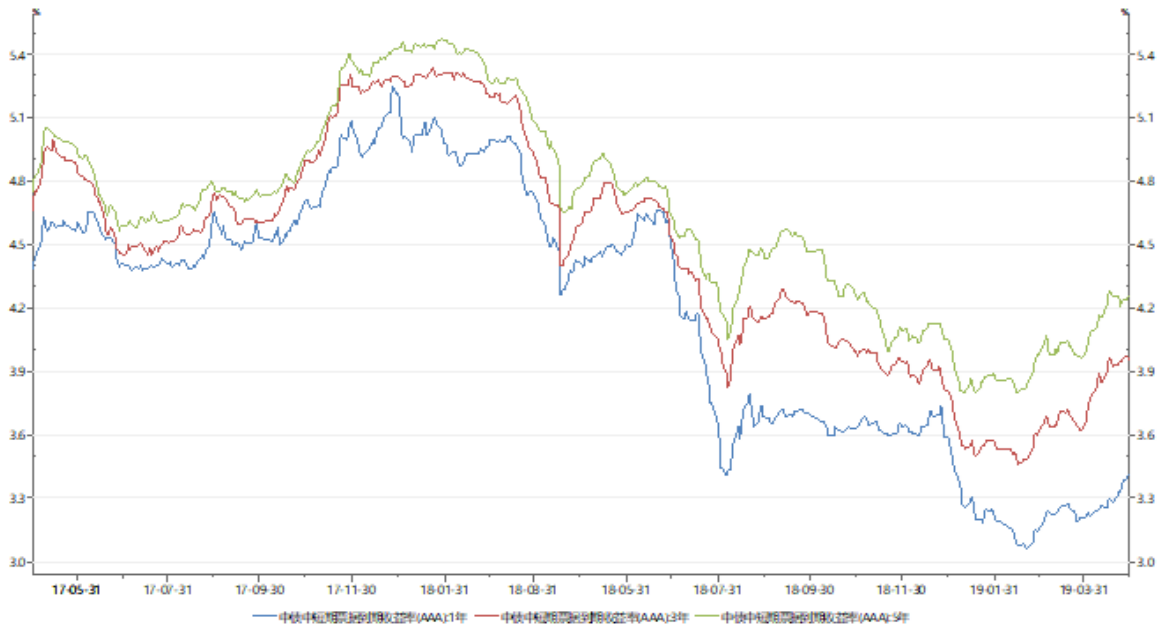
数据来源：Wind、中国债券信息网、招商基金

### 3.2.2 信用产品

企业债/公司债/中期票据的发行量方面，四月发行量继续维持在高位，从季节性来看，三四月为年报前集中发行期，发行量放大属于正常现象。具体来看，四月信用债毛发行 9330.07 亿元，环比小幅下降 145 亿元；实现净融资 3097.47 亿元，环比增加 771 亿元。从结构上来看，四月中低等级债券发行继续回升，AA+以下发行主体净发行量大幅增加 828 亿元至 1292.48 亿元，为 2016 年底以来新高，宽信用效果初显。从券种来看，四月公司债、企业债及中票合计发行 291 支，毛发行金额 2202.65 亿元，净融资额 872.63 亿元，贡献了大部分四月信用债净融资增量。目前来看，前期的宽信用政策效果已经初步显现，但非标到期需求转移的影响仍然很难评估，后续持续关注低等级主体融资状况。

从二级市场来看，信用债收益率在四月继续调整，以 3 年中票为例，各等级收益率均出现上行，上行幅度在 24-31bp 之间，等级利差和期限利差均被动压缩。之前我们判断市场风险偏好见顶，从目前的情况来看，市场风险偏好确实没有进一步抬升，因为绝对收益率已经出现调整，但利差压缩一方面反应的是调整上限可见，另一方面也反映出目前市场需求并不弱，理财资产重非标替代的效应仍然存在。我们认为五月低等级信用债收益率可能重回震荡格局，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：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

短期融资券方面，四月短融毛发行和净发行分别为 3576.50 亿元和 456.70 亿元，毛发行基本持平，净发行则环比大幅下降 544 亿元。AAA 企业发行量仍然占据绝对主导低位，毛发行净发行均接近甚至超过 80%。

二级市场方面，四月短融收益率走势呈现单边上行的趋势，且等级利差有继续收窄的趋势。具体来看，四月各等级收益率分别下行 15-23bps，短端收益率的调整主要源于货币市场利率的抬升，背后是央行态度的微妙变化。但我们认为目前不具备货币政策全面收紧的基础，货币市场利率大幅上行的概率不大，对短端的进一步影响有限。

总的来看，五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。

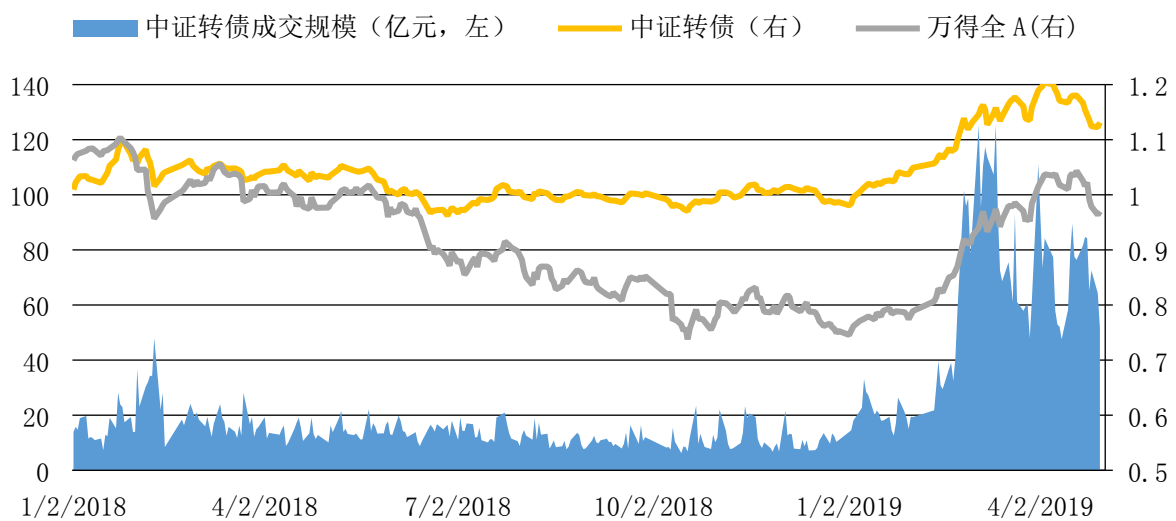
### 3.2.3 可转债

回顾 4 月份，转债市场及权益市场步入调整阶段，万得全 A 下跌 1.44%，中证转债下跌 2.41%，上证综指下跌 0.4%，创业板指回调幅度相对较大，下跌 4.12%。行业方面，申万一级 28 个行业里，有色金属、纺织服装以及汽车行业为涨幅前三，综合、通信、家用电器表现紧随其后；钢铁、轻工制造和建筑装饰表现相对逊色。

在经历了开年以来连续 3 个月的行情后，4 月份权益及转债市场迎来调整，且转债市场调整幅度明显大于股票市场，究其原因，市场所期待的企业盈利水平并未能匹配此前行情所给予的估值是调整的本质，而对于更是处于估值高位的转债市场，情绪降温、对权益市场持续向好的担忧等，使得转债市场迎来一轮较大幅度压缩估值的行情。持续的估值压缩所带来的是投资转债市场性价比的逐渐提高，但特朗普对贸易战的再次提起，使得中美贸易

前景再度扑朔迷离。事件除了影响市场整体的估值外，位于加税清单内的企业业绩在短期内也会承压，叠加宏观经济还未能步入上行通道，目前的转债市场与1月份相比，尽管估值持续压缩但投资环境更为复杂。同时，经过一轮千亿级的供给后，从近期新券上市首日估值来看，转债供不应求的问题已接近解决，对于后期打新操作需多一分谨慎。整体来说，对于转债市场可多一份乐观，目前个券的绝对价格与估值相对于几周前，价值吸引力与进入性价比在都在逐渐提高，在双边市场调整阶段，我们将更深入研究此轮供给新券，流动性及整体资质比存量旧券整体相对更好。

图：2019年4月转债指数与股票指数表现



数据来源：Wind，招商基金