



# 招商基金半年度投资策略报告

2020年下半年



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.....	5
<b>2 大类资产观点</b> .....	<b>8</b>
2.1 A股市场.....	10
2.2 债券市场.....	10
2.3 港股市场.....	11
2.4 美股市场.....	12
2.5 原油市场.....	13
2.6 黄金市场.....	14
2.7 汇率市场.....	16
<b>3 股债投资策略</b> .....	<b>18</b>
3.1 A股投资策略.....	18
3.2 债券投资策略.....	20
3.2.1 利率产品.....	20
3.2.2 信用产品.....	22
3.2.3 可转债.....	24

# 招商基金半年度投资策略报告

## 2020年下半年

### 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

回顾今年上半年，随着新冠疫情在中国和海外的相继爆发，全球金融市场的表现一波三折；而全球经济也在逐步解封的过程中缓慢恢复，但整体的力度和持续性仍然存疑，因而积极的财政政策和货币政策仍难以过快退出。美联储为应对疫情的不确定性采取的多种非常规货币政策工具释放了大量的流动性，使得股市出现了罕见的“V型反转”，但面对估值已处于高位的资产价格和相对疲软的实体恢复情况，下半年的宏观经济形势和金融市场将何去何从，仍有较大的不确定性。

美国方面，6月以来，经济重启对生产和就业提振作用显著，但同时疫情在少数区域出现大幅爆发，引发市场对于经济再度陷入封锁的担忧。一方面，PMI较前期明显回升，6月美国Markit制造业PMI由前期39.8升至49.6，服务业PMI由前期37.5升至46.7；生产回暖也带动就业市场缓慢恢复，但消费信心的恢复则十分缓慢，或反映对疫情二次爆发的担忧，从疫情统计数据看，美国当前确实正在经历疫情二次爆发，目前美国至少已有31个州通报疫情出现反弹，11个州已暂停或推迟重启计划，多州新增病例创疫情以来单日新增最高。欧洲方面，在较好的疫情防控形势的支撑下，这一区域的经济恢复速度也相对较快。6月，欧元区制造业PMI由前期39.4回升至46.9，自5月以来已经连续两月回升；6月欧元区消费者信心指数由上期-18.8回升至-14.7。但由于需求的改善慢于生产和投资恢复，物价仍处于通缩状态，短期内通胀可能仍将处于较低水平，6月欧元区CPI同比0.1%，略低于上期0.3%，环比-0.1%，与上期持平。日本方面，6月日本复工复产稳步推进，PMI指数强于预期，但经济回暖主要靠服务业恢复拉动，制造业恢复较慢，经济复苏呈现不对称性特征，6月制造业PMI初值为37.8，低于前值38.4，制造业继续处于疲软环境中。

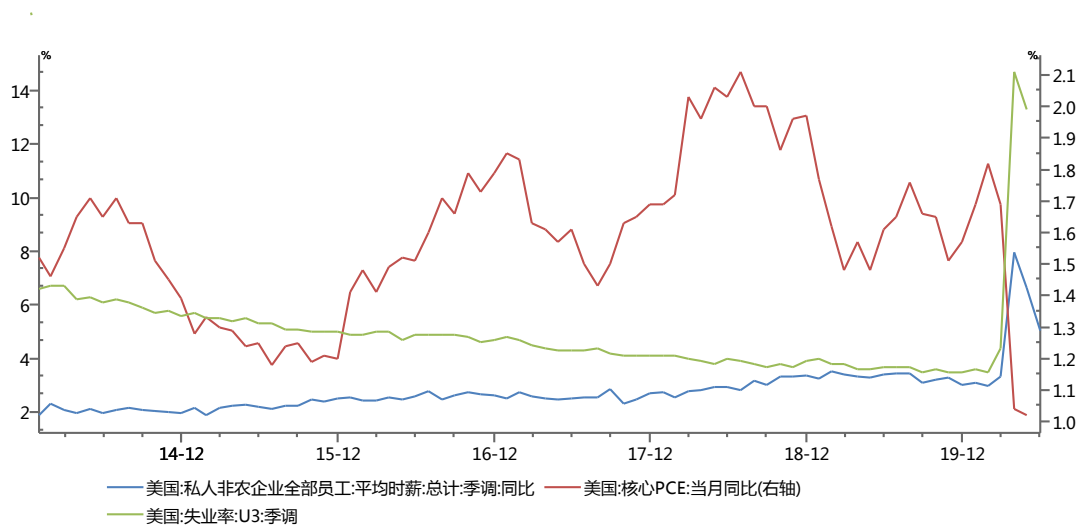
我们可能会继续在三季度后开始关注政治因素对于市场形成的潜在影响。随着美国即将进入大选前的预热阶段，中美关系将再度成为重要话题。近期由于明州事件，全美各地爆发示威活动；叠加前期白宫抗疫不力的指责，共和党失掉两院和白宫的市场概率在快速走高，若特朗普基于新的战略考量认为向中国强硬施压将更有助于选情，则此前达成的中美第一阶段贸易协议或将受到影响；现阶段中方虽已加快了农产品的采购，且美方表示协议仍处于良好的执行过程中，但中美关系的负面因素仍在持续积累过程中，在香港、台湾、新疆、南海和华为等问题上双方均颇有龃龉。若民主党候选人拜登上台，其政治主张包括逆转特朗普减税法案并支持提高高收入阶层的边际税率及科技

企业的反垄断调查，将对美股形成负面压制；对外方面，则可能恢复美国在全球多边外交的领导角色，重返 TPP 以从战略层面钳制中国，而在贸易关税方面则可能相对淡化。

我们预计，受美国疫情防控不力的影响，外围较为宽松的流动性环境在下半年仍将得以持续，预计财政政策将成为接力宽信用的主力。美联储在 6 月的议息会议上明确表示近期不会考虑货币政策退出的选项，虽然近期由于情绪恢复，市场对于流动性的需求明显减少导致美联储扩表节奏减慢，但至少每月 1200 亿美元的 QE 规模，仍将为融资市场提供明显支撑。财政政策方面，在推出三轮共计 3 万亿美元的财政刺激方案之后，美国正在酝酿第四轮纾困计划；欧洲则正在加快规模 7500 亿欧元的欧洲复兴基金的落地。

我们认为，从中期的角度而言，美联储的大幅宽松以及美国明显落后于欧元区的疫情防控进展，欧美经济周期的相位差或将出现明显收敛，美元指数将处于较强的下行趋势之中。就人民币汇率而言，我们认为此前受中美就香港事件的阶段性摩擦升级的担忧影响，人民币兑美元汇率出现了小幅贬值，近期随着中美第一阶段贸易协议得以执行，国内疫情防控得力、经济恢复进展良好的基本面驱动下的人民币汇率再现升值潜力，北上资金也呈现持续大幅净流入的局面。

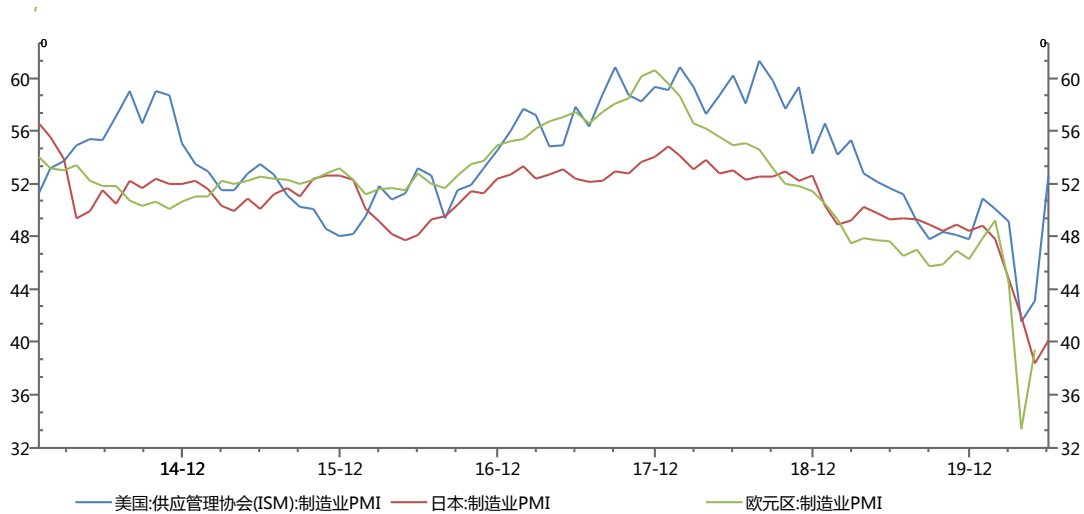
图：美国失业率出现大幅跃升后缓慢回落，平均时薪增速被动提升，核心 PCE 同比下降



数据来源：Wind

数据来源：Wind

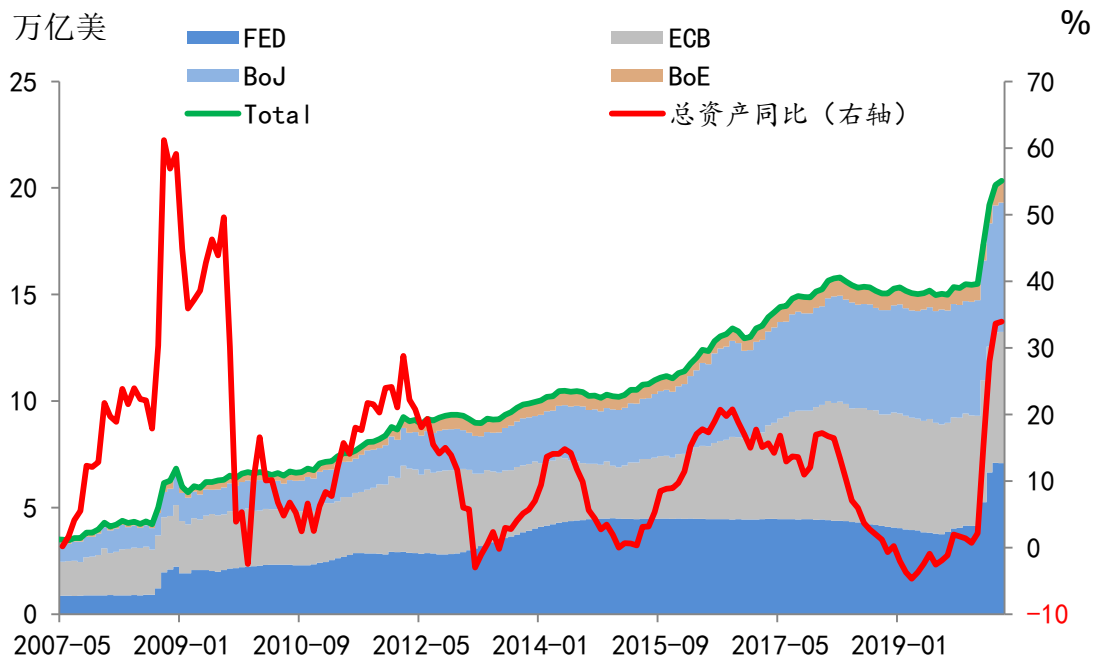
图：一季度美欧日制造业 PMI 大幅跳水，随后美国和欧元区出现快速回升，日本相对疲软



数据来源：Wind

数据来源：Wind

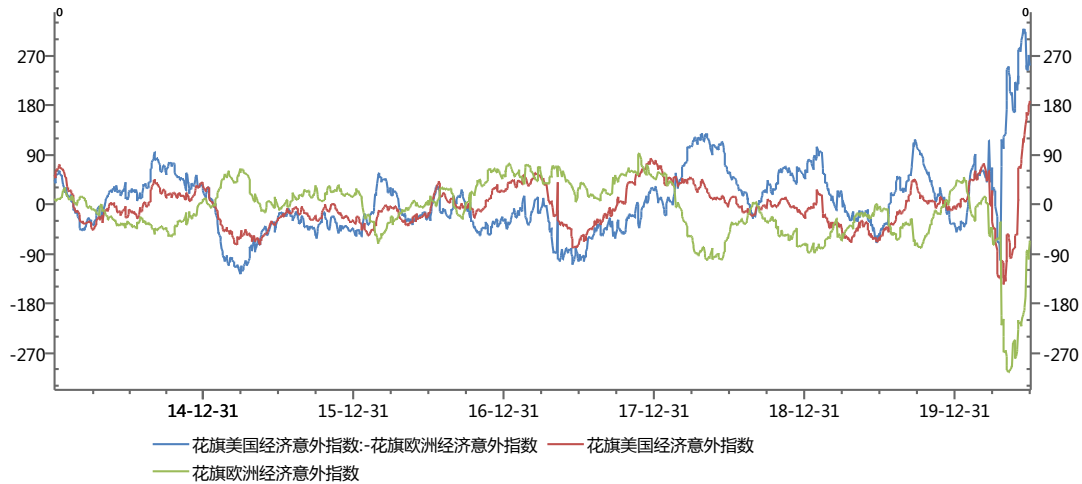
图：疫情爆发之后全球央行进行了有史以来最快速度的扩表



数据来源：Wind

图：美国的花旗经济意外指数与欧元区之差大幅回升，

显示美国在疫情二次复发的情况经济持续回升的幅度明显超出市场预期



数据来源：Wind

数据来源：Wind

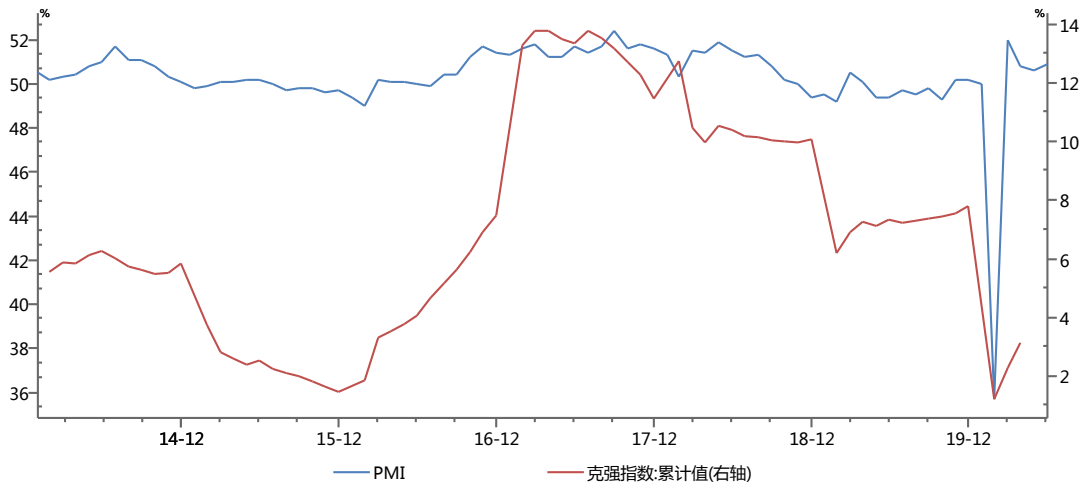
## 1.2 国内市场

### 国内：经济环比持续改善，关注政策边际变化

二季度国内经济的恢复情况好于预期，是推动政策从宽松走向中性的背景；当前宏观政策基调在保增长的基础上开始强调总量适度、要提前考虑退出、增加防风险的表述，我们认为国内总量政策更倾向于保留空间，预计下半年总量宽松政策频率下降。

最新数据显示实体经济在疫后进一步恢复，整体的经济复工程度已达九成左右，工业生产、固定资产投资和耐用消费品恢复较快，部分行业指标甚至高于疫情前。而基建和地产投资虽然累计增速仍然为负，但单月增速已经快速回升至两位数；我们认为基建投资项目储备和融资条件均相当充沛，预计将持续维持两位数增长；地产投资仍有加快施工竣工的支撑，制造业投资是主要拖累项；从当前的拿地情况看，地产、汽车等销售快速恢复，但可能因为释放积压需求而造成二季度数据短期冲高，后续持续性需要观察。

图：二季度 PMI 持续处于荣枯线以上，克强指数也出现回升

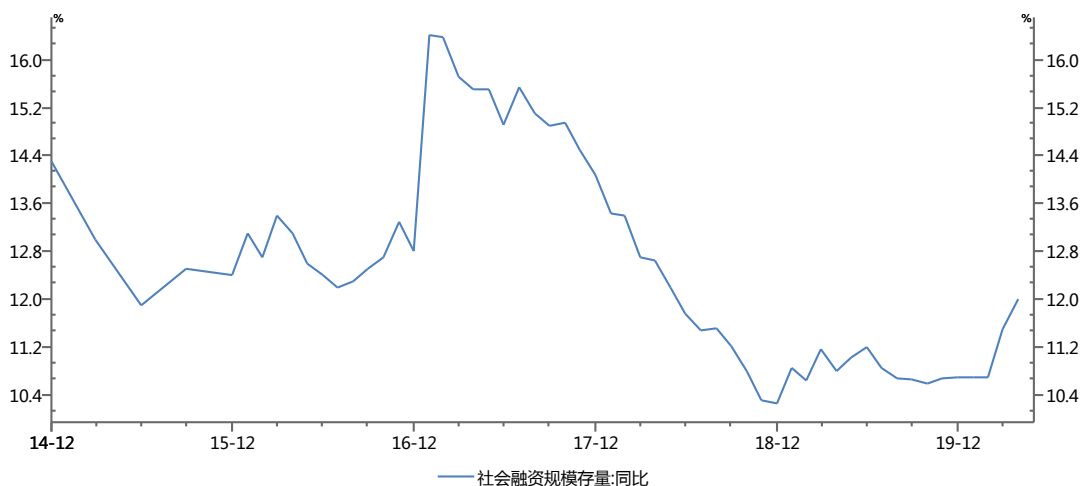


数据来源：Wind

数据来源：Wind

从总量看,5月新增社融和信贷仍相对较强;5月新增信贷1.48万亿元,社融规模3.19万亿元,存量同比12.5%,M2同比11.1%,M1同比6.8%。信贷总量延续高增态势或源于生产生活继续向常态化回归,同时基建等项目开工加速释放融资需求;同时信贷结构也继续改善,居民贷款修复、企业中长期贷款占比提升。社融增速在政府债券支撑下继续大幅抬升。我们认为,下半年的信用扩张仍将保持较快速度,按照易纲行长在陆家嘴论坛上的发言,全年30万亿的社融增量,对应社融存量同比增速是12%,高于去年的10.7%,但低于5月的12.5%。

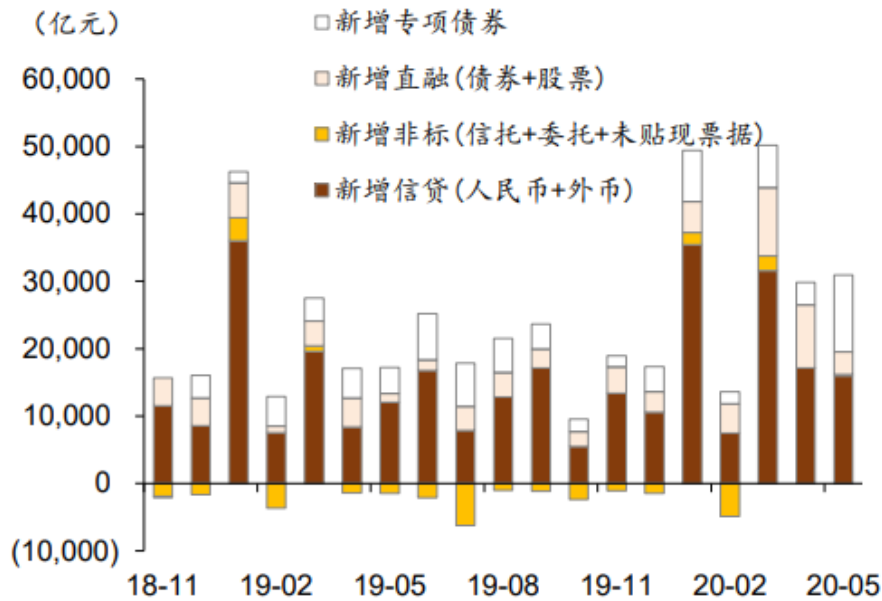
图：新口径下5月社融存量增速继续回升至12.5%



数据来源：Wind

数据来源：Wind

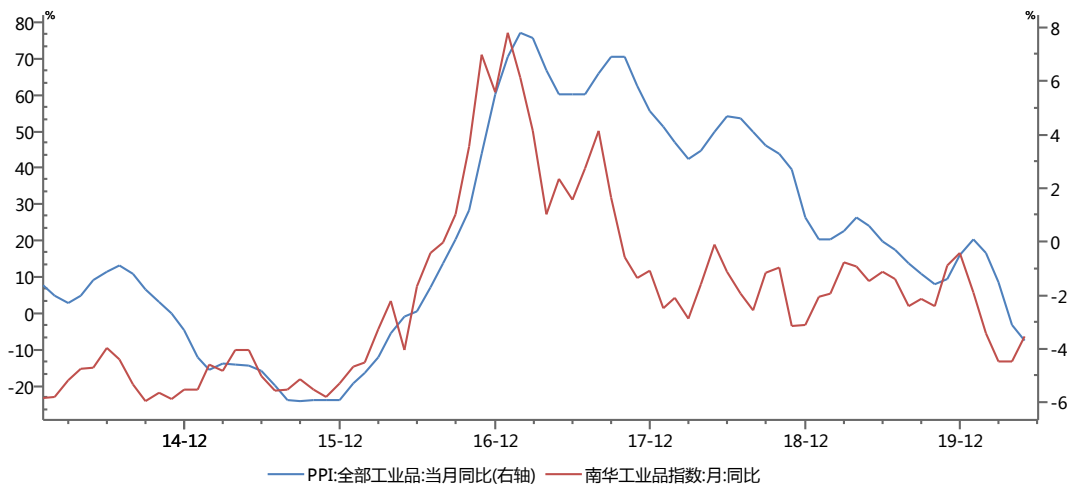
图：累计 1-5 月来看，在政策支持下，表内信贷和债券融资改善明显，居民新增房贷继续保持稳健增长



数据来源：Wind

通胀方面，上半年呈现出见顶后逐步回落的态势，5 月 CPI 同比 2.4%，较上月回落 0.9 个百分点，PPI 同比-3.7%，回落 0.6 个百分点。本月 CPI 下行主要是食品端拖累所致，其中鲜菜、猪肉、蛋类的环比降幅较大；PPI 方面的通缩程度则有所加深，但从原油价格和铜等工业金属价格的滞后表现看，下半年 PPI 同比读数见底回升或为大概率事件。我们认为，近期通胀因素对于货币政策的影响程度有限，后续主要关注随着经济的逐步回升，主要大宗商品价格是否存在较强的上涨压力。

图： 4 月以来国际油价和铜等大宗商品价格大幅上涨，PPI 同比或已触底

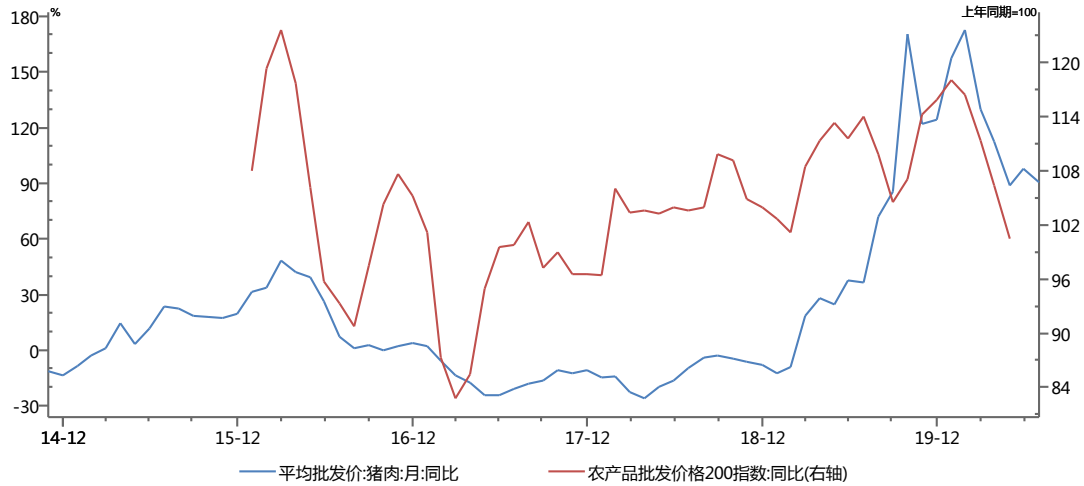


数据来源：Wind

数据来源：Wind



图：上半年猪肉价格同比增速明显下行，农产品高频价格数据也呈现回落态势



数据来源：Wind

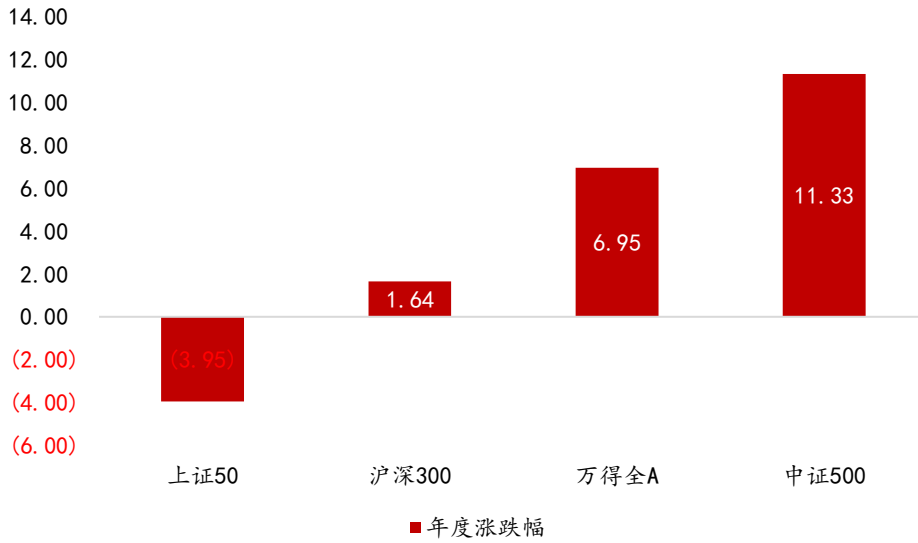
数据来源：Wind

## 2 大类资产观点

### 上半年市场回顾：股市一波三折，债市先涨后跌

2020年上半年，我国股票市场走势出现大幅波动（万得全A、沪深300、上证50、中证500涨跌幅度分别为6.95%、1.64%、-3.95%、11.33%）。股市呈现先抑后扬的格局，国内外的疫情形势演进成为关键线索；年初受到国内新冠肺炎疫情爆发的影响导致股市出现大幅调整之后，得益于央行及时进行充足流动性投放，使得市场情绪得以快速恢复。但3月中旬开始，疫情在欧美地区出现大面积爆发，处于高位的美股出现大幅调整，使得北上资金出现快速大幅净流出，国内市场再度出现震荡；3月下旬之后随着美联储运用多种非常规政策工具向市场投放充足流动性，同时伴随三轮总计规模达3万亿美元的财政刺激计划的出台，美股快速从低位反弹，也带动北向资金回补国内A股，市场出现震荡攀升，风险偏好缓慢回暖，但整体风格呈现割裂状态；6月底，伴随国内经济数据的持续好转，价值和成长风格之间的估值裂口呈现收敛趋势。

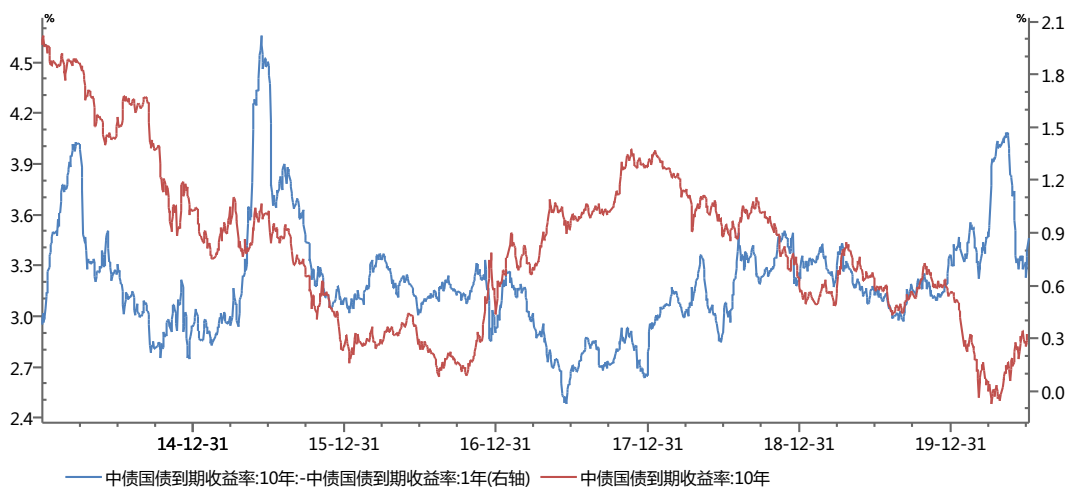
图：2020 年上半年主要股指涨跌幅



数据来源：Wind

再观债市，上半年 10 年期国债收益率先涨后跌，国内疫情形势逐渐受控、经济逐步恢复正常是债市在二季度出现调整的主要原因。4 月末以来，随着海外发达国家陆续复工、北京下调应急响应级别，主要国家长债利率纷纷上行，但我国债市调整更加剧烈且短端大幅上行，还受到利率债的供给冲击压力较大，同时央行持续暂停投放流动性、有意抬升前期过低的资金中枢。上半年长端利率水平较年初仍有明显下行，短端先降后升（10 年期国债收益率下行 41bps，1 年期国债收益率下行 42bps），期限利差基本持平（10 年期国债收益率与 1 年期国债收益率之差缩小 4bps），信用利差较年初大幅收窄，但近期信用利差走阔明显（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 12bp）。

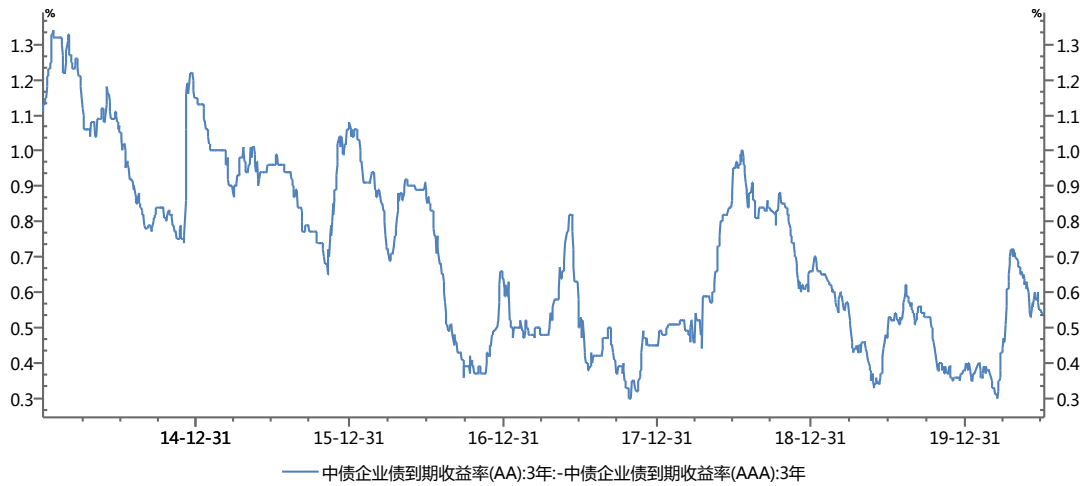
图：上半年长端收益率先下后上，短端小幅上行；期限利差先上后下，但整体变动不大



数据来源：中国债券信息 Wind

数据来源: Wind

图: 信用利差上半年先升后降



数据来源: Wind

## 2.1 A 股市场

### 短期债市下跌空间已不大, 中期对股票保持乐观

从经济基本面观察, 疫情的影响逐步减弱, 国内外经济继续重启, 下半年仍将处于环比改善的过程之中, 但预计难以出现强劲反弹。目前国内疫情形势基本稳定, 海外新增病例近期虽有反复, 但结构上主要以新兴市场爆发为主, 对于全球经济影响边际弱化。近期的经济数据显示国内外的经济继续处于恢复阶段, 节奏上国内快于海外, 二产快于三产。下半年仍将保持较快的信用扩张速度, 得益于上半年信贷的大力度投放, 当前的社融增速已明显高于去年, 预计全年增速将维持在 12% 左右。三驾马车中, 出口恢复快于进口, 线上消费恢复快于线下, 以及地产恢复快于基建快于制造业是当前的主要结构特点, 预计三季度仍将延续。

对于权益市场而言, 我们认为在从当前内外的宽松流动性环境、国内对于直接融资和资本市场的政策扶持以及居民大类资产配置向权益资产转移趋势的提速的几个因素考虑, 下半年股指仍可乐观看待。结构上, 近期市场更多交易的是估值波动, 仍要警惕随着经济逐步恢复, 风格上的切换, 近期市场风格再平衡的压力正在释放过程中, 我们认为这一趋势仍可能在近期延续; 从中长期看, 从中期角度看, 更具行业高景气度和成长空间的科技板块或更受交易性资金和散户资金的青睐, 仍值得重点关注; 对于部分估值已经偏贵的消费和医药板块的个股则可适当兑现盈利。

## 2.2 债券市场

债券市场方面, 当前国内基本面最坏的阶段虽已经过去, 但经济反弹仍主要以渐进式修复为主。同时考虑到外

部环境仍有较大不确定性，一方面海外疫情仍迟迟未得到控制，国内仍存在二次输入的风险，另一方面中美关系在大选之前仍存在再度恶化的可能，因此货币政策在当前时点虽继续加码的必要性有所下降，但是三季度内外货币政策的宽松趋势不会迎来明显拐点，我们预计财政政策将成为接力宽信用的主力。在这一背景下，下半年债市走向将呈现“上有顶下有底”的区间震荡格局——既难现上半年的大牛行情，也不会出现明显的“牛熊转换”。得益于国内经济的环比改善以及宽信用的逐步提速，我们可能会继续重点关注部分低评级信用债的信用利差收窄机会。

## 2.3 港股市场

受新冠肺炎疫情冲击全球股市影响，港股 2020 年上半年下跌。今年上半年，港股主要指数创 2016 年初以来最差半年表现：恒生指数大跌 13.35%，国企指数跌 12.62%，红筹指数跌 17%。但由于港股低估值以及结构性行情活跃，市场资金的投资热情较高，截至 2020 年 6 月 30 日，南下资金大幅流入 2947.95 亿港元，开通以来流入 1.35 万亿港元。结构性行情中强势的港股受益于内地资金流入。从市净率的角度看，港股多数行业估值处于历史低位。不过，港股结构性行情特征突出，消费、医药、互联网等板块强势。

上半年港股呈现“结构牛、指数熊”的状态，整体下跌原因是：（1）新冠疫情先于中国内地爆发，再蔓延至全球，其中欧洲以意大利、西班牙、英国较为严重，美国感染数字惊人，目前计，美国累计新冠肺炎确诊病例 268 万宗，死亡超过 12 万宗。全球金融市场于今年上半年持续受新冠疫情肆虐影响下坠，美国亦确认经济步入衰退，商品市场大幅波动。（2）虽然中美首达首阶段贸易协议，但疫情在全球蔓延后，中美关系再转趋紧张，全国人大 5 月底通过香港国安法草案，美国国务卿发声明称香港不能据美国法律享有与 1997 年 7 月回归之前所赋予的特殊待遇，两国角力升级。（3）疫情令全球多国经济停摆，各国出台多种刺激措施。在压力时期保障了金融体系的流动性，并推动股市上涨。但美国金融市场目前主要是散户，因此投资者情绪紧张，全球金融市场波动极大。（4）继阿里巴巴去年在港股二次上市后，两大中国互联网巨头网易、京东也在 6 月相继回归到了港股的怀抱。

下半年全球股市仍可能受疫情冲击经济基本面的困扰，但仍看好港股的结构性行情。第一、随着中概股陆续回归，港股市场生态正在发生变迁。出于较为强烈的主客观回归诉求，叠加 AH 上市制度改革，中概股加速已是定局。更多中概股的回归可能会显著改变香港市场的面貌，提升其长期吸引力。第二、尽管较之 A 股，港股对海外风险更加敏感，港股短期走势受到负面影响。但是港股具备“低估值”的特征，作为一个盈利性和派息稳定的优质资产，市场会逐渐给予正常合理的定价。尤其是，在下半年美元走势整体震荡偏弱、港元在套息交易驱动下仍保持相对强势，而低位徘徊的人民币兑美元汇率可能偏稳甚至反弹的情况下，港股市场估值修复有积极影响。另外，国内经济开始进入修复期，3-5 月份工业增加值、固定资产投资、消费数据全面改善，出口增速受到海外疫情拖累表现疲弱，但后续欧美复工有助于出口企稳。我们预期后续为经济结构修复而非全面修复，主要看好：（1）由于政策、融资环境支撑明显，看好基建产业链。（2）上半年线下场景一度备受冲击的地产将回归常态，配置价值将在下半年有所提升。

## 2.4 美股市场

今年上半年，就在三个月前，美国主要股指在不到六周的时间内暴跌了 35%，但随后的反弹几乎同样迅猛。上半年，纳指累计涨超 12%，道指和标普 500 指数分别累跌约 9.5% 和 4%。二季度，美国标准普尔 500 指数累涨 19.95%，道琼斯工业平均指数涨 17.77%，纳斯达克综合指数涨 30.63%。这令标普和道指上半年的跌幅分别收窄至 4.04%、9.55%，纳指由跌转涨，累计涨幅达到 12.11%。从板块的表现来看，科技股和非必需消费品是年初迄今仅有的两个录得上涨的板块，涨幅分别为 14.2% 和 6.6%，同时它们也是二季度的赢家，分别上涨了 32.6% 和 30.1%。与之形成对比的是，疫情引发的经济衰退令上半年申请第 11 章破产保护的企业创下 2013 年以来的最快速度，截至 6 月 24 日已经累计有 3427 家公司申请破产。能源行业虽然二季度反弹了 28.7%，但前六个月仍然下跌了 37%。金融行业上半年累跌 24.6%。

上半年美股涨跌主要原因如下：（1）全球确诊人数超 1039 万，累计死亡人数超过 50 万人，其中，美国作为疫情最为严重的国家，其确诊人数超过 268 万人，累计死亡人数逼近 13 万人，单日新增病例数屡破纪录，美国 31 个州的病例重新出现增长，期间有至少 11 个州暂停或推迟了重启计划，得克萨斯州和佛罗里达州则已经重新关闭了一部分商户。（2）自 1 月起，全球范围内的央行大放水政策贯穿上半年。进入 3 月，为刺激市场，多个国家的央行推出前所未有的刺激计划。3 月 15 日，美联储第二次紧急降息至零并启动 7000 亿美元的量化宽松（QE），23 日宣布对购买的国债和住房贷款抵押证券（MBS）不设上限。目前，美联储已经推出 4 轮 2.9 万亿美元的刺激计划，第 5 轮的 3 万亿美元还在路上。（3）3 月 5 日，沙特向俄罗斯等国建议，将现有 210 万桶的日减产协议基础上，继续减产 150 万桶。然而，在次日谈判时，俄罗斯拒绝了这一提议。7 日，沙特发动价格战，宣布将 4 月原油日产量从当前的 970 万桶调高至 1000 万桶、销售价格调低 6 至 8 美元，同时声称如有需要可继续增加产量。俄罗斯则表示有能力将日产能提高 50 万桶，不再受到生产上限或减产的约束。石油价格战引发全球股市大幅波动。（4）2020 年 4 月 20 日，5 月美国 WTI 原油期货价格暴跌，收于每桶 -37.63 美元。这是期货史上第一次价格出现负数。主要原因是疫情导致石油过剩和石油储存空间的不足，出现了“集体踩踏”现象。

展望下半年，疫情发展对全球经济的影响依然是全球资本市场的主轴。大流行病引发的深度衰退预计将通过投资减少、失业导致人力资本流失以及全球贸易和供应联系的碎片化，留下持久的伤痕。这种黯淡的前景会产生巨大的不确定性和显著的下行风险。当全球经济增长预期大幅下调时，表明很多不确定性因素正在发酵，因此未来 6 个月美国政策决策者势必会采取进一步行动支持经济活动。因此，在后半年里，美联储主要是采用负利率或收益率曲线控制为主的宽松政策。

另外，尽管疫情二次爆发、高估值、中美博弈、美国游行抗议事件导致美股下跌的风险依然存在，但考虑到美国大选（11 月）将至，我们倾向于认为风险全面爆发的可能性有限。因为从历史上看，经济和股市的表现，与大选结果存在一定正相关性。受疫情影响，美国经济年内陷入衰退或难以避免，不过考虑到疫情的特殊性，经济衰退对特朗普支持率的负面影响相对有限。且历史上大选前 3 个月股市下跌，现任总统或政党败选概率较高。在下半年，

我们认为市场不存在大幅下跌趋势。综合大选、中美博弈、且市场对疫情敏感度下降等多种因素，我们认为投资方向应该由成长股、疫情低敏感板块转向周期、价值品种。

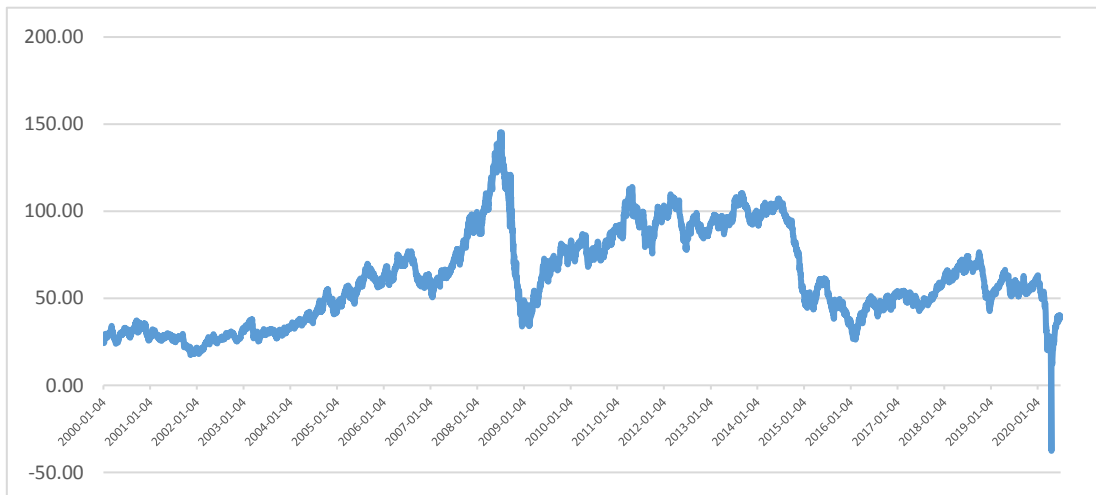
市场对于经济快速修复的预期，是催化风格转换最重要的因素。但由于美国部分地区仍存在疫情二次爆发的风险，或影响复工复产进度，以及最新公布的经济数据显示美国居民消费能力与消费意愿大幅下降，我们判断美国经济基本面的修复或许不会一帆风顺。此外，美股估值“泡沫化”现象依然显著，叠加近期中美博弈、美国游行抗议事件密集爆发，或对回落至低位的 VIX 指数形成上行压力，未来美股依然面临回调风险。

## 2.5 原油市场

### 2020 年 H1 油价走势回顾：

**2020 年 H1 新冠疫情下全球石油需求疲弱，石油供给先过剩后减产，油价持续下跌后逐渐呈现回升震荡行情。**上半年油价一度从 60 美元/桶，下降到-37 美元/桶，后回升到 30 美元~40 美元/桶的震荡区间。1 月，美伊关系紧张，市场担心中东地区局势，国际油价冲高后，随美伊关系缓和小幅回落。1 月下旬国内新冠爆发，2、3 月份海外疫情爆发，全球停工、停产、限制出行，导致石油需求大幅下滑；石油供给端沙特和俄罗斯大打价格战，增产降价引发了市场恐慌，油价在 3 月份出现暴跌，并引发了全球流动性危机，大类资产均遭到无差别抛售。4 月初受减产预期提振及美国流动性危机的解除，带来了油价短期的底部反弹，但因原油储运能力的不足和 5 月合约到期交割空逼多等原因，导致原油暴跌出现历史性负值。4 月底，国际主要产油国家提前开始减产，进入 5 月份之后，产油国减产力度加大，同时欧美启动复工复产，全球原油需求量也出现回升，原油供需持续改善，支撑了原油价格持续反弹。但进入 6 月份，全球疫情仍未得到全面控制，石油需求回暖仍面临较多不确定因素，油价呈现波动行情。

图：2020 年 H1 美油急跌反弹，维持震荡行情



数据来源：Wind 资讯

### 2020 年 H2 油价走势展望：

**供给端继续减产，但库存仍在高位，需求端回暖但仍面临较多不确定性因素，预计 2020H2 油价在 30~50 之间波动。**供给端，7 月份 OPEC+将继续深化减产 970 万桶/日，但以沙特为主的成员国将不再执行在 5 月、6 月减少的

120 万桶/日的额外减产，随后 8-12 月减产额度将进一步下降至 770 万桶/日。美国方面来看，俄罗斯与沙特在 3 月-4 月的价格战中对页岩油的冲击仍在，美原油产量目前在 1100 万桶/日水平，较年初高位下降 210 万桶，但油价反弹降低了美页岩油破产恐慌，预计美页岩油未来减产预期并不强。2020H1 上半年供需失衡带来的是全球原油的快速累库，目前全球浮仓总水平在 1.765 亿桶，港口的天量库存需要时间来消化，会对未来石油原产地采购需求造成较大压制。同时，美欧二次疫情抬头，未来疫情缓解不确定性在加大，欧美再次进入全面停工、停产的预期不强。全球对石油需求趋势虽然向上，但需求增长斜率不确定性较大。预计 2020H2 油价仍在 30~50 美元/桶的价格波动。

## 2.6 黄金市场

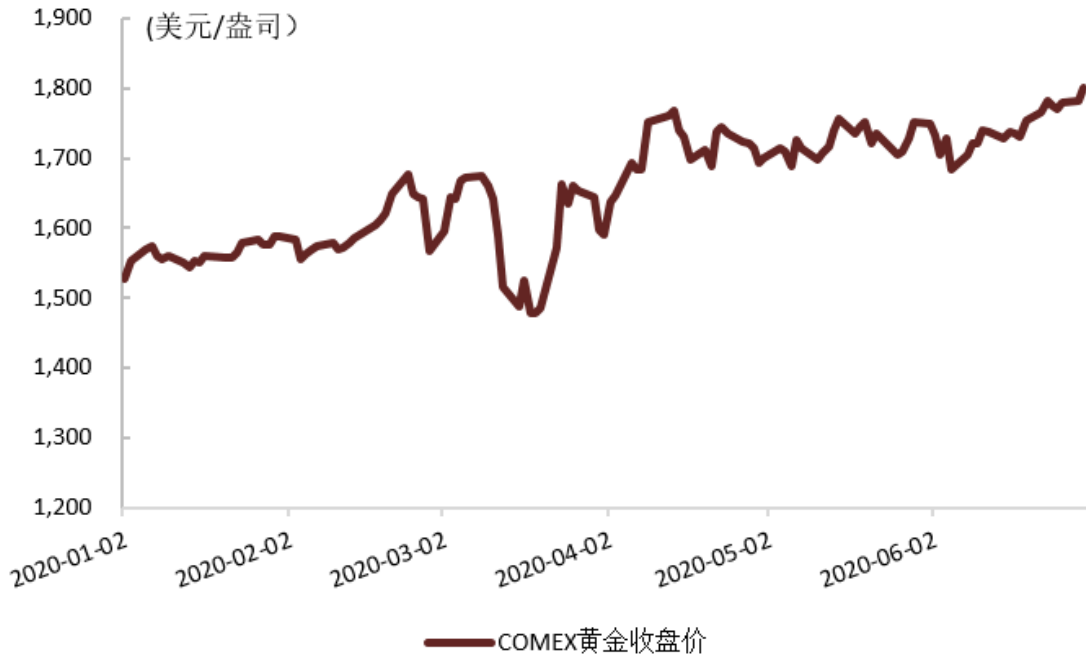
**2020 年上半年黄金市场回顾：**

**黄金价格在 2020 年 1 到 3 月份震荡上行，之后大幅反弹，上半年累计上涨 17.8%。**

我们认为 2020 年 Q1 黄金价格下跌（尤其是 3 月断崖式下跌）的主要原因是：新冠疫情开始在全世界大规模爆发，全球股市大跌，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。之后美联储陆续出台了新一轮无限量 QE 以及 CPFF、MMFF 等非常规货币工具。这些措施的实施开始使的货币市场的流动性有了一定缓解。黄金价格才止住了下跌态势。

4 月开始直到 6 月底，黄金则处于价格中枢不断上行的区间，我们认为主要原因有以下 3 点：首先，全球（尤其以美国为首）的疫情的扩散迟迟没有结束，部分地区当前仍经历疫情的二次爆发，疫情影响到了大部分国家复工的节奏和质量。在疫情的阴霾下，经济重启和发展具有极大的不确定性，这是金价中枢上行的最主要原因。其次，美国 11 月将进行总统大选，在大选背景下，美国的国内形势（Floyd 事件、部分州抵制复工等）、地缘政治（中美关系，美中/美欧贸易战）、未来预期（拜登主张加税）等问题都存在一定的风险点。这也是避险品黄金的价格走高的另一个因素。最后，在当前零利率的时代下，通胀预期的提升也助长了保值品黄金的价格。

图：COMEX 黄金价格指数在 2020 年上半年上涨 17.8%



数据来源：Wind 资讯

#### 2020 年下半年黄金市场展望：

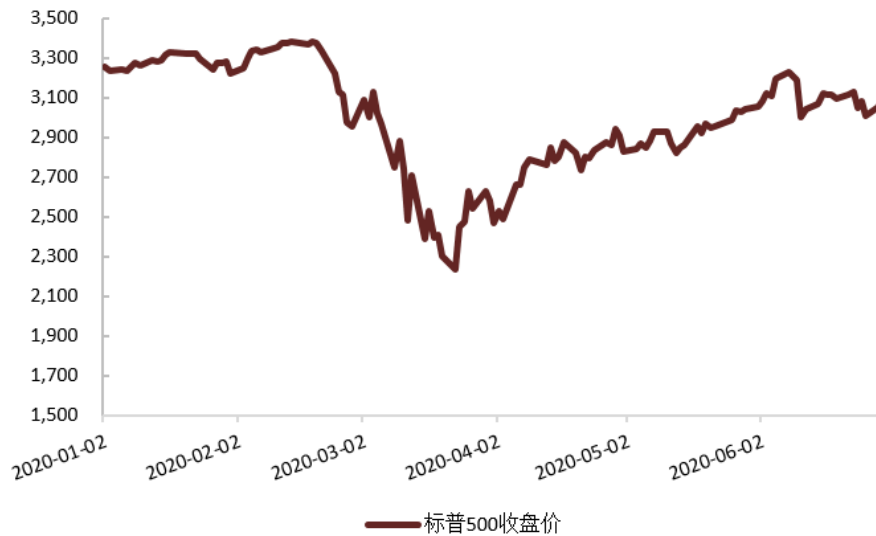
展望下半年，我们认为黄金价格上行的空间不大，有概率小幅回落。

首先，目前市场对疫情的消息有了钝化的趋势，小范围的疫情二次爆发（如美国加州、德州）已经很难使市场像 3 月一样大幅下跌。同时美国政府复工复产的决心很强，叠加美国等发达国家经济数据在边际变好之中，预计下半年经济重启的不确定性在不断减小。金价上行的动力不足。第二，全球市场目前已经基本稳定，很难见到更多的货币政策。美国、欧洲、日本等主要发达国家的利率已降至 0 附近，未来利率中枢已经很难下行，这决定了作为保值品的黄金价格中枢很难上行。第三，美国国内 Floyd 事件已经有所缓和，大规模的暴力活动开始逐渐转变为和平示威活动。美国国内社会矛盾有所减弱，金价作为避险品的作用在减小。因此我们认为，下半年金价中枢难以上行，随着全球经济复苏，可能会有所下行。

风险提示：疫情二次爆发超预期；美国大选带来地缘政治的不确定性；全球经济重启不及预期。



图：标准普尔指数在上半年先跌后涨



数据来源：Wind 资讯

图：上半年美国 10 年期国债实际收益率大幅下行



数据来源：Wind 资讯

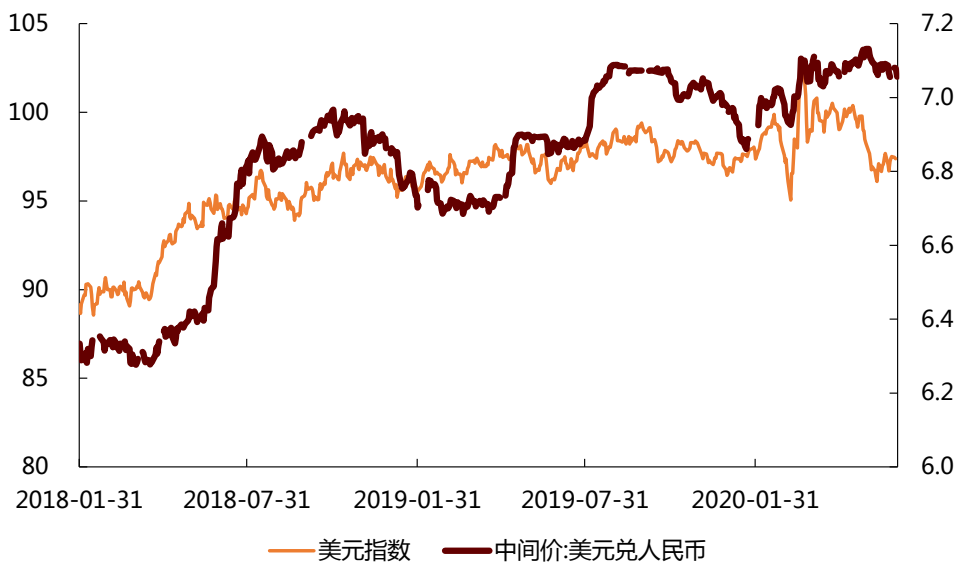
## 2.7 汇率市场

**2020 年上半年汇率走势回顾：人民币汇率走弱，美元指数走强。**

在 2020 年上半年，人民币汇率走弱，美元兑人民币汇率从年初的 6.9614 走弱至 6 月底的 7.1316。美元指数走强，美元指数从年初的 96.5195 走强至 6 月底的 97.3841。人民币汇率的走弱和美元指数的走强，在与疫情背景下，抛售新兴经济体的资产，追逐以美国为代表的发达国家的资产有关。

到了 2020 年 6 月份，人民币汇率小幅走强，美元兑人民币的汇率从 5 月 29 日的 7.1316 小幅走强至 6 月 30 日的 7.0795。美元指数小幅走弱，美元指数从 5 月 29 日的 98.2628 小幅走弱至 6 月 30 日的 97.3841。对于 6 月份的人民币汇率的走势，国内的经济恢复情况是主要的影响因素。进入 6 月份以后，中国的复工复产一直保持着较快的节奏。复工顺利，再加上内需的不断释放，使得经济的活力提升。因此，在 6 月份，人民币汇率呈现小幅走强的走势。在 6 月份，美联储的积极行动，使得市场中的美元的流动性继续改善。宽松的流动性会使得美元指数小幅走弱。此外，欧洲地区的经济恢复，也会使得美元资产不具备稀缺性，从而使得美元指数小幅下行。

图： 2020 年 1-6 月，人民币汇率走弱，美元指数走强



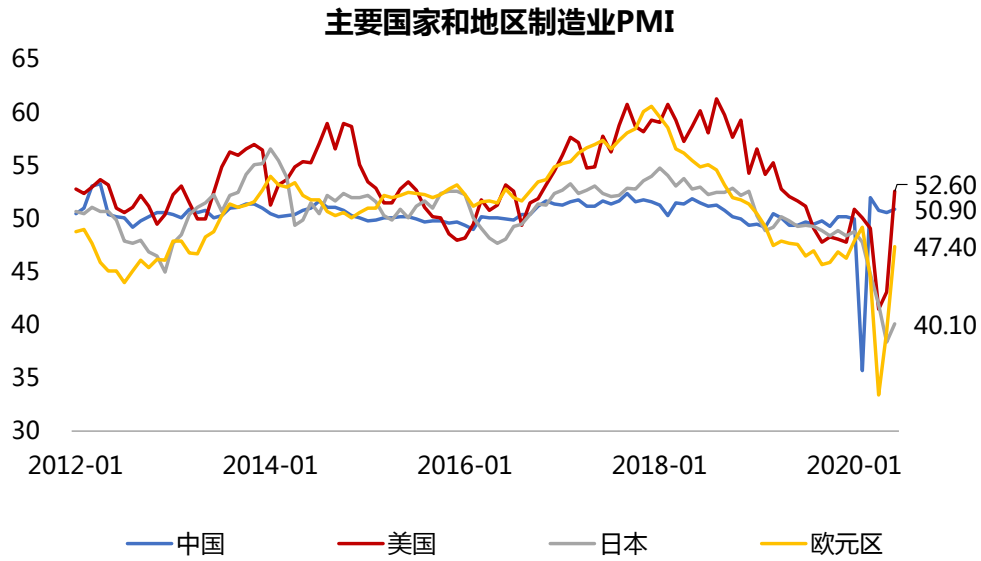
数据来源：Wind 资讯

**2020 年下半年汇率走势展望：预计人民币汇率将继续维持小幅震荡走势。**

随着各国经济刺激政策的陆续出台，各国的经济信心指数增强。从 PMI 数据上可以看到，中国 6 月份的 PMI 数据为 50.9，相较于 5 月份的 50.6 环比改善，继续保持在荣枯线以上。6 月份美国制造业 PMI 为 52.6，相较于 5 月份的 43.1 大幅改善。日本制造业 PMI 为 40.1，欧元区的制造业 PMI 为 47.4。

总体来看，随着中国国内经济情况的继续改善和政策发力带来的积极效果，国内的经济有望继续向好。从复工情况来看，中国的复工情况较好，且复工有序推进。较好的经济基本面有利于支撑人民币汇率，预计人民币汇率将在下半年继续呈现小幅震荡走势。对于美元指数，美国的经济信心增强有利于美元指数的走势，但同时也看到，流动性的改善使得美元的稀缺性降低，因此预计美元指数在下半年依旧维持震荡为主。

图： 2020年6月，中国 PMI 达 50.9，美国 PMI 达 52.6



数据来源：Wind 资讯

### 3 股债投资策略

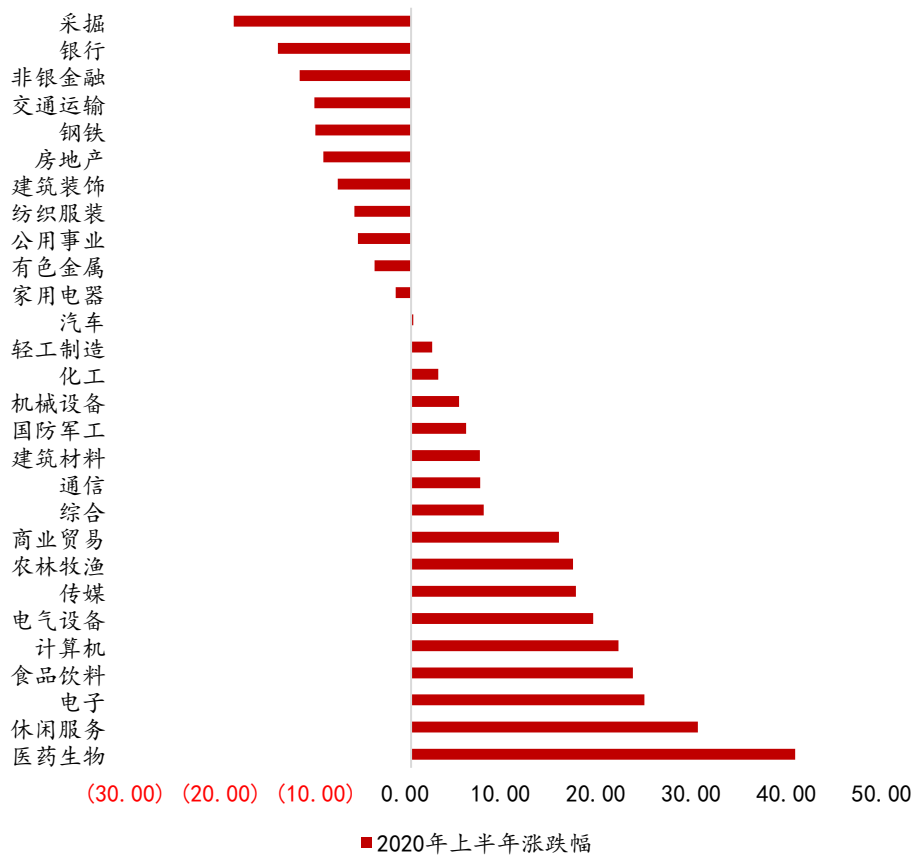
#### 3.1 A 股投资策略

上半年市场回顾：板块分化，医药生物、休闲服务和电子涨幅居前，采掘、银行和非银涨幅居末

2020年上半年，上证综指下跌 2.15%，深证成指大涨 14.97%，中小板指大涨 20.85%，创业板指大涨 35.6%。

回顾上半年行情，市场走势一波三折，其中景气度向上、业绩确定性较高的医药、食品饮料在充裕流动性下获得资金青睐，涨幅居前；而与宏观经济周期敏感度较高、在疫情中受损相对严重的采掘、银行、非银和交运则跌幅居前。

图： 2020 年上半年行业涨跌幅



数据来源：Wind

### A 股走向判断：短期仍有上行空间，中期乐观看待

我们认为，行情的高度和特征将更多取决于资金面的变化，同时重点关注监管政策是否释放降温信号。一方面，当前仍处于散户资金持续进场阶段，市场情绪高昂、成交量放大；另一方面，国内疫情防控有效、多项经济指标均呈现环比改善态势，因此低估值周期性板块短期看仍有一定修复动力，未来的向上空间取决于经济恢复的斜率和强度。

从中期角度看，虽然不同板块间均已出现不同程度的修复，但 A 股当前估值仍不算贵；同时目前看国内经济仍处于修复过程之中，宽信用政策尚未有退出迹象。从当前的估值水平看，截至 7 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 71%、51%、34%分位水平。

**图：主要 A 股指数估值水平**

主要指数	2020/7/3	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%					
绝对估值PE(TTM)	WIND全A	20.6	58.2	11.5	19.5	62%														
	WIND全A (剔除金融石油石化)	37.0	76.2	13.8	28.7	71%														
	上证综指(剔除银行)-中位数	26.4	66.5	16.0	28.9	42%														
	上证50	10.9	48.5	6.9	11.0	49%														
	沪深300	13.5	51.1	8.0	13.4	51%														
	中证500	29.2	92.8	16.0	33.7	34%														
	中小板100指数	36.0	67.7	14.5	31.8	73%														
	创业板100指数	67.7	137.9	27.0	50.8	89%														
	中小板综合	59.6	96.7	15.9	41.4	92%														
	创业板综合	146.2	174.9	28.1	59.4	99%														

数据来源：Wind，申万宏源

### 结构选择：重点关注仍有修复空间的基建等低估值板块以及科技板块

我们认为在增量资金入场的情况下，低估值的周期性板块短期看仍有一定修复动力，更具行业高景气度和成长空间的科技板块或更受交易性资金和散户资金的青睐，仍值得重点关注；对于部分估值已经偏贵的消费和医药板块的个股则可适当兑现盈利。

**消费电子：**苹果订单放量和新品迭代将带动苹果产业链公司景气回升。一方面苹果参与国内 618 线上促销打折，代表了苹果营销策略的积极转变，有利于供应链库存去化，另一方面苹果在供应链针对老机型开始加单（Q2 和 Q3 合计加单量在 500 万），Q2 与 Q3 业绩有望超悲观预期。中长期看好 5G+AIoT 创新趋势，随着苹果 iPhone 12 创新及安卓 5G 手机渗透，手机市场将重回正增长，同时新款无线耳机、音箱、手表、AR 层出不穷，开启新一轮 5G+AIoT 终端创新周期。

**电动车：**我们预计欧洲电动车需求的恢复程度有超预期可能。在欧盟潜在经济复苏计划以外，法国、德国、西班牙等一系列国家已经确定将针对汽车行业特别是绿色能源产业进行重点政策刺激。我们预计 Q3-Q4 海外景气度将持续向好。国内方面，自 7 月开始国内电动车销量将同比转正，此外产业链已经可以看到环比明显改善趋势。

## 3.2 债券投资策略

### 3.2.1 利率产品

2020 年上半年利率产品回顾：2020 年以来，债券市场走出了先涨后调整的态势。新冠疫情是 2020 年上半年债市走势的核心矛盾，我们将上半年债市走势分为四个阶段：

#### 阶段一：1 月 1 日-1 月 23 日（疫情爆发前阶段）

这一阶段的典型操作是央行 1 月 1 日公告 1 月 6 日下调金融机构存款准备金率 0.5% 个百分点，这一操作为全面降准，释放长期资金 8000 亿。这一操作略超市场预期，因为此时市场预期普遍认为年初经济有望企稳回升，此时央行有可能放缓降准操作。在宽松氛围下，10 年国债收益率从 3.14% 逐步下行到 2.99%，当然春节前新冠疫情已经有所征兆，各大类资产在春节前最后 2-3 个交易日采取了一定避险操作，债市收益率下行。

## 阶段二：1月24日-3月9日（疫情国内爆发到控制）

这一阶段，国内疫情开始爆发，并逐步在3月底得到控制，央行货币政策一马当先，在流动性投放、降准降息等方面都有宽松操作，2月的经济停滞以及3月初复工复产依旧缓慢，市场也担忧一季度的经济表现，同时疫情也开始在国外有蔓延迹象。10年国债收益率从2.99%快速下到2.52%，幅度达到47bp。

## 阶段三：3月10日-4月30日（疫情国外爆发到控制，国内复工复产）

这一阶段债市收益率2次回升又2次探底，收益率水平在最后几乎与阶段二最后持平。这一阶段，国内疫情基本得到控制，新增确诊基本在两位数水平，复工复产进度仍然缓慢，但此时经济企稳迹象开始显现，成为债牛未来走势的隐忧；海外方面，欧美疫情开始爆发，新增确诊逐日攀升，各主要经济体央行纷纷采取宽松政策，值得一提的是，3月中旬由于美联储宽松政策不及预期，沙特俄罗斯发起原油价格战，美股大跌甚至引发了一定程度上的全球流动性冲击，中债在3月中旬也被抛售甚至出现了20bp的回升；货币政策方面，央行为了推动国内企业积极复工复产，3月16日实施普惠金融定向降准0.5到1个百分点，对符合条件股份行再额外降准1个百分点，4月3日决定4月15日和5月15日对农信社农商行等下调准备金率0.5个百分点。

## 阶段四：5月1日-6月30日（国外疫情逐步控制，国内经济复苏）

这一阶段，10年国债收益率从2.53%逐步回升到2.82%的水平，回升幅度约30bp，但5年国债回升幅度更高，达到了80bp，债市走出了明显了熊平。国内经济方面，随着复产复工有序进行，4、5月各项数据呈现回暖迹象，工业增加值同比降幅持续收窄。5月份，规模以上工业增加值同比增长4.4%，其中制造业增长5.2%，全社会固定资产投资环比增长5.87%，统计局PMI连续4个月保持在荣枯线上方；政策面，资金利率也从5月一直逐步抬升到6月，6月DR007的水平达到了2%左右，接近央行7天逆回购政策利率，同时市场预期的降准降MLF、LPR利率纷纷落空，6月18日陆家嘴论坛，央行领导表态珍惜未来货币政策空间，债市进一步调整。

## 下半年利率产品展望：

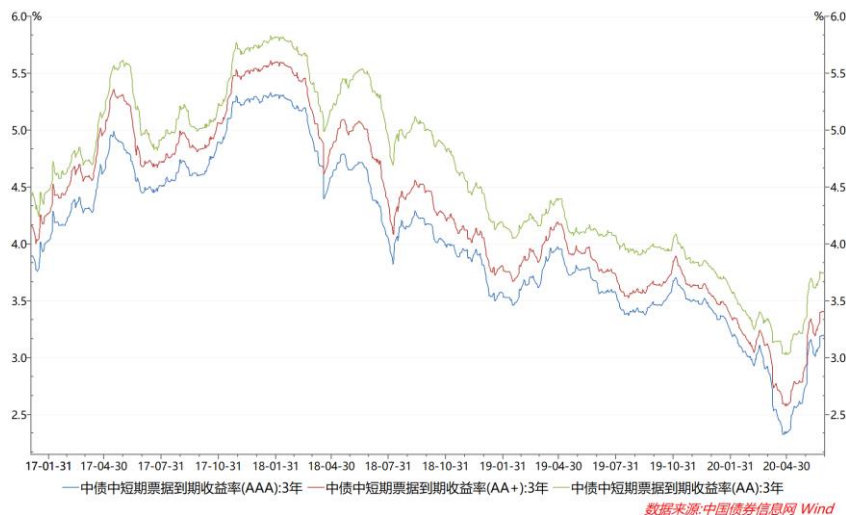
基本面方面，6月高频及中频数据均显示经济延续4-5月份以来的回升态势，恢复速度尚可。生产端中高频数据如钢胎开工率、粗钢产量、高炉开工率稳步回升，需求端30大中城市商品房成交面积6月日均值环比5月大幅抬升并超过去年同期，发电耗煤量继续维持同比正增长。已经公布的景气指数也显示6月经济运行进一步改善。PMI数据再度回升至50.9，这是2018年8月以来第二好的PMI值，生产指数和新订单指数分别为53.9%和51.4%，比上月上升0.7和0.5个百分点，其中新订单指数连续两个月回升。海外方面，欧美纷纷出台解封政策，欧洲逐步解封后疫情控制仍然较好，美国则出现了疫情二次爆发的迹象，新增病例6月底再创新高。6月欧元区制造业PMI从5月的39.4回升到46.9，法国的制造业PMI超过荣枯线达到52.1。欧洲经济复苏步伐较为稳健。美国经济的恢复可能有所反复。

政策面方面，近期财政刺激落地、货币政策偏鹰；备受期待的特别国债在6月18日市场化发行，债券供给加大，未来一个月特别国债仍有7000多亿待发行；市场预期的降准降息（MLF和LPR利率）全部落空，且MLF操

作净回笼 5400 亿，虽然已是年中，但央行并未通过公开市场操作大量投放资金，这使得 DR007 均值从 5 月的 1.5% 左右水平回升到 6 月的 2% 左右水平。货币政策的方向重点是宽信用，直达实体，对于套利空转和金融风险是严格防范的。

后续行情来看，下半年经济复苏仍会持续，预计 PPI 6 月见底，下半年回升，工业增加值预计下半年都能维持在 5% 以上，固定资产投资方面基建和房地产投资仍然能维持强势，对于债市我们可能会继续保持客观理性。经历 5-6 月债市连续快速调整后，收益率水平基本处在疫情前阶段，结合目前经济基本面、政策节奏、市场节奏和收益率水平，经济恢复接近平衡阶段，资金利率水平抬升后进入平台阶段，中短期债券收益率水平较为合理，市场利空情绪有所释放。在经济复苏到均衡水平后仍有较大压力，下半年美国大选中美关系仍有较大不确定性未来，未来债市仍有可把握的机会。

图：中债国开到期收益率走势图



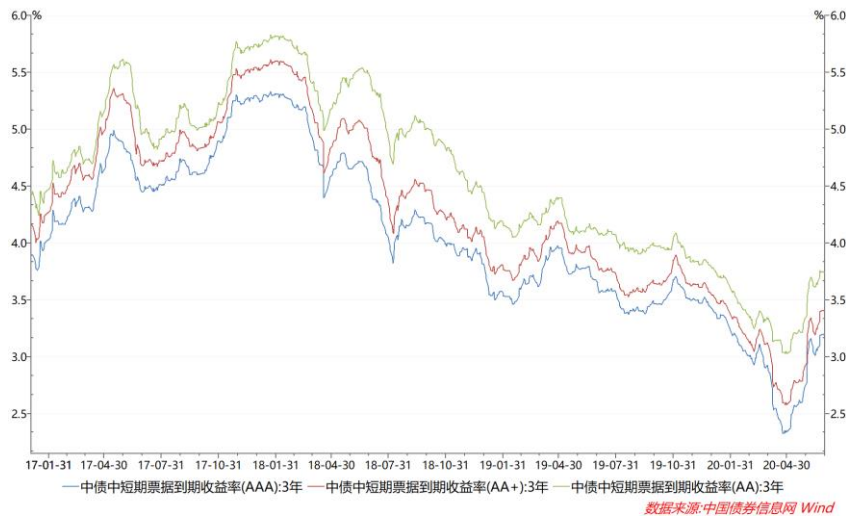
数据来源： Wind 资讯、中国债券信息网

### 3.2.2 信用产品

一级市场方面，在宽信用与宽货币的配合下，上半年全市场信用债放量发行，总发行量接近 2016 年上半年的高位，净融资也为近 3 年来最高点。从发行结构来看，高等级信用债供给较为旺盛，AAA 主体的毛发行占比达到 65% 以上，一方面是前期低利率环境造就了部分优质国企发债买理财套息的好时机，但另一方面这部分主体并不缺乏流动性，主要是出于储备低成本资金的考虑择机发债。

二级市场方面，上半年信用债总体仍跟随利率债运行，但各品种收益率变动幅度存在较大差异，导致信用债收益率曲线整体陡峭化，同时等级利差走阔。关于后市走势，市场分歧较大，多空双方各执一端，但核心依然聚焦于经济恢复的速度和持续性、财政政策对冲的力度以及货币政策宽松的节奏。

图：3 年期各等级中期票据到期收益率走势

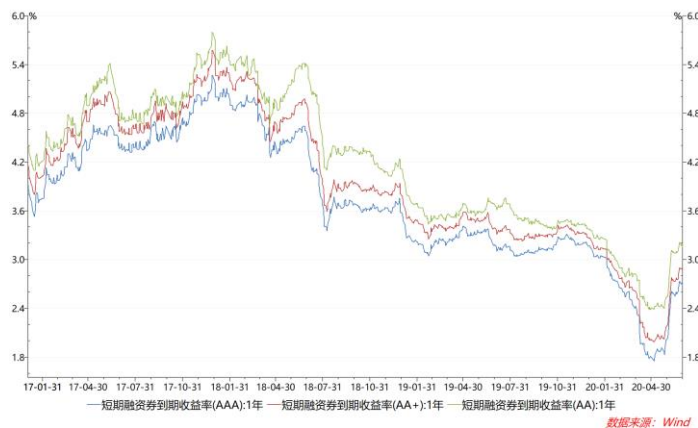


数据来源：Wind、中国债券信息网

短期融资券方面，一级市场方面，上半年短期融资券的发行受超 AAA 年初集中发行影响较大，短融、超短融毛发行和净发行量均处于近 5 年最高水平。

二级市场方面，2020 年上半年短融收益率走势呈深 V 型，且高评级收益率下行幅度大于中低评级，其中 AAA 短融收益率下行 49bp，AA+短融收益率下行 41bp，AA+短融收益率下行 22bp，等级利差走阔。目前债市已经度过最友好阶段，短期再破低点较为困难。随着资金利率调整到位，中短久期信用债具备一定的配置价值。

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

总体来看，2020 年下半年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。策略方面，以信用债的较高杠杆打底，久期在 2-3 年；同时密切关注经济指标，若有较为确定的长端机会，积极参与利率债的波段机会。



### 3.2.3 可转债

图：市场表现情况



数据来源：Wind 资讯

回顾上半年，受新冠疫情影响，全球资本市场都经历了一轮波动较大的行情，截止到6月30日，今年万得全A指数上涨6.95%，中证转债指数下跌1.84%，中证转债指数整体表现弱于万得全A。主要原因在于其指数权重原因，同时从行业层面出发，转债市场也跟随股票市场演绎着结构性行情，如医药、消费零售行业等，转债市场的各类标的涨幅不小，而银行、采掘等行业，也随其正股表现不佳。目前转债市场整体转股溢价率以及绝对价格位于今年以来相对中位水平，下半年转债市场的行情走势需要考虑以下几点：股票市场、利率水平、货币政策以及市场风格是否切换。步入7月将进入上市公司中报披露期，中报的披露或许会影响下半年市场风格偏好。同时，在各类财政政策、货币政策的呵护下，经济基本面的各项数据环比改善较为明显且呈现持续改善的趋势。当前时点可考虑为即将到来的中报行情做准备，我们可能会继续衡量手中筹码是否能反映宏观经济的环比修复、关注与经济基本面强相关的行业，同时关注前期各类涨幅较多、基本面较好的个券，或许存在获利了结导致的下跌机会。在市场整体回暖的背景下，转债市场的发行速度同比也正提速，其中不乏各类行业龙头，在关注二级市场波动机会下，也可重新重视新券上市机会。

**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](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、复制或有意篡改。