



招商基金月度投资策略报告

2019年9月



稳投资 | 乐生活 | 爱公益

目 录

1 宏观经济环境	1
1.1 海外市场	1
1.2 国内市场	3
2 大类资产观点	6
2.1 A股市场	6
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	10
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	18

招商基金 2019 年 9 月投资策略报告

1 宏观经济环境

1.1 海外市场

实际利率下行，宽松预期强化

全球经济衰退的担忧不减，各国央行宽松趋势愈发明显，而实际利率下行仍是驱动大类资产表现的主要线索；融资条件的好转能否改善当前的经济颓势、缓解投资者的悲观情绪，则是下一阶段的关注重点。美国经济继续呈现分化局面，一方面受到中美贸易摩擦和全球经济景气度持续下行的影响，美国国内的制造业景气度持续下行；另一方面其劳动力市场继续保持紧平衡，但核心通胀仍相对疲软。ISM 协会公布的 8 月制造业 PMI 为 49.1，较前值 51.2 继续下滑，为 2016 年 8 月以来首度转入收缩区间，ISM 协会进行的调查结果显示贸易战引发的需求下滑以及不确定性的增加是导致 PMI 指数快速下滑的主要原因之一；而美国最新的就业和零售数据仍保持相对景气，7 月就业报告数据显示非农就业人数新增 16.4 万，较前值 22.4 万小幅下行，但失业率仍维持在 3.7% 的低位，同时平均薪资受到劳动力市场紧平衡的推动继续增长 3.2%，略好于市场预期。欧元区经济景气指数小幅回升，但德国景气度仍持续下滑，而英国脱欧事件继续发酵。8 月欧元区经济景气指数 103.1，好于前值和预期；但 8 月德国 IFO 企业景气指数为 94.3，不及市场预期的 95.1，且为连续 5 个月下跌；英国脱欧方面，在被议会否决了无协议脱欧的提案之后，近期新首相鲍里斯约翰逊试图触发提前大选的努力再度遭遇失败，英国政治事件的不确定性有增无减。日本方面，7 月零售销售同比转负，但企业的 7 月工业产值同比有明显反弹。

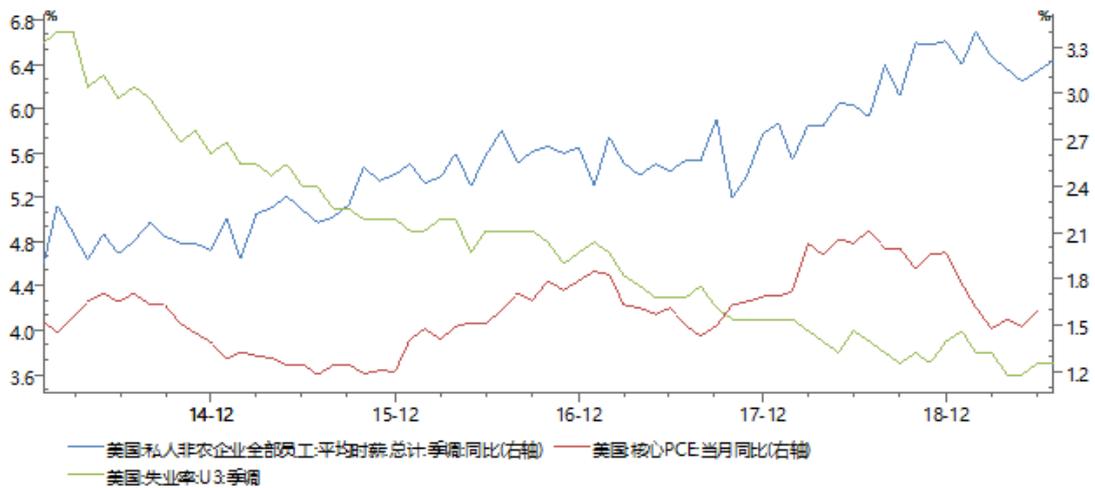
中美贸易战出现了新一轮的升级，但今日双方谈判团队已商定于 10 月初在美国华盛顿进行下一轮谈判，全球投资者对于贸易战阶段性缓和的预期又有所升温。本月，中方宣布针对美国的反制措施，对原产于美国的 750 亿美元商品加征 10%、5% 不等关税；随后，特朗普在推特上表示从今年 10 月 1 日起，对 2500 亿美元的关税从 25% 升至 30%，并将对剩余 3000 亿美元商品关税从 10% 升至 15%，而自 9 月 1 日起，对于 3000 亿美元中部分商品的关税已经正式生效。但较此前几轮，此次贸易摩擦升级对于中美股市的影响已经明显减弱，从中长期来看，中美谈判仍为持久战，打打停停是常态，我们仍建议以平和心态看待。

美联储持续降息预期不减，而欧央行也将在 9 月正式推出一揽子的刺激计划。在本月举行的杰克逊霍尔年会上，美联储主席鲍威尔并未给出明确的降息信号，在对美国经济继续保持乐观的同时，其也指出了当前美国经济面临包括全球经济增速放缓、贸易政策的不确定性和通胀的持续走弱在内的三大风险因素。但在中美贸易战持续加码、美国制造业景气度进一步下滑的背景之下，市场预期美联储将在 9 月议息会议上继续降息以支撑美国经济。另一方面，新任欧央行行长拉加德整体持鸽派姿态，在欧元区经济仍深陷泥潭的情况下，欧央行最快将在本月的议息会议上实行包括下调存款利率以及释放重启 QE 信号等更大力度的宽松政策。全球央行自 2016 年以来的

货币政策正常化进程暂时告一段落，随着美联储停止缩表、日央行持续扩表，主要央行的资产负债表将再度迎来扩张，全球流动性正在逐渐改善。而在当前负利率债券占比持续上升的情况下，货币政策无效性的问题正在引发市场的热烈讨论，各国央行的持续宽松动作是否得以令全球经济重回正轨是未来需要重点关注的问题之一。

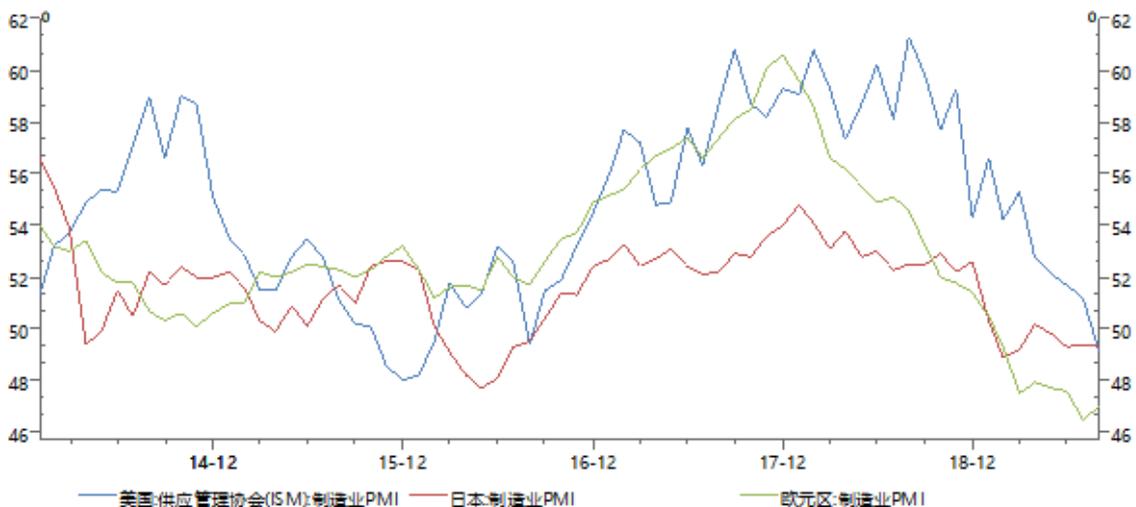
8月美元指数震荡走强，欧元区的政治风险发酵下美元指数在高位再获支撑。我们认为，从中期角度看美国经济增速的逐级回落以及“宽货币、紧财政”的政策组合下，美元指数的下行方向仍相对确定。而人民币汇率在跌破“7”的重要整数关口之后继续阶段性走弱至7.2附近，显示贸易摩擦影响下的风险偏好仍在阶段性主导汇率走势；从中期看，我们认为若未来中美关系出现阶段性缓和，利差走阔仍将引导人民币兑美元汇率走强。

图：美国7月失业率较上月持平，平均时薪增长提速，核心PCE同比小幅反弹



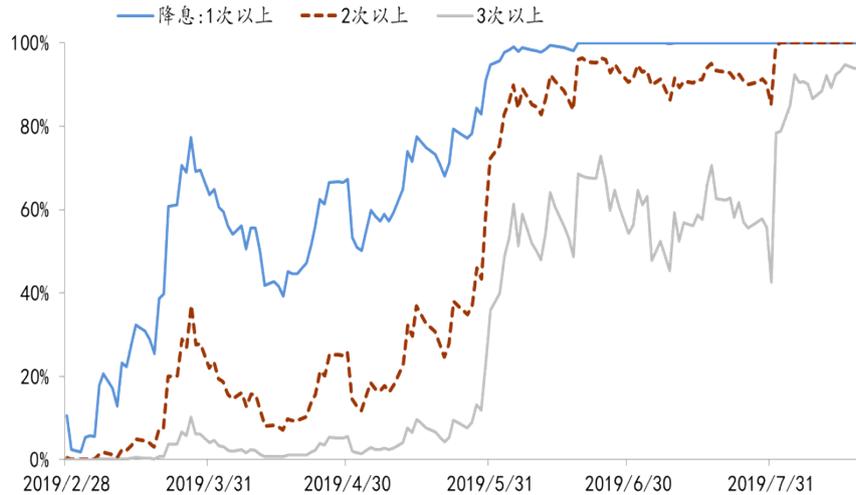
数据来源：Wind，招商基金

图：8月美国制造业PMI同步向下，欧元区小幅反弹，日本基本持平



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继续降息的预期持续升温



数据来源：Wind，招商基金

图：美国制造业和非制造业之间的景气程度差异接近上一轮周期低点



数据来源：Wind，招商基金

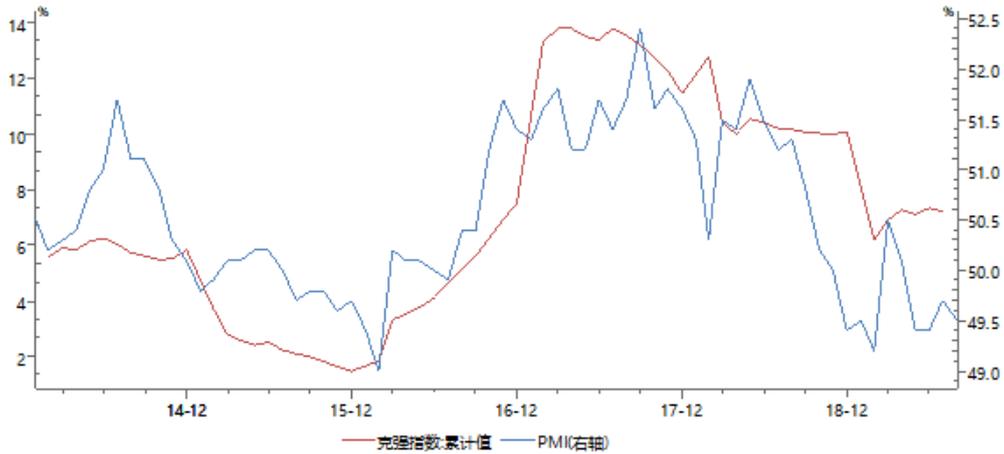
1.2 国内市场

经济下行延续，政策边际加码

近期召开的金融委第七次会议和国常会会议上，面对经济下行压力的加大，政策透露出了更为强烈的稳增长信号。而我们预计财政政策为主、辅以结构性的货币政策仍是未来托底政策的主要形式。财政政策方面，李克强总理在本周国常会上表示将“按规定提前下达明年专项债部分新增额度”，明年专项债额度可能在今年四季度提前下发，以缓解部分地方政府面临的再融资压力，保持财政政策力度的连续性。货币政策方面，李克强总理强调的“加快落实降低实际利率水平的措施，及时运用普遍降准和定向降准等政策工具”有望得到加快落实，本周央行宣布将于9月16日全面下调金融机构存款准备金率0.5个百分点，同时对于部分城商行定向下调存款准备金率1个百分点，此举将释放长期资金约9000亿元，有效降低银行的负债成本，进而降低实体企业的实际融资成本。

8月制造业 PMI 数据为 49.5，较上月小幅回落 0.2 个百分点，从 PMI 分项数据来看，生产、采购量和新订单指数均小幅走弱，产成品库存则有所上升，显示制造业仍存在较强的下行压力。7月，规模以上工业企业利润同比增长 2.6%，前值降 3.1%，受到基数效应的影响，工业企业利润的单月增速回到正值区间，但结构上看改善主要来自于石化、电气机械和汽车行业的拉动。

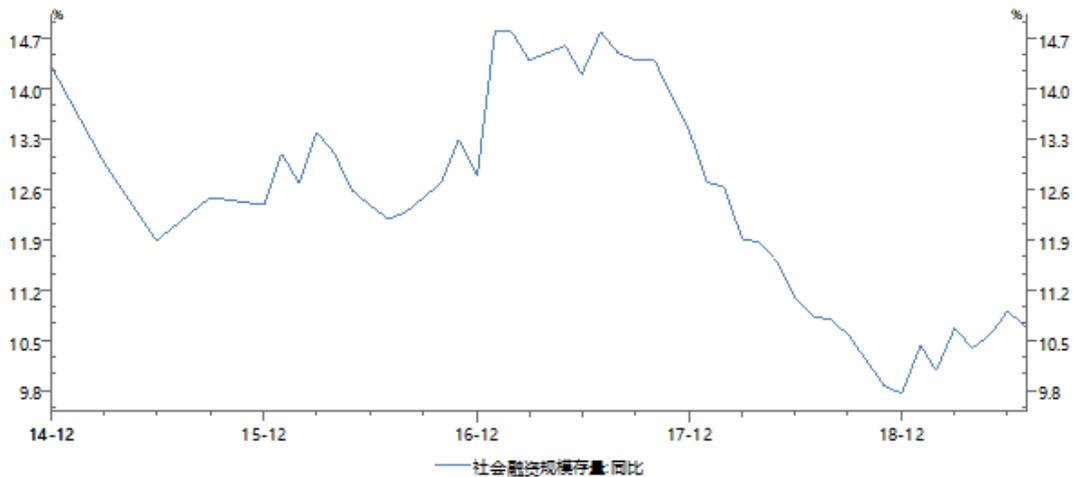
图：8月 PMI 继续小幅下滑，仍处于荣枯线以下



数据来源：Wind，招商基金

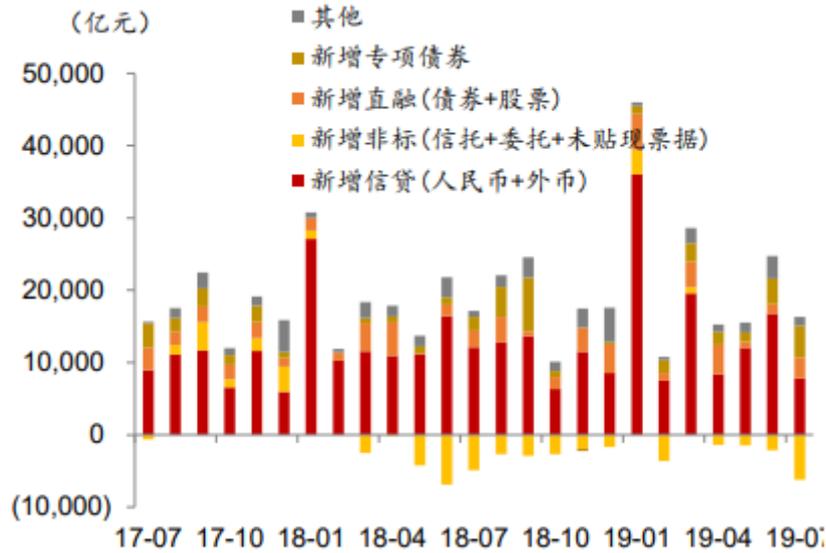
7月金融数据明显低于市场预期，社融存量增速从上月高点回落至 10.7%，新增人民币贷款 1.06 万亿元，也明显低于 1.24 万亿的市场预期。7月社融不及预期主要受到表内信贷疲软及表外票据回落的影响，若考察剔除表内票据和非银贷款外的有效贷款，增量不到 7000 亿元，显示实体经济的真实融资需求仍相对较弱。展望四季度，若明年的专项债额度可提前下发，或可缓和专项债发行的回落压力，但中小银行在包商事件之后缩表压力仍在，且对地产融资管控持续趋严，我们认为未来的信用派生仍有下行压力。

图：新口径下 7 月社融存量增速小幅回落至 10.7%



数据来源：Wind，招商基金

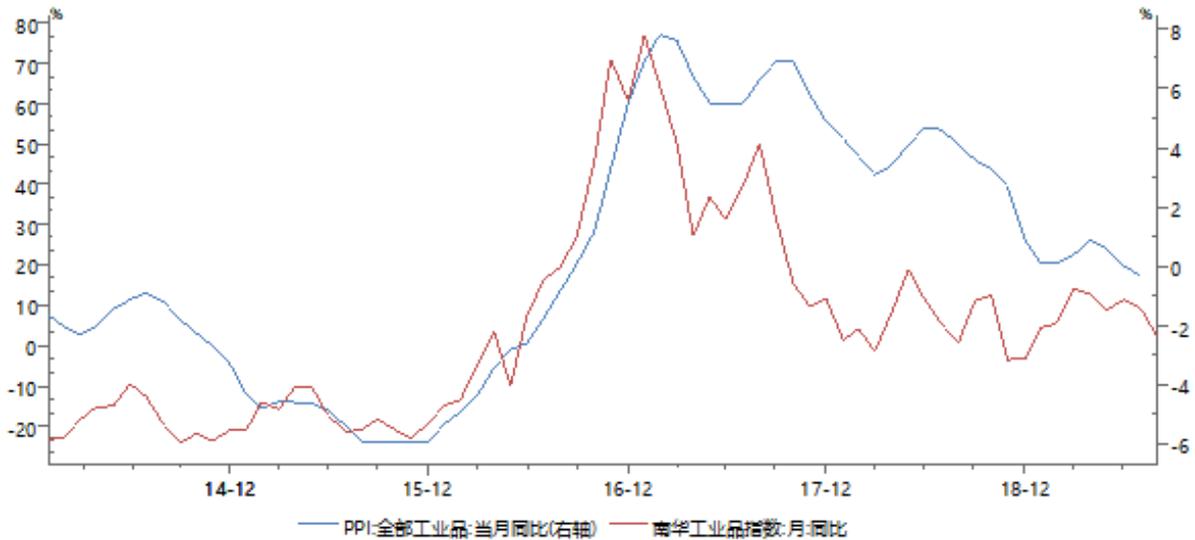
图：从 7 月数据来看，表内信贷和表外非标的下滑是导致存量社融增速回落的主要分项



数据来源: Wind, 招商基金

通胀方面, 7月通胀数据继续呈现结构化的特征, 一方面, 受猪瘟疫情和生猪存栏持续下降的影响, 短期内猪肉价格继续反季节性上涨, 带动CPI同比略超预期; 另一方面在剔除食品分项之后, 受到国际原油价格下跌和下游需求走弱的影响, 包括工业品、非食品消费品以及服务价格均呈现走低趋势, 其中PPI同比继续处于负增区间。我们认为, 当前国内工业品产能利用率仍在较高水平, PPI陷入深度通缩的风险不大, 而非食品项的疲软将对冲高的猪肉价格形成对冲, 山东寿光水灾的影响或主要体现在短期, 预计在基数效应下预计未来数月CPI也将步入下行通道。整体来看, 价格因素对于货币政策尚未形成明显掣肘。

图: 新涨价因素和基数效应减弱下PPI同比落入通缩区间



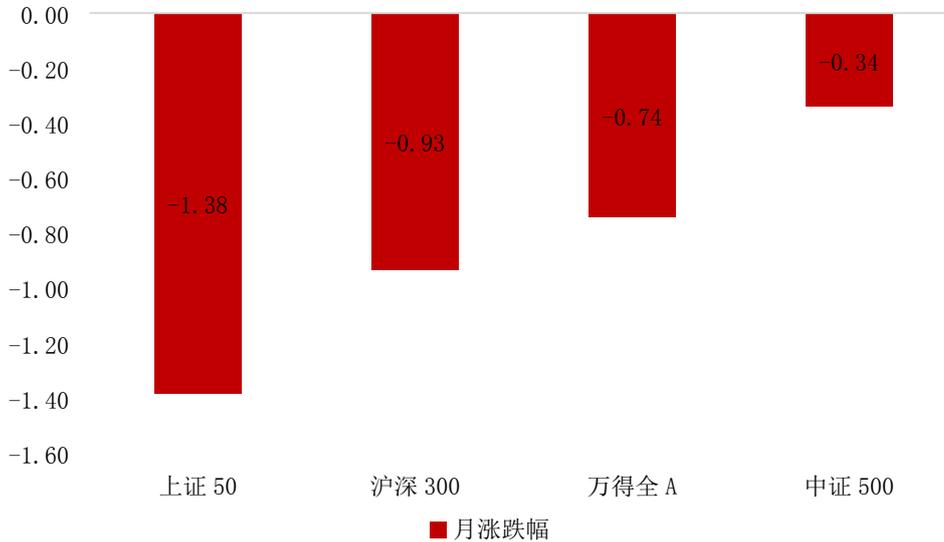
数据来源: Wind, 招商基金

2 大类资产观点

2019年8月, 我国股票市场受到外部事件的影响出现先跌后涨, 行情波动幅度较大(万得全A、沪深300、

上证 50、中证 500 涨跌幅度分别为-0.74%、-0.93%、-1.38%、-0.34%）。8 月全月的涨跌幅虽不大，但受到中美贸易的事件性冲击影响，股市呈现宽幅震荡的局面。

图：2019 年 8 月主要股指涨跌幅



数据来源：Wind，招商基金

再观债市，在海外债市收益率以及风险偏好持续下行的背景，8 月债市整体仍在偏强态势运行，全月下行 11bps。8 月初，政治局会议基调和贸易摩擦再起之下风险偏好有所下行，长端表现下行，期限利差收窄。至中下旬，在海外降息潮延续、中美贸易摩擦加剧、避险情绪升温、经济金融数据低于预期等因素催化下，债市持续上行，10 年期国债一度突破 3% 的重要整数关口，但随后在此位置持续震荡；期间，LPR 降幅低于预期以及猪价大幅上行则对债市形成一定负面拖累。8 月长端利率呈现下行，短端持平（10 年期国债收益率下行 11bps，1 年期国债收益率持平），期限利差小幅走窄（10 年期国债收益率与 1 年期国债收益率之差缩小 11bps），信用利差有所走阔（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上行 1bp）。

2.1 A 股市场

对于权益市场而言，在全球市场陷于调整以及中美贸易摩擦再度加剧的背景下，A 股近期的表现已显相当韧性，国内宽松政策力度边际加码已成为权益市场的主要驱动因素。从短期看，我们认为市场短期反弹的高度仍取决于刺激政策能否进一步兑现、改革举措能否加快落地以及中美贸易摩擦是否出现实质性缓解；未来若托底和改革政策持续落地，则市场风险偏好的提升仍有空间。中期来看，全球比差模式下国内资产价格的性价比更为凸显，全球债券收益率的走低和人民币汇率的趋稳之下，权益市场对于国内外长线资金的配置性价比正在逐渐显现；而随资本市场基础制度的完善以及改革红利的逐步释放，A 股市场的估值中枢有望继续缓慢上行。

2.2 债券市场

债券市场方面，考虑到当前持续走阔的中美利差，我们仍看好债市收益率的下行方向不变，当前时点利率债

仍优于信用债。国内方面，地产融资的趋弱以及中小银行的资产负债表收缩之下，均可能构成利率债进一步下行的催化剂；海外方面，美联储持续宽松周期以及美债利率的下行也强化了国内长端国债的下行动能。而从资产配置的角度来看，在全球负利率国债占比持续新高的背景下，国内债市对外资的吸引力正在逐渐增强，近期美国摩根大通公司宣布将把中国国债被纳入其债券指数，此举有望每月吸引 30 亿美元资金进入国内债市。

2.3 港股市场

8 月恒生指数和恒生国企指数分别下跌 7.4%和 5.5%，在全球主要股指中表现靠后。具体来看，1) 小型股 (-5.2%) 表现略好于中型股 (-6.1%) 和大型股 (-6.8%)；2) 香港本地/外资股 (-9.7%) 表现弱于中资股 (-6.2%)；3) 行业方面，医疗保健（两个子行业）、商业与专业服务、耐用消费品与服装、食品饮料等表现最佳，家庭与个人用品、媒体与娱乐、房地产、软件、消费者服务等表现最差。

8 月市场面临的不利因素多于有利因素。中美双方宣布互相增加关税；人民币兑美元随之快速贬值。香港本地动荡加剧，投资者对香港本地经济和本地股盈利预期迅速恶化。7 月信贷数据大幅不及预期，叠加贸易摩擦升级和海外降息，国内政策加码预期有所上升，LPR 改革推动利率市场化再进一步。国内加快改革开放，自贸区和深圳中国特色社会主义示范区陆续推出，利好相关板块个股。

经过 8 月的回调，我们认为 9 月市场可能出现弱复苏。人民币汇率经过初期快速贬值后，逐步趋稳有助于中资股的弱复苏。低估值、高股息收益率和高 AH 溢价水平有助于吸引长期配置资金。中报情况整体符合预期，下半年盈利趋势有望略好于上半年。外资 8 月大量流出，资金面压力进一步缓解。改革开放提速、企业降成本和促消费等政策有望控制盈利下行风险。

1) 当前恒指/恒生国企指数（剔除指数增强效应）12 个月预期 PE 已经跌至与 2016 年 2 月和 2018 年 10 月的估值水平附近。低估值提供了较强的安全边际，也有助于使市场对中美贸易反复的新闻反应钝化。

2) 8 月人民币兑美元中间价上行 2.96%，经过短期快速调整，当前人民币 3 个月无本金交割远期汇率与即期汇率的点差为 157bp，位于 5 年以来的低位（5 年均值为 509bp），显示短期人民币进一步贬值的压力有所缓解，汇率预期企稳为中资企业股价弱复苏提供了友好环境。

3) 截至 8 月 30 日收盘，以市值计 97%的香港和美国上市的中资企业已经披露中期业绩，整体净利润同比增长 14.1%（剔除美团后为 12.2%），2H18 为-4.0%（剔除美团后为 1.6%），与市场一致预期大致相当。金融板块（全部三个子行业）、互联网龙头、资本品、公用事业、房地产净利润增速较 2H18 实现大幅回升。业绩稳健和接下来的盈利趋势利好市场修复。

4) 资金流方面，我们认为 9 月整体资金流状况将好于 8 月。指数调整带来外资流入 A 股，可能对于相应的 H 股带来正面溢出效应。AH 溢价指数位于 130 的高位，有助于继续吸引长线南下资金流入。尽管美元指数料短期内继续维持在高位，但鉴于美股波动上升以及美债处于高估值，强美元对于新兴市场资金流的负面作用有望边际缓解。

我们建议围绕以下四条主线配置港股：1) 降成本和促增长措施的最终受益者——大消费板块；2) 互联网龙头（经过 8 月调整，估值吸引力上升）；3) 中美摩擦长期化背景下可能带来的机会，如部分科技硬件（5G）、半导体（进口替代）、资本品公司（基建升温）；4) 对长期配置者而言，目前的估值和股息收益率都具有吸引力，大银行、保险、券商龙头、互联网龙头、部分地产龙头长期持有有望带来较好的收益。

2.4 美股市场

美股 8 月小幅下跌。标普 500 指数、道琼斯工业指数、纳斯达克指数分别下跌 1.8%、1.7%、2.6%，在全球主要股指中表现居中。

本月美股波动显著上升，主导市场表现的因素包括贸易摩擦态势、海外风险（主要为阿根廷及欧洲）、美债收益率曲线倒挂程度。具体来看：1) 中美贸易纷争持续；2) 海外风险上升，引发全球避险情绪蔓延；3) 随着 3 个月和 10 年期国债收益率倒挂程度加深，美国 2 年期和 10 年期国债收益率、3 个月和 30 年期国债收益率在 8 月亦出现倒挂，市场对美国将进入衰退的预期上升，加剧避险情绪及市场波动；4) 美国 8 月 Markit 制造业 PMI 继续不及预期且跌入荣枯线以下（49.9），为 2009 年 9 月以来首次，市场对三季度美国经济增长放缓的预期进一步上升。

在 8 月展望中，鉴于盈利预期和估值双重压力对美股保持谨慎，我们认为市场波动率将加大。进入 9 月，我们延续这一观点。随着新的关税逐步开始生效，盈利预期下调压力或进一步加大，叠加估值仍处于高位，我们对美股持谨慎观点，下行风险大于上行风险。

盈利预期角度，8 月标普 500 指数 2019 年预期 EPS 仅下调 0.13%，进一步下修压力较大，基于 1) 我们认为当前的盈利预期可能并未充分反映贸易摩擦升温带来的边际影响；据纽约联储 8 月调查显示，约 79% 的制造业企业和 60% 的服务业企业表示受到关税的影响出现成本上升，其中，14% 的制造业企业和 12% 的服务业企业表示成本上升显著；由于最新一轮关税中终端消费品占比较高，对美国带来的输入型通胀的影响或大于前两轮关税；2) 持续强劲的劳动力市场和稳健的薪资增速与 8 月大幅下滑的消费者信心指数（89.8，前值 98.4）开始形成分化，或将进一步加剧企业的利润率压力；3) 海外（主要是欧元区和英国市场）需求持续放缓，市场料 9 月的欧央行会议将出台一揽子刺激政策，但在当前利率水平维持在历史低位的背景下，刺激作用的成效或较为有限，我们认为海外需求超预期下滑的可能性更大。

估值角度，当前标普 500 指数估值仍处于历史高位，在经济数据呈现分化、投资者情绪不稳定背景下，估值的脆弱性将继续令市场处于高波动状态。我们认为短期内估值水平的下行风险大于上行风险，由于 1) 市场对于美联储 9 月的降息预期已经接近 100%（降息 25bp 概率为 84%，降息 50bp 的概率为 16%），美联储 9 月超预期宽松的可能性较小；2) 尽管欧洲疲软的基本面以及较美国更为宽松的货币政策对美元形成短期支撑，但在全球避险情绪上升背景下，资金流趋向已逐步从美股转向美债（根据 Bloomberg 统计，8 月 ETF 流入美债的资金流高达 USD12.4tn，而整体 ETF 资金从美国净流出），这或将形成美债收益率曲线倒挂加深——股市恐慌加剧——资金进

一步流入避险资产的自我循环，因此在当前时点强美元对于美股估值不一定是正面支撑；3）短期内估值提升的催化剂仍然缺失。

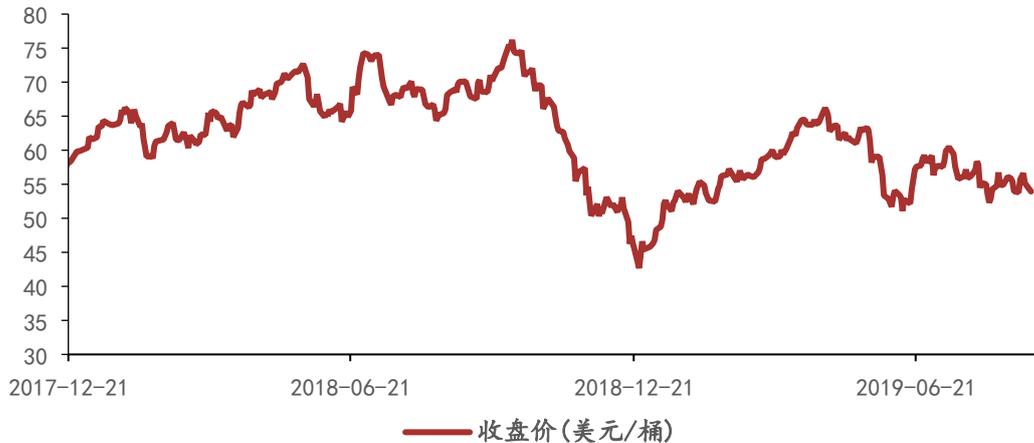
配置角度，利率下降和风险偏好偏弱的背景可能对以下领域比较有利：1）受益于实际利率下行的 REITS；2）受益于股债性价比抬升和市场波动上升的高股息低波动个股；3）受益于避险情绪可能进一步上升的贵金属行业公司；以及 4）需求相对稳定的防御性行业，如公用事业、电信、医疗器材与服务。

2.5 原油市场

2019 年 8 月油价走势回顾：羸弱的基本面导致原油市场震荡下行

2019 年 8 月，原油市场基本面的羸弱导致油价继续震荡下行。8 月美油价格继续震荡下行，跌幅达 4.7%。原油大幅下跌的主要原因是供给端的不确定性和需求端的持续低迷。8 月美国制造业 PMI 为 49.1，为 2016 年 8 月以来首次跌破 50 荣枯线。其中，新出口订单及就业分项是主要掣肘点：新订单分项 47.2，前值 50.8；新出口订单分项 43.3，前值 48.1；就业分项 47.4，前值 51.7。三季度经济增长的动能仍在持续减弱。此外，供给端仍具有较大不确定性。俄罗斯 8 月石油产出升至 1129.4 万桶/日，高于俄罗斯与其他产油国约定的产出上限，同时也创下 3 月以来最高。俄罗斯的减产不达预期对于减产协议的持续性具有较大挑战。

图：19 年 8 月美油震荡下行（美元/桶）



数据来源：Wind，招商基金

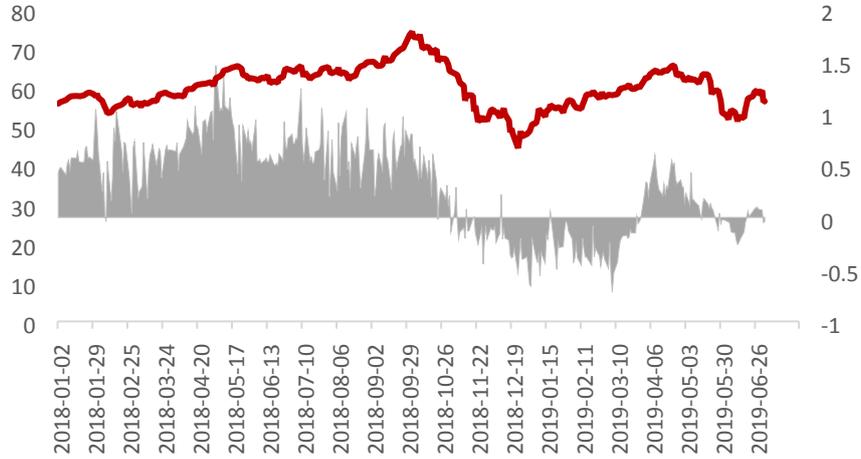
2019 年下半年油价走势展望：布伦特油价或延续在 55~65 美元中枢震荡

全球原油需求持续疲软，导致原油重新回到供给过剩状态。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，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。那么改善原油基本面的核心点在于供给端。

从供给端看，OPEC 超预期减产概率低，美油产量大概率继续创新高。上周美国原油产量为 1250 万桶/天，较之前一周增加 20 万桶/天。随着美国页岩油运输瓶颈的解决，根据 EIA 等预测，预计美油下半年或有接近五十万

桶/日的增量。而当前 OPEC 产量已至近 4 年来的低位，或许进一步下行的空间有限。下半年原油基本面的改善需寄希望于地缘事件，以及需跟踪美国降息的步伐。短期来看，原油供给端下行概率较低。

图：近远期价差显示原油重新回归供给过剩状态



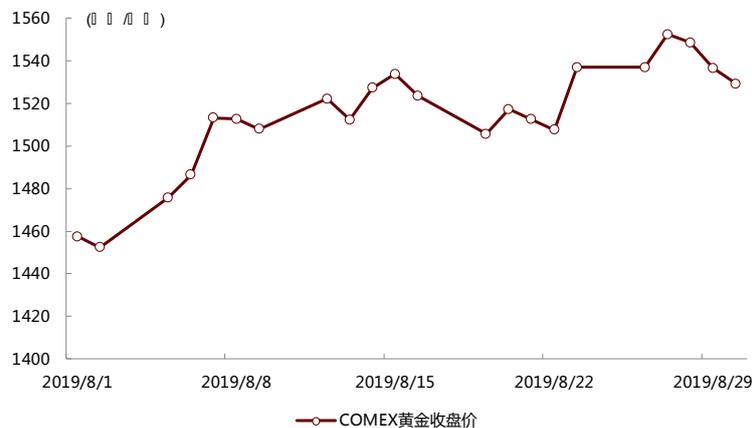
数据来源：Wind，招商基金

受到需求端困扰和供给端没有利好，预计油价持续下行压力仍存；但我们预计美国经济或于 2020 年初附近触底，当前美国大概率开始降息周期，或对原油价格形成支撑。预计 19 年下半年布伦特油价或延续在 55~65 美元中枢震荡。

2.6 黄金市场

2019 年 8 月份黄金市场回顾：我们认为 8 月份黄金价格的大幅上涨的主要原因为：（1）美国经济延续走弱趋势。（2）美联储的降息不及市场预期的判断。7 月利率会议已经坐实经济走弱，其实是降息周期的开始。（3）8 月美国国债收益率倒挂，实际利率转负，多家央行降息，负利率资产规模扩大，加上中美贸易摩擦带来的避险情绪上升，金价走高。因此，在 2018 年 8 月份，COMEX 黄金指数从 1,426.10 美元/盎司上涨至 1,529.20 美元/盎司，上涨 7.23%。

图：黄金价格在 8 月份大幅上涨



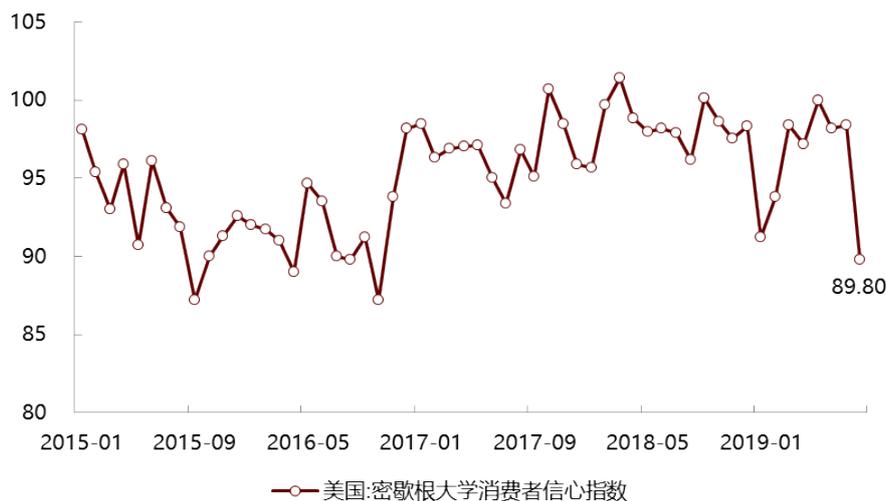
数据来源: Wind, 招商基金

2019年9月份黄金市场展望: 我们预计9月份的黄金价格仍将有上行动力。主要逻辑为: 美国降息概率较大, 欧央行料进一步宽松, 英国脱欧不确定性较大, 当前黄金配置逻辑未变。

(1) 美国经济下行压力依旧凸显。美国8月密歇根大学消费者信心指数终值为89.8, 低于前值92.1及预期值92.3, 为2012年12月以来最大月度降幅, 美国8月Markit制造业PMI49.9, 为2007年3月以来首次低于荣枯线。

(2) 黄金增持势头延续, 金价有望获得支撑。根据世界黄金协会数据, 各国央行去年共计购买651.5吨黄金, 为1971年以来峰值, 今年以来势头不减, 根据俄罗斯央行公布数据显示, 俄罗斯央行今年初以来增持了逾96吨黄金, 根据世界黄金协会数据, 在过去10年中俄罗斯黄金储备从2%增长至2018年四季度末的19%, 过去5年中其黄金储备几乎翻倍。

图: 美国消费者信心指数在8月份大幅下降



数据来源: Wind, 招商基金

2.7 汇率市场

8月市场回顾: 8月美元指数持续走强, 一举涨破99关口, 创下2017年5月以来最高水平。

美元指数在8月冲高原因包括: 1) 英国政局陷入混乱, 新任首相约翰逊强制延长议会休假、引发工党和部分保守党议员的激烈反对, 英国提前大选及硬脱欧的概率快速上升, 英镑、欧元汇率大幅贬值, 推高美元指数。2) 全球地缘政治事件频发, 阿根廷遭遇股、债、汇市场暴跌, 推升全球避险情绪, 资金快速回流美国、做多美元指数。

图：美元指数走势



数据来源：Wind，招商基金

本月人民币汇率持续走弱，主要的原因有两点：

(1) 美国上调对华 5500 亿美元出口商品的关税税率；其中，从 10 月 1 日起，上调中国 2500 亿美元出口商品税率至 30%（目前 25%），9 月 1 日、12 月 15 日上调中国共 3000 亿美元出口商品税率至 15%（原计划 10%）。

(2) 中国制造业 PMI 等经济景气指标下滑，打压市场对中国经济预期。

从外储数据看，7 月中国外汇储备下降 155 亿美元至 31036.97 亿美元，结束前 2 个月的上升。随着 8 月以来人民币贬值预期越发浓烈，外汇储备短期内大概率继续走弱。

图：官方储备资产：外汇储备

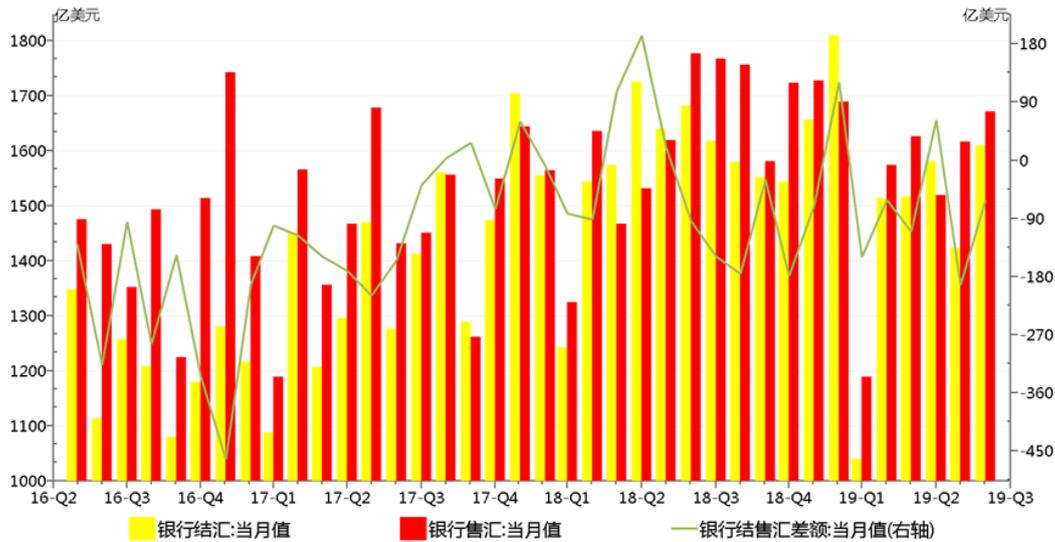


数据来源：Wind，招商基金

从银行结售汇层面来看，7 月银行结售汇由 6 月的 193 亿逆差小幅收窄至 61 亿逆差，这代表 7 月份资本流出

压力有所缓和。但伴随中美贸易摩擦的再次升级，各维度数据均显示，人民币短期将承压。

图：银行结售汇情况



数据来源：Wind，招商基金

我们预计9月份美元指数将保持高位，主要原因如下：

(1) 一方面，欧央行9月大概率降息，美欧利差趋于进一步走扩，对美元指数有支撑。同时，英国政局短期内仍趋于混乱。无论是重新大选，还是议会继续休会，都将给英国脱欧前景蒙上阴影，英镑、欧元汇率趋弱，支撑强势美元。

(2) 对于人民币汇率，我们认为短期将保持弱势。从最新跟踪情况来看，中美贸易关系在9月缓和的概率相对较低，美国已按计划从9月1日起开始对华商品征税。同时，国内经济方面，随着地产融资环境加码收紧，地产投资或将开始面临压力，拖累经济景气进一步下滑。

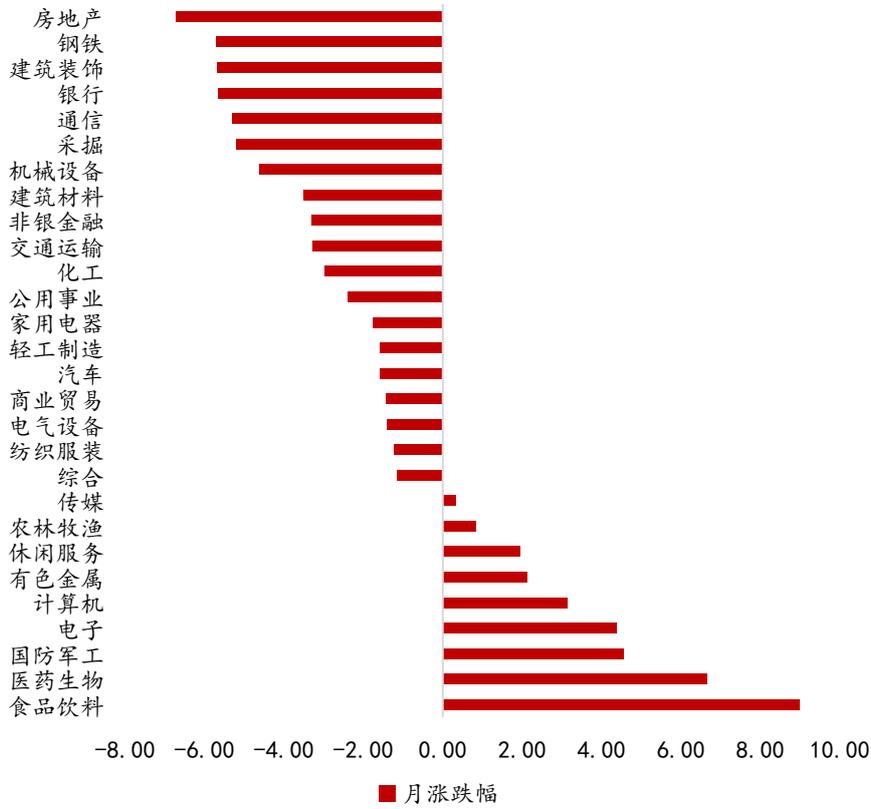
综合贸易关系和经济基本面变化来看，人民币汇率短期大概率保持弱势。本次贬值显然是国内为了应对中美贸易战的主动贬值，因此尽管波动加大，但总体汇率风险可控。

3 股债投资策略

3.1 A股投资策略

2019年8月，上证综指下跌1.58%，深证成指上涨0.42%，中小板指上涨1.53%，创业板指上涨2.58%。

回顾8月行情，指数整体涨跌幅不明显，但结构性机会仍较多，市场成交量较此前有所放大。板块方面，食品饮料、医药和军工涨幅居前，地产、钢铁和建筑装饰跌幅居前。

图：2019年8月行业涨跌幅


数据来源：Wind，招商基金

A股走向判断：短期而言，市场已经开始摆脱中美贸易摩擦的影响，关注焦点重新转向国内，刺激政策能否进一步兑现是决定反弹高度的关键因素。而70周年的国庆时点临近，我们预计短期市场的下行风险仍相对有限。

从中期角度看，A股市场连续调整下对于利空正在逐步消化，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8月30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42%、30%、11%分位水平。

图：主要A股指数估值水平

主要指数	2019/8/30	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%
WIND全A	16.6	58.2	11.5	19.8	31%				√						
WIND全A	26.2	76.2	13.8	29.1	42%										√
沪深50	9.5	48.5	6.9	11.5	22%			√							
沪深300	11.9	51.1	8.0	13.6	30%				√						
中证500	23.8	92.8	16.0	34.4	11%		√								
沪深1000	25.8	67.7	14.5	32.3	21%			√							
沪深1000	52.2	137.9	27.0	49.6	56%									√	
沪深300	41.3	96.7	15.9	40.9	52%									√	
沪深300	136.8	174.9	28.1	57.5	98%										√

数据来源：Wind，申万宏源，招商基金

结构选择：重点关注券商、科技和蓝筹的投资机会

近期国内宽松政策边际加码，市场风险偏好小幅上行，强 beta 属性的板块可能录得阶段性的超额收益，同时受益政策扶持和风险偏好抬升的科技板块也值得重点关注；此外，估值较为合理的部分蓝筹如银行板块也值得关注。

券商：资本市场战略地位提升，政策红利不断，逆周期宽松政策加码下权益市场的风险偏好仍有一定上行空间。从历史上看，四季度是宏观事件频发的时间窗口期，券商板块有望受益事件性催化以及年底的市场风格转换。

5G：5G 信号相比 4G 信号最大的升级是高频，高速率以及低延时，应用端的基础是大数据推动下的消费体验升级和工业效率提升。5G+国产替代驱动中国电子行业的发展机遇，未来随着 5G 深入发展及中国科创崛起，是中国电子行业成长的主要驱动力。重点推荐 5G 基站产业链、上游半导体元器件以及消费电子配件相关产业链等。

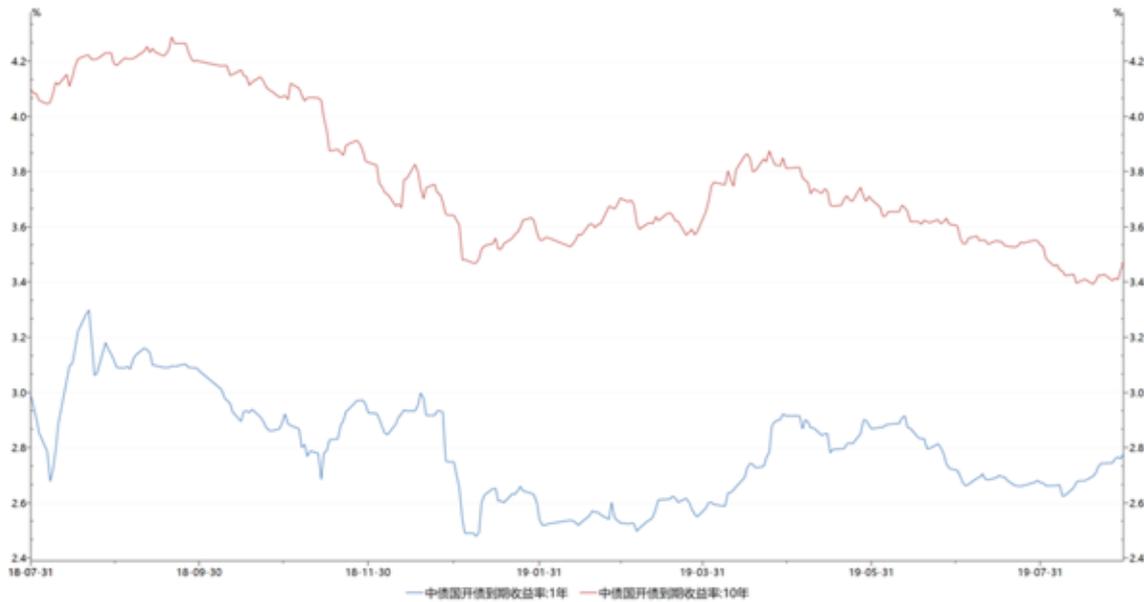
3.2 债券投资策略

3.2.1 利率产品

经济下行压力不减，内部方面对房地产坚持“房住不炒”的严控政策。8 月地产相关政策从销售端和投资端都进行了收紧，销售端来看主要是热点城市上调房贷的上浮比例，预计未来地产销售将会继续承压；投资端来看，房地产开发贷额度收紧是大势所趋，5 月银保监会发布 23 号文重点申明了对银行、信托等金融机构对房地产行业的放款加强监管，地产投资已经进入下行通道。我们预计房地产政策短期难以放开。外围经济也在持续回落，叠加中美贸易摩擦在 8 月继续升级，使得我国的出口、制造业等都将承压。

流动性方面，出于汇率和通胀的压力，8 月整体银行间资金面边际有所收紧，2 季度央行货币政策报告态度整体不变，继续“把好货币政策总闸门”，强调“及时应对市场波动”，对流动性进行边际调节。7 月到 8 月央行一共净回笼 2598 亿，并没有大量投放。周度数据来看，仅在缴税周央行有净投放，体现了央行根据市场波动进行预调微调，以及“保持定力”的态度。

展望未来，全球经济增长疲软，外部环境对债市构成利好，结合国内基本面债市的风险不大。目前收益率曲线形态十分平坦，市场聚焦在短端收益率是否有进一步下行空间。我们认为短期内货币政策宽松预期大概率依然难以兑现，在货币政策保持定力的背景下，资金利率大幅回落可能性有限，一定程度上限制了长端利率的底部。目前各期限绝对利差水平、信用利差等压缩至历史较低水平，建议仍然以维持中性久期，不盲目追涨。

图：中债国开到期收益率走势图


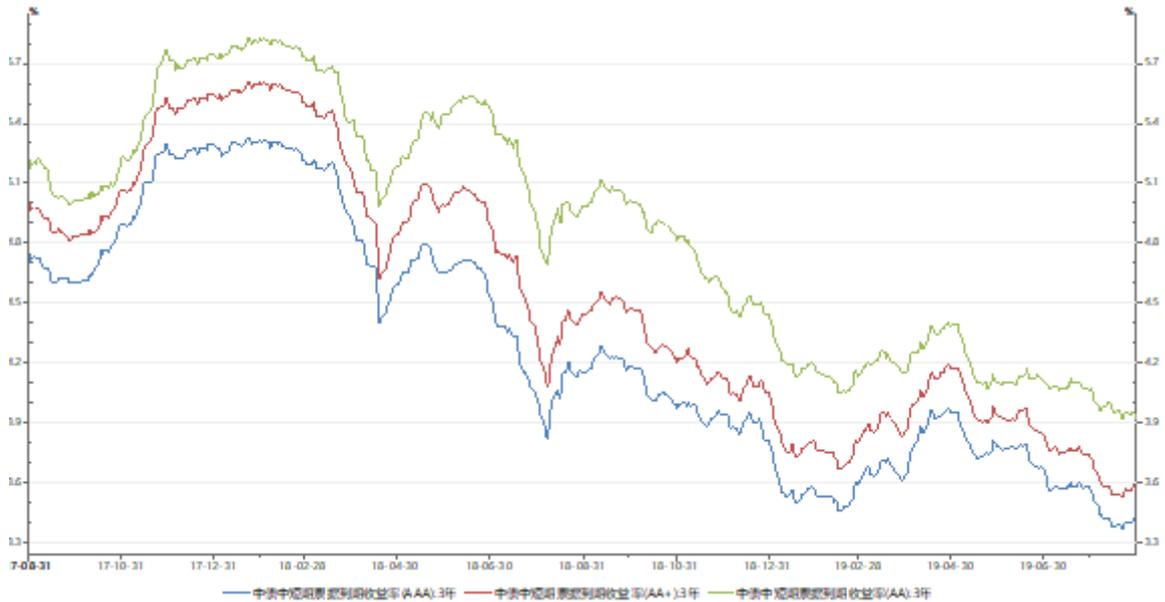
数据来源：Wind，招商基金

3.2.2 信用产品

企业债/公司债/中期票据的发行量方面，八月信用债发行量继续回升，主要受到半年报披露节点的季节性影响。具体来看，八月信用债毛发行 8911 亿元，环比增加 1136 亿元，同比上年同期也增加 1195 亿元；实现净融资 2595 亿元，环比大幅增加 962 亿元，同比上年增加 120 亿元。从结构上来看，八月中低等级债券发行有所回暖，AA+及以下主体评级的信用债净发行量 866 亿元，为年内第三高点，这与持续发酵的“资产荒”行情有较高的相关性。得益于此，虽然中低等级发行人融资环境有所改善，但基础并不牢固，后续仍有待继续观察。从券种来看，八月公司债、企业债及中票合计发行 479 支，毛发行金额 4896 亿元，净融资额 2352 亿元，净融资量创下年内新高，符合季节性。总体来看，八月发行情况从量上来看符合季节性规律，且收到“资产荒”的影响，融资结构有所改善，但目前外部环境和银行业风险暴露水平仍未实质下降，后续需继续关注低等级主体融资状况。

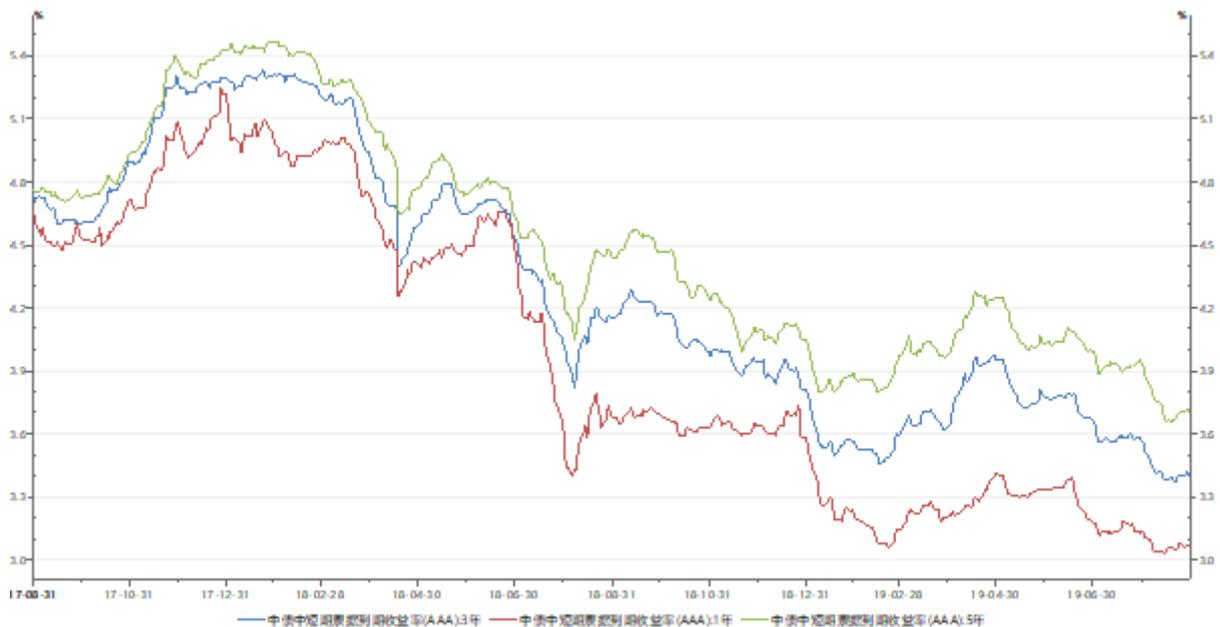
从二级市场来看，八月信用债收益率整体继续下行，但下行阶段主要在上半月，下半月整体呈现震荡走平的趋势。以 3 年中票为例，八月上半月各等级收益率均出现下行，并在 8 月 20 日左右到达月内低点，下行幅度在 14~20bps 之间，期限利差继续压缩，但低等级信用债的等级利差被动走扩。下半月各等级信用债收益率涨跌不一，变化幅度在 -2~4bps 之间，AA+收益率甚至有所上行，主要原因在于之前 AAA 和 AA+ 等级利差太低，内在价值下降。在当前“资产荒”行情持续进行的情况下，我们维持市场风险偏好将继续维持低位的判断，虽然目前央行对短端利率的把控限制了收益率继续大幅下行的空间，但导致收益率翻转上行的因素仍然难以出现，九月低等级信用债收益率仍然易下难上。我们仍将在坚持价值投资理念，做好类属资产配置，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

八月短融毛发行和净发行分别为 3477 亿元和 232 亿元，毛发行环比增加 396 亿元，净发行环比增加 381 亿元，主要还是受到季节性因素的影响。

二级市场方面，八月短融收益率走势与中长期信用债走势相似，均呈现先下后平的趋势，不同点在于低等级信用债等级利差有所压缩。具体来看，八月各等级收益率分别下行 6-15bps，目前由于政策利率仍然处于相对高

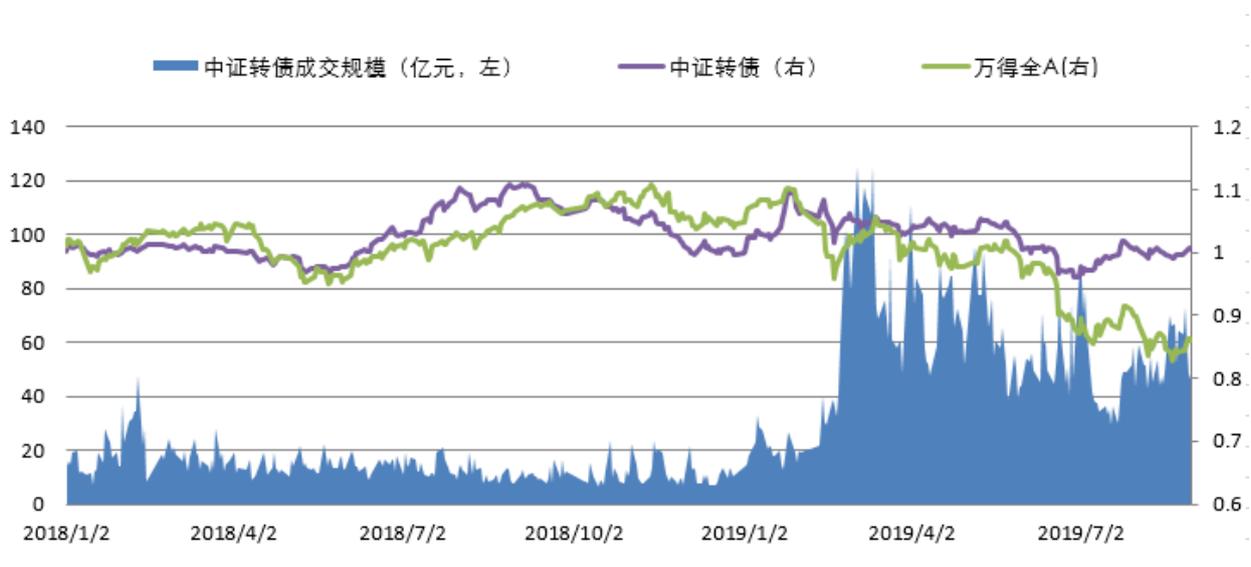
位，短端利率下行空间受限。后续需重点关注央行政策取向对短端利率的影响。

总的来看，九月信用债投资策略将延续之前价值投资理念，做好类属资产的配置，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 8 月份，万得全 A 微跌 0.74%，中证转债上涨 1.31%，上证综指下跌 1.58%，创业板指上涨 2.58%，中小板指上涨 1.53%。行业方面，申万一级 28 个行业里，食品饮料、医药生物及国防军工为涨幅前三，电子、计算机、有色金属表现紧随其后；房地产、钢铁和建筑装饰表现相对逊色。

图：2019 年 8 月转债指数与股票指数表现



数据来源：Wind，招商基金

8 月，宏观经济前景不明朗，业绩驱动还未到来，趋势性反转信号仍未出现。

截至 8 月 31 日，上市公司半年报已披露完毕。从中报数据整体看，A 股第二季度累计营收、净利润增速下滑，盈利状况在 2018 年四季度断崖式下滑后，目前整体盈利水平仍不容乐观。分板块看，沪深 300、中小板指和创业板指盈利状况均好于板块整体，指数所代表的龙头股比整体盈利更有韧性。

8 月 1 日，特朗普宣布进一步加征关税，对权益市场形成打压；随着中美贸易摩擦升级，贸易战常态化、影响淡化，市场自身的抗跌性得到一定程度的增强，但贸易战仍是极为重要的外部不确定性因素。

同时，十一将至，内部政策对冲效果初现，带来短期市场情绪面回暖。建设深圳先行示范区，加大改革创新力度；证监会松绑券商，两融细则进行调整；LPR 机制进一步兑现市场流动性宽松的预期，钝化部分低评级标的的信用风险，变相降息对股市整体影响偏正面；金融委第七次会议指出为更多长期资金持续入市创造良好条件，政策层面体现出提振市场的导向。

在外部冲击频现的大环境下，权益市场先涨后跌、延续横盘震荡，但整体来看 A 股表现出较好的韧性。

转债指数则相对振幅较小，且步入估值高地，交投活跃度亦上一台阶。转债在8月中旬附近回调后再次上涨到达估值高位，究其原因，主要是由于优质大盘资产净供给减少所致。5月以来，转债市场持续迎来大量转债公告赎回；反观新券发行则基本没有大盘品种出现，市场筹码明显减少，资金再配置效应推动8月月市场整体估值上升。此轮偏被动的估值拉升是否会被消化、以及在多长的时间维度上消化都有较大不确定性，在此背景下建议保守持仓、谨慎择券，关注真正具有业绩支撑的个券。