



# 招商基金月度投资策略报告

## 2019年11月



稳投资 | 乐生活 | 爱公益

# 目 录

<b>1 宏观经济环境</b> .....	<b>1</b>
1.1 海外市场 .....	1
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 .....	8
2.4 美股市场 .....	9
2.5 原油市场 .....	9
2.6 黄金市场 .....	11
2.7 汇率市场 .....	12
<b>3 股债投资策略</b> .....	<b>14</b>
3.1 A股投资策略 .....	14
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 11 月投资策略报告

## 1 宏观经济环境

### 1.1 海外市场

#### 衰退担忧减弱，宽松预期暂缓

持续了一年多的全球“经济退、政策进”的主要线索在近期出现了积极变化，美国、中国和欧洲的经济企稳信号开始增多，而英国脱欧、中美谈判等政治事件展望也趋于正面；下一阶段，全球面临的低通胀环境是否出现变化、美联储是否结束“中期调整”、中国的托底政策以及中美第一阶段的协议是否顺利落地，将是海外市场关注的核心议题。

美国经济的衰退风险进一步缓释，强劲的劳动力和消费市场、低利率环境下企稳回升的房地产市场，对仍处于下滑态势的制造业部门形成对冲；而中美关系的阶段性缓和以及全球经济的企稳，则将构成下一阶段的主要上行风险。美国三季度实际 GDP 年化季环比初值升 1.9%，明显好于市场预期的 1.6%，其中库存对于经济的负面影响基本消除，耐用品消费和地产投资是主要的支撑项，数据继续呈现了制造业相对疲软但就业市场保持强劲的分化态势。ISM 协会公布的 10 月制造业 PMI 为 48.3，较前值 47.8 呈现改善势头，其中新订单和就业较上月出现回升，其中新出口订单的回升尤为显著。而美国最新的就业和地产数据仍保持相对景气，10 月就业报告数据显示非农就业人数新增 12.8 万，大幅好于预期的 8.9 万人；失业率虽较前值小幅上升至 3.6%，但仍难言拐点；与此同时，10 月的薪资增速小幅回升至 3.0%，整体来看，美国劳动力市场仍非常健康。而在宽松流动性的支持下，房地产行业的景气度继续改善，9 月的新屋和成屋销售同比分别增长 15.5% 和 3.9%，延续了此前的上行趋势。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，但部分先行指标已有所好转。欧元区 10 月制造业 PMI 为 45.9，较前值的 45.7 有所好转，其中德国和法国的制造业 PMI 分别上升 0.2 和 0.4 至 41.9 和 50.5。与此同时，英国首相约翰逊已于近期向欧盟递交延迟脱欧的申请并寻求提前进行大选，“硬脱欧”的尾部情形已被基本排除，对于欧盟的对外投资和贸易均为正面因素。日本方面，消费税如期上提后整体经济状况仍相对平稳，作为外向型经济体，其经济状况仍取决于全球经济。9 月日本的进出口数据均好于预期，其中出口同比-5.2%，高于上期值-8.2%，低于预期值-3.7%；进口同比-1.5%，高于前值-11.9%，高于预期值-2.8%；日本 10 月 PMI 指数则继续小幅下行，其中服务业 PMI 较前值下滑 1.5 至 50.3，制造业 PMI 下滑 0.4 至 48.5。

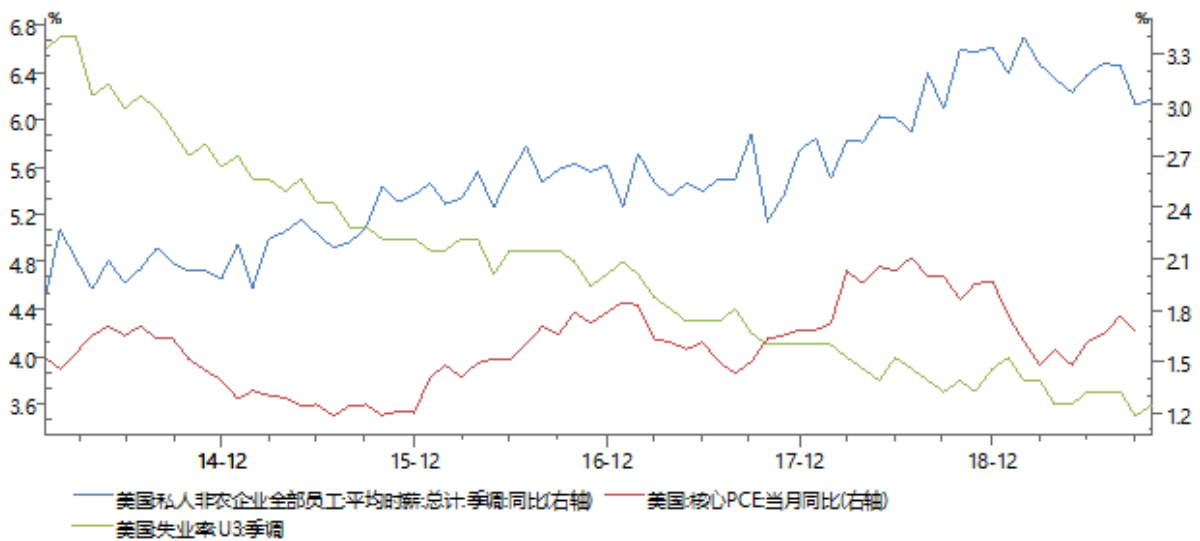
中美贸易谈判暖风频吹，但仍需关注协议最终落地的情况。本月，中美谈判团队如期在美国华盛顿举行新一轮谈判并在随后进行了多轮的电话沟通；目前，美国方面已宣布暂缓征收对 2500 亿美元的额外 5% 的关税，同时称将自 10 月 31 日起对中国 3000 亿美元加征关税清单产品启动排除程序；双方确认部分文本的技术性磋商基本完成，并达成“原则共识”。我们认为，在美国明年大选临近、川普面临国内政治压力的情况下，中美双方在近期

达成一份有限贸易协议的可能性正在上升；若协议顺利落地，则中美关系可能进入新一轮较长时间的缓和期。但从长期而言，中美关系在更广范围内脱钩的风险仍然存在；同时此次协议内容或仅为一份有限协议，难以解决中美在技术转让、产业补贴以及结构性改革等诸多方面的根本性分歧，且在协议落实纸面的过程中，如何在执行机制上达成共识仍会相当棘手。因此，在当前时点，我们仍对中美谈判维持谨慎乐观的判断，但建议以平和心态看待。

而随着外围风险的缓释以及国内经济数据韧性的进一步验证，美联储对于货币政策的评估正在发生变化，市场对于2020年联储继续降息的预期也开始降温。10月底的议息会议上，美联储如期宣布降息25个基点，将基准利率范围下调至1.50%-1.75%，全年降息3次共计75个基点；但与此同时，美联储在政策声明中删除了政策制定者将“采取适当行动”以维持经济扩张的措辞，暗示放松政策的举措可能接近停顿。我们认为，当前美国经济数据整体韧性仍强，同时伴随美联储扩表，此前收益率曲线的倒挂形态已经消除，所谓的“中期调整”和“预防性降息”大致已接近尾声；但鲍威尔在随后的新闻发布会上也强调重启加息的门槛仍高，还需看到通胀实质性达标且外围风险的明显消除，因此整体上明年美国的货币政策仍将延续中性偏松的态势，在经济增长中枢仍保持较高水平的情况下，对于风险资产仍相对有利。

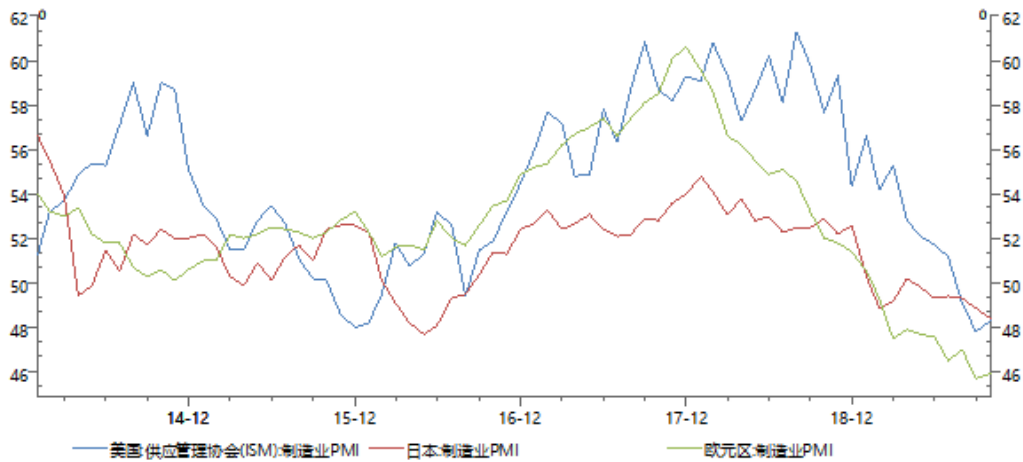
10月美元指数出现明显下行，主要受到英国脱欧取得进展、“硬脱欧”概率持续下降的影响，英镑和欧元持续走强下美元被动下跌。我们认为，本轮美元指数下行的方向仍相对确定，但幅度和时点仍取决于中国的刺激政策和欧元区经济的改善情况；短期来看，美元指数在当前位置继续震荡的概率更大。而随着中美贸易谈判的消息面进一步趋向正面，受到中美利差支撑的人民币汇率开始在近期快速走强，一度回到“7”的重要关口以内；我们认为，若中美谈判达成阶段性协议，则人民币汇率仍有小幅修复空间。

图：美国9月失业率小幅上行，平均时薪增速回升，核心PCE同比下滑



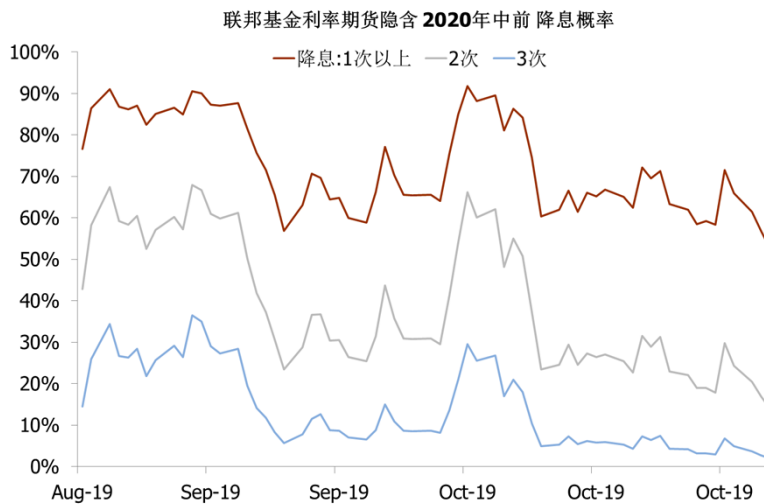
数据来源：Wind，招商基金

图：9月美国和欧元区的制造业 PMI 较前值回升，日本继续小幅回落



数据来源：Wind，招商基金

图：对于美联储继续降息的预期降温



数据来源：Wind，招商基金

## 1.2 国内市场

### 经济下行压力犹存，通胀掣肘政策

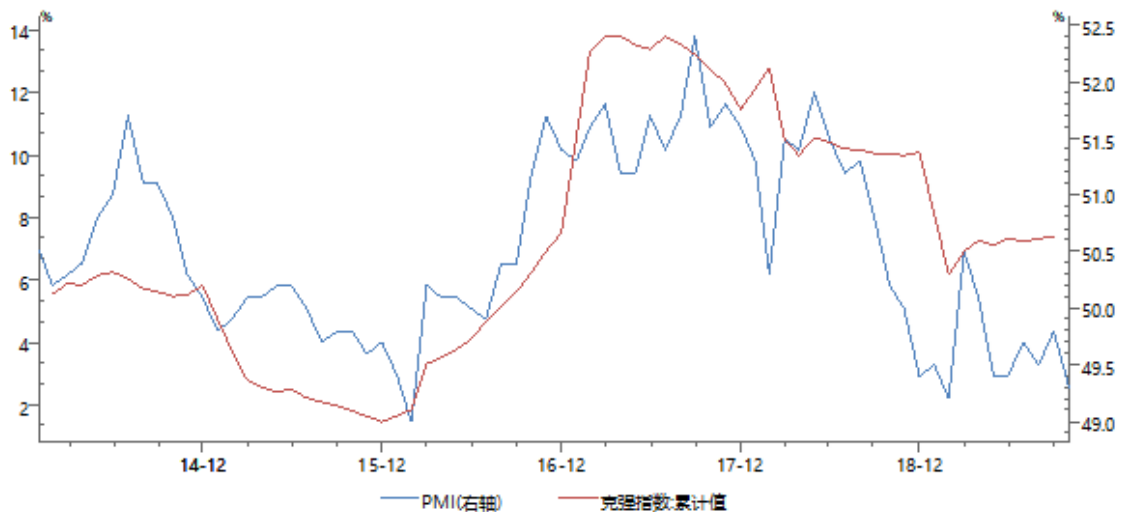
国内实体经济数据仍相对弱势，但近期仍有一些积极信号出现。一方面，目前来看，年初社融增速的拐点已经基本确立，根据金融数据拐点领先实体经济两至三个季度的规律判断，实体经济数据的企稳动力有所强化；而持续处于低位的库存继续支撑地产周期的景气延续，竣工周期的开启将对地产后周期行业的需求形成支撑；近期发改委批复基建项目的进度明显加快，且定向投放给国开行的 PSL 在暂停两个季度之后重启投放，若明年的专项债额度也在今年提前发行，则基建增速仍有一定回升空间。但另一方面，包括官方制造业 PMI 及工业企业利润等经济数据尚未确认触底，且通胀的过快上行仍是当前经济的主要风险，近期猪肉价格开始快速上涨，而从先行指

从母猪存栏的情况来看，本轮猪价上行周期的持续时间仍难以判断；而在政府支出加大的背景下，若工业品价格出现共振上行，则货币政策和流动性可能转向收紧，但目前政策仍维持偏友好态势，包括近日央行将 MLF 中标利率从小幅下调了 5 个基点至 3.25%

本月，中采制造业 PMI 和财新制造业 PMI 出现明显背离，10 月官方制造业 PMI 为 49.3，预期 49.8，前值 49.8；但财新制造业 PMI 则连续 4 个月上升，10 月份 51.7% 为 2017 年以来最高值。我们认为财新 PMI 的回暖或显示在当前中美外部争端有所缓和之下，沿海中小企业的景气度环比改善；而由于制造业整体仍处于触底阶段，代表性更强的官方制造业 PMI 则有所走弱，同时 10 月下行也一定程度上受到季节性因素的影响（10 月国庆假期影响下工作日相对较少）；从结构上看，生产指数回落 1.5 个百分点至 50.8%，新订单指数回落 0.9 个百分点至 49.6%，再次降至荣枯线下，其中新出口订单回落 1.2 个百分点，回落幅度较大。

9 月工业企业利润增速降幅较上月有所扩大，主要受到 PPI 同比走弱，导致产品价格下降的影响；从行业看主要受黑色、有色、石油等相关行业拖累，但汽车和电子行业则出现回暖，往后看，我们预计随着 PPI 同比读数逐渐走出下行区间，四季度企业盈利增速有望迎来小幅修复。

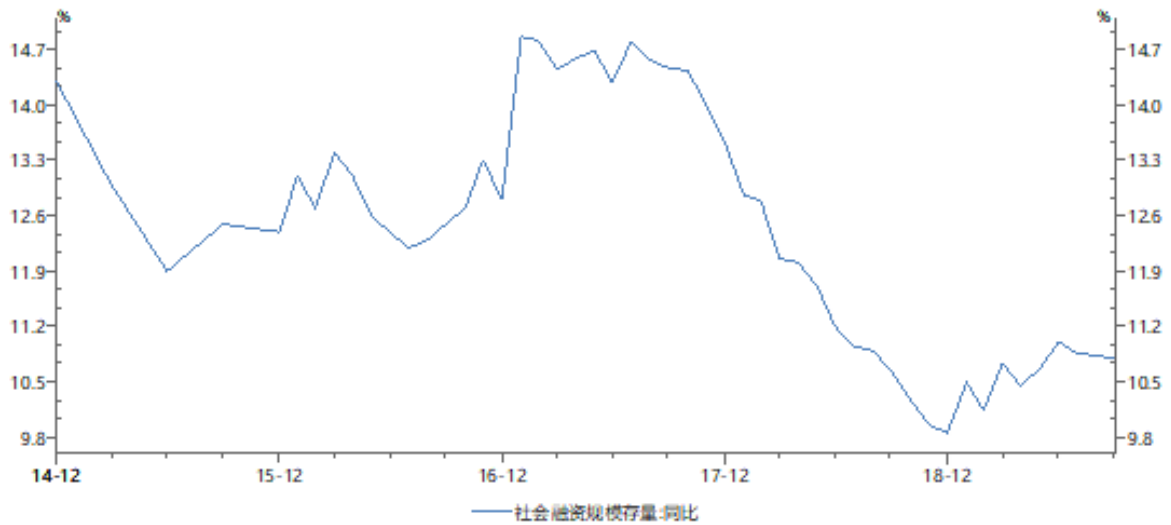
图：10 月 PMI 出现季节性小幅下行，克强指数持续走平



数据来源：Wind，招商基金

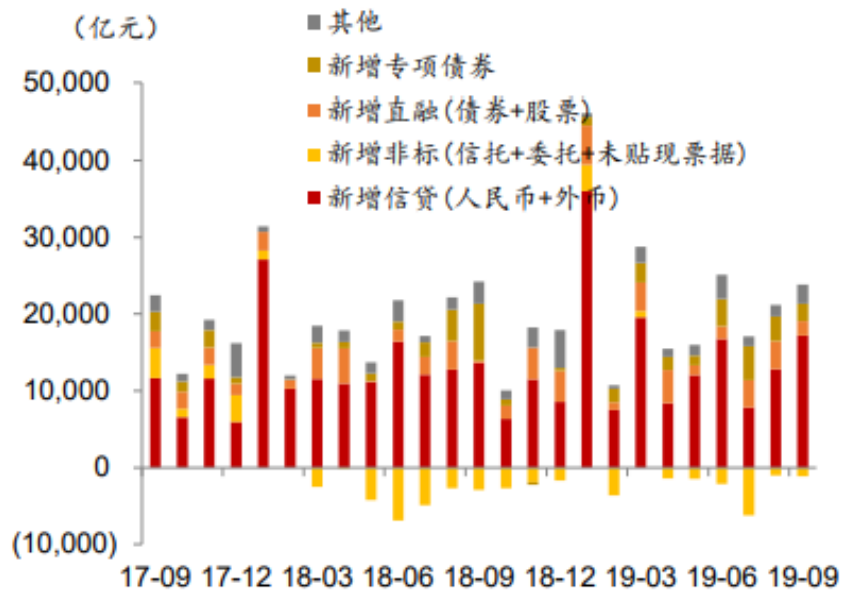
9 月的金融数据整体超市场预期，M2 同比增 8.4%，好于预期的 8.2%，社融增量为 2.27 万亿元，也明显好于预期的 1.8 万亿元，同时新口径下的存量增速为 10.8%，与前值持平。从表内信贷看，居民和企业中长期贷款均较去年同期有明显增长，其中居民端主要受到地产销售延续景气且季末冲量的影响，这与本月延续景气的地产数据相对应；而在企业端，除融资需求有所好转外，部分地方隐性债务的置换也是原因之一。往前看，若明年专项债额度提前至四季度下发，则年内社融增速仍将维持在 11% 左右的稳定水平。

图：新口径下 9 月社融存量增速为 10.8%，较上月基本持平



数据来源：Wind，招商基金

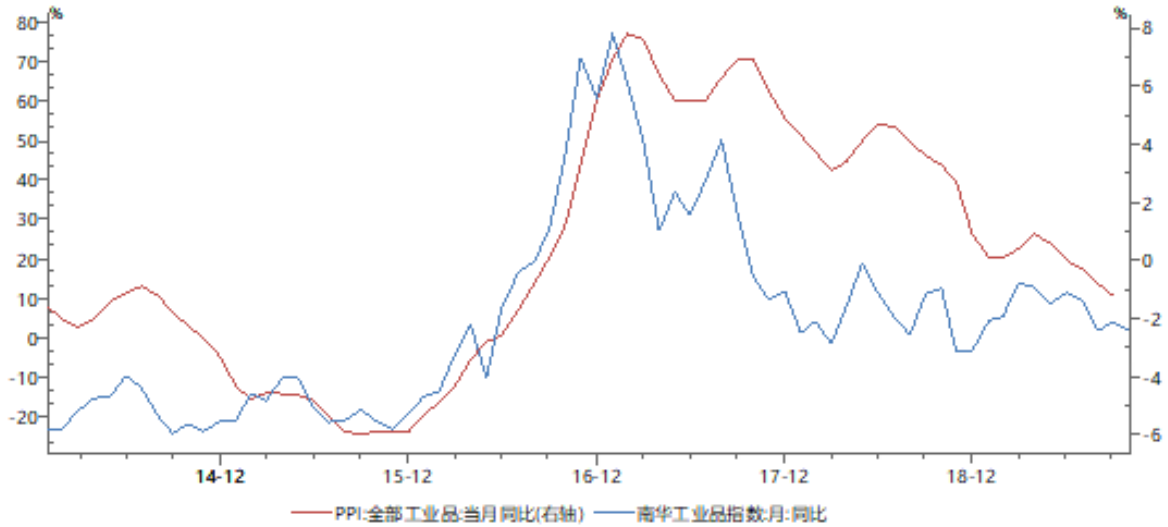
图：从 9 月数据来看，企业中长期信贷明显改善，非标继续支撑社融



数据来源：Wind，招商基金

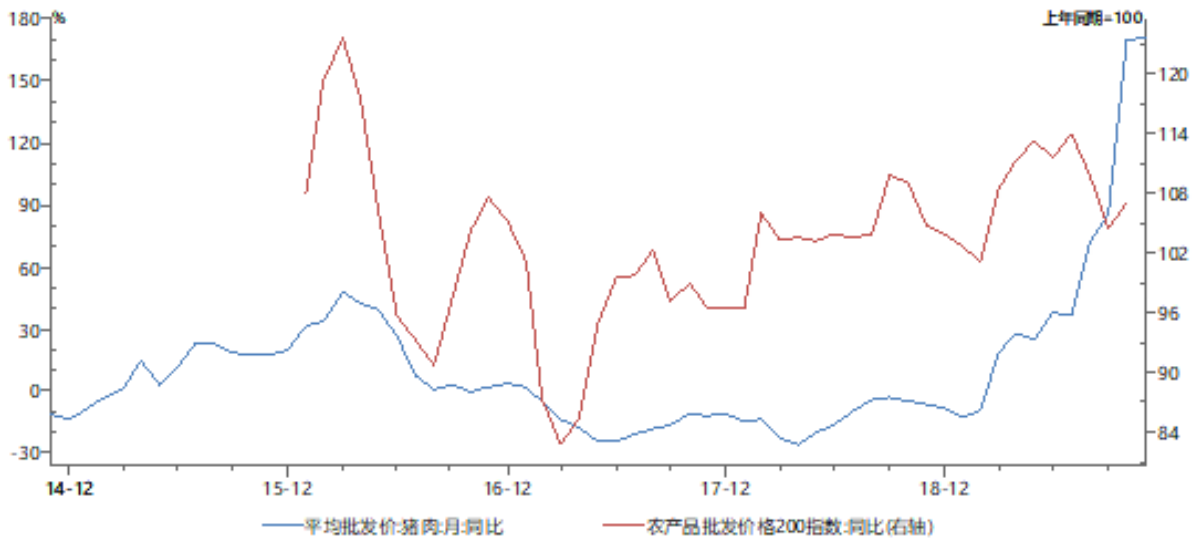
通胀方面，9 月通胀数据继续呈现结构化的特征，一方面，受猪瘟疫情和生猪存栏持续下降的影响，短期内猪肉价格继续反季节性上涨，带动 CPI 同比明显高于预期，也引发了市场对于通胀快速上行的担忧；另一方面在剔除食品分项之后，受到基数效应偏高且需求不强的影响，包括工业品、非食品消费品以及服务价格均呈现走低趋势，其中 PPI 同比继续处于负增区间。往前看，考虑到明年 1 月的春节错位以及猪周期仍处于上行期的影响，明明年初或仍有高点；而随着基数效应的减退，PPI 同比也将于近期走出通缩区间。

图：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

图：10 月猪肉价格同比增速继续大幅走高，农产品整体价格增速也小幅抬升



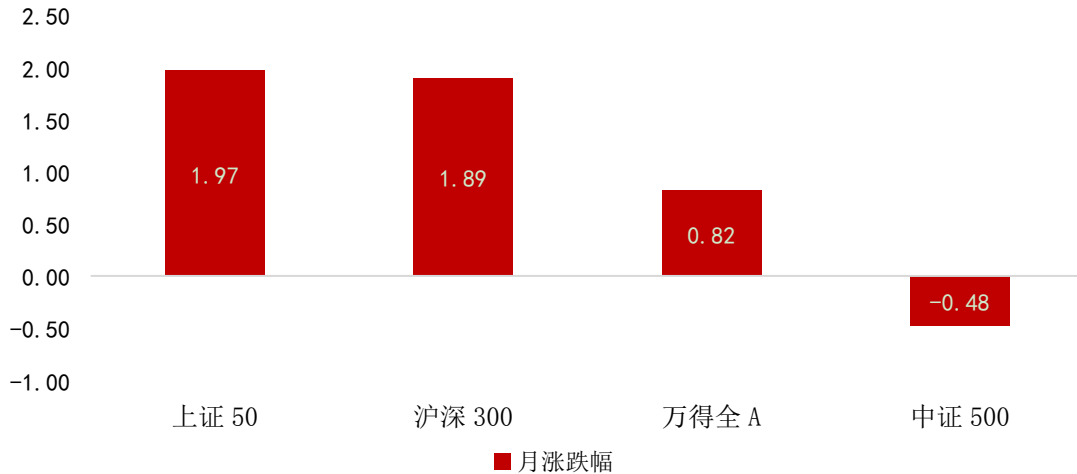
数据来源：Wind，招商基金

## 2 大类资产观点

### 10 月市场回顾：股市区间震荡，债市大幅调整

10 月股市偏震荡市，整体趋于平衡，指数波动幅度有限，单月录得小幅上涨（万得全 A、沪深 300、上证 50、中证 500 涨跌幅度分别为 0.82%、1.89%、1.97%、-0.48%）。



**图：2019 年 10 月主要股指涨跌幅**


数据来源：Wind，招商基金

再观债市，通胀预期的上行、外围风险的缓释以及四季度专项债提前发行、经济企稳预期等诸多利空打压债市表现，10 年期国债收于 3.29%，较 9 月末上行 15BP。10 月，猪价开始加速上行，为了防止全面通胀预期的形成，货币政策保持定力，MLF 利率的下调一直缺席，而 10 月 LPR 报价也维持不变；同时中美贸易谈判的利好消息催化下，美国长债也出现了快速上行；而专项债可能提前发行、临近年底银行配置力量偏弱也从供需两端对于债市形成压制；再则，经济企稳预期的发酵，也使得市场对于央行进一步放松的预期减弱。10 月长端利率和短端利率均呈现大幅上行（10 年期国债收益率上行 15bps，1 年期国债收益率上行 11bps），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 5bps），信用利差大幅下行（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 15bps）。

## 2.1 A 股市场

对于权益市场而言，10 月 A 股行情相对平淡，一方面通胀上行压力进一步得到确认，货币政策并未有更多动作；另一方面，社融等经济数据继续转好，市场对于经济韧性的认知正在强化。短期而言，我们认为 11 月市场小幅上行的概率较大，外围风险的缓释、MSCI 年内最后一次纳入带来的增量外资流入，以及托底政策和经济企稳预期的发酵，或是驱动市场上行的主要因素；而猪肉等物价的过快上行则构成主要的风险点。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，利率债或已至左侧配置时点，且随着人民币贬值预期的弱化，在当前持续走阔的中美利差之下国内债市对于外资的吸引力仍相对较强。短期看，近期债市的调整主要反映了通胀的上行压力，但对于宏观经济的企稳预期反应的尚不充分，随着工业企业季节性补库，利率债的最佳买点或在春节前后，一方面年初银行、保险等机构的配置力度较强，另一方面，利空出尽后债市也将基本回调到位。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，但整体看当前信用利差已处于历史中低位，建议精选个券、适度进行信用下沉。

## 2.3 港股市场

10月，香港恒生指数和恒生国企指数分别上涨864点（3.3%），350点（3.4%）。其中，恒生大型股指数上涨3.39%，中型股指数上涨4.79%，小型股指数上涨2.48%。平均每日成交量按月大致持平，由756.8亿港元微增至757.0亿港元，按年减少19.9%。本月至今恒指波幅约1,500点，相比起9月和8月的约1900点及2,900点波幅收窄，日均成交9月相若，维持约750亿元，却比8月的863亿减少逾一成，整体市场观望气氛仍浓厚。

10月尽管充满了很多的变数，但是大部分都朝着好的方向在发展，首先是中美贸易会谈取得阶段性成果，这是最主要的推动因素。其次英国脱欧方面，虽然没有达到预期在10月31日脱欧，但也避免了无协议脱欧。再是香港特首的施政报告，获得了市场的认同，对港股起到了较好的稳定作用。最后是中央政府大力发展区块链政策对股市产生了一定的刺激。

整体来看，大市现阶段走势转强，但在香港经济陷入衰退，中美贸易摩擦尚未签订协议及中国GDP增长或“破6”的阴霾下，市场未来仍需谨慎。

展望11月，不确定性的因素主要有：一是智利宣布取消原定于11月16-17日APEC领导人非正式会议，估计要更换时间和地点。对于这次峰会中美双方签署协议总体是偏向乐观，但具体在哪些方面会有突破仍存悬念，在没有达成全面的协议之前，边际效应会呈现递减的状态，一旦结果低于预期反而会构成压力。二是美国众议院将举行全院投票，以此正式确定对特朗普进行的弹劾调查程序。如果获得通过，对特朗普的调查行动将会深入。该事件如果处理不好，对美股会有影响，从而间接影响到港股。三是世界处于不稳定状态，从中东的伊朗、叙利亚到拉美的智利，从印巴的冲突到欧洲的加泰罗尼亚等等，各种状况不断。其中最核心的是利益和民生问题。凸显了世界政治经济的复杂性和艰巨性。四是国内方面，四季度经济下行的压力依然存在，而CPI因为占比较高的种类以及食品的涨价将继续维持在高位，导致央行施行宽松政策的空间处于压缩状态。另外IPO提速，大块头的浙商银行、邮储银行的发行对资金面构成压力。

尽管国际形势复杂多变，中国总体还是有很强的韧性，也需要看到利好的方面：一，四中全会对明年的整个经济将作出定调，其中释放的信息就是未来的发展方向。二，根据明晟(MSCI)此前的扩容计划，11月份MSCI将再次提升纳入A股权重。MSCI将把指数中的所有中国大盘A股纳入因子从15%增加至20%，同时将中国中盘A股以20%的纳入因子纳入MSCI指数。这次带来的增量大概在500亿左右。三，各项政策利好的推出，如中国进一步对外资开放、20条稳外资新措施将出台、继续压减负面清单。不断吸引外资增量入场，同时提升国内机构的入市比例，从而稳定市场重心。

中期内，仍然看好香港中资股“盈利稳、估值升”带来的市场机会；短期中美贸易格局处于缓和阶段，利于市场情绪短期转暖。板块配置上，继续关注“确定性”主线，短期关注超跌低估值板块的中资金融股、汽车、地

产等；另外，布局部分稳定成长、估值仍具性价比的品种，如保险、软件服务等。

投资策略上，港股估值位于历史低位，股息率位于历史高位，凸显配置价值；流动性方面，近期美元已有所下行，长期来看，流动性宽松值得期待。配置上，在中美贸易基准情形下，配置“攻守兼备”，关注“确定性”主线，如消费（食品、运动服饰、地产、汽车）、医疗、保险、博彩、港股自主可控科技龙头、高股息率蓝筹个股。短期而言，关注部分超跌低估值板块的反弹机会，如中资金融股、汽车、地产等；并配置部分稳定成长、估值仍具性价比的品种，如保险、软件服务等。

## 2.4 美股市场

美股 10 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 2.04%、3.66%、0.48%。美联储 10 月 FOMC 宣布降息 25bp，为年内第三次降息，但美联储同时暗示货币政策“中期调整”或已结束。经济数据上，美国 3 季度 GDP 增长 1.9%，略低于前值，但好于市场预期。英国脱欧问题本周取得进展，欧盟 27 国同意将英国脱欧限推迟至 2020 年 1 月 31 日，英国“硬脱欧”风险下降。

在经历 8 月中美贸易摩擦升级引发的一轮调整后，美股在 9 月与 10 月重拾动能并突破历史新高，风险偏好改善接力流动性，成为近期推升美股的主要因素。消息面上，风险偏好的边际改善主要源于：1) 中美贸易摩擦传达超预期积极信号，对中美贸易摩擦动向高度敏感的费城半导体指数 9 月以来显著跑赢大市，反映市场对中美贸易摩擦的担忧情绪边际缓和；2) 美股三季报业绩整体超预期，标普 500 指数当前披露率为 56%，78% 的企业业绩超出市场预期，反映企业盈利增长虽然进入下行通道，但比市场预计的更有韧性。

10 月 31 日，美联储宣布今年以来的第三次降息，将联邦基金利率目标区间下调 25 个基点。美国 10 月非农就业人数增加 12.8 万，远超预期 7.5 万人。美国 10 月失业率为 3.6%，超过前值 3.5%，处于近 50 年来的低位。另一方面，现阶段美国制造业仍然处于较为疲软的状态。美国 10 月 ISM 制造业指数为 48.3，虽然和今年 9 月所创下的 2009 年 6 月以来的近十年新低 47.8 相比有小幅反弹，但是仍然低于预期的 48.9，而且 ISM 制造业指数已是连续第三个月处于低于 50 荣枯线的水平，美国制造业仍然处于下行通道中。

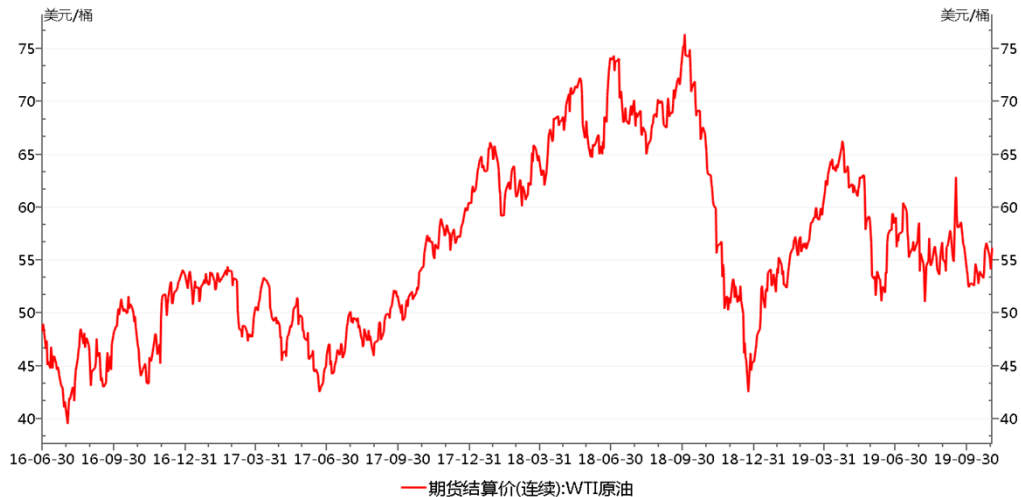
此外，美国现阶段政治不确定性有所增加。美国众议院投票通过对特朗普的弹劾调查程序，考虑到最终美国总统弹劾需要获得参议院超过三分之二的参议员支持才能通过，而且现在参议院议员中共和党占大多数，目前来看特朗普被弹劾的可能性并不是很大，但是预计美国现阶段政治不确定性的增加或成为对未来的市场造成一定程度扰动的潜在因素。目前贸易摩擦的暂缓给美股市场创造了一个相对较好的外部环境，一定程度上利好现阶段的美股市场。但考虑到美国贸易保护主义等地缘政治风险的复杂性和反复性，以及美国政治和政策的不确定性升高，预计美国贸易保护主义等地缘政治风险未来还将不定期对市场造成一定的波动。

## 2.5 原油市场

**2019 年 10 月油价走势回顾：原油市场震荡上涨，供给端利好频现**

2019年10月，原油市场供给端利好频现，支撑油价震荡上涨。10月美油价格震荡上涨，由54.07美元/桶上涨3.9%至56.2美元/桶。原油价格上涨，主要是原油供给端出现多个利好。包括，美国EIA原油库存大幅下滑，由19.41亿桶下滑2400万桶至19.17亿桶。同时，OPEC最大产油国沙特表示已做好了进一步减产的准备。原油需求端依然处于下滑状态，不过中美贸易磋商取得进展等，一定程度上提振了原油的需求预期，对油价也形成了支撑。

图：2019年10月美油震荡上涨（美元/桶）

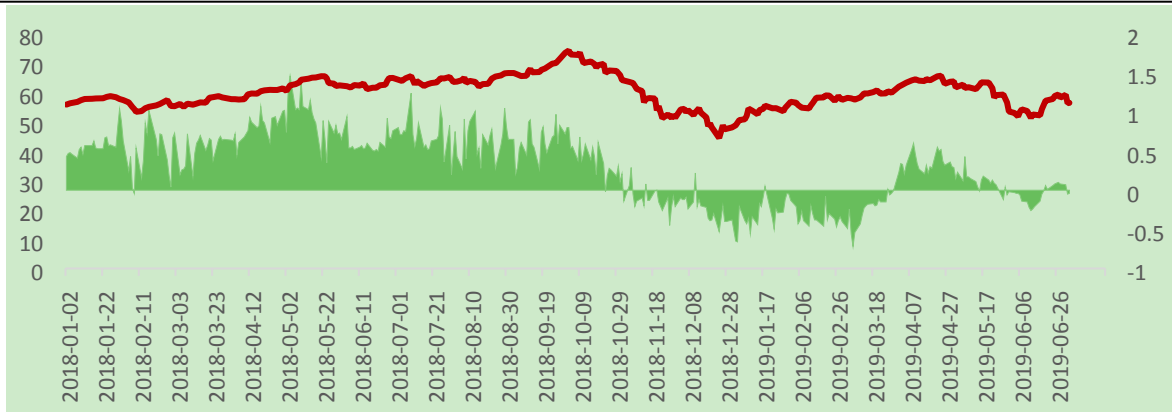


数据来源：Wind，招商基金

### 2019年11月油价走势展望：布伦特油价或延续在60~65美元中枢震荡

预计19年11月布伦特油价或延续在60~65美元中枢震荡；需求下滑叠加供给回暖，依然是压制原油价格的核心要素。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。供给端，美油产量继续创新高，将抵消OPEC减产。上周美国原油产量为1260万桶/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，预计美油接下来或还将陆续有接近五十万桶/日的产能释放。而当前OPEC产量已至近4年来的低位，进一步减产的空间或相对有限。美油增产和OPEC减产的共同作用下，原油供给端较难明显收缩、甚至可能不断扩张。受到需求端困扰和供给端没有利好，预计19年11月布伦特油价或延续在60~65美元中枢震荡。

图：近远期价差显示原油重新回归供给过剩状态

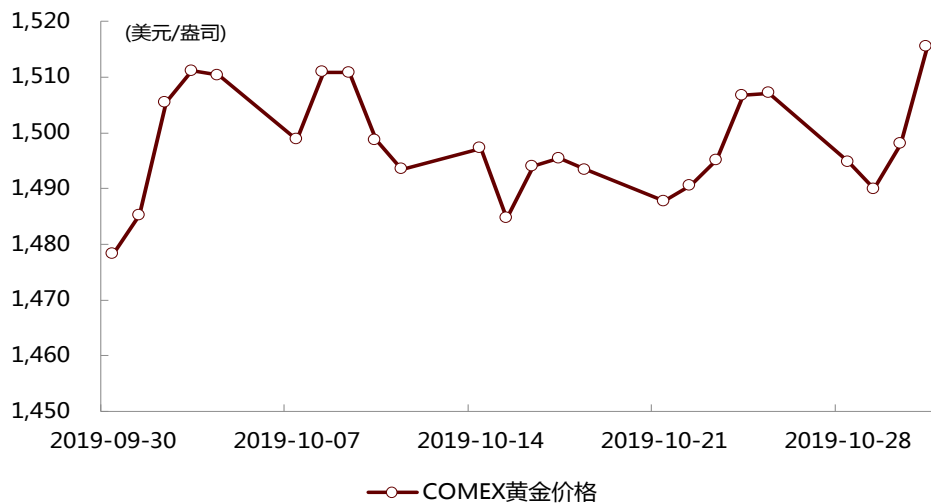


数据来源：Wind，招商基金

## 2.6 黄金市场

我们认为 2019 年 10 月份黄金价格上涨的主要原因为：（1）在 10 月底议息会议上，美联储进行了 19 年以来的第三次降息。从投票来看，支持降息与不支持降息的人数之比为 8:2，说明联储内部未出现较大分歧。美联储表示“将继续监控经济数据走势来决定评估未来的行动”，并未进行过于“鹰派”的发言，一定程度上缓解了市场担忧。（2）长期来看，美国经济增长的不确定性依然存在，美国 9 月 ISM 制造业 PMI 仅为 47.80，在美国经济增速回落的情况下金价有望再度上涨。因此，在 2019 年 10 月份，COMEX 黄金价格指数从 1,478.3 美元/盎司上涨至 1,515.4 美元/盎司，上涨 2.51%。

图：COMEX 黄金价格指数在 2019 年 10 月上涨 2.51%



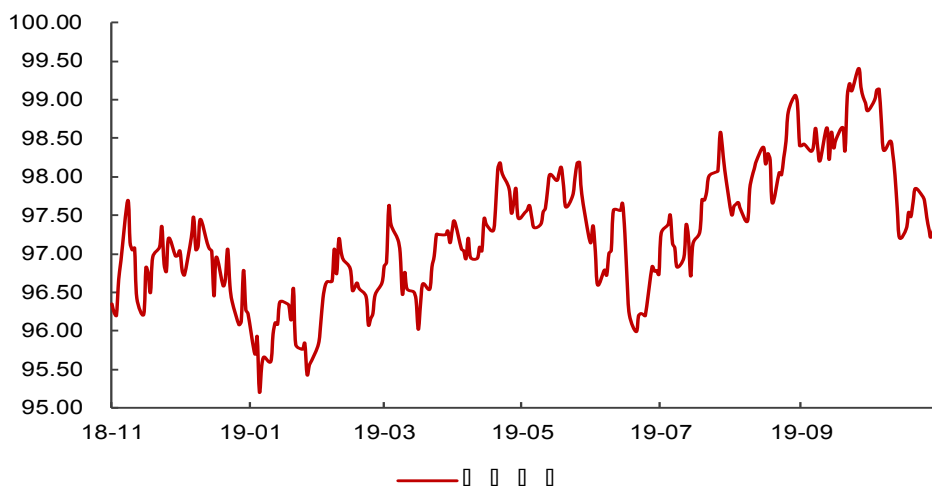
数据来源：Wind，招商基金

我们预计 2019 年 11 月份的黄金价格仍将温和上涨。主要原因为：全球经济下行与美元指数温和回落双重利好将给黄金价格带来提振。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，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。

金价在 2019 年第一个月有所上涨，在 2-4 月出现回落，5-6 月金价再次有所上行且上行加速，7 月金价继续小

幅上行，8月涨幅显著加大，9月有所回落，10月小幅反弹。当前，美元指数已有所回落，在美国经济韧性尚存、欧元区经济景气度弱中趋稳的背景下，美元指数将延续回落；尽管美元指数回落幅度不会太大，但仍将刺激金价在11月震荡上行。

图：美元指数近期有所回落



数据来源：Wind，招商基金

## 2.7 汇率市场

10月市场回顾：本月美元指数有所走弱，自高位99.4逐步回落至97.3，创今年7月以来最低水平。

美元指数在10月走弱的原因包括：1) 随着英国议会通过新版脱欧议案，并允许首相约翰逊发起提前大选，英国硬脱欧风险已大幅下降，英镑、欧元汇率大涨，拖累美元指数走弱；2) 中美贸易磋商持续取得进展，特朗普表示“第一阶段协议将涵盖整个协议的60%”，风险偏好提升下、美元指数走势被压制。

图：美元指数走势

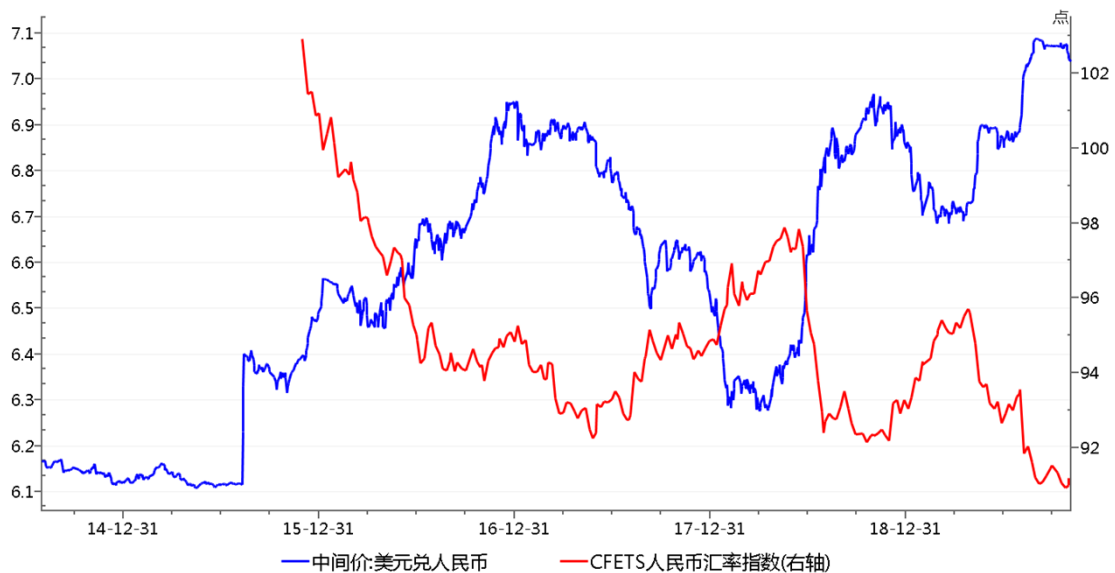


数据来源：Wind，招商基金

本月人民币汇率持续走强，主要的原因有两点：

- (1) 中美贸易磋商持续取得进展，中美达成第一阶段贸易协议的概率不断上升。
- (2) 中国3季度GDP增速降至6.0%，市场对政府加大逆周期调控、托底经济企稳的预期不断升温。

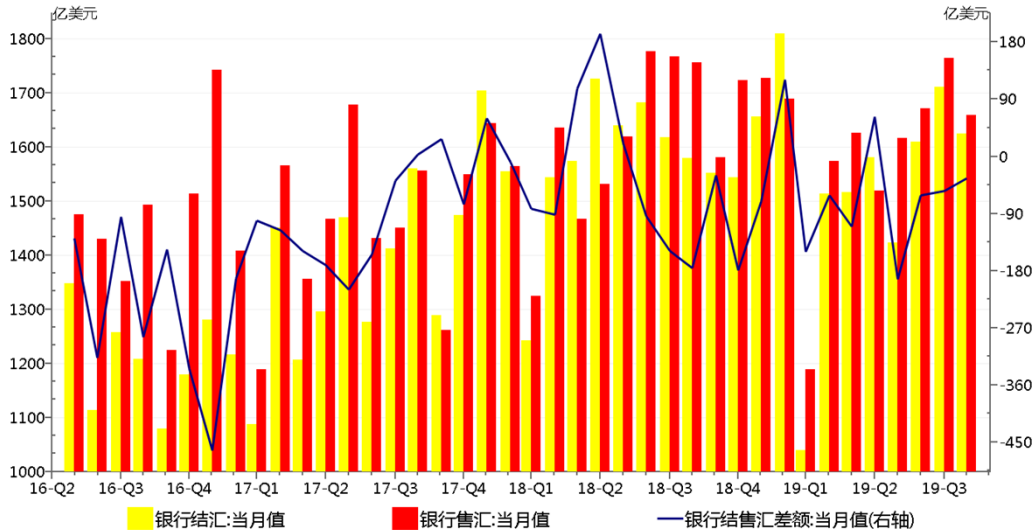
图：美元兑人民币汇率走势情况



数据来源：Wind，招商基金

从外储数据看，9月中国外汇储备下降147亿美元至30924.31亿美元（10月数据未公布）。从银行结售汇层面来看，9月银行结售汇由8月的54亿逆差小幅收窄至34亿逆差，这代表9月份资本流出压力有所缓和。伴随中美贸易磋商持续推进，人民币短期将继续保持相对强势。

图：银行结售汇情况



数据来源: Wind, 招商基金

11 月市场展望: 我们预计 11 月份美元指数将区间震荡, 人民币短期保持强势, 主要原因如下:

(1) 英国硬脱欧风险下降对英镑、欧元汇率的带动将逐步消退, 对美元指数的拖累趋逐步衰减。与此同时, 全球经济加速下滑、负利率资产规模不断扩张下, 避险资金依然将追逐美元资产, 对美元指数形成支撑。

(2) 对于人民币汇率, 我们认为短期将保持强势。今年以来, 中美贸易关系, 对人民币汇率的影响最大。从中国和美国的最新表态来看, 双方都对达成第一阶段贸易协议保有信心。受此影响, 人民币汇率预计短期内将保持强势。

### 3 股债投资策略

#### 3.1 A 股投资策略

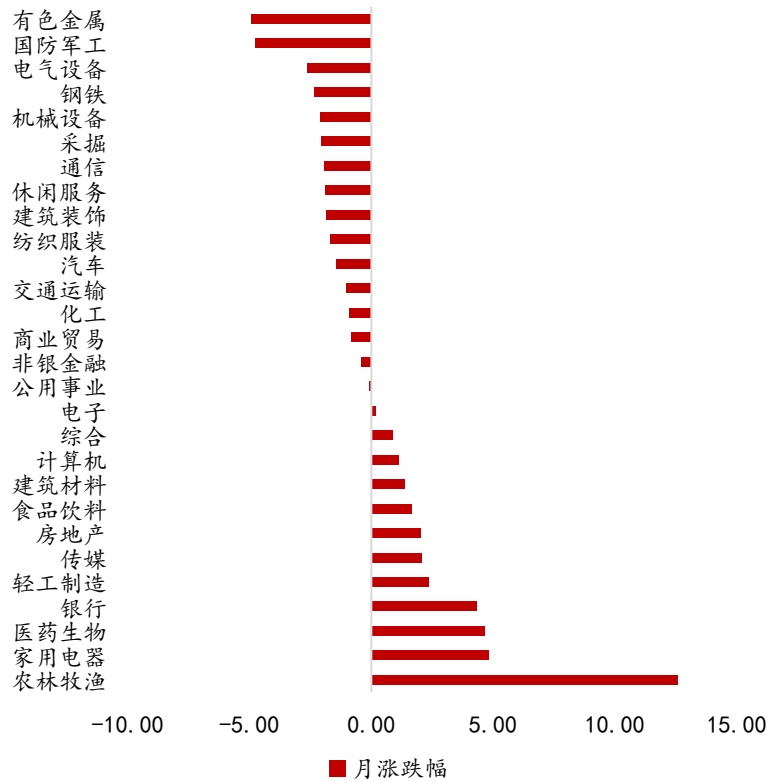
**10 月市场回顾: 板块延续分化, 农林牧渔、家电和医药涨幅居前, 有色、军工和电气设备跌幅居前。**

2019 年 10 月份, 上证综指上涨 0.82%, 深证成指上涨 2.00%, 中小板指上涨 2.53%, 创业板指上涨 2.69%。

回顾 10 月行情, 指数呈现窄幅区间震荡, 上证综指表现相对偏弱。板块方面, 受益于猪价加速上行农林牧渔一枝独秀, 家电、医药和银行涨幅居前; 而有色、军工和电器设备板块则跌幅居前。

图: 2019 年 10 月行业涨跌幅





数据来源: Wind, 招商基金

### A 股走向判断: 短期震荡向上, 中期战略看多

短期而言, 我们认为 11 月指数或将小幅上行, 宏观经济仍处于修复窗口期, 而国内政策仍相对友好, 整体对于权益资产有利。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 11 月 1 日, Wind 全 A 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 32%、32%、16% 分位水平。

图: 主要 A 股指数估值水平

主要指数	2019/11/1	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	16.9	58.2	11.5	19.7	32%				√							
WIND A 50	26.8	76.2	13.8	28.8	44%											
沪深 300	9.7	48.5	6.9	11.4	26%			√								
中证 500	12.0	51.1	8.0	13.6	32%				√							
PE(TTM) 1000	25.8	92.8	16.0	34.3	16%		√									
PE(TTM) 1000	25.3	67.7	14.5	32.2	17%		√									
PE(TTM) 500	50.9	137.9	27.0	49.8	53%						√					
PE(TTM) 1000	40.6	96.7	15.9	41.0	49%					√						
PE(TTM) 500	116.8	174.9	28.1	57.8	92%											√

数据来源: Wind, 申万宏源, 招商基金

### 结构选择: 重点关注低估值的周期板块、及科技和消费板块的投资机会

板块上, 继续推荐低估值的周期性行业和 5G 相关的科技板块。我们认为, 随着地产竣工数据的好转, 受益于地产竣工逻辑的建材家居等相关公司也值得关注。当前包括银行、保险等金融板块的估值普遍处于偏低状态, 我

他们认为四季度宏观悲观预期修复仍有空间、叠加年底估值切换，周期性板块面临估值修复机会。而对于部分业绩能兑现、估值合理的科技和消费板块仍建议继续持有。

**保险：**当前行业整体估值仍处于历史中枢偏低位置，包括国寿、新华和太保在内的 2020 年开门红业绩有望超预期，扭转市场对于保险行业景气度持续下行的判断；而长端利率上行也明显减小了保险行业的利差损风险。

**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

最近两个月债券市场出现明显调整，收益率上行至年内高点附近，主要原因是 8 月以来猪肉出现超预期的快速涨价，当前猪价已经远超历史高点，而且涨价速度也是历次猪周期斜率最高，带动 CPI 提前至 9 月上破 3%，引发债券市场对货币政策收紧的担忧。11 月 5 日，央行下调 MLF 操作利率 5bp 至 3.25%，表明了当前的政策仍然以稳增长为主，缓解了这种担忧情绪，但预计 CPI 会维持在 3% 以上接近两个季度，货币政策的宽松节奏仍然会受到制约。经济方面，短期可能呈现韧性，一是四季度可能增加地方债发行、政策引导制造业信贷投放，维持社融规模存量增速稳定，另外当前政策重提“将稳增长放到更重要的位置”，意味着短期会有一些基建项目发力，对经济构成托底作用。但中期来看，房地产仍在下行周期，从新开工增速和商品房销售增速来看都已经进入下行，预计整体地产政策不放松的背景下，地产投资将会逐步回落对经济继续形成拖累，利率中期下行仍有空间，但时点上看需要市场对通胀的担忧消退，预计整个四季度可能没有明显的机会。另外，全球经济增长疲软、负利率债券规模增加使得我国的无风险收益对外资来说仍具有吸引力，国内经济下行下银行表内信贷投放也面临“资产荒”，从供需力量来说债券的配置力量仍较强，收益率预计上行有顶、下行有底式震荡，债券市场风险不大。

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，十月信用债发行量维持在一个相对高位，略超季节性。具体来看，十月信用债毛发行 7903 亿元，环比基本持平，同比上年同期也增加 1530 亿元；实现净融资 1294 亿元，环比增加 110 亿元，同比上年减少 214 亿元。从结构上来看，十月中低等级债券发行继续回暖，但较九月略有回升，全月 AA+及以下主体评级的中长期品种净发行量 654 亿元，环比增加 474 亿元，同比增加 986 亿元，处于年内较高水平。十月由于市场调整，导致市场风险偏好降低，即便如此，中低等级债券仍继续回暖，显示市场环境正在持续向有利于中低等级发行人的方向发展。从券种来看，十月公司债、企业债及中票合计发行 370 支，毛发行金额 4214 亿元，净融资额 1675 元，符合季节性。总体来看，十月中长端信用债发行无论是总量还是结构都在改善，但由于债市迎来调整，市场风险偏好收到压制，后续信用债融资情况特别是中低等级发行人的融资情况面临一定不确定性。

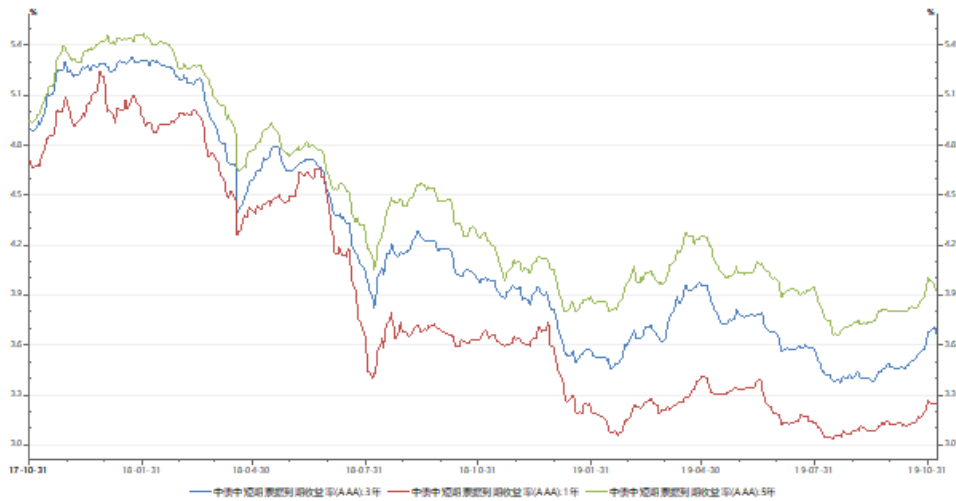
从二级市场来看，受到经济金融数据及消息面因素影响，十月债券市场迎来调整，信用债收益率整体上行。以 3 年中票为例，十月各等级信用债收益率上行幅度在 8~21bps 之间，期限利差主动走扩，等级利差被动压缩，主要由于低等级信用债收益率年内一直处于相对高位，本轮调整中上调的幅度也相对较小。目前市场调整幅度已经不小，但从基本面来看，我们维持信用债市场将继续震荡的观点。在之后的投资中，我们仍将在坚持价值投资理念，做好类属资产配置，精选个券，增强组合收益。

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

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

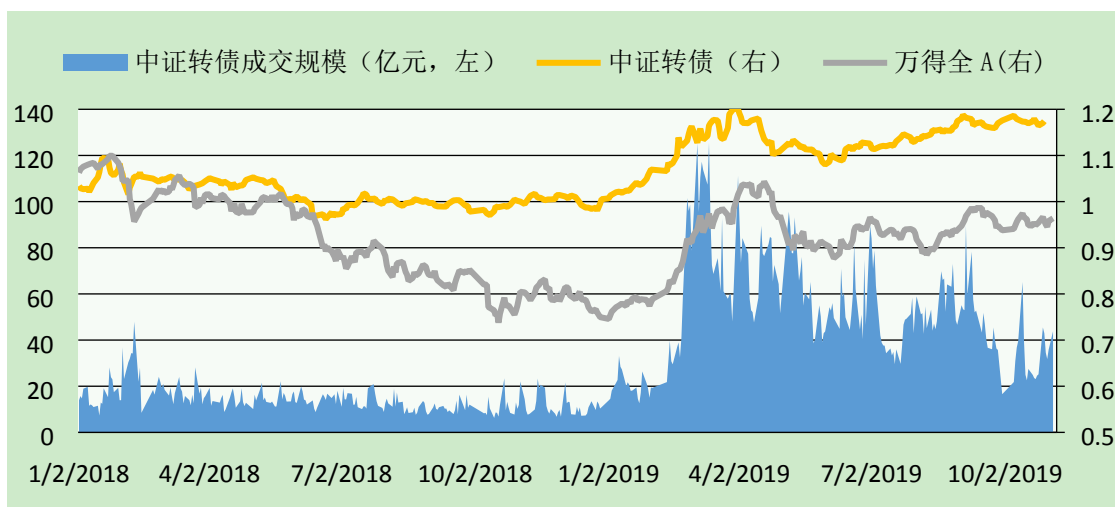
十月短融发行情况不乐观。全月短融毛发行和净发行分别为 3243 亿元和-485 亿元，毛发行环比增加 360 亿元，净发行环比减少 146 亿元。

二级市场方面，十月短融收益率虽然也跟随中长期信用债调整，但调整幅度较小，同时也呈现出等级利差被动压缩的局面。具体来看，十月各等级短融收益率分别上行 4-10bps，目前由于货币市场没有出现大幅调整，杠杆息差稳定，短端利率上行空间相对有限。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，十一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

图：2019 年 10 月转债指数与股票指数表现



数据来源：Wind，招商基金

10 月份转债市场与股票市场整体情况仍处于震荡状态，股票市场表现略好于转债市场，转股溢价率整体呈被动压缩状态。尽管市场表现变化不大，但转债市场微观的变化已经开始显现。以浦发转债为代表，转债市场再次开始迎来供给端的加速发行。在前几个月的市场中，由于转债资产对于权益及债券投资者都有相应配置价值，需求端大于供给端，且存量市场转债个券有赎回退出情绪，造成转债市场估值相对较高。随着供给端的放开，尽管从近期上市个券转股溢价率水平来看，市场情绪仍然较高，但并不代表供给端放开压缩估值不会出现。目前整体宏观环境仍然处于以稳为主的阶段，企业盈利层面整体也未达到趋势性转好的时候，在此背景下，假如短期内双边市场依然维持震荡行情，供给端放开带来的压缩估值可能给投资者带来较为舒服的投资环境。此外，供给端的放开让市场又一次能参与一级市场打新申购，可以从待发个券中挑选基本面优秀，条款合理的个券进行申购配置，上市首日如遇价格被低估也可积极参与。对于二级市场，建议关注与宏观经济相关性相对较少，业绩盈利情况相对更稳定的个券。



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  
电子邮箱：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。