



招商基金月度投资策略报告

2020年8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.....	3
2 大类资产观点.....	5
2.1 A股市场.....	5
2.2 债券市场.....	6
2.3 港股市场.....	7
2.4 美股市场.....	8
2.5 原油市场.....	9
2.6 黄金市场.....	10
2.7 汇率市场.....	12
3 股债投资策略.....	13
3.1 A股投资策略.....	13
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.....	16

招商基金 8 月投资策略报告

2020 年 8 月

1 宏观经济环境

1.1 海外市场

复工进度分化，政策延续宽松

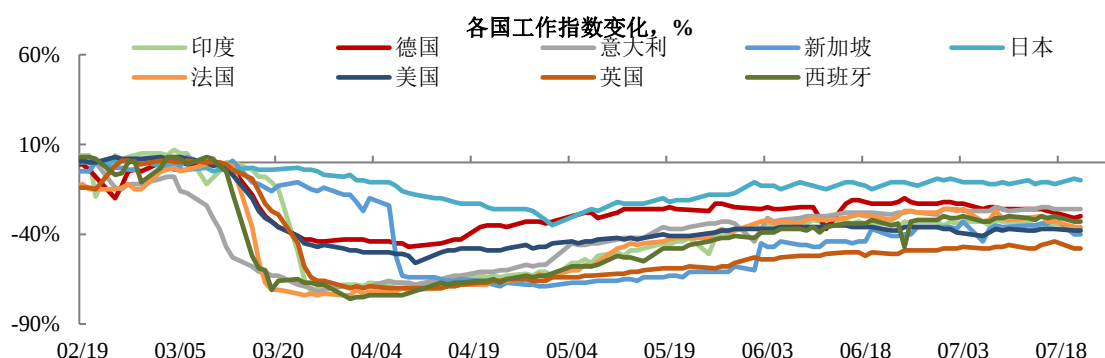
7 月，美元指数的持续走弱以及美国实际利率的大幅走低是驱动各类风险资产再度上扬的关键变量。一方面，海外疫情防控形势分化持续，美国二次感染下疫情数据持续新高，而欧洲虽有偶发，但整体防控形势稳定，由此带来美元指数的持续走弱；另一方面，全球经济仍在复苏通道中，叠加美联储对于更高通胀目标的暗示，使得市场再通胀交易的预期升温，而美国名义利率则继续维持稳定，实际利率续创历史新低。下一阶段，美国新一轮财政政策的落地、美国疫情数据以及疫苗进展，包括中美关系的再度复杂化，均是市场在当前偏高估值下需要关注的重点。

美国方面，随着疫情二次反弹，美国部分州的重启进程逆转，经济活动复苏的斜率有所放缓，但高频数据显示美国经济仍处于改善通道中：7 月，美国 Markit 制造业 PMI 由前期 49.8 回升至 51.3，服务业 PMI 指数由前期 47.9 回升至 49.6。就业市场也边际改善，7 月新增非农就业人数为 480 万人，好于上期值 270 万人，失业率也由上期 13.3% 降至 11.1%。从疫情的影响看，美股二季度财报显示业绩分化，科技巨头们在疫情中受益明显，航空、零售等行业受疫情挫伤严重。短期关注点在第四轮财政刺激政策的落地，两党分歧仍较大而时限临近。联储 7 月议息会议按兵不动，声明整体延续鸽派，延续宽松取向；值得重视的美联储可能于近期公布对于政策框架的审议结果，有望阶段性提升对于 2% 通胀目标的容忍度。欧洲方面，疫情防控形势好于美国，经济形势继续好转。7 月欧元区 Markit PMI 指数由前值 48.5 大幅回升至 54.8，为 3 月以来首次升至荣枯线上方，服务业 PMI 由前期 48.3 大幅回升至 55.1。7 月欧元区 CPI 环比 0.4%，略高于上期值 0.3%。7 月 21 日，欧盟达成 7500 亿欧洲复苏基金协议。近年来，欧盟持续受一些国家反欧盟情绪影响，市场对欧盟可能走向解体有持续担忧，而此次协议的达成，给欧盟带来了“团结”的信号，市场对于欧元区的经济复苏信心强化。日本方面，疫情二次爆发，经济恢复较慢。7 月日本综合 PMI 指数由前值 40.8 升至 43.9，仍处荣枯线以下，其中服务业 PMI 指数为 45.2，好于制造业 PMI 水平 42.6，服务业对经济的支撑作用上升。

中美大国的博弈动向仍需密切关注。近期，在疫情二次爆发、反种族歧视大游行爆发、经济大幅下行背景下，特朗普的竞选形势急转直下，支持率走低。从前期美国疫情期间特朗普政府的所作所为看，在国内政治压力上升时期，其往往会采取向外转移矛盾的做法，近期蓬佩奥等对华鹰派人物屡屡发声，中美在外交、科技领域缠斗升级。但当前第一阶段贸易协议仍在继续执行过程中，需关注 8 月 15 日前后双方对于第一阶段协议的半年度评估情况。

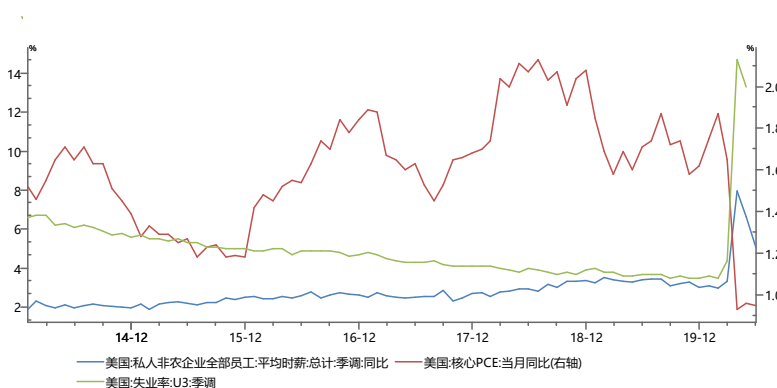
我们预计美元指数仍有一定下行空间，但这仍属于周期性走弱的范畴，当前市场热议的美元作为全球储备货币地位的丧失，我们认为有过度之嫌。短期看，美国新一轮的财政政策的落地以及当前相对拥挤的美元做空仓位，可能对美元指数形成明显支撑；但是这一轮美元指数的下行趋势的真正拐点仍将取决于美国疫情得到有效控制以及有效疫苗的落地。人民币汇率形势方面。自 3-4 月份以来，人民币汇率的基本面支撑因素是国内疫情防控形势和经济复苏进度好于国外，美国货币大幅宽松背景下，中美利差走阔，人民币汇率走强。往后看，我们认为人民币升值的趋势或仍将持续，当然中美摩擦仍将对人民币汇率形成间歇性扰动。

图：7 月全球主要国家持续推进经济重启



数据来源：Wind 资讯

图：2020 年 6 月美国失业率从高位有所回落，平均时薪增速也相应回落，核心 PCE 维持低位



数据来源：Wind 资讯

1.2 国内市场

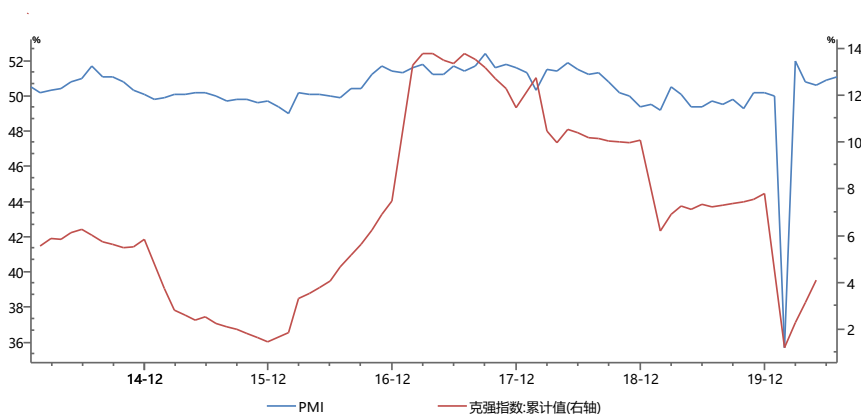
国内：政策回归常态化宽松，宽信用仍在窗口期

随着国内防疫及经济修复取得积极成效，政治局会议对于下一阶段的政策进行了新的定调。一方面，货币政策回归常态化宽松，“更加灵活适度”的基调不变，但可能更多强调“适度”，其次“保持货币供应量和社会融资规模合理增长”意味着信用扩张力度将减弱；另一方面，财政政策更注重实效，资金投放有望加快，下半年财政资金将加快投到项目上，以形成实物工作量，同时仍将优化支出结构，注重项目质量和效益。我们认为，下半年宽信用

仍将延续，但社融上升斜率放缓；同时资管新规的过渡期延期 1 年也有助于增强银行存量资产处置的可操作性；主要的上行风险在于海外经济的更快复苏，带动外需的强劲恢复。

7 月官方制造业 PMI51.1，环比继续上升 0.2 个百分点，连续 5 个月处在荣枯线之上，继续维持扩张态势；整体来看，疫后生产赶工、需求回补、政策刺激的共振使得经济持续修复；分项看，外需继续改善、基建灾后加速，企业对终端需求改善的预期较为强烈，主动补库存倾向明显，价格与盈利或正经历产业链自上而下改善。全国新房以及汽车销量逐步恢复至往年同期水平，但在整体政策并未进一步加码的情况下，预计下半年修复的斜率也将逐渐趋缓，地产链上的行业延续了较高景气。

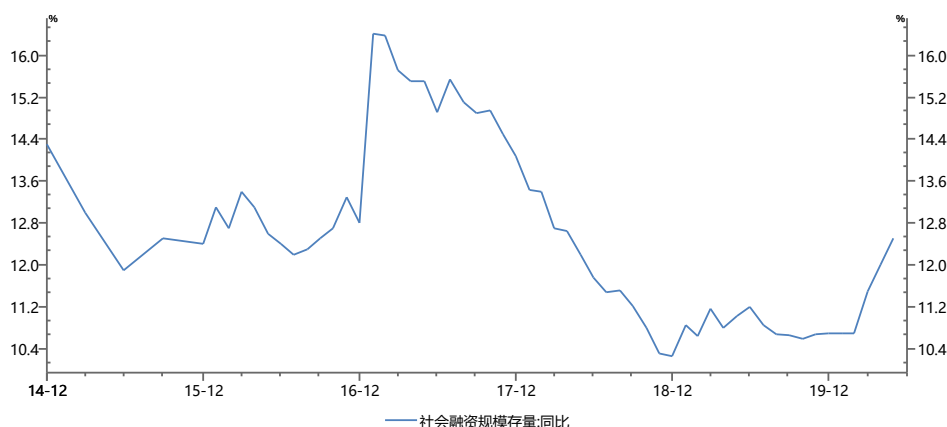
图：国内 PMI 连续 5 月维持在荣枯线以上



数据来源：Wind 资讯

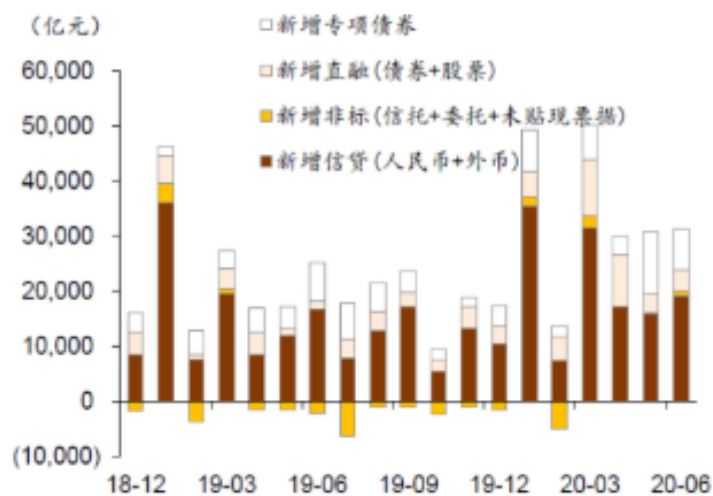
6 月金融数据继续呈现出总量强劲、结构改善的特征。6 月新增信贷 1.81 万亿，社融 3.43 万亿，其中从结构看，企业中长期贷款占比明显提升，同时居民房贷需求快速释放，短贷增长也逐渐恢复至常态。这显示出企业的融资需求有所改善，包括基建配套贷款、制造业中长期贷款等加快投放也是助推因素，同时也反应了地产景气度仍维持相对较高水平。

图：新口径下 6 月社融存量增速为 12.8%，较上月继续上行，但预计下半年增速有所减缓



数据来源：Wind 资讯

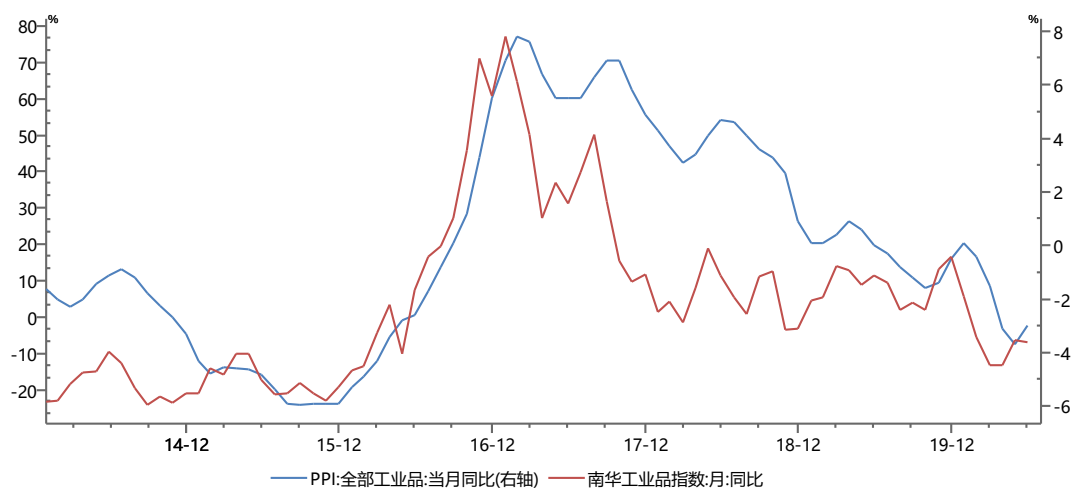
图：从 6 月数据来看，信贷、社融增长均维持强劲态势，结构也继续改善



数据来源：Wind 资讯

通胀方面，6 月通胀担忧仍然不强，PPI 的通缩压力则明显减弱。6 月 CPI 同比 2.5%，较 5 月回升 0.1 个百分点，PPI 同比-3%，回升 0.7 个百分点。其中，CPI 回升主要系气候等短期因素带来食品价格的扰动，但从核心 CPI 走弱来看终端消费需求仍待改善；PPI 同比止跌回升则主要受到上游有色金属、黑色与能源价格环比上涨的影响。整体看，预计随着国内生猪存栏数量的上升以及去年的高基数，下半年的 CPI 同比数据或仍将走低；而 PPI 将受益于国内外需求的逐步回暖，通缩预期将继续呈现修复，其与 CPI 的裂口也有望继续缩窄。

图：6 月 PPI 同比跌幅收窄、环比转正，预计 7 月在大宗商品持续修复的背景下 PPI 同比增速仍有上行空间



数据来源：Wind 资讯

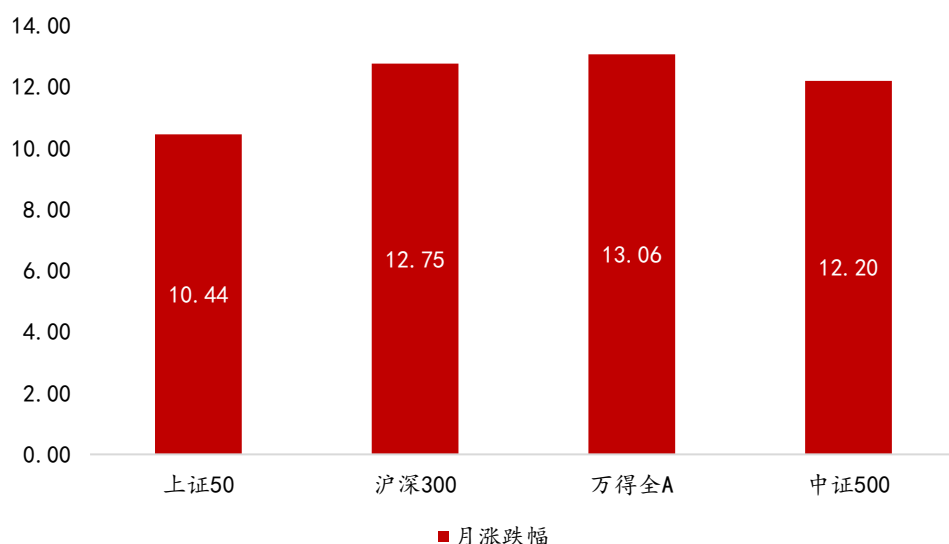
2 大类资产观点

2.1 A 股市场

7 月市场回顾：股市放量上涨。

7 月股市首次出现场外资金的大规模入场，券商为首的低估值权重板块月初大幅补涨，但随后在监管释放降温信号以及外围摩擦加剧下，行情重回结构性特征，但赚钱效应持续扩散。（万得全 A、沪深 300、上证 50、中证 500 涨跌幅度分别为 13.06%、12.75%、10.44%、12.2%）。

图：2020 年 7 月主要股指涨跌幅



数据来源：Wind 资讯

中短期仍看好权益，但风格可能平衡。

海外，有效疫苗的落地点将成为大类资产重定价的关键变量，但 8 月或仍无希望；预计美元指数走弱和实际利率走低的趋势仍可延续，叠加美国新一轮财政刺激计划仍大概率在近期落地，基于再通胀做多顺周期品种仍是较确定机会。国内，宽货币边际回归、宽信用导向不变，年内社融增速仍有抬升空间；政治局会议再提“平稳健康的资本市场”继续显现战略高度，但需关注央行对于资产泡沫的警惕动作。

股票市场方面，仍在改善态势的宏观环境、积极的政策导向以及仍未趋势性收紧的货币政策，使得股市仍有一定机会。我们仍认为散户的入场规模决定行情高度，入场形式决定行情演绎特征（通过借道基金入场，结构化行情的大方向不变；直接入场，市场将进入全面补涨）。整体的高低位切换和风格再平衡或正在进行过程中。一方面，宽信用处于加速的窗口期，同时海外再通胀交易的热度上升，美联储“过度”宽松、民主党上台后可能的大规模主动性财政支出以及 Q4 疫苗可能取得积极进展带来的需求端的更强复苏。当前顺周期品种整体仍具有估值优势，可积极挖掘补涨品种。

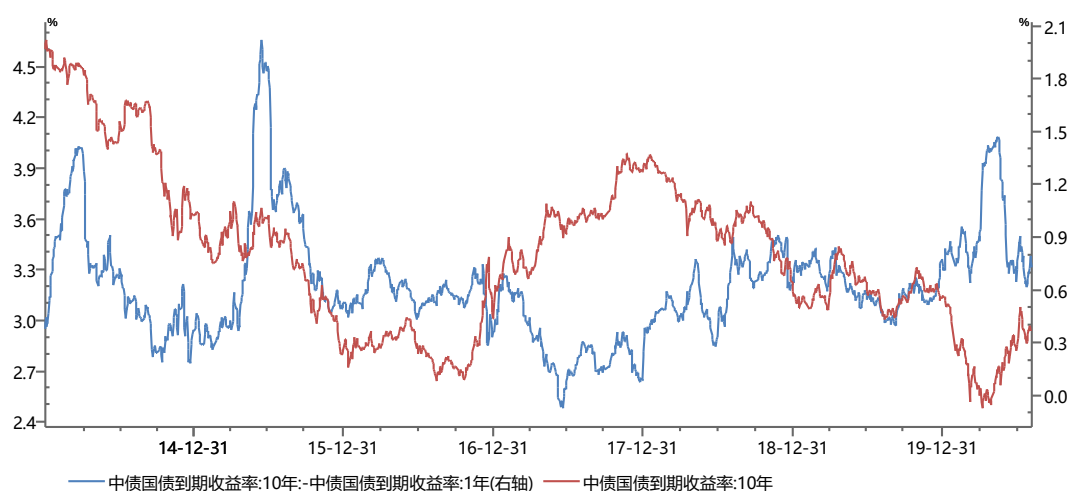
2.2 债券市场

债券市场方面，预计仍将处于震荡态势。

债市 7 月受到股债跷跷板的效应相对明显，同时货币政策边际收紧以及基本面渐进修复等前期导致债市调整的主要因素也并未出现明显变化，债市以区间震荡为主。一方面，股市走强之后引发了债基、理财等赎回的压力，从

流动性层面加重了债市的阶段性调整；另一方面，得益于中美高企的国债利差以及人民币汇率的偏强运行，外资持续大幅流入债市。整体曲线出现熊陡现象，长短端收益率均出现大幅上行（10 年期国债收益率上行 15BPSs，1 年期国债收益率上行 6BPSs），期限利差小幅走阔（10 年期国债收益率与 1 年期国债收益率之差大幅上行 9BPSs），信用利差出现下行（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 8BPSs）。

图：长端收益率和期限利差均呈现上行



数据来源：中国债券信息网，Wind

本次政治局会议重提“防风险”，继续传递货币政策向常态回归的信号，宽信用力度边际弱化，但市场前期已进行较为充分的定价。而海外疫情仍未完全受控、全球经济下行压力较大以及外部不确定性仍较强等因素使得货币政策短期也难以明显收紧，仍然需要维持流动性的合理充裕。宽信用力度的下降导致债市的中长期风险降低，利率上下空间都有限。信用债方面，在经济供需均继续改善的情况下，可考虑关注部分板块的信用下沉机会。

2.3 港股市场

7 月恒指开局原本较理想，短短几天接连冲破两万五及两万六关口，一度上破 250 天牛熊分界线，气势如虹。然而香港突然爆发第三波疫情，即时令港股上升态势却步，由高位 26,783 点，跌回两万 24,500 水平，结果全月升幅只有 168 点或 0.7%。月内上下波幅达 1743.81 点，于 24500 至 26500 点区间徘徊。其中本地股包括地产股、收租股、银行股、餐饮股以及零售股等等，从上半年以来都一直受压。而科技股与本地股不同，涨势非常明显。科技股的业绩在疫情冲击下显得异常突出。

上半年，在确定性溢价和流动性溢价的加持下，资金追捧新经济板块；价值板块的整体估值则受到压制，部分甚至遭遇双杀。成长/价值估值差距的高涨塑造了价值板块的安全边际，而宏观经济的逐步修复进一步增添了上涨动能。因此七月上旬，价值板块的估值修复带动大市整体上扬。不过，疫情目前仍是关键影响因素，不确定性尚高，将对后续经济恢复的斜率产生影响。在价值板块驱动的补涨进程结束后，市场面临回调压力。

在七月，与港股市场主要相关事件展开如下：（1）全球各国都陆续公布了他们的最新经济综合表现，其中，美

国第二季年率 GDP 按季收缩 32.9%，德国经季节性调整后的第二季 GDP 按季收缩 10.1%，而中国是主要经济体中、唯一录得有正增长的，中国第二季 GDP 经季节性调整后按季增长了有 11.5%。香港方面，第二季 GDP 经季节性调整后按季收缩 0.1%，经济表现也是来得挺疲弱的。（2）内地短期货币政策边际趋紧信号明确，货币政策表述从“增速明显高于去年”转向“保持合理增长”，边际上发出从紧信号，要关注短期强监管下的市场调整风险。就港股而言，目前大市仍处在 7 月大涨后的小碎步回踩之中，尚无明确的方向感，加上成交金额有所缩减，即便有反弹也颇显无力。（3）政治局势继续为大市带来震荡，继领事馆事件后，中美在抖音方面亦成为全球焦点。随着现时距离美国总统大选日子迫近，特朗普在疫情控制和种族问题上处理不当引致支持度大幅落后，不排除特朗普会再次以中美关系作筹码，对环球股市带来不确定性。

考虑到 8 月整体形势不明朗，很难有趋势性的行情，港股后期依然以结构性行情为主，恒指长期机会大于风险，但短期指数出现“现象级”反弹或还需要等待。一是市场仍在等待美国新刺激方案靴子落地，但料即便靴子落地，二是疫情带来的不确定性在加大，使香港宏观经济转好或存在“滞后性”，进而使港股本地公司估值修复还需要时间。三是若美股和 A 股出现技术性回调，或将给港股带来影响。因此，操作方面需要格外的谨慎，个股的选择尤为重要，如果方向出现偏差则会相当被动。总体的策略是以内需为主，偏向防御。具体选择的方向有：一是继续走公共卫生这条线的医疗及口罩类；二是内需的游戏、教育、餐饮类；三是拉动指数的券商类；四是科技类芯片及软件类；五是业绩边际改善的水泥及航运类。

在八月份我们还需要关注两个重点。第一、随着港股业绩期的到来，权重业绩将成为变盘的影响因素之一。第二、恒指公司将于本月中旬进行季检，若多家科技巨头成功“染蓝”，将为恒指带来新的上升动力。

2.4 美股市场

7 月份，道指仅上涨 2.4%，标普 500 指数上涨 5.5%。相比之下，纳斯达克综合指数上涨了 6.8%，而纳斯达克 100 指数上涨了 7.4%。道指全年仍下跌 7.4%，而标普 500 指数上涨 1.25%。纳斯达克综合指数上涨 19.8%，纳斯达克 100 指数上涨 24.9%。

在七月份，与美股市场相关的事件展开如下：（1）7 月数据修复情况上呈现欧强美弱，欧洲经济数据意外指数显著提升。美国方面，制造业修复趋势上优于服务业，受到疫情二次反复的影响，美国餐饮、零售、交通出行修复全面停滞，但由于疫情反复对工业企业的复工并未产生较大冲击，因此制造业仍在缓慢修复。欧洲方面，经济表现全面修复，但需警惕疫情发展前景，欧洲餐饮、零售延续改善的趋势，航班数量修复也开始追赶美国此前的表现，法国、德国分别修复约 4 成、3 成。（2）从目前各国的防疫措施解封进度来看，美国方面，由于 6 月中旬以来美国疫情出现二次反复，因此目前已有约 25 个州宣布暂停经济重启进度，影响了美国当前的服务业消费需求与复工进度。欧洲方面，近期欧洲疫情出现二次反复，部分国家已重新收紧了边境防疫政策，若欧洲疫情再度爆发，后续仍需观察欧洲疫情的发展情况。（3）在 8 月份的最后一周美联储公布利率决议，将维持基准利率在 0%-0.25% 水平，并重申会动用所有工具支持经济；美联储在另一份声明中表示，将把美元流动性互换协议额度，和与外国及国际货

币当局的临时回购协议安排延长至 2021 年 3 月 31 日。此外，俄罗斯央行将基准利率下调 25 个基点，俄央行进一步表示将视情况考虑继续下调基准利率的可能性。美国共和党领袖麦康奈尔公布共和党的新一轮一万亿美元新冠疫情救助计划，参议院共和党领导人希望他们的提议可以作为与民主党就可能通过国会两院的法案进行谈判的起点。该提案将扩大后的联邦失业保障定为工人此前薪资的 70%，以取代本周到期的每周 600 美元失业补助，但从两党谈判进程来看，短期内是否能就刺激法案达成一致仍有较大不确定性。(4)科技巨头 Facebook(FB)、亚马逊(AMZN)、苹果(AAPL)以及谷歌的母公司 Alphabet(GOOG, GOOGL)均宣布业绩超出预期。

在八月份我们需要关注六个方面。第一，不确定 3 月底以来的股市赢家是否会出现回调。早在疫情前的去年冬季，股票价格就已经处于高位，我们认为回调是不可避免的。第二，能够有效控制新冠疫情的疫苗研发进展。对于疫情，如果人们能研发出一种有效且无不良副作用的疫苗，那将极大地提振市场情绪。第三，美联储表示将竭尽全力支持经济。因此，今年或明年都不可能会进行任何形式的加息。但美联储和特朗普或拜登将不得不留意美元的走势。从理论上讲，弱美元会刺激出口并限制进口。但是美元贬值也可能意味着投资者想把这笔钱转移到非美地区。第四，联邦政府的救助法案仍然在难产中。疫情期间，很多民众已经失去了工作，仅靠国家给予的失业救助金也只能维持基本生活，并不能够缴纳房租。如果不提供其他帮助，学校、家庭、城市都会陷入财务中断的困境。第五，自从参议院在 2 月份未投票弹劾特朗普以来，美国国内政治紧张局势一直在加剧。在乔治·弗洛伊德一事之后，局面进一步恶化。第六，全球地缘政治不确定性增加。美国针对华为、字节跳动等多家中国企业进行封禁措施。从国家层面对中国企业施加压力导致中美矛盾更加剧烈。且为了回应美国关闭中国大使馆，中国政府关闭了成都美国大使馆。中美关系会如何演进仍然具有很多不确定性。

美股科技巨头依旧存在投资价值，疫情导致大量企业延续远程办公模式，而大量的居家需求依旧利好美股科技龙头，尤其是拥有电商以及云业务的亚马逊、办公软件霸主微软等，中长期向上的趋势不会发生太大改变。目前美股估值处于过去十年均值的两倍标准差以上，科技股更是在经历一波大涨之后估值站上历史高位，投资者需要警惕下半年科技股面临的一定回调风险。如果下半年经济回暖，预计估值较低的金融及消费板块将迎来机会。

2.5 原油市场

2020 年 07 月油价走势回顾：

2020 年 07 月份石油供给端继续减产，但受美、欧、亚洲部分区域疫情二次反弹需求端疲弱，整体油价呈现 40 美元/桶震荡行情。自 7 月 1 日起，油价一直维持在 40 美元/桶的价格上下浮动，7 月 31 日油价较 7 月 1 日油价仅上涨了 1%。7 月份 OPEC 继续减产，且美国原油产量下降，石油供给端给油价一定支撑。但需求端，美国疫情反弹后虽然进入了平台期，但新增确诊人数仍在高位，且日本、澳大利亚、中国香港等地区疫情有所反弹，全球经济全面复苏的节奏被打乱，石油需求反弹 7 月份开始趋势逐渐不明朗。整体来看，石油供需边际变动陷入僵持，价格维持震荡行情。

图：20 年 07 月美油价格（美元/桶）



数据来源：Wind，招商基金

2020 年 08 月油价走势展望：

石油供给端联合减产有边际放松趋势，海外疫情仍有较大不确定性，石油需求端继续反弹趋势不明显，08 月份油价面临一定下降压力。供给端，OPEC+自 8 月开始减产的力度减弱至 770 万桶/日，供应将较 7 月环比增加。OPEC+产量增加以及其他全球产油区恢复生产，预计将 8 月供应推升至 9120 万桶/日。而此前 6 月创下 8640 万桶/日的低点和 7 月为 8820 万桶/日。但在需求方面，由于新型冠状病毒病例在美国各大州持续激增，市场对美国原油需求前景在最近几周明显转为悲观。库存方面，去库可持续性有待观察，且出现反复，如，7 月 24 日当周美国原油库存量 5.25969 亿桶，比前一周下降 1061 万桶；但汽油库存总量 2.47387 亿桶，比前一周增长 65 万桶。供给减产力度放缓，需求端全面复苏节奏打乱，库存去库有所反复，预计整个 8 月份油价面临一定回调压力。

2.6 黄金市场

2020 年 7 月份黄金市场回顾：

黄金价格在 2020 年 7 月份震荡上行，7 月累计上涨 10.75%。

我们认为 2020 年 7 月黄金价格的走势遵循了三条主要逻辑：疫情数据、中美关系、通胀预期。

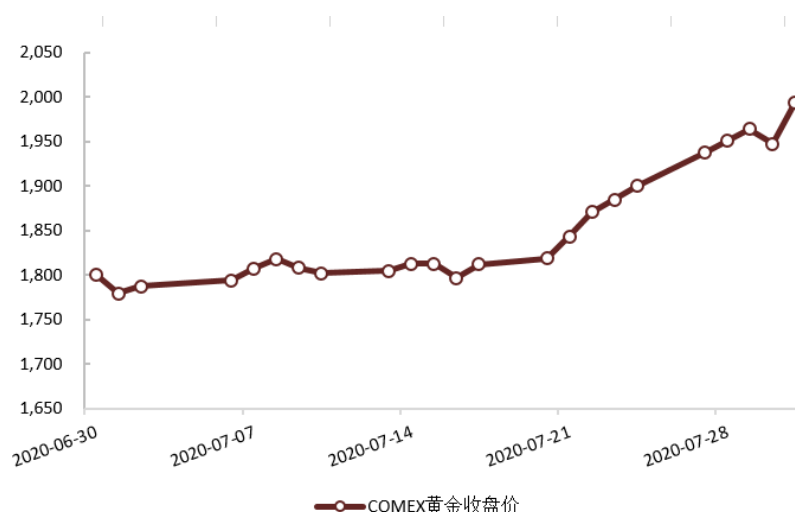
从 7 月 1 日到 20 日这段事件内，美国新冠肺炎累计确诊人数一路走高，从 200 万级上升到了 300 万级，且增速没有放缓的趋势。但是好消息是，全球最大的医药企业美国辉瑞宣布最早 9 月就能够确定公司的疫苗是否有效，比之前预期的时间要早 2-3 个月。同时美国另一医药巨头 Moderna 也宣布其研发的疫苗临床试验结果良好。疫苗制造的利好在一定程度上对冲了疫情人数仍在快速增加的利空消息。叠加美国在这段时间无其他重大事件，因此，月初到月中这段时间黄金价格在 1800 美元/盎司左右横盘震荡。

但从 20 日到 31 日这段时间，中美关系的紧张极大的影响到了黄金价格的走势，包括但不限于休斯顿、成都

大使馆人员撤出、美国制裁 TikTok 等。国际关系的不确定性拉高了黄金价格。第二，美国国会两党正在商议新一轮财政刺激（再次为每个居民发 1200 美金，且通过概率较大）、欧盟峰会通过了 7500 亿欧元的复苏基金建立计划，再次宽松极大的推动了通胀预期。10 年期美债实际收益率从 -0.6% 的中枢下行到 -1.0%，美元指数从 97 下行到 93。通胀预期的走高短期内也带动黄金价格的提升。第三，美国新冠的确诊人数仍在快速上升，截止 8 月 2 日，美国现有确诊人数有 585 万人，较 7 月初增加了 200 万人左右。新冠疫情结束的遥遥无期也在一定程度上继续推动金价的上行。

因此，在 2020 年 7 月份，COMEX 黄金价格指数从 6 月 30 日 1,800.50 美元/盎司一路上行，收涨到 1,990.60 美元/盎司，7 月份总计上涨 10.75%。

图：COMEX 黄金价格指数在 2020 年 7 月上涨 10.75%



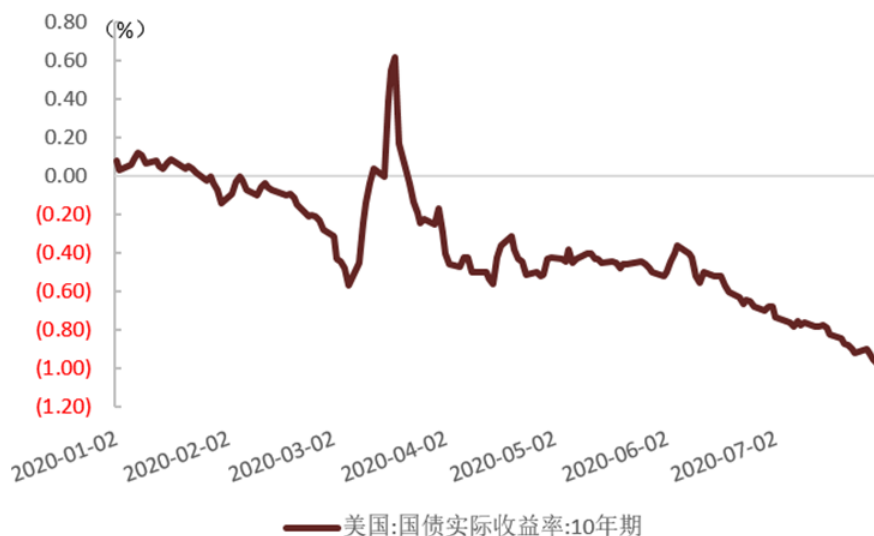
数据来源：Wind，招商基金

我们预计 2020 年 8 月黄金价格上涨的可能性不大，但高位震荡动力仍在。

主要原因：第一，虽然目前美国累计确诊人数达到了 500 万人，但是从股市的表现来看，市场对疫情反复的影响是钝化的，对经济指标的改善是敏感化的。所以我们认为疫情对黄金价格的影响也是在边际减弱的。但目前仍看不到疫情消退的迹象，有利于黄金的高位震荡。第二，中美关系方面，我们认为在 11 月美国大选之前，紧张情绪较难出现缓和的态势。部分领域的摩擦依然会存在，将会成为继续支撑金价的动力。第三，目前美国的实际利率已经降至 2003 年以来的新低，结合当前利率已经包含对美国财政政策的预期，我们认为实际利率中枢下行的空间不大。这将会是金价上行最主要的遏制因素。

因此，我们认为疫情钝化、国际局势、实际收益率低位等原因将促使黄金价格维持在当前 2000 美元/盎司的价格中枢上震荡，再度上升的空间不大。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：7 月份美国国债实际收益率大幅下行



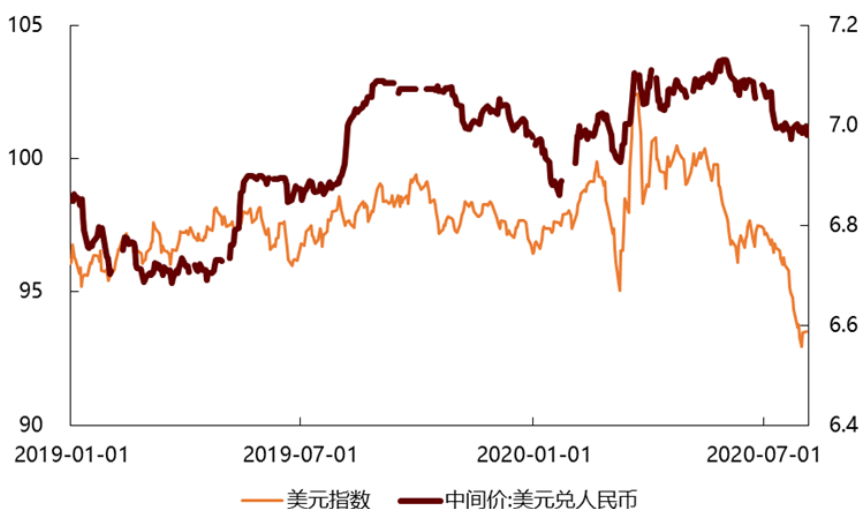
数据来源：Wind, 招商基金

2.7 汇率市场

2020 年 7 月份汇率走势回顾：人民币汇率小幅走强，美元指数走弱。

在 2020 年 7 月份，人民币汇率小幅走强，美元兑人民币汇率从月初的 7.0795 走强至 7 月底的 6.9848。美元指数走弱，美元指数从月初的 97.3841 走弱至月底的 93.4841。人民币汇率的小幅走强和美元指数的走弱，与在疫情背景下，两国间的疫情防控情况，以及相关的经济发展情况密切相关。在 7 月份，美国的新冠感染人数出现了快速的上升，对经济发展情况造成了不利的影响。而与此同时，中国的疫情防控情况较好，没有出现明显的疫情反弹，经济发展情况也处于较好的区间范围内。

图： 2020 年 7 月，人民币汇率小幅走强，美元指数走弱



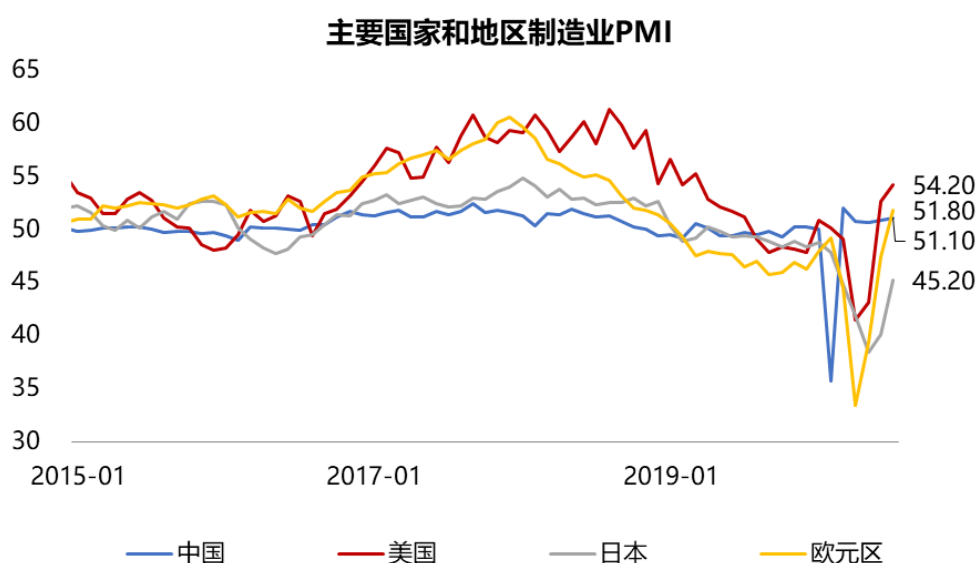
数据来源：Wind, 招商基金

2020 年 8 月汇率走势展望：预计人民币汇率将小幅震荡走强走势。

随着疫情对于经济影响程度的逐渐降低，各国的经济均出现了良好的复苏局面。从 PMI 数据上可以看到，中国 7 月份的 PMI 数据为 51.1，美国 PMI 数据达 54.2，欧元区 PMI 达 51.8，均在荣枯线以上。

目前来看，中国国内经济仍处于较好的发展状态中，中美之间的摩擦不会打破中国良好的经济发展情况。同时也看到，欧洲地区较好的经济恢复情况可能会对美元指数情况造成一定的冲击。从美国的经济恢复情况来看，美元指数也不存在大幅下挫的基础。因此，预计在 2020 年 8 月份，人民币汇率仍旧以小幅震荡走强为主。同时，预计美元指数的大幅下行基础不在，美元指数依旧以小幅震荡为主。

图： 2020 年 7 月 PMI，中国达 51.1，美国达 54.2，欧元区达 51.8



数据来源：Wind，招商基金

3 股债投资策略

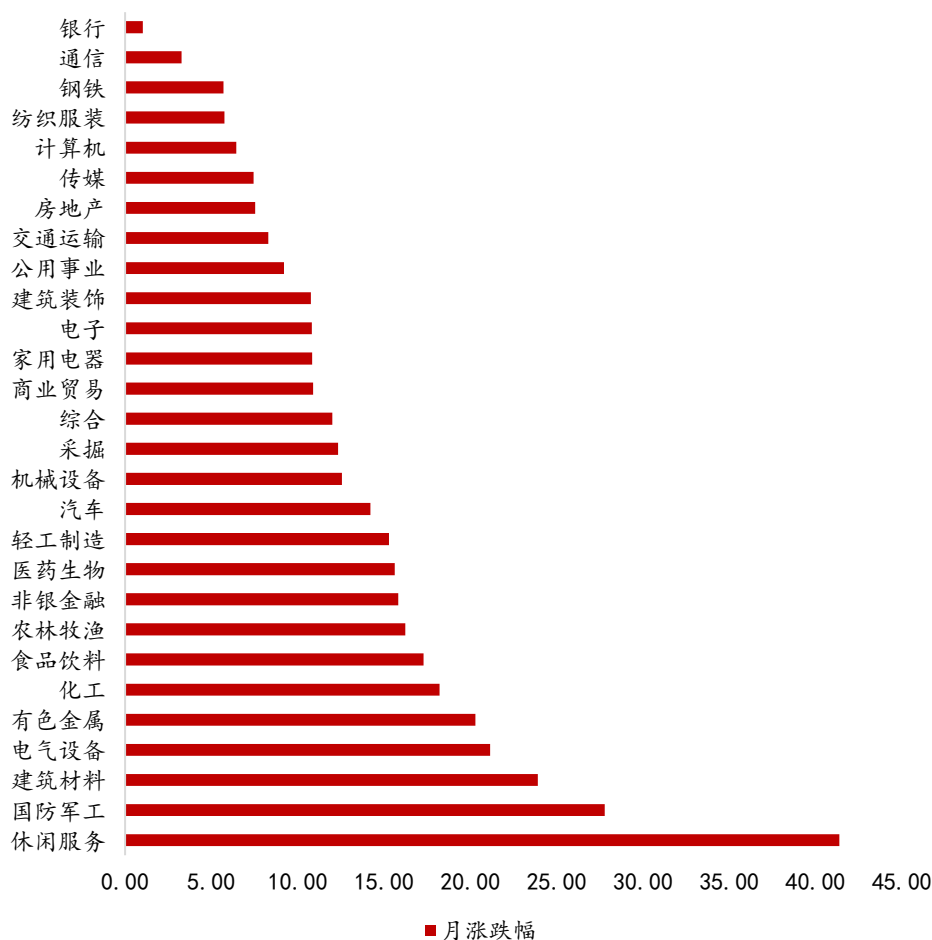
3.1 A 股投资策略

7 月市场回顾：权重搭台，题材唱戏，赚钱效应扩散至部分顺周期板块；休闲服务、军工和建材涨幅居前，银行、通信和钢铁板块涨幅居末

2020 年 7 月份，上证综指上涨 10.9%，深证成指上涨 13.7%，中小板指上涨 13.9%，创业板指上涨 14.7%。

回顾 7 月行情特征，仍相对明显的受到了场外增量散户资金的影响。行业层面，休闲服务、军工和建材涨幅在 20% 以上；银行、通信和钢铁板块涨幅居末。赚钱效应进一步扩散化，基本面呈现好转且估值低位的军工、有色、化工等前期低关注度板块大幅上涨。

图：2020 年 7 月行业涨跌幅



数据来源：Wind 资讯

A 股走向判断：短期仍有上行空间，中期需警惕风格切换

短期来看，股市仍面临较好的宏观政策环境，海外虽仍有较多不确定性、但暂时难对国内股市形成方向性影响，整体行情的持续性仍在较大程度上取决于增量资金入场的持续性。从中期来看，当前板块间的估值分化仍非常严重，而基本面因素正逐渐向顺周期品种倾斜，我们认为市场主线从前期的消费医药向低估值品种切换的情景发生的概率正在上升。从当前的估值水平看，截至 7 月 31 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 77%、57%、45%分位水平。

图：主要 A 股指数估值水平

主要指数	2020/7/31	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	21.9	58.2	11.5	19.5	70%						√			
	WIND全A (剔除金融石油石化)	40.3	76.2	13.8	28.8	77%							√		
	上证综指(剔除银行)-中位数	28.5	66.5	16.0	28.9	49%				√					
	上证50	10.9	48.5	6.9	11.1	49%				√					
	沪深300	14.0	51.1	8.0	13.5	57%					√				
	中证500	31.7	92.8	16.0	33.6	45%				√					
	中小板100指数	38.2	67.7	14.5	31.9	80%							√		
	创业板100指数	76.4	137.9	27.0	50.9	94%									√
	中小板综合	60.4	96.7	15.9	41.4	93%									√
	创业板综合	141.7	174.9	28.1	59.7	97%									√

数据来源：申万宏源

结构选择：关注宽信用深化和再通胀升温下的顺周期板块以及“国内国外双循环”下的科技板块机会

板块上，一方面可积极关注当前仍有估值优势、且基本面环比改善的顺周期品种，如建筑、有色化工以及金融地产等；另一方面，也应重视“国内国际双循环”的长期战略指导意义，部分估值仍不算太贵的科技板块将受益于长期政策扶持以及增量散户性质资金，可重点挖掘泛科技领域的拔估值机会。对于前期涨幅偏大、估值较贵的消费医药板块，更需精选个股及择时。

重卡：核心逻辑包括国三车淘汰带来的革新换代需求，以及下半年基建开工对行业景气度支撑的逻辑兑现。预计三季度数据进一步超预期，全年景气度持续向上。上调三季度增速为 50% 以上。催化剂可重点关注每月销量数据的持续转好。

电子周期品：核心逻辑是看短期面板价格持续上涨；中长期看好行业竞争格局优化，龙头企业盈利能力提升；催化剂主要包括面板价格的持续上涨。

3.2 债券投资策略

3.2.1 利率产品

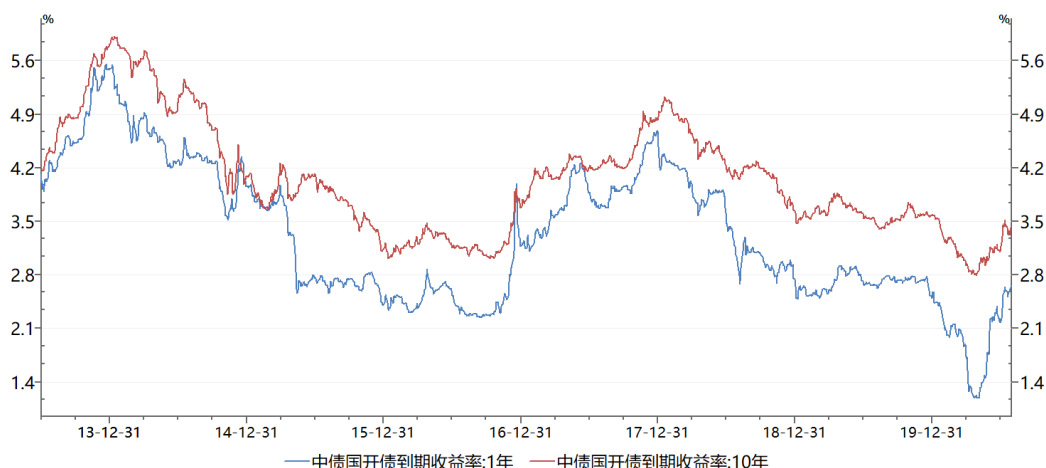
7 月以来，利率债收益率先上后小幅下，期限利差先上后小幅下，隐含税率先上后走平，收益率整体上行。

基本面方面，工业增加值、投资、消费等各项指标继续回暖，金融数据维持强势，但制造业投资、消费恢复相对较慢。经济水平短期仍会向均衡状态靠拢，复苏步伐仍会持续，基建的热度预计能延续到三季度，房地产调控会议召开后预计房地产投资暂歇，秋冬季节疫情恐还会点状出现，叠加应对疫情各部门举措的债务需要消解，这会使得生产和消费难以恢复至疫情前状态。社融增速有望在 2020 年下半年见到高点，市场融资需求减弱。

政策面方面，中共中央政治局 7 月 30 日召开会议，分析研究当前经济形势，部署下半年经济工作。会议肯定了二季度经济增长情况，对外需仍有担忧；关注点从疫情应对中走出，更为关心长远经济发展；对货币政策对保持货币供应量和社会融资规模的表述从“明显高于去年”变为了“合理增长”，更为收敛；财政政策强调“注重实效”，基建强调新基建；会议整体眼光更为长远，关注十四五规划和 2035 远景目标，十四五规划如何展望未来的经济增长，这是未来政策需要关注的问题。

后续行情来看，短期经济复苏势头仍在，三季度债券供给筹码较多，短期看资本利得机会不大，整体策略应以票息为主；资金面上，预计 R007 围绕 OMO7 天逆回购政策利率上下波动；存单利率向 MLF 利率靠拢，期限利差显著高于历史中位数，杠杆策略仍有性价比；股债估值比较来看，目前较为均衡；结合杠杆后信用债收益率与理财成本相比，中高信用等级信用债配置价值突出，且未来融资需求衰减更为利好信用债。未来债市仍然充满机会，刺激政策力度逐步回收势必对经济有所影响，需要随时关注经济复苏的拐点。

图：中债国开到期收益率走势图



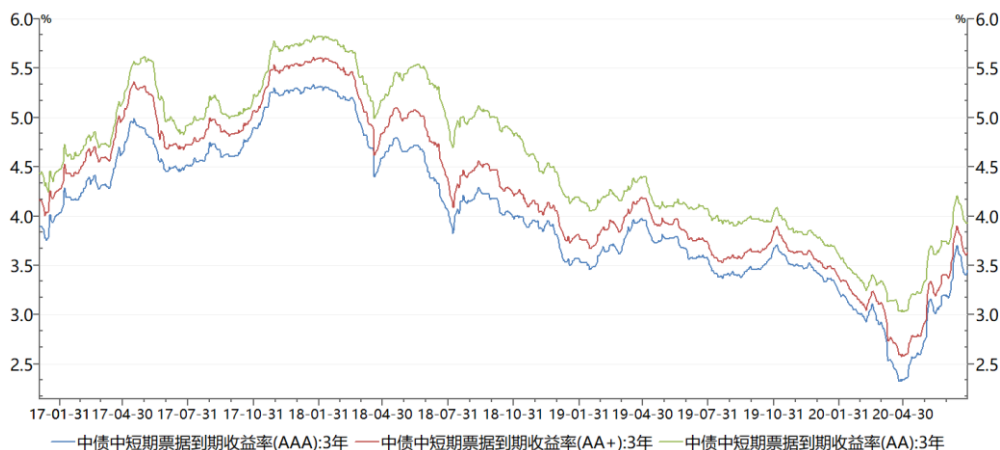
数据来源：Wind 资讯、中国债券信息网，招商基金

3.2.2 信用产品

一级市场方面，今年 7 月全市场信用债发行量环比有所下滑，毛发行 7920 亿元，净发行 934 亿元，分别较上月减少 1004 亿元和 1651 亿元，本月净融资额已降至历史低位水平，整体信用债发行节奏趋缓。

二级市场方面，在月初股债跷跷板和中下旬摊余成本法债基集中发行、中美关系趋紧、资金面边际宽松的影响下，7 月信用债收益率走出倒 V 行情，收益率曲线平坦化，等级利差有所收窄。较长时间周期来看，经历 7 月下旬的牛熊切换后，中长久期品种的绝对收益回到中性偏低位置，现阶段更多应注重交易价值而非配置价值。

图：3 年期各等级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

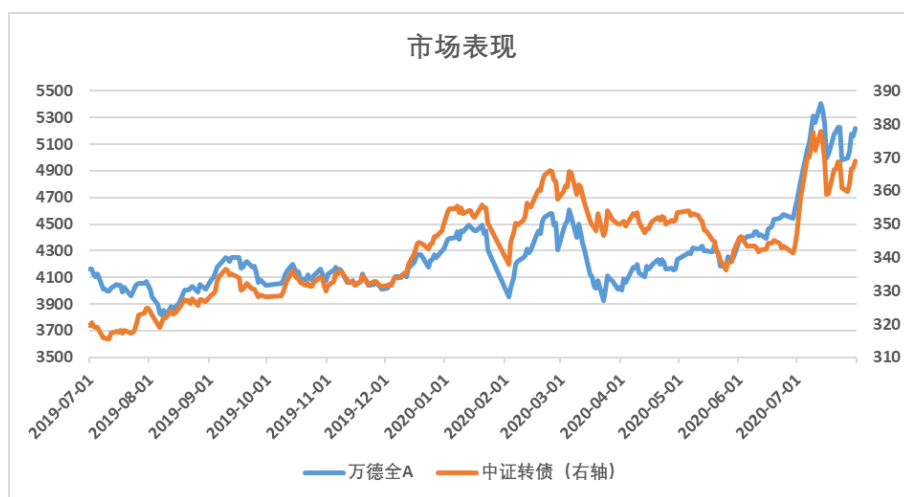
总的来说，当前市场对后续走势存在较大分歧，建议对拉长信用债久期保持谨慎，继续坚持价值投资理念，挖掘被错杀的个券，同时对一级发行价格合理、具备配置价值的新券保持关注。

3.2.3 可转债

7 月，权益及转债市场在经历快速上涨与下跌之后，于高位横盘震荡，整体交易情绪活跃。月初股票市场快速上涨，风格切换明显，低估值板块受到追捧，传统周期行业经历了快速轮动行情。下半月，市场下跌后转而进入

横盘震荡状态，低估值、传统周期行业交易情绪明显冷却，整个7月，万德全A上涨13.06%。转债市场基本跟随股票市场变动，但波动幅度小于股票市场，截至31日收盘，中证转债指数上涨7.47%。涨幅差异一方面源自指数成分不同，另一方面也受到转债供给增加及整体转股溢价率压缩的影响。7月初以来债券市场大幅调整、狭义流动性边际收紧导致的成本收益不匹配也是转债市场整体溢价率压缩原因之一。

图：转债市场回顾



数据来源：Wind 资讯，招商基金

展望后市，步入8月，转债市场一方面仍需关注中报披露带来的预期差与风格切换机会，另一方面需要关注货币政策边际变化、外部环境恶化及经济复苏进度不及预期给股市带来的压力。从行业角度，下半年景气度高、业绩确定性较强的建材、医药、消费电子等板块个券虽然多数处于平价高位，但作为股性品种仍不失为较好的右侧选择，而在美国大选、全球货币宽松及国内经济复苏加快的环境下，也可关注有色行业相关个券可能存在的短期调整机会。同时受新冠疫苗研发进度加快、全国消费场景恢复及“内循环”等催化，左侧亦可逐渐布局前期跌幅较大的优质可选消费板块，静待反弹机会。