招商基金
CHINA MERCHANTS FUND

招商基金月度投资策略报告

2019年12月

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 4
2 大类资产观点 7
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 11
2.7 汇率市场 12
3 股债投资策略 14
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 12 月投资策略报告

1 宏观经济环境

1.1 海外市场

企稳预期发酵，风险资产上涨

得益于年初以来各国央行货币政策的积极调整，近期包括美国、欧元区和日本等国的经济企稳信号开始增多，而以美股为首的风险资产价格也再度开启了“risk on”模式；但经济企稳的力度和持续性仍需要更多时间观察，而中美贸易磋商进展以及原定于 12 月中旬的加征关税是否取消、英国提前大选结果以及美联储在 12 月议息会议上的政策指引，将成为下一阶段全球市场关注的核心议题。

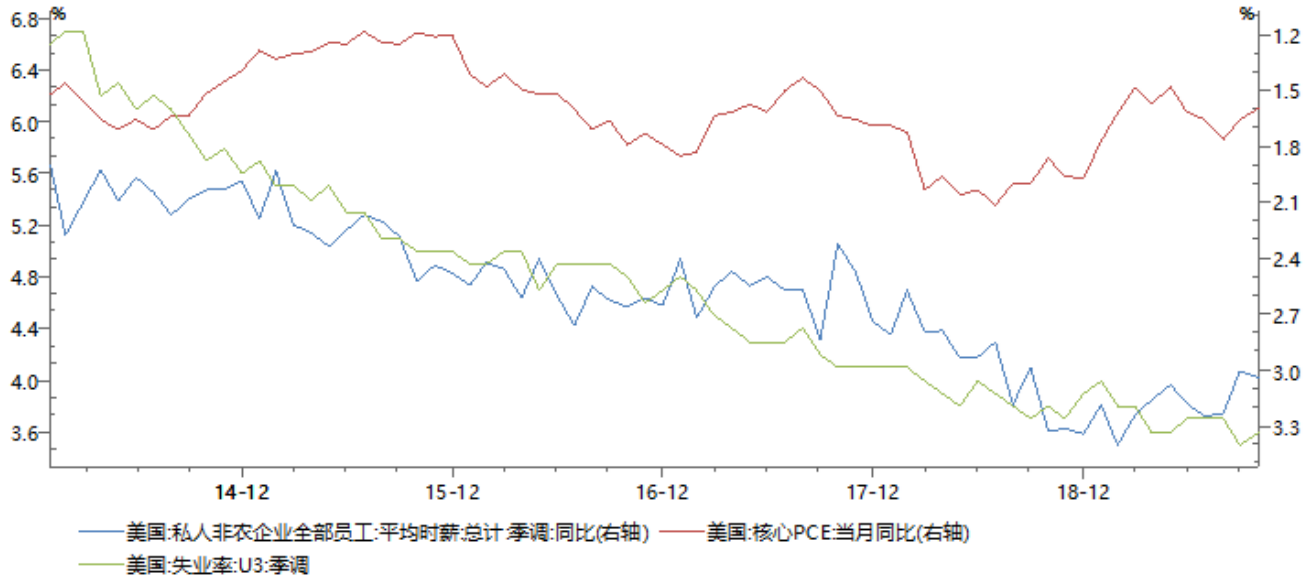
市场对于美国经济前景的展望正在进一步趋于正面，当前迭创新高的美股、自低位反弹的美债收益率以及大宗商品价格，显示的是对于经济逐渐企稳的预期。强劲的劳动力和消费市场、低利率环境下企稳回升的房地产市场，仍是经济的主要支撑，而制造业的低位企稳、以及中美关系的阶段性缓和，则构成下一阶段的主要上行风险。美国三季度实际 GDP 年化季环比修正值为 2.1%，仍好于市场预期的 1.9%。ISM 协会公布的 10 月制造业 PMI 为 48.1，较前值 48.3 环比小幅下滑，其中的主要拖累项为新订单指数分项；但同期 Markit 公布的 11 月制造业 PMI 为 52.6，较前值 51.3 继续扩张；从历史上看，Markit 与 ISM 公布的 PMI 指数出现长时间背离的情况并不多见，美国制造业景气度是否出现实质性改善，仍需更多时间的观察。而美国最新地产数据的景气度则在持续走高，美国 10 月新屋销售总数年化 73.3 万户，好于预期的 70.9 万户，而 10 月新屋开工总数年化为 131.4 万户，也较 125.6 万户的前值继续好转。欧元区方面，制造业颓势边际改善的势头则更为明显。欧元区 11 月制造业 PMI 初值 46.6，较前值继续回升；其中，德国 11 月制造业 PMI 初值 43.8，也呈现底部企稳的迹象。而在欧央行持续大力度的宽松之下，领先的货币指标 M1 同比增速持续回升，根据滞后关系推断，欧元区的实体经济数据仍有一定改善动能。而英国将于 12 月 12 日提前举行大选，最新民调显示保守党的支持率仍明显领先于工党，若最终鲍威尔约翰逊成功当选首相，则英国脱欧的僵局有望被实质性打破，而两党所承诺的经济刺激计划以及退欧不确定性的消除也将有利于英镑和英国经济的进一步走稳。日本方面，消费税上提后“抢消费”效应消退，10 月零售同比数据迅速滑落；而另一方面，在货币政策的无效性逐渐凸显的情况下，日本政府正在考虑加码财政刺激计划，12 月 5 日，日本公布的经济刺激计划草案整体规模为 26 万亿日元，其中包括 13.2 万亿日元的财政刺激措施规模，以及 9.4 万亿日元的新支出，日本政府预计此项计划将推动日本实际增长约 1.4 个百分点。与此同时，日本 11 月制造业 PMI 为 48.6，也较前值 48.4 继续好转。

中美贸易谈判仍有待“第一阶段”的纸面协议正式落地，12 月 15 日的下一个关税加征时点需要重点关注。若中美协议顺利落地，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或仍然存在；同时此次协议内容或仅为一份有限协议，或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。

而在美国经济的衰退担忧逐渐缓释的情况下，美联储大概率将在 12 月的议息会议上按兵不动，市场的关注点在于美联储对于未来宏观经济数据的预测以及点阵图的更新。本月中旬公布的美联储会议纪要整体偏中性，多数官员认为，只要美国经济前景没有出现实质性变化，降息之后的政策就是适宜的。我们预计在外围风险尚未明显缓释、通胀压力仍相当有限的情况下，整体上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。

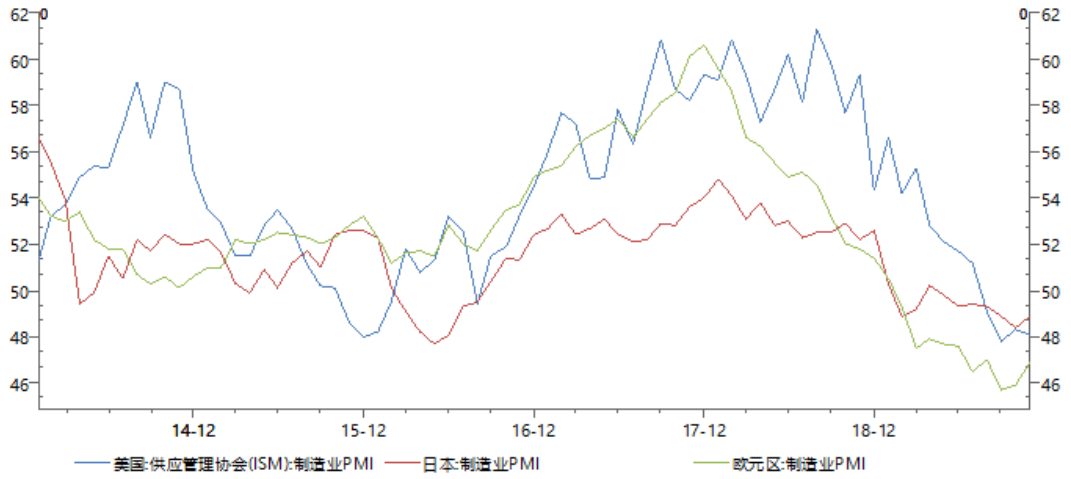
10 月美元指数延续震荡局势，主要受到欧元区与美国的经济意外指数之差明显走窄的影响，近期欧元区经济数据持续改善，此前市场的悲观预期有明显修复。我们认为，本轮美元指数下行的方向仍相对确定，但在美国经济仍将保持韧性的情况下，下行幅度不可高估；短期来看，美元指数在当前位置继续震荡的概率更大。近期美国 10 年期国债收益率明显走高，而中国 10 年期国债收益率则有所走低，中美利差相对走窄，但绝对水平仍处于历史偏高位置。

图：美国 10 月失业率小幅上行，平均时薪增速持平，核心 PCE 同比下滑



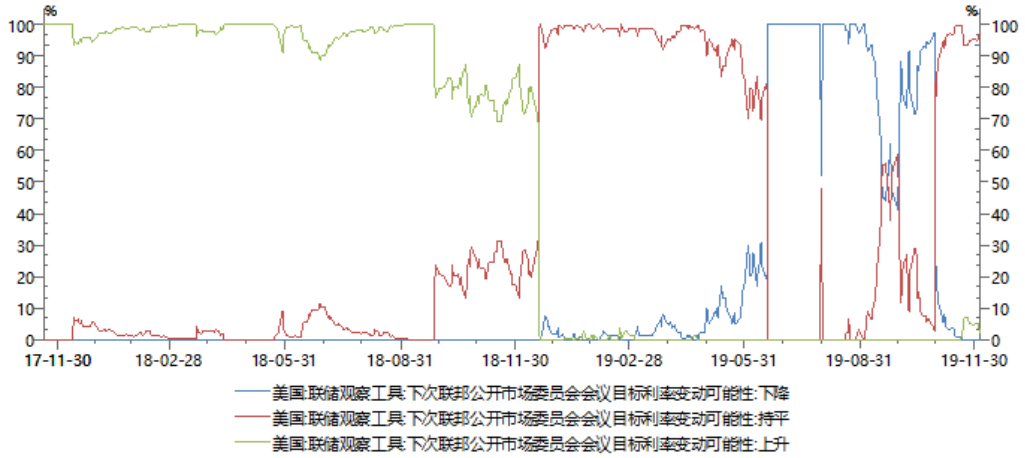
数据来源：Wind，招商基金

图：12 月日本和欧元区的制造业 PMI 较前值回升，美国小幅回落



数据来源：Wind，招商基金

图：市场认为美联储 12 月议息会议将按兵不动



数据来源：Wind，招商基金

1.2 国内市场

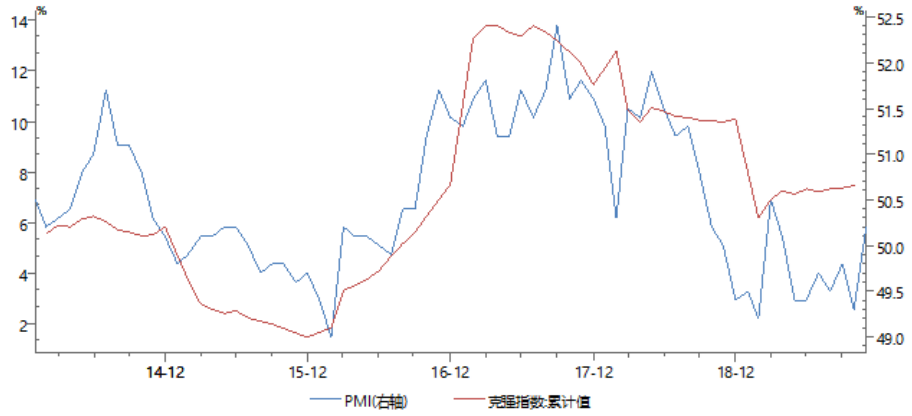
企稳信号增多，政策边际加码：11 月的官方制造业 PMI 在时隔半年之后重回 50 上方的扩张区间，而包括六大电厂耗煤量以及钢铁、水泥等工业品价格也出现了积极信号；与此同时，稳增长政策也在边际加码，央行在月初下调 5 个基点的 MLF 利率之后，又在 11 月 18 日超预期的下调了 5 个基点的 7 天逆回购利率；而同时，财政部正式提前下发明年的专项债额度 1 万亿，有望缓解四季度基建项目的资金缺口。但整体来看，“托而不举”的政策基调并未出现实质性改变，而在地产仍保持韧性的情况下，国内经济大幅下行的压力也相当有限，而本月召开的中央经济工作会议，将为明年经济政策定调，值得重点关注。

本月，中采制造业 PMI 较前值出现明显回升，11 月非制造业 PMI 为 54.4，也创了近 8 个月新高；而财新制造

业 PMI 则继续改善。从分项数据看，11 月制造业 PMI 的生产和需求两端均有所改善，同时新出口订单指数明显回升，近期下游需求有一定企稳迹象，但持续性和强度仍需继续观察。此外需关注的是，PMI 中的价格指数出现回落，11 月 PMI 出厂价格和原材料购进价格指数分别回落 0.7 和 1.4 个百分点至 47.3%和 49%，显示 11 月的 PPI 同比读数仍有一定压力，但近期以螺纹钢和水泥为代表的工业品价格呈现上涨，我们预计整体的通缩压力仍相当有限。

统计局公布的 10 月规模以上工业企业利润同比下降 9.9%，9 月为降 5.3%；而 1 到 10 月，全国规模以上工业企业实现利润总额同比下降 2.9%。10 月工业企业利润单月增速降幅扩大主要受到 PPI 同比读数继续下行等因素影响，但往前看，随着至年底 PPI 同比读数逐渐转正，同时下游需求和外部需求有企稳迹象，工业企业利润增速有望短期触底。

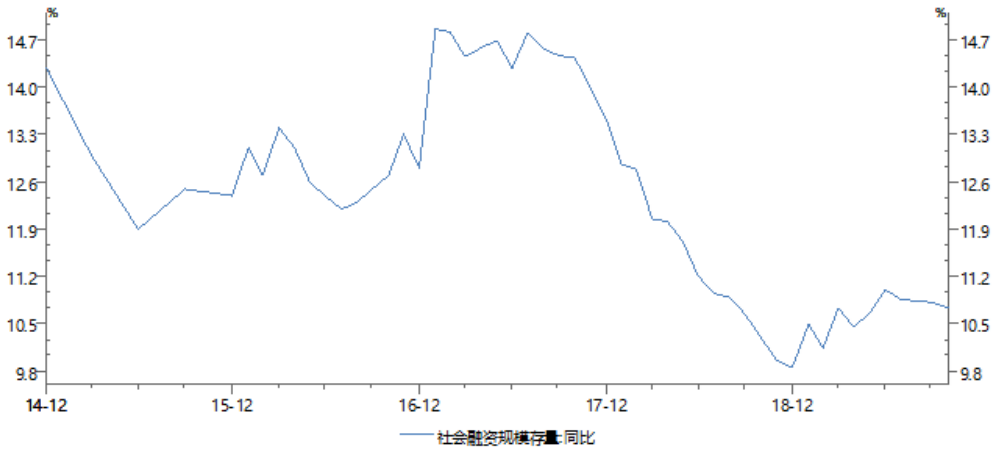
图：11 月 PMI 出现明显上行，10 月克强指数小幅走强



数据来源：Wind，招商基金

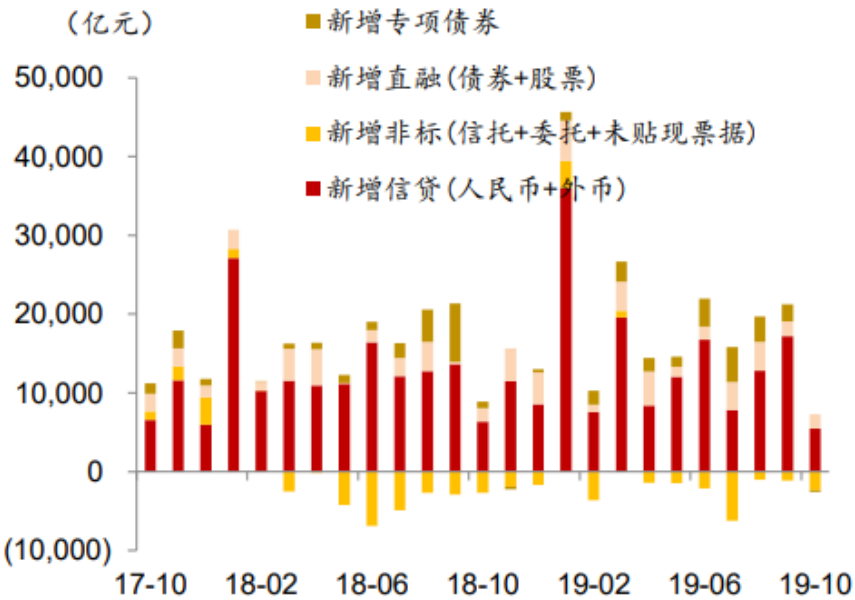
受季节性影响，10 月金融数据较前值出现大幅回落，10 月新增信贷 6613 亿、社融 6189 亿，社融存量同比 10.7%。从结构看，贷款少增主要受到居民短贷和企业票据融资监管趋严的影响，而企业中长期贷款表现仍相对较好，或受到隐性债务置换的支撑。与此同时，信贷和专项债仍是社融受拖累的主因，而非标同比降幅继续收窄。往前看，明年一万亿的专项债额度已经提前至四季度下发，我们预计年内社融增速仍将维持在 11%左右的稳定水平。

图：新口径下 10 月社融存量增速为 10.7%，较上月小幅回落



数据来源：Wind，招商基金

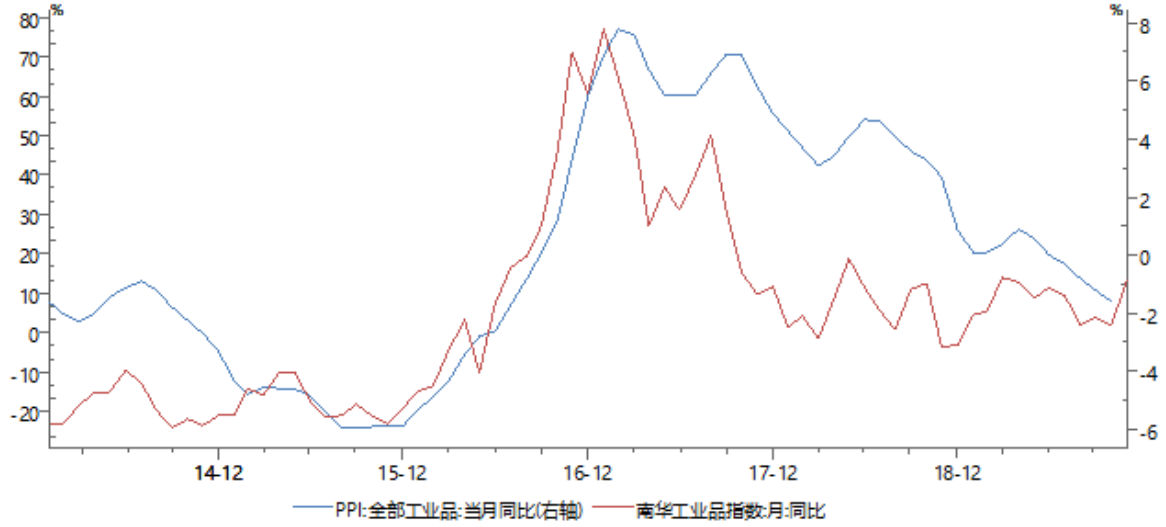
图：从 10 月数据来看，企业中长期信贷和非标出现季节性走弱，专项债发行暂缓



数据来源：Wind，招商基金

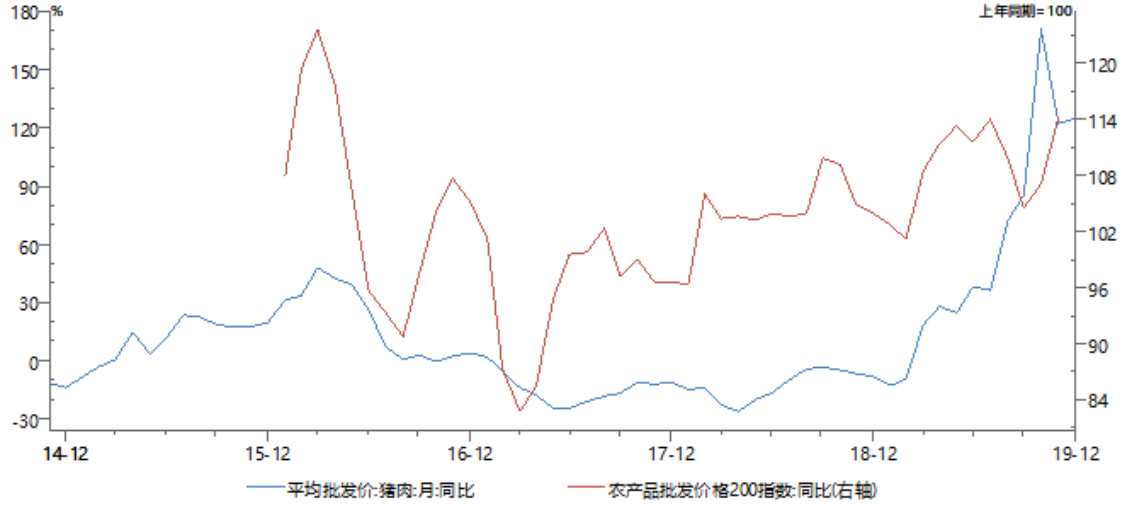
通胀方面，10 月通胀数据继续呈现结构化的特征，一方面，受猪瘟疫情和生猪存栏持续下降的影响，短期内猪肉价格继续反季节性上涨，带动 CPI 同比明显高于预期，但近期猪价高频数据出现明显回落，一定程度上缓解了市场对于通胀快速上行的担忧；另一方面在剔除食品分项之后，受到基数效应偏高且需求不强的影响，包括工业品、非食品消费品以及服务价格均呈现走低趋势，其中 PPI 同比继续处于负增区间。往前看，考虑到明年 1 月的春节错位以及猪周期仍处于上行期的影响，明年年初或仍有高点；而随着基数效应的减退以及新涨价因素的提振，PPI 同比将于近期走出通缩区间。

图：基数效应犹存下 PPI 同比仍在负增区间，但至年底可能转正



数据来源：Wind，招商基金

图：近期猪价明显回调，但农产品整体价格增速回升



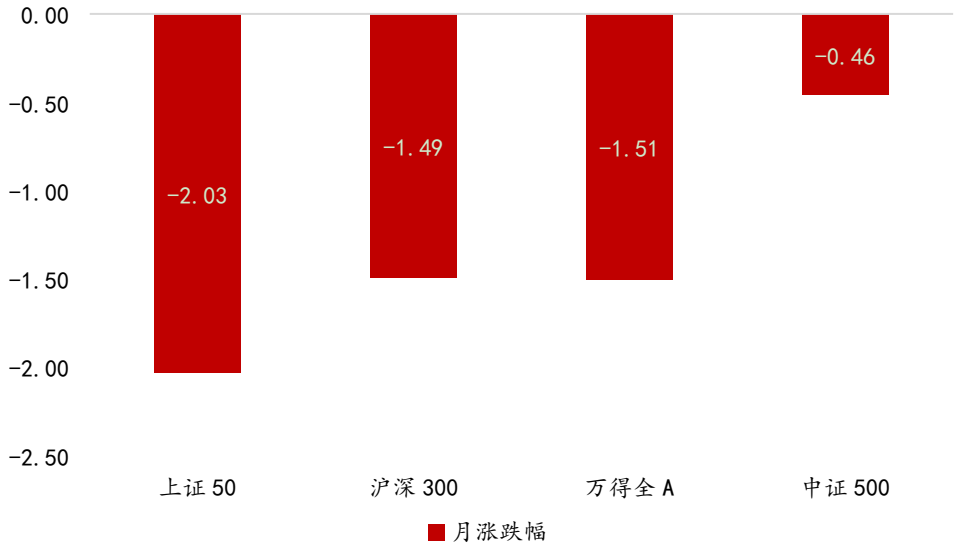
数据来源：Wind，招商基金

2 大类资产观点

11 月市场回顾：股市震荡下跌，债市明显反弹

11 月股市震荡下跌，交易量逐渐缩小，市场人气低迷、同时部分前期强势板块出现补跌，单月呈现下行（万得全 A、沪深 300、上证 50、中证 500 涨跌幅度分别为-1.51%、-1.49%、-2.03%、-0.46%）。

图：2019 年 11 月主要股指涨跌幅



数据来源：Wind，招商基金

再观债市，11 月央行降息、10 月实体经济数据承压以及猪肉价格高位回落、通胀压力缓解等基本面因素提振债市做多情绪。10 年期国债收于 3.17%，较 10 月末下行 12BP。11 月，猪价高频数据明显回落，而央行连续下调 MLF、OMO 和 LPR 利率助推债市上涨，显示当前由于供给端短缺导致的结构性通胀尚不足以对货币政策构成实质性约束，缓解债市情绪。10 月长端利率和短端利率均呈现大幅上行（10 年期国债收益率下行 12bps，1 年期国债收益率下行 2bps），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 10bps），信用利差小幅下行（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 2bps）。

2.1 A 股市场

对于权益市场而言，11 月 A 股行情继续平淡，波动率降至历史偏低位置，一方面稳增长政策边际加码、托底经济，另一方面，对于经济是否企稳市场仍有较大分歧，考虑到 12 月流动性相对趋紧，且 MSCI 年内最后一次纳入结束，被动增量外资的配置或将告一段落，整体来看 A 股仍处于上下两难的区间震荡行情，12 月重点关注中央经济工作会议传递的明年政策定调。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，利率债在 11 月已经出现明显修复，配置价值减弱，但仍有一定交易价值，中美利差尚处于历史高位，国内债市对于外资的吸引力仍相对较强。短期看，近期债市的修复主要反应了对于“稳增长”政策加码的预期，但对于宏观经济的企稳预期反应的尚不充分，我们预期 12 月债市或以震荡为主，一方面通胀压力有所缓和，货币政策的支持力度边际强化；但另一方面，“托而不举”仍是货币政策的整体基调，未来需财政政策更多发力来托底经济；而从资金面看，12 月由于跨年流动性需求及监管加强等因素，流动性或呈现局部偏紧。整体来看，债市多空因素大致处于平衡状态，当前位置对于利率债的观点偏中性。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置，建议精选个券、适度进行信用下沉。

2.3 港股市场

回顾 11 月，恒指收报 25,628 点，按月下跌 1040 点 ；恒生国企指数则收报 10,055 点，亦按月下跌 424 点。主板每日平均成交略微上升至约 789 亿水准。11 月份港股大中小型股集体下跌，其中恒生大型股累跌 1.54%、恒生中型股累跌 0.83%、恒生小型股累跌 2.31%。截至 11 月底，上证、深证和恒指的 PE 分别是 12.51、23.18 和 9.46 倍，上证和恒指的估值在世界主要股市里排名最低，显示估值相对便宜。近 12 个月股息率方面，恒指仍是最高，是 3.57%。

港股通上月日均成交额环比有所下降，上月成交占指数成交比例为 13.57%。成交方面，整体港股通上月累计成交 2216.73 亿元，较于 10 月增加约 264.06 亿元，沪市港股通上月累计成交 1339.54 亿元，深市港股通是 877.20 亿元。上月日均成交额沪市港股通和深市港股通 63.79 亿元及 41.77 亿元，环比分别降低 7.25 亿元和增加 4.33 亿元。整体港股通日均成交额占港股成交比例为 13.57%，环比降低约 0.33%，对港股成交有一定影响。

根据 11 月恒生行业指数，各行业涨跌不一，行业表现排名前三为资讯科技业、原材料业和工业，分别累计上涨 3.52%，2.88%，1.08%；行业跌幅前三为电讯业、公用事业和能源业，分别累计下跌 7.71%、3.96%和 3.90%。根据 11 月港股通持股比例数据，各大行业的持股比例均为增幅，行业持股增幅最多的行业分别是信息技术、房地产和金融，持股比例分别增加 2.12%、1.69%和 1.56%。11 月持股增幅最少的行业分别为电信服务、能源和日常消费，持股比例分别增加 0.15%、0.42%和 0.54%。

2019 年 11 月 20 日，美联储公布 10 月 29-30 日 FOMC 货币政策会议纪要 ，进一步强化了暂停降息的可能性。中美贸易战情况暂时保持，11 月美国恐慌指数有所降低。而香港地缘政治风险持续影响，但随着 11 月区议会议员选举后，游行活动有所减少，香港恐慌指数亦下降。多方因素影响复杂，短期仍以谨慎为主 11 月初港股承接上月补涨趋势继续上行，但随后受到港内游行活动升级的影响出现了大幅的跳水，在事件稍有平息后逐渐震荡回调。随着香港社会事件持续发酵，经历了 11 月中旬较大范围的暴力冲突后，活动逐渐缓和。在 11 月 24 日举行的区议会选举中，各地区并未出现如市场预期的混乱，整体较为平和，料短期内市场将有所缓和，但长期来看社会活动走向仍难料，市场风险情绪偏谨慎。

展望 12 月，11 月 15 日证监会宣布经国务院批准全面推开 H 股“全流通”改革，并同时发布了《H 股公司境内未上市股份申请“全流通”业务指引》。在此港股内忧加外患之时，H 股“全流通”改革的施行将为港股市场带来新的动力，对扩大香港资本市场流通市值量亦将起到正面促进作用。从长期来看对于港股市场的流动性及定价的有效性均会有一定程度的改善，或许能为港股带来一些新面貌。在影响港股走势的众多因素中，中美贸易谈判结果仍是决定性因素，尽管目前并未出现实质性的变化，但美国已进入 2020 年新一届总统大选初选前的拉票阶段，因此未来中美贸易关系的走势不确定性仍然较大。

香港经济在第二季录得 0.4%的按年轻微增长后，第三季按年衰退 2.9%，是自 2009 年金融海啸以来首次录得按年跌幅。实际 GDP 继上一季度录得按季 0.5%的跌幅后，在第三季度按季收缩程度扩大至 3.2%，显示香港经济已呈现衰退趋势。第三季私人消费开支按年下跌 3.4%，亦为 2009 年首季以来首次录得按年跌幅。随着经济衰退，劳工市场也有所放缓，第三季失业率微升至 2.9%，较上季微升 0.1 个百分点。零售、餐饮和住宿服务业面对较大压力，其中餐饮业失业率为 6%，已达六年新高，若社会不稳定状况持续，可能有更多公司倒闭，引起更多失业问题。

而中美贸易局势的反复对港股亦会造成一定的影响，11 月 27 日特朗普签署《香港人权与民主法案》，美国此举或将加剧香港内部民意的分歧，对香港未来的社会活动造成更为负面的影响。

2.4 美股市场

回顾 11 月，标普 500 指数累计攀升 3.4%，道指和纳指分别上涨 3.7%和 4.5%，均创下自 6 月份以来最大单月涨幅。自 10 月份开始，市场投资者就对中美达成“第一阶段”贸易协议寄予了较高期望，在这样的乐观情绪支撑下，美股在 11 月份收获了突出的表现。

从经济基本面来看，美国三季度 GDP 年化季率上修为 2.1%，高于预期的 1.9%。三季度消费者支出年化率修正值为 2.9%，高于预期的 2.8%。部分投资者对美国经济增长前景较市场普遍预期更为乐观，认为消费及设备投资复苏可能支撑明年美国经济增速继续维持在 2%左右。

11 月 27 日，美联储公布的经济褐皮书表明了对美国经济展望转为乐观的态度，美国经济活动温和增长，各地的劳动力市场依然吃紧，整体就业人数继续小幅上升，大部分地区的工资持续温和增长。美联储认为物价仍处于温和上涨阶段，目前没有出现通缩风险。在美国预防性降息等货币政策的实施之下，预计美国经济扩张周期和牛市时间均有所延长，叠加目前贸易保护主义有所缓和，本周美股再次创出新高。另一方面，美国政治不确定性有所上升。有关特朗普的弹劾目前已进入新的阶段，美国国会众议院司法委员会将于下周进行首次弹劾听证，虽然现阶段特朗普被弹劾的几率仍然不大，但是弹劾程序一定程度上将对明年的总统大选产生一定影响，明年由于大选所带来的政治不确定性或对美股市场产生一定的扰动。

展望 12 月，今年以来美股一直表现强劲，标普 500 指数今年来上涨超过 25%。美联储货币政策是今年美股上涨的重要因素，虽然在连续降息三次后联邦公开市场委员会(FOMC)释放了暂停信号，但隔夜回购市场资金面推出的流动性注入和债券回购计划正在为市场提供支持。在接下来一个月，投资者将更加关注贸易话题，这将是年底的成败关键。特朗普曾承诺会与中国达成初步贸易协议，但迄今仍未达成，新关税即将于 12 月 15 日生效。特朗普 11 月 27 日签署支持香港抗议者的立法，引发中国的负面反应，给贸易谈判增加更多不确定性。

2.5 原油市场

2019 年 11 月油价走势回顾：原油市场上涨，需求端利好频现

2019 年 11 月，原油市场需求端利好频现，支撑油价上涨。11 月美油价格上涨，由 54.18 美元/桶上涨 7.4% 至 58.2 美元/桶。原油价格上涨，主要是原油需求端出现多个利好。包括中美双方同意就第一阶段协议磋商的剩余事项保持沟通、全球主要经济体制造业 PMI 纷纷反弹等。原油供给端变化不大，OPEC 仍然在是否实施新一轮减产上举棋不定。

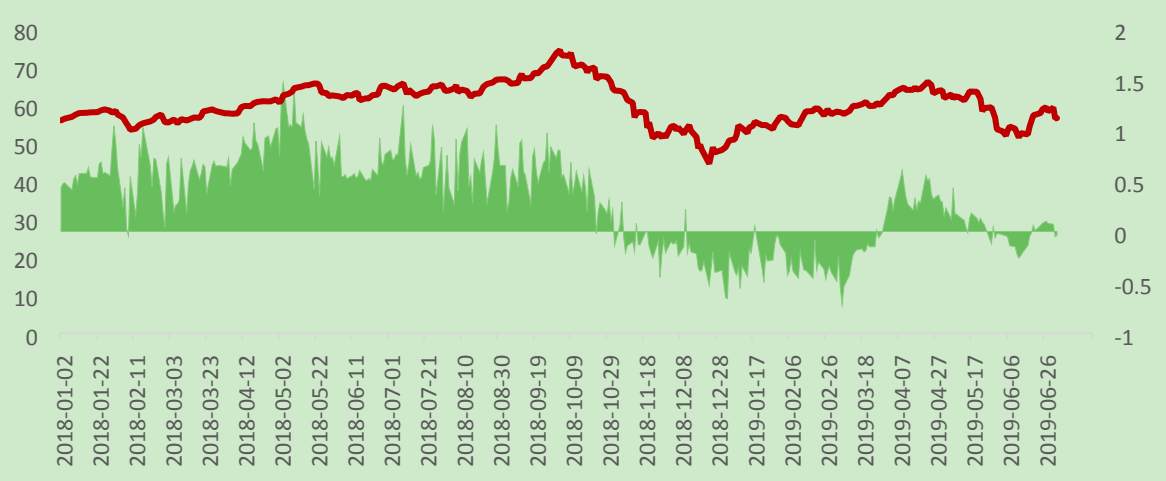
图：2019 年 11 月美油上涨（美元/桶）

数据来源：Wind，招商基金

2019 年 12 月油价走势展望：布伦特油价或继续在 60~65 美元中枢震荡

预计 2019 年 12 月布伦特油价或继续在 60~65 美元中枢震荡；需求端预期波动放大，或成阶段性干扰原油价格走势的核心要素。近期全球制造业 PMI 的反弹，引起了市场上修明年全球经济预期。但需要注意的是，全球制造业 PMI 的反弹，主要是受新出口订单指数带动，衡量内需的进口、生产指数等依然处于较低水平。与此同时，作为全球经济的火车头，美国经济才刚开始去库存 4 个月，而历史平均去库存时间达到 16 个月。换言之，美国未来大概率继续去库存，经济企稳的可能性较低。随着美国进入传统消费旺季，一旦美国消费等经济数据不及预期，市场或将重新下修美国经济前景。总体来看，在需求预期波动放大的背景下，预计 19 年 12 月布伦特油价或继续在 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

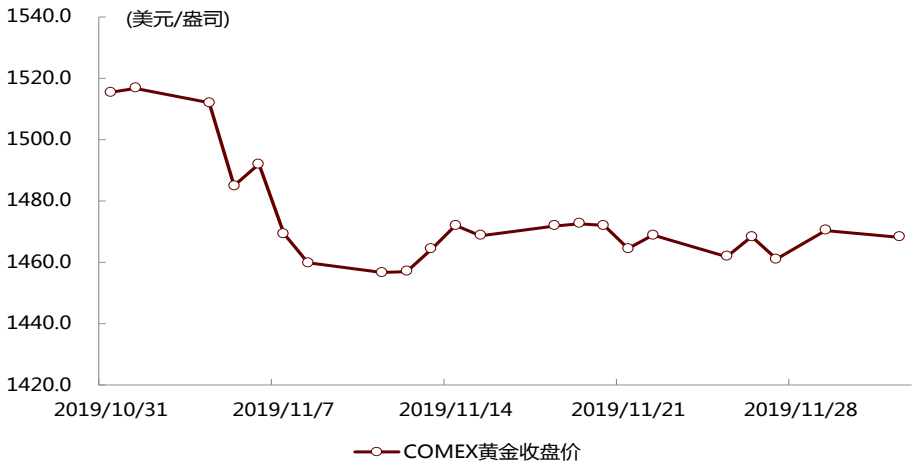
2.6 黄金市场

黄金价格在 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，11 月有所下行。

我们认为 2019 年 11 月份黄金价格以震荡为主的主要原因为：虽然黄金在 2019 年已经大幅上涨，且 11 月份的全球政治经济环境整体较为稳定。但从有利的方面来看，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支撑了黄金价格。

因此，在 2019 年 11 月份，COMEX 黄金价格指数从 1,515.4 美元/盎司下跌至 1,470.4 美元/盎司，下跌 2.97%。

图：COMEX 黄金价格指数在 2019 年 11 月下跌 2.97%



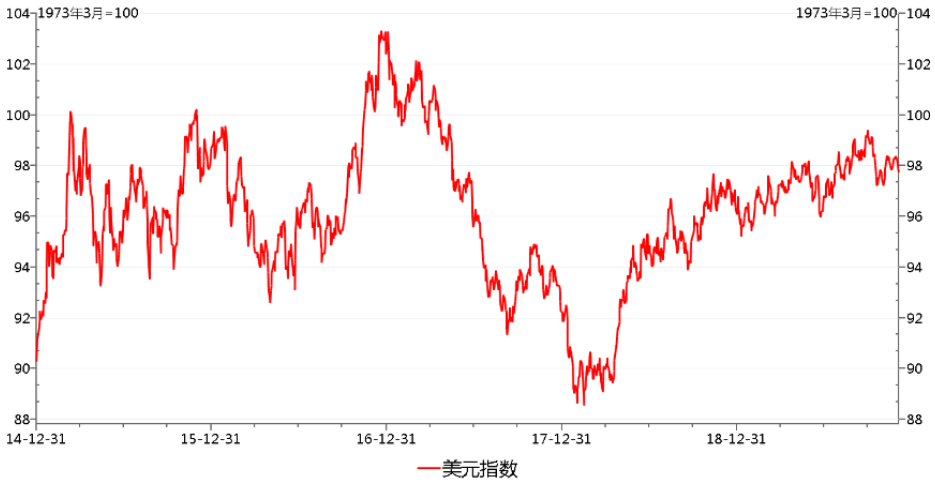
数据来源：Wind，招商基金

我们预计 2019 年 12 月份的黄金价格仍将维持震荡。主要原因为：第一，在 2020 年，美国 10 年期国债收益率的下行空间明显不如 2019 年。在 2019 年年初，美国 10 年期国债收益率高达 2.8%，而目前仅为 1.8%左右。2020 年美国经济增速有望温和回落，但可能仍在 2.0%上下，因此 10 年期国债收益率较难突破 1.5%左右的历史最低水平。这意味着 2020 年 10 年期美债收益率下行区间难以超过 30 个 bp；第二，在 2020 年，全球经济政策不确定性有望适度缓解。第三，在 2020 年，美元指数表现不及 2019 年，将会转为温和回落，但跌破 90 的概率不大，在 91-96 范围内波动的可能性更高。

2.7 汇率市场

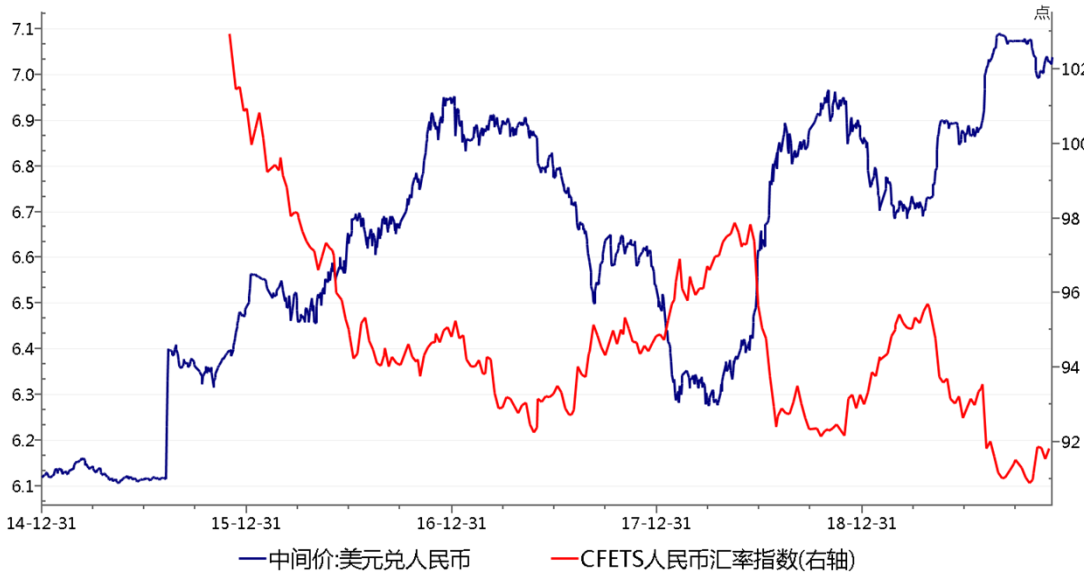
11 月美元指数震荡上涨，自 97.2 逐步上涨至 98.4，结束了 10 月的下跌态势，走强的原因包括：1）美联储主动释放偏鹰派信号，暗示市场短期之内不会再降息；2）英国大选日益临近，保守党对工党的领先优势有所下降，引发市场对英国政局及退欧前景的担忧，拖累英镑、欧元汇率走弱。

图：美元指数走势



数据来源：Wind，招商基金

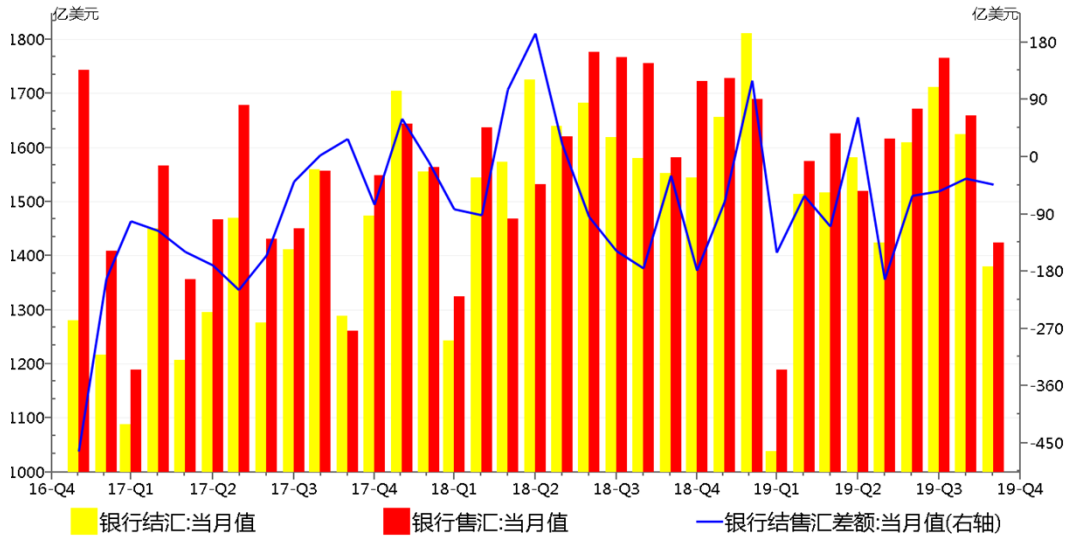
图：美元兑人民币汇率走势情况



数据来源：Wind，招商基金

从外储数据看，10 月中国外汇储备增加 127 亿美元至 31052 亿美元（11 月数据未公布）。从银行结售汇层面来看，10 月银行结售汇由 9 月的 34 亿美元逆差小幅走扩至 44 亿，这代表 10 月份资本流出压力有所抬升。未来一段时间，中美贸易磋商的具体进程，或将影响外储及资本流动的变化。

图：银行结售汇情况



数据来源：Wind，招商基金

我们预计 12 月份美元指数将区间震荡，主要原因如下：

（1）随着全球及主要非美经济体制造业 PMI 纷纷反弹，市场开始上修明年全球经济预期，主要非美货币（欧元、英镑）汇率预计将获得一定支撑，对美元走势形成拖累。与此同时，特朗普 12 月初对中美短期签署贸易协议不抱预期的言论，可能导致避险情绪持续高企，对美元指数有所支撑。

（2）对于人民币汇率，我们认为短期可能有所走弱。中美虽然依然处于贸易磋商中，但考虑到特朗普国内面临弹劾压力，对外部政绩的强烈诉求可能导致他再次动用高压政策，逼迫中国作出让步。中美贸易磋商前景的不确定性，可能阶段性压制人民币汇率走势。

3 股债投资策略

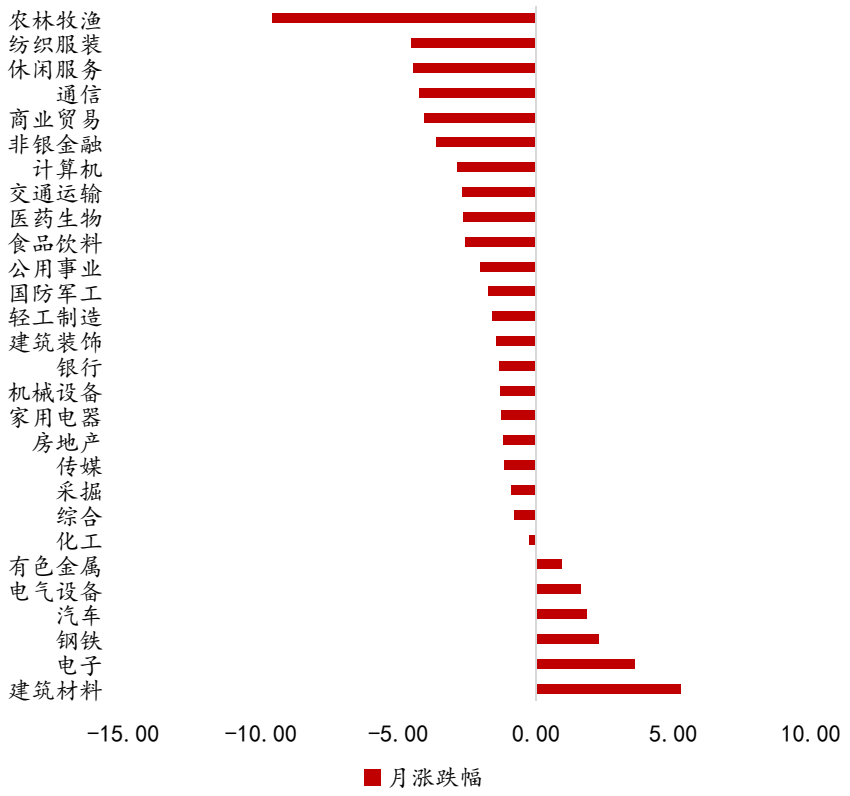
3.1 A 股投资策略

11 月市场回顾：板块跌多涨少，建材、电子和钢铁涨幅居前，农林牧渔、纺服和休闲服务跌幅居前。

2019 年 11 月份，上证综指下跌 1.95%，深证成指下跌 0.55%，中小板指下跌 0.86%，创业板指下跌 0.38%。

回顾 11 月行情，指数震荡走弱，上证综指表现相对偏弱。板块方面，受益于低估值和地产竣工逻辑的建材和钢铁、汽车涨幅居前；而农林牧渔、纺服和休闲服务板块则跌幅居前。

图：2019 年 11 月行业涨跌幅



数据来源：Wind，招商基金

A 股走向判断：短期延续震荡，中期战略看多

短期而言，我们认为 12 月指数仍将维持区间震荡，宏观经济的企稳信号仍待确认，而政策虽边际加码但力度仍有待观察，同时中美贸易谈判的不确定性也需等待落地，整体上市场暂时缺乏打破当前僵局的动力。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 29 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%、27%、15%分位水平。

图：主要 A 股指数估值水平

主要指数		2019/11/29	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 A	16.5	58.2	11.5	19.7	30%			√							
	WIND A	26.3	76.2	13.8	28.7	42%					√					
	50	9.3	48.5	6.9	11.4	19%		√								
	300	11.6	51.1	8.0	13.6	27%			√							
	500	25.6	92.8	16.0	34.2	15%		√								
	100	24.7	67.7	14.5	32.2	15%		√								
	100	50.7	137.9	27.0	50.0	52%						√				
		40.1	96.7	15.9	41.0	48%					√					
		111.8	174.9	28.1	58.0	90%										√

数据来源：Wind，申万宏源，招商基金

结构选择：继续关注低估值的周期板块、以及估值与景气度匹配的科技板块

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，同时机构配置比例也处于历史低位，我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、估值合理的科技板块仍建议继续持有。

B 端建材：四季度看好高增长低估值 B 端建材估值切换的机会。集采大趋势（开发商集中度提升+精装房占比提升）推动 B 端建材个股业绩持续高增长，房屋销售数据持续表现较强“韧性”+部分城市的“因城施策”一定程度缓和市场对地产的负面预期，竣工端数据边际修复有利于增加竣工建材 2020 年业绩确定性。

新能源汽车产业链：其一，虽然 2019 下半年以来短期电动销量增速承压，但短期低景气并不影响新能源汽车产业链中长期成长的确定性；其二，政策层面推动新能源汽车整车、动力电池等零部件企业优化重组，产业链各细分行业格局有望持续优化出清；其三，中国电动汽车与锂电池上游供应链具备全球竞争力，预计将受益全球电动化加速。

3.2 债券投资策略

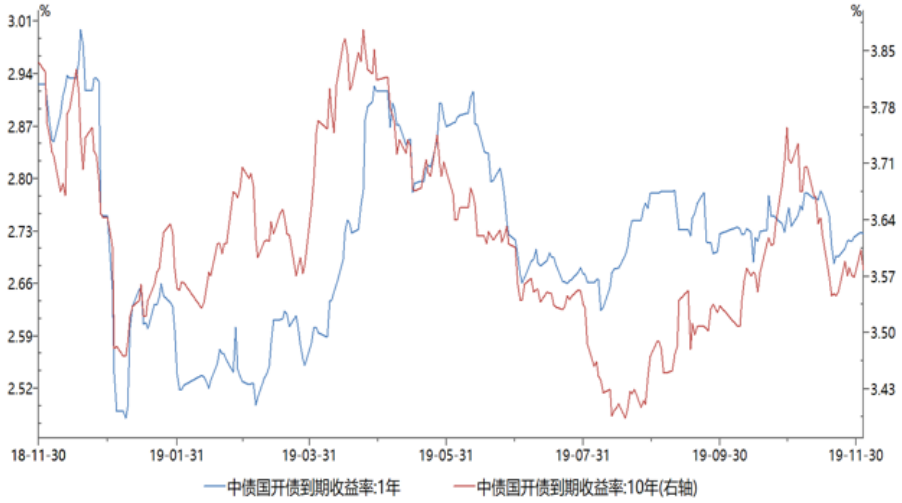
3.2.1 利率产品

11 月债券市场明显上涨，主要原因在于首先 11 月 MLF 和 OMO 利率相继调降，打消了市场对货币政策因通胀而收紧的担忧情绪，另外 11 月公布的 10 月社融和信贷数据不及预期，也证明 9 月信贷放量未能持续，实体融资需求依然疲弱。展望 12 月，基本面方面，经济韧性逐渐表现，目前没有明显的下行压力，稳增长动力变强劲，基本面短期难以对债券市场形成利好，市场上对于经济基本面的分歧也在加大；猪价大幅回落，在央行降息之后，市场对于通胀的担忧明显降低，对市场影响明显减弱。政策面方面，货币政策确认强化逆周期调节基调，对市场形成利好。另外，财政政策明年预计会更积极，地方债发行、财政支出节奏会继续在年初提速。

整体来看，货币政策宽松形成利好，但是市场对于基本面的预期发出现分歧，使得市场陷入纠结状态，预计

12 月维持震荡走势。

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：发行量方面，十一月信用债发行量季节性上行，信用债毛发行 8492 亿元，环比增加 840 亿元，同比上年同期也增加 548 亿元；实现净融资 2657 亿元，环比增加 1207 亿元，同比上年减少 324 亿元。从结构上来看，十一月中低等级债券发行量尚可，绝对量继续提升但占比有所下降，全月 AA+及以下主体评级的中长期品种净发行量 783 亿元，环比增加 152 亿元，同比增加 254 亿元，处于年内较高水平，净融资占比 29.47%，较上月有所下降。从券种来看，十一月公司债、企业债及中票合计发行 463 支，毛发行金额 5173 亿元，净融资额 2908 元，大幅高于前值和上年同期水平，超过季节性规律，为年内最高水平。我们推测主要由于十月长短信用债的调整压制了部分发行需求，导致投资人择时发行，从而导致十一月发行量显著放大。总体来看，十一月中长端信用债发行放量，但主要放量的品种为高等级债券，该类发行人择时能力较强，可能是导致发行放量的主要原因。另一方面，市场风险偏好缓慢回升，后续中低等级发行人的融资情况仍有待观察。

从二级市场来看，受部分经济金融数据不及预期以及意外降息的影响，十一月债券市场收益率快速下行。以 3 年中票为例，十一月各等级信用债收益率下行幅度在 21~23bps 之间，同时短端期限利差和等级利差均主动压缩，中长端利差则变化不大，主要由于短端下行幅度较小。目前市场收益率已经回到十月调整之前的水平，上行和下行的空间都有限，特别是上行风险在央行两次意外降息之后相对更小。因此我们维持信用债市场走势继续震荡的观点。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

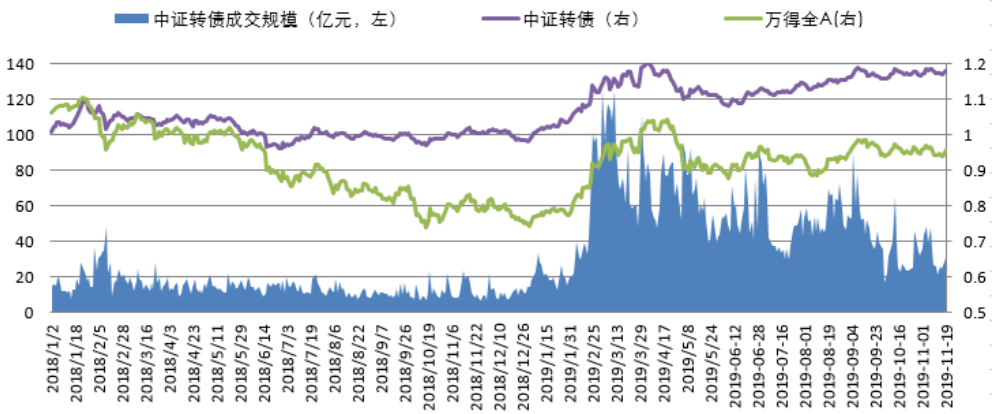
十一月短融发行情况有所好转但净发行仍然未能转正。全月短融毛发行和净发行分别为 3136 亿元和-88 亿元，毛发行环比减少 107 亿元，净发行环比增加 398 亿元。

二级市场方面，与十月类似，十一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，同时等级利差变化也不大。具体来看，十月各等级短融收益率分别上行 3-4bps，目前尽管 MLF 和 OMO 利率均向下调整，但 5bps 的调整幅度难以对短端市场带来实质性的变化，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，十二月信用债投资策略将延续之前价值投资的理念，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 11 月转债指数与股票指数表现



数据来源：Wind，招商基金

11 月份转债市场与股票市场整体情况仍处于震荡状态，转债市场表现好于股票市场，转股溢价率整体呈被动拉升状态。近几个月转债市场一直处于可操作性较差的状态，即市场整体溢价率较高，与股票联动的向上弹性相对较差，而转债价格主动压缩的可能性存在。由于供给端的大幅重启，一直期待市场能通过供给打开从而使溢价率有一定程度上压缩，但目前为止市场并没有此情况，代表着转债市场仍维持着供需紧平衡的状态，大量资金对于转债的需求仍然存在。如果供需端短期内无法解决估值问题，那压缩估值的方式可能有以下几种：流动性收紧，市场抛售转债；股票市场超预期大幅下跌，带动转债市场主动压估值；债券市场收益率大幅上行，减仓转债回到债券；转债出现违约事件整体价值重估。目前来看，以上几方面在短期内较难发生，即短期来看，转债市场可能仍然将维持与股票市场相同出现震荡走势。尽管转债市场整体可操作性较差，但新券的供给仍然给转债市场带来一些机会。由于近期转债大股东配售较多，不排除出现上市后大股东抛售从而导致价格偏差的现象，二级市场上市期可以着重关注是否有价格低估的机会。另外，后期新发行个券不乏基本面较好、规模较大的个券，可积极参与一级市场抢筹的机会。

招商基金
CHINA MERCHANTS FUND
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、复制或有悖原意的删改。