



# 招商基金月度投资策略报告

2019年6月



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>5</b>
2.1	A股市场	6
2.2	债券市场	6
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>12</b>
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	15

# 招商基金 2019 年 6 月投资策略报告

## 1 宏观经济环境

### 1.1 海外市场

#### 贸易摩擦疑云笼罩，联储降息预期升温

全球经济年初以来的企稳势头再受考验；政治风波频发下，风险资产再度切回避险模式，而对于年内联储降息的预期也愈发强烈。最新的经济数据显示美国经济动能进一步放缓，4月零售销售环比为-0.2%，不及预期的0.2%，核心零售环比零增长，不及预期的0.3%；受制造业环比负增0.5%的拖累，4月工业产出环比负增长0.5%；而ISM协会公布的5月制造业PMI为52.1，较前值52.8再度下滑，延续了去年10月份以来的下行势头。欧元区经济的下行态势有所减缓，但政治不确定性增加。欧元区5月制造业PMI为47.7，较4月继续小幅下滑，且仍落在荣枯线以下；但德国经济动能有所恢复。3月季调后工业产出环比升0.5%，明显好于下降0.5%的市场预期。另一方面，欧元区面临的政 治风险有所升温，5月欧洲会议的换届选举疑欧派占据上风；英国首相特里莎·梅在脱欧协议再度被议会否决后被迫下课，新任首相仍未确定，英国在10月31号的既定期限前顺利完成脱欧的难度加大；与此同时，欧盟与意大利政府就意大利的年度赤字预算上限再生争执，欧盟威胁对意大利实施高达40亿美元的罚款。

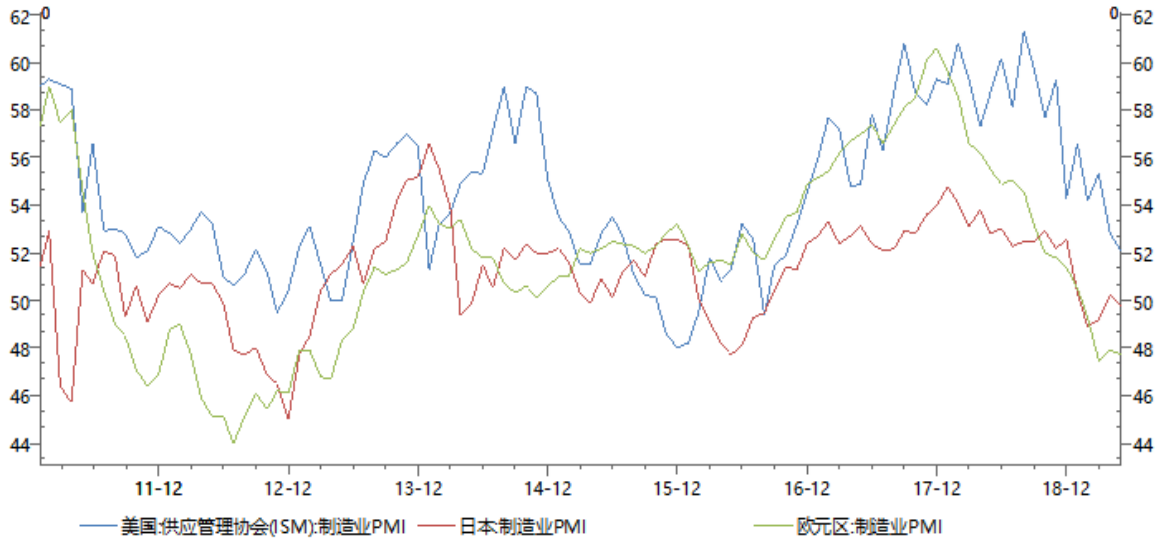
5月之后，美国总统特朗普宣布上调对来自中国的2000亿美元商品的关税税率至25%，同时威胁对于剩下的3000亿美元的中国出口商品也征收25%的关税，中美第十一轮谈判无果而终。与此同时，在科技等领域美国政府也步步紧逼，将“极限施压”策略进行到底，5月8号，美国众议院通过《台湾保障法》决议案；5月15日，美国商务部宣布华为及其70家关联公司将进入新的限制“实体清单”，令全球市场对于中美摩擦加剧的担忧再度升温。作为影响过去两年全球金融市场的重大事件，中美摩擦转向长期化并从贸易领域进一步延伸至军事和科技领域，将对全球的贸易格局和中美的经济发展模式产生深远影响，也将间歇性扰动资本市场的风险偏好。后续需继续关注6月底G20会议上两方元首的会面情况，而在此之前，中美摩擦前景的不确定性仍将压制资本市场的风险偏好。

美国经济增长动能的减弱以及全球贸易摩擦的加剧令市场对于美国经济陷入衰退的担忧升温，市场对于美联储的降息预期继续升温。10年期美债收益率在近期快速下行，令收益率曲线再度出现深度倒挂，3月期和10年期美债收益率利差扩大至22个基点，续创2007年以来新低。美联储主席鲍威尔在本周二的公开讲话中表示美联储正密切关注全球贸易摩擦事件对美国经济前景的影响，并“会采取适当的行动去维持经济扩张”，在6月的议息会议上美联储将会更新加息点阵图和经济预测。由于需要更多时间观察6月底G20会议的元首会面情况并评估贸易摩擦对于美国经济的全面影响，我们认为6月议息会议上美联储按兵不动的概率较大，但随着形势进一步演

进，美联储最快或将在 9 月采取降息动作。

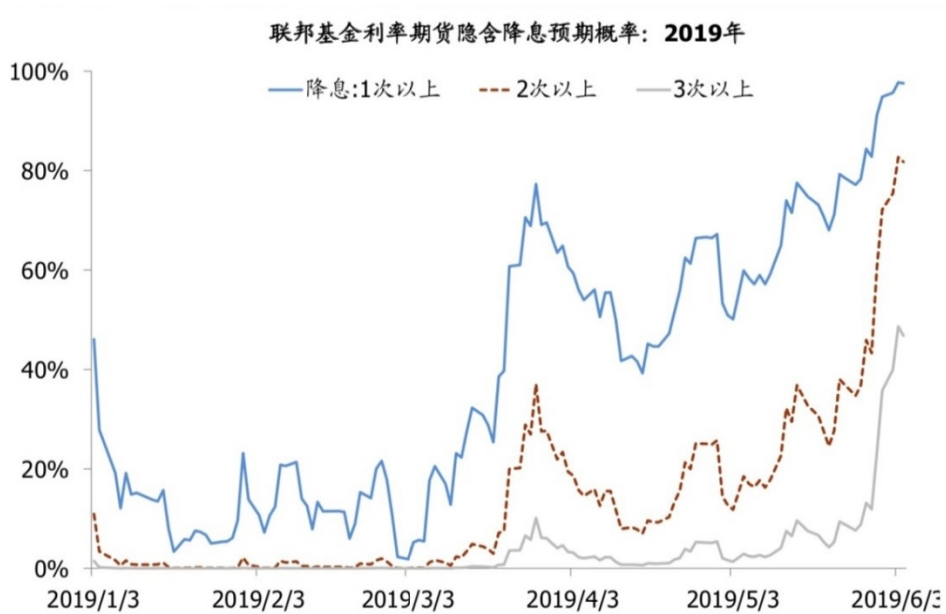
对于美国经济的担忧令美元指数从高位滑落，但人民币兑美元汇率在前期快速走贬后在 6.9 附近持续窄幅震荡，我们认为是否“破 7”仍需等待贸易谈判的进展。

图：5 月美国和欧日的制造业 PMI 同步向下



数据来源：Wind，招商基金

图：中美摩擦不断加剧下市场对于美联储年内降息的预期再度走强



数据来源：Wind，招商基金

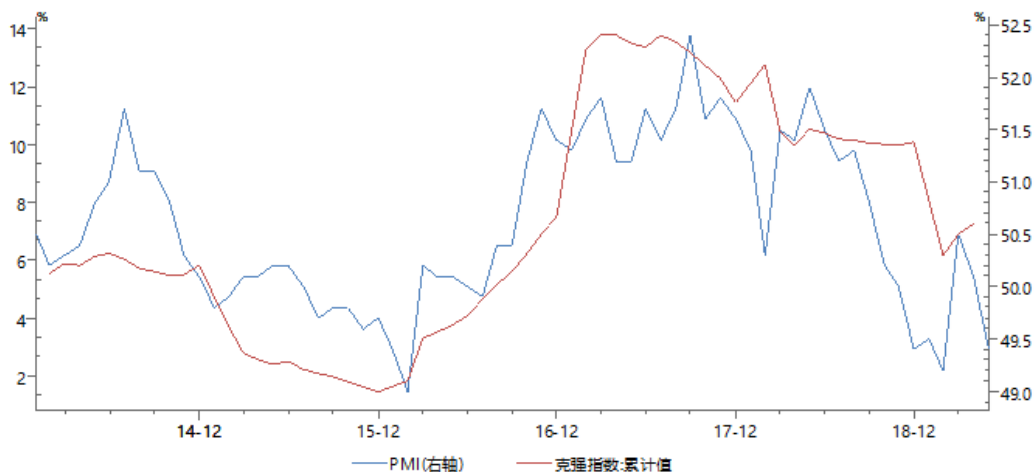
## 1.2 国内市场

年初经济数据整体好于预期，主要偏松的货币政策和财政前置效应所致，春节错位下的低基数效应也推高了

同比读数。而在年初“小阳春”过后，货币政策宽松力度回撤，近两月的经济数据有所走弱，且外部压力再度加码，成为不确定性的主要来源。在中美摩擦转向长期化和持久战的背景下，国内政策的储备和释放也将因势而动。考虑到通胀压力在三季度的阶段性走弱以及海外美联储降息预期的抬升，国内货币政策的调整窗口正在开启。金融供给侧改革的预期在包商银行被接管后再度升温，但在外忧尚存之下，改革仍将审慎推进，避免出现“处置风险的风险”。

4月政策力度回撤以及外部摩擦加剧下，国内经济再度面临下行压力，结构上地产投资继续一枝独秀，制造业投资则大幅回落，同时美方加码关税下出口产业链将继续承压。5月制造业 PMI 数据大幅不及预期，结构上新订单和新出口订单均现大幅回落，企业库存水平上升，除了因4月增值税减税导致企业提前备货效应外，下游需求走弱也是主要原因之一。与此同时，4月规模以上工业企业利润同比增速回落至 3.7%，较前值明显回落，年初以来累计同比仍下降 3.4%。

图：5月 PMI 继续回落至荣枯线以下



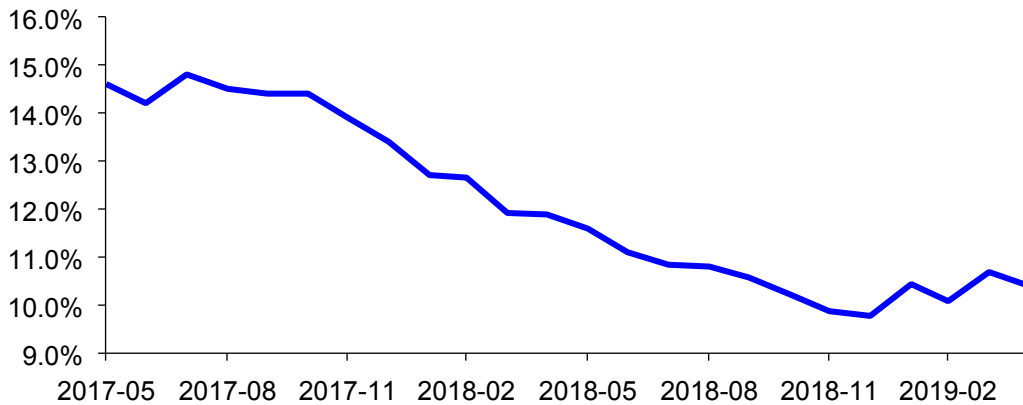
数据来源：Wind，招商基金

政策前置和春节错位效应推高了3月的同比读数，4月总量金融数据出现回落。4月社会融资规模为 1.36 万亿元，比上年同期少 4080 亿元，也少于市场预期的 1.65 万亿元，存量增速回落至 10.4%。结构上，居民长贷继续强于历史季节性，反应了年初以来地产回暖的影响，而企业融资力度的减弱则提示后续仍需关注终端融资需求阶段性走弱的影响，特别是在早投放早收益以及政策压力下部分银行加快了年初的项目投放，透支了全年的部分项目储备。而包商事件导致中小银行发行同业存单的难度增加，对于整体的信贷派生仍有一定负面影响。

根据 IMF 测算，当前美对 2500 亿美元商品征收 25%关税的基准情形下，国内名义 GDP 增速将下降 0.56 个百分点；而如果考虑美方对中方出口的 5000 亿商品全部加征 25%关税的悲观情形，将导致国内名义 GDP 增速将被拉低 1.16 个百分点。面对外部压力的持续加码，政府在保持定力的同时积极进行政策储备。刘鹤副总理在中美第十一轮谈判结束后的记者采访中表示“货币政策、财政政策还有充分的空间”，各部委也在近期积极响应，央行

表示“货币政策应对空间充足，货币政策工具箱丰富，有能力应对各种内外部不确定性”，而积极的财政政策也继续“加力提效”，发改委称将围绕“六稳”加快落实一批新的政策措施，同时部署落实扩大国内消费市场的具体举措；为了对冲潜在的经济下行压力和就业问题，国务院也在近期成立了专门的就业工作领导小组。

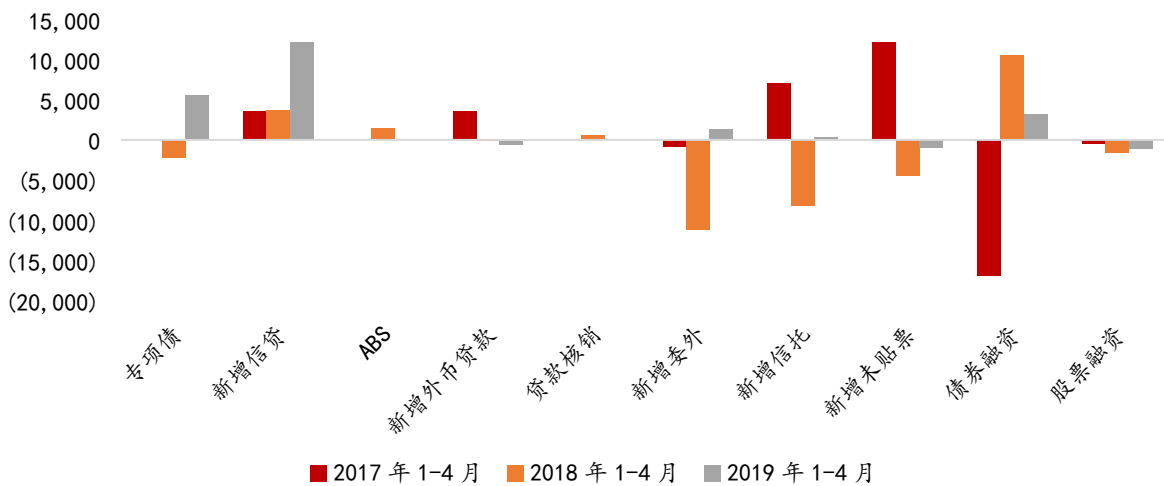
图：新口径下 4 月社融存量增速继续回落至 10.4%



数据来源：Wind，招商基金

图：累计 1-4 月来看，表内信贷改善明显，居民中长期贷款在 4 月继续改善

1-4 月社融各分项的同比增量



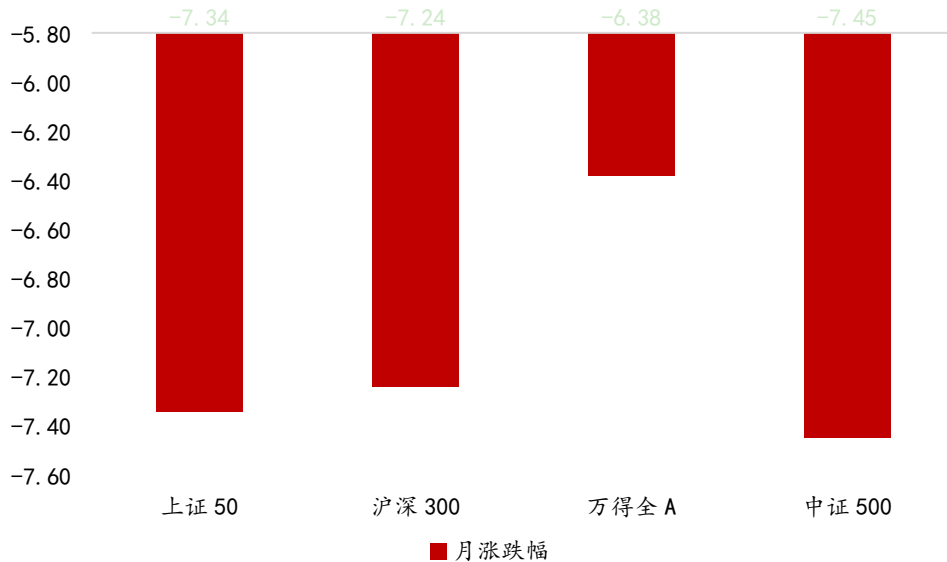
数据来源：Wind，招商基金

通胀方面，4 月 CPI 和 PPI 同比均较前值明显抬升，但考虑到原油价格的下跌以及基数效应的走弱，三季度通胀压力将迎来阶段性缓解。4 月 CPI 同比增长 2.5%，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。4 月 PPI 同比受到基数效应影响增长 0.9%，5 月下旬国际原油价格继续回落，基数效应走弱下 PPI 同比或已现全年高点，但考虑到工业整体的产能利用率仍在相对高位，年内 PPI 同比下行的空间也有限。

## 2 大类资产观点

2019年5月，我国股票市场大幅下跌（万得全A、沪深300、上证50、中证500涨跌幅度分别为-6.38%、-7.24%、-7.34%、-7.45%）。外部事件成为驱动股市调整的主要外生变量，市场对于中美贸易摩擦和科技战的担忧情绪加剧，除稀土和军工板块的主题有所表现以外，大盘和小盘股票呈现普跌。

图：2019年5月主要股指涨跌幅



数据来源：Wind，招商基金

再观债市，货币政策边际收紧的利空被逐步消化后，5月实体经济数据的下行压力再度增加，叠加外部不确定性增加，债券出现小幅修复行情。包商银行事件对于银行间市场的流动性冲击暂告一段落，但其对于中小银行的信用传导机制的负面影响将在更长的时间内逐渐显现，但考虑到我国信贷体系的二元化结构，在央行呵护整体流动性的前提下，该事件对于整体的信用派生影响或仍在可控范围内。5月长端利率明显下行，短端小幅上行（10年期国债收益率下行11bps，1年期国债收益率上行3bps），期限利差明显走窄（10年期国债收益率与1年期国债收益率之差缩小13bps），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15bp）。

### 2.1 A股市场

对于权益市场而言，短期不确定性犹存，但中期无需过度悲观。6月24号美国对于中方2000亿美元的出口商品加征25%关税的听证会将结束，而中美两方元首也将同时参加6月28号在日本大阪举行的G20会议，随着“靴子落地”，市场面临的不确定性有望解除，而相应的逆周期政策也将选择性释放。另一方面，科创板的筹备工作正在有条不紊的进行之中，科创板上市委第一次审议会议在6月5日举行，第二批科创板主题基金也在近期发售，加大直接融资、促进资本市场健康发展仍是今年政策的主要着力点。

另一方面，MSCI于5月28日正式纳入创业板大盘股，同时将整体A股的纳入因子从原先的5%提升至

10%；据内部测算，包括主动和被动跟踪型基金在内，8月底和11月底仍将各有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，随着通胀压力阶段性缓解以及海外美联储降息预期的升温，在外部不确定性落地后，国内货币政策也将逐渐迎来调整窗口。当前国内10年期到期收益率仍在3.2%附近，处于历史中枢位置附近，利率债的配置价值仍在，而在6月份供给高峰过后供给端的压制影响将减弱，同时配合货币政策的调整，利率债三季度仍有修复空间；而信用债的信用利差在近期大幅压缩后，其票息优势和配置价值有所减弱。

## 2.3 港股市场

港股市场5月迎来大幅回调，恒生指数和恒生国企指数分别下跌9.4%和10.0%，在全球主要股指中表现靠后。具体来看，1)大型股(-9.3%)、小型股(-9.3%)、中型股(-10.2%)普跌；2)中资股(-10.9%)表现弱于香港本地/外资股(-7.7%)。影响市场表现的因素包括：1)中美贸易摩擦意外升温，且进一步延伸至科技和其他领域。2)受贸易摩擦升温影响，人民币5月贬值2.4%，进一步打击市场对中国资产的偏好；3)美国国债收益率3个月vs10年期再度出现倒挂，且倒挂程度加深，市场对经济担忧程度上升；4)美联储公布5月会议纪要，与会者认为当前通胀低于2%的既定目标是“暂时性”的，当前的货币政策尚不需要进行调整，市场整体反应平淡。

在五月展望中，我们认为市场将延续震荡，中美贸易谈判不确定性和人民币走势将对短期市场形成扰动，资金力量将持续从海外资金向南下资金转换。展望六月，我们认为短期市场难以摆脱中美摩擦的阴影，整体仍面临波动，人民币汇率是市场盘整深度的重要指标。

6月底召开的G20峰会是中美谈判的关键节点，我们认为市场对此次会议目前预期不高，在月底前市场难以迎来转变：1)盈利预期方面，5月份港股通中资股的2019年盈利预期继续下修，符合我们预期，主要受银行板块拖累。结构性好转主要在多元金融、保险、交运、和媒体与娱乐；2)下半年市场估值修复的不确定性加大，美元走势、人民币贬值幅度、中美关系发展以及国内政策边际调整等因素将左右估值修复的空间；3)外围风险上升。受贸易摩擦和美国关键经济数据（制造业PMI，零售）不及预期驱动，市场避险情绪导致美国长端收益率下行，收益率出现深度倒挂，市场对今年美联储降息的预期高企；英国首相May宣布将于6月卸任，继任的热门候选人是强硬派脱欧者，无协议脱欧风险边际上升；4)5月外资大量流出新兴市场和港股，月末流出步伐逐渐放缓；南下资金持续大量买入金融股。

我们认为资金流出压力暂时下降，回流仍受压制。我们看好：1)广义消费领域（稳增长政策的最终受益者+估值回落提供买入机会）；2)受益于贸易摩擦升温带来的机会（进口替代相关的半导体企业、5G相关的科技硬件公司、受益于基建加速的优质资本品企业）；3)保险和银行（市场下半年有望向上+估值具有吸引力+A股国际化进程加快有望利好AH大型金融股）；4)互联网龙头。



## 2.4 美股市场

美股 5 月大幅调整。标普 500 指数、道琼斯工业指数、纳斯达克指数分别收跌 6.6%、6.7%、7.9%，在全球主要股指中表现居中。主导市场表现的因素包括：1) 贸易摩擦升温，市场对于贸易谈判的乐观预期被打破；2) 5 月 Markit 制造业初值 (50.6) 及 4 月新屋销售数据 (-6.9%) 远不及预期 (52.7, -2.5%)；3) 美国国债收益率 (3 个月 vs 10 年期) 再度出现倒挂且程度加深至 2007 年以来最大，纽约联储模型显示，2020 年 4 月美国进入衰退的概率快速上升至 28%，市场避险情绪升温；4) 美股一季报业绩期基本结束，根据 Bloomberg，标普 500 成分股一季度盈利增长 2.4%，尽管较 4Q18 的 13% 的增速大幅下滑，但仍然好于预期 (77% 的公司盈利超预期)；5) 4 月底-5 月初召开的 FOMC 会议整体缺乏亮点，多数官员强调对货币政策应保持耐心，将当前的低通胀归结为“暂时性”因素导致；6) 英国首相 May 宣布于 6 月 7 日辞去首相职务，保守党将在 6 月 10 日开始的一周内确定新的党首，由于当前最大热门鲍里斯约翰逊是脱欧强硬派人士，硬脱欧风险边际上升；7) 5 月 30 日，美国宣布将于 6 月 10 日起对所有墨西哥输美商品加征 5% 关税，以迫使墨西哥应对经美墨边境入境美国的非法移民问题。

展望六月，我们对美股持中性偏谨慎观点，下行风险大于上行风险。市场关注点将聚焦：1) 6 月底召开的 G-20 会议上中美贸易谈判的进展；2) 6 月中旬召开的 FOMC 会议是否对贸易摩擦升温 and 低于预期的经济数据会有所反应。

我们认为，市场能否出现持续和成规模的上涨仍要视其他基本面因素而定；3) 经过 5 月调整后，美股整体估值有所回落，但仍处于历史高位，我们认为估值将继续承压。我们认为，6 月的主要下行风险来自于贸易摩擦升温和经济数据继续不及预期，主要上行风险来自于美联储态度快速转鸽刺激的短期风险偏好修复。

## 2.5 原油市场

2019 年 5 月油价走势回顾：油价大幅下行，供给收缩溢价消除叠加需求担忧，核心原因在于原油供给收缩的逻辑已被破坏，导致原油部分风险溢价影响消除；此外，贸易战、美国长短期国债利率倒挂加重等因素同时导致市场重新开始担忧需求。供需两端均利空导致油价大跌。

图：美油价格走势（单位：美元/桶）



数据来源：Wind，招商基金

2019年6月油价走势展望：由于原油市场过剩程度开始加剧，6月油价或仍趋于弱势状态运行。

从原油基本面上看，近远期价差显示原油重新开始过剩状态。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1908-1910价差在-0.07美元/桶，仍然呈现出贴水的状态，证实原油处于供给过剩状态。此外，从价差变化趋势来看，当前价差已从升水转为贴水（5月1日为0.29美元/桶），证实原油市场供需过剩加剧。

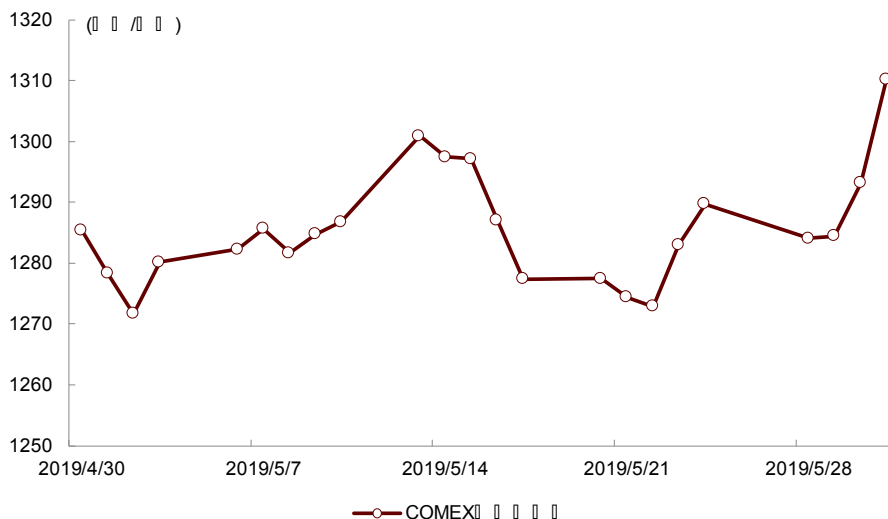
OPEC+增产的预期导致原油风险溢价因素开始消除。19Q1，原油上涨的核心因素在于原油供给收缩，OPEC+的超预期减产给予油价一定风险溢价。当前随着美国施压OPEC，要求其减产，且当前原油价格下部分OPEC国家（如俄罗斯等）具有增产意愿，均导致OPEC继续大力减产的预期减弱，原油的风险溢价开始消除。此外，随着原油价格不断上涨，美国钻井活跃度在逐步提升和管道运力同样在不断提升，美国原油产量持续创新高（目前已到1230万桶/日）。

美国长短期国债利率倒挂加重，需求担忧再起。当前中长期美债收益率下行，倒挂程度创下2007年来最强。周二（5月28日），关键美债收益率进一步倒挂。3月期美债收益率为2.356%，而10年期美债收益率为2.269%。长短期国债利率倒挂加重，同时美国针对中国、墨西哥、欧盟等贸易摩擦加剧，引发市场对于经济衰退的担忧。

## 2.6 黄金市场

2019年5月份，黄金价格震荡上涨为主，COMEX黄金指数从1,285.4美元/盎司上涨至1,310.2美元/盎司，上涨1.93%。黄金价格震荡上行的主要原因为：（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。（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。

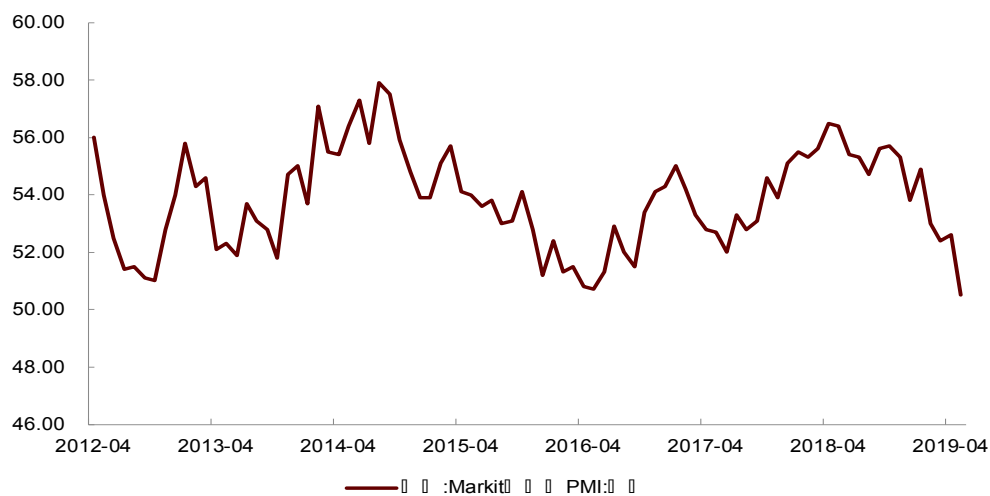
图：黄金价格在5月份震荡上涨



数据来源: Wind, 招商基金

对于 6 月份的黄金价格走势, 我们认为黄金在 6 月份的配置价值凸显。主要逻辑为: (1) 美国经济超预期疲弱, 美联储降息预期升温。美债收益率曲线倒挂程度为 2007 年来最强、消费者支出远不及前值。当前美国 5 月制造业 PMI 终值创 2009 年 9 月份以来新低, 新订单终值自 2009 年 8 月份以来首次陷入萎缩区间, 经济超预期疲弱。(2) 真实收益率因为美国国债收益率的回落而明显回落。真实收益率回落通常分为两个阶段: 第一阶段真实收益率下行的主要驱动来自国债收益率的回落, 第二阶段真实收益率下行的驱动力主要是通胀抬头。当前正处于第一阶段, 即驱动力为国债收益率的回落。

图: 美国 5 月制造业 PMI 终值创 2009 年 9 月份以来新低



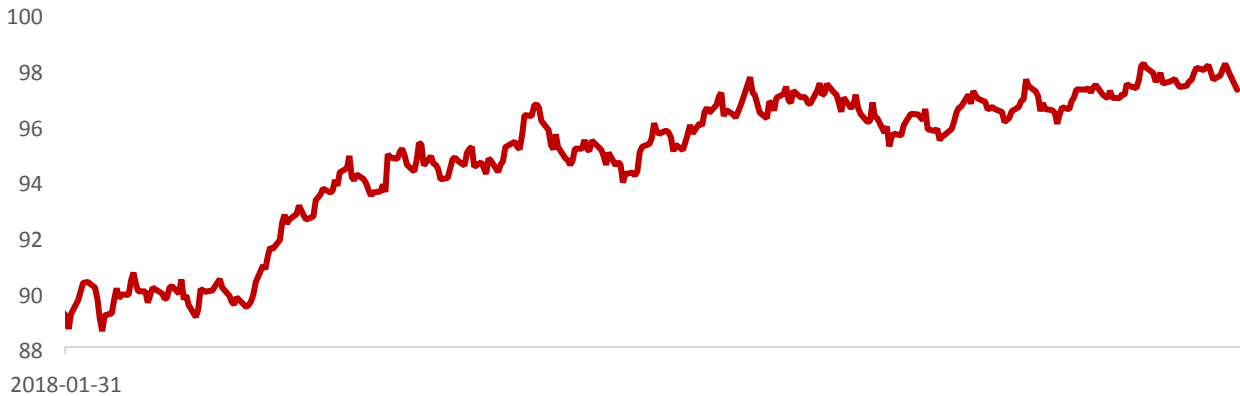
数据来源: Wind, 招商基金

## 2.7 汇率市场

5 月美元指数震荡冲高, 多次突破 98 点, 再次升至 2017 年 5 月 16 日以来最高水平, 中枢继续稳定在 97-98 区间。美元指数在 5 月冲高原因包括: 1) 中美贸易摩擦再度升温, 避险情绪下资金回流美国、推动美元指数主动上涨。2) 欧洲“多事之夏”, 幺蛾子频发。英国保守党和工党在退欧协议上谈判进展缓慢, 首席 May 被迫辞职, 英国国内政局混乱拖累英镑兑美元跌至 1.26。另外, 欧盟宣布将就债务缩减不利惩罚意大利, 意大利现任内阁强硬反击、表示不会缴纳相关罚款, 欧洲政治不确定性上升拖累欧元兑美元跌至 1.115、创近 2 年新低。这些也是被动推升美元指数的原因。

本月人民币汇率大幅走弱, 主要的原因有两点: 1、中美贸易摩擦升级; 2、5 月以来国内宏观数据出现下行, 投资、消费及社融数据等普遍回落。

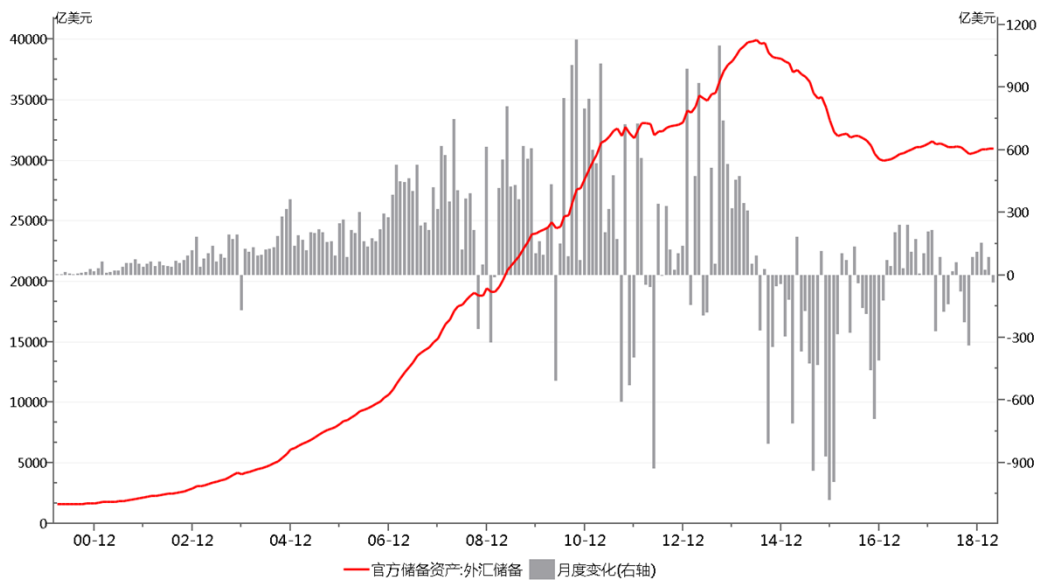
图：美元指数走势



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，预计5月份会继续下降，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，叠加目前中美贸易摩擦升温，各维度数据均显示，人民币短期将承压。

图：官方储备资产：外汇储备



数据来源：Wind，招商基金

我们预计6月份美元指数会继续震荡，主要原因如下：从美国自身的情况来看，PMI数据持续下行、股市震荡、消费数据有回落迹象，经济处于下行周期，只是幅度暂时可控，同时美债收益率也出现了大幅下行，10yr美债逼近2%。短期美元更多是靠避险情绪支撑，基本面逻辑已经开始走下坡路。同时，考虑到汇率更多是增长差和利率差的结果，而在全球经济景气度下行的背景下，欧元区敞口更高影响更大，且欧洲的政治不确定仍在发酵，

短期仍会制约欧元、反推美元，这是我们判断美元维持震荡的另外一个因素。

对于人民币汇率，我们认为短期将弱势震荡，7 暂时还算可以守住的窗口。G20 峰会前，预计人民币的贬值速度会比较克制，G20 峰会的谈判进展会是重要的观察时点。同时外储数据也是重要的观察指标，保外储或是央行更加关心的事情。综合贸易情形和央行政策的变化来看，我们判断人民币汇率 6 月份大概率弱势震荡，但下半年可能阶段性压力加大。

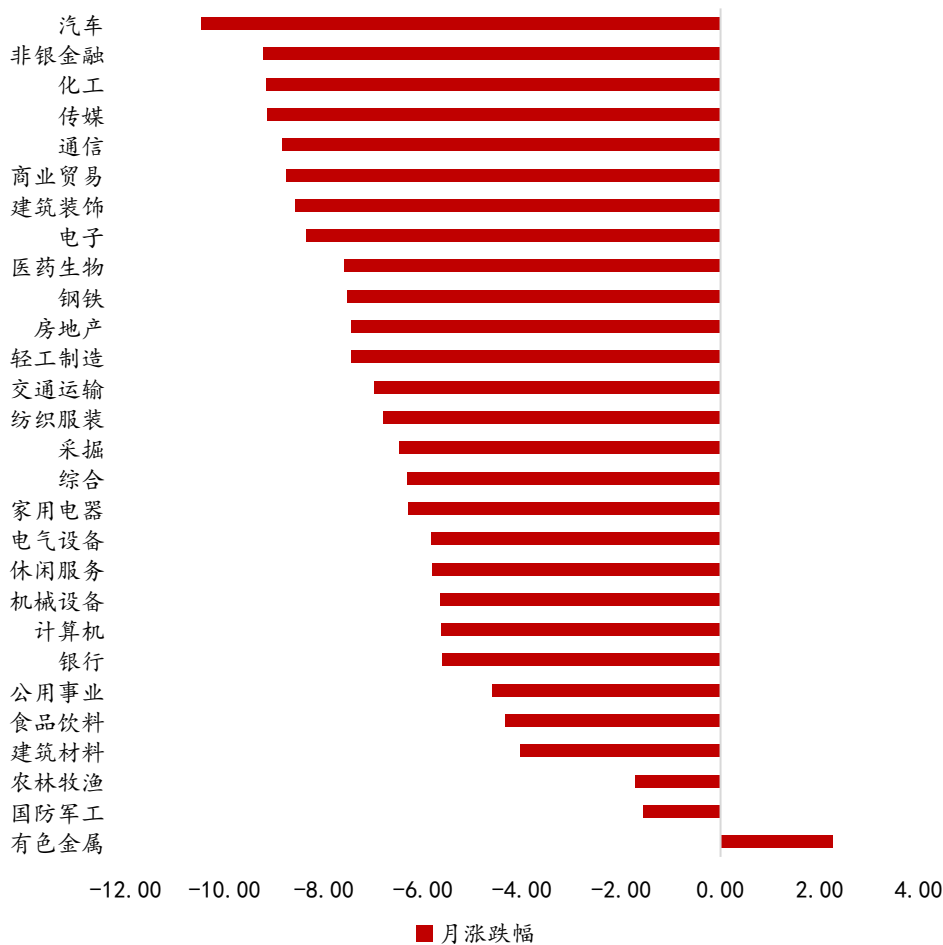
### 3 股债投资策略

#### 3.1 A 股投资策略

2019 年 5 月，上证综指大跌 5.84%，深证成指下跌 7.77%，中小板指下跌 9.42%，创业板指下跌 8.63%。

回顾 5 月行情，市场在中美贸易摩擦再度加码的利空下延续下跌趋势，成交量较此前缩小，题材熄火。板块方面，仅有有色金属涨幅为正，而汽车、传媒和建筑装饰则跌幅居前。

图：2019 年 5 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，市场大幅调整，人气较为低迷，亏钱效应尚需时间修复，在外部不确定犹存的情况下，市场短期或仍以窄幅震荡的均势为主。

从中期角度看，A 股自 4 月高点以来调整幅度已经超过 13%，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 5 月 31 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 38%、29%、15% 分位水平。

图：主要 A 股指数估值水平

主要指数	2019/5/31	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	31%				✓										
	WIND全A（剔除金融石油石化）	25.6	76.2	13.8	29.5	38%				✓										
	上证50	9.4	48.5	6.9	11.6	21%				✓										
	沪深300	11.8	51.1	8.0	13.7	29%				✓										
	中证500	26.4	92.8	16.0	34.8	15%			✓											
	中小板100指数	23.5	67.7	14.5	32.5	10%	✓													
	创业板100指数	53.2	137.9	27.0	49.6	57%							✓							
	中小板综合	42.7	96.7	15.9	40.5	57%							✓							
	创业板综合	134.6	174.9	28.1	56.8	98%														✓

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，建议关注回调后估值趋于合理、业绩成长性佳的个股以及受益政策扶持的国产替代和自主可控板块，同时回避可能受到贸易摩擦加剧影响的行业及个股，可重点关注银行、建筑装饰和公用事业等。

银行（大型银行）：包商事件可能显示金融供给侧改革进入深水区，在打破银行刚兑预期、提示银行交易对手风险方面迈出重要步伐。中长期看，不同银行间的流动性分层将更为明显，将促进银行业优胜劣汰，并有利于优质银行和大行估值提升。

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

## 3.2 债券投资策略

### 3.2.1 利率产品

5 月，国内及海外宏观局势均出现了超预期事件，全球风险资产回调，中美贸易局势恶化，某行突然被接管等。在各类突发事件的冲击下，债券市场结束了单边下跌的走势，对 4 月的超跌有了一定修复，回到了多空角力的局面。整体收益率窄幅震荡下行，但依然没有明确方向。利率债方面，10 年国债下行 11bp，10 年国开下行 11bp。而由于结构性资产荒依然存在，信用债走势优于利率债，收益率下行幅度基本在 20bp 以上。

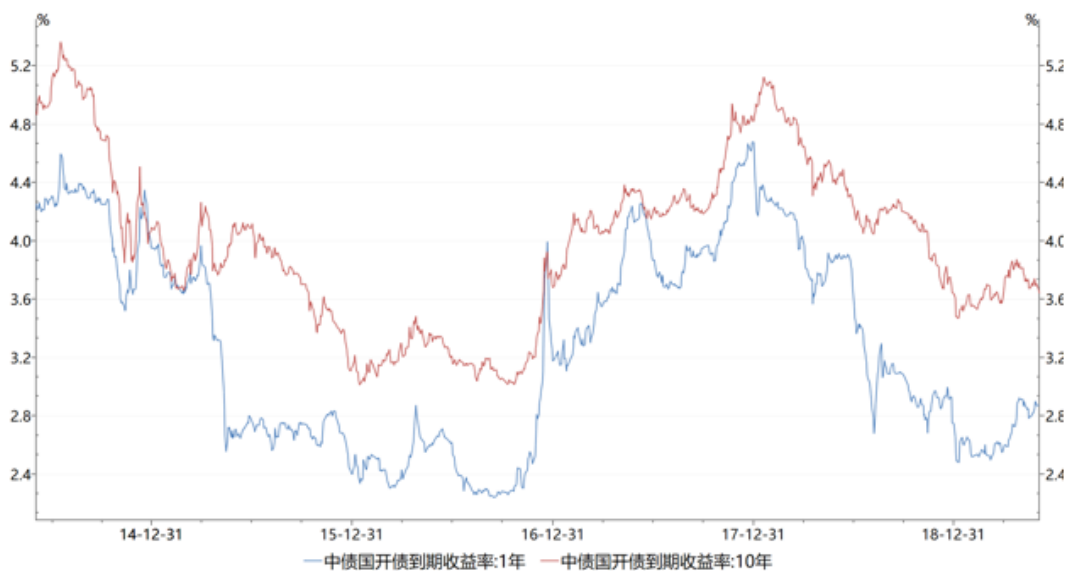
海外方面，美国 PMI 回落，经济下行逐步兑现，日本重回收缩区间，全球共振下行的担忧持续加重。中美贸易摩擦、英国脱欧、美墨贸易关系再起波澜，则给相对微妙的市场情绪又增加了不确定性。5 月全球风险资产普遍回调，避险资产表现相对较好，为国内债券市场营造了较好的外部环境。国内方面，由于贸易摩擦出现反复，国内市场的风险偏好、及对未来基本面的预期均出现回落。而后公布的金融数据及经济数据均不达预期，股市出现较大回调，人民币汇率再次承压，而债券收益率小幅下行。5 月下旬，央行宣布某行被接管，引起了市场高度关注，打破了市场对银行的刚兑信仰，大部分机构开始自查，提高风控标准；另外中小银行存单发行量有所降低。

展望后续市场走势，短期来看，债市在经历了 4 月到 5 月的冲高回落后，大概率维持窄幅震荡。刚公布的 5 月 PMI 弱于预期，经济数据大概率不会超预期。虽然 6 月末银行间流动性可能短期收紧，但考虑到经济承压和中美贸易的影响，预计市场向上空间有限，向上突破即是买入机会。

长期来看，我们仍认为债牛条件仍在。首先，房地产销售走弱趋势逐步会传导至房地产投资，政府隐形债务严控的前提下，基建也难有亮眼表现。经济增速未来长期承压。其次，货币政策进入效果观察期，“宽信用”未完成状态下，流动性趋势性收紧的可能性不大。最后，中美贸易战波折不断，中央在政策选择上可能会较为谨慎，短期不会再出现“运动式去杠杆”的政策模式。但同时，也要关注通胀抬头和政策转向的风险。

综上，我们认为债券市场短期以盘整为主，存在波段性机会，长期依然看好债市。

图：中债国开到期收益率走势图



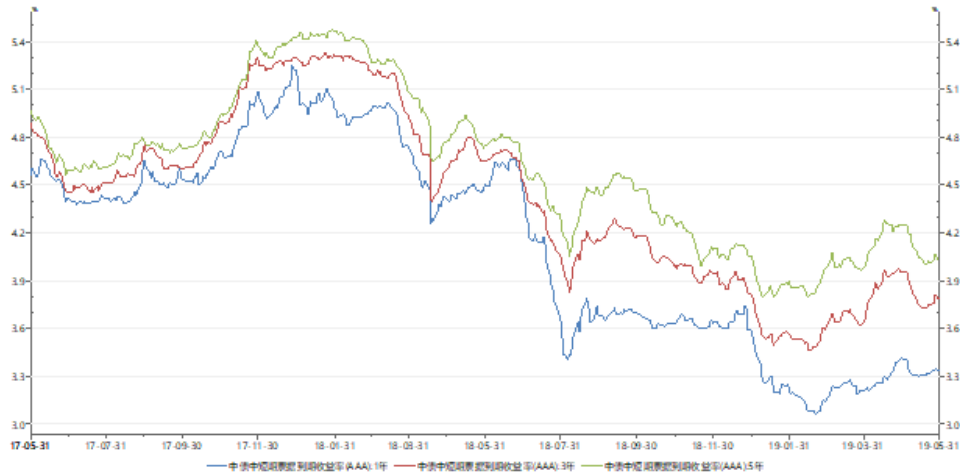
数据来源：Wind、中国债券信息网、招商基金

### 3.2.2 信用产品

企业债/公司债/中期票据的发行量方面，五月发行量高位回落，主要是受到季节性影响，信用债在经历了三、四月年报披露前的集中发行后，五月发行回落属于正常季节性。目前来看，五月发行情况好于以往同期，但目前

外部环境和银行业风险暴露水平超预期，同时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，经过四月的调整以后，五月信用债收益率再度掉头下行，以3年中票为例，各等级收益率均出现下行，下行幅度在17-29s之间，等级利差继续压缩，但期限利差有所走扩。在当前外部形势恶化和银行业风险暴露的大环境下，我们维持市场风险偏好见顶的判断。我们认为六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，五月毛发行和净发行都出现环比大幅下行，主要还是受到季节性因素的影响。从2016年以来，五月短融每年都呈现大幅负发行的状态，其净发行环比下降幅度远大于中长期债券，其原因可能跟发行人的等级结构有关。二级市场方面，五月短融收益率走势呈现震荡下行的趋势，等级利差轻度收窄。具体来看，五月各等级收益率分别下行8-12bps，目前由于存单利率的抬升，短端利率下行空间再次收到存单利率制约。后续需重点关注中小银行同业存单发行利率的走势对债券市场短端利率的影响。

总的来看，六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。

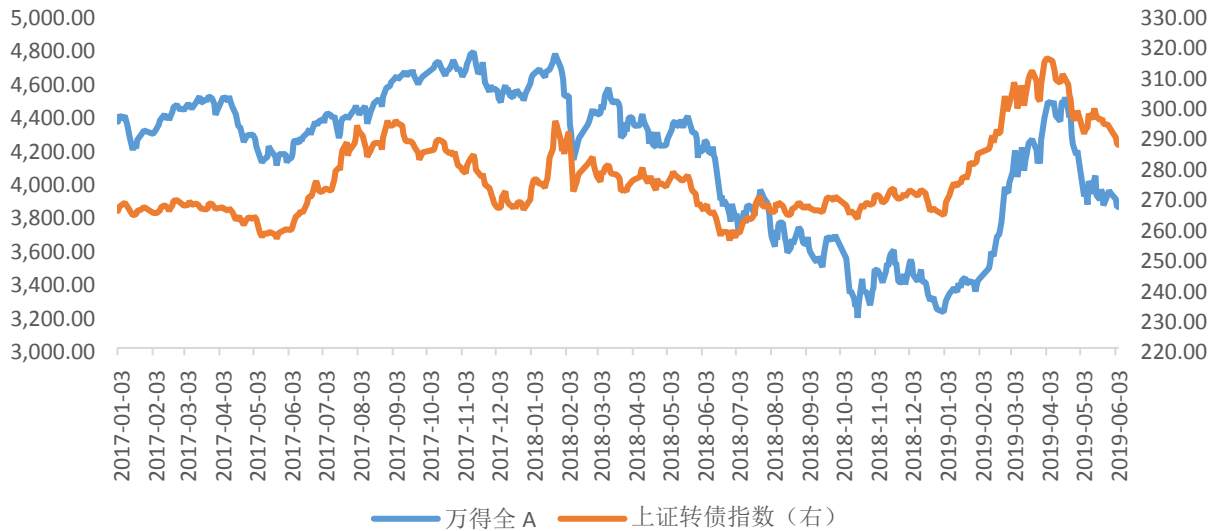
### 3.2.3 可转债

五月初因贸易摩擦升温，市场开启回调，转债由于自身抗跌属性，回调幅度相对较小。此轮回调的本质依然为企业利润端的复苏程度未能匹配上此前一轮估值提升的行情。转债市场的整体绝对价格以及估值水平相比3、4月份性价比已大幅提高，目前判断转债是否迎来行情的关键因素再次回到了市场对于股票市场的判断，股票市场若迎来反弹，将带动转债的平价上升同时迎来价格提升。短期内压制市场估值的重要因素依然为贸易摩擦，在双边市场横盘许久后，市场是否能选择出方向的时间点可能在六月底的双边会谈。我们无法通过预判贸易摩擦动向作为投资选择的依据，但对于转债市场而言，已有大量个券的价格以及估值都回到了具备配置价值或有绝对收



益的空间，在双边市场仍然维持震荡的情况下，建议可逐渐配置离债底较近，安全边际较高的个券。另外，步入六月份后，供给侧已有逐渐重启的现象，对于个别优质的新发转债，积极参与申购。

图：2017 年至今指数表现情况



数据来源：Wind，招商基金