



招商基金投资策略报告

2021年8月



长期 | 价值 | 责任

目 录

1	宏观经济环境	3
1.1	海外市场	3
1.2	国内市场	4
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	11
2.5	原油市场	14
2.6	黄金市场	16
2.7	汇率市场	17
3	股债投资策略	19
3.1	A股投资策略	19
3.2	债券投资策略	20
3.2.1	利率产品	20
3.2.2	信用产品	21
3.2.3	可转债	23

招商基金 2021 年 8 月投资策略报告

1 宏观经济环境

1.1 海外市场

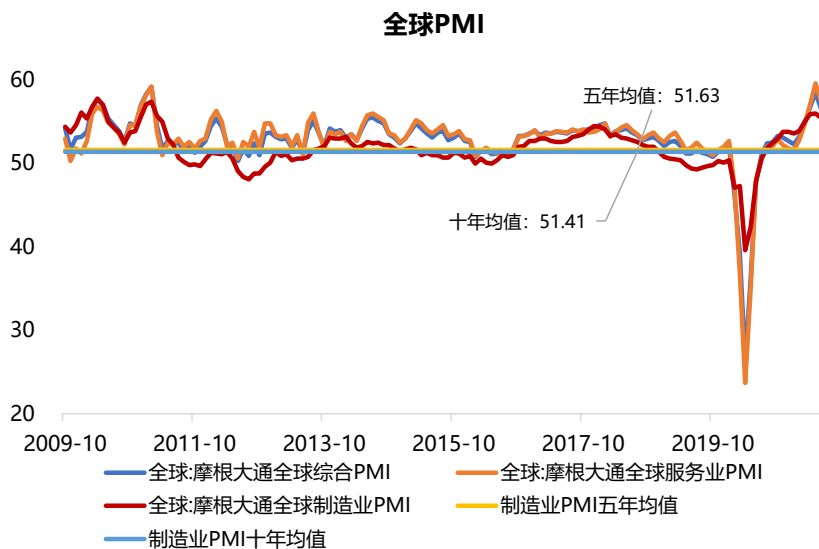
当前海外市场整体情况是：经济处于逐渐恢复的过程中，政策的延续支持经济恢复，预计企业的盈利将会受益于经济的恢复。主要有以下三点支持我们的判断：

首先，从全球的 PMI 指标来看，目前的全球 PMI 处于荣枯线之上，远高于近 5 年来的平均水平。制造业和非制造业的 PMI 均处于较高的区间范围内。较高的 PMI 指数，显示了目前的全球的经济依旧处于较高景气度的区间内。

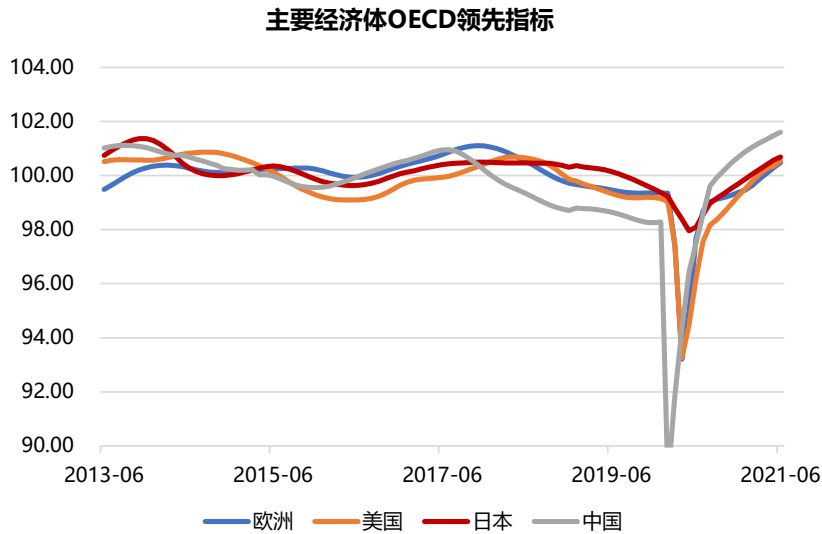
其次，OECD 经济领先指数也显示了全球经济向好的这一情况。OECD 经济领先指数相对于经济发展情况有一定的领先效应。欧洲、美国、日本和中国的 OECD 领先指标均处于 100 以上，显示了这 4 个全球主要经济体较好的经济发展情况。

最后来看海外市场的流动性情况，当前海外市场的流动性依旧较为宽松。我们以 10 年期的美国国债收益率为例，当前美国国债收益率仍处于一个较低的位置，可见当前海外市场的流动性依旧处于一个相对宽松的货币环境内，利好于资本市场的表现。

图：全球 PMI 情况

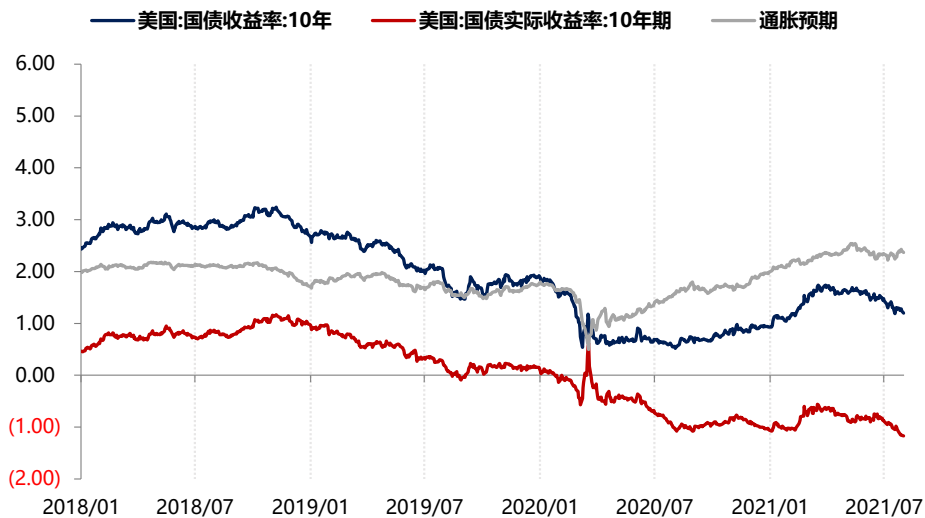


图：主要经济体的 OECD 领先指标情况



数据来源：Wind，招商基金

图：美国国债收益率情况



数据来源：Wind、中金公司、招商基金

1.2 国内市场

国内：经济近期呈现持续小幅走弱迹象，结构依然分化，货币整体依然维持偏宽松

经济近期有持续小幅走弱迹象；从流动性情况来看，短端货币市场资金面维持宽松，投向实体的信用增速在大幅下滑后有企稳迹象，企业中长期贷款增速依然维持在相对高位。

制造业 PMI 数值从二季度见顶以来持续回落至 50.4，但目前仍维持在荣枯线以上。从需求结构上看，上半年的地产投资增长韧性依然较为强劲，虽然边际略有走弱，估计有价格因素和土地购置费的影响，但从新开工、施工、竣工和拿地来看环比依然改善、表现较强；基建投资相较经济总量依然偏弱、体现了经济修复环境下政策托底必要性下降；另外，出口增速也继续保持强韧；但同时我们看到，消费和制造业投资虽然边际恢复、却依然低于疫情前

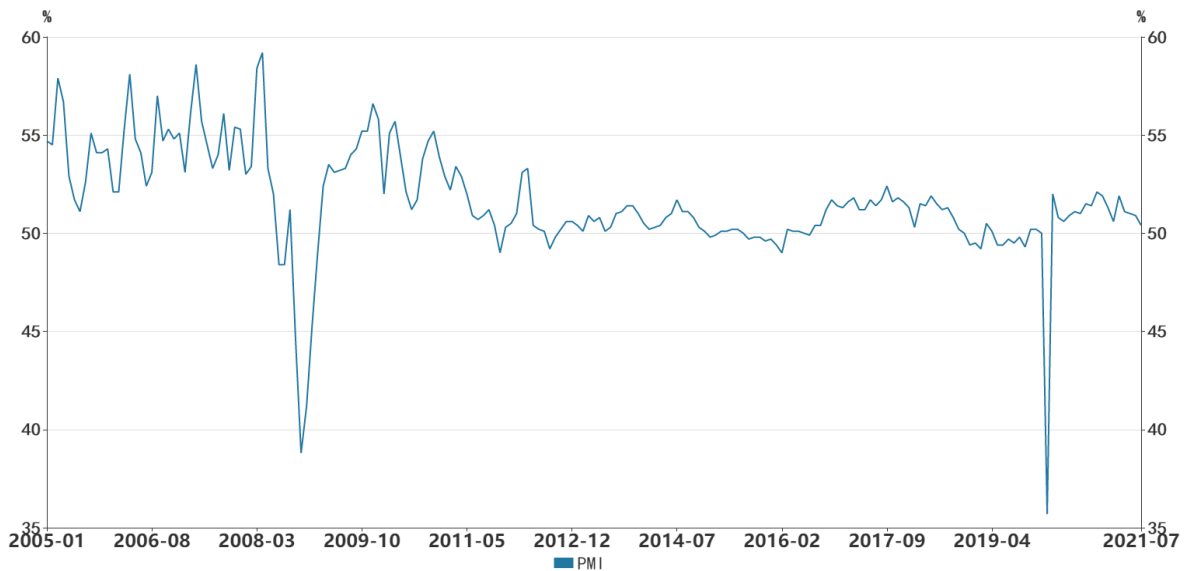
的状况。总体来看，目前经济仍处于较去年修复中、但短期有持续小幅走弱迹象的状态，且经济结构依然不够均衡。

表：6月经济增速

指标名称	2017年12月	2018年12月	2019年12月	2020年3月	2020年6月	2020年9月	2020年12月	2021年3月	2021年4月	2021年5月	2021年6月	4月两年CAGR	5月两年CAGR	6月两年CAGR
固定资产投资完成额:累计同比	7.2	5.9	5.4	-16.1	-3.1	0.8	2.9	25.6	19.9	15.4	12.6	3.7	4	4.5
房地产开发投资完成额:累计同比	7	9.5	9.9	-7.7	1.9	5.6	7	25.6	21.6	18.3	15	8.4	8.6	8.3
基础设施建设投资:累计同比	14.9	1.8	3.3	-16.4	-0.1	2.4	3.4	26.8	16.9	10.4	7.15	3.3	3.3	3.5
制造业投资:累计同比	4.8	9.5	3.1	-25.2	-11.7	-6.5	-2.2	29.8	23.8	20.4	19.2	0.3	1.3	2.6

数据来源：Wind，招商基金

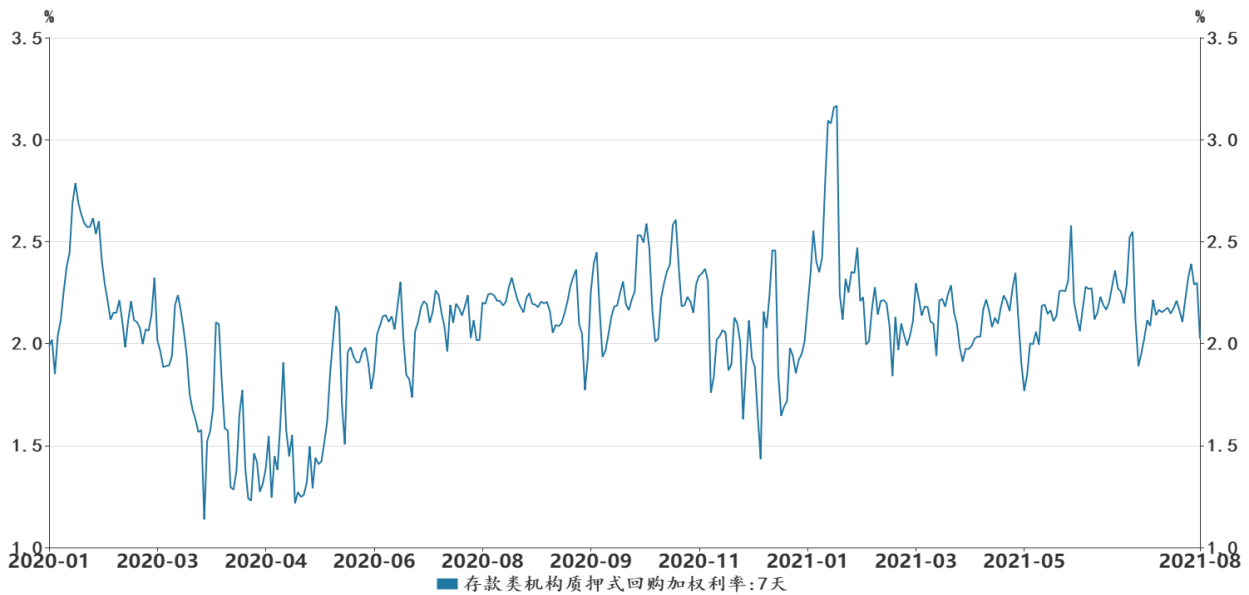
图：制造业 PMI 二季度以来持续回落，目前整体依然处于荣枯线以上



数据来源：Wind，招商基金

流动性方面，目前依然维持平稳。在去年 11 月永煤事件后出现了短暂的流动性宽松，并在春节前出现短暂的流动性紧张后，今年 2 月以来，以 DR007 为代表的短端流动性总体一直保持平稳，且波动率较小，体现了央行在经济结构不均衡状态下的呵护心态。

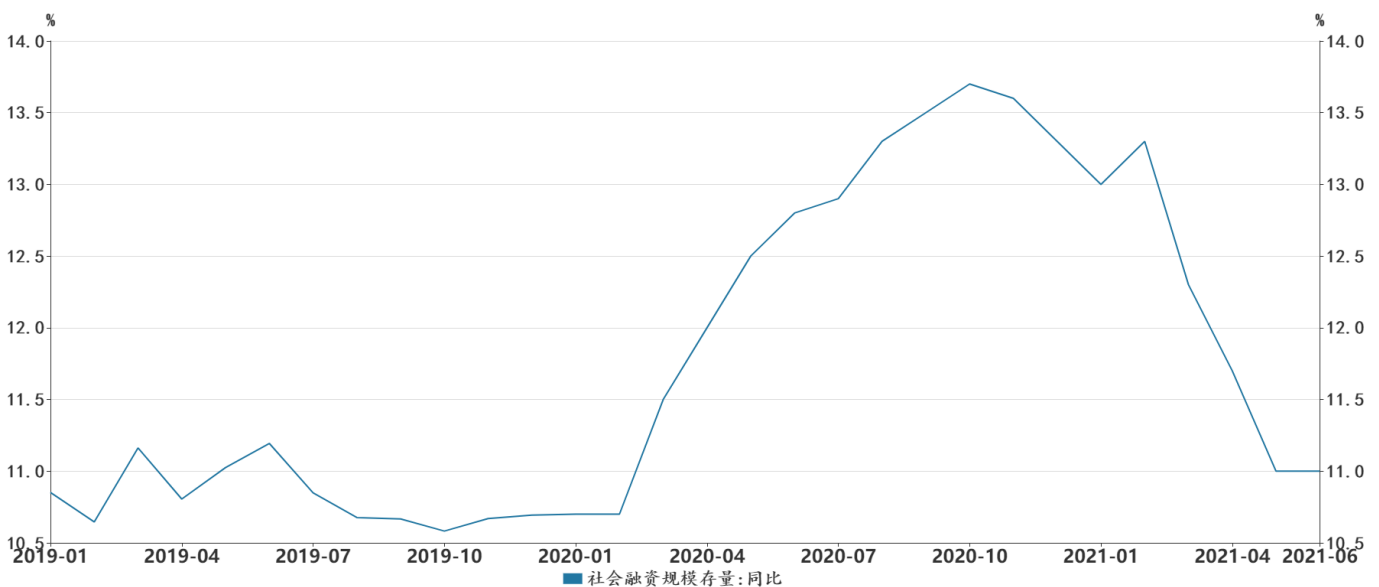
图：DR007 自 2 月以来中枢平稳，波动率较小



数据来源：Wind，招商基金

从投向实体经济的流动性角度看，代表性指标社融存量经历了几个月回落后企稳。此前社融存量同比增速在 2020 年 10 月份见高点后快速回落，但目前有企稳迹象。实际上，考虑到投向实体的信用并不一定在当期使用出去，我们认为两年的年化增速更能反映社融对实体经济的支持力度。以每月对应的 2 年复合增速来看，实际上社融增速自今年 2 月份才开始回落，且下行幅度明显温和，且 6 月份企稳回升。并且，从社融和信贷结构来看，挂钩企业投资的中长期融资项依然保持强势，说明信用对于实体经济的支持力度仍较强。

图：社融存量同比经历连续小幅下滑后企稳



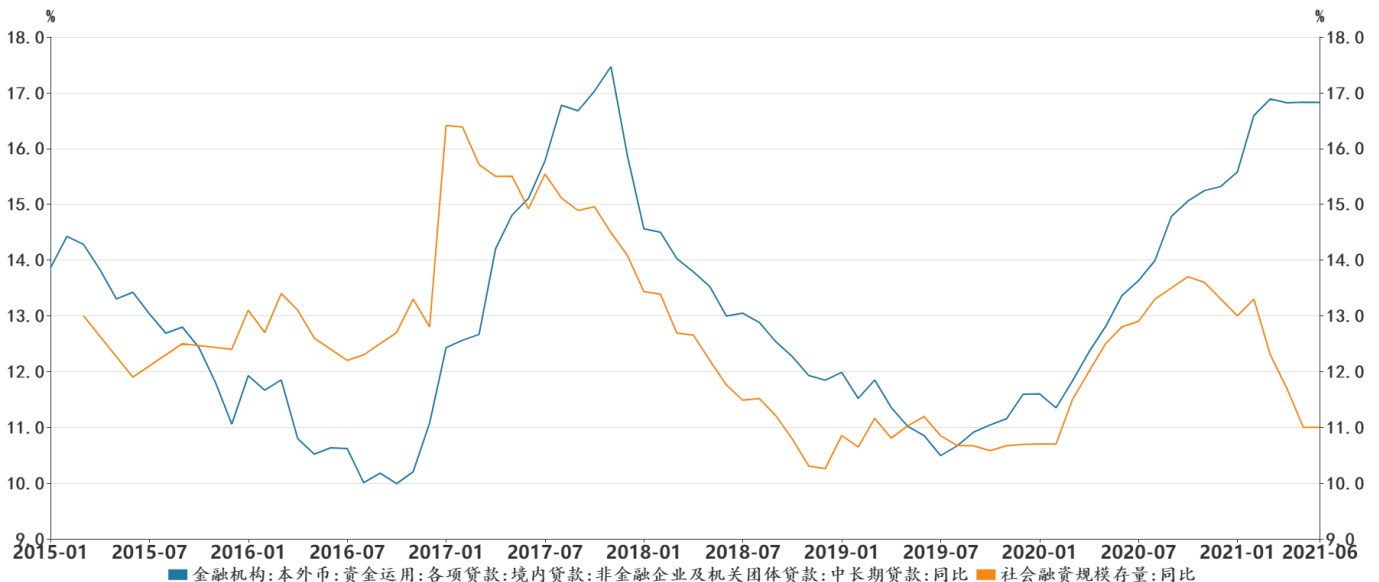
数据来源：Wind、招商基金

图：社融存量同比增速在连续小幅下滑后企稳

指标名称	社会融资规模存量： 同比	社融存量 2 年 CAGR
2020 年 1 月	10.7	
2020 年 2 月	10.7	
2020 年 3 月	11.5	
2020 年 4 月	12	
2020 年 5 月	12.5	
2020 年 6 月	12.8	
2020 年 7 月	12.9	
2020 年 8 月	13.3	
2020 年 9 月	13.5	
2020 年 10 月	13.7	
2020 年 11 月	13.6	
2020 年 12 月	13.3	
2021 年 1 月	13	11.84
2021 年 2 月	13.3	11.99
2021 年 3 月	12.3	11.9
2021 年 4 月	11.7	11.85
2021 年 5 月	11	11.75
2021 年 6 月	11	11.89

数据来源：Wind，招商基金

图：企业中长期贷款整体依然维持在较高平台

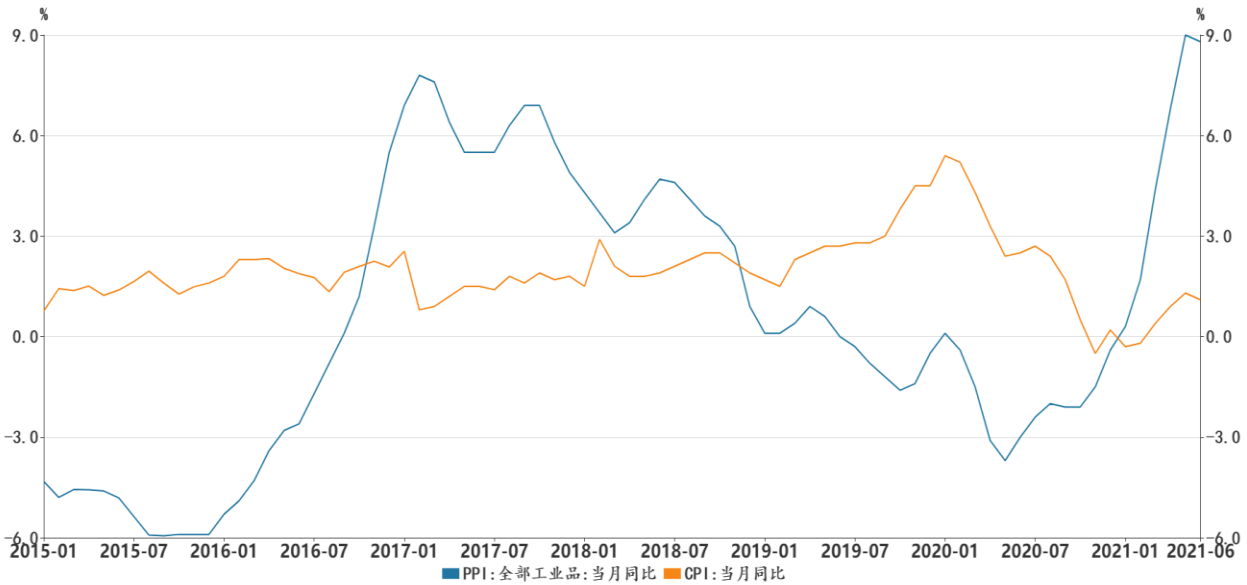


数据来源：Wind，招商基金

通胀方面，6 月份 PPI 同比虽然略有收窄，但是依然保持在高位，维持了今年上半年此前的强势。今年上半年 PPI 的强势一方面由于此前基数较低，另一方面由黑色系有色系商品的供需偏紧造成。政策当前已经持续引导保供

稳价，但考虑到目前整体偏紧的供需格局依然存在，关注今年后续 9 月或 10 月份附近再次见到 PPI 同比的第二个高点的可能性。CPI 目前依然在正常区间内，中性情况下年内不会超过 3% 的上限。

图：6 月 PPI 依然在高位，CPI 仍保持在正常区间



数据来源：Wind，招商基金

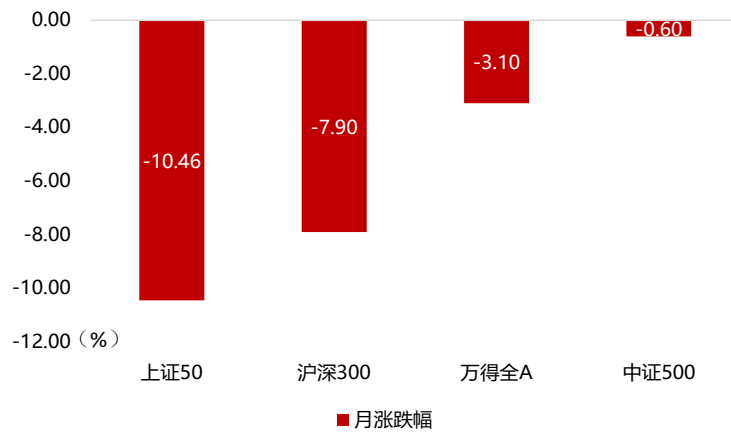
2 大类资产观点

2.1 A 股市场

7 月份 A 股市场回顾：市场小幅下跌，市场依旧具备投资价值。

在 2021 年 7 月份，A 股股票市场呈现小幅下跌的态势。从具体的表现来看，小盘股的表现优于大盘股，下跌幅度相对较少。在 7 月份，中证 500 下跌 0.60%，沪深 300 下跌 7.90%。从市场表现来看，7 月底市场出现的避险情绪是导致市场下跌的主要原因。在 7 月底，市场出现了大幅的波动，但在短期的快速回调后，市场迅速得到了修复。可见，当前的市场依旧具备投资价值。从市盈率的情况来看，以上证指数为例，当前上证指数的市盈率处于 2015 年至今的合理区间范围内。市场的估值没有出现明显的高估，也就意味着市场的估值大幅下杀的可能性较小。在合理市盈率的前提条件下，叠加经济恢复带来的公司盈利能力的提升，当前的 A 股市场依旧具备投资价值。

图：2021年7月份主要股指涨跌幅



数据来源：Wind，招商基金

图：上证指数市盈率情况

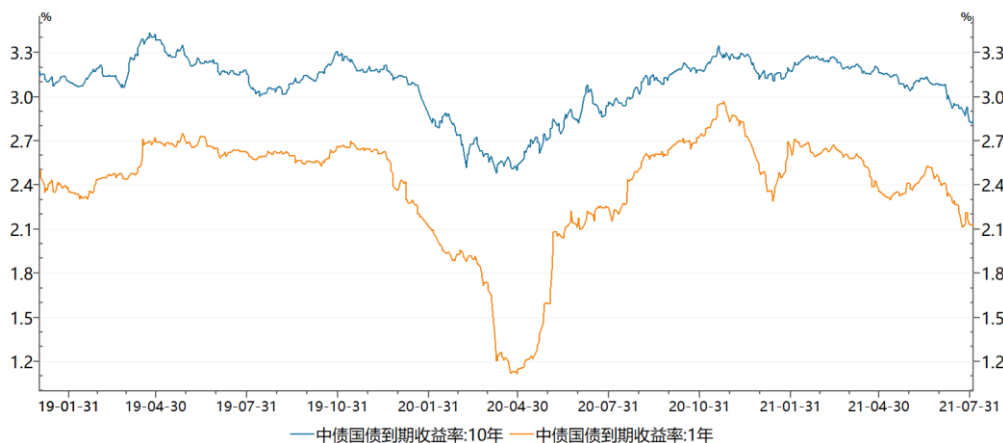


数据来源：Wind，招商基金

2.2 债券市场

2021年7月，债券市场走势为单边走强。资金面全月转宽松，R001和R007月度平均值较上月回落，国股存单6M和1年期收益率下行。7月债市整体期限利差走平，信用利差各期限基本呈下行趋势。

图：中债国债到期收益率走势图



数据来源：Wind、中国债券信息网、招商基金

市场展望，短期来看，南京、张家界等多地疫情刺激债市做多情绪，但政治局会议的精神对下半年影响更大。上半年国债和地方债发行进度偏慢，但在7月底政治局会议中明确提到“合理把握预算内投资和地方政府债券发行进度，推动今年底明年初形成实物工作量”，预计三四季度国债地方债供给将有一定抬升，货币政策虽保持流动性充裕但财政可能是更大的影响因素。展望三季度，预计利率中枢较前期进一步下移，但会在偏窄的区间震荡，短期向下向上空间均有限；信用债方面，伴随无风险利率中枢下行，预计市场风险偏好进一步上升，从近期天津城投、山西煤企债成交收益率下行可见一斑；债市技术指标指向债市尚未在债熊极端水平。

2.3 港股市场

7月恒生指数下跌了9.9%，恒生国企指数下降13.4%，在全球主要股指中表现靠后。具体来看，① 中型股（跌9.1%）表现与小型股（跌9.2%）基本持平，大型股（跌11.4%）领跌；② 香港本地/外资股（跌4.2%）表现优于中资股（跌8.0%）；③ 行业方面，恒生原材料业（涨12.9%）、恒生公用事业（涨4.5%）表现较佳，恒生资讯科技业（跌19.4%）、医疗保健业（跌16.7%）和地产建筑业（跌12.8%）表现较差。

海外方面，6月美国ISM服务业指数60.1，低于市场预期。美国6月CPI超预期增长，CPI环比上升0.9%，核心CPI环比增长0.9%。CPI大幅上涨在很大程度上由于与经济更广泛重新开放相关的类别出现价格回升。Delta毒株带来疫情反复叠加就业市场修复低预期，市场对经济前景担忧。国内方面，二季度实际GDP两年平均增速为5.5%，较一季度的5.0%进一步恢复。中国6月工业品价格继续上涨，PPI同比上涨8.8%，主要受猪肉价格跌幅扩大影响。央行决定于7月15日下调金融机构存款准备金率0.5个百分点，此次降准为全面降准，旨在缓解下半年MFL到期和专项债发行压力，并通过降低银行负债端成本的方式，来对冲中小微企业成本端压力，解决经济复苏的结构性问题。中办、国办首次联合印发《关于依法从严打击证券违法活动的意见》，对中概股监管趋严，叠加近期反垄断和网络安全检查的政策压力增加。中共中央办公厅和国务院办公厅印发的《关于进一步减轻义务教育阶段学生作业负担和校外培训负担的意见》，将对义务教育阶段的学生作业和校外培训负担提出详细要求。

1. 截止7月30日，恒指PE(TTM)为11.3倍，恒生国指PE(TTM)为11.6倍，较6月底的13.3倍、14.3倍大幅下调。
2. 截止7月30日，离岸人民币兑美元汇率本月上涨0.08%，美元兑离岸人民币汇率为6.4627。7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565bp，高于6月底的443bp，显示7月份人民币贬值压力继续上升。
3. 恒生AH股溢价指数较6月底有所下降。截至7月30日，AH溢价指数为137.9，低于6月底的138.9。7月份，南向资金净流出规模达到635.02亿港元，为开通以来月度净流出规模最大值。

展望8月，在通胀再次上行以及美联储将缩减宽松力度的环境下，市场风险偏好有所压制。短期反垄断和义务教育阶段等监管趋严，市场大概率维持宽幅震荡行情。板块配置上，（1）新疆棉事件后，品牌力强的纺服国产

品牌体现出明显的“国产替代”效应，近半年保持超高的销量增速。消费者对其从“性价比”也渐渐形成了一种新的潮流。（2）随着 5G 网络、终端和应用的逐步成熟，运营商的移动服务收入和 ARPU 均持续增长。运营商自身提高费用管控能力提升，提升线上/线下全频道经营能力，销售费用持续下降，业绩有望持续增长。（3）清洁能源板块中，港股新能源运营公司普遍估值偏低。而且作为一种清洁能源具备“碳中和”概念。短期新能源装机难以弥补供给缺口，电力供需格局将持续趋紧。行业中部分优质的火电公司逐渐提高可再生能源的装机比例，受煤价影响减缓。（4）国内外疫苗接种进程稳健，线下消费场景或逐渐打开，关注酒店、餐饮、博彩等板块。（5）部分优质的新经济公司在此次调整后配置价值凸显。

2.4 美股市场

7 月美股市场表现

7 月美股三大指数延续反弹趋势，多数收涨，具体来看，道琼斯指数月度上涨 1.3%，标准普尔 500 指数上涨 2.3%，纳斯达克指数当月上涨 1.2%。标普 500 连续六个月上涨，创下 2018 年来最长连涨周期，小盘股则表现略弱。由于监管政策趋严，叠加美股中概股受到中美两地监管压力上升，中国科技股指数本月大幅下跌，跌幅达 17.49%。

分行业来看，美股多数行业本月上涨。其中，公用事业、医疗保健、房地产和科技股本月领涨标普 500 指数，而能源和金融股则表现较弱。受疫情及供给端增产超预期影响，能源业本月逆市大跌，下跌 6.80%。

中概股多数下跌。本月 176 家中概股下跌，仅 78 家中概股上涨。其中，制药、生物科技与生命科学板块表现良好，在涨幅前十中占到三席。教育板块本月受“双减”政策影响剧烈下挫，在跌幅前十中占到八位，本月中概股多数下跌，127 家跌幅超 3%。

中概股方面，受益于能源板块的强势，相关股票涨幅居前，而电商股普遍表现不佳。

7 月美股市场估值

7 月三大指数估值均有所下行，但仍处历史较高水平。7 月道指 PE 收于 26.12 倍，处于 95.30% 历史分位，纳指 PE 收于 43.96 倍，处于 79.60% 历史分位，标普 500 指数 PE 收于 29.38 倍，目前处于 95.10% 历史分位。本月三大指数风险溢价均波动走高，市场风险偏好下降。标普 500 股息率本月小幅下跌，受十年期美债收益率本月大幅走低影响，股息率与十年期美债收益率差值自今年 3 月以来首次转为正值。

美股行业估值较高，除能源行业和金融业估值处于低位之外，其余行业估值均处于 60% 历史分位之上。总体来看，能源业目前估值较低，处于 9.90% 的历史分位。金融业本月估值持续下行，目前处于 5.80% 的历史低位（前值为 15.70%），材料业 PE 达到 63.50% 的历史分位，其余行业 PE 均处于 85% 分位以上，通信设备行业 PE 达 99.60% 的历史高位。

经济数据及基本面

总体来看，7 月美国宏观数据良好，劳动力市场数据超出市场预期，PMI 数据处于扩张区间，工厂订单数据增

长强劲，个人消费支出则在疫苗接种的推广、企业的大规模重启与政府刺激政策共同推动下快速增长，美联储持续释放鸽派信号，并肯定了美国经济复苏取得进展。整体复苏的经济环境提振市场情绪。

美国二季度实际 GDP 增速环比 6.5%，低于市场预期的 8.5%，但这并不暗示美国经济在周期趋势上低于预期。根据美国商务部公布的数据显示，6 月份美国个人消费支出金额环比增加了 1%，高于市场预期的 0.6%，而 5 月份数据则从环比持平修订为环比下降 0.1%。7 月份芝加哥地区 PMI 指数为 73.4，而市场预期和 6 月份数值均为 66.1。7 月份美国消费者信心指数为 81.2，而市场预期和此前公布的初值均为 80.8。

7 月份，美国每周申请失业救济人数维持在 40 万人左右。美国部分州已经在逐步取消一些因疫情而带来的福利，从而迫使人们重返工作岗位，减少财政的刺激支出。预计 7 月份将新增 92.5 万个工作岗位。

根据美国商务部数据显示，美国 6 月 PCE 物价指数同比上涨 4.0%，核心 PCE 物价指数同比上升 3.5%，创 1991 年 7 月以来的新高。核心 PCE 物价指数也是美联储最重视的通胀指标。报告表明美国 6 月份个人支出虽然有所增长，但通胀指标也继续攀升。

市场情绪方面，美股市场情绪趋于谨慎，7 月日均成交额为 3744.68 亿美元，为近几个月来较低水平，较前值 4166.55 亿美元有所回落。本月市场波动性小幅上行，月内 VIX 指数先升后降，本月收于 17.70，较前值 15.83 有所上升，全球疫情反复叠加通胀压力，加之企业二季度财报业绩分化，市场情绪近期内或难以企稳。

7 月美元指数上升，美国经济复苏态势良好，叠加全球多数经济体疫情不确定性风险较大，投资者出于避险偏好增购美元资产，美元指数整体上行。截至 7 月 30 日，美元指数收于 92.09，较前值 91.80 有所上升。

市场风险点

全球经济回落。7 月大部分经济体的经济景气度均有所回落。发达国家方面，美国景气度整体小幅回落，但仍处于 60 以上的高景气区间；欧洲国家方面，欧元区景气度相对稳健且景气度高于 60，但英国景气度回落较大；日本经济景气度最弱，且服务业已进入不景气区间。新兴市场方面，除巴西以外，各新兴场景景气度均有所回落，且越南、印度、俄罗斯的制造业均进入不景气区间。

疫情加剧。Delta 变异毒株与高通胀加剧分化，全球经济复苏变数增大。无论从美国的 GDP 数据，还是全球经济的景气度走势，都可以看出当前全球经济的修复走势已不再像 6 月之前那样稳健，且分化程度进一步扩大。究其根源，在于新冠 Delta 毒株在全球范围的传播以及通胀持续高企下供应链不同位置经济体的景气差异。新冠 Delta 虽然在全球范围扩散，并带来了美欧经济复苏的扰动，但就全球而言，南亚与东南亚才是受 Delta 变异毒株影响最大的区域，这也直接导致越南、印度的制造业景气度处于全球主要经济体最末两位的结果；结合国内也开始出现零星 Delta 变异毒株确诊病例的事实，可以推测海外诸国受 Delta 变异毒株的负面冲击只会更大，WHO 也表示该变异毒株的传染能力很强，且疫苗并不能完全阻止被感染，这给全球经济复苏进程带来了阴影。另外，受疫情下供应链紊乱、全球央行极度宽松环境、碳减排压缩供给端等因素的综合影响，全球通胀居高不下，这导致工业国相对受损，而原材料出口国则相对受益，这也是巴西能够成为新兴市场中景气度最高的经济体的原因。可以说，正是变异

毒株的传播与高通胀的持续，导致全球经济复苏的变数增加，不同经济体之间的分化也在加深。

美债利率下行。近 2 个多月以来美十年期国债利率持续下行，在全球经济修复背景下，10 年期美债利率从 1.7% 的高位跌至 1.2% 左右，虽然有欧央行超预期释放流动性带来的交易层面解释，但从内涵的经济预期角度看，这似乎预示着市场对未来经济的强烈担忧。由于十年期美债利率是全球几乎所有金融资产的定价之“锚”，所以这个问题值得相当程度的重视。

全球股市、大宗商品波动加剧。7 月，全球股市整体趋弱明显，未来在 Delta 变异毒株继续蔓延的背景下，全球经济复苏将受到更为显著的扰动，由于各大央行货币政策空间较为有限，包括美股在内的全球股市波动率将在 8 月显著提升。另外，全球大宗商品的走势格局也将在 8 月迎来切换，7 月的“黑色强、有色弱”格局或将在 8 月呈现出国内“黑色弱、有色强”与海外“黑色成材强原料弱、有色强”的新格局；而原油、化工、农产品与贵金属的波动率也将抬升。

资产配置建议

备受关注的五大科技巨头 FAAMG 公布财报后，无一例外财报当日都收跌，8 月的风险在不断积聚。这一轮美股并没有发生成长股和价值股的轮动，近期美股三大股指是集体收跌，成长股在 FAAMG 财报的带动下出现了不小的回调，但价值股也没涨，航空、游轮、赌场、石油和银行表现都不是很强势，新能源车、清洁能源和芯片表现强势。

近期美股走势逻辑与中国股市非常相似，中国的互联网公司最近经历了比较大的回调，但中国的硬核科技公司却表现抢眼，A 股里的芯片、光伏和新能源车相关主题年内涨幅突出。

FAAMG 所带领的互联网概念股或已经阶段性见顶，下个阶段有可能出现，指数在不断往下跌，但芯片、清洁能源和新能源在不断创新高。更大的可能是一种资金板块的超级轮动周期的到来，资金从互联网板块流向了硬核科技板块。

疫情的复苏打乱了原本价值股和成长股的轮动。价值股最近走弱，主要是因为疫情，航空、旅游、赌场、石油，银行普遍回调，疫苗对变异病毒造成了很大的不确定性。硬核科技(芯片、清洁能源、新能源车)既具有价值股属性，又有成长股的属性，最关键的是不受疫情增速放缓的属性。芯片和清洁能源都在加速发展，增速普遍很高，完全不受去年疫情基数大的影响。**价值股最大的特征是盈利不错，硬核科技这些赛道的公司同样盈利能力也很强，芯片赛道很多公司利润率都很高。**

三季度财报季到目前为止的特征是企业业绩突出但股市回应相对令人失望。市场目前一如既往展望未来并且意识到，不可否认二季度业绩强劲，但随着刺激政策开始减退，并且去年可比季度的商业条件略微恢复正常状态，下半年的企业利润与营收增长可能全面放慢。因此，投资建议上，规避疫情受损股，对互联网公司保持谨慎，看好半导体、清洁能源、新能源汽车等硬科技赛道。

2.5 原油市场

原油：短期支撑尚在，8月震荡持续。

7月原油市场行情回顾：

7月国际油价呈现V字结构。截至7月26日，WTI原油期货结算价为71.91美元/桶，较6月下调2.9%；布伦特原油期货结算价为74.5美元/桶，较6月下调2.2%，而布伦特-WTI价差则修复至2.59美元。OPEC一揽子原油价格下跌1.51美元，至72.68美元/桶，跌幅2.04%。本月原油未能延续前月的涨势，月中OPEC+就增产进程达成一致，使得价格大跌至66美元，但由于需求支撑仍在，供应依然偏紧，市场情绪的改善使得价格再次回升至70美元以上，呈现V字修复结构。

从需求端来看，七月与上月评估持平，2021年世界石油需求增长预计为600万桶/天，总需求预计为9660万桶/天，由于经合组织主要消费国家需求低于预期，抵消北美二季度超预期数据，这一预期将持续到三季度。目前，燃油需求和公路交通依然坚挺，几大消费国的汽油需求恢复正常，对原油价格形成支撑。

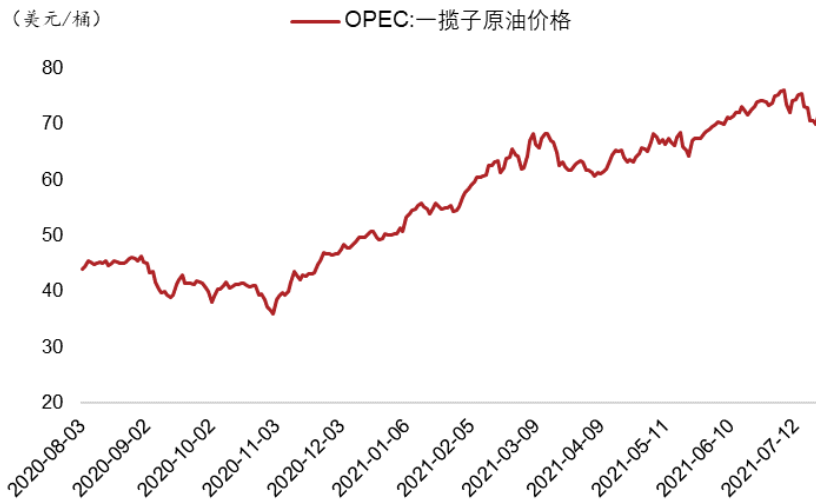
从供应端来看，OPEC+ 7月18日会议在稳步增产上达成一致，自2021年8月开始每月增加40万桶/天产量，至明年9月份恢复580万桶/天减产量，并于明年5月开始，上调五个产油国配额。阿联酋原油产量基线上调33万桶至350万桶/日，伊拉克和科威特上调15万桶至480万桶/日和300万桶/日，沙特和俄罗斯增加50万桶/日至1150万桶/日。供给增加使得油价下跌，但稳步增产也消除了供应侧集中大幅增产的利空，市场情绪回暖引导油价回升。

图：布伦特原油和 WTI 原油期货结算价



数据来源：Wind、招商基金

图：OPEC 一揽子原油价格



数据来源：Wind、招商基金

8月原油市场行情展望：

展望 8 月，预计油价将以 75 美元为轴宽幅震荡。

从利好因素来看，OPEC+增产协议达成重新调整了市场预期，根据最新发布的 OPEC+ 未来两月原油生产配额，其 8 月配额为 3674 万桶，较上月严格遵守协议增长 40 万桶，短期市场对增产的预期已经释放，中期来看为供应端底部提供了支撑。疫苗接种进程推进迅速，Delta 病毒虽然来势汹汹，但随着疫情常态化，预计全球再度大规模封锁的概率降低。三季度北半球将进入用油需求高峰，OPEC+的增产节奏较缓，依照 MOMR 预测的 2021 年需求增量 600 万桶/日，在完全恢复 580 万桶/日的主动减产之前，将保持一定的供需缺口，三季度油价仍有向上空间。

从利空因素来看，美国 6 月 PPI 同比大增 7.3%，CPI 同比增加 5.4%，通胀高企引发对美联储货币政策的担忧，后续关注 FOMC 会议对于利率水平和购债计划的指引，如果 8 月份有缩减 QE 规模的举措，原油价格或受扰动。

从未来供给方面来看，伊朗产量将成为重要变数。如果接下来的美伊谈判顺利，伊朗产量将成为又一边际增量，至年底可能增加 90 万桶/日，叠加以浮仓形式储存的原油与凝析油共 3600 万吨，将给供应端造成一定压力。此外，伊朗在阿曼湾设立了首个石油码头，并启用戈勒-贾斯克输油管道，该项目启用之初每天能输送 30 万桶原油，最大输送能力可达每天 100 万桶，可以避免使用霍尔木兹海峡，作为对美国制裁的回应。即使谈判未达成和解，伊朗产量也将增长，成为下半年一大利空。美国页岩油恢复生产的步调稳健，领先指标石油钻井数量月内增加 9 口，预计将于四季度释放产能。布伦特-WTI 期货价差走扩，也反映出部分页岩油企业投产的意向。

从未来需求方面来看，美国 7 月 Markit 制造业 PMI 初值超预期录得 63.1，创下历史新高；服务业 PMI 扩张速度却急剧放缓，当月初值录得 59.8，创下 2 月以来的最低点。后期关注点或将从预期转向兑现。

从资金角度来看，据 CFTC 数据显示，上周 NYMEX 净多头持仓 448740 手，环比减少 50356 手。IPE 净多头持仓 253039 手，环比减少 34232 手。基金净多头寸减持，WTI 和 Brent 管理基金看多情绪明显下降，若没有利多因素刺激，或市场风险偏好转强，油价向上空间有限。

2.6 黄金市场

黄金：7月金价震荡中上涨，预计8月黄金价格呈现下跌走势。

2021年7月金价回顾：

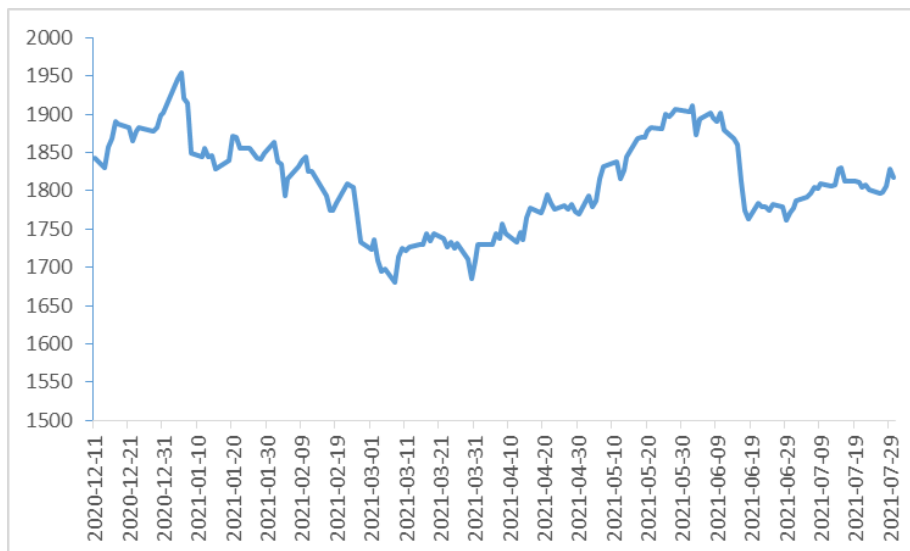
黄金价格在7月整体呈现上涨态势。2021年7月31日收盘价为1816.61美元，较6月31日1770.5美元的收盘价收涨2.6%。7月高点于7月29日收1832.4美元，低点于7月1日收1777.3美元。整体来看，7月度金价整体呈震荡上涨态势。我们认为2021年7月黄金价格走势主要驱动逻辑如下：

一是疫情恶化导致的Risk off情绪。7月全球疫情再次出现反复，全球每日新增确诊（5日移动平均，下同）已从6月下旬不足35万例的低点反弹至50万例以上。在此背景下，欧美发达国家疫情的复发引发市场避险情绪，近期美元走强、美股走弱（道琼斯弱于纳斯达克）、美债收益率持续走低的资产价格表现也呈现了明显的避险特征。

二是叠加财政存款泄洪导致的美债供需缺口，收益率承压导致金价上行。7月财政存款仍剩4000亿美元待支出规模，抬升需求的同时压制美债供给，美国国债市场面临天然的供需失衡格局。需求方面，财政存款账户在7月仍有4000亿美元的资金需要释放；此外联储仍有1200亿美元的QE规模，7月基础货币将增加5200亿美元，是美国历史上第二高的单月基础货币增量（仅次于2020年4月无限量QE启动初期），大量的流动性投放将显著提升配债需求。从供给端来看，大量的待支出财政资金也将压制美债供给。实际数据显示，进入7月以来国债规模增长基本停滞，截至7月20日环比增长100亿美元，相较6月下降97%。我们认为供需的严重失衡也是7月美债收益率明显承压的重要因素。

三是6月议息会议后长债收益率下行、期限利差收窄、权益市场风格再度向长久期的科技股切换的资产价格表现出市场逐步定价美国经济未来的衰退预期。该预期主要源于美国的货币和财政政策均将在下半年迎来拐点，市场对政策转向后经济复苏的强度较为悲观。

图：纽约商品交易所（COMEX）黄金价格在2021年7月在震荡中上涨（美元/盎司）



数据来源：Wind、招商基金

2021 年 8 月黄金市场展望

我们认为 8 月 Comex 黄金价格将呈现下跌走势，核心逻辑在于：就业的确定性修复叠加供需缺口将确定性扭转，8 月 Taper 指引近在眼前，实际收益率 8 月反弹，反映到金价下跌走势。

一是失业救济金停发以及 9 月开学将推动就业确定性修复。与美国实际收益率相关性最强的是美国失业率（经劳动参与率调整）而非实际增速或潜在增速。6 月下旬起美国超过半数州将叫停额外的失业救济金福利发放，9 月起联邦层面将彻底停止发放；此外 9 月起学校也将逐渐复学推动在家照顾孩童的家长返岗；伴随疫情好转以及财政刺激的退潮，美国的就业市场将确定性修复。

二是美债的供需缺口可能将从 8 月起反转，在 3 季度确定性缓解，美国 8 月面临广义的流动性拐点。需求端来看，7 月 31 日财政存款压降至 4500 亿美元后财政淤积对流动性的增量投放基本释放完毕；根据财政部此前发布计划，9 月 31 日财政存款余额可能重回 7500 亿美元，转为流动性抽水机。此外，鲍威尔可能于 8 月末的全球央行年会就 Taper 进行指引，美国 8 月面临的是广义的流动性拐点。供给端来看，进入 8 月后美债供给可能逐步放量。从历史数据看，Q3、Q4 是全年美债发行的季节性高点。考虑到 7 月债券供给仍处于明显收缩状态，预计 8-9 月美债供给将大幅放量。

三是 7 月议息会议关于 QE 表述的重大调整，认为“双重目标已经取得进展，未来将持续评估进展情况”，这一变化意味着美联储已经在政策评估上向退出 QE 迈出一大步，Taper 指引近在眼前。美联储同时增设面向国内和海外市场的正回购工具作为呵护美国短端流动性的储备手段，可用于防止政策转向后流动性收紧导致短端利率超调的潜在情况，金融稳定尤其是金融市场波动性仍是美联储决策的重要考虑。考虑到 Taper 市场已有充分预期，正回购工具的超预期推出实际代表联储的鸽派态度。综上，8 月全球央行年会美联储可能就 Taper 进行正式指引，明确的 Taper 预期将驱动实际收益率上行。

2.7 汇率市场

汇率：预计 8 月份的人民币和美元指数维持震荡走势。

7 月份汇率走势回顾：人民币汇率维持震荡，美元指数微幅走强。

在 2021 年 7 月份，人民币汇率维持震荡，美元指数微幅走强。总体来看，随着疫情的逐步稳定和经济恢复的逐步展开，汇率的波动性有所降低，呈现出以震荡为主的走势特征。

从经济发展的情况来看，在 7 月份，中国和美国的经济依旧处于高的景气度区间内，这一点可以从 PMI 指数中得到验证。中国和美国的制造业指数都处于荣枯线以上。

宏观经济的景气程度和汇率的变化息息相关。汇率的变化是宏观经济发展情况的侧面反映。相对稳态的经济发展减少了汇率的波动程度。另外，相对平稳的汇率表现，体现了市场对于未来经济平稳增长的预期。

图：美元兑人民币汇率走势图



数据来源：Wind、招商基金

8 月份汇率走势展望：预计人民币和美元指数维持震荡走势。

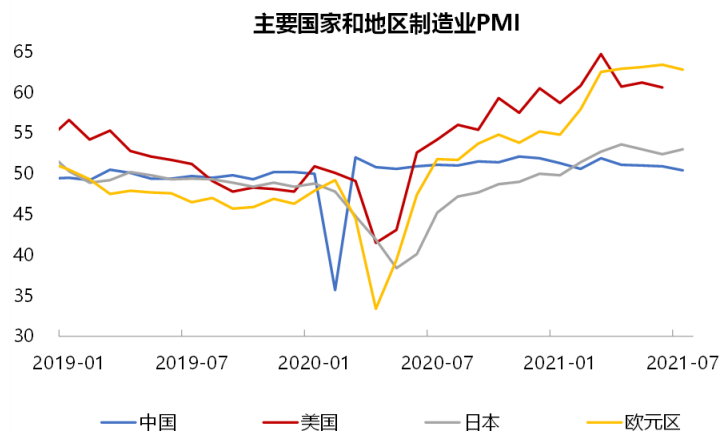
从经济的发展情况来看，中国、美国、欧元区等主要经济体的 PMI 仍处于荣枯线以上，但边际有转弱迹象。在最新公布的 PMI 数据中，中国 7 月份的制造业 PMI 为 50.4，美国 6 月份的制造业 PMI 为 60.6，欧洲 7 月份的制造业 PMI 为 62.8。

在各国的发展情况来看，由于已经经历了一段时间的强劲复苏后，各国经济的通胀上升的风险有所提高。因此，控制通胀风险或成为各国政府的经济控制目标之一，从而降低经济过热的风险。在上述背景下，预计 8 月份的汇率波动会降低。主要经济体的货币的大幅贬值或者大幅升值的可能性会降低。

从另一个维度来看，目前中国和美国的货币政策依旧处于相对宽松的范围内，考虑到经济的恢复仍在进行中，货币政策不会贸然转向，因此由于货币政策的变化导致汇率变化的可能性较低。

因此，随着全球主要经济体的稳定恢复和各国政府对于经济过热风险的控制，预计 8 月份的人民币和美元指数呈现震荡为主的走势。

图：主要国家和地区制造业 PMI



数据来源：Wind、招商基金

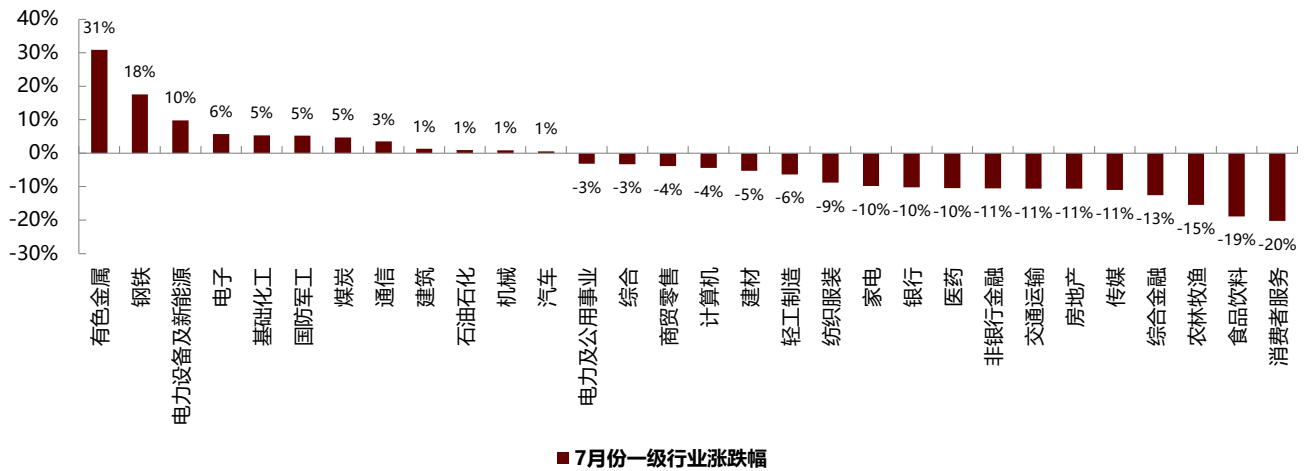
3 股债投资策略

3.1 A 股投资策略

2021年7月份市场回顾：板块分化明显，有色金属、钢铁、电力设备及新能源涨幅靠前，消费者服务、食品饮料、农林牧渔等跌幅靠前。

总体来看，市场的交易热点集中于新能源板块中，如新能源车和光伏板块。此外，受益于需求端的景气，钢铁板块在7月份也获得了不俗的表现。

图：2021年7月份行业涨跌幅（%）



数据来源：Wind、招商基金

从行情回顾中可以看到，当前 A 股市场的投资者高度关注行业的景气度和未来的市场空间情况，我们预计这种市场投资风格有望延续。

因此，对于 8 月份的 A 股走向判断，我们认为：当前市场仍具备投资价值，具体到个股而言，建议关注盈利和估值的匹配度情况。

图：主要 A 股指数估值水平

主要指数	2021/8/3	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	20.2	58.2	11.5	19.9	54%							√				
	WIND全A (剔除金融石油石化)	33.3	76.2	13.8	30.4	60%											√
	上证综指(剔除银行)-中位数	22.6	66.3	16.0	27.7	18%		√									
	上证50	11.3	48.5	6.9	11.5	49%											
	沪深300	13.8	51.1	8.0	13.7	52%											√
	中证500	21.7	92.8	16.0	32.4	6%		√									
	中小板100指数	32.5	67.7	14.5	32.2	52%											√
	创业板100指数	60.9	137.9	27.0	52.7	74%											√
中小板综合	36.2	96.7	15.9	41.7	34%											√	
创业板综合	80.9	174.9	28.1	62.4	73%											√	
海内外相对估值PE(TTM)	恒生AH股溢价指数	136.5	208.1	85.0	122.4	81%											√
	上证沪港通AH溢价指数	134.6	209.5	89.4	124.4	77%											√
	上证指数/标普500	0.5	3.3	0.4	0.7	7%		√									
相对估值PE(TTM)	创业板100指数/沪深300	4.4	8.2	2.4	4.1	61%											√
	创业板综合/沪深300	5.9	14.1	2.7	5.4	57%											√
相对估值PB(LF)	创业板100指数/沪深300	5.5	6.3	1.5	3.2	99%											√
	创业板综合/沪深300	3.7	5.5	1.4	2.8	80%											√

数据来源：Wind、申万宏源、招商基金

除了市场投资风格之外，其他因素也支持我们的判断。在市场估值方面，在之前的分析中，我们看到，当前市场的估值仍处于一个合理的区间范围内。市场的整体估值大幅下杀的可能性较低。在市场流动性和宏观政策方面，当前国内和国外仍处于相对宽松的流动性环境中。相对宽松的货币政策有利于疫情下的企业运营的恢复，减轻优质

企业的运营资金的担忧，使得一部分优质的企业能够得到较好的资金支持。当前仍处于疫情不断反复的过程中，预计短期内快速收紧流动性的可能性较低。相对稳定的国内环境有利于企业的盈利恢复。

针对行业投资建议而言，我们依旧看好中国制造业的整体实力，看好中国新兴产业的发展，以及中国在核心关键领域取得技术突出，建议关注的行业有半导体、新能源汽车、军工等等。

半导体行业：目前从行业的景气度来看，半导体行业呈现出持续的高景气度。行业需求旺盛，行业龙头公司加速扩产。随着人工智能、云服务等行业快速发展，叠加全球疫情下的海外半导体公司的产能受限，半导体行业呈现出供需紧张的局面。国内主要半导体公司的扩产速度进一步加快，半导体设备的出货金额持续增加，半导体销售金额屡创新高。

新能源汽车行业：从政策的支持力度上，在 2021 年 7 月 30 日中共中央政治局会议上提到，支持新能源汽车加快发展。在政策利好的刺激下，新能源汽车行业呈现产量和销售超预期增长的局面。在产业的竞争力上，我们看到，我国的新能源汽车行业已经具备了较为完整的产业链，涌现出了较多优秀的新能源汽车行业的公司，在全球的市场中具备了较强的竞争力。

军工行业：目前军工行业呈现景气度较高的局面。中共中央政治局在 2021 年 7 月 30 日下午就坚持党对人民军队绝对领导、奋力实现建军一百年奋斗目标举行了第三十二次集体学习。习近平强调，推进实现建军一百年奋斗目标，是关系我军建设全局的一场深刻变革。军工行业的高景气度带动了相关上市公司的快速发展，提升了相关上市公司的竞争力，目前军工行业公司具备较大的发展空间。

最后，从整体的经济发展情况上来看，我们看到，经过这几年的经济发展结构的不断优化调整，已有不少企业展现除了较强的竞争力，甚至是较强的全球竞争力。因此，我们看好优秀公司的长期投资价值。在短期的股价波动上，我们将继续关注个股的盈利和估值的匹配度情况。

3.2 债券投资策略

3.2.1 利率产品

市场回顾

7 月债券市场单边走强。利率债方面，1 年国债全月下行 29bp 收于 2.13%；5 年国债下行 26bp 收于 2.69%；10 年国债下行 24bp 收于 2.84%；5 年国开下行 23bp 收于 3.02%，10 年国开下行 26bp 收于 3.23%。信用债方面，整体收益率呈下行趋势，AA+ 评级品种收益率下行较大。公开市场操作方面，6 月央行公开市场操作净投放转负，MLF 缩量续作，但 7 月央行发布降准 0.5%，释放流动性月 1 万亿。

基本面方面，7 月高频数据上生产全面走弱，大宗商品价格维持强势。生产方面，全国高炉开工率大幅回落，PTA 负荷率、地炼开工率、半钢胎开工率小幅回落。需求方面，7 月 30 大中城房地产成交面积环比 6 月为回落，同比增速也为回落。7 月前三周乘用车零售同比回落 2%。南华工业品、CRB 指数 7 月双双回升。已公布的景气指数显示 7 月经济运行扩张步伐有一定放缓。中国 PMI 指数为 50.4%，较上月回落 0.5 个百分点；非制造业商务活动指数

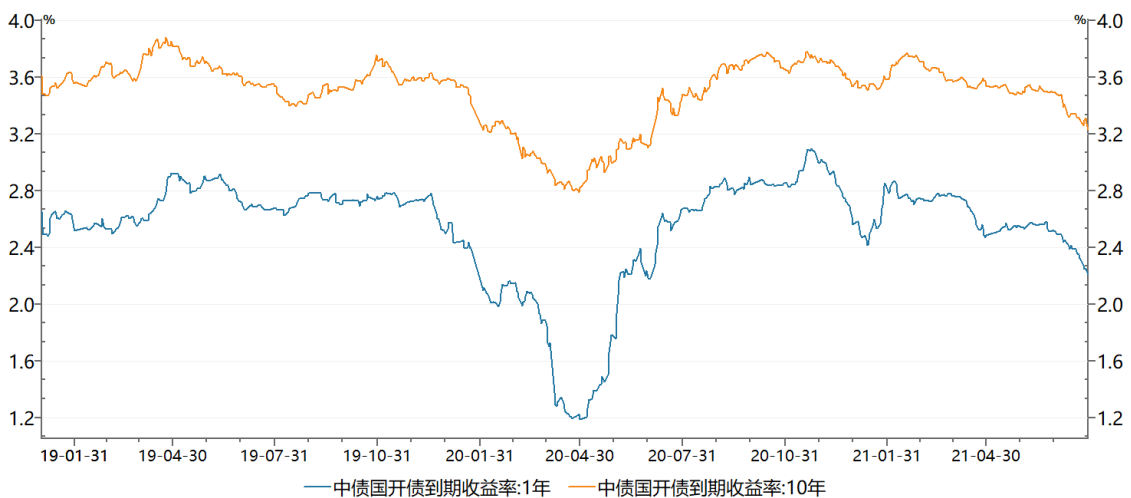
和综合 PMI 产出指数分别为 53.3%和 52.4%，比上月回落 0.2 和 0.5 个百分点。生产扩张放缓。生产指数和新订单指数分别为 51.0%和 50.9%，比上月回落 0.9 和 0.6 个百分点，制造业生产活动和市场需求总体有所放缓。新出口订单指数和进口指数分别为 47.7%和 49.4%，比上月下降 0.4 和 0.3 个百分点。价格指数转升。主要原材料购进价格指数和出厂价格指数分别为 62.9%和 53.8%，高于上月 1.7 和 2.4 个百分点。

资金面上，7 月资金面转宽松，月末跨月不紧。R001 月均值回落 9bp，R007 月均值回落 17BP 至 2.25%。

政策面上，中央政治局会议对经济定调为“国内经济恢复仍然不稳固、不均衡”，政策趋向于宽松，在维持流动性合理充裕的货币政策基础上，财政政策有望下半年发力。

投资策略：（1）短期来看，高频数据上生产和需求偏弱，债市做多情绪较好，组合层面跟随市场即可。目前利率绝对水平偏低，不宜为保持静态选取流动性偏差的品种；对前期上涨较多甚至因此而流动性改善的品种应谨慎。季度视角看，上半年国债地方政府债发行进度偏慢，下半年财政政策发力空间较大，并阶段性带动信用转入小幅扩张，这或是未来预期差所在，也是值得关注的债市风险点。面对收益率快速下行较快尤应谨慎。（2）根据央行降准操作和政治局会议的表态，货币政策宽松短期可能延续，组合杠杆可维持中高水平；金融机构加杠杆、隔夜拆借占比有所抬升，套利利差小幅收窄，但仍未到极端区间，可以密切关注。（3）信用利差水平仍然偏低，配置方向考虑流动性较好的信用债品种或成本计价的资产。在操作上，更需关注的是市场情绪与各信用品种债券正常估值的匹配与偏离，对过热的市场情绪需要冷静。

图：中债国开债到期收益率走势图



数据来源：Wind、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 7 月全市场信用债发行情况较往年同期表现较强，总发行和净融资均处于近五年最高水平，其中总发行 10665 亿元，净发行 2363 亿元，由于总发行规模相较往年有较大幅度增长，导致净发行实际较强。其中 7 月公司债、企业债及中票合计发行金额为 5684 亿元，净融资额 1899 亿元，相较 6 月长债净融资规模有所减少，信用债一级市场的有效供给相对降温。

二级市场方面，进入7月以来，受央行降准影响，信用债二级市场收益率整体呈大幅下行态势，且长端下行幅度更大。以AAA级中短期票据为例，7月1年中短期票据收益率下行28BP，3年中短期票据收益率下行32BP，5年中短期票据收益率下行35BP，长端下行幅度超过短端，期限利差相较上月有所收窄。从信用利差来看，以AAA级中短期票据为例，短端信用利差较上月末走阔3BP，处于历史37%分位水平；中长端高等级信用利差整体收窄，3年期信用利差较上月末收窄2BP，处在历史25%分位水平，5年期信用利差较上月收窄达12BP，处在历史13%分位水平。

图：中债中短期票据到期收益率（3年期各等级）走势图



数据来源：Wind、中国债券信息网、招商基金

图：中债中短期票据到期收益率（AAA等级各期限）走势图



数据来源：Wind、中国债券信息网、招商基金

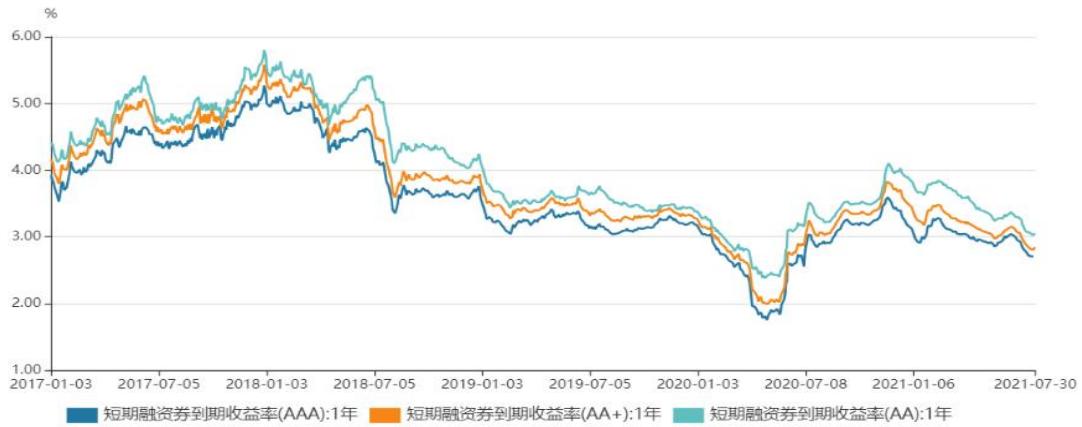
短期融资券

一级市场方面，今年7月短期融资券总发行量为4492亿元，净融资为336亿元，环比分别增加550亿元和157亿元，可以看到无论是短融总发行量还是到期偿还量，均位于近五年历史同期最高水平，全月来看短融净发行量相比同期处于较高水平，对信用债净融资有较大推进作用。

二级市场方面，7月短融收益率整体呈现下行趋势，等级利差整体以走阔为主，其中AAA短融收益率下行29BP，AA+短融收益率下行25BP，AA短融收益率下行25BP。目前1年期各等级短融信用利差均处于历史35%分位以下，短

端性价比仍不高，但相较上月有所提升。其中，1 年期 AAA 品种利差处于历史 34%分位水平，1 年期 AA+和 1 年期 AA 分别处于历史 24%分位和 23%分位左右，反映出在这轮央行降准引发的市场火热情绪中，短久期品种信用债受市场追捧程度不及利率债。

图：短期融资券到期收益率（各等级一年期）走势图



数据来源：Wind、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呈现较大幅度下行趋势，但由于城投地产政策日渐趋严和货币政策边际宽松等因素叠加，**后续信用债走势仍存在较大分歧，2021 年 8 月信用债投资仍以严控信用风险为前提，坚持票息策略，努力追求增厚投资收益。**

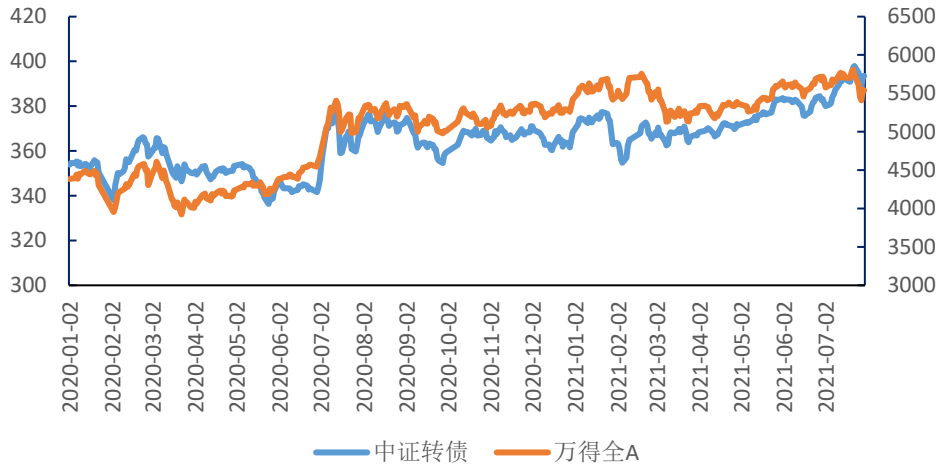
3.2.3 可转债

7 月份转债市场与 A 股市场涨跌不一，截止到 7 月 30 日，万得全 A 下跌 3.1%，中证转债上涨 2.94%，转债市场表现明显强于股票市场。正股端在降准落地、利率中枢下行以及中报业绩表现亮眼的情况下，指数在前三周震荡上涨，最后一周有所回调。分行业看，本月涨幅较多的板块为有色金属、电力设备及新能源、钢铁、军工和电子；跌幅较多板块为食品饮料、农林牧渔、消费者服务和家电。成长板块明显强于价值板块，高市盈率组合涨幅大于低市盈率组合。转债估值本月有明显上行，目前全市场平均转股溢价率 34.32%，较上月末上升 7.19 个百分点，目前处于 2017 年以来 92.6%分位数水平。估值上行主要原因第一是在降准落地、通胀预期缓解下利率下行空间打开，一二级债基加大对转债配置力度；第二是供给层面后期新上市转债规模较 5、6 月有一定下降，有利于转股溢价率中枢上升。

展望后市，正股层面，市场处于高位。结构上，在经济整体下行，流动性偏宽松的环境下，市场或继续关注景气程度高、产业逻辑长的成长板块。但需要警惕成长板块中高估值标的，一旦行业逻辑出现证伪或者景气度下行，将会面临较大回调。目前较低估值、中等市值成长标的性价比较高。转债估值层面，转债市场近期估值处于高位，整体可能没有优势。新上市转债转股溢价率显著高于可比存量转债。**后期看转债估值向下可能性大于向**

上。策略上建议考虑对前期获利较多、估值较高转债适当止盈，择机配置中低估值成长个券，同时可以适当左侧布局银行、环保板块中基本面优质的转债个券。

图：可转债市场表现



数据来源：Wind

数据来源：招商基金、招商证券、晨星、银河证券、海通证券、Wind；基金运作数据来自定期报告截至2021年2季度末，业绩排名数据来源于银河证券，数据截至2021年7月30日；评级数据截至2021年二季度末。

风险提示：以上投资观点、看法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。对于引自证券公司等外部机构的观点或信息，我们并不对该等观点和信息的真实性、完整性和准确性做任何实质性的保证或承诺。提及个股及企业仅为了对市场情况进行说明展示，并不构成对个股或企业的投资推荐。基金产品或相关指数过往业绩不代表未来表现，基金管理人管理的其他基金的业绩并不构成基金业绩表现的保证。基金评价结果及排名不是对未来基金表现的预测或保证，也不构成投资基金的建议。未经同意，本材料内容请勿引用或转载用于其他用途。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，请注明出处为“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。