



# 招商基金季度投资策略报告

## 2019年第四季度



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 .....	4
<b>2 大类资产观点</b> .....	<b>7</b>
2.1 A股市场 .....	8
2.2 债券市场 .....	8
2.3 港股市场 .....	8
2.4 美股市场 .....	9
2.5 原油市场 .....	10
2.6 黄金市场 .....	12
2.7 汇率市场 .....	13
3.1 A股投资策略 .....	15
3.2 债券投资策略 .....	17
3.2.1 利率产品 .....	17
3.2.2 信用产品 .....	18
3.2.3 可转债 .....	20

# 招商基金 2019 年第四季度投资策略报告

## 1 宏观经济环境

### 1.1 海外市场

#### 衰退担忧加剧，宽松预期强化

全球“经济退、政策进”的主要线索继续演绎，而密集的政治事件也对市场情绪造成间歇性扰动；下一阶段，在全球财政政策受限的背景下，美欧央行采取的宽松货币政策是否足以将全球经济从衰退的泥沼中拉出、中美谈判进展仍是市场关注的核心议题。

美国经济继续呈现分化局面，经济晚周期特征明显：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，制造业景气度延续下滑态势；另一方面劳动力市场继续保持紧平衡，但薪资增长减速明显，或令核心通胀的回升态势承压；而房地产市场受到低利率的支撑继续呈现回暖势头。ISM 协会公布的 9 月制造业 PMI 为 47.8，较前值 49.1 大幅下滑，其中生产、新出口订单和就业是下滑最为明显的分项。而美国最新的就业和地产数据仍保持相对景气，9 月就业报告数据显示非农就业人数新增 13.6 万，虽略不及预期的 14.5 万人，但上月数据上修 3.8 万人，同时失业率继续下降至 3.5%，为近 50 年以来新低，在劳动参与率保持在 63.2% 不变的情况下，新增就业人口的主要瓶颈或在于供给受限而非需求疲弱；但值得注意的是，9 月的薪资增速从上月的 3.2% 回落至 2.9%，显示企业部门利润放缓的压力正在逐步传导至劳动市场，结合较上月明显回落的非制造业 PMI，市场担心经济放缓的压力正进一步扩散至其他部门。但与此同时，在宽松流动性的支持下，今年以来美国房地产行业的景气度正在进一步恢复，8 月新屋开工 121.1 万套，环比增长 12.3%，显著高于上期值-1.5% 和预期值 5%，同时建设许可、新屋和成屋销售均呈现环比上升。欧元区方面，以德国为首的制造业的下滑态势尚未出现明显的企稳迹象，而受制于财政纪律，预计大规模的财政刺激计划仍难以推出。欧元区 9 月制造业 PMI 终值 45.7，续创 2012 年 10 月以来的最低水平；其中德国经济进一步释放衰退信号，德国 9 月 ZEW 经济现况指数-19.9，显著弱于上期的-13.5 以及市场预期-15，其 8 月 PPI 为 0.3%，同样弱于上期 1.1% 及市场预期的 0.6%。日本方面，消费税如期上提，作为外向型经济体，其仍受到海外贸易减缓的不利影响。日本 8 月的进出口数据双双下滑，8 月出口增速-8.2%，较前值继续恶化，但是好于预期的-10%；进口增速为-12%，低于预期的-10.7%。政治事件的扰动是除疲软经济外的另一线索，美国方面，民主党保持的众议院于 9 月下旬正式宣布对总统特朗普启动弹劾程序，鉴于当前共和党仍占据参议院多数席位，我们认为弹劾最终成功的概率较低，但扩日持久的调查过程仍将增加美国政局的不稳定性，进而对经济产生负面影响；英国方面，10 月底的脱欧大限将至，新任首相鲍威尔约翰逊向欧盟提出了新的脱欧方

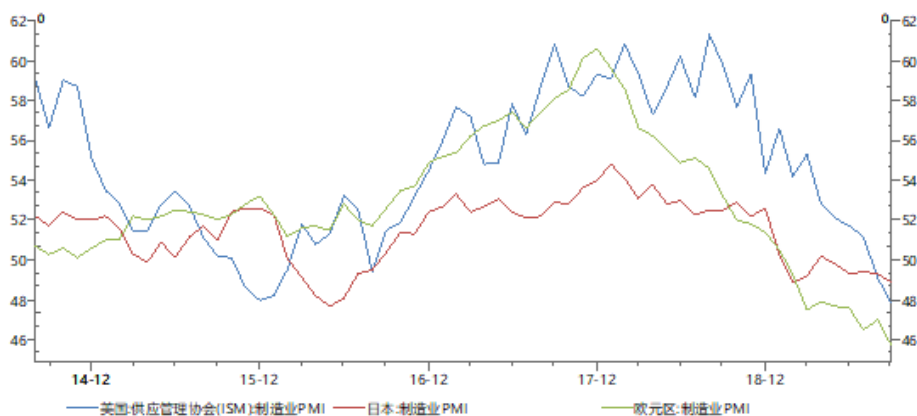
案，并强硬的表示将在 10 月底的最终期限前完成脱欧，但北爱尔兰的边界问题仍是双方的核心分歧点；在压力之下，达成新的延期协议、或提前大选均是可能的政策选项。

中美贸易谈判仍在进行过程中，但双方在科技、文化等非贸易领域的摩擦有所升温。近期，美国宣布将包括海康威视、大华股份及科大讯飞等 28 家公司列入其实体清单，而中方有关机构近期也宣布将停播涉及发表对香港事件不当言论的 NBA 相关赛事。我们认为，中美关系在更广范围内脱钩的风险虽有所上升，但仍是小概率事件。后续继续关注中美双方本周在美国华盛顿进行的新一轮谈判，若谈判无果，则 10 月 15 日美国对 2500 亿美元的关税从 25% 升至 30% 的措施可能生效；但从中长期来看，中美谈判为持久战，建议以平和心态看待。

美欧央行在 9 月如期兑现宽松承诺，但市场对于货币政策无效性的担忧有所加剧，而大规模的财政刺激政策在各国政治机制的掣肘下仍然难产。美联储在 9 月的议息会议上继续降息 25 个基点，但此次三张反对票以及点阵图显示美联储内部的分歧加大，同时为了保持政策的灵活性，美联储并未在前瞻指引中给出更多信号；而为了缓解回购市场利率的异常波动，美联储或在近期开始讨论恢复资产负债表的“有机扩张”，但同时强调这一扩张需要区别于主动性的 QE 动作。面对更加疲软的制造业数据，欧央行在 9 月的议息会议上推出了降息和 QE 的一揽子刺激政策，每月 200 亿欧元的购债规模虽小于市场预期，但此次并未设置明确的截止期限对于市场信心有所提振。在欧元区负利率规模占比持续上升的情况下，更为积极的财政政策或是改变当前“水多面少”僵局的解局之钥；但遗憾的是，在欧盟内部，政府资产负债表扩张的意愿与能力之间存在错配，政府债务水平较低的德国受制于 09 年推出的“债务刹车”机制和财政纪律，每年新增的财务赤字不超过 GDP 的 0.35%，而加杠杆意愿更强的意大利等国则受到高企的政府债务水平的掣肘。对于风险资产而言，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、日欧央行再度转向扩表，主要央行的资产负债表将再度迎来扩张，流动性的改善对于风险资产整体偏正面。

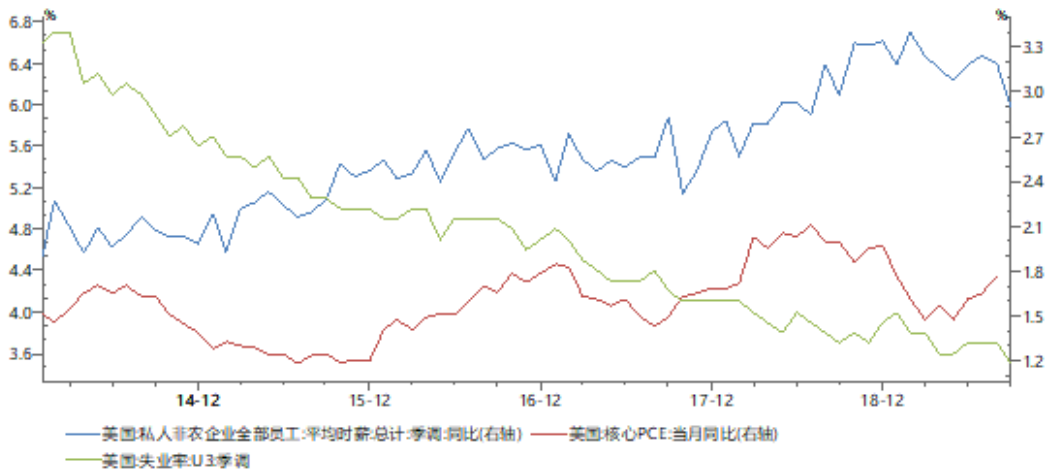
9 月美元指数仍在高位震荡，欧元区的经济数据持续疲软以及政治风险事件发酵下令美元指数持续获得支撑，但在美强欧弱的格局延续已久的情况下，美元指数继续上行的空间也已受限。从中期角度看美国经济增速的逐级回落以及“宽货币、紧财政”的政策组合下，美元指数的下行方向仍相对确定。

图：9 月美国和欧元区制造业 PMI 延续向下，日本小幅回落



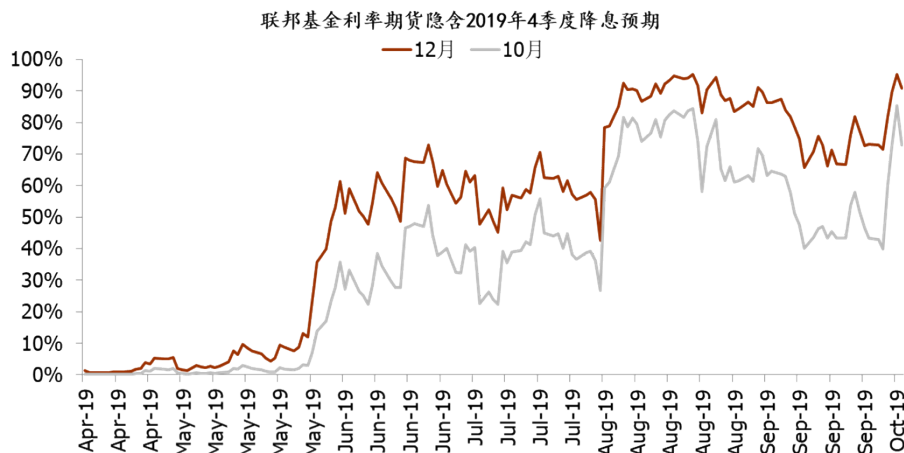
数据来源: Wind, 招商基金

图: 美国 9 月失业率继续下降, 平均时薪增速滑落, 核心 PCE 同比继续反弹



数据来源: Wind, 招商基金

图: 全球制造业景气度同步走弱下市场对于美联储四季度再度降息的预期持续升温



数据来源: Wind, 招商基金

## 1.2 国内市场

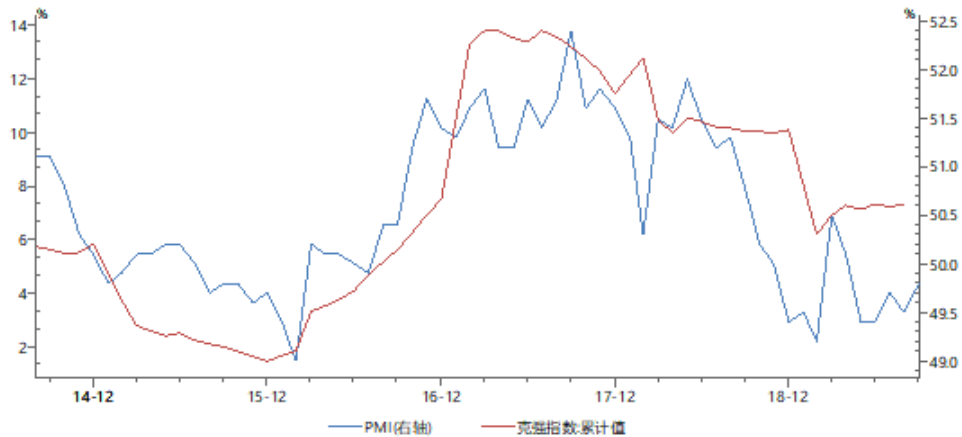
### 经济下行可控, 政策定力仍强

海外美联储和欧央行延续宽松态势, 但国内政策仍保持了相对定力。一方面, 经济仍处于下行态势, 但这一压力仍是可控的, 包括偏松的总量流动性、处于低位的地产和工业品库存以及人民币的适度贬值, 将平滑经济下行压力; 而全球货币政策的趋松继续为国内的货币政策提供操作空间。另一方面, 仍处于高位的资产价格以及猪价大幅上行下的潜在通胀压力, 对于总量货币政策仍形成一定掣肘。

9月制造业 PMI 数据为 49.8, 较上月回升 0.3 个百分点, 从 PMI 分项数据来看, 生产、采购量和新订单指数均呈现走强, 除有季节性因素以外, 也显示终端需求的下行压力有所趋缓。与此同时, 工业企业产成品库存增速继续下降, 自去年四季度以来本轮企业的去库周期或已接近尾声。

8月工业企业利润增速较上月再度回落，但结构上分化明显。整体上看，由于8月工作日同比少一天以及工业生产活动较弱的影响，单月增速回落至负增区间；结构上，上游行业受到黑色金属采选业、煤炭和石油天然气下滑的影响，收入和利润率均出现下降；下游企业则受到上游产品成本下降以及减税降费的积极影响，收入、利润率和利润增速均有所下滑。往前看，我们预计随着价格同比读数逐渐走出底部，以及企业库存水平逐渐下降至低位，企业整体盈利水平或有望阶段性触底。

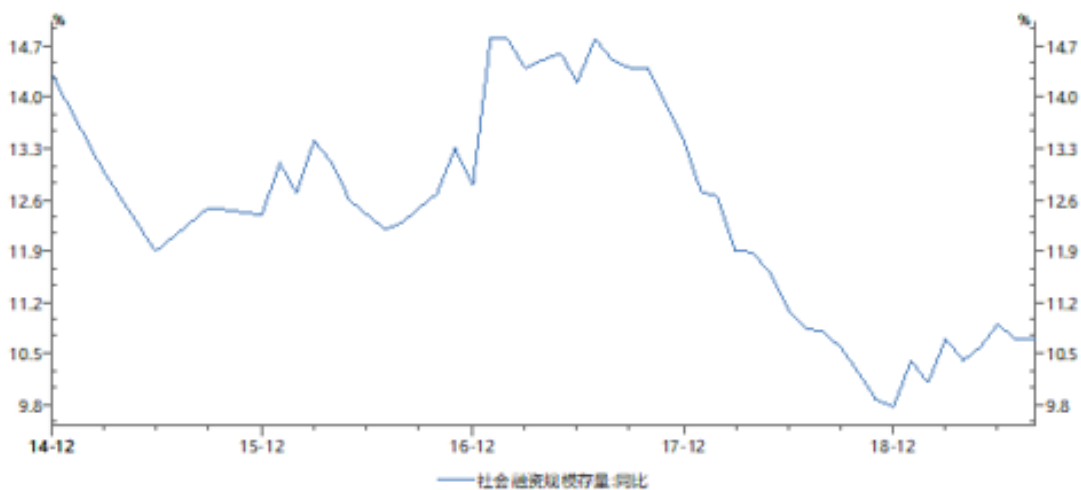
图：9月 PMI 小幅上行，克强指数整体走平



数据来源：Wind，招商基金

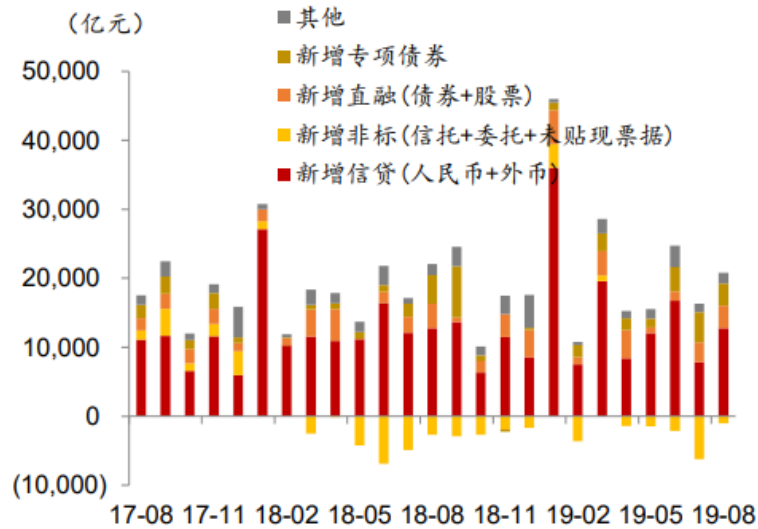
8月M2同比增长8.2%，社融存量同比增长10.7%。本月社融增速好于预期，主要是表外非标表现较好，包括委托和信托贷款较去年同期均有改善，或与专项债加快发行之下基建项目加快落地有关；8月表内信贷数据总量符合市场预期，但结构上企业和居民的中长贷占比好于预期，或受8月LPR报价机制改革后部分贷款需求较快释放影响。往前看，在对地产企业融资政策持续趋严的背景下，年内终端信用派生仍有走弱压力，而随着9月专项债额度发行完毕，去年高基数压力可能导致社融存量增速小幅走弱。

图：新口径下8月社融存量增速为10.7%，较上月持平



数据来源：Wind，招商基金

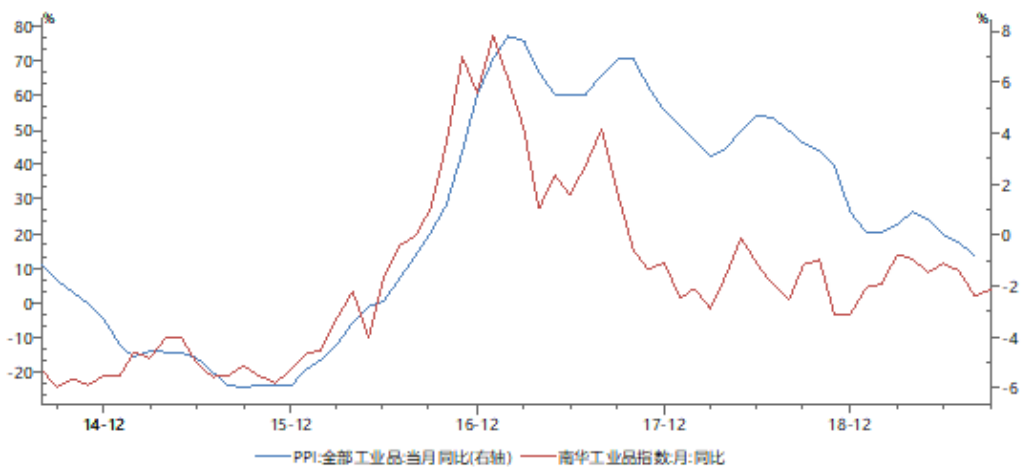
图：从 8 月数据来看，表内信贷放量及表外非标的改善是导致总量社融超预期的主要分项



数据来源：Wind，招商基金

通胀方面，8 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。往前看，猪肉价格近期有加速迹象，而沙特石油设施遇袭导致的供给端的冲击基本消除，油价再度回落，对于 CPI 在年内大幅上行的预期有所弱化，而 PPI 在总体需求较弱的情况下仍有小幅下行压力，但陷入深度通缩的风险仍相对有限。

图：新涨价因素和基数效应减弱下 PPI 同比仍在负增区间

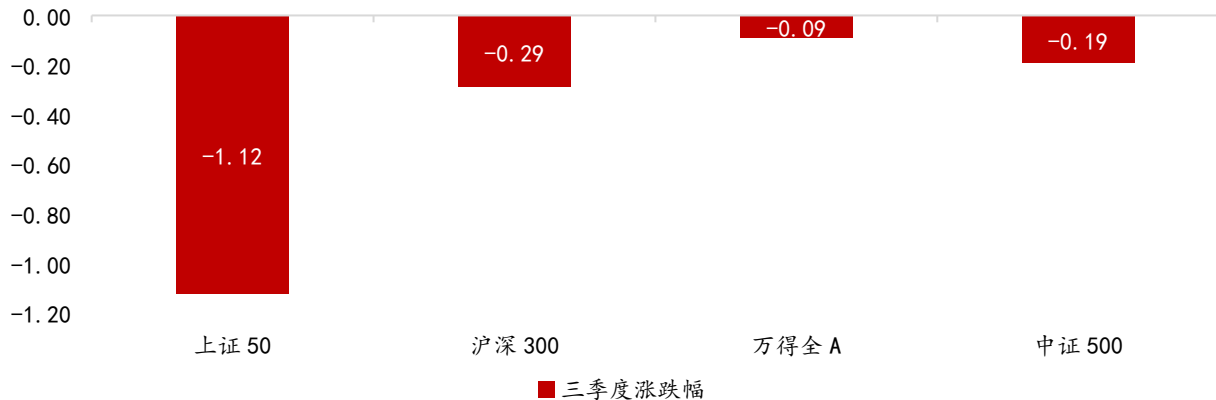


数据来源：Wind，招商基金

## 2 大类资产观点

三季度市场继续围绕中美贸易摩擦、国内经济数据以及货币政策的宽松预期变化而波动，A股市场呈现先跌后涨的V型走势，行情波动幅度较大，但整体录得微跌（万得全A、沪深300、上证50、中证500涨跌幅分别为-0.09%、-0.29%、-1.12%、-0.19%）。

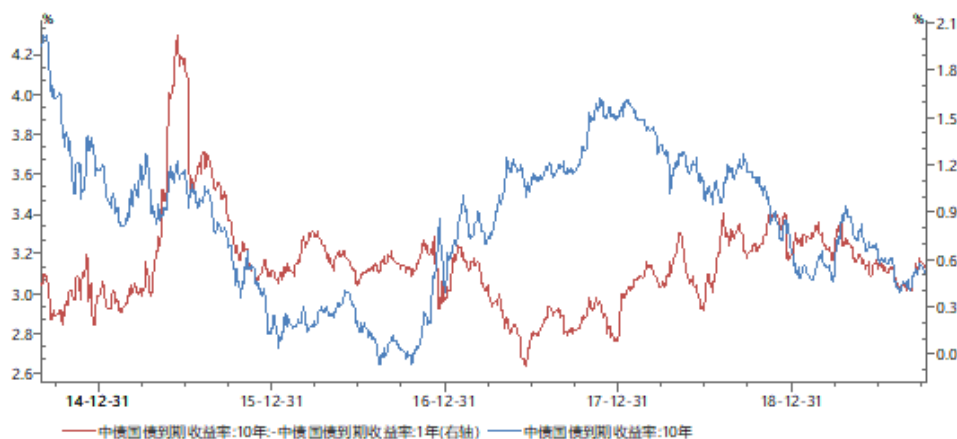
图：2019年三季度主要股指涨跌幅



数据来源：Wind，招商基金

再观债市，风险偏好的变化主导三季度的债市表现，10年期国债收益率整体下行12bps。7月至8月中下旬，在海外降息潮延续、中美贸易摩擦加剧、经济金融数据低于预期等因素催化下，避险情绪有所升温，长端收益率下行，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；至9月，LPR报价降幅低于预期且MLF续作利率维持不变，同时猪价继续大幅上行，CPI和社融数据均超预期，债市的宽松预期减弱，利率债出现明显回调。9月长端利率呈现上行，短端小幅下行（10年期国债收益率上行7bps，1年期国债收益率下行6bps），期限利差走阔（10年期国债收益率与1年期国债收益率之差扩大14bps），信用利差基本持平（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下行1bp）。

图：长端收益率出现上行，期限利差呈现走阔



数据来源：Wind，招商基金



## 2.1 A股市场

对于权益市场而言，9月下旬以来，宽松预期的弱化是A股陷入阶段性调整的主要原因。我们认为四季度指数或仍将呈现窄幅震荡的局面，或难现趋势性行情。三季度市场继续围绕中美贸易摩擦、国内经济数据以及货币政策的宽松预期变化而波动，展望四季度，中美摩擦或仍将间歇性扰动市场情绪，但其边际影响趋于弱化；而随着企业去库周期接近尾声，且价格因素逐渐趋于正面，宏观经济的下行预期或面临修复窗口期；与此同时，在美欧央行纷纷转向宽松的背景下，国内政策继续保持定力。四季度主要关注猪价上涨对于通胀全局的影响、重要会议释放的最新政策定调以及中美摩擦的演绎。中期而言，资本市场的战略地位的提升、市场基础制度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，中期看当前持续走阔的中美利差之下，国内债市对外资的吸引力正在逐渐增强，若未来人民币贬值预期阶段性弱化，则外资增配国内债市比重可能进一步增加。短期看，当前猪价进入快速上升阶段，同时在年初的低基数下预计至明年上半年食品价格仍有较强的上行压力，在政策保持定力的前提下，预计利率债仍以窄幅震荡为主。信用债方面，若经济阶段性企稳预期进一步发酵，则部分中低评级的信用债的利差仍有一定压缩空间，建议精选个券、适度进行信用下沉。

## 2.3 港股市场

9月全球主要股市迎来一波上涨，其中恒生指数和恒生国企指数分别上涨1.43%和1.17%，在全球主要股指中表现相对一般。具体来看，1) 小型股(-0.5%)表现弱于中型股(1.66%)和大型股(1.26%)；2) 香港本地/外资股(-9.7%)表现弱于中资股(-6.2%)。

9月市场面临的内外部不确定因素逐渐上升。中美贸易摩擦依然存在；汇率方面相对稳定，人民币兑美元为7.13，全月微涨0.14%，有所企稳。香港本地依然动荡，不利于香港本地经济恢复及本地股盈利预期，香港本地股面临基本面进一步恶化的预期。估值水平已经先行修复到了短期内合理的水平，然而企业盈利的预测仍然相对滞后，投资者在接下来将会更加的关注基本面的状况。

9月港股市场出现弱复苏，人民币汇率本月逐步趋稳，有助于中资股的弱复苏。考虑到近期内部和外部环境的不确定性均在上升，港股作为离岸市场的特性导致其内在的稳定性较为脆弱。虽然市场估值水平已基本回落至2018年年底的水平，但在盈利展望仍然脆弱的大背景下，仍然对市场的短期走势持谨慎观点。

1) 回顾2019年一季度，外部环境改善、人民币汇率企稳、企业盈利预期稳定和前期估值较低四个因素共同推动了市场出现较为明显的反弹。而如今前三项因素均有所转弱，仅余估值回到了2018年年底时的低位水平，对市场短期走势保持谨慎观点。

2) 9月人民币兑美元中间价下行0.21%，经过上个月的快速调整，本月人民币进一步贬值的压力已经有所缓

解，相信短期内汇率的因素对港股带来的负面影响会有所减少，但仍然需要警惕内外部环境的突然变化。

3) 中报业绩下滑和香港本地股拖累。香港主板（除金融业）的整体营收和净利润的累计同比增速在 2019 年上半年持续下滑。而 ROE、资产周转率和销售利润率（皆为 TTM 口径）在 2019 年上半年亦录得下滑。指数成分股方面，鉴于香港本地公司在 2019 年上半年的疲弱表现，恒生指数成分股的营收和净利增速跑输恒生中国企业指数，而恒生综合大型股指数成分股的营收和净利增速亦跑输中小型股指数成分。行业方面，诸如保险、能源、硬件设备和医疗服务等行业的 ROE 水平在上半年录得上升，其他行业 ROE 水平均有所下降，其中媒体、半导体、原材料和零售行业的 ROE 水平降幅最为明显。

4) 港股市场的存量主体投资者为外资机构投资者，而大量外资机构投资者的选股池基本聚焦于指数成分的大型股，其中恒生指数成分股为非常重要的选股范围，亦有大量外资机构投资者在港股市场做指数被动型投资。由于日前香港特区政府正式将 2019 年全年经济增速预测下调至 0%-1%，财政司司长陈茂波更表示本港 2019 年三季度经济增速可能录得负增长，即恐出现技术性衰退，这对恒指中占半数的香港本地公司基本面拖累明显。而对被动资金而言，因本港经济趋弱从而下调恒指仓位亦将被动影响中资股的股价表现。离岸市场的内在稳定性较为脆弱。作为典型的离岸市场，港股自身的内在稳定性较为脆弱，主要体现在低估值往往是市场反弹的必要条件而不是充分条件。在市场存量主体的外资持续流出港股市场的大背景下，市场整体仍将维持趋弱的态势。

在短期我们仍然认为传统的避险行业，诸如通信运营商以及公用事业将是稳定的选择。仍然对消费板块持正面看法，长期的首选板块仍然是消费服务业。此外在 TMT 板块中，建议投资者关注通信设备制造商以及软件服务行业在今年下半年的表现。值得一提的是，消费和 TMT 均为近期南下投资者加仓港股的重要流入方向。我们认为在南下投资者逐渐成为今年下半年市场重要的边际新增投资者时，相关板块有望在流动性方面获得一定支撑。此外对于权重的金融板块，我们则更加偏好大型内银和保险类公司。

## 2.4 美股市场

美股 9 月小幅上涨。标普 500 指数、道琼斯工业指数、纳斯达克指数分别上涨 1.95%、0.46%、1.72%，9 月美国经济数据不及预期，市场对美国经济衰退的担忧加剧。9 月美国制造业 PMI 指数录得 47.8，大幅低于市场预期，创自 2006 年 9 月以来的新低；9 月美国新增非农就业人数 13.6 万人，预期 14.5 万人，同样不及市场预期。美国经济数据公布后，10 月美联储降息概率飙升，美股下跌、10 年期美债收益率连跌、美元走弱，资产价格表现来看市场对美国经济衰退预期有所强化。情绪指标回归中性水平，美股估值仍反映经济韧性预期。截至 10 月 4 日，标普 500 动态 PE 估值倍数为 17.8X，仍属于历史偏高水平（2006 年以来）。我们认为美股大格局仍将维持高波动状态，尽管当前美股没有明显的泡沫化。但也意味着指数继续高位起跳需要更强的基本面趋势支撑，美股估值仍反映经济韧性预期，疲弱的基本面依然是美股波动的来源。

9 月美国经济数据不理想，美国制造业 PMI 一旦跌破“衰退线”，美国经济大概率陷入衰退，美股也会步入熊市。目前美国经济处于“衰退征兆期”，中短期内美联储大概率会采取更积极的宽松政策进行对冲，美股高位震

荡难免。长期来看，由于美国政策的空间比以往更有限，美国经济陷入衰退的概率在增大，需要警惕美股步入熊市风险。

盈利预期角度，美股 2 季度盈利增速达低点。标普 500 公司 2 季度整体营收和净利润增速分别为 5.4%和 4.0%，均达到自 2017 年以来的低点，下行的趋势确立。房地产和金融行业大幅超预期，而消费、能源、材料行业盈利低于预期。中美贸易摩擦对企业盈利影响显著，海外营收占比超过 80%的公司 1H9 盈利负增长 12.2%，显著低于整体的+9.6%。此外，自 2018Q3 开始，美国非居民部门投资增速开始下滑，2019Q1 的增速仅为 3.97%，创下 2017 年以来的新低。短期全球央行货币宽松能支撑美股估值，“多空博弈”下，高位震荡将延续。但中美贸易摩擦升温，企业盈利料将继续恶化。标普 500 公司 2019 年盈利增速预测已从二季度初的 3.2%下修至当前的 2.0%，而明年的预测增速也已从一季度末的 11.5%下调至 10.2%。此外，企业持有的现金下滑也意味着依靠巨额回购来支撑股价的行为难以为继。最后，占美国经济超过三分之二的消费在近期也已出现了下滑的苗头，美股盈利增速总体处于下修通道。

估值角度，目前美国三大指数道指、标普 500 和纳斯达克指数的 PE (TTM) 分别为 19.89、21.83、31.98。从相对估值水平来看，道指、标普 500 和纳斯达克指数分别处于 74.68%、70.16%、57.84%的历史分位，高于绝大多数国家的估值水平。美股三大指数中，纳斯达克指数所处历史分位最低。美国政府部门杠杆率已达 104%，企业部门杠杆率也始终维持在 70%以上，目前罗素 2000 的净债务/EBITDA 达 5.4 倍。2019Q2，标普 500 公司持有现金降至 1.74 万亿美元，而回购同比增速也下滑至 20.7%。2018Q2 居民部门消费信贷的同比增速已出现反弹，且去年 Q4 开始家庭还款占可支配收入的比例也出现了上升，但 PCE 增速却出现了放缓。前瞻性角度，标普 500 可选消费指数从 7 月 15 日的高点至 8 月 28 日跌 6.8%，必选消费指数跌幅仅 1.3%，同期标普 500 跌幅为 4.2%。

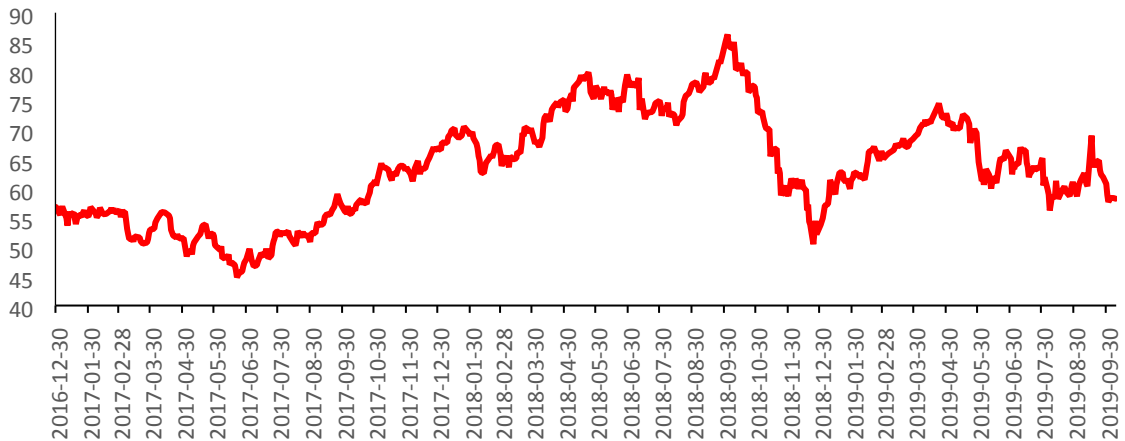
配置角度，美股科技板块 Q2 业绩环比小幅改善，但板块、个股间业绩分化明显，头部企业业绩明显占优，整体呈现弱复苏迹象。在 5G、云计算等带动下，半导体、IT 硬件等板块正逐步走出低谷，业绩有望逐季改善，但中美贸易摩擦将构成主要风险项，同时需关注软件板块高估值，以及后续商誉减值风险。虽流动性持续宽松，但当前市场亦缺乏估值进一步扩张基础。中期角度，建议投资者调升 IT 硬件、半导体板块配置权重，并进一步聚焦龙头个股。

## 2.5 原油市场

### 2019 年 9 月油价走势回顾：沙特遇袭，油价经历大起大落

9 月原油市场一改 2019 年以来由宏观主导的局面，转为地缘政治主导。9 月 15 日沙特阿美两处石油设施受到无人机攻击，对沙特 500 万桶/日的产油量造成影响，占沙特当前产油量的一半，给油价提供了强劲的上漲动能，油价当日跳涨最高涨幅达到 19%。随后沙特能源大臣阿卜杜勒-阿齐兹表示，石油产量将在 9 月底前恢复到袭击前的水平，复产速度超出市场预期，目前油价已回落至袭击前价格水平，回顾 9 月的原油市场可谓经历大起大落。

图：19年9月原油价格经历大起大落（美元/桶）

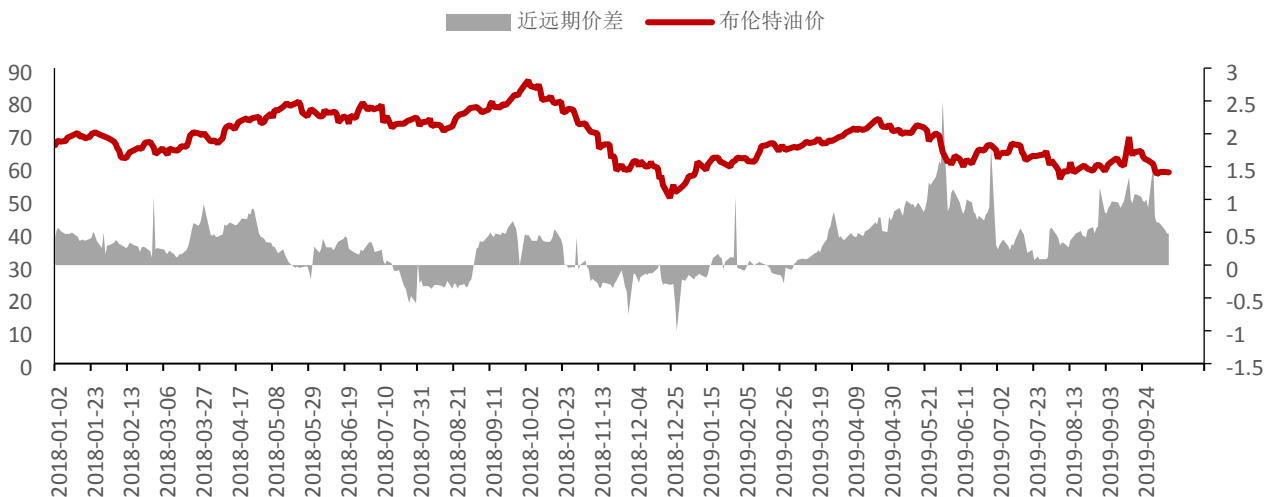


数据来源：Wind，招商基金

### 2019年10月油价走势展望：预计波动率偏高，震荡向上概率较大

地缘政治层面，10月地缘政治事件密集，包括沙特生产恢复进度、中美贸易谈判、英国脱欧、伊拉克局势等，尤其需关注伊拉克动乱升级的可能性，这些事件的结果具有高度不确定性，再度注定了这又是一个波动率偏高的月份。宏观层面，美国8月制造业 PMI 回升，通胀好坏参半似乎有经济回温迹象，后续可关注年内美联储是否将再次降息刺激经济。受国际贸易关系的紧张和英国“脱欧”的影响，欧元区经济增速上行仍承受较大压力。尽管受地缘政治、宏观及供需等诸多因素影响，原油的升水结构显示了市场偏乐观的情绪，我们认为10月油价波动率偏高，方向上震荡向上概率较大。

图：近远期价差显示原油重新回归供给过剩状态（美元/桶）



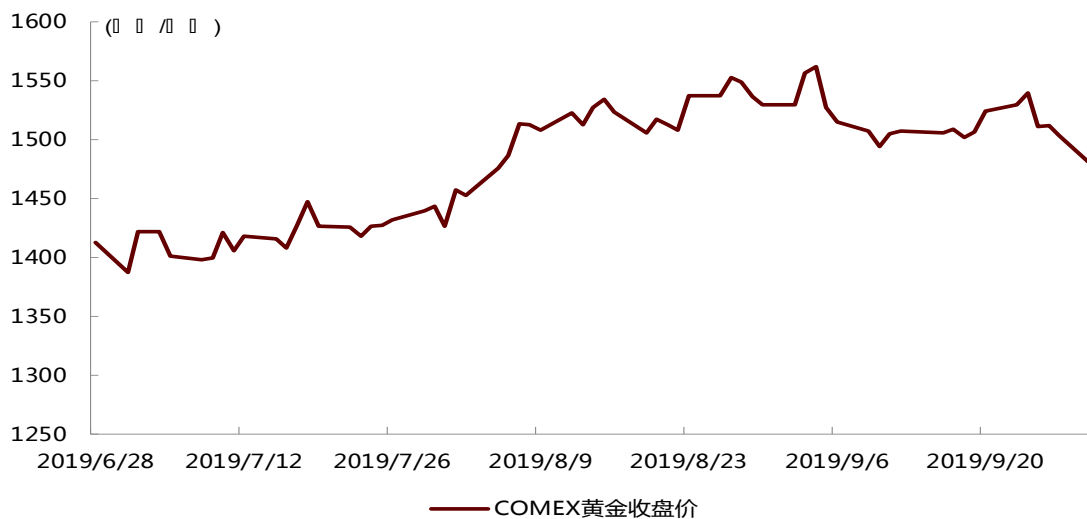
数据来源：Wind，招商基金

## 2.6 黄金市场

我们认为 2019 年第三季度黄金价格的大幅上涨的主要原因为：（1）全球经济压力显著承压，美国经济延续走弱趋势。（2）三季度全球市场环境不确定性上升，黑天鹅事件频发，例如沙特事件、英国脱欧新方案被否以及中美贸易谈判进程反复。（3）美联储的降息不及市场预期的判断。（4）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 2019 年第三季度，COMEX 黄金价格指数从 1,412.50 美元/盎司上涨至 1,478.30 美元/盎司，上涨 4.66%。

图：COMEX 黄金价格指数在 2019Q3 大幅上涨



数据来源：Wind，招商基金

我们预计 2019 年第四季度的黄金价格仍将有上行动力。主要原因为：美国经济的下行压力带动货币政策宽松，欧洲经济的持续疲弱使得欧央行进一步宽松，英国脱欧不确定性和中东局势不稳定等风险事件提升黄金的避险价值，保值需求的不断增加将有力支撑黄金价格。

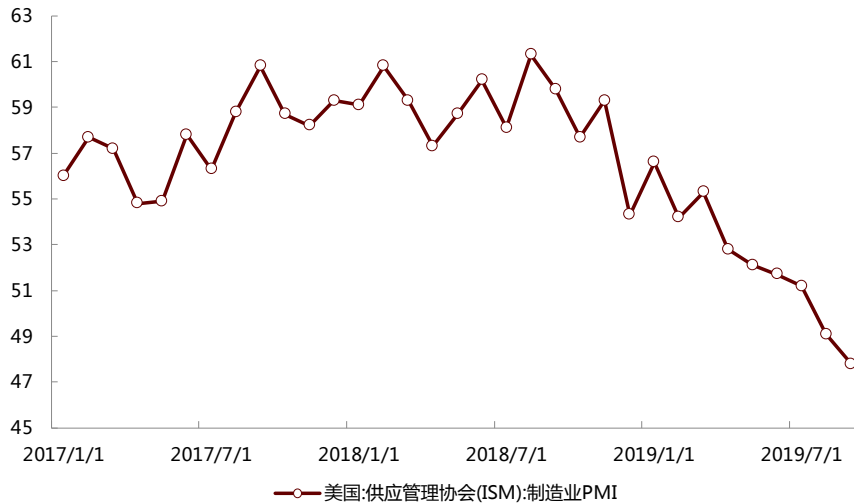
（1）全球主要经济体的经济下行压力显著，将带动货币政策的进一步宽松。最新公布的 9 月全球经济数据，欧元区继续下行，美国 9 月 PMI 也连续第 2 个月低于 50，不过 9 月非农虽低于预期，但失业率将至 3.5%。不同于欧洲经济下行的确定性，美国经济仍难言以步入衰退。不过随着美联储在“钱荒”之后不断向市场释放流动性，美债收益率重新下行至前底位置。

（2）在地缘政治风险频出的背景下，黄金的避险价值凸显。近期沙特石油设施遭遇袭击，美国声称将对伊朗实施愈发严厉的经济制裁，同时沙特后续或将有所作为，地缘政治风险频出，避险情绪或将提升，黄金作为传统避险资产有望得到青睐。

（3）黄金在市场动荡的环境中具备保值功能，保值需求的不断增加将有力支撑黄金价格。今年美国经济运行

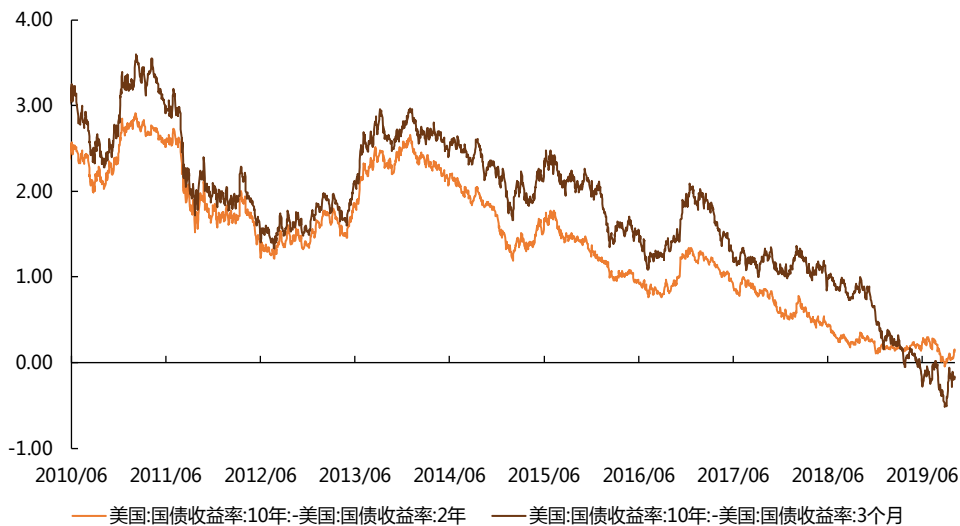
趋弱是大概率事件，通胀水平惯性上升，全球央行掀起降息潮，实际利率水平或将接近与零，全球范围贸易摩擦将进一步推高通胀水平，对于滞胀的担忧持续提升，黄金在滞胀阶段相对收益较高的保值特性或将持续得到资金的青睐，金价有望得到持续支撑。

图：美国 PMI 指数持续低于 50



数据来源：Wind，招商基金

图：美国国债期限利差倒挂



数据来源：Wind，招商基金

## 2.7 汇率市场

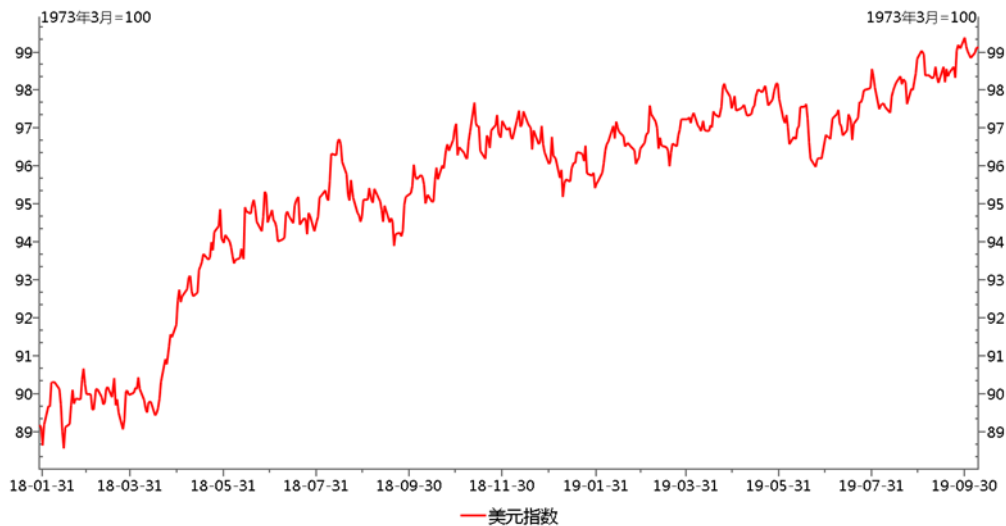
2019 年 3 季度，美元指数从 96.5 左右持续上涨至 99 以上，最高升至 99.4、创 2017 年 5 月以来新高。美元指数持续上涨的原因有两点：

(1) 欧洲经济景气加速回落，叠加欧央行宣布降息、重启 QE 等，持续打压欧元汇率、被动推高美元指数。6 月以来，欧元区制造业 PMI 由 47.6%进一步下行至 45.7%，不仅持续位于荣枯线以下，更是屡创 2012 年来新低。

经济回落压力下，欧央行在 9 月宣布下调存款基准利率 10bp，并自今年 11 月起重启资产购买计划。

(2) 英国脱欧屡屡受阻，持续打压英镑汇率、被动推高美元指数。英国新任首相约翰逊 7 月上任后，尝试使用多种手段加速英国脱欧进程，包括提出新的脱欧协议、关闭英国议会、提议提前大选等。但受英国议会阻挠，以及在野党工党反对等，上述尝试纷纷宣告失败。

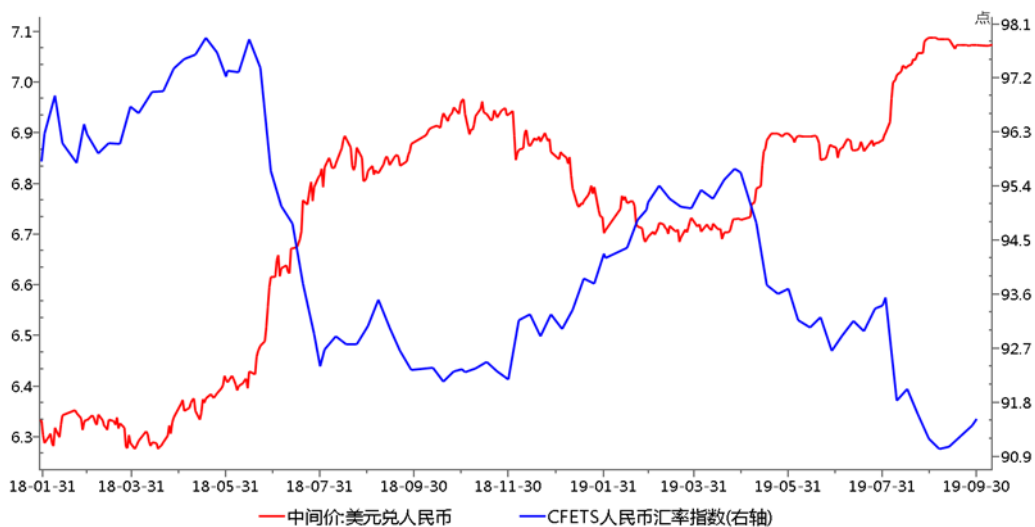
图：美元指数走势



数据来源：Wind，招商基金

2019 年 3 季度人民币兑美元汇率由 6.89 大幅走弱至 7.07，主要因为 8 月以来，美国宣布对中国 5500 亿美元商品加征关税、双边贸易摩擦升级。具体包括，8 月 1 日，美国宣布对中国 3000 亿美元输美商品加征 10% 关税；8 月 24 日，美国再次宣布，将提高对中国 5500 亿美元输美商品关税税率（2500 亿税率由 25% 提高至 30%，3000 亿税率由 10% 提高至 15%）。

图：美元兑人民币走势

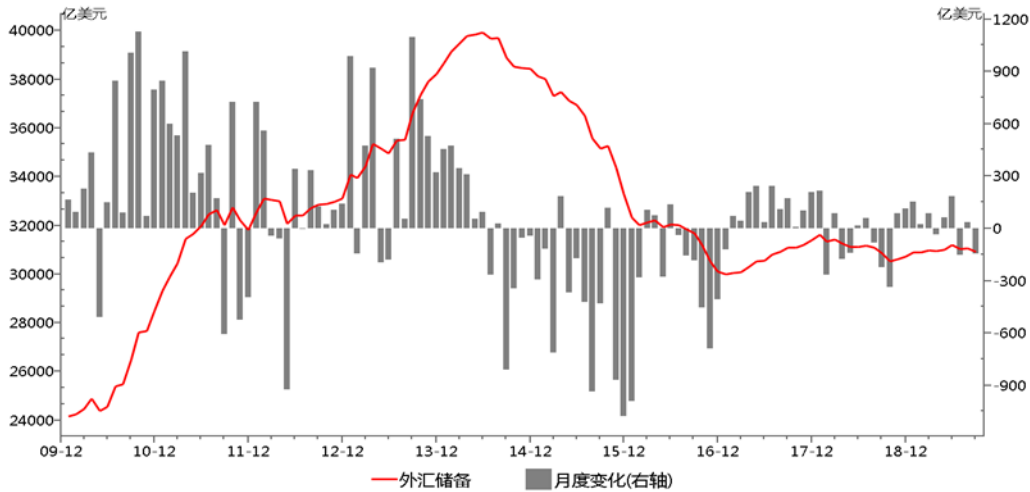


数据来源：Wind，招商基金

从外储数据看，3 季度中国外汇储备下降 269 亿美元至 30924 亿美元，未能延续前 2 个季度的回升态势。外汇

储备的下滑，与人民币汇率的大幅走弱密切相关。从银行结售汇层面来看，7月、8月银行结售汇分别为逆差61.5亿美元、逆差53.8亿美元。出口加速恶化下，贸易顺差的持续收窄，是银行结售汇持续为逆差的主因。

图：外汇储备及月度变化



数据来源：Wind，招商基金

我们预计4季度美元可能继续维持强势，主要原因如下：（1）欧洲等非美经济体景气趋进一步下滑，对美元指数形成支撑。具体来看，欧洲经济主要依赖出口驱动，而出口又主要依赖美国和中国。在美国经济加速走弱和中国经济继续承压的背景下，欧洲经济的表现一定会比美国更差，形成美强、欧弱格局。这一背景下，欧元汇率大概率持续保持弱势，支撑美元指数被动走强；（2）英国脱欧或一波三折，继续打压英镑、支撑美元指数。目前，英国保守党内部，以及保守党与工党、保守党与欧盟之间，依然未能就脱欧协议达成一致。随着英国脱欧截止日日益临近（10月31日），英国脱欧进程或将一波三折，不利英镑汇率。

### 3.1 A股投资策略

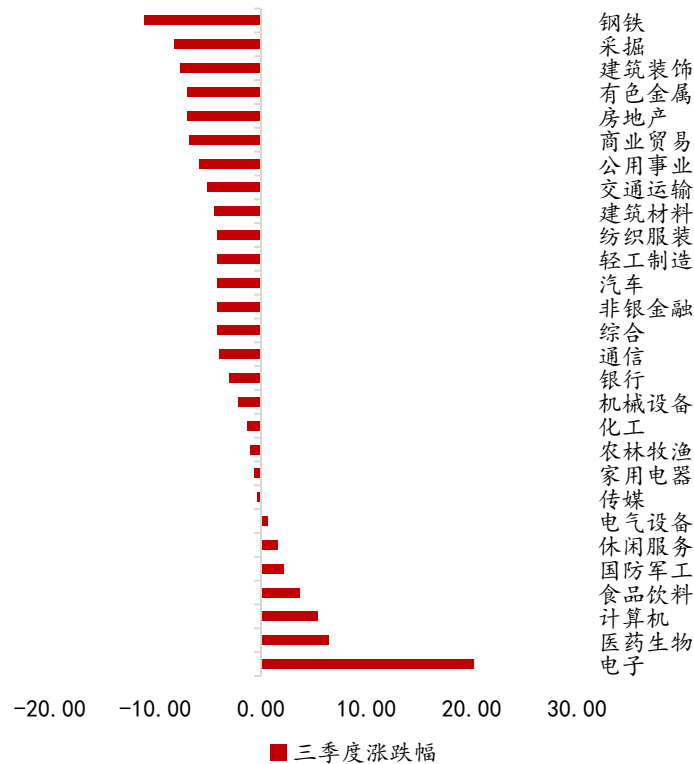
**三季度市场回顾：板块分化，电子、医药和计算机涨幅居前，钢铁、采掘和建筑装饰跌幅居前。**

2019年三季度，上证综指下跌2.47%，深证成指上涨2.92%，中小板指上涨5.62%，创业板指上涨7.68%。

回顾三季度行情，指数呈现分化走势，市场结构性特征明显，此前相对抗跌的主板滞涨，而创业板和中小板指则录得明显涨幅。板块方面，电子板块一枝独秀，医药和计算机涨幅居前；而钢铁、采掘和建筑装饰板块则跌幅居前。



图：2019 年三季度行业涨跌幅



数据来源：Wind，招商基金

**A 股走向判断：短期区间震荡，中期战略看多。**

短期而言，我们认为四季度指数或仍将呈现窄幅震荡的局面，难现趋势性行情；宏观经济的下行预期或面临修复窗口期，且价格因素逐渐趋于正面；而国内政策继续保持定力，主动推出大规模刺激的意愿不强。从中期角度看，市场基础制度改革红利的逐步释放下，A 股市场的估值中枢仍有望继续缓慢上行。从当前的估值水平看，截至 9 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 44%、31%、12%分位水平。

图：主要 A 股指数估值水平

主要指数	2019/9/30	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%		
WINDI A	16.9	58.2	11.5	19.8	32%												
WINDI A	26.7	76.2	13.8	28.9	44%												
沪深 300	9.5	48.5	6.9	11.5	23%												
中证 500	11.9	51.1	8.0	13.6	31%												
PE(TTM)	24.3	92.8	16.0	34.4	12%												
1000	26.0	67.7	14.5	32.3	22%												
1000	52.6	137.9	27.0	49.7	57%												
	42.1	96.7	15.9	41.0	55%												
	138.6	174.9	28.1	57.7	98%												

数据来源：Wind，申万宏源，招商基金

### 结构选择：重点关注金融地产和科技板块的投资机会

板块上，推荐低估值的周期性板块以及 5G 相关的科技板块。当前包括银行、地产等周期性板块的估值普遍处于偏低状态，若四季度宏观悲观预期修复、叠加年底估值切换，周期性板块面临估值修复机会；另一方面，受政策扶持且处于行业景气度上行的 5G 相关产业链仍是我们关注的重点，包括电子元器件以及半导体板块等。

银行：当前银行板块的资产质量表现平稳，同时估值处于历史低位，部分个股的股息率具有较高吸引力。建议关注四季度估值切换行情，过去 10 年中，A 股银行股在 8 年的四季度中均获得正绝对收益。

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。重点看好 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

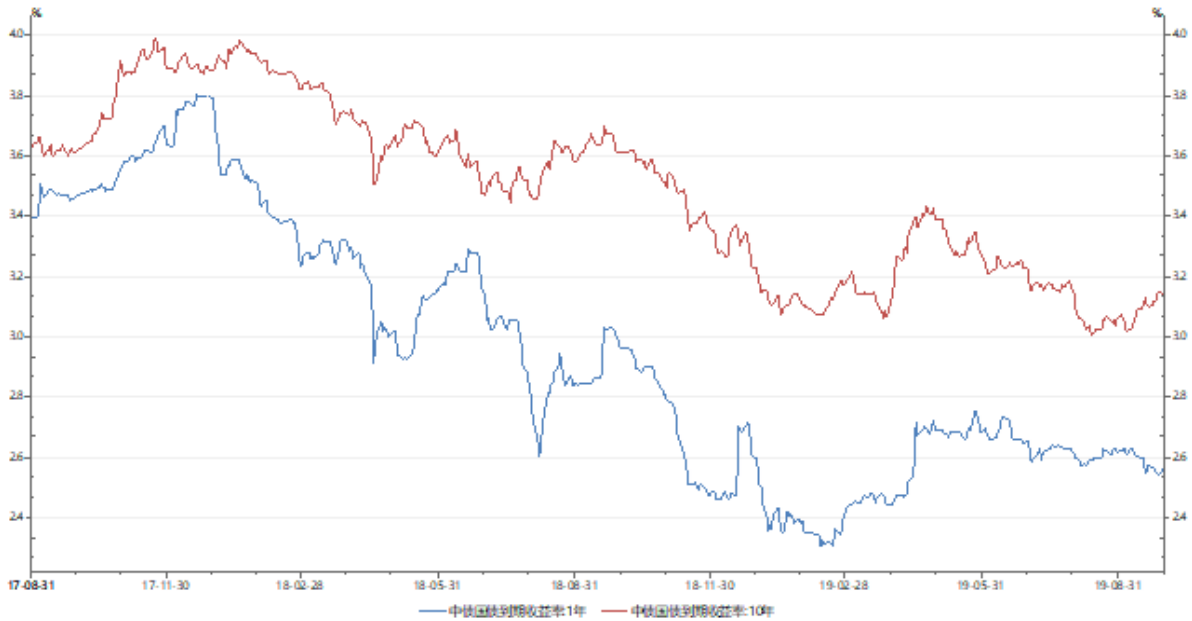
2019 年三季度债券市场整体呈现震荡态势，七月央行结束了五月末以来的超宽松资金面，在没有增量信息的情况下，市场整体呈现方向有利和空间有限的双重特征。八月债市迎来政策面和外部因素的双重利好，整体收益率大幅下行。进入九月以来，通胀担忧和金融数据的意外反弹引发了年内再一次调整，此时市场对利好消息反应已经钝化，期间央行降准和经济数据走弱也没有带来市场情绪的好转，叠加资金价格仍然居高不下，市场利率开始震荡上行。

### 3.2.1 利率产品

展望 2019 年四季度，短期主导债券市场的因素是仍然是对通胀以及经济企稳担忧的持续发酵和核心资产荒逻辑的矛盾。我们认为四季度大概率还是维持震荡的走势，收益率难以突破前期低点，也难有大幅的回调。短期需要关注专项债提前发行对基建的支撑，以及 CPI 破 3%对市场的影响。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，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。

从基本面上来，我们认为未来经济增速放缓或仍然是大概率事件。一方面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或都表明强刺激很难在今年看到，对于市场普遍担忧的专项债提前发行，我们认为专项债的体量很难对基建增速的大幅反弹起到决定性的作用。另一方面，从 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。

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年三季度信用债发行量平稳增加，全市场信用债合计发行24714亿元，净发行4596亿元，环比和同比均显著增加，其中净发行同比增加超过1500亿元，仅次于2016年三季度经发行量。具体来看，三季度公司债、企业债及中票合计发行1298支，发行金额13766亿元，净融资额5814亿元，市场热度仍然保持在高位。从结构上来看，主体AA+及以下主体净融资额为1233亿元，但相比二季度中低等级发行人净融资两有所下降，但仍然保持在2017年以来的相对高位水平，表明中低等级发行人的融资环境仍在处于改善的环境中，但由于受到资产荒因素的影响，这种改善是基于融资需求的提升还是市场风险偏好的提升仍需继续观察。

从收益率来看，经过二季度的快速下行后，三季度信用债收益率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27~31bp之间。等级利差和期限利差经过一段时间的走扩后又逐步压缩。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，目前低等级信用债无论是绝对收益率水平还是信用利差仍然高企且已经维持相当长一段时间，表明市场风险偏好进一步抬升空间已经较小。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，四季度票息策略有助于带来稳定的收益，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

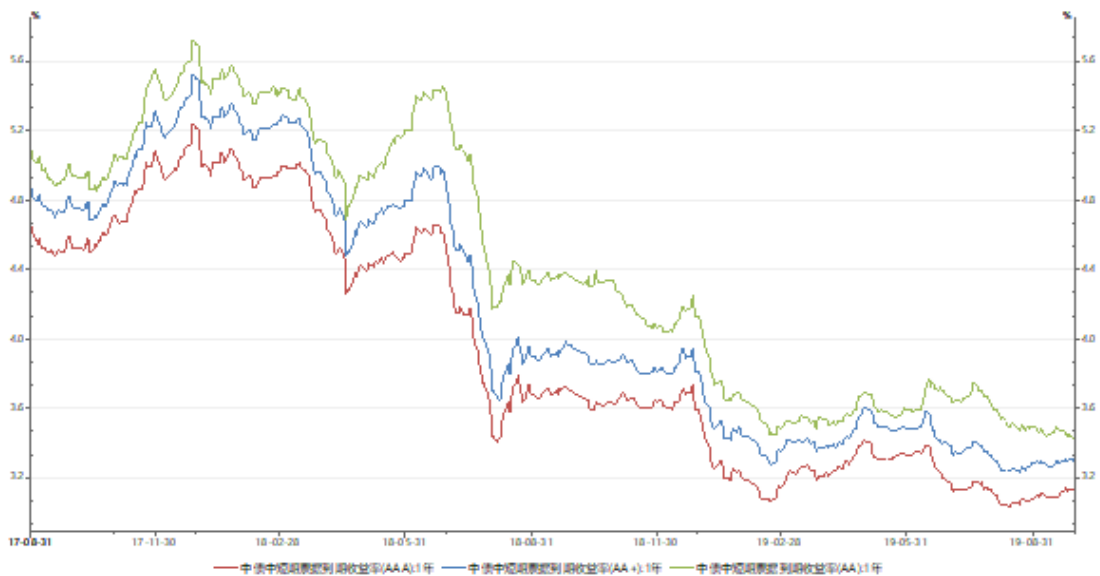


数据来源：Wind、中国债券信息网、招商基金

**短期融资券方面：**2019年三季度短融发行量有所回升，但仍处于低位，全季度市场主体合计发行短融、超短融 9458 亿元，净发行-257 亿元。尽管发行量较上年增长 865 亿元，但净融资额大幅减少 1587 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% 的毛发行量，但无论是高等级发行人还是低等级发行人都呈现整体净偿还的态势。这种情况一方面跟 2018 年四季度以来大量发行的短融到期相关，另一方面期限利差的持续收窄也成为发行人调整债务的期限结构的良好机会。

从收益率来看，三季度短融收益率走势与中票端类似，同时期限利差有所收窄，主要由于中长段端下行幅度更大。具体来看，三季度各等级短融收益率波动幅度分别在 15-20bps 之间。目前短端收益率已经处于历史低位，且再一次受到政策利率的约束，下行空间有限。

图：不同评级短期融资券收益率走势图

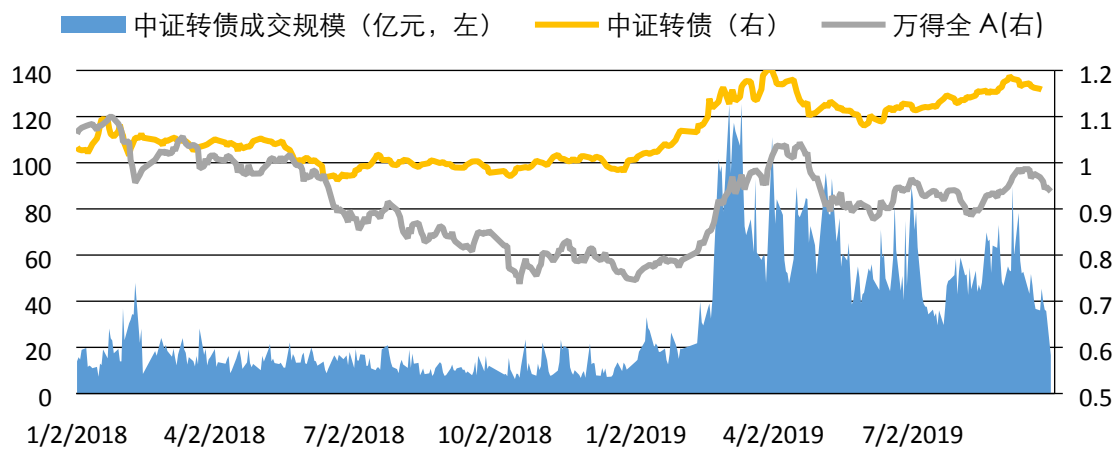


数据来源：Wind、中国债券信息网、招商基金

### 3.2.3 可转债

9 月份的股票市场和转债市场表现相近，其中转债市场在经历近 3 个月的持续上涨后终于随着股票市场出现了较大幅度的调整。从今年 6 月份开始，转债市场的表现相较于股票市场走势更为亮眼，持续的单边上行表现强劲，究其原因，转债市场的供需结构及债券市场和股票市场的投资环境是关键。由于转债持续的强劲表现，优质个券连续触发赎回条款，导致市场优质筹码退出，而资金需要寻求新的优秀标的。在这样的背景下，尽管有新券持续发行上市，但从量级上比较，与退出个券相比差距较大，进一步推升了存量的其他个券转股溢价率。另外，近月来宏观经济环境依然较为疲弱，全球各项经济数据、地缘政治事件等使投资者更偏好低风险资产，而转债作为弹性强于债券、弱于股票的资产，双方投资者都有配置转债来增强收益或平滑回撤幅度的需求。逐步推升的转股溢价率对转债市场进一步上涨形成了较强的阻力，叠加国庆长假期间，外部宏观环境进一步走弱，不少涨幅较大的个券可能或已经出现获利了结、保存收益的迹象。展望后市，对于转债市场，供给端的再度释放尤为关键。后期发行规模较大的银行转债和优质个券可能使转债市场整体估值水平压缩，给投资者更好的进入空间。建议积极关注后期发行的新券，以及同类转债估值被过度压缩的机会。

图：2019 年 9 月转债指数与股票指数表现



数据来源：Wind，招商基金



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。