



招商基金二季度投资策略报告

2020年4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.....	5
2 大类资产观点	8
2.1 A股市场.....	10
2.2 债券市场.....	10
2.3 港股市场.....	10
2.4 美股市场.....	11
2.5 原油市场.....	12
2.6 黄金市场.....	13
3 股债投资策略	16
3.1 A股投资策略.....	16
3.2 债券投资策略.....	18
3.2.1 利率产品.....	18
3.2.2 信用产品.....	19
3.2.3 可转债.....	21

招商基金二季度投资策略报告

2020年4月

1 宏观经济环境

1.1 海外市场

疫情蔓延市场大跌，财政货币双管齐下

回顾今年一季度，国内外新冠疫情的进展成为行情演进的主要线索，3月以来全球经济和金融市场遭受剧烈冲击，美国、欧盟、日本经济景气程度遭受重创；但伴随大力度的财政政策和货币政策的出台，流动性风险得以缓释，市场的恐慌情绪也出现了明显修复。展望二季度，在国内疫情基本受控的情况下，海外疫情的拐点、全球经济的恢复以及对冲政策的加码将是我们关注的重点。

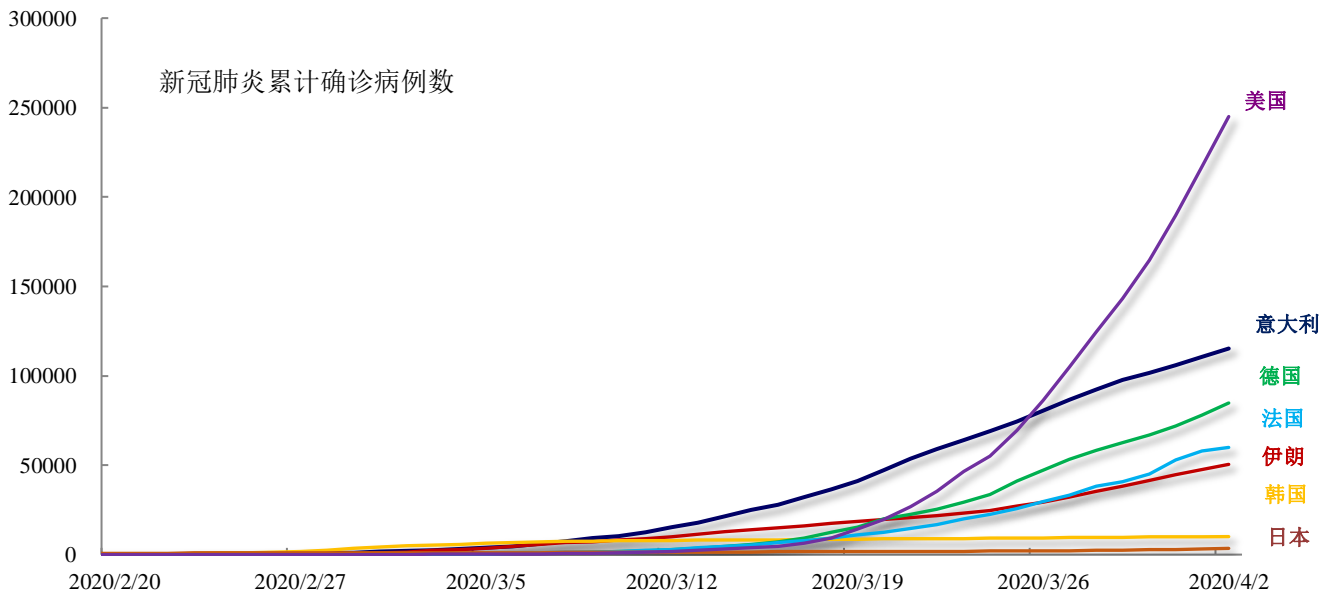
美国方面，疫情爆发之下各州防控手段逐渐升级，经济遭受“休克式”冲击，失业率出现大幅攀升，企业和居民的现金流遭遇严峻考验。3月美国制造业 PMI 下行至 49.2，虽高于预期值的 43.5，但低于上期值的 50.7，进入萎缩区间；服务业 PMI 由上期值的 49.4 直线下跌至 39.1，大幅低于市场预期。服务业中的餐饮、旅游及娱乐是受疫情冲击最明显的行业。3月最后两周，美国当周首次申请失业金人数从之前 28.2 万人连续激增至 328.3 万人、664.8 万人，创历史新高，疫情对就业市场产生了严重的冲击。欧元区方面，主要国家的新增确诊病例数虽已出现拐点迹象，但疫情对于经济的负面影响尚未完全显现，部分边缘国家的主权债风险值得警惕。欧元区 3 月综合 PMI 初值为 44.8，达到 20 年以来最低水平；其中，服务业 PMI 直线下降至 28.4（前值 52.6），大幅低于预期；制造业 PMI 为 44.8，虽超出市场预期的 39 但是低于上期值 49.2。日本方面，2020 年东京奥运会确认延期举行，同时近期疫情数据出现反复，考虑到日本货币政策空间有限，日本经济的下行态势短期内难以扭转。日本制造业、服务业 PMI 在衰退区间继续大幅下滑，3 月制造业 PMI 为 44.8，低于前值 47.8；服务业 PMI 为 32.7，显著低于前值 46.8。

疫情影响下，金融市场的危机从美股开始爆发，并在 3 月快速发酵，市场情绪由避险演绎到恐慌，陷入流动性危机。为对冲疫情带来的金融资产价格大幅波动的不利影响，海外各经济体已推出大规模货币及财政刺激计划。货币政策可分为两个阶段，第一阶段，在海外金融市场动荡之初，海外央行采取降息、量化宽松购买国债、MBS 等无风险资产等操作。第二阶段，在传统的降息、量化宽松政策基础上，美联储继续推出直接针对信用市场的一系列工具，如商业票据融资工具（CPFF）、定期资产支持证券贷款工具（TALF），以及本轮危机中新设立的一级市场信贷安排（PMCCF）、二级市场信贷安排（SMCCF）等。财政政策方面，美国财政政策不断加码，3 月 5 日通过一项总额 83 亿美元的紧急支出法案，3 月 13 日启动 500 亿美元的紧急资金储备，3 月 28 日出台规模高达 2 万亿美元的新一轮财政刺激计划，主要涉及企业、居民、地方政府、特定行业等多领域补助。欧盟放宽财政纪律，欧洲各国财

政政策刺激陆续出台。意大利、法国和比利时等国都已宣布总值数以百亿计欧元的额外经济提振计划，就连以严格财政纪律闻名的德国也已经推出 1560 亿欧元的举债计划，以支持经济。3 月 23 日，欧盟成员国的财政部长同意，暂停约束欧盟各国公共赤字的严厉措施，成员国将可不受限的投入资金防疫。

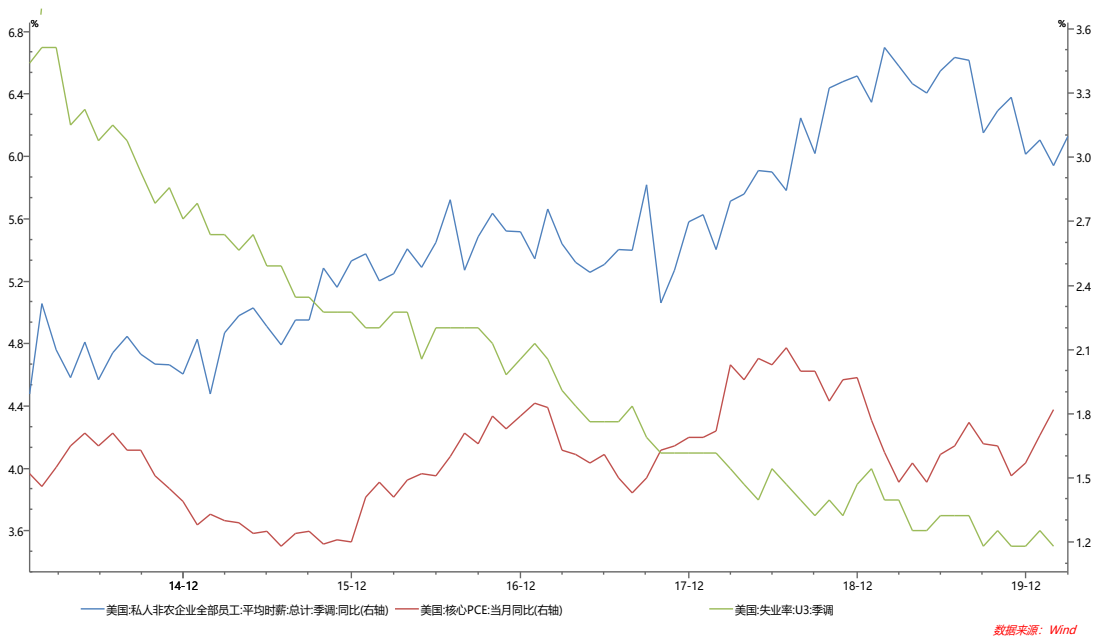
流动性溢价高企继续支撑美元指数在高位震荡，但在美联储持续扩大与其他央行的货币互换范围并宣布接受其他央行以美债作为抵押品换得美元流动性之后，离岸美元市场的流动性出现了一定缓解。短期而言，在疫情形势尚未明朗且金融市场的波动率仍处于较高水平的情况下，美元指数继续维持在当前位置震荡的概率较大；但中期而言，随着流动性压力的缓解以及美联储大幅扩表，美元指数向下的趋势仍较为明确。

图：海外疫情严重国家新冠肺炎累计确诊病例数（截至 4 月 2 日）



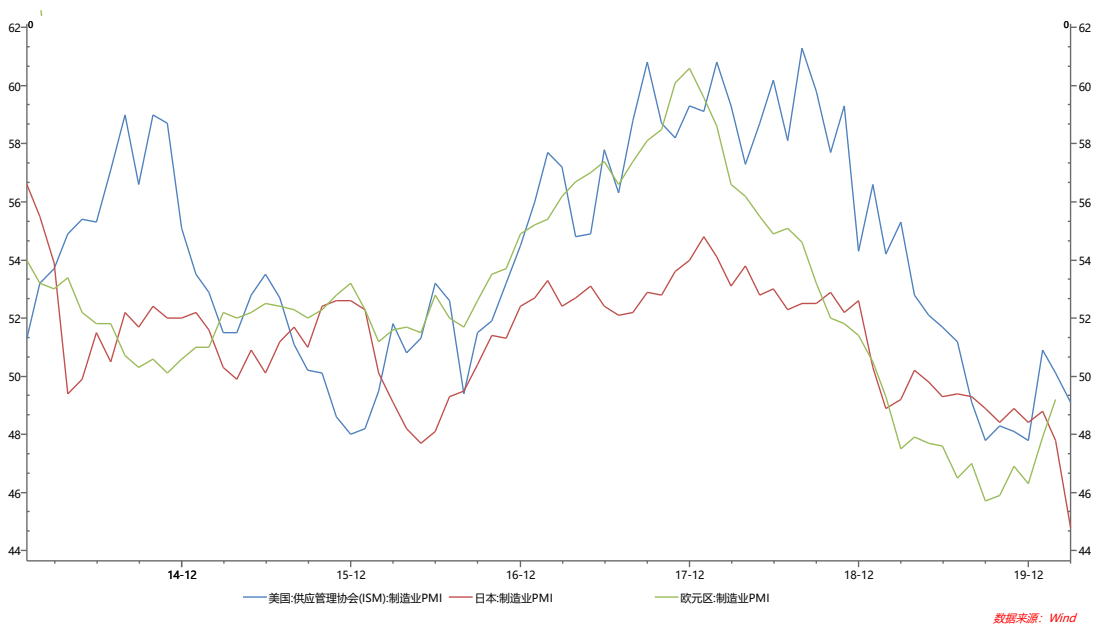
数据来源：Wind，招商基金

图：2020年3月美国失业率大幅上升，平均时薪维持稳健增长，核心PCE小幅反弹



数据来源：Wind, 招商基金

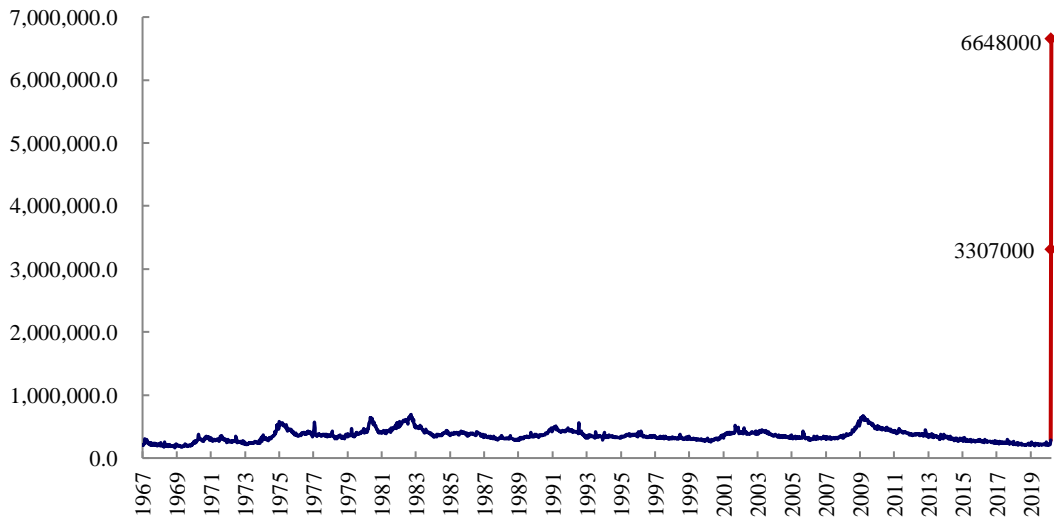
图：2020年3月美欧日制造业PMI大幅下行



数据来源：Wind, 招商基金

图：3月美国首申失业人数连续激增

美国:当周初次申请失业金人数, 人



数据来源: Wind, 招商基金

1.2 国内市场

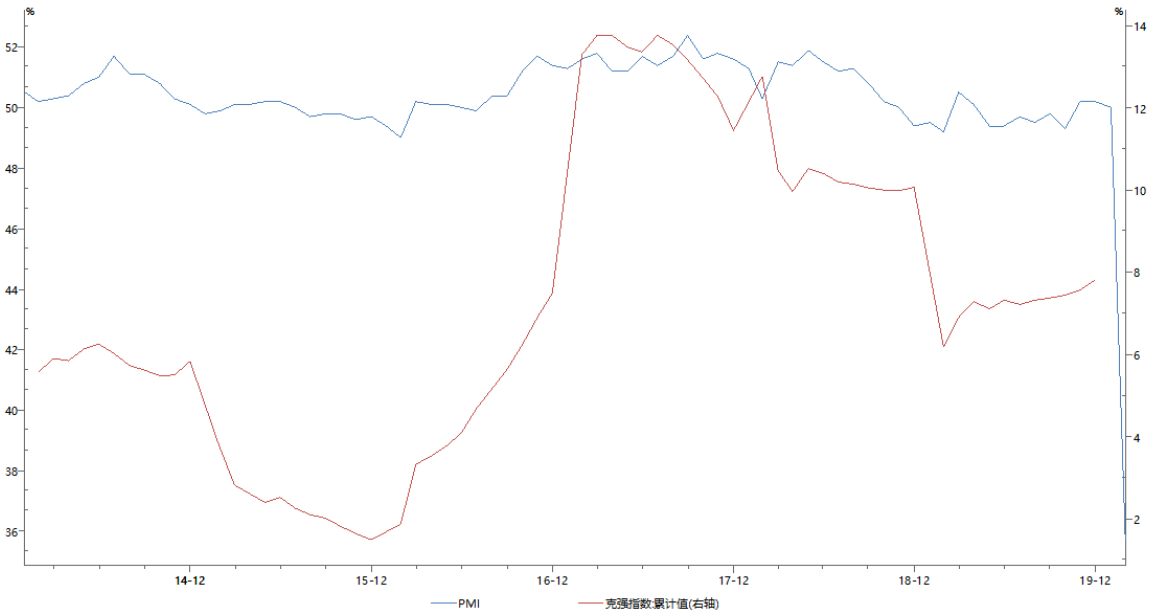
国内: 外需冲击仍待评估, 对冲政策尚有空间

国内疫情已经基本受控, 但防控措施可能常态化; 复工复产进度继续加快, 对冲政策也在持续加码。得益于国内有效的防控措施, 至2月底国内除湖北以外省市的疫情形势逐渐趋于明朗, 全国已有近半数的县市未再出现新增确诊病例, 返工潮中疫情出现二次高峰的担忧并未出现。另一方面, 高层会议定调“统筹推进新冠肺炎疫情防控和经济社会发展工作”, 全国复工复产的节奏继续加快, 为刺激终端需求的恢复, 针对性的财政政策也在持续落地, 货币政策的宽松力度进一步加大, 整体流动性继续保持合理充裕, 社会融资成本下行的态势延续。目前来看, 海外疫情仍处于快速爬坡期, 从全球 PMI 等先行指标来看, 全年外需走弱的方向较为确定, 但幅度仍有待评估; 与此同时, 今年全年的经济增长目标也有待全国两会最终确定, 总量层面的刺激政策力度也将适时而变, 值得密切关注。

今年全年的经济增长目标虽未完全确定, 但在外需大幅下滑的背景下, 为了确保就业大局无虞, 仍需保证基线之上的经济增速, 但在具体出台时点和节奏上, 仍需观察海外疫情和政策形势的进展。我们认为, 考虑到此次疫情冲击的特殊性, 下一阶段或仍以财政政策发力为主、同时辅以适度的货币政策宽松。

3月的中采制造业 PMI 较前值出现大幅反弹至荣枯线以上, 但主要是低基数下的环比效应所致。从分项数据看, 供求两端均有回暖, 但库存压力仍然较大, 同时价格指数呈现通缩走势。一方面, 复工复产进度加快, 供求指标逐渐回升至扩张区间; 另一方面, 由于终端需求的启动相对滞后, 新订单恢复情况欠佳, 导致库存积压, 通缩压力增大。下一阶段, 关注终端需求是否出现恢复性增长, 以及前期已出台的货币和财政政策的刺激效应是否滞后显现。

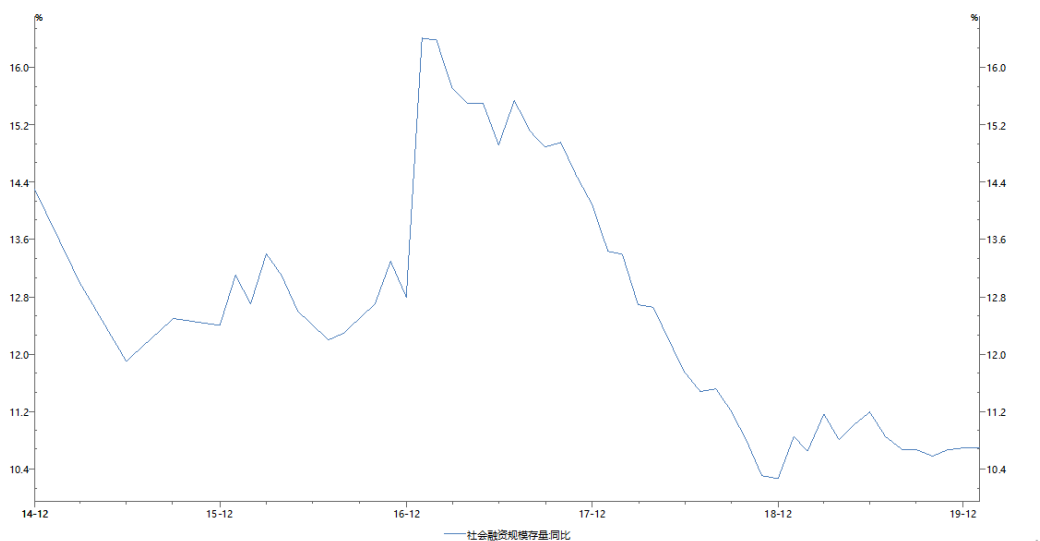
图: 3月 PMI 环比回升, 2月克强指数大幅下挫



数据来源: Wind, 招商基金

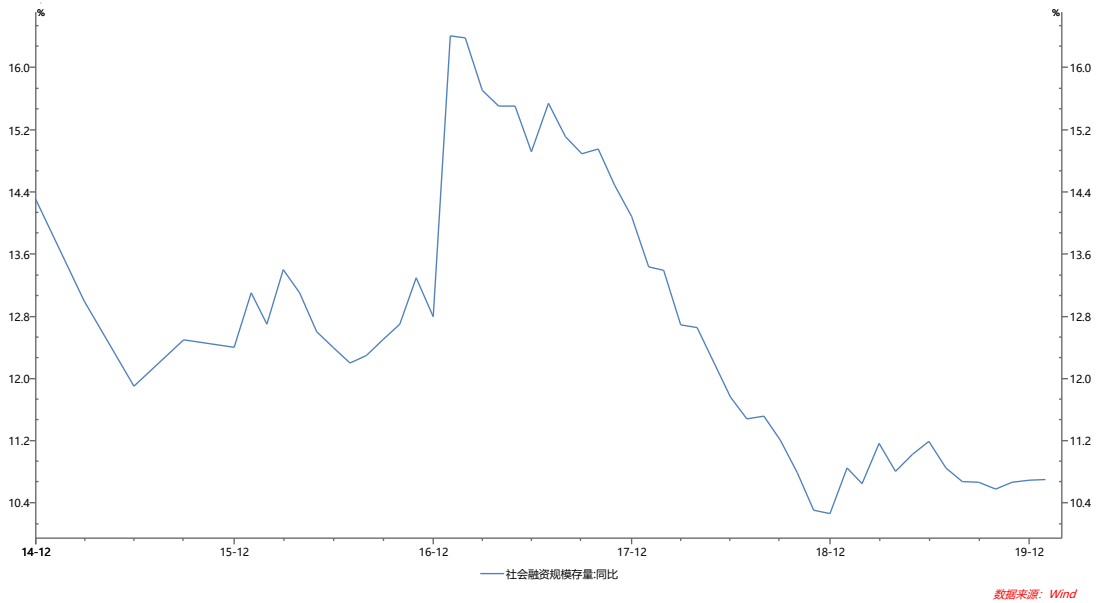
2月金融数据在疫情冲击之下仍显韧性, 显现了货币政策的逆周期调节意图。2月新增信贷9057亿元, 新增社融8554亿元, 存量同比10.7%, M2同比8.8%, M1同比4.8%。信贷结构上居民信贷下滑明显, 疫情压抑日常消费和房地产销售; 企业信贷总量稳定, 但主要是短贷增长贡献, 企业中长期贷款下滑幅度较大, 显示疫情对企业生产经营仍有较为明显的不利影响。社融方面, 由于疫情之下商业贸易活动暂停, 导致委托贷款、信托等非标融资均有较大程度的下降; 但受益于信用债一二级市场的行情, 企业债融资同比多增较为明显。往前看, 疫情事件对于终端的信用派生有不利影响, 但预计在政策对冲之下, 2020年全年的社融增速仍可能保持平稳增长。

图: 新口径下1月社融存量增速为10.7%, 继续与上月持平



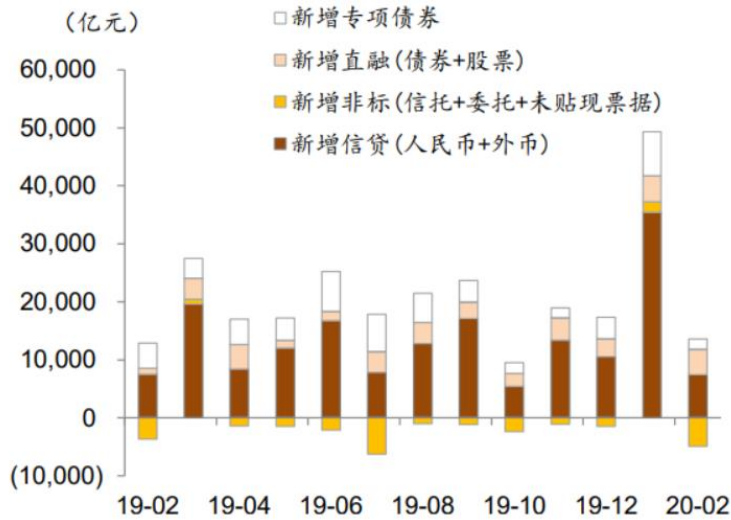
数据来源: Wind, 招商基金

图: 新口径下2月社融存量增速为10.7%, 继续与上月持平



数据来源: Wind, 招商基金

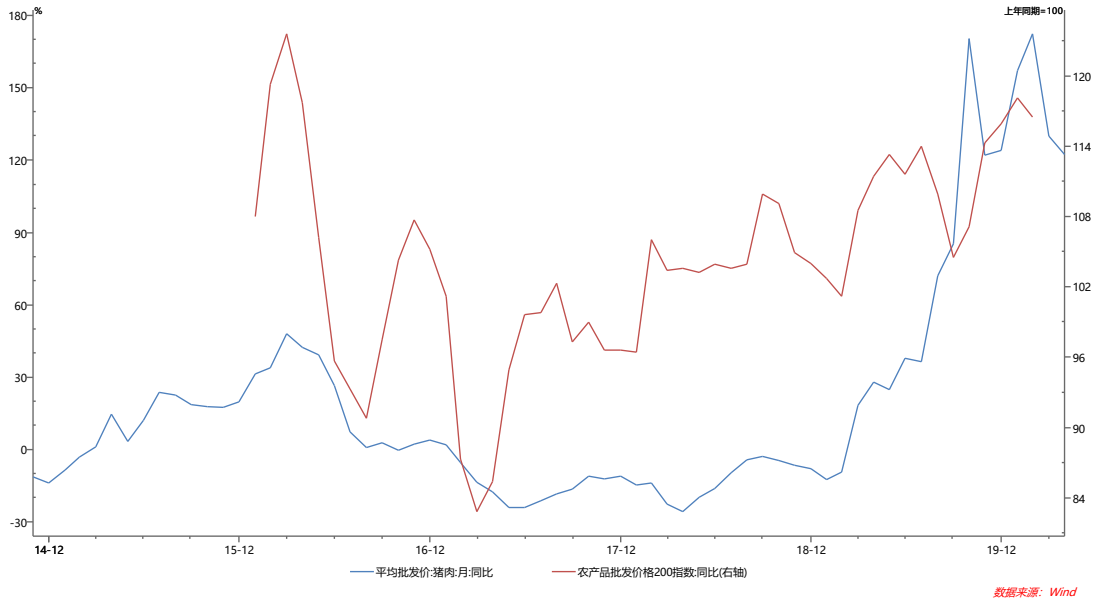
图: 从 2 月数据来看, 表内新增信贷较去年同期仍有增长但非标融资明显收缩



数据来源: Wind, 招商基金

通胀方面, 一季度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, 短期内猪肉价格延续在高位震荡, 带动 2 月 CPI 同比仍维持在 5.2% 的高位; 另一方面, 受终端需求短期内大幅下滑影响, PPI 同比再度转负, 报-0.4%, 较前值回落 0.5 个百分点。我们预计, 二季度 CPI 同比仍将处于高点, 但后续趋势或缓慢下行, 从历史上看猪价在节后倾向于下行, 同时基数效应逐渐走高也有助于同比读数走低。而二季度的 PPI 仍需关注终端需求的启动力度以及上游库存的去化状况。

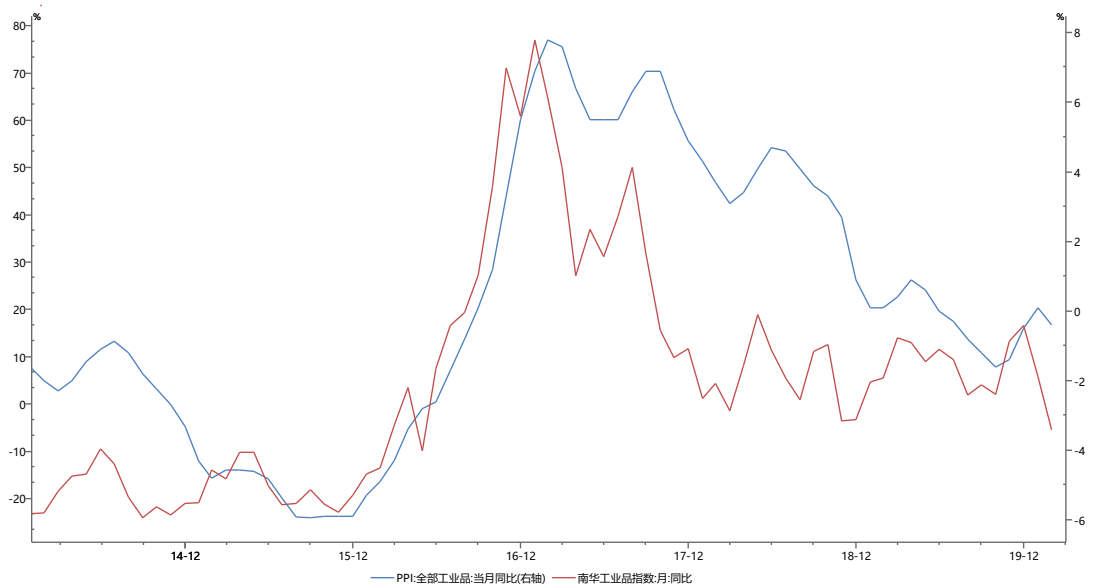
图: 近期猪价出现季节性回落, 农产品整体价格增速同比也出现回落



数据来源: Wind

数据来源: Wind, 招商基金

图：2月PPI同比再度转负，预计二季度仍将受疫情的负面冲击



数据来源: Wind

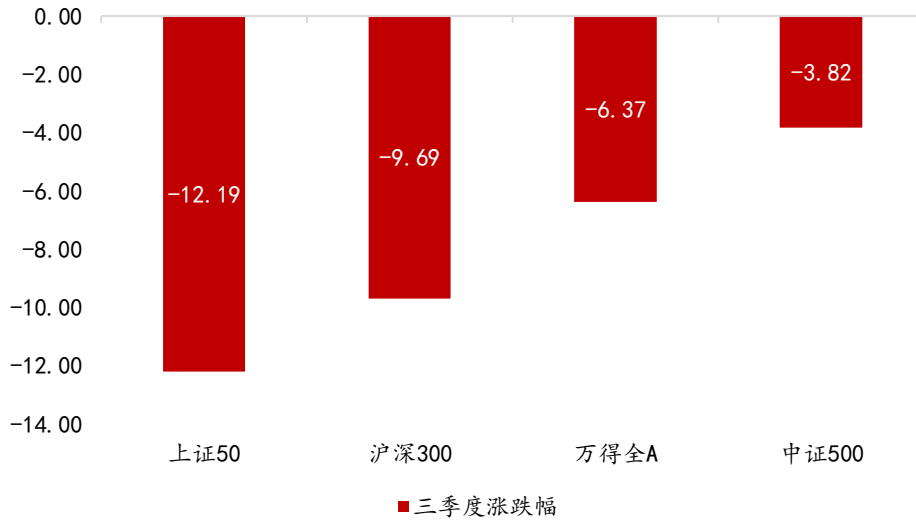
数据来源: Wind, 招商基金

2 大类资产观点

一季度市场回顾：股市震荡下跌，债市大幅上涨

一季度股市跟随国内外疫情进展出现大幅震荡，但整体来看主要宽基指数仍录得近两位数跌幅，市场成交量大幅上行，小盘股仍有相对收益（万得全 A、沪深 300、上证 50、中证 500 涨跌幅度分别为-6.37%、-9.69%、-12.19%、-3.82%）。

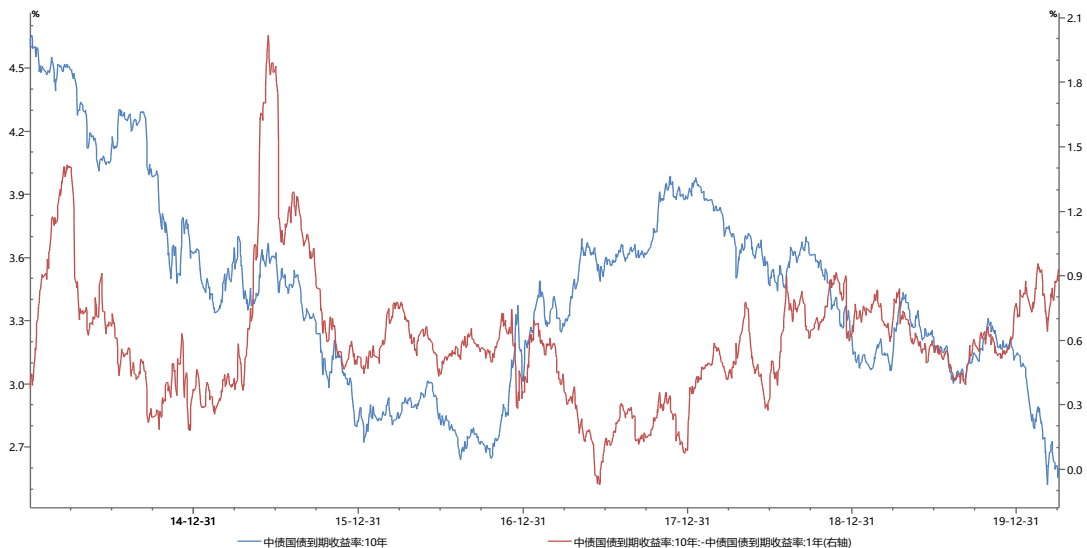
图：2020年一季度主要股指涨跌幅



数据来源：Wind，招商基金

再观债市，为了对冲疫情对经济和市场的影响，国内外大力度的宽松政策不断；且债券作为避险资产在市场风险偏好下降过程中受益于资金流入，国内债市在一季度大幅上涨，长短端收益率均现明显下行。国内政策方面，开年首日央行宣布降准 50 个基点，释放长期资金 8000 多亿元；随后在节后央行两次下调逆回购中标利率共计 30 个基点，同时两次进行定向降准。国外政策方面，美联储两次进行紧急降息累计降息 150 个基点同时重启无限量 QE，美债收益率一度大幅下行至 0.5% 以下。10 年期国债一季度末收于 2.6%，较去年 12 月末下行 54BP。一季度长端利率和短端利率均呈现大幅下行（10 年期国债收益率下行 54bps，1 年期国债收益率下行 67bps），期限利差与 12 月末明显走阔（10 年期国债收益率与 1 年期国债收益率之差走阔 13bps），信用利差维持低位（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 6bps）。

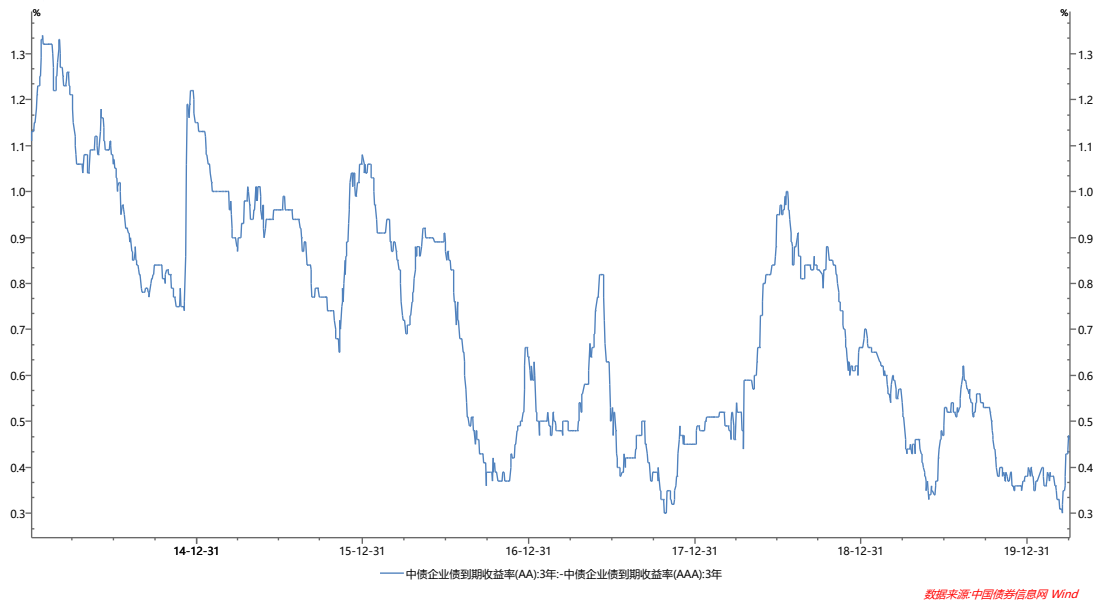
图：长端收益率大幅下行，期限利差较上年末有所走阔



数据来源：中国债券信息网 Wind

数据来源: Wind, 招商基金

图: 信用利差小幅上行



数据来源: Wind, 招商基金

2.1 A 股市场

短期股市震荡筑底，中期看好权益

我们认为短期而言，海外市场情绪的修复以及国内对冲政策的加码有望构成对于市场的底部支撑，但考虑到疫情形势尚未明朗、经济下行的潜在风险并未消除，预计市场的风险偏好修复仍待时间，短期大势或仍以震荡整固为主；但中期来看，利率中枢下移的背景下权益类资产在大类资产中仍有较好性价比。

2.2 债券市场

利率债方面，近期央行调降超额存款准备金利率，打开了银行间市场利率进一步下行的空间，有助于长端利率继续下行；但考虑到国内宽信用的政策或将加码以及国内疫情高峰已过，预计收益率继续大幅下行的空间有限；信用债的利差已被大幅压缩，仍需重点关注部分行业的信用风险，尤其是受疫情影响导致现金流压力较大的行业。

2.3 港股市场

在诸多不确定性因素的夹击下，港股市场 3 月行情惨淡。本月收官，受肺炎疫情影响，截止 31 日收盘，恒指为 23603.48，国指为 9594.77，恒指大跌 9.67%，国指大跌 6.87%。第一季度，港股恒生指数累计下跌超 16%，市净率更是一度跌至 0.9 以下，出现了罕见的“破净”。随着市场进入 3 月份的最后一个交易日，全球股市即将呈现自全球金融危机最严重时期以来表现最差的一个季度，市值蒸发 15 万亿美元。与此同时，新冠病毒大流行令经济活动降温并动摇投资者信心。在过去的 3 月份，北向资金净流出 728.1 亿元，而 2020 年以来净流出 228 亿元。3 月 3

日、3月13日和3月19日，北向资金分别净流出143.19亿元、147.26亿元和102.2亿元，成为3月以来仅有的三次单日破百亿元。就北向资金表现来看，2月20日至3月20日，从行业构成上看，按照流出规模排序依次为，金融、日常消费品、信息技术、可选消费、工业、医疗保健、材料、公用事业、房地产等。

“三座大山”影响港股市场短期走势：“疫情、油价暴跌”引发“流动性危机、美元危机、债务风险”，成为影响市场短期走势的主导因素。（1）疫情在外海外持续升级，各国相继出台政策维持国内经济运行以及抑止疫情发展。（2）近期美联储美国出台大规模刺激计划以提振经济，“三座大山”风险部分释放，流动性与美元短缺状况出现边际改善，债务风险依然存在，但对于港股资产影响较小。（3）美国3月份消费者信心指数大幅下降至89.1，美股下跌对居民个人支出的负面影响或将在未来1-2个季度内体现，作为美国经济增长的“压舱石”，消费失速风险正逐步积累。（4）能源业企业高收益债利差已高于2008年最高水位，即使短期压力有所缓解，能源企业中长期仍面临较大的盈利下行与债券违约风险。（5）目前市场对于全球经济衰退已经有了共识，海外的各大机构都大幅调低了全球经济增速的预期。由于港股机构投资者外资占比较高，所有在这个时候很有可能很多机构会因为海外市场风险偏好的改变而整体减持新兴市场的投资。

从短期上看，新冠肺炎疫情在全球范围内进一步发酵，作为国际金融市场的港股，都会容易形成极大的波动。并且，全球的消费需求萎缩，应更多关注消费板块中的必需消费，主要面向疫情缓和的内地市场的可选消费个股，以及科技板块中受疫情影响较小甚至是受益的龙头企业。

另外，港股投资需要关注以下几个方面：首先是美元指数的表现，港股指数表现与美元指数的反相关性极强(美元指数弱时港股指数表现强)。其次，由于港股大量企业的收入主要来源于内地，与内地经济的基本面走势相关。最后，港股有大量来自海外的资金，受到国际资本流动的影响，在短期也需要密切关注全球市场的走势和流动性情况。

2.4 美股市场

3月31日，全球股市打响3月份和一季度的收官战，主要股指涨跌互现。不过3月份，在国际疫情蔓延和石油价格战双重打击下，全球股市的多数重要指数月度和季度均创下糟糕的纪录。道琼斯工业平均指数在3月份下跌13.74%，创下自2008年10月以来最大月度跌幅；该指数在第一季度下跌23.2%，创下自1987年以来最大季度跌幅，以及有史以来最大的第一季度跌幅。标普500指数在3月份下跌了12.51%，创自2008年以来的最大月度跌幅。该指数在第一季度下跌20%，创下自2008年以来的最大季度跌幅，以及史上最大的第一季度跌幅。纳指在3月下跌10.12%，在第一季度下跌14.18%。

三月份美股市场的波动原因有：（1）相比三月最后一周，全球累计确诊人数继续翻倍，美国疫情仍在高峰期。全球新冠确诊665,164人，相比上周（3月23日-3月29日）再度翻倍。其中美国增加至12.4万，意大利9.2万，均超越中国的8.2万。海外疫情高峰期还将持续一段时间。（2）3月21日当周首次失业救济申请人数达328.3万，远超市场预期的170万，创下1967年有数据以来历史新高。市场当前预期，3月28日当周首次失业申请将继续高达315万人。如此快速的失业上升，显示短期内美国就业市场将迎来考验。（3）央行方面，美联储继续加码宽松。

QE 转为无限量供应；重启 2008 金融危机时期的 ABS 购买工具（TALF）；首度进入公司债市场。美联储还对银行资本监管条件进行放松，以帮助银行对实体经济提供信贷。具体效果上，上周公布的资产负债表看，美联储对海外央行提供了超过 2000 亿美元互换，相应地，全球“美元荒”似乎得到一定缓解，欧元及日元兑美元互换基差显著收窄。美元公司债息差也有所回落。（4）财政方面，美国国会投票通过了总额达 2 万亿美元的经济刺激议案。

此次全球金融市场大规模动荡主要是由新冠肺炎疫情在全球范围内“大流行”这一公共卫生事件所引发，在疫情未得到完全控制或出现明显好转前，预计市场投资者的恐慌情绪难以完全消散。货币政策和财政政策仅能起到稳定市场情绪的作用，解决流动性短缺问题、纾困受影响的实体经济，但无法逆转经济衰退，因此也难以从根本上平息市场动荡。而作为全球金融市场的关键组成部分，3 月美国股市以及债市也在疫情的不断冲击下，持续震荡，波动性显著上升。

从短期上面看，我们预期美股将会继续面临下行风险。我们需要注意的是目前经济和盈利数据仍未完全反映疫情的冲击，大规模停摆将持续对美国消费为主导的经济活动造成巨大的负面影响，未来失业和消费数据预计仍将大幅恶化。目前美股系统性流动性危机基本解除，发生金融危机的概率下降。美股受恐慌情绪和流动性危机导致的急跌阶段基本结束，接下来是基本面实质性恶化的阶段。在接下来的时间，美国企业债务高筑以及巨额回购难以为继等问题也会被放大。我们预计各国经济将在二季度承压，高波动性也将成为美股常态。

另外，在短期内美股市场将会面临不确定性。目前市场上充满不确定性，而投资者厌恶不确定性，这也是为什么市场在下跌。投资者面临两个方面的不确定性，即疫情持续时间和疫情对经济的冲击规模依然未知。只有数据表明疫情本身的风险前景正在好转，才能真正提高投资者对经济恢复增长的信心。我们在判断短期美股市场的企业趋势的时候，其关键在于不要将危机前的基本面与危机后的定价相结合并以此来确定价值所在。短期趋势必定是放在短期的大环境下的，因此美股市场的拐点是疫情的好转，而在拐点之前我们必须考虑到疫情对于企业基本面的打击以及投资者的恐慌情绪。

2.5 原油市场

2020 年 03 月油价走势回顾：新冠病毒全球扩散，沙特增产，油价暴跌

2020 年 03 月，海外疫情扩散，沙特与俄罗斯谈判失败，沙特增产，全球恐慌情绪加剧，石油暴跌 56.2%。3 月美油价格经历短期小幅上升后暴力下跌，由 46.75 美元/桶下跌至 20.48 美元/桶，跌幅 56.2%。3 月份开始，全球疫情持续恶化，日韩、意大利、美国接力爆发，全球石油需求端恶化持续抑制石油价格。3 月 6 日沙特俄罗斯谈判失败，更是直接造成石油价格的暴跌，随即引发的美国股市、信用债市场的流动性危机，恐慌情绪持续攀升，全球资产遭到无差别抛售。

图： 2020 年 03 月美油下跌（美元/桶）

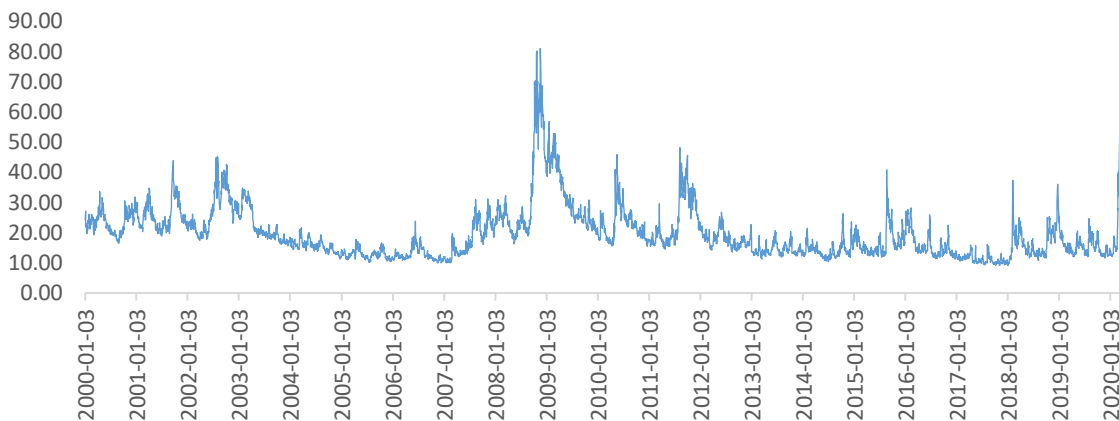
WTI原油价格



数据来源: Wind, 招商基金

图: 全球恐慌情绪加重

美国:标准普尔500波动率指数(VIX)



数据来源: Wind, 招商基金

2020年4月油价走势展望: 短期疫情拐点难至, 沙特增产已明确持续到5月份, 预计4月份油价低位震荡。

供需逻辑继续走弱, 沙特已明确5月份增产60万桶, 疫情对全球经济局衰退的影响至少持续到Q2季度末, 需求继续走弱, 抑制石油价格在低位震荡。目前美国疫情进入了爆发期, 新兴市场东南亚、非洲疫情扩散的趋势已现, 预计4月份很难看到全球疫情的趋势拐点。受海外疫情最直接的航空、运输、交通等, 直接抑制了整个4月份的成品油需求, 而全球经济衰退才刚刚开始, 根据海外大行的预测Q2季度预计经济增速下调30%, 全球经济的疲弱抑制全球原油进口。同时目前各国原油库存储备继续攀高, 短期内沙特、俄罗斯再次走向谈判成功的趋势还不明显, 供给端暂无短期改善的迹象。整体而言, 油价将会继续维持在较低价位。

2.6 黄金市场

黄金价格在2020年1月份震荡上行。2月份前三周大幅走高, 随后快速下行, 总体维持震荡走势。3月份呈震

荡走势。

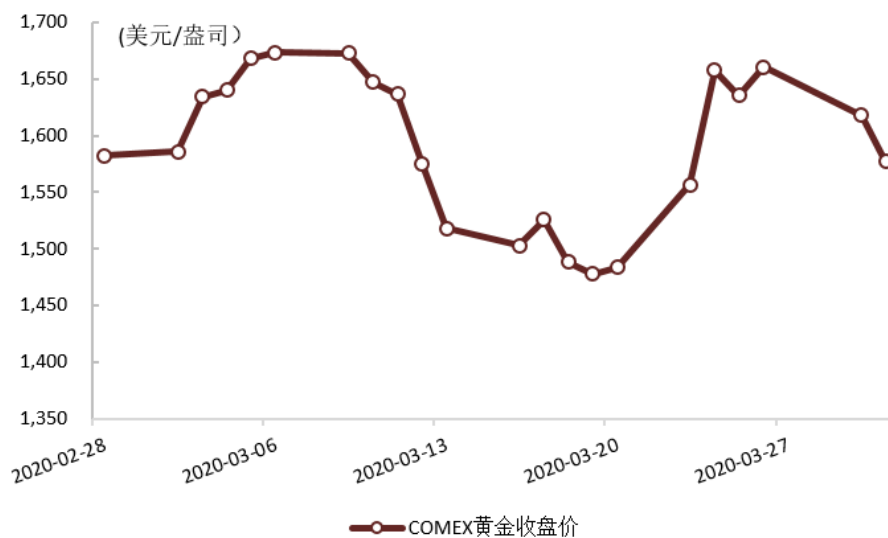
我们认为 2020 年 3 月第一周黄金价格上行的主要原因为：3 月 3 日晚，美联储提前宣布降低基准利率 50bps 并降低超额准备金率 50bps。此番操作的时点和幅度超出市场普遍预期，引发投资者对当前美国金融实际情况的担忧。另外如此大幅度的降息也导致实际利率的进一步降低。同时，新冠疫情的发酵也引发了市场对经济的担忧，黄金作为避险资产，价格上行。

从 3 月 9 日到 19 日，黄金价格大幅跳水，主要原因为：在这 10 天内，美股大幅下跌，其中道指狂跌 5503 点，股价的下行导致了基金市场的巨额赎回以及风险平仓，引发了市场的流动性危机。迫于压力，许多基金公司不得不出售流动性较好的黄金以应对赎回，导致黄金价格的大幅下跌。16 日，美联储出台了 7000 亿美元的新一轮 QE 以及 CPFF、MMFF 等非常规货币工具。这些措施的实施开始使得货币市场的流动性有了一定缓解。

从 20 日开始，市场上的流动性逐渐充裕，黄金不再是被抛售的对象，叠加美联储 23 日宣布的无限量 QE 以及疫情的继续扩散，黄金作为避险和保值资产，开始重新被购入，价格再度上升。最后几天，恐慌情绪降温，黄金价格回调。

因此，在 2020 年 3 月份，COMEX 黄金价格指数从 2 月 28 日 1,582.20 美元/盎司首先上涨到最高点 1,673.50 美元/盎司，随后又下跌至 1,477.50 美元/盎司，最后收涨 1577.10 美元/盎司，3 月份总计下跌 0.32%。

图：COMEX 黄金价格指数在 2020 年 3 月下跌 0.32%



数据来源：Wind，招商基金

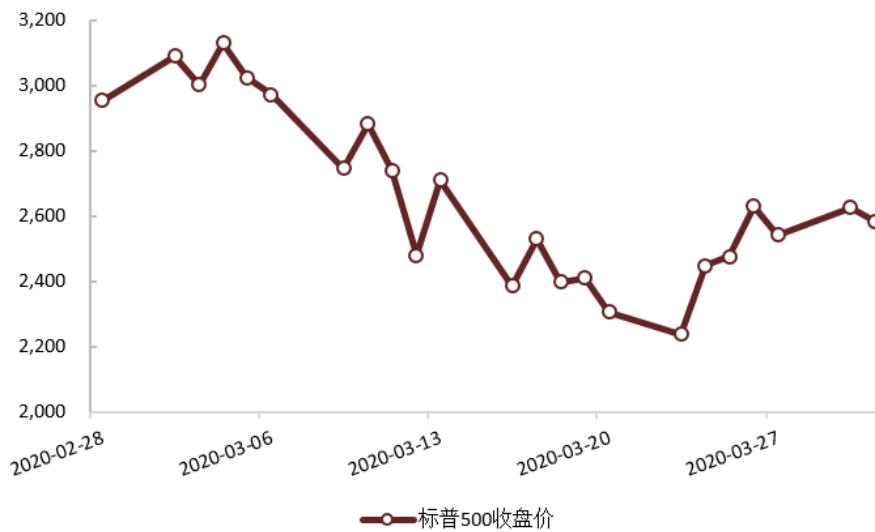
我们预计 2020 年 4 月份的黄金价格仍有再度上涨的动力，但中枢变化不大。主要原因为：第一，在当前的时间节点来看，新冠肺炎在美国仍处于上行期，累计确诊人数的斜率逐渐增大，未来一个月确诊人数仍有可能大规模增加。大规模的停产停工对经济造成的影响将会越来越严重。作为当前的核心矛盾，疫情导致的经济不确定性依然存在，市场的波动性仍在高位。黄金作为避险资产仍有上行空间。第二，无限量 QE 的资产购买仍在继续，市场对

美元贬值的讨论越演越烈，黄金的保值特性使其价格有上涨动力。第三，在一系列政策的影响下，货币市场的流动性危机将逐渐解除。制约金价上涨的因素将不复存在。

但是，在美联储宣布不会采取“负利率”政策的情况下，美国实际利率下行的空间不大，叠加市场恐慌情绪的高峰已经过去，与此相对应的金价中枢上行空间有限。

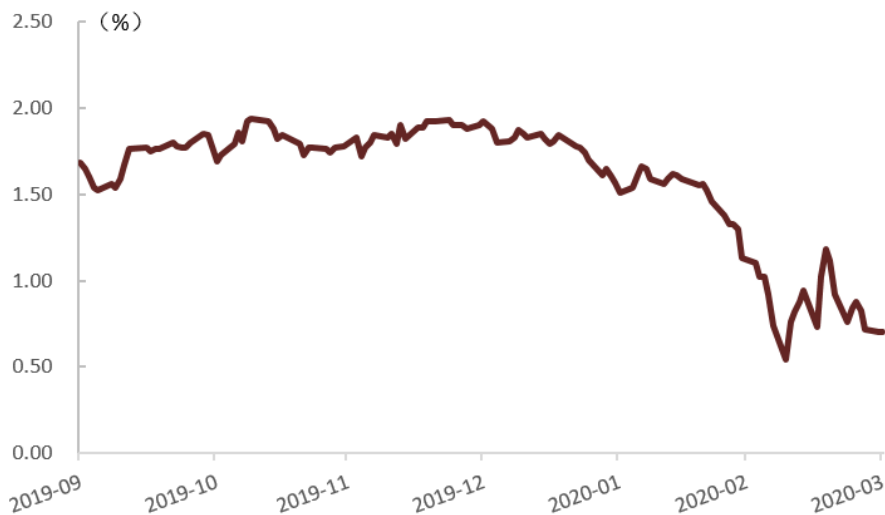
综上，我们认为，4月份的黄金价格仍有再度上涨的动力，但价格中枢变化将不会太大。

图：标准普尔指数在3月大幅下跌



数据来源：Wind，招商基金

图：3月份美国10年期国债收益率震荡下行



数据来源：Wind，招商基金

图：实际收益率已有所反弹



数据来源: Wind, 招商基金

3 股债投资策略

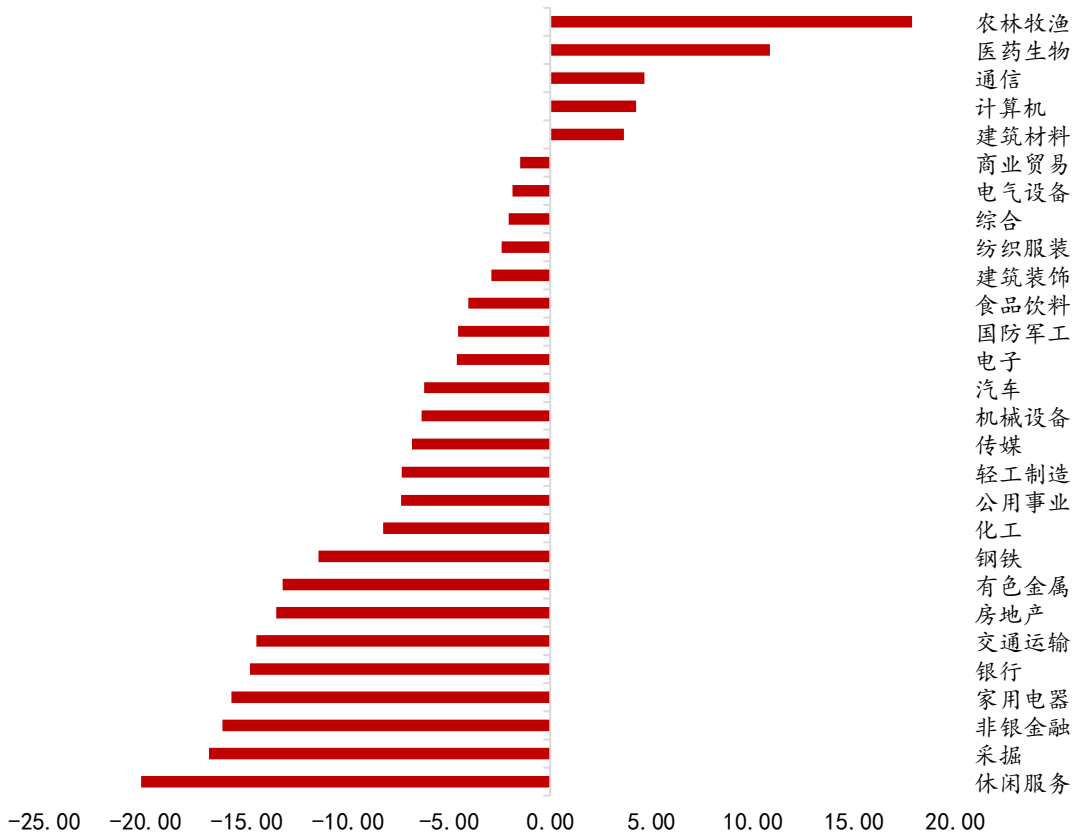
3.1 A 股投资策略

一季度市场回顾: 板块多现下跌, 农林牧渔、医药和通信涨幅居前, 休闲服务、采掘和非银跌幅居前

2020 年一季度, 上证综指下跌 9.53%, 深证成指下跌 3.89%, 中小板指下跌 1.01%, 创业板指上涨 4.56%。

回顾一季度行情, 板块以普跌为主, 受益于景气度和市场风险偏好上行的农林牧渔、医药生物以及通信计算机是为数不多的上涨板块, 而受疫情的负面影响相对较大的采掘和休闲服务跌幅居前。

图: 2020 年一季度行业涨跌幅



数据来源: Wind, 招商基金

A 股走向判断: 短期或有震荡, 中期仍然看好

短期来看, 国内疫情形势已经较为明朗, 但国外的新增病例数仍在快速爬坡期, 全年外需面临的不确定有增无减; 但流动性加码宽松之下 A 股的估值优势也再度凸显, 我们预计在稳增长和保就业压力下对冲政策仍有加码空间; 而随着近期债券收益率的快速下行, 大类资产配置中权益类在性价比上仍有一定优势。但短期来看, 境外疫情形势未明, 全球经济的衰退风险仍在, 国内市场的风险偏好仍待时间修复。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, 以及利率中枢的趋势性下移, A 股市场的估值中枢有望继续缓慢上行。从当前的估值水平看, 截至 4 月 3 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%、20%、14% 分位水平。

图: 主要 A 股指数估值水平

主要指数	2020/4/3	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	16.0	58.2	11.5	19.5	28%												
WIND全A (剔除金融石油石化)	26.3	76.2	13.8	28.6	41%												
上证综指(剔除银行)-中位数	21.7	66.5	16.0	29.1	11%												
上证50	8.6	48.5	6.9	11.2	11%												
沪深300	11.1	51.1	8.0	13.5	20%												
中证500	24.9	92.8	16.0	33.9	14%												
中小板100指数	28.3	67.7	14.5	31.9	34%												
创业板100指数	52.6	137.9	27.0	50.4	57%												
中小板综合	40.2	96.7	15.9	41.1	47%												
创业板综合	88.9	174.9	28.1	58.9	83%												

数据来源: Wind, 申万宏源, 招商基金

结构选择：关注内需驱动的投资机会

板块上，我们可能会继续继续重点关注受益于逆周期政策加码以及赶工需求的周期性板块的估值修复机会，如地产、建筑建材等；同时下游需求稳定、现金流压力较小的白酒和医药板块也值得重点配置。

白酒：目前随着国内疫情控制，餐饮渠道已经开始恢复；历次危机复盘都是龙头集中度提升的好时机，上市白酒企业现金流很好，抗风险能力强，在疫情过后有望获得集中度提升。白酒板块股价下跌后逐渐具备配置价值；优先配置高端酒，相对而言基本面扎实、受疫情影响相对小、报表业绩稳定释放。

医药：国内而言，一季度医药板块受疫情冲击程度较小，有比较优势；同时需求偏刚性，医疗服务、药物治疗需求预计未来两个季度将逐步恢复。与此同时，医药板块以内需为主，与海外疫情和经济周期关联度低；同时，设备、防护出口型企业继续受益海外疫情诊疗的增量需求。

3.2 债券投资策略

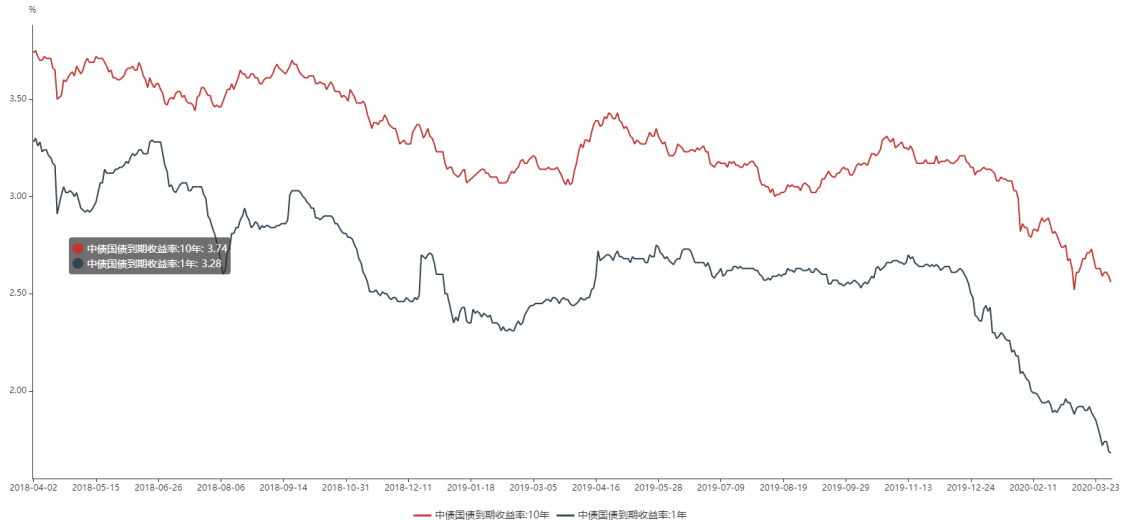
3.2.1 利率产品

一季度以来，无风险利率经历两轮大幅下行，以十年国开活跃券为基准，整个 2020 年一季度，从 3.6% 的位置一路下行，到达 3.05% 的位置，下行幅度超过 50BP。第一轮利率下行反映的是年初新型冠状病毒肺炎疫情在国内爆发，冲击经济社会运行。第二轮利率下行反映的是海外疫情蔓延后，各国不得不采取的管控措施，全球经济进入冻结状态，叠加石油价格战触发全球的通缩预期，对我国经济运行造成了二次冲击。从不同期限差异来看，短端比长端下行更为顺差，主要原因在于货币政策的宽松出台时间较为及时、确定性较强，一年 AAA 存单下行 100bp，一季度以来期限利差维持在高位。另外，在极端宽松的流动性之下，信用利差基本维持稳定。

疫情进展依然是二季度市场关注的重点，尽管国内疫情基本得到控制，海外疫情持续蔓延给全球经济带来较大的不确定性，包括对我国外需的不利影响也是历史级别，外需的下滑通过乘数效应会拖累国内部分消费与投资，一些行业会面临需求下滑导致现金流受损的风险。国内自身复工复产状况良好，但服务业相对复工速度较慢，另外海外疫情拐点不明朗，如果外需订单减少如果延续时间较长，对应国内会有一些的失业风险，居民收入预期相应有所拖累。不过，一季度由于疫情而被推迟的一些消费和投资会在二季度开始随着国内经济活动逐步恢复正常会得到一定的集中释放，能够部分对冲外需下滑对经济造成的负面影响。

未来的经济走向需要关注国内政策上的对冲，当前财政政策着力点不在于着力扩大总需求，走强力刺激经济的老路，其抓手在于减轻企业与居民的负担，货币政策预计会延续宽松基调，关键在于引导流动性支持实体经济，降低实际经济融资成本。对债券市场来说债券的牛市根基尚未动摇，不过当前利率处于历史极低水平，市场的波动性会有所加大。

图：中债国债到期收益率走势图



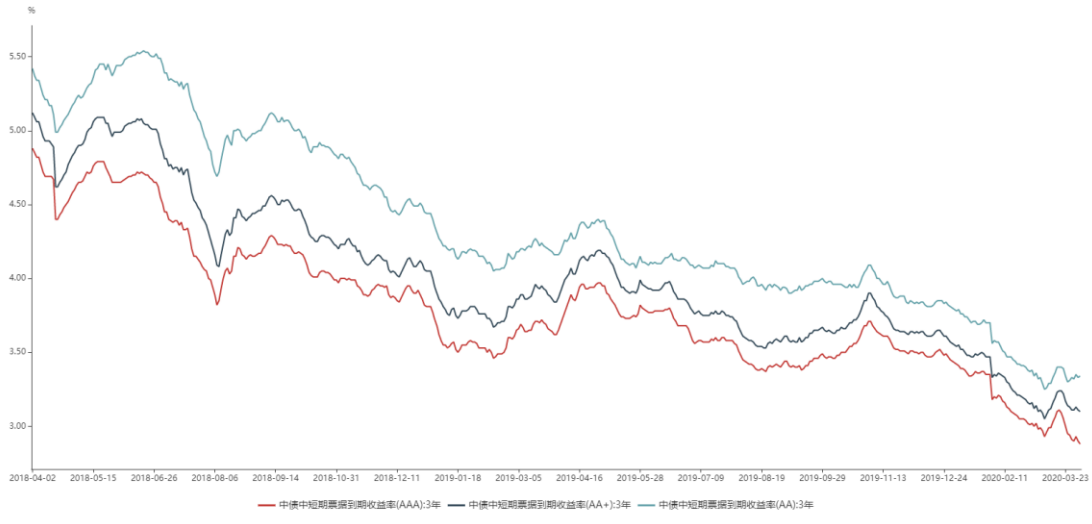
数据来源: Wind, 招商基金

3.2.2 信用产品

2020 年一季度信用债发行量大幅增加，全市场信用债合计发行 30837 亿元，净发行 17753 亿元，双双创下史上单月发行的新高。一季度信用债发信过的爆发式增长主要得益于抗疫政策对债券融资市场的支持。近期国务院常务会议再次提出引导公司信用类债券净融资比上年多增 1 万亿元，为民营企业 and 中小微企业低成本融资拓宽渠道，预计二季度信用债发行量仍将维持较高的热度。

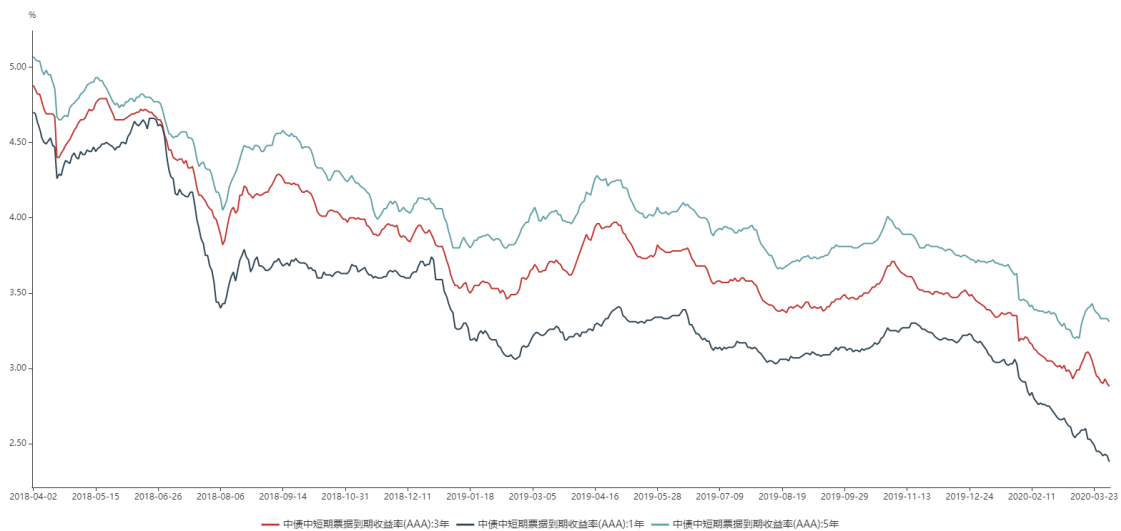
从收益率来看，一季度整体收益率处于快速下行的通道，主要是受到疫情及其相关政策的影响。以三年期中票为例，各等级收益率下行幅度在 44~53bp 之间。等级利差和期限利差均被动走扩，体现出市场在低利率环境下的纠结心态。3 月中旬收到海外流动性的影响，国内信用债也经历了一轮幅度不小的调整，调整幅度在 10-20bp 之间。目前来看虽然绝对收益率较低，但各等级信用利差反而较前期有所上升，期限利差的保护也较为显著。较为陡峭的曲线形态反映出市场对于后期信用风险和利率调整的担忧。2020 年受疫情影响，整体经济增速放缓已经是大概率事件，发行人信用资质整体下行，个别行业受影响较高，市场风险偏好提升的空间已经较小。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，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

图：AAA 等级各期限中短期票据到期收益率走势

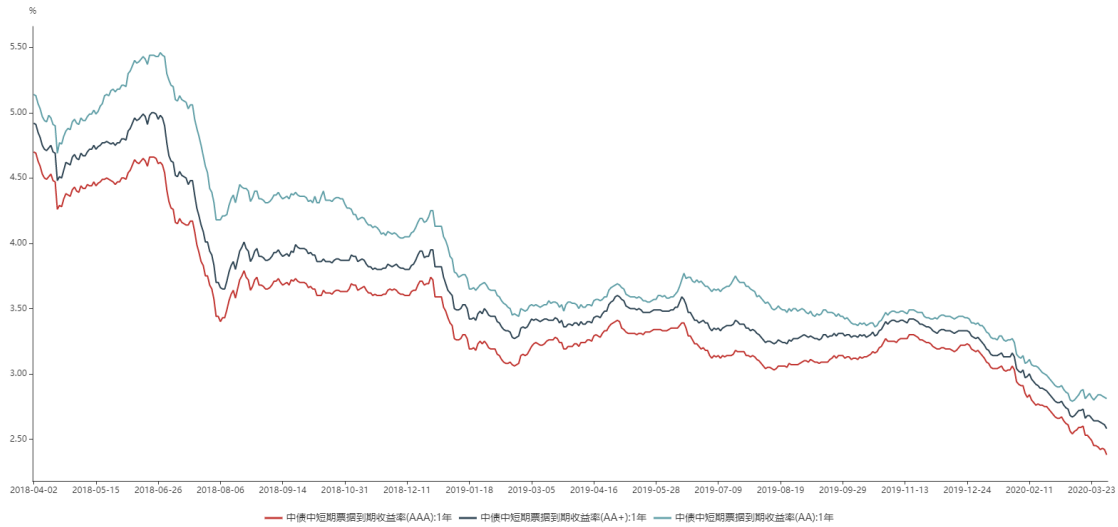


数据来源：Wind、中国债券信息网、招商基金

短期融资券方面，2020 年一季度短融发行量亦大幅回升，整个一季度市场主体合计发行短融、超短融 13882 亿元，净发行 6591 亿元，同比大增 249%，环比也由负转正，且创下历史新高。从发行人等级来看，AAA 企业仍然占据绝对多数，贡献了超过 80% 的毛发行量，但低等级发行人净发行大幅增加，结束了三个季度的负发行，净融资达 1079 亿元。我们认为目前这种低等级发行大幅增加的情况主要还是受到政策的推动，但这种推动将至少延续到二季度末。

从收益率来看，2020 年一季度短融收益率走势与长端类似，也是收益率下行且等级利差被动走扩的过程。具体来看，三季度各等级短融收益率波动幅度分别在 23-45bps 之间。之前我们判断短端收益率已经处于历史低位，受到政策利率的约束。但疫情发生之后，政策利率也随之下调，且我们认为仍有下调的空间，目前短端利率已经与政策利率相匹配，后续走势需密切关注政策动向。

图：不同评级短期融资券收益率走势图

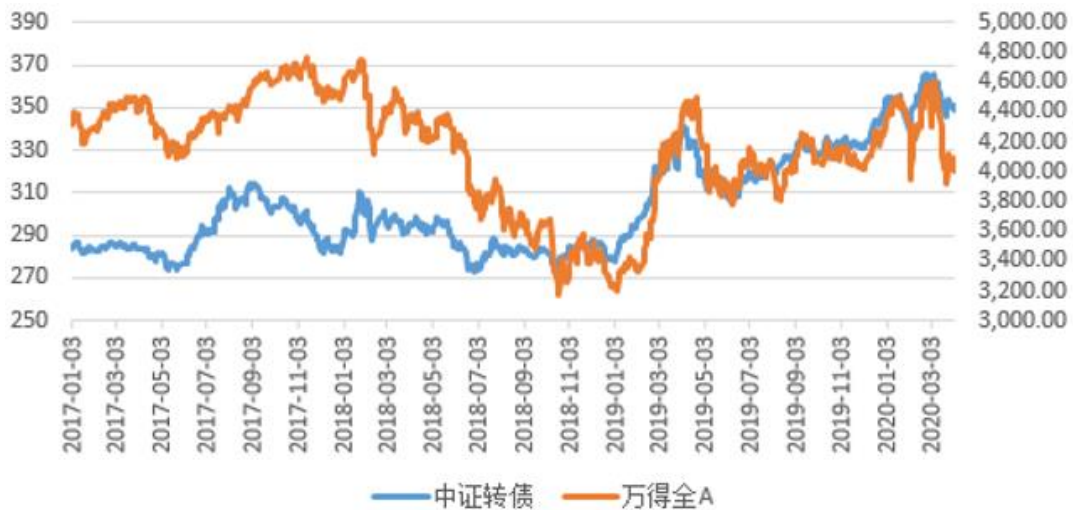


数据来源：Wind、中国债券信息网、招商基金

总体来看，2020年二季度我们将继续贯彻稳健投资的理念，坚持价值投资理念，在严控信用风险的前提下，以票息策略为主，努力增厚基金收益。

3.2.3 可转债

图：市场表现情况



数据来源：Wind，招商基金

回顾一季度行情，受疫情影响全球金融市场经历了一轮较大调整。春节后国内股票市场走出一轮亮眼的反弹行情，但步入到3月份，随着海外疫情的扩散，美股大幅下跌，紧接着出现流动性风险，带动全球股票市场出现一轮较大回撤。转债市场由于自身资产属性相对抗跌，回撤幅度相对较小，整体格局从绝对价格贵、转股溢价率高，变化到绝对价格相对较低、转股溢价率高。从资产性价比的角度出发，目前转债市场的性价比小于2019年。尽管利率市场相对更低位、资金成本相对更便宜，但转债市场的第一驱动力——股票，发生了较大变化，在疫情背景下，

股票市场的投资背景可能从 2019 年的盈利预期向好、估值修复的投资环境转变为短期盈利预期下滑、估值压缩的状态，进一步影响转债市场的向上空间。当前转债市场最大的问题依然在于转股溢价率过高，流动性宽松的背景下较难压缩转股溢价率。尽管当前点位上股票市场应该乐观一点，但受转股溢价率的影响，股票的反弹并不能完美地带动转债市场反弹。同时，由于转债 T+0 交易机制等原因，近期出现一系列规模较小的转债个券被炒作的现象，已被监管方面提醒，近期预计对此类个券估值形成一定冲击，但有利于转债市场的长期良性发展。展望二季度，疫情依然是不能忽视的投资背景。随着海外疫情的恶化，市场的风险偏好受一定压制，也出现了个券正股估值出现历史低位的情况，例如银行、地产、采掘、交运等，从长期的角度看已存在一定配置价值。同时，前期热点个券及行业如电子、医药、通信等在近一个月的市场回撤中，绝对价格也跟随回调到了相对低位的位置可以再次关注起来。整体来说，全球疫情尚未出现明确拐点，我们可能会继续关注高股息策略作为底仓配置，同时把握电子、医药、通信等基本面好的公司加强弹性。

风险提示：过往业绩不代表未来表现。基金评价结果不是对未来基金表现的预测，也不构成投资基金的建议。以上投资观点仅为根据当前市场情况判断做出，未来可能发生变化。基金投资需谨慎。投资者在投资基金前请认真阅读《基金合同》和《招募说明书》等基金法律文件，全面认识基金产品的风险收益特征，在了解产品情况及听取销售机构适当性意见的基础上，根据自身的风险承受能力、投资期限和投资目标，对基金投资做出独立决策，选择合适的基金产品。



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。