



招商基金投资策略报告

2019年下半年



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	3
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	9
2.6 黄金市场	11
2.7 汇率市场	12
3 股债投资策略	13
3.1 A股投资策略	13
3.2 债券投资策略	15
3.2.1 利率产品	15
3.2.2 信用产品	16
3.2.3 可转债	17

招商基金 2019 年下半年 投资策略报告

1 宏观经济环境

1.1 海外市场

贸易战此消彼起，降息潮箭在弦上

日本大阪 G20 会后中美摩擦再迎缓和期，全球经济共振下行之下各国央行宽松预期不减，流动性驱动下股债呈现同涨行情。展望下半年，我们认为中期仍需对中美关系的长期博弈和竞争加剧有充分预期，而近期美欧、日韩贸易摩擦再起，显示全球贸易环境仍有较多不确定性；而全球央行的宽松力度与经济下行速度之间的“赛跑”将决定下半年股债等大类资产的波动节奏。

最新的经济数据显示美国经济整体动能继续放缓但局部仍有改善信号，ISM 协会公布的 6 月 PMI 数据为 51.7，较前值 52.1 继续下降，其中新订单指数自上月的 52.5 快速下滑至 50；美国 5 月就业报告欠佳，新增非农就业仅为 7.5 万人，远低于市场预期的 18 万人，且薪资同比增速连续 3 月出现回落。但与此同时，受益于年初以来的利率回落，美国地产数据出现边际改善，5 月成屋销售和新屋开工均好于预期；而随着基数效应的走高以及关税效果的逐渐显现，美国核心 PCE 同比读数或在下半年逐渐回升。欧元区经济出现边际改善，政治风险有所降温。欧元区 6 月制造业 PMI 指数从上月的 47.7 小幅反弹至 47.8，其中德法等核心国家均现显著回升，而意大利等边缘国家则出现下行；欧元区 6 月核心 CPI 同比为 1.1%，略高于市场预期的同时也较上月的 0.8% 出现回升。与此同时，为免受欧盟制裁，意大利政府将 2019 年预算赤字降至 2.04%；而欧央行下任行长人选也得以敲定，现任 IMF 总裁拉加德将接替即将卸任的德拉吉，欧央行的宽松政策取向有望得以延续。日本 6 月制造业 PMI 指数报 49.3，较上月的 49.8 仍呈现下行，10 月消费税上提以及全球经济的复苏动能仍是影响日本经济的主要变量。

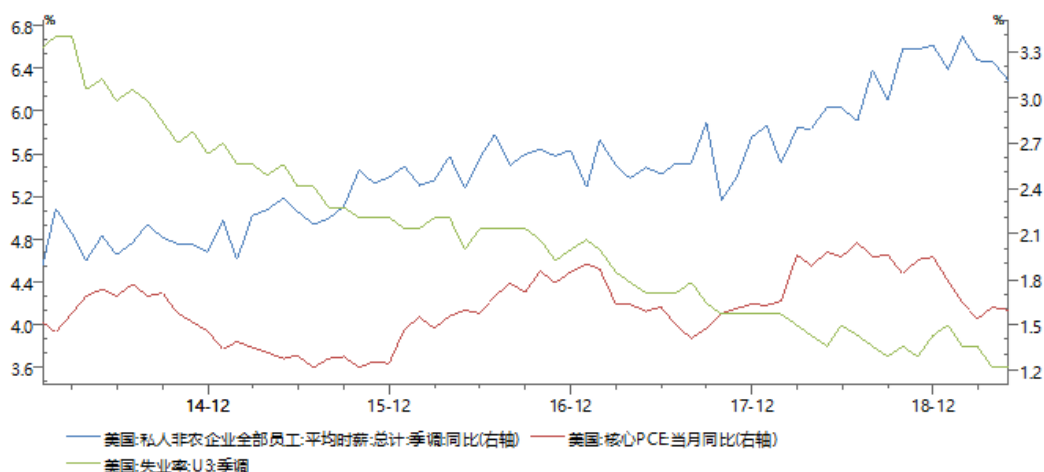
中美贸易摩擦在 6 月底的 G20 会晤之后再现缓和，两国元首同意重启经贸磋商，美方表示不再对中国出口产品加征新的关税，同时允许华为可继续向美企采购部分零部件。核心问题未在此次会议中获得深入讨论，未来局势仍存反复风险。

面对外部不确定性的加剧以及通胀的持续疲软，美联储在 6 月议息会议上释放了更为明确的降息信号；但对于市场过强的降息预期，美联储官员以轮番喊话的形式进行了适度修正。我们认为，中美虽在 G20 会议上再度达成停火协议，但美联储在 7 月降息 25 个基点的理由仍将相当充足。美联储在会后声明中删去政策指引中的“耐心”一词，转而表示将采取适当措施维持经济扩张；而欧央行行长德拉吉也意外表示如果经济前景没有改善，则需要额外的刺激措施。美欧央行的鸽派表态进一步提振了市场的风险情绪，美国 10 年期国债收益率近期快速跌破

2%的整数关口，从 CME 利率期货显示的最新情况来看，市场对于美联储年内首次降息的时点已经提前至 7 月份，且对于年内降息两次的预期仍高达 93%。

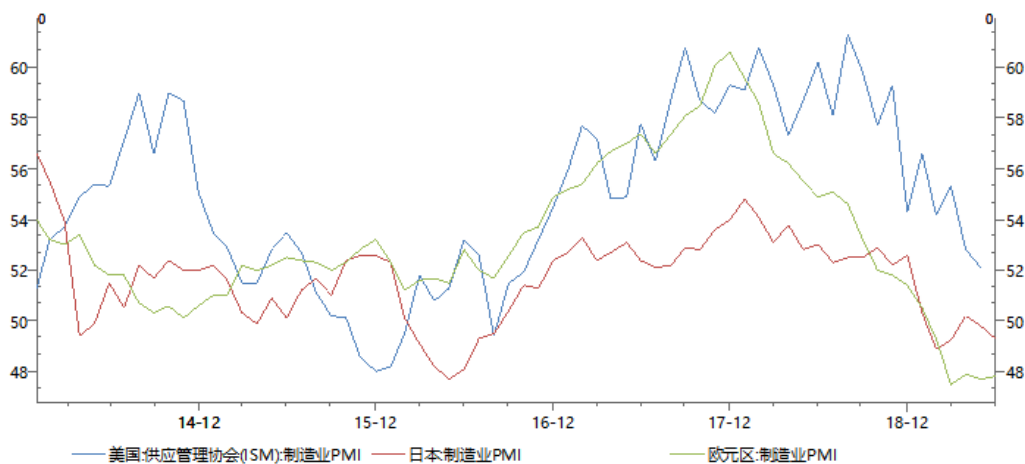
随着美国经济周期的见顶回落，美欧经济的相位差或将逐步收敛，美欧经济预期差自 18 年 11 月后持续走窄；而近期美债收益率的快速下跌也使得美德利差呈现下行，美元指数中期存在较强的下行动力。而考虑到当前已经超过 120bps 的中美十年期国债利差以及中美局势的缓和，人民币的贬值压力相当有限。

图：美国失业率维持低位，平均时薪增速继续下行，核心 PCE 同比持平上月



数据来源：Wind，招商基金

图：6月美、日制造业 PMI 继续向下，欧元区制造业 PMI 低位企稳



数据来源：Wind，招商基金

1.2 国内市场

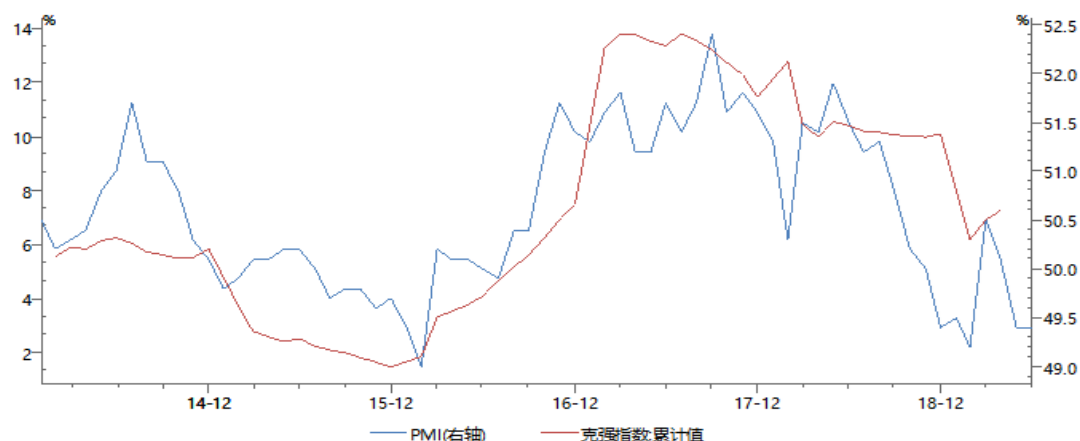
经济下行压力仍在，政策兼顾稳增长与改革

财政前置和政策重心转换影响下，上半年的经济形势先扬后抑。展望下半年，稳增长和结构性改革的平衡仍是决定政策基调的主要线索，政策进行预调微调的频率将较此前明显增加。一方面，包括全球经济放缓、贸易摩

擦的不确定性和财政政策效果的边际减弱在内的因素均可能对经济形成阶段性下行压力，储备政策需适时出台；另一方面，政策的战略定力仍强，局势暂缓后政策可能再度回归中性。

最新数据显示实体经济进一步趋弱，政策进行阶段性对冲的必要性有所上升。生产端，5月的工业增加值再度出现明显下滑，与高频的电厂耗煤量走弱的趋势相一致；需求端，除制造业在此前大幅下滑后出现修复性反弹后，基建和地产均呈现下行，尤其是地产的销售、拿地、新开工和资金来源等数据均有不同程度走弱，当前政策强调“一城一策，房住不炒”的定力仍强，但本轮地产周期的拐点仍需更长时间的数据确认。6月官方制造业 PMI 数据为 49.4，连续两月处于荣枯线以下，且明显弱于历年同期水平，分项上生产和新订单指数均出现大幅下滑，库存指数上行，下游需求的走弱压力仍大。

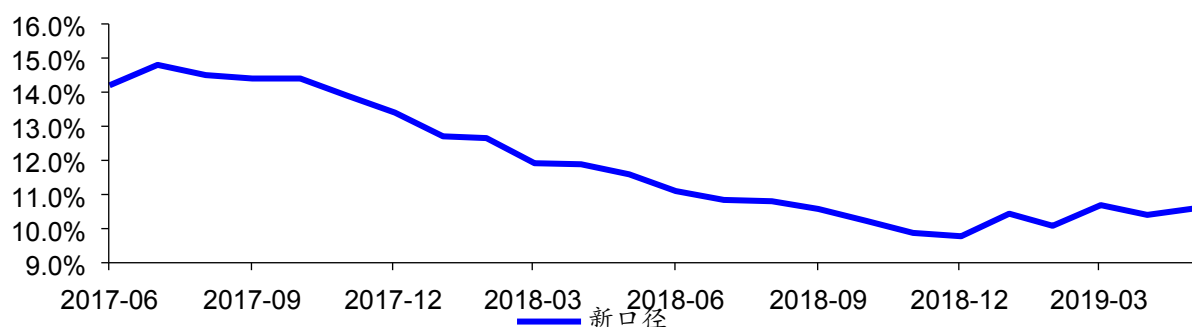
图：6月 PMI 仍处于荣枯线以下



数据来源：Wind，招商基金

从总量看，5月新增社融和信贷基本符合预期；M2 增速同比增长 8.5%，社融存量增速回升至 10.6%。结构上，低基数效应下除信贷以外的分项均较去年同期有所改善，但企业短贷和居民中长贷仍是增量信贷的主要来源；企业中长期新增贷款量较去年同期仍出现下滑，显示当前对公的信贷供需仍处于弱平衡状态。我们预计基数效应下 6 月的社融增速仍将实现小幅上升。

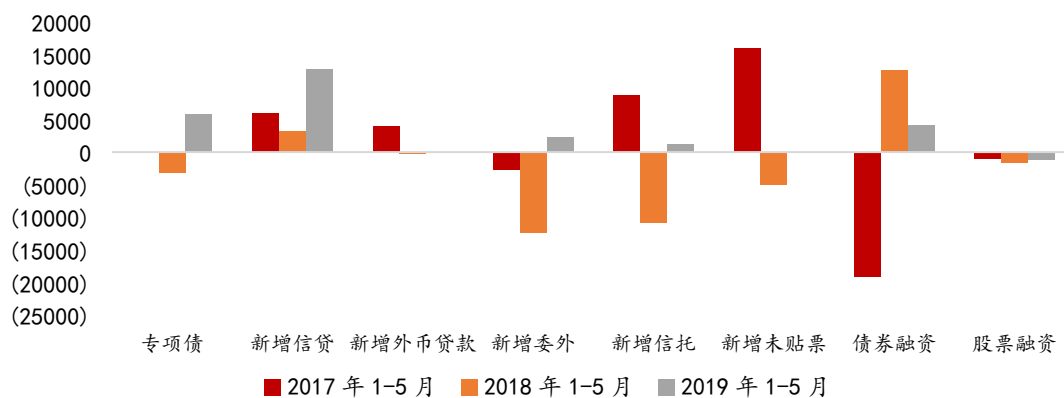
图：新口径下 5 月社融存量增速因基数效应回升至 10.6%



数据来源：Wind，招商基金

图：累计 1-5 月来看，表内信贷改善明显，居民中长期贷款改善，但企业中长期结构仍有所恶化

1-5 月社融各分项的同比增量

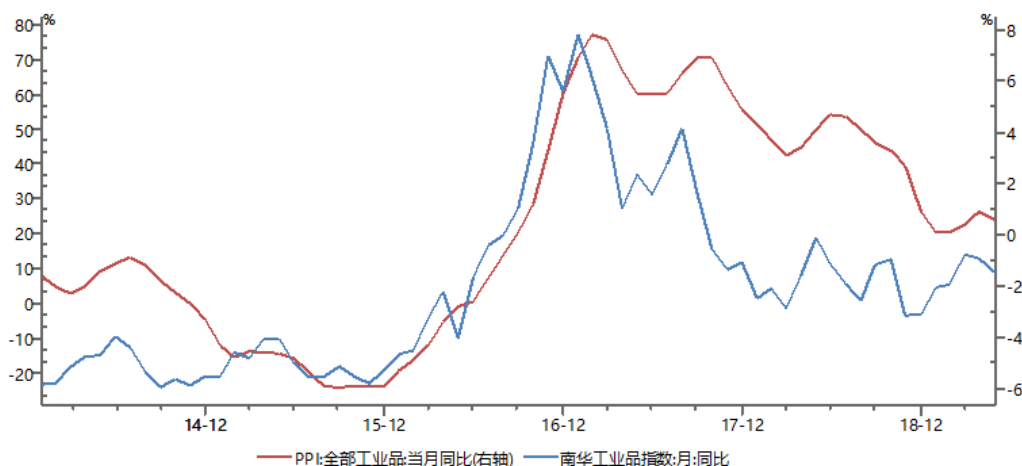


数据来源：Wind，招商基金

通胀方面，5 月蛋类和水果价格反季节性上涨带动 CPI 同比走高至 2.7%，而 PPI 同比则因基数效应走低至 0.6%。近期高频数据显示猪肉价格继续走高，但其他农产品价格数据则开始回落，我们预计 CPI 同比将平稳渡过二季度高点；而 PPI 将在基数效应下步入下行通道，整体来看通胀对于货币政策的掣肘因素在逐步减弱。

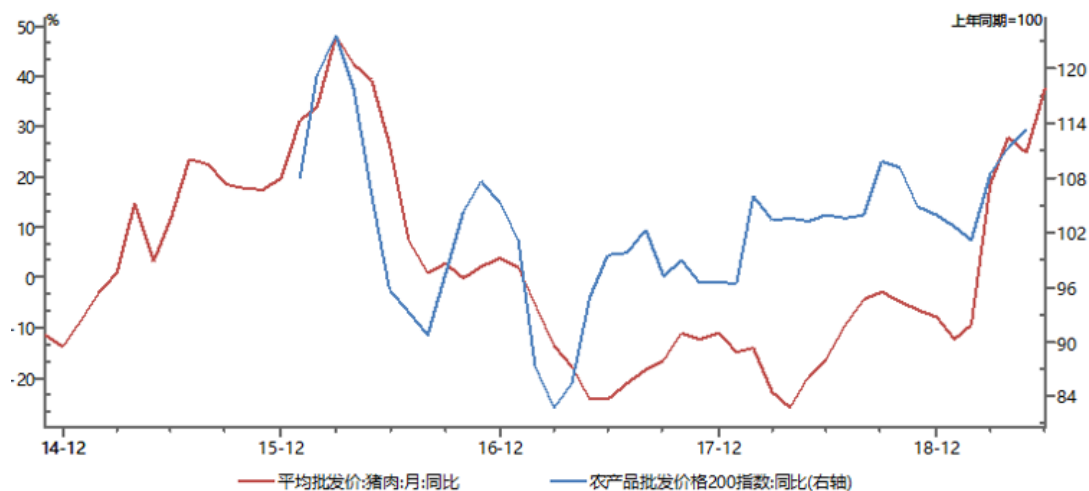
货币政策方面，此前因包商事件投放的超额流动性可能会进行适度回收，但整体市场利率水平仍将继续维持在相对低位。而在下半年财政前置效应自然消退的背景下，财政政策将在基础设施建设方面有所加码。近期出台的专项债可作为重大项目资本金等措施，未来可能的降低重大项目资本金比例，以及作为政策储备的追加财政预算或专项债额度等政策，都旨在发挥基建的逆周期对冲作用。但考虑到贸易摩擦再次获得平静期、控制地方政府隐性债务的基调不变，我们认为基建不会如 16-17 年那样大干快上，而是从去年非正常的低位（个别月份单月负增长），回到正常的接近 10% 的增速水平。

图：6 月下旬国际原油价格出现大幅反弹，但基数效应减弱下 PPI 同比已进入下行通道



数据来源：Wind，招商基金

图：近期猪肉价格同比增速大幅走高，农产品高频价格数据呈现回落态势

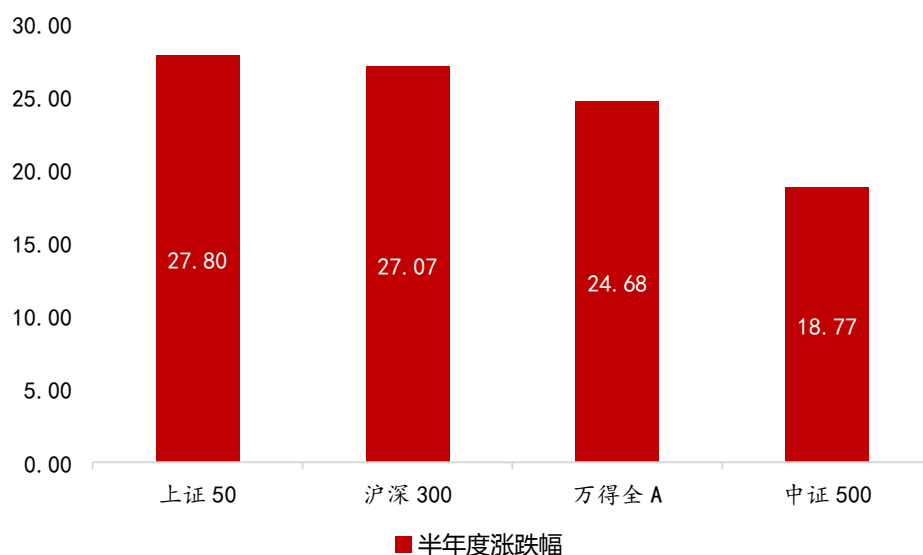


数据来源：Wind，招商基金

2 大类资产观点

2019 年上半年，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 24.7%、27%、27.8%、18.8%）。股市呈现先扬后抑的局面，年初受到中美贸易摩擦缓和、流动性宽松以及资本市场战略地位抬升等多重利好的刺激股市出现大幅上涨，而 4 月下旬政治局会议后政策重心重新转向结构性去杠杆以及中美摩擦再度加剧后，股市出现明显调整。

图：2019 年上半年主要股指涨跌幅



数据来源：Wind，招商基金

再观债市，上半年 10 年期国债收益率先涨后跌，呈现一波三折的走势。年初悲观情绪以及央行降准下，债券收益率持续走低；而一季度在政策前置下市场对于经济的预期转向乐观，叠加货币政策在 4 月下旬的边际收紧，

债券收益率出现一波上行；5月之后中美摩擦加剧，引发市场风险偏好回落，而随着央行加大逆回购操作力度，并出台持头部券商融资等政策后银行间流动性转松，国债收益率再度出现下行。上半年长端利率水平与年初基本持平，短端小幅上行（10年期国债收益率维持不变，1年期国债收益率上行4bps），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缩小4bps），信用利差较年初大幅收窄，但近期信用利差走阔明显（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20bp）。

2.1 A股市场

对于权益市场而言，短期仍以区间震荡为主，但中期无需过度悲观。在全球转向宽松周期、国内利率趋向向下的背景下，同时考虑到当前时点的估值仍处于历史中枢以下，国内风险资产的下行风险尚相对可控。但另一方面，上市公司盈利仍有下修压力，而长期结构性改革压力下，政策定力仍强，风险资产的上行空间也将受限，下半年区间震荡的概率更高。中长期看，随着科创板的加快落地，资本市场的改革开放仍有望得到进一步推进，而中长期资金的引入也将逐步抬升市场的底部区间，平抑市场的异常波动。

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，国内货币政策也将逐渐迎来调整窗口；而流动性分层和市场风险偏好下行下，利率频谱也将迎来分化，无风险利率逐步下行的同时风险利率可能上升。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。信用债的信用利差在大幅压缩后，其票息优势和配置价值有所减弱，对于低评级信用债仍需保持谨慎。

2.3 港股市场

港股市场二季度波动性加大，恒生指数和恒生国企指数分别下跌1.8%和4.4%，在全球主要股指中表现靠后。具体来看，1）本轮回调中，大型股（-1.6%）表现明显好于中型股（-7.0%）和小型股（-7.6%）；2）香港本地/外资股（-4.9%）表现明显好于中资股（-8.5%）。

主导市场走势的最主要因素是国内政策基调的调整，中美关系的发展和海外流动宽松的预期。1）4月19日召开的政治局会议重申“金融去杠杆”和“房住不炒”，传达出国内稳增长政策力度边际减弱信号，受此影响，年初以来的一轮强劲的估值修复告一段落，中资股股价受到的影响大于香港本地/外资股，HSCEI跟随A股率先HSI走软。2）5月5日美宣布对自中国进口的2000亿美元商品加征25%税率的关税，打破了市场一季度对中美关系的乐观预期，引发人民币快速走软，港股市场快速下跌。5月15日特朗普签署政令限制美国企业使用自中国进口的通讯设备，华为概念股及相关IT板块走弱。6月19日，习近平与特朗普再度通话，向市场传达贸易摩擦边际缓和信号，港股市场短线回升。3）二季度美国多项关键经济数据（Markit制造业PMI，ISM制造业PMI，零售，耐用品订单，非农等）不及预期，加之贸易摩擦升温给经济前景带来更多不确定性，美联储多位持投票权的官员表明

年内存在降息可能，当前联邦货币基金期货暗含年内降息次数高达 3 次。海外流动性边际宽松预期上升，为 6 月份市场估值修复提供了一定动力。

我们在二季度展望中提到：1) 市场估值回到历史中枢以上后，继续上行的动力不足；2) 2019 年中资企业盈利仍然存在下调空间；3) 由于美债收益率曲线倒挂和英国脱欧局势不明，海外市场风险可能攀升；4) 香港本地流动性短期内有一定压力；5) 资金力量将发生转换，外资流入放缓，南下资金流变强；以及 6) 估值修复的行情告一段落，市场波动或加大，贸易谈判、海外风险是潜在风险点。

进入三季度，我们认为，随着中美关系暂时缓和、流动性改善预期增强、人民币预期趋稳、国内经济稳步放缓，市场焦点回到流动性和盈利预期两者的角力。经过 6 月份的反弹，三季度市场上行的空间有限，在人民币没有大幅升值的前提下，恒生指数的上行空间被前期的高点（30000 点左右）限制，整体市场可能在震荡中实现小幅正收益。

主要的风险点在于：1) 中美谈判进程和全球贸易的不确定性；2) 美国经济下行速度和收益率曲线倒挂程度；3) 人民币汇率波动，主要取决于央行；4) 政策兜底或者刺激的力度和方式。

配置方面，我们看好：1) 广义消费领域（稳增长政策的最终受益者，必选和小额可选先收益、大额可选后收益，但对估值反弹较快较高的消费股持审慎态度）；2) 受益于贸易摩擦带来的机会的公司（进口替代相关的半导体企业、5G 相关的科技硬件公司、可能受益于基建加速的优质资本品企业）；3) 保险和银行（市场下半年有望正收益+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 月大幅回调，整个二季度小幅上行。标普 500 指数、道琼斯工业指数、纳斯达克指数分别上涨 2.6%、3.8%、3.6%，在全球主要股指中表现居前。

市场上行的推动力主要包括：1) 一季度美股业绩整体表现亮眼；2) 6 月初美联储主席鲍威尔公开讲话时表示，美联储将采取恰当措施维持经济扩张，正密切监控贸易局势对美国经济前景的影响，向市场传达货币政策存在边际宽松可能性的信号，此后召开的 FOMC 会议点阵图显示，17 位投票官员中有 8 位预计年内至少一次降息，流动性宽松预期对短期估值形成支撑。

拖累市场表现的因素包括：1) 中美贸易摩擦 5 月初意外升温，加之特朗普签署针对华为等中国通讯企业的禁令，市场风险偏好下行，美股 5 月迎来一轮调整；2) 5 月以来，美国多项关键经济数据出现滑坡，其中，5 月 ISM 制造业 PMI 创 2016 年 10 月以来新低，5 月和 6 月 Markit 制造业 PMI 连续刷新 2009 年 9 月以来新低，5 月零售销售月率、耐用品订单以及非农数据亦大幅不及预期，标普 500 指数预期 EPS 自 6 月开始再度进入下调轨道；3) 宏观经济不确定加大的背景下，市场风险偏好恶化，美国国债收益率曲线关键部分（3 个月 vs 10 年期）再度出现倒挂且倒挂程度加深，创 2007 年以来最高，进一步刺激市场避险情绪抬升。

展望三季度，我们对美股持中性偏谨慎观点，经济基本面开始出现裂痕，美股的高估值成为市场的主要风险

点，流动性好转的预期在 7 月底面临一次被证伪的时间窗口，市场可能进入高波动状态，上下行风险并存。

盈利角度，标普 500 指数公司 2019 年二季度面临高基数，且 6 月以来多项关键经济数据不及预期，市场对二季度企业的盈利一致预期可能继续下调。目前市场对 2/3/4Q19 的净利润同比增速一致预期分别为 0.3/0.8/7.2%。对来自中国的 2000 亿输美商品加征 25% 的关税生已从 5 月 10 日起生效，根据 NBER（美国经济研究局）的报告，美国在 2018 年对全球各国加征的关税成本几乎全部转嫁给国内消费者和进口商，对实际国民收入造成的损害约每月 14 亿美元，同时造成制造业产品价格抬升 1.1%，进一步升级的加征关税可能对美国的消费和成本的压力进一步显现。

估值角度，经过二季度的小幅上行后，市场整体估值水平已经接近 2006 年以来的 90 分位水平，其中，商业与专业服务、软件、家庭与个人用品、食品与主要用品零售、公用事业等行业估值已经超过历史 90 分位，估值进一步上行的阻力较大，另外，防御性板块的估值处于历史高位亦反映潜在的避险情绪正在酝酿。

进入三季度，美联储的宽松政策和宏观经济下行速度或形成博弈。历史上，当美联储开启降息周期时，美股在降息初期的表现与降息是否成功避免衰退有关，若美联储通过本轮降息将经济带回复苏通道（我们认为出现这种情况的概率很小），市场大概率在降息初期迎来正收益或震荡走平，金融（尤其是多元金融）和成长板块

（IT）通常受益。反之，若降息未能遏制经济下行速度，最终迎来衰退，市场大概率在降息初期下挫，防御性板块通常强于大市。我们认为，开启降息的时点至关重要，早降息好于晚降息。

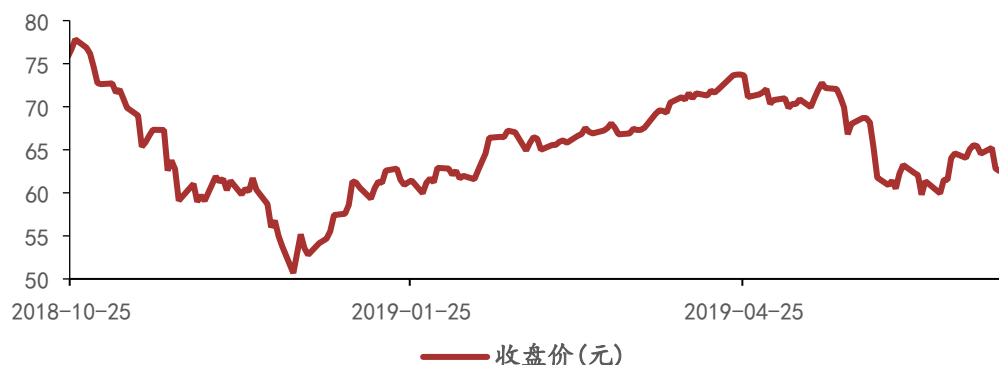
2.5 原油市场

2019H1 油价走势回顾：原油市场先扬后抑，4 月前供给端超额减产助推油价，4 月下旬后全球需求不振打压油价。

2019 年 H1 原油走势前高后低，4 月前油价上涨系供给端超额减产所致。自 2018 年 12 月达成减产协议之后，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。2019 年 5 月，OPEC 原油产量为 2988 万桶/日，为 2015 年以来最低，较 2018 年 12 月下滑接近 171.5 万桶/日，较减产协议超额减产接近 50 万桶/日。供给端的超预期下行促使油价温和上行，布油价格自 2019 年初的 52 美元/桶上涨至 4 月底的 75 美元/桶的高点。

4 月下旬开始，供给端不确定加大叠加全球需求不振，促使油价大幅下行。5 月初美国对于伊朗制裁的程度略低于市场预期，且俄罗斯等国家存在增产预期，或促使 OPEC 持续超额减产动力不足。此外，美国、欧洲、中国等地区 PMI 等经济的先行指标持续走弱，美国国债收益率严重倒挂，加重了市场对于原油需求的担忧。供给端不确定加大叠加全球需求不振导致油价大幅下行。截至 6 月 28 日布油价格在 66.51 美元/桶。

图：布油价格先扬后抑（美元/桶）



数据来源：Wind，招商基金

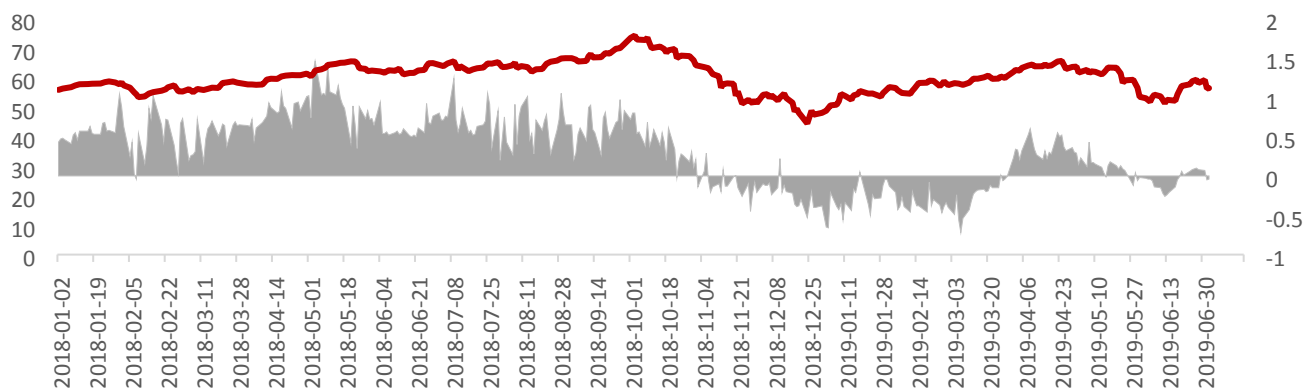
2019 年 H2 油价走势展望：油价步入震荡期，预计 2019H2 油价中枢约为 60~70 美元/桶。

近远期价差显示原油需求端持续疲软。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，呈现出贴水的状态，证实原油重新回归供给过剩状态。由于 OPEC 产量持续下滑，导致原油处于供给过剩状态的主要原因是需求的下行。由于下半年全球经济依旧承压，或需求端羸弱的状态将持续。

展望 2019H2，OPEC 产量下滑的空间有限，美油下半年大概率继续增产，原油供给端过剩压力或将持续。当前 OPEC 产量已至近 4 年来的低位，进一步下行的空间有限。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，美国钻井活跃度不断提升，美国页岩油运输瓶颈逐步解决，导致根据 EIA 预测，预计美油下半年或有接近五十万桶/日的增量。OPEC 产量下滑的空间有限叠加美油下半年大概率继续增产，原油供给端过剩压力或将持续。

2019H2 油价将步入震荡期，预计油价中枢约为 60~70 美元/桶。原油供大于求的趋势未改，油价不具备走强的基础；但是，从另一方面来说下半年地缘政治事件或将成为油价的短期催化剂，油价也难以大幅走弱。预计下半年油价以震荡为主，油价中枢约为 60~70 美元/桶。

图：近远期价差显示原油重新回归供给过剩状态



数据来源：Wind，招商基金

2.6 黄金市场

2019 年上半年黄金市场回顾：黄金价格震荡上涨为主。

COMEX 黄金指数从 1,286.5 美元/盎司上涨至 1310.2 美元/盎司，上涨 1.84%。黄金是具有极强金融属性的特殊商品，金融周期决定了黄金价格的运行规律。从对历史黄金价格走势的复盘来看，黄金价格受其自身的供需结构影响较小，金融属性已成为黄金定价的主要特性。经济周期影响着金融周期，而以广义信贷与货币政策为基础的金融周期，则通过改变投资者对金融资产与实物资产预期回报率，进而影响投资者对大类资产的配置需求，从而驱动黄金价格的涨跌。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）美联储的降息预期逐渐增强，将利好金价表现。

图：黄金价格在 2019 年上半年震荡上涨



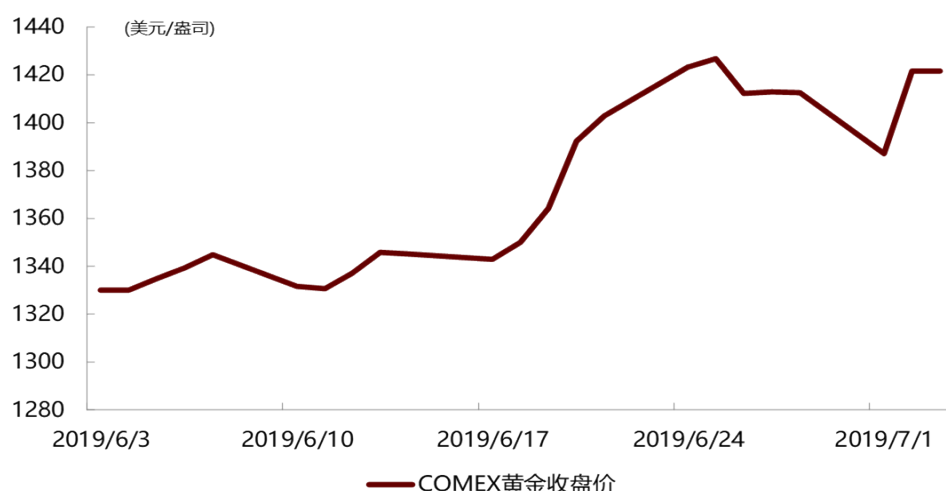
数据来源：Wind，招商基金

2019 年下半年黄金市场展望：黄金仍有配置价值。

对于 2019 年下半年的黄金价格走势，我们认为黄金在 2019 年下半年的配置价值凸显。主要逻辑为：（1）美元指数的疲弱表现。美元指数用来衡量美元对一揽子货币的汇率变化程度。它通过计算美元和对选定的一揽子世界

主要经济体货币的综合变化率，来衡量美元的强弱程度，间接反映了美国经济相对于全球其他经济体的强弱情况。进入 2019 年后，在全球经济周期共振向下以及全球贸易战的扰动下，美国经济被拖累，美国的宏观经济数据与领先指标纷纷走弱。（2）美国经济超预期疲弱，美联储降息预期升温，消费者支出远不及前值。进入 2018Q4 后，在全球经济周期共振向下的情况下，美国经济很难不被拖累。美国的宏观经济数据与领先指标纷纷走弱，而美国的长短期国债收益率也出现倒挂的情况，此外中美贸易摩擦的升级也增加了美国经济的不确定性。综合来看，美国经济在未来有增长失速的可能。在全球经济即将进入比差阶段，美国经济比较全球经济、欧洲经济的相对优势将会减小。

图：进入 2019 年下半年以来，黄金价格快速上涨



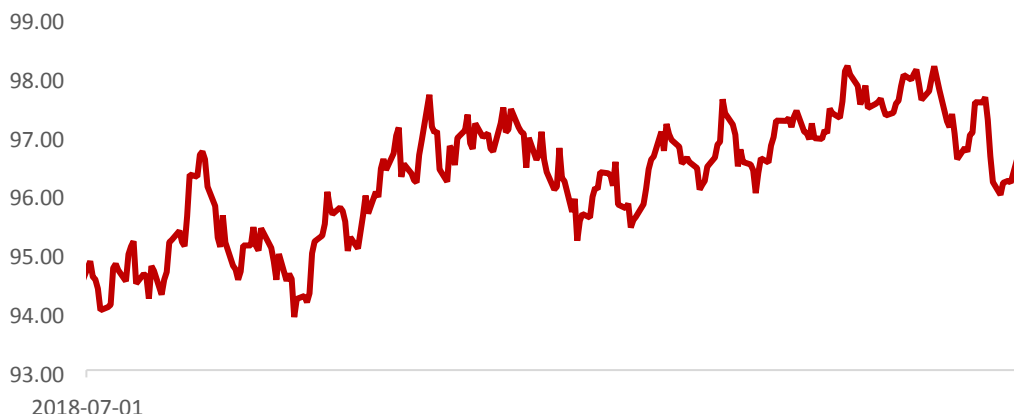
数据来源：Wind，招商基金

2.7 汇率市场

2019 年上半年汇率市场回顾：美元指数先涨后跌，人民币汇率前高后低。

2019 年 1 月至 5 月，美元指数从 95 左右快速上涨至 98 以上，最高达 98.2。但 5 月后，美元指数自高位回落，最低跌至 96 附近。美元指数呈现上述走势的原因有两点：（1）1 月至 5 月，受美国内需下滑，进口大跌和中国内需回落，进口下滑等影响，欧洲出口及经济景气大幅下挫，叠加英国脱欧前景仍旧扑朔迷离，拖累欧元汇率走弱、带动美元指数走强；（2）5 月-6 月，美元指数高位回落，主要因为市场开始消化美联储降息这一预期。5 月以来，伴随美国经济数据加速下滑，美联储对货币政策的立场发生明显变化。美联储在议息声明中删除“需进一步渐进加息”、“保持耐心”等措辞，开始强调“经济不确定性在上升”、“极端情况下”，需采取‘必要’措施维稳经济”等。上述背景下，美联储年内降息预期大幅升温，联邦利率期货隐含的美联储降息概率由不足 50% 快速攀升至 100%。市场开始计价美联储降息这一信息，持续打压美元走势。

图：美元指数先涨后跌



数据来源：Wind，招商基金

人民币汇率出现先走强、后走弱走势，主要受中美贸易磋商的进程影响。1月至4月，中美举行了近7轮贸易磋商，双方在汇率、知识产权保护和结构性改革等多个方面逐步达成一致。上述背景下，人民币汇率持续走强。但自5月起，随着中美贸易磋商遭遇瓶颈、甚至出现贸易摩擦升级，人民币汇率开始走弱。

2019年下半年市场展望：美元将会高位震荡；人民币继续贬值空间有限，具体点位则取决于贸易摩擦的进程。我们预计下半年美元将会高位震荡。首先，下半年美联储大概率降息，美联储货币相对紧缩将结束；其次，美国经济增长拐点即将到来，导致美元不具备持续走强的基础。但期间由于贸易摩擦、英国脱欧走势、欧央行行长换届、中东局势等事件的变化，可能带来美元指数短期有所反弹，因此下半年美元指数大概率高位震荡，中枢不变但是波动加剧。

人民币继续贬值空间不大，点位中枢还取决于贸易摩擦的进程。人民币的直接决定因素有二，美元指数强弱以及央行调控意愿。CFETS 当前已处于极低的位置，央行进一步通过 CFETS 超贬作为人民币汇率调控的抓手空间有限。同时叠加美元指数不具备继续走强的基础，人民币中间价贬值的空间都不大。另外，从汇率基本面来看并未恶化。银行结售汇差额、代客结售汇差额，整体均呈现均衡态势；外储也在稳定在 3-3.1 万亿美元之间。对于人民币而言，最大的不确定性还来源于贸易摩擦；如果贸易摩擦不发生恶化，人民币贬值空间不大。

3 股债投资策略

3.1 A 股投资策略

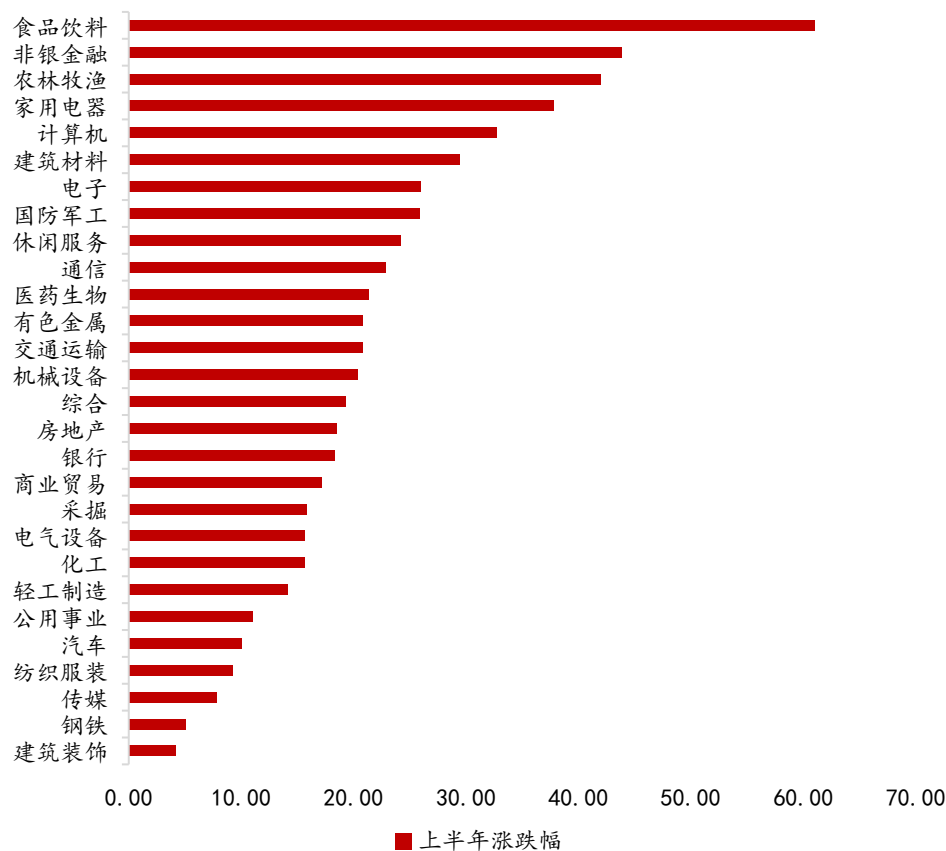
上半年市场回顾：板块普涨，食品饮料、非银和农林牧渔涨幅居前，建筑装饰、钢铁和传媒涨幅居末。

2019 年上半年，上证综指大涨 19.45%，深证成指大涨 26.78%，中小板指大涨 20.75%，创业板指大涨 20.87%。

回顾上半年行情，市场先扬后抑，其中景气度向上的食品饮料、非银和农林牧渔板块涨幅居前，而行业亮点

颇少、市场关注度不高的建筑装饰、钢铁和传媒板块的涨幅较小。

图 2019 年上半年行业涨跌幅



数据来源：Wind，招商基金

短期而言，全球货币宽松、国内利率下行、估值相对偏低，决定了国内风险资产下行风险可控；而经济基本面偏弱、政策定力仍强则制约了上行空间；因此整体上仍以区间震荡为主。

从中期角度看，A 股当前估值仍不算贵，而资本市场新的改革开放措施仍可期待，不宜对于 A 股过于悲观。从当前的估值水平看，截至 6 月 28 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%、35%、9%分位水平。

图：主要 A 股指数估值水平

主要指数		2019/6/28	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%
PE(TTM)	WIND 全 A	17.1	58.2	11.5	19.9	33%					√					
	WIND A1	26.1	76.2	13.8	29.4	41%						√				
	沪深 300	10.1	48.5	6.9	11.5	33%					√					
	中证 300	12.4	51.1	8.0	13.7	35%					√					
	中证 500	23.3	92.8	16.0	34.6	9%	√									
	中证 1000	24.1	67.7	14.5	32.5	13%		√								
	中证 1000	48.7	137.9	27.0	49.6	47%						√				
	中证 500	43.3	96.7	15.9	40.7	60%							√			
	中证 1000	135.9	174.9	28.1	56.9	98%										√

数据来源：Wind，申万宏源，招商基金

结构选择：重点关注成长风格和 5G、创新药板块

我们认为下半年权益市场难现趋势性行情，而整体利率水平仍可保持相对低位，年初以来涨幅偏少的稳定和周期风格可能占优，而中美贸易摩擦进入阶段性缓和期有望提振成长板块的风险偏好，考虑到下半年经济下行仍有压力，超涨的消费板块或将承压，风格选择上成长优于稳定优于周期优于金融优于消费。在板块选择上，我们建议重点关注行业景气度向上且估值合理的 5G 和创新药板块。

5G：中美贸易摩擦缓和或带来全球科技产业需求边际好转，国内政策扶持下 5G 预计将会进一步提速，年内可能就会启动 5G 二期建设，集采规模有望超过 35 万站，5G 业绩大概率会兑现。

创新药：创新带来议价权，在医保控费与支付结构优化的背景下占据竞争优势。2019 新版医保目录推出在即，预计医保目录谈判和评审机制以及未来将会推出的医保目录动态调整机制会使得医保支付逐步向创新药械倾斜。在支付端改革以及需求的拉升下，创新药和器械将可以享受较强的定价权和估值的溢价，竞争优势明显。

3.2 债券投资策略

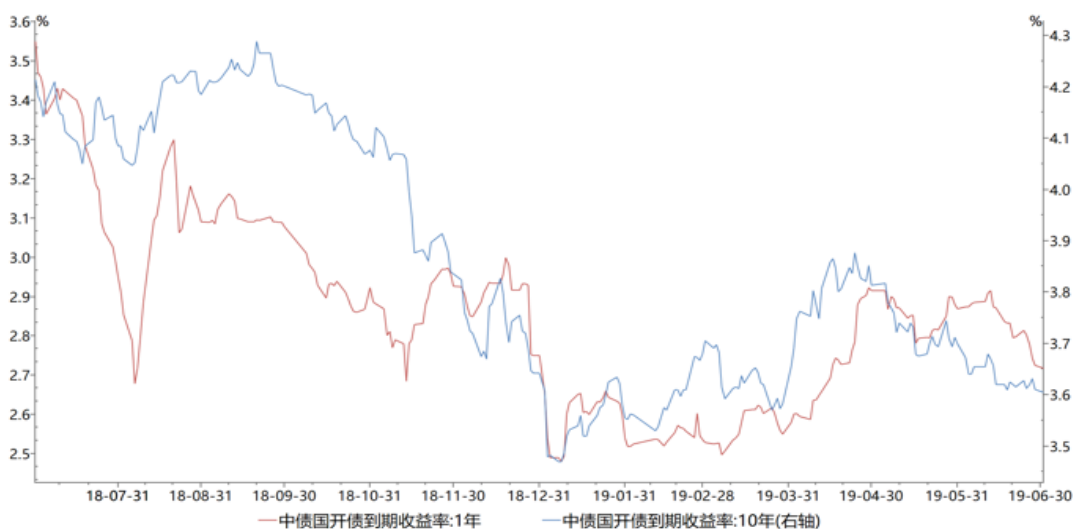
3.2.1 利率产品

从基本面来看，年初以来社融增速企稳回升途中有所反复，反应实体资本开支意愿较弱、宽信用仍面临多重挑战，融资结构也不算理想，在一季度商业银行优质项目信贷集中投放之后，四月、五月中长期信贷投放减少更加明显。实体缺乏融资需求主要由于第一房地产和基建严控没有明显放开，第二制造业由于利润的下滑，投资的内生动能不强。展望下半年，我们认为基建是主要逆周期政策的着力点，但抓手都在提高显性债务的额度与使用效率，对于隐性地方债务仍严控新增，因此基建增速难以出现大幅提升。房地产方面，今年一二线房地产市场因为经历了较长时间调整，可能有阶段性恢复，但如果政策不松难以爆发性增长，而三四线陷入长期调整基本是共识，全国层面的销售与投资增速年内还在下行通道。下半年尤其是三季度通胀由于基数原因会有阶段性下行，海外各主要经济体也进入宽松周期，二者对国内货币政策制约都有所减弱，四季度由于基数原因和猪肉消费旺季通胀水平会再次抬头，但在需求偏弱的格局下供给推动的结构性通胀难以构成全面性通胀，预计对货币政策的制约不大。海外各主要经济体也进入宽松周期，对国内人民币汇率、货币政策制约也会有所减弱。

从政策面来看，货币政策预计维持稳健并根据基本面的发展预调微调，资金面合理充裕。政策层面在极力缓解当前的流动性分层状况，预计流动性上会保持平稳，但低等级信用利差由于市场风险偏好的收缩会有所走扩。从央行的近期表态来看，一些宽松政策主要目的还是为了引导资金投向小微、三农领域，而不是转向全面的宽松。

利率债投资策略：债券市场仍处于牛市环境中，但下行的空间可能有限，需要看到经济超预期的下行或货币政策超预期的放松，从当前的市场情况来看配置盘的力量仍然缺乏，使得利率下行节奏可能不够顺畅。在全球货币再宽松的大背景下，不少国家的债券收益率再度跌入负利率区间，中国的无风险利率对外资而言，配置价值显著，可能会吸引境外机构加大对中债的增持力度。

图：重要期限国开债到期收益率走势



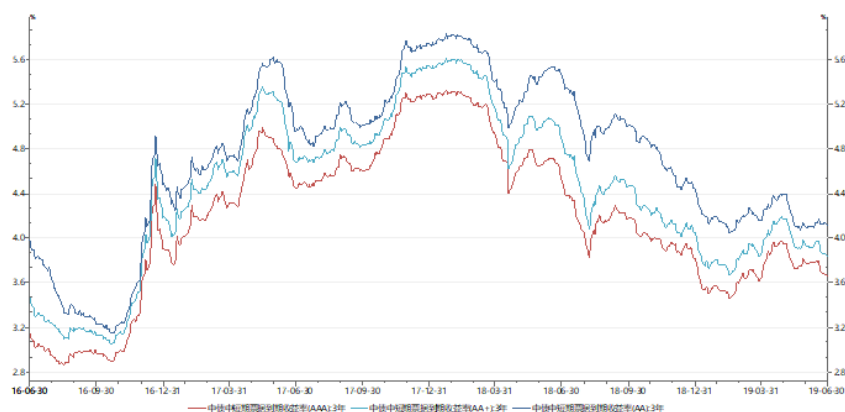
数据来源：Wind，招商基金

3.2.2 信用产品

企业债/公司债/中期票据：发行量方面，2019年上半年信用债市场毛发行量和净发行量分别为42759.48亿元和11367.79亿元，均较上年同期大幅增加，与2018年下半年基本持平，但与之相比低等级品种占比明显增加，显示宽信用政策的效果正在逐步显现。上半年公司债、企业债及中票合计发行1949支，发行金额为22031.26亿元，净融资额8363.62亿元，均较上年同期大幅增加，环比也较2018年下半年的发行量和净融资量有所增加，在货币政策和宽信用政策的配合下，市场对中低等级信用债的谨慎态度有所改观，债券市场的融资功能也有所恢复。

从二级市场来看，上半年信用债收益率呈现先下后上再下、并且伴随等级分化的趋势。5月包商银行被托管之前各等级信用债走势基本与利率债同步，随着社融数据和经济数据的波动而波动，但由于资金面持续的宽松，信用债市场呈现出“资产荒”的态势，表现信用利差在收益率上行和下行的时期都为压缩的状态。事件以后，资金面依然宽松，但市场风险偏好极具降低，导致高等级信用债收到追捧，而低等级信用债则无人问津，等级利差迅速拉开。目前高等级收益率已经低于中美贸易摩擦带来的避险行情的低点，但低等级信用债仍处于震荡格局。短期来看，市场风险偏好下降的趋势难以反转，低等级企业发行的难度也难以降低，我们认为高低等级信用债的分化行情将继续演化，下半年在坚持价值投资理念的同时，我们将适当关注低等级信用债中资质较好的的个券。

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 年上半年短融净发行同比有所增加，共计发行短融、超短融 1667 只，发行金额 17406.80 亿，净融资 2448.10 亿元。均创下 2015 年下半年以来的新高。短端市场的回暖除了市场的风险偏好降低引导了部分资质较弱的企业融资转向短融，短端收益率的降低也引发了高等级企业发债替代流动性贷款的需求。

二级市场方面，上半年短融收益率走势与中长短信用债趋同，但分化更为显著，等级利差的走扩幅度明显更大。另一方面，由于资产荒以及同业存单的风险暴露，货币基金对高等级短融的需求也大幅增加，导致目前收益率曲线在 3 年到 1 年的区间趋向陡峭化，但目前短端收益率已经处于较低水平。

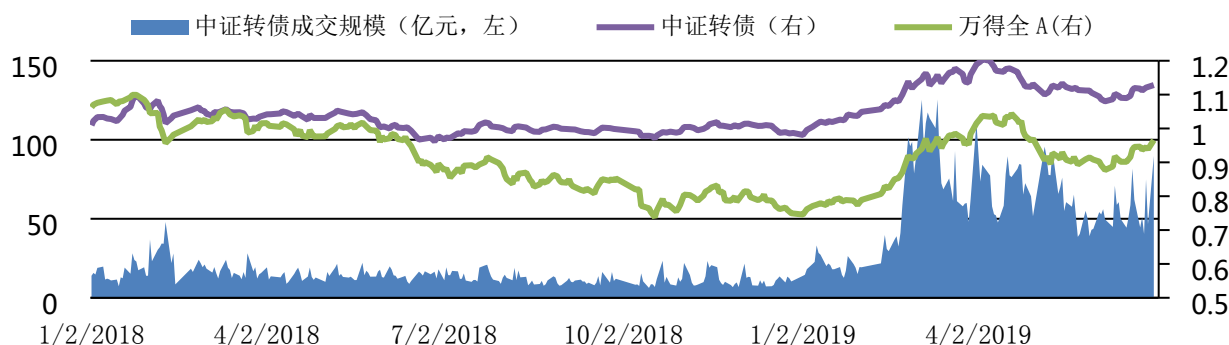
总的来说，下半年信用债投资策略将延续之前价值投资理念，并在低等级信用债的分化行情中自下而上的精选个券，把握个券机会，增强组合收益。

3.2.3 可转债

回顾 6 月份，转债市场及权益市场进行了一轮反弹，万得全 A 6 月上涨 3.37%，中证转债上涨 1.26%，上证综

指上涨 2.77%，创业板指上涨 1.88%，中小板指表现相对亮眼，上涨 3.73%。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。

图：2019 年 6 月转债指数与股票指数表现



数据来源：Wind、中国债券信息网、招商基金

在贸易摩擦升级，双边市场回调以后，5 月份直到 6 月中旬权益及转债市场持续处于横盘调整状态。尽管期间出现华为产业链被打压、中科曙光被限制等突发事件，影响的多为板块性冲击，市场整体并无大幅反应。5 月底的包商事件对于债券资产来说影响了较大影响，出现了流动性分层等表现，转债作为具备债券属性且流动性相对较好的资产品种，存在被抛售从而缓解杠杆的迹象。对于权益市场来说短期最重要的事情依然为贸易摩擦，市场在等待 G20 会议中美双方会谈结果。期间中美领导人的再一次通话形成了市场利好推动，而 G20 会议双方会谈超预期的向好结果也带动市场上涨。市场情绪及估值端短期有了向好预期后，依然不能忽视利润端持续承压的状态，步入 7、8 月份后各上市公司将逐渐发布半年报。由于关税上调、宏观经济承压的影响，需要警惕步入“业绩雷”，尽管目前转债整体的估值及价格都不属于高位区间，但仍存在个券公司利润端大幅下滑的下跌风险，当前时间点应再次梳理各公司基本面及盈利预期。建议持续关注前期未大幅反弹，绝对价格低以及盈利能力较稳定的个券。