



招商基金季度投资策略报告

2021年5月



稳投资 | 乐生活 | 爱公益

目 录

1	宏观经济环境	3
1.1	海外市场	3
1.2	国内市场	6
2	大类资产观点	8
2.1	A股市场	8
2.2	债券市场	9
2.3	港股市场	10
2.4	美股市场	10
2.5	原油市场	12
2.6	黄金市场	14
2.7	汇率市场	15
3	股债投资策略	17
3.1	A股投资策略	17
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 2021 年 5 月投资策略报告

1 宏观经济环境

1.1 海外市场

美国疫苗接种持续提速，财政加码货币边际回撤

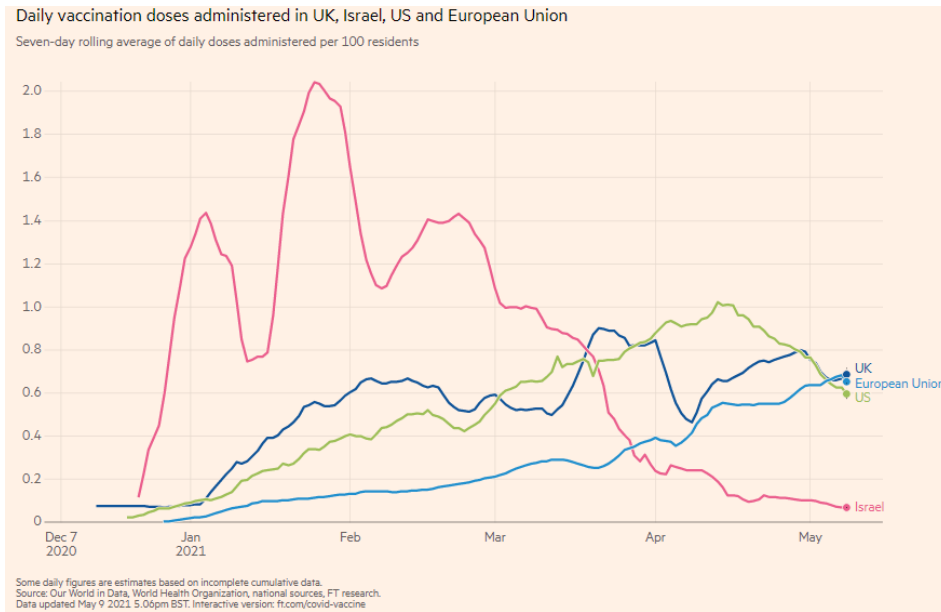
4 月伴随着美债收益率见顶回落，全球金融市场逐渐消化此前收益率快速上行的不利影响，国内外风险资产均呈现明显反弹，大宗商品持续大幅上涨。疫情方面，除印度以外的主要国家均持续改善，欧元区疫苗接种节奏显著加快；美国新一轮财政刺激落地后，美国居民消费景气度继续在高位运行，市场对于经济复苏的前景持续趋于乐观。下一阶段，经济复苏的进度、美联储对待阶段性通胀上行压力的态度将是市场能否继续上行的重要事件。

从宏观经济基本面数据观察，美国的消费、制造业持续转好，呈现强劲的经济复苏势头，但供给瓶颈也逐渐显现，阶段性的通胀上行压力不容忽视。美国 4 月 ISM 制造业 PMI 录得 60.7，虽较前值 64.7 出现一定回落，但整体仍维持在高位；同时，美国 3 月零售销售环比增 9.8%，创去年 5 月以来新高，预期增 5.9%。另一方面，4 月季调后非农就业人口新增 26.6 万人，显著不及预期的新增 97.8 万人，同时 4 月薪资环比增长 0.7%，这显示在线下经济的重启过程中，劳动力市场的供给弹性或差于预期，企业需要用更高薪酬吸引更多劳动力，这将带来更广泛服务业的涨价压力；同时，考虑到重建产能的所需时间，部分行业的中期供需缺口或将持续存在，这将持续支撑商品价格；而房价带动下的房租涨价压力也开始有所体现。欧洲和日本也呈现出改善的态势，其中欧元区 4 月制造业 PMI 报 62.9，较前值继续高位上行。同时，旨在扼制第三波疫情加剧的封锁措施，也让欧元区经济在今年第一季度陷入双底衰退，上月公布的欧元区一季度的 GDP 环比下降 0.6%，去年四季度为萎缩 0.7%；但从高频数据看，欧洲多数国家的疫情已经受控、预计在疫苗接种节奏加快的前提下欧元区也将逐渐迎来经济解封。日本方面，4 月制造业 PMI 报 53.6，也较前值继续上行，这是自 2018 年 2 月以来的最快增长，而 4 月份本财政年度开始时新毕业生的招聘以及订单增加导致的产能需求增加，推动了就业创造速度。

我们认为，拜登政府新一轮的财政刺激法案将继续推进。4 月 29 日，拜登政府宣布了新一轮的财政提案《美国家庭计划》，其中包括支出与征税两部分。支出部分涵盖 3 大领域，计划在 10 年内形成约 1.8 万亿美元的投资和税收减免，其中包括美国家庭和工人减税 8000 亿，公共教育支出 5110 亿，儿童和家庭提供直接帮助 4950 亿；征税方面涵盖了两个主要的个人税种，资本利得税和个人所得税；考虑到这一计划将受到华尔街的强烈抵制，最终提案中的增税幅度预计将相应缩减。征税将在更长时间内进行，这一财政法案整体上仍是扩张性的，但力度将明显小于此前几轮抗疫主题的财政支出。

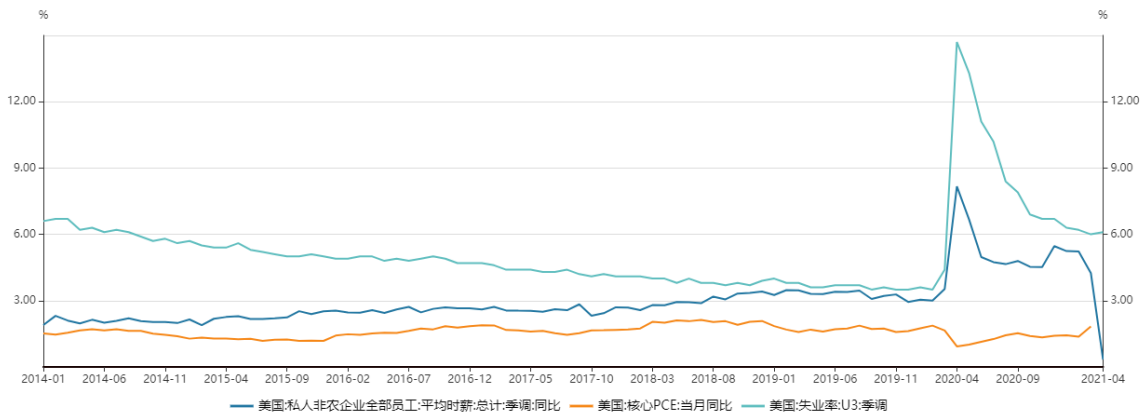
从货币政策而言，需要密切关注美联储对于近期美国通胀数据持续走高的态度。对于短期供需错配导致的通胀压力，美联储此前已经多次表示不会对此作出反应：在理想情景下，随着疫情的完全消退和产业链的依次恢复，这

图：疫苗接种节奏上，欧元区明显加快，开始反超美国



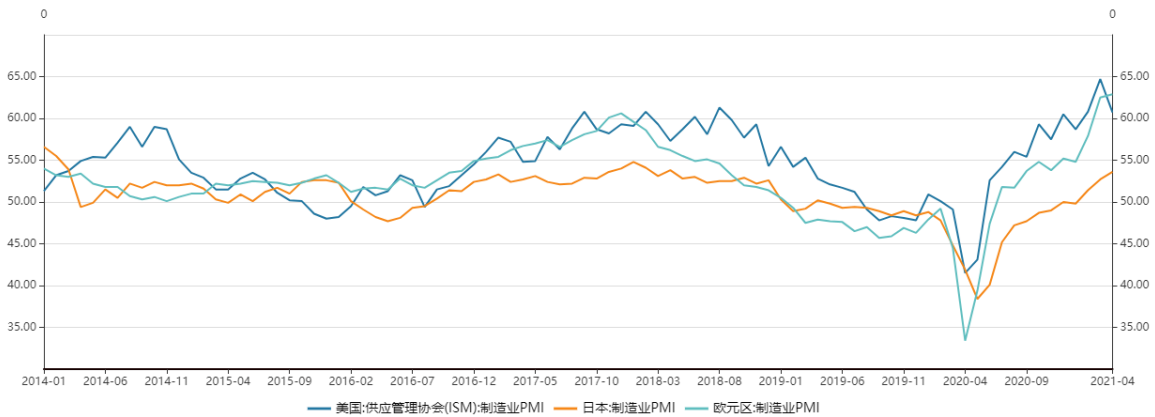
数据来源：TSL

图：2021年4月美国失业率较前值小幅上升，核心PCE较前值回升



数据来源：Wind，招商基金

图：2021年4月伴随疫情影响的逐渐消退，美日欧的制造业PMI仍处于高景气区间



数据来源：Wind，招商基金

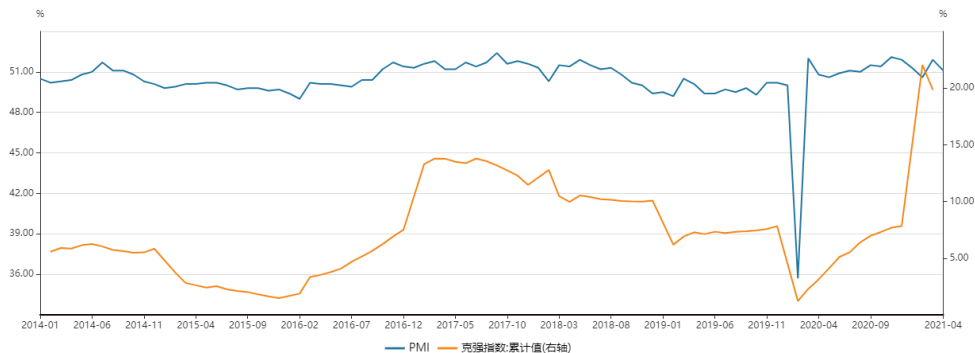
1.2 国内市场

国内：流动性维持紧平衡，经济扩张期未确认结束

国内，央行在公开市场投放量维持紧平衡，但受益于财政支出资金的投放，上月银行间市场整体流动性仍显宽松。需求端地产销售继续维持韧性，土地集中出让下部分城市的地价分化、但多数热点城市的土拍市场热度仍然较好；同时，受益于海外需求的持续上行和去年的低基数，4月出口同比增速进一步走高，预计这一景气状态仍将持续一段时间。在4月政治局会议定调仍以稳为主的背景下，我们认为国内经济仍将处于扩张的中后期，后续仍需密切跟踪通胀压力以及其对货币政策的影响、国内地产销售韧性的维持时间等。

4月官方制造业PMI 51.1%，回落0.8个百分点，但已连续13个月维持在扩张区间，且为历史同期高景气值，整体经济动能仍然较强。4月PMI回落系季节性因素与钢铁限产、芯片短缺、原材料采购周期延长等生产端影响。整体上，制造业需求偏强、成本高企、库存分化，服务业景气度高，建筑业边际弱化。

图：受春节因素影响，国内制造业PMI较上月再度回落，克强指数持续回升



数据来源：Wind，招商基金

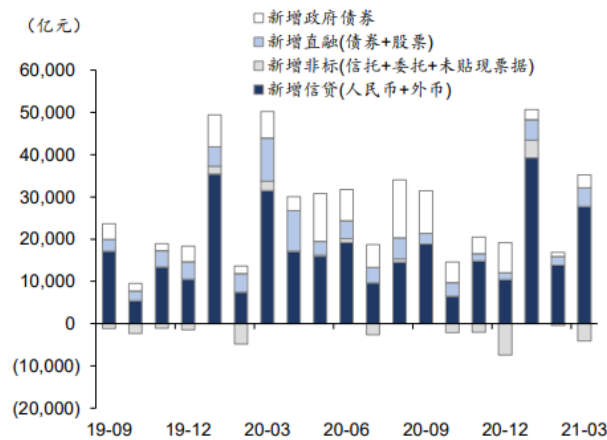
3月的金融数据总量虽有所放缓，但结构显示内生性融资需求仍然强劲，经济的信用扩张周期并未结束。总量上，3月社融规模33400亿元，同比少增18400亿；3月社融同比12.3%，较2月回落1个百分点，剔除政府债的增速11.2%，回落0.9个百分点。从信贷结构看，3月企业中长期贷款新增13300亿元，同比多增3657亿元，中长期占比大幅高于往年同期，预计制造业资本开支强劲、基建贷款投放也有所加快。展望后市，本轮社融回升的拐点虽可能已在去年四季度显现，但鉴于绝对增量强劲、结构转好，对于实体经济的紧缩作用可能暂时有限，后续需要关注政策对于信贷投放的节奏把控以及地方债的发行进度，预计全年社融增速仍在11%左右。

图：从3月数据来看，居民和企业中长期信贷需求继续支撑社融总量超预期，显示实体融资需求仍相对旺盛



数据来源：Wind，招商基金

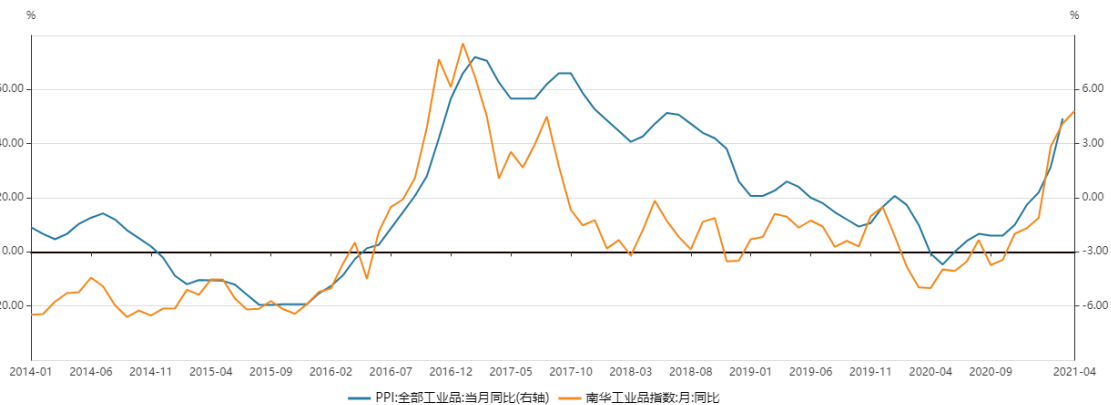
图：从3月数据来看，居民和企业中长期信贷需求继续支撑社融总量超预期，显示实体融资需求仍相对旺盛



数据来源：Wind 资讯、中国债券信息网、招商基金

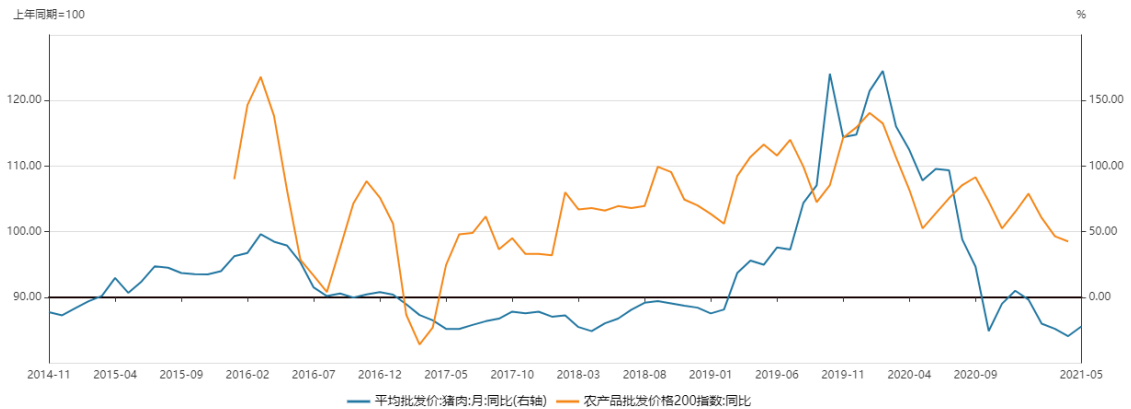
3月整体价格数据显示通胀压力仍在传导过程中，后续需要密切跟踪高频数据。3月CPI同比0.4%，走高0.6个百分点，PPI同比4.4%，走高2.7个百分点。CPI同比转正，其中油价提振和食品拖累都较为明显，但剔除这两项的核心CPI仅小幅回升，显示终端消费尚未有明显过热迹象。PPI方面，美国财政刺激落地、中国节后复产，同时南美等资源国疫情反弹，供需错位，国际大宗商品继续提价并向国内输入，环比涨幅再次扩大。预计在全年需求改善、供给相对偏紧的情况下，大宗商品仍有上涨动力，在低基数因素的助推下PPI或迎来阶段性的陡峭上行。

图：3月PPI同比读数继续上行，预计二季度PPI随经济恢复和大宗价格上行而继续上行



数据来源：Wind，招商基金

图：近期猪价持续走低，农产品整体价格增速趋稳



数据来源：Wind，招商基金

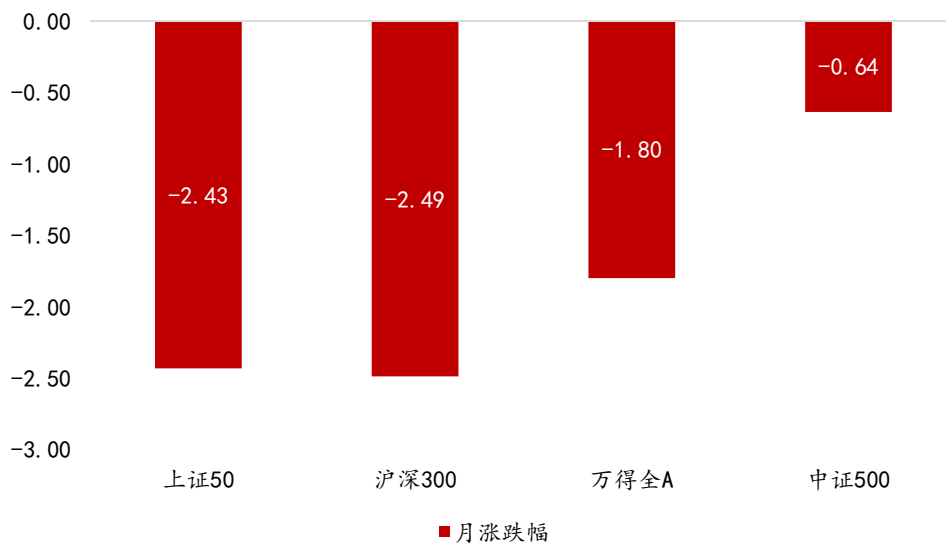
2 大类资产观点

2.1 A 股市场

4 月市场回顾：股市震荡调整，债市有所反弹

市场主跌段结束，转入震荡，但整体情绪仍偏弱；板块表现围绕两条主线进行，其一是上游周期资源品受益于涨价行情，其二是前期机构重仓股均展开不同程度修复。

图：2021 年 4 月主要股指涨跌幅

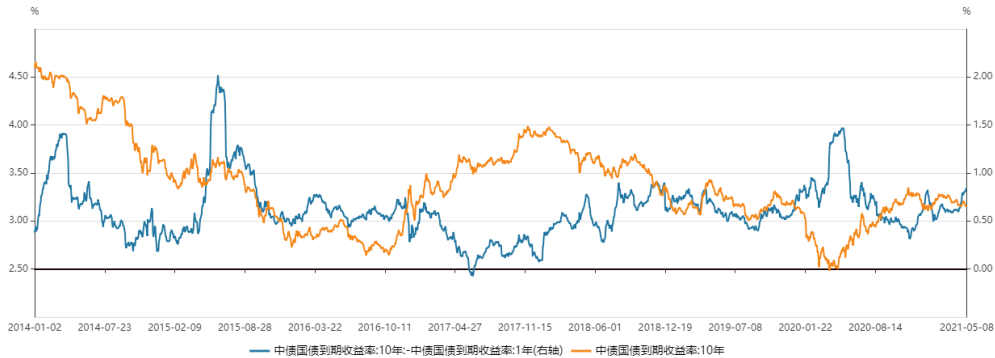


数据来源：Wind，招商基金

2.2 债券市场

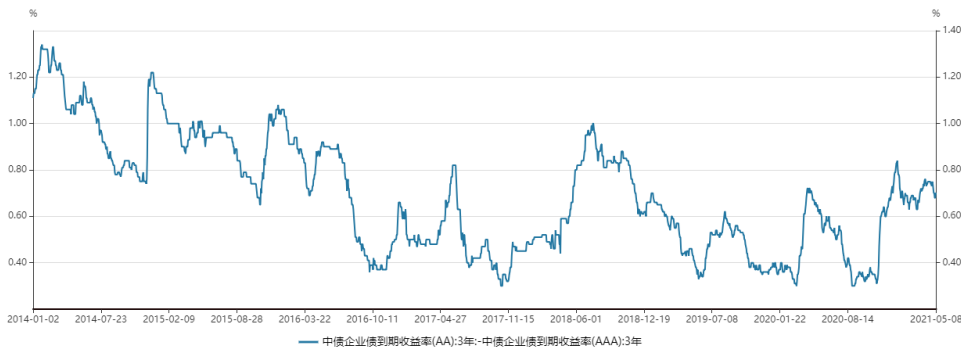
再观债市，4月整体资金面超预期宽松，主因财政资金支出形成自然投放、同时债券供给不及预期所致；4月政治局会议定调政策以稳为主，且未提及大宗商品涨价事宜，也进一步稳定了市场对于货币政策的预期。

图：长端收益率震荡回落，期限利差明显走阔



数据来源：Wind、中国债券信息网、招商基金

图：信用利差从高位回落



数据来源：Wind、中国债券信息网、招商基金

大类资产配置：权益市场仍有结构性机会，债市整体仍待转机

海外，美国新一轮的财政刺激仍在推进过程中，同时伴随疫苗接种的进展顺利，欧美经济有望步入强劲的疫后复苏期，这仍将支撑国内的出口一段时间；短期来看，通胀上行压力暂未对货币政策和流动性形成影响。国内，政治局会议设定的政策基调仍是以稳为主，“不急转弯”，预计国内经济仍处于扩张窗口期；后续需要关注地产三条红线和房贷集中度管理等供给侧措施落地，整体信用扩张周期是否出现明显拐点。

权益市场方面，在前期风险快速释放后我们认为出现系统性风险的概率降低；同时考虑到国内外流动性尚未出现方向性拐点，且全球经济复苏前景良好，市场仍存在结构性的做多机会，但需密切关注国内信用扩张周期的拐点以及通胀上行的压力。整体上，在国内外货币政策暂未出现明确进一步表态前，周期资源类的结构性行情仍可延续。

债券市场方面，预计仍将处于弱势震荡态势。从基本面看，近期的宏观经济数据仍显强劲，显示在内外需改善而政策尚未趋势性收紧之前，债市仍将面临压力。从资金面看，预计央行仍将维持紧平衡，同时适当控制融资供给。信用债方面，鉴于经济持续复苏的背景，可在控制风险敞口的前提下积极寻找部分被市场情绪错杀的品种。

2.3 港股市场

4月恒生指数上涨0.52%，恒生国企指数下降1.78%，在全球主要股指中表现靠后。具体来看，（1）小型股（涨3.96%）表现优于中型股（涨2.88%）和大型股（涨0.41%）；（2）香港本地/外资股（涨2.63%）表现优于中资股（跌2.56%）；（3）行业方面，恒生医疗保健业、原材料业、综合业和非必需性消费业表现较佳，恒生地产建筑业、能源业、必需性消费业表现较差。。

4月，海外方面，美国总统拜登公布新一轮财政刺激计划，包含2.25亿美元基建计划与加税两大部分。美联储主席鲍威尔延续“鸽派”表态，强调还未到讨论收缩QE的时候。欧美经济数据大超预期，经济复苏趋势明确。国内方面，4月经济数据仍在荣枯线上，国内经济向上动能延续。新增社融与新增人民币贷款表现分化，显示国内经济内生增长依然强劲，但社融表外项开始收缩，“结构性紧信用”正开始显现。**在经济复苏叠加流动性总量充裕下，港股市场在4月出现明显反弹。**

1、截止4月30日，恒指PE（TTM）为13.7倍，恒生国指PE（TTM）为14.5倍，较3月底的14.7倍、15.6倍均有所下调。

2、截止4月30日，离岸人民币兑美元汇率本月上涨1.4%，美元兑离岸人民币汇率为6.4742。4月底人民币3个月无本金交割远期汇率与即期汇率的点差为404bp，低于3月底的504bp，显示4月份人民币贬值压力有所下降。

3、资金方面，境内外流动性仍处于总量宽松阶段。截止4月30日恒生AH股溢价指数较3月底有所上升。截至4月30日，AH溢价指数为135.6，高于3月底的134.4。

展望5月，在美联储鸽派言论下，市场对QE缩减提前的担忧放缓，对于通胀预期导致美债上升有所钝化，港股市场将回归以盈利修复为基础的行情。市场反弹后，建议寻找景气度高且业绩确定性高的板块，板块配置上，

（1）全球经济复苏明确，制造业投资有明显修复，关注先进制造业板块。同时，预计海外供给端逐渐修复，将拉动国内中上游原材料和设备出口。（2）高教板块业绩增长确定性高，该板块现金流高度稳定，且可预测性强，继续以内生增长和外延并购双轮并驱的增长逻辑。（3）国内外疫苗接种进程稳健，线下消费场景逐渐打开，关注酒店、餐饮、香港本地零售、博彩等板块。（4）部分优质的新经济公司在此次调整后配置价值凸显。（5）中美关系仍有较大不确定性，可关注回归受益的港股互联网软件板块。

2.4 美股市场

经济基本面强劲

4月份标普500指数上涨4.01%，纳斯达克指数上涨3.58%，道琼斯工业指数上涨2.18%。

标普500预测市盈率为23.0倍，高于1990年以来的3/4分位数。彭博一致预测数据显示，标普500指数2021

年预测 EPS 自进入 4 月份以来持续上升，截至 4 月 30 日，其相比 2020 财年增速为 48.1%，增速明显提升。

纳斯达克综合指数市盈率为 93.85 倍，道琼斯工业指数市盈率为 26.05 倍，分别位于 2003 年以来 99.2% 和 98.6% 分位数。

制造业 PMI 高位放缓。美国 4 月 ISM 制造业 PMI 指数 60.7%，明显低于市场预期 65%，较 3 月 64.7% 回落 4 个百分点，但仍处于历史相对高位。调查企业反映，交货缓慢、基础材料短缺、大宗商品价格上涨、运输困难继续影响制造业所有领域；工人缺勤、零件短缺导致短期停工、以及填补职位空缺困难仍然限制制造业增长潜力。

制造业供需增速回落。4 月份，生产指数回落 5.6 个百分点至 62.5%；新订单指数回落 3.7 个百分点至 64.3%。新出口订单相对平稳，小幅上升 0.4 个百分点至 54.9%。就业指数下降 4.5 个百分点至 55.1%。

供货仍然缓慢。4 月份，供应商交货指数下降 1.6 个百分点至 75%，仍处于相对高位；积压订单上升 0.7 个百分点 68.2%，创历史新高；受港口积压影响，进口指数下滑 4.5 个百分点至 52.2%，为去年下半年以来最低水平。

库存紧张加剧。4 月份，库存指数下降 4.3 个百分点至 46.5%，为疫情以来次低水平（高于 2020 年 8 月 44.8%）；客户库存下降 1.5 个百分点 28.4%，创历史新低。

制造业价格加速上涨。4 月价格指数上升 4 个百分点 89.6%，创 2008 年金融危机以来新高。

美国疫情继续缓解，经济增长动能或将持续。近期美国疫情总体平稳，日均新增病例降至 5 万左右。美国目前 1 剂以上疫苗接种率达到 44.3%，完全接种率达到 31.6%，按照当前日均 240 万剂左右的接种速度，8 月有望达到 75% 的接种率。3、4 月份美国经济受 1.9 万亿美元财政刺激提振较大。美国近期公布 1 季度 GDP 季调环比年化增长率加快至 6.4%，我们预计 2 季度高增长有望持续。

供应链紧张加剧短期通胀上行压力。由于去年同期低基数，4 月份美国通胀同比增速将快速上行。但 4 月底美联储 FOMC 会议宣布维持联邦基金利率 0-0.25% 目标区间不变，且维持每月购买 800 亿美元国债和 400 亿美元 MBS 规模不变；美联储主席鲍威尔在新闻发布会上表示，一次性价格上涨给通胀带来的只是短暂影响。随着经济活动和就业进一步恢复，美联储可能会在下半年开始讨论 QE 减量。

美联储依然维持宽松的货币政策姿态，有利于支撑美股

4 月 FOMC 会议上，美联储依然维持宽松的货币政策姿态和既定的政策方向，声明中除了对经济形势的评估措辞略有改变之外，对货币政策的展望只字未变。在此背景下，市场的反应也是相对平淡的，美股市场小幅回落并收跌，美债利率和美元指数也同样回落，这也表明市场并没有交易对货币政策转向的担忧。

在这一背景市场，市场面临的宏观与政策环境依然是经济增长和企业盈利加速改善、同时政策维持较长时间内宽松的较为舒服的组合。因此，在讨论对资产价格的可能影响路径时，一个核心问题是，在这两者的赛跑中，谁先掉头以及何时可能出现？

一方面，从增长角度看，上半年继续加速。当前 2.3 亿剂的总接种以及每天 300 万剂左右的接种速度基本可以保证美国在夏天前实现群体免疫目标，在此背景下服务性消费和线下需求的修复，结合 1.9 万亿美元财政刺激效果

的释放，都有望推动上半年美国经济和企业盈利继续加速修复，呈现供需两旺的状态，甚至可能继续好于预期。进入下半年，当前政策效力和复工斜率逐步趋缓后，增速可能也会回落，除非基建或内生资本开支意愿大幅超预期。

另一方面，从政策角度，年底可能是政策逐步开始退出的窗口。美联储目前的政策目标将更多优先级放在就业市场的修复而非通胀上，除非因此供给侧的意外导致通胀意外压力。因此，就业市场的修复时间可以作为我们预判未来政策逐步退出的可能窗口。

市场的实际走势还涉及到预期匹配程度的问题。整体来看，当前处于高位的估值与增长和流动性环境依然是大体匹配的，并没有显著偏高。而且近期美股市场再创新高也都是盈利驱动，估值过去一段时间以来都基本持平。不过短期看，在美股再创新高且一季度业绩期逐步结束后（5月中），市场也会拿放大镜去观察一些时间和数据的变化，因此不排除会出现一定波动。

美股历来有“Sell in May”的魔咒。随着一季报落地，季报带来的超预期逐渐淡化，真空期时市场容易出现调整。从数据来看，美国经济目前的二阶导高点已过。美国已经进入了经济扩张的中期阶段，对应历史上就是1994年，2004年以及2011年，这几年股市的涨幅并不是特别突出。美国经济和企业盈利的基本面以及货币政策还是指向美股的牛市。因此总的来说，美股的牛市还是在，只是年内接下来的涨幅大概率将会放缓。短期内市场的盘整态势可能将持续一段时间，以反映政策支持与增长前景间的拉锯，毕竟结构性的高估值也还没有被充分消化。

从目前到5月中旬将是美股一季度的密集披露期，因此盈利将成为市场的主要关注点和驱动力。预计一季度业绩仍将不错表现，进而给市场提供支撑。此外，按照目前的疫苗接种进展和修复路径，美国在上半年有望实现群体免疫；同时1.9万亿美元财政刺激的消费提振和失业补贴也更多集中在上半年释放，因此预计5~6月将是服务性消费、出行等服务性需求、生产复工等快速修复的阶段。

建议在成长和价值风格间相对均衡配置。政策维持相对宽松以及债券收益率下行整体上利好成长股，因此估值回调充分的质优成长股值得关注。板块上，仍然看好汽车、家电和家具家装等，以及受益于服务消费回暖的标的（如旅游和酒店等）。

2.5 原油市场

4月原油市场行情回顾：

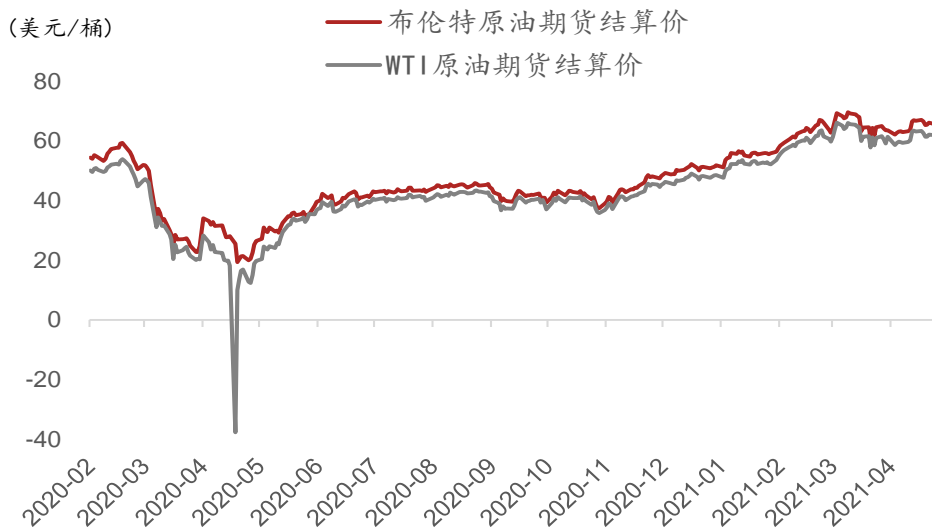
4月国际油价整体震荡上行。截至4月29日，WTI原油期货结算价为65.01美元/桶，较3月底上涨9.9%。4月5日油价下跌4.6%至58.65美元，此后维持58-60美元区间震荡。4月14日油价上涨4.9%至63.15美元，在经历小幅回调后持续上行。

4月上旬油价低位震荡。供给端来看，4月1日OPEC+宣布5月起逐渐增加产量，5月和6月增产35万桶/日，7月增产45万桶/日，同时沙特阿拉伯将逐渐减少自愿性减产数量，5月、6月和7月份别增产25万桶/日、35万桶/日、40万桶/日。受增产影响，4月5日油价下跌4.6%。4月7日，美国宣布将解除对伊朗的部分制裁以重返伊核

协议，伊朗潜在石油出口将增加。需求端来看，新冠疫情反复，4月全球新增病例数量呈上升态势，重回1月初高位水平，巴西和印度等新兴石油需求大国确诊人数创新高，对疫情影响出行和生产需求的担忧情绪上升。

4月中下旬油价回升。全球疫苗接种工作持续推进有利于经济复苏，欧美等主要经济体持续获得大规模财政刺激支持，经济前景向好，因此IMF将2021年和2022年全球GDP增速分别上调至6.0%和4.4%。基于IMF的乐观预期以及世界经济的强劲恢复势头，4月14日IEA将2021年全球石油需求上调至9670万桶/天，较上一次预测增加23万桶/天。受需求预期上调提振，当日油价上涨4.9%。此外，中东地缘局势动荡升级，沙特石油设施遭到也门胡塞武装袭击，进一步支撑油价。

图：布伦特原油和WTI原油期货结算价



数据来源：Wind、招商基金

5月原油市场行情展望：

展望5月，预计油价将继续上行，或再次触及3月68美元的高点。

供给端方面，OPEC+原定于4月28日举行的全体部长级会议不再召开，下一次会议定于6月初，这意味着5月OPEC+将按计划增产，但是增产幅度不大，不会导致油价明显回落；而且小幅增产也反映了OPEC认为疫情复发并不会影响需求恢复的乐观预期。

需求端来看，全球新冠疫苗接种数量持续上升，出行需求逐渐恢复，原油需求前景广阔。虽然疫情时有反复，其中印度尤为严重，但美国已将阿斯利康新冠疫苗的生产供应订单转给印度，允许印度生产逾2000万剂疫苗，并将在5月向印度提供价值逾1亿美元的紧急防疫物资，有助于印度疫情防控。总体来看，全球经济和需求恢复的大趋势可能不会受到太大影响。

2.6 黄金市场

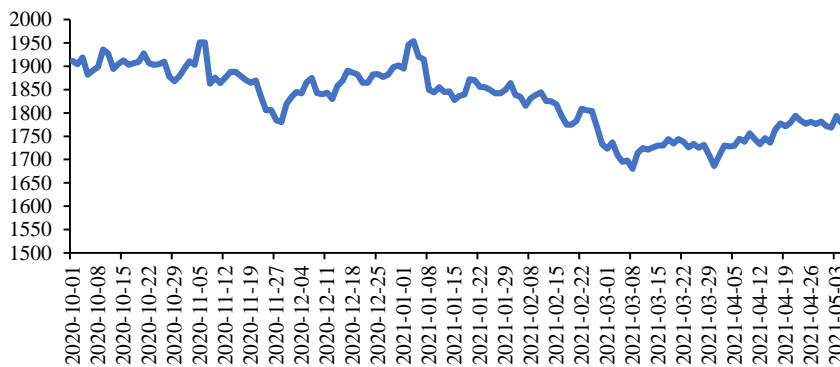
疫苗接种有序推进催动经济复苏强并强化宽松缩量预期，预计黄金价格 5 月下行。

黄金价格在 4 月整体上行，4 月 30 日收盘价为 1768.8 美元，较 3 月 31 日 1708.6 美元的收盘价涨 3.52%。4 月高点于 4 月 21 日收 1794.3 美元，低点于 4 月 2 日收 1728.4 美元。整体来看，4 月金价处于整体震荡、中枢上行的状态。我们认为 2021 年 4 月黄金价格走势主要遵循的逻辑是：

一是海外疫情复发导致经济复苏前景弱化，投资者风险偏好降低，提振黄金等避险资产价格。分国别来看，近期印度疫情恶化是全球每日新增确诊数持续走高的主要原因。4 月以来，印度疫情再次大面积恶化，每日新增确诊数 35 万例，在全球每日新增确诊中占比近 50%。印度疫情大面积恶化主要是印度国内因素所致：一是印度国内出现的双重变异新冠病毒可能加速疫情传播。二是 3-4 月期间是印度地方邦的议会选举，选举宣传以及投票带来的人群集聚加速疫情传播。三是近期恰逢印度朝圣期，人群集聚加速疫情传播，节日后的人员返程也可能持续加速疫情传播。四是疫苗覆盖率过低是疫情蔓延的重要背景。印度当前疫苗注射覆盖率仅 10.3%，其中完成 2 剂注射的仅 1.6%。美国方面，进入 4 月以来疫情再次出现小幅反弹，每日新增确诊（3 日移动平均）再次攀上 70000 例以上。

二是鲍威尔 4 月议息会议鸽派程度略超预期，美债收益率有所回落，金价上行。美联储 4 月议息会议维持政策力度，鲍威尔的鸽派程度略超我们此前预期，认为当前暂时未到开始讨论 Taper 的时候。10 年期美债收益率受此影响小幅下探，3 月 31 日，10 年期美债收益率收于 1.74%，通胀预期为 2.73%，实际利率为-0.63%；4 月 30 日，10 年期美债收益率收于 1.65%，通胀预期为 2.41%，实际利率为-0.76%。金价和实际利率呈现出负相关的关系，实际利率回落导致金价的上升。

图：COMEX 黄金价格指数在 2021 年 4 月上行



数据来源：Wind、招商基金

2021 年 5 月黄金市场展望

我们认为 5 月 Comex 黄金价格将重回下行通道。

核心逻辑在于：一是疫苗注射稳步推进加速经济复苏，市场风险偏好上行，利空黄金等避险资产。印度方面，导致疫情全面复发的短期因素如变异病毒传播、疫苗推进速率不足、朝圣人群返乡等将逐渐缓解，印度将逐渐摆脱疫情冲击。其他多个国家及地区已陆续加强对自印度入境的人口流动管控（如新西兰、中国香港、中国澳门等），

会使印度疫情向其他国家传播的风险有限，各国疫情变化的核心仍取决于本国疫苗注射以及病毒变异情况。除印度外的全球新增确诊数自4月上旬起已见顶回落，如此前疫情持续恶化的巴西、土耳其、法国、德国等国国内疫情都呈现不同程度的边际好转。美国方面，如果病毒不出现大规模变异，根据当前注射速度，美国大概率将于Q2末实现对国内人口约80%的注射覆盖率，届时美国将实现群体免疫的目标使经济复苏加速。

二是市场将持续定价基本面复苏和缩量宽松预期，推升美债收益率上行，利空金价。根据美联储对Taper的两项要求（疫苗覆盖率接近75%；非农就业人数连续数月实现近100万的改善），目前美国疫苗注射进度稳步推进和就业状况超预期改善，当两大必要条件在Q2实现后，我们认为联储可能在Q3对Taper进行明确指引（8月央行大会是较有可能落地的时间点），Q4可能实际落地践行Taper。市场将逐渐定价Taper预期推升实际收益率并利空金价。

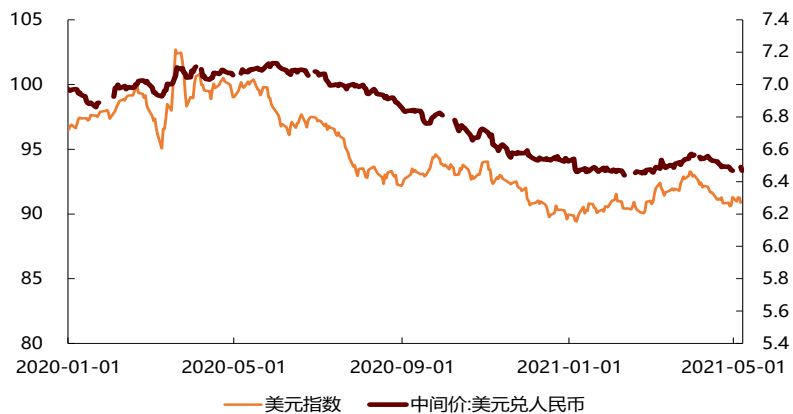
2.7 汇率市场

预计5月份的人民币汇率将呈震荡走势

2021年4月份汇率走势回顾：人民币汇率小幅走强，美元指数小幅走弱。

在2021年4月份，人民币汇率小幅走强，美元指数小幅走弱。人民币汇率的走强与美元指数的走弱存在一定关系。一方面，中国的经济持续较好的表现，给与了人民币汇率比较好的价格支撑。从美国的经济表现情况来看，前期过于强势的PMI指数表现，使得美国国内开始担心经济过热和通胀的风险。因此，对于美元指数而言，近期出现了部分的回落，主要是由于市场预期的转变，意味着市场开始担心通胀和经济过热的风险。

图：2021年4月份，人民币汇率小幅走强，美元指数小幅走弱



数据来源：Wind、招商基金

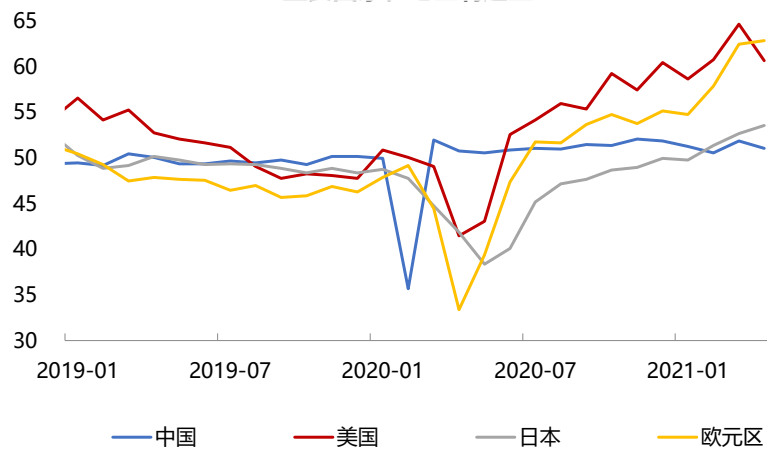
2021年5月份走势展望：预计人民币汇率将呈现震荡走势。

对于2021年5月份的汇率走势展望，预计人民币对美元汇率和美元指数都将呈现震荡走势。主要是基于以下两点的判断：第一，相较于3月份的PMI数据，中国和美国的4月份的PMI数据都有小幅回落。中国4月份的制造业PMI为51.1，相较于3月份的51.9数据小幅回落。美国4月份的制造业PMI为60.7，相较于3月份的64.7

数据回落较多。但考虑到两国的 PMI 数据依旧处于荣枯线以上，预计两国的经济都将处于较好的恢复过程中。第二，从汇率的表现来看，2020 年的年中至今，美元指数已经出现了较大的回落，而人民币兑美元汇率也出现了较大的上升，因此预计短期内人民币继续升值、美元指数继续下降的动能不大。

综上分析，考虑到中美两国在 5 月份的经济将呈现较好的发展，两国对于国内的通胀等问题进行进一步的管理，经济过热的担忧有望得到较好的缓解。因此预计人民币汇率和美元指数在 5 月份将呈现震荡走势。

图：2021 年 4 月，中国的制造业 PMI 为 51.1，美国的制造业 PMI 为 60.9



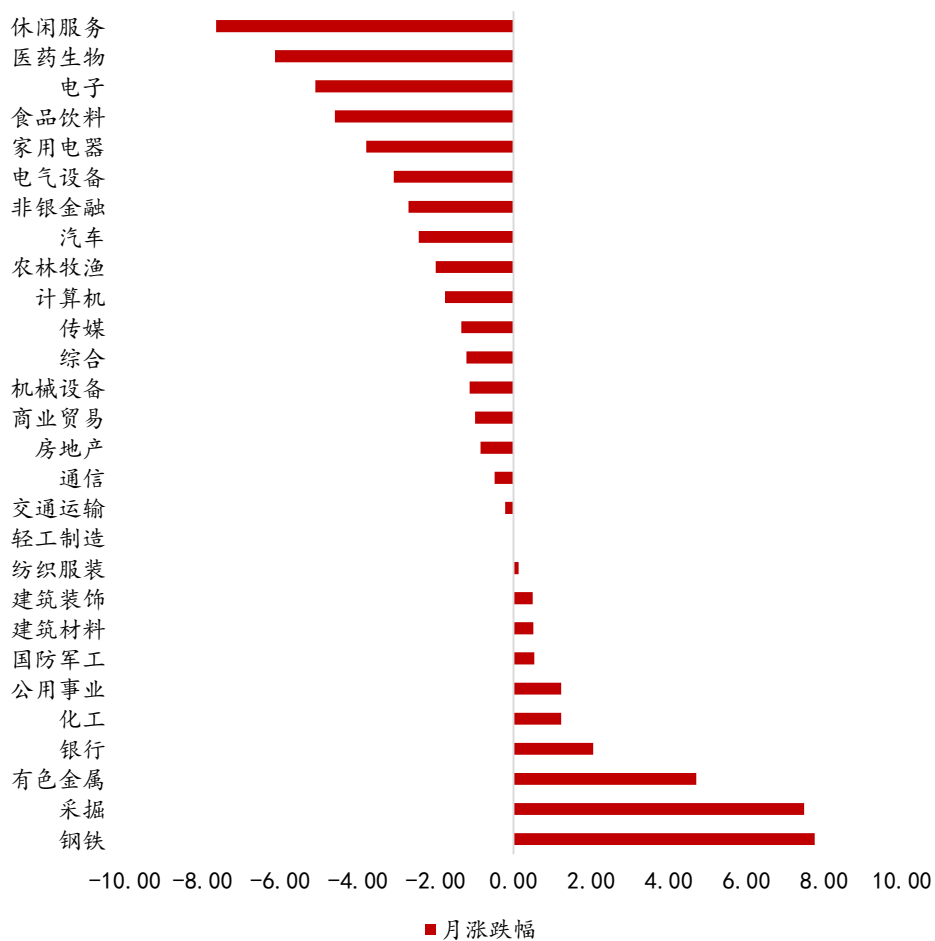
数据来源：Wind、招商基金

3 股债投资策略

3.1 A 股投资策略

4 月市场回顾：指数弱势震荡、板块严重分化，钢铁、采掘和有色表现较好，休闲服务、医药和电子跌幅居前。市场结构上继续呈现明显的风格切换，偏上游周期资源的钢铁、采掘和有色表现较好，但前期跌幅较大的部分抱团品种也出现了可观的反弹幅度；休闲服务、医药和电子跌幅居前。

图：2021 年 4 月行业涨跌幅（%）



数据来源：Wind、招商基金

A 股走向判断：大势不悲观，结构上流动性驱动弱化、更强调盈利和估值的匹配度

我们认为，部分泡沫化板块的风险快速释放之后，指数整体的下行风险已经不大，考虑到国内外流动性尚未出现方向性拐点，且全球经济复苏前景良好，市场仍存在结构性的做多机会，但需密切关注国内信用扩张周期的拐点。海外，在疫情完全恢复之前，美联储仍将维持流动性宽松，近期美债利率虽有所回落、但随着经济持续恢复，美债利率上行仍是大方向，需密切跟踪通胀压力。从当前的估值水平看，截至 5 月 7 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 52%、51%、11%分位水平。

图：主要 A 股指数估值水平

主要指数	2021/5/7	最大值	最小值	中位数	当前估值所处历史的百分位 (2005年以来)													
					百分位	10%	20%	30%	40%	50%	60%	70%	80%	90%	100%			
绝对估值PE(TTM)	WIND全A	19.3	58.2	11.5	19.8	46%						√						
	WIND全A (剔除金融石油石化)	30.9	76.2	13.8	29.9	52%							√					
	上证综指(剔除银行)-中位数	21.8	66.3	16.0	27.9	12%		√										
	上证50	11.7	48.5	6.9	11.4	53%											√	
	沪深300	13.7	51.1	8.0	13.6	51%											√	
	中证500	24.4	92.8	16.0	32.6	11%		√										
	中小板100指数	29.8	67.7	14.5	32.2	38%					√							
	创业板100指数	55.1	137.9	27.0	52.3	59%											√	
	中小板综合	33.6	96.7	15.9	41.8	25%				√								
	创业板综合	69.8	174.9	28.1	61.7	62%												√

数据来源：Wind 资讯、申万宏源、招商基金

结构选择：关注低估值顺周期主线以及中盘优质股的修复机会

在结构上, 估值体系的修正将体现为确定性溢价和赛道权重的下降、当期业绩的权重上升, 核心品种迎来分化, 而偏中上游周期及金融地产将获得资金阶段性配置, 后期关注的路标主要为国内信用扩张周期的拐点。建议抓住调整时机坚定配置向再通胀主题及低估值板块; 同时在整体系统性风险不大的背景下, 寻找自下而上逻辑主导、估值合理的绩优成长股, 部分增速优于估值的优质中小市值成长股已经具备中期布局价值。

铜：需求端得益于 COVID 风险降低以及财政刺激, 使得周期性的需求复苏得以持续。看中长期, 电动汽车和相关的充电电网将成为与绿色基础设施相关的铜需求的重要来源。供给端, 新绿地矿开发需 5-10 年时间, 供给将持续偏紧。

银行：宏观经济仍处于修复通道, 银行面临的利润指导压力降低, 明年报表利润有望迎来增长, 当前估值处于历史低位, 部分银行业绩增速和盈利改善预期强, 结构性品种的机会较多。

3.2 债券投资策略

3.2.1 利率产品

市场回顾

2021 年 4 月, 债券市场走势为窄幅震荡, 收益率小幅下行后再度回升。资金面全月偏宽松, R001 和 R007 月度平均值, 国股存单 6M 和 1 年期收益率继续小幅下行。主要受资金面宽松影响, 利率债迎来一小波牛市。4 月债市整体期限利差走阔, 信用利差各期限有增有减。

利率债方面, 4 月债券市场整体继续走强。利率方面, 1 年国债全月下行 21.8bp 收于 2.36%; 5 年国债下行 2.21bp 收于 2.96%; 10 年国债下行 2.47bp 收于 3.16%; 5 年国开下行 8bp 收于 3.28%, 10 年国开下行 2.66bp 收于 3.54%, 市场整体走强, 期限利差走扩。信用债方面, 整体收益率呈下行趋势, AA+和 AA 评级品种收益率下行更大。公开市场操作方面, 4 月央行公开市场操作净投放 739 亿 (含国库现金), MLF 小幅缩量续作 (含 TMLF)。

基本面方面, 4 月高频数据上生产走弱, 购房需求高位维持, 大宗商品价格上涨。生产方面, 全国高炉开工率环比持平 3 月, PTA 负荷率、地炼开工率、钢胎开工率小幅回落。需求方面, 4 月 30 大中城房地产成交面积仍处在历年来高位水平。4 月已公布的周度汽车零售和厂商批发销量不差。南华工业品、CRB 指数全月回升, 大宗商品螺纹钢、有色、煤炭、建材等均上涨。已经公布的景气指数显示 4 月经济运行仍均保持在扩张区间, 但力度有所减弱。4 月官方制造业 PMI 为 51.1, 前值 51.9。产需两端扩张有所放缓。生产指数和新订单指数分别为 52.2%和

52.0%，低于上月 1.7 和 1.6 个百分点。进出口指数保持在扩张区间。新出口订单指数和进口指数分别为 50.4% 和 50.6%，低于上月 0.8 和 0.5 个百分点。主要原材料购进价格指数和出厂价格指数分别为 66.9% 和 57.3%，均低于上月 2.5 个百分点，仍为近年较高水平。

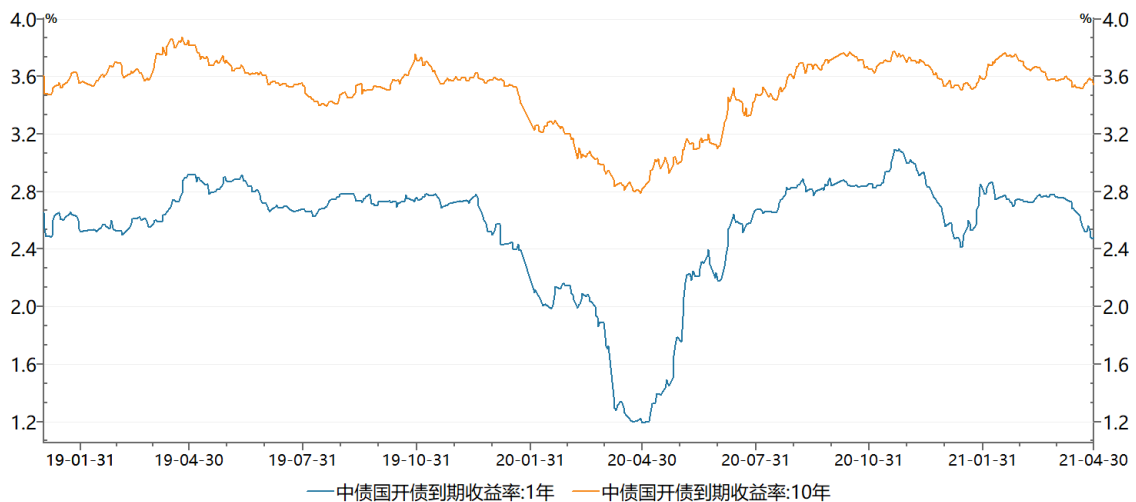
资金面上，4 月资金面维持了 3 月的宽松局面。1 月 R001 月均值下行 3bp，R007 月均值下行 6BP 至 2.14%，3M SHIBOR 月均值下行 12bp 至 2.60%。

政策面上，中央政治局会议对经济定调为“要辩证看待一季度经济数据，当前经济恢复不均衡、基础不稳固”。

市场展望，短期来看资金面利好或在 5 月仍可持续，但债市收益率下行空间或较为有限。中长期来看，诸多宏观指标显现了高位回落的态势，如社融、出口、生产等，但部分宏观指标仍在恢复中，大宗商品上涨可能使得价格指标在年内走向更高。债市技术指标指向债市尚未在债熊极端水平，中期视角震荡在所难免。政治局会议对宏观经济的定调或使得上半年资金面都处在一个较宽松的状态，这有利于经济增速回归到更高水平，也或使得下半年通胀的压力更大，并引发市场收紧货币的担忧，从而不利于债券市场。

投资策略：整体来看，目前情绪对债市有利，但主要仍是资金面带来的。建议保持对债市的资金拆借量、隔夜占比、机构杠杆率水平的关注，如果上述指标继续攀升，可能引发资金面的收紧，此时将及时调整为防御状态降低久期和杠杆，但在此之前可以中性策略持有为主；配置型资金维持久期和杠杆，重视票息，配置节奏可以放缓；对前期上涨较多甚至因此而流动性改善的品种（如银行永续）更应谨慎；杠杆水平视配置资产而定，配置资产与资金利率需维持在足够的水平，如杠杆后收益进一步减少则需适当降低杠杆水平。

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

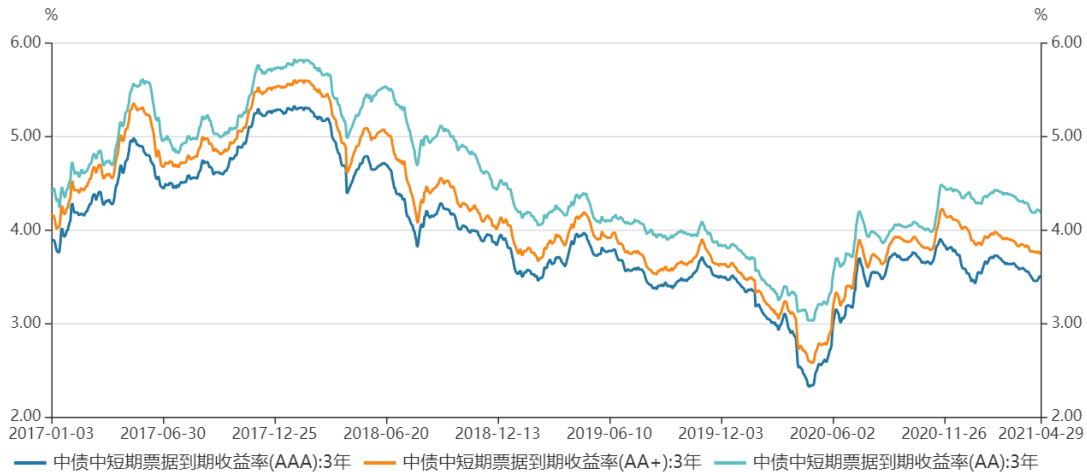
3.2.2 信用产品

企业债/公司债/中期票据

一级市场方面，今年 4 月全市场信用债发行走势基本符合历史上的季节性特征，其中毛发行 13462 亿元，净发行 2545 亿元，毛发行处于近五年相对高位、仅次于去年，但受 4 月到期量较大影响，净发行仅处于近五年较低水平，其中 4 月公司债、企业债及中票合计发行金额为 7436 亿元，净融资额 2088 亿元，反映出长债融资仍偏弱。

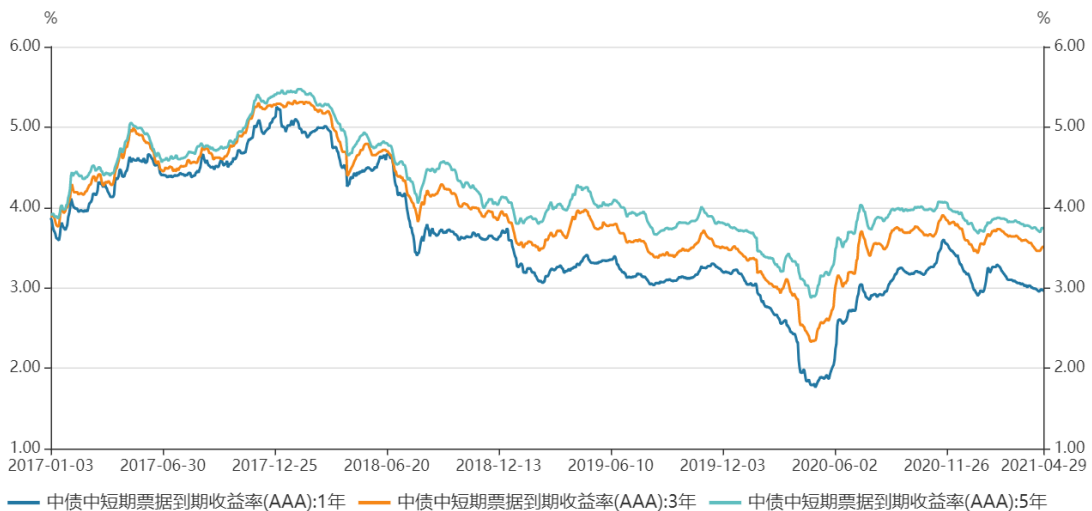
二级市场方面，债市收益率受节后股市大跌、美债收益率提升和通胀预期影响在 2 月份略有上行，由于通胀预期推升长端利率以及资金面相对宽松保证短端利率平稳，整体期限利差呈走阔态势，以 AAA 级中短期票据为例，4 月 5 年中短期票据收益率下行 2bp，3 年中短期票据收益率下行 9bp，其中中高等级受到市场追捧，1 年中短期票据收益率下行 6bp。从信用利差来看，短端信用利差主要受资金面偏宽松、短端利率债下行较多的驱动而被动走阔 10-15 BP，在历史 15%分位以下，3y 中高等级受到市场追捧，信用利差持续降至历史 1/4 分位以下。

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

图：AAA 等级各期限中短期票据到期收益率走势



数据来源：Wind 资讯、中国债券信息网、招商基金

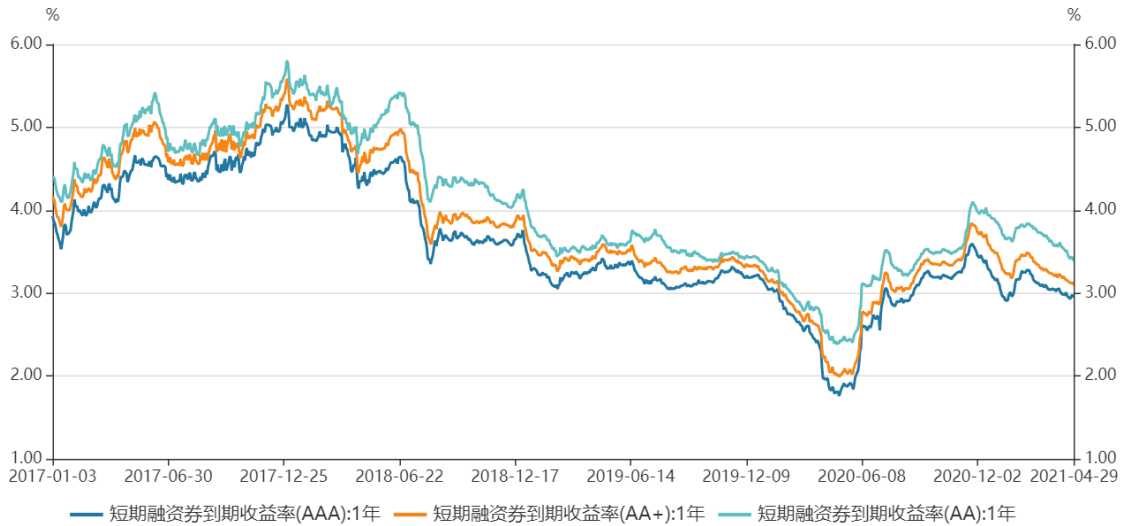
短期融资券

一级市场方面，今年 4 月短期融资券总发行量为 5237 亿元，净融资为 339 亿元，环比分别下降 1053 亿和 1579 亿，可以看到短融毛发行量位于历史同期较高水平，但受去年疫情期间大量优质央企发短融套利的影响，今年 4 月短债到期量为近五年最高水平，因此全月来看短融净发行量并不高。

二级市场方面，4 月短融收益率整体呈下行趋势，且等级利差小幅收窄，其中 AAA 短融收益率下行 9bp，AA+短

融收益率下行 11bp，AA 短融收益率下行 17bp。目前 1 年各等级信用利差均处于历史 30%分位以下，短端性价比不高，其中 1yAA 品种已经下行至永煤违约之前的水平，反映出在资产荒愈演愈烈的背景下部分机构开始在短久期品种上进行资质下沉。

图：1 年期各等级短期融资券收益率走势



数据来源：Wind 资讯、中国债券信息网、招商基金

整体而言，近一个月信用债收益率跟随利率债被动持续单边下行走势，但当前市场在通胀预期抬升、疫苗大规模接种及企业信用环境边际收紧等诸多逻辑叠加下，**后续走势仍存在分歧，2021 年 5 月信用债投资仍以严控信用风险为前提，坚持票息策略，努力增厚基金收益。**

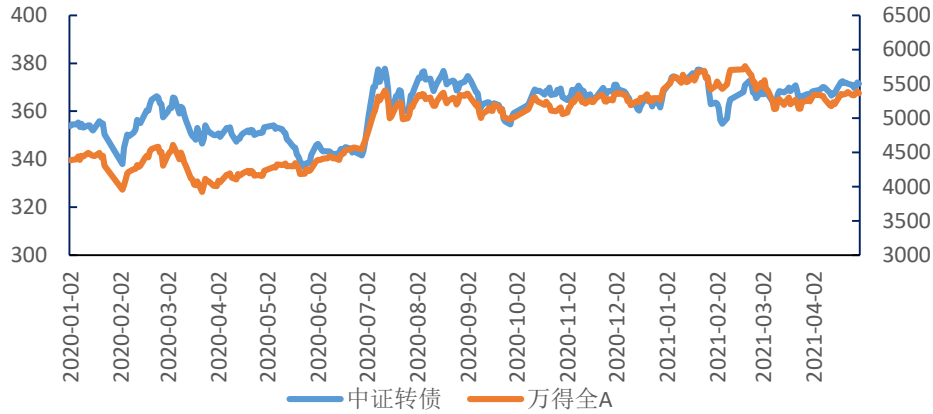
3.2.3 可转债

4 月份转债市场跟随 A 股市场小幅上涨，截止到 4 月 30 日，万得全 A 上涨 2.23%，中证转债上涨 1.25%，转债市场表现不及股票市场。在二、三月权益市场高位明显回调之后，本月市场对前期高估值、通胀的负面影响已经钝化，在缺少增量利空，以及部分资金尝试抄底的背景下，权益市场呈现震荡小幅上涨走势。本月涨幅居前的行业为钢铁、煤炭、医药和电子，个股主要集中在顺周期和前期抱团标的。本月转债估值小幅回调是转债市场表现不及股票市场的主要原因，转股溢价率从月初 28.9%下降到 27.6%。转股溢价率下降的原因第一是前期权益市场快速下跌时，转股溢价率被动走扩，近期处于消化前期走阔转股溢价率部分；第二是 4 月份处于转债供给大月，多只大盘转债上市，性价比较高的新券被动压缩老券估值。

展望后市，在正股层面，市场缺乏明确主线，对利多与利空都逐渐钝化。随着一季报披露完毕，一季度企业盈利整体超预期已经被定价。市场担忧主要集中在未来流动性是否会进一步收紧，但从正股估值层面前期已经有所反应，且在疫情回升背景下全球利率短期上行趋势仍存在较大不确定性。**短期内资金多以观望为主，难有大开大合，仍维持震荡走势或是大概率事件。在转股溢价率层面，短期在货币政策中性化、权益市场震荡行情下很难**

有明显趋势性变化。前期转债供给高峰已过，5月转债供给较少，短期内转股溢价率小幅向上概率大于向下。建议仍以自下而上择券为主，建议高价弹性转债和中低价配置型转债均衡配置。

图：转债市场回顾



数据来源：Wind 资讯

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。以上投资观点及思路仅为根据当前市场情况判断做出，未来可能发生变化改变。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》《招募说明书》《产品资料概要》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、复制或有意篡改。