



# 招商基金投资策略报告

## 2021年9月



长期 | 价值 | 责任

## 目 录

<b>1</b>	<b>宏观经济环境</b> .....	<b>3</b>
1.1	海外市场 .....	3
1.2	国内市场 .....	4
<b>2</b>	<b>大类资产观点</b> .....	<b>8</b>
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 .....	16
<b>3</b>	<b>股债投资策略</b> .....	<b>17</b>
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 .....	20
3.2.3	可转债 .....	21

# 招商基金 2021 年 9 月投资策略报告

## 1 宏观经济环境

### 1.1 海外市场

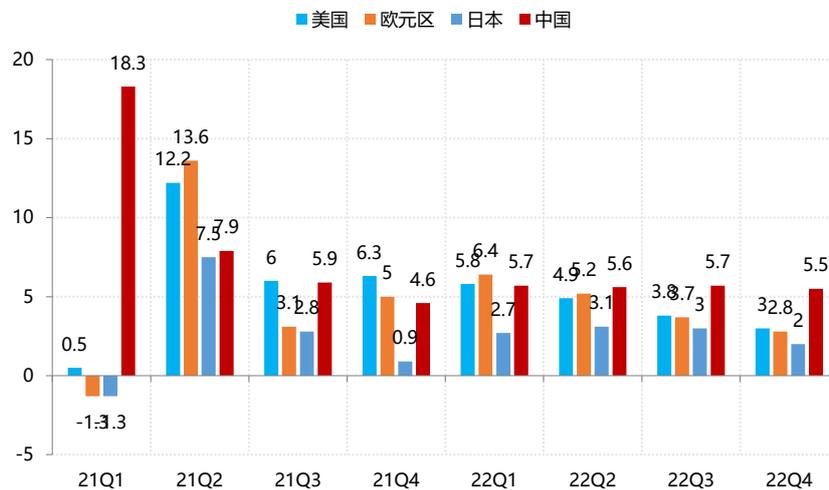
**展望 9 月份，我们认为全球经济依旧处于疫情后期的快速增长的时期中。**

从彭博主要国家的 GDP 同比增速的一致预期中，可以看到，中国、美国、欧元区和日本的 2021 年第三季度的 GDP 同比增速的一致预期分别为 5.9%、6%、3.1%和 2.8%。全球主要经济体的增速处于较快的发展区间内。受益于 2020 年的低基数效应，预计疫情后复苏较好的行业将呈现出一个较高的增速。

**当前全球经济的增速较好，这一判断从全球 PMI 的数据中也可以得到验证。**7 月份的摩根大通全球服务业 PMI 和摩根大通全球制造业 PMI 分别为 56.3 和 55.4，均处于荣枯线以上，显示当前全球经济的景气度高。

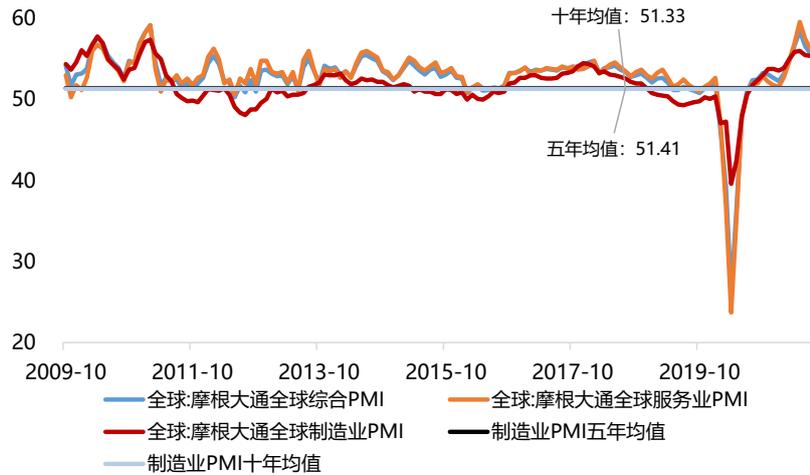
**总体来看，当前全球的金融流动性处于较为宽松的阶段，但美国通胀预期的上升，带来了美联储宽松货币政策的退出预期，是需要重点关注的问题。**目前的通胀预期为近 5 年来的相对高点，在接下来的一段时间内，疫情的有效控制加上经济的逐渐恢复，预计美联储的宽松货币政策的退出的可能性较大。考虑到美联储的政策对于金融市场的影响较大，因此需要关注美联储的政策退出情况。

图：彭博主要国家 GDP 同比增速一致预期



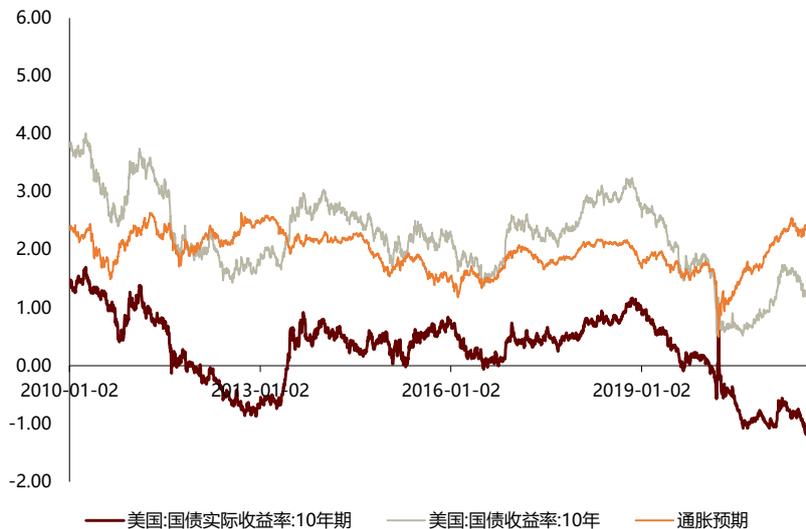
数据来源：Wind，招商基金

图：全球 PMI 情况



数据来源：Wind，招商基金

图：美国通胀预期情况



数据来源：Wind，招商基金

## 1.2 国内市场

**国内：经济数据 7 月份整体全面回落，货币整体依然维持相对宽松**

经济目前整体依然处在枯荣线以上，显示仍然在复苏，但增速全面回落；从流动性情况来看，短端货币市场依然维持宽松，且波动较小。投向实体的信用增速在上个月短暂企稳后继续回落，企业中长期贷款增速有见顶回落迹象。

制造业 PMI 数值继续小幅回落，8 月份录入数值 50.1，目前仍维持在荣枯线以上。从需求结构上看，地产投资与制造业投资增长仍具有较强韧性，虽然边际有所走弱，但依旧维持相对较高增速。基建投资相较经济总量依然偏弱，体现了经济整体依旧在复苏环境下政策托底必要性下降，但考虑到经济数据持续回落，我们预计后续基建投资

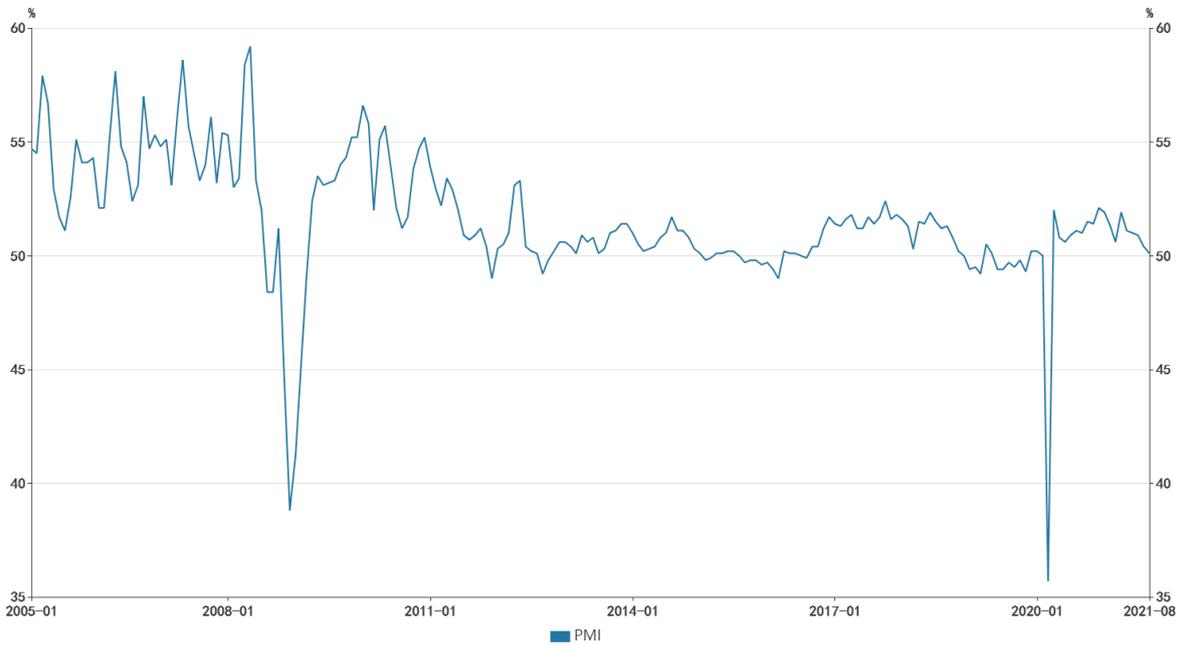
可能会有所发力。另外,7月社会消费品零售总额增速较6月份的12.1%降至8.5%,7月份出口增速较6月份的20.2%大幅回落至8.1%。整体来看,虽然经济还在复苏中,但力度明显走弱。且制造业投资和消费仍远不及疫情前水平。

**表: 7月份固定资产投资、房地产开放投资、基建投资、制造业投资增速继续回落**

指标名称	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	2021年7月	2021年4月近两年CAGR	2021年5月近两年CAGR	2021年6月近两年CAGR	2021年7月近两年CAGR
固定资产投资完成额:累计同比	5.4	-16.1	-3.1	0.8	2.9	25.6	19.9	15.4	12.6	10.3	3.7	4	4.5	4.2
房地产开发投资完成额:累计同比	9.9	-7.7	1.9	5.6	7	25.6	21.6	18.3	15	12.7	8.4	8.6	8.3	7.9
基础设施建投:累计同比	3.3	-16.4	-0.1	2.4	3.4	26.8	16.9	10.4	7.15	4.19	3.3	3.3	3.5	2.7
制造业投资:累计同比	3.1	-25.2	-11.7	-6.5	-2.2	29.8	23.8	20.4	19.2	17.3	0.3	1.3	2.6	2.6

数据来源: Wind, 招商基金; 注: CAGR 为年复合增长率 (Compound Annual Growth Rate)

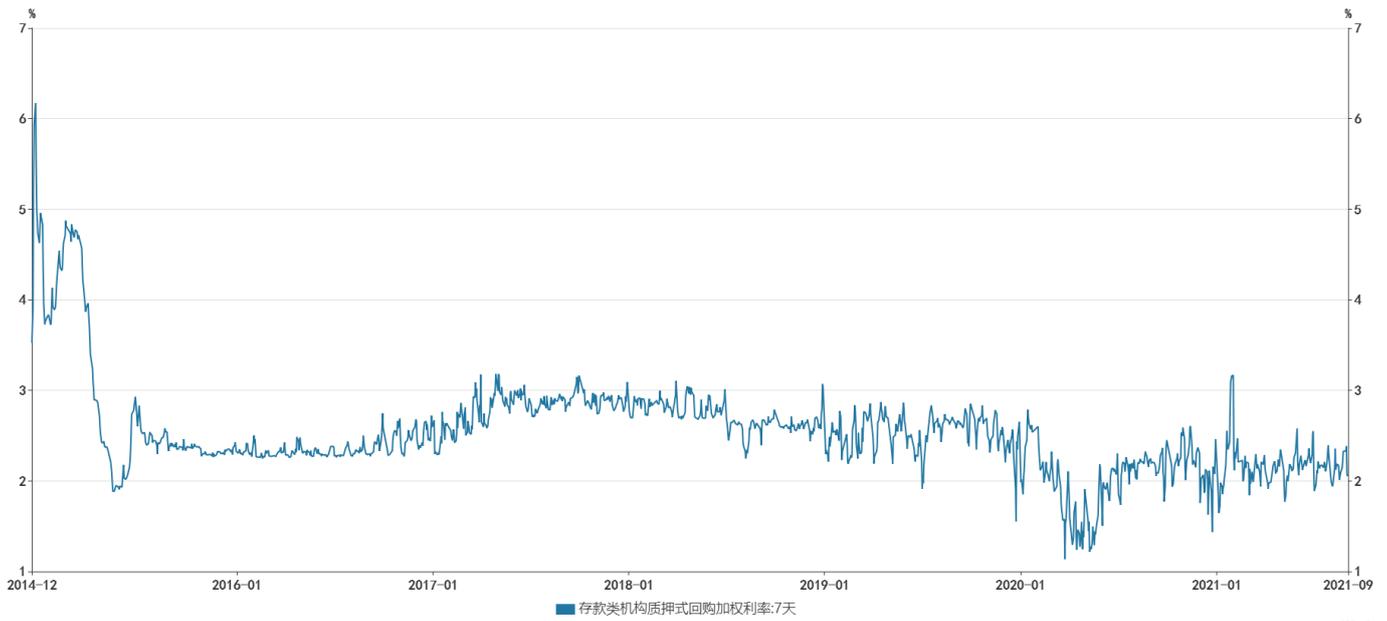
**图: 制造业 PMI 持续回落, 但依然处于荣枯线以上**



数据来源: Wind, 招商基金

狭义流动性依旧维持相对宽松, 中枢依旧平稳且波动较小。今年以来, 狭义流动性仅在1-2月份, 受永煤事件影响出现了短暂的流动性宽松、及受春节因素影响又出现了短暂的流动性紧张后, 其余月份短端流动性总体一直保持平稳, 且波动率较小。

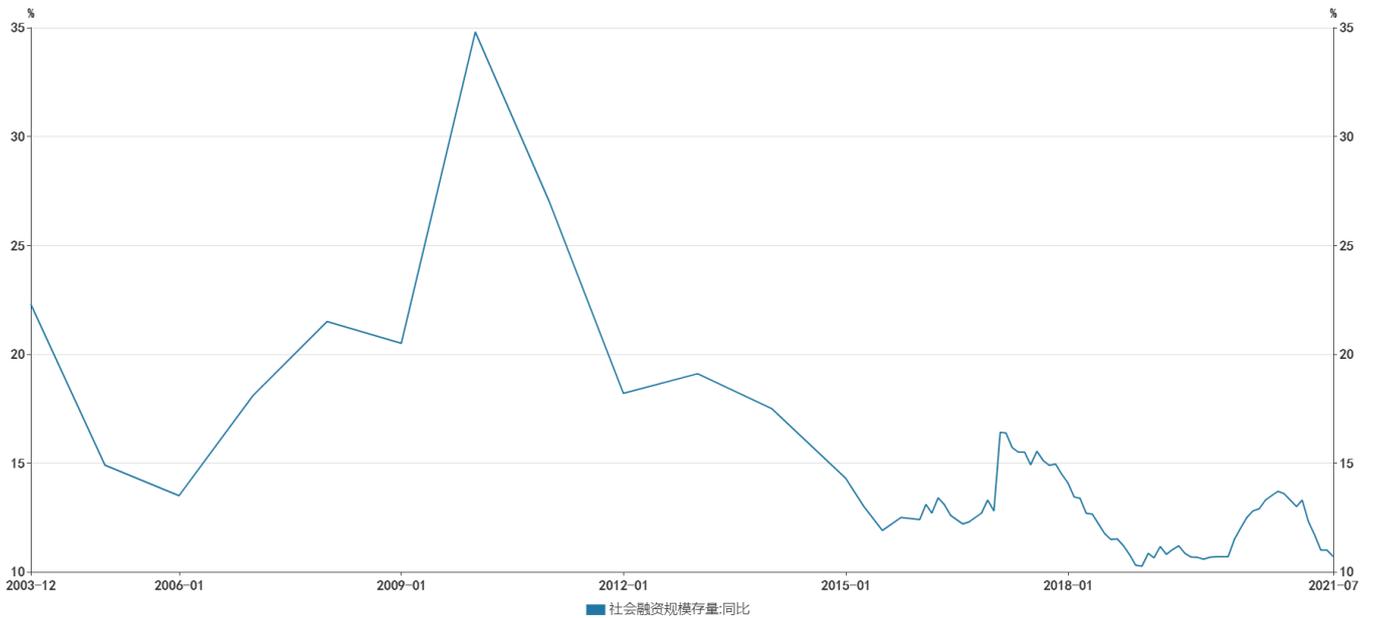
图：DR007 中枢依旧平稳，波动率较小



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在经历短暂企稳后继续小幅回落。从更能放映社融对实体经济支持力度的两年年化增速来看，在经历 6 月份的企稳回升后，7 月份也出现了小幅下滑，但下滑幅度更为温和。从社融和信贷结构来看，挂钩企业投资的中长期融资项 7 月份也出现了高位回落迹象。

图：社融存量同比继续小幅下滑



数据来源：Wind、招商基金

**图：社融存量同比增速在短暂企稳后继续小幅下滑**

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	11.90
2021 年 7 月	10.7	11.79

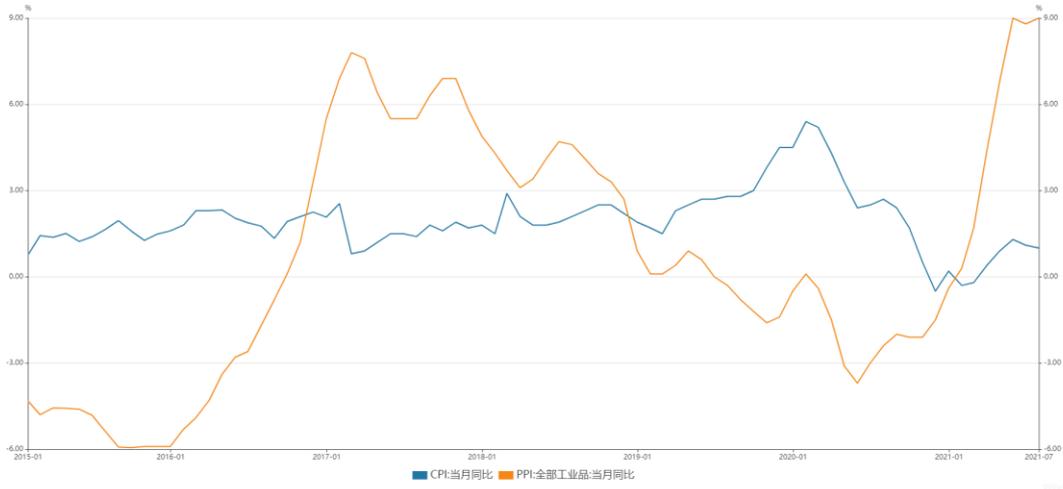
数据来源：Wind，招商基金

**图：企业中长期贷款同比高位回落**


数据来源：Wind，招商基金

通胀方面，7 月份 PPI 在经历 6 月份的短暂小幅回落后，反弹至 5 月份高点。虽然目前各项经济数据显示，需求端整体有所回落，但整体依旧处在复苏区间。供给方面，尤其受碳达峰、碳中和国家重点任务影响，整体供给依旧偏紧，甚至部分种类的供给在需求扩张的情况下还在萎缩。考虑到未来短期内供需格局依旧维持偏紧态势，我们判断三季度 PPI 将依旧维持高位。CPI 在 7 月份小幅回落，目前依然保持在正常区间内。

图：7月 PPI 反弹至年内高点，CPI 仍保持在正常区间内



数据来源：Wind，招商基金

## 2 大类资产观点

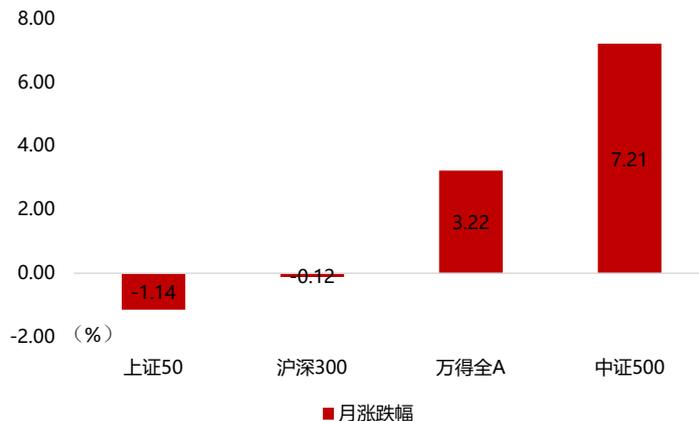
### 2.1 A 股市场

**8 月份 A 股市场回顾：中证 500 大幅上涨，表现明显优于沪深 300，大盘股和小盘股的表现分化明显。**

从上证指数的表现情况来看，在 2021 年 8 月份，A 股股票市场整体呈现出震荡上涨的走势。但从具体的走势表现情况来看，个股表现分化明显。以指数的表现为例，在 8 月份，中证 500 的涨幅为 7.21%，而同期的沪深 300 的跌幅为 0.12%，以中证 500 为代表的小盘股大幅跑赢了以沪深 300 为代表的大盘股。从市场的表现来看，市场对于一些制造业的细分龙头、对于制造业中的隐形冠军给予了较高的关注度，相关公司的股价得到了大幅上涨。

**我们认为，这种大盘股与小盘股的分化，一方面与市场前期的大盘股的大幅上涨后的估值消化有关；另一方面，与小公司在经济的复苏过程中展现出的旺盛的生命力、高速的业绩增长有关。**

图：2021 年 8 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

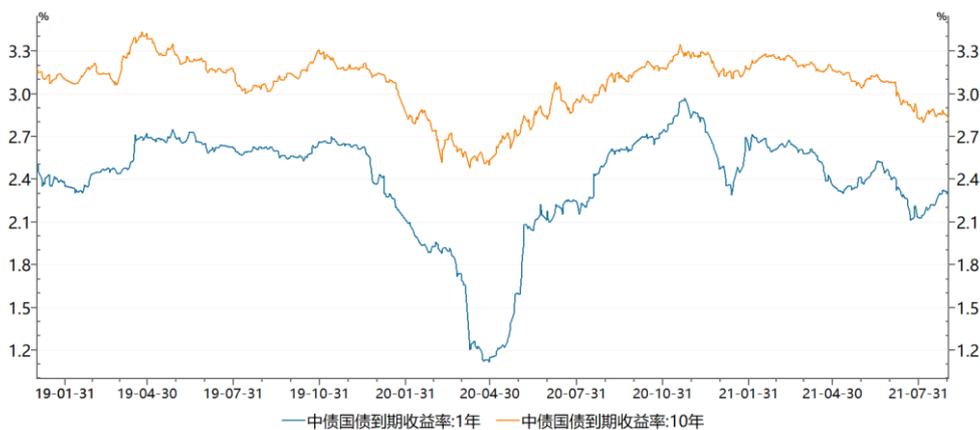


数据来源：Wind，招商基金

## 2.2 债券市场

2021年8月，债券市场走势为震荡调整。资金面月末略有收紧，全月看R001和R007月度平均值较上月小幅回落，国股存单6M和1年期收益率月末基本持平7月。8月债市整体期限利差走平，信用利差各期限基本呈上行趋势。

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：基本面方面，（1）各项宏观数据延续“高位回落”，且有所加速；（2）各类数据似乎存在季末冲高，下月回落的特征；（3）物价同比走稳；（4）从复合增速的角度，7月各主要经济数据（三大投资、消费、工业增加值、地产新开工施工竣工）全部弱于6月。根据高频观察，需求、生产均有所走弱，将要公布的各项宏观数据对债牛或仍有支撑。

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。

整体是“宽货币加结构性稳信用”格局，故预计利率中枢较前期下移，但会在偏窄的区间震荡，短期向下向上空间均有限；如收益率快速下行，投资尤应谨慎。债市技术指标指向债市尚未在债熊极端水平，债市整体赔率不高。

## 2.3 港股市场

8月恒生指数下跌了0.3%，恒生国企指数下跌了0.5%，在全球主要股指中表现靠后。具体来看，①小型股（涨3.8%）领涨，中型股（涨1.2%）表现优于大型股（涨0.2%）；②中资股（涨9.2%）表现优于香港本地/外资股（跌0.6%）；③行业方面，恒生原材料业（涨9.1%）、恒生工业（涨7.7%）和恒生能源业（涨7.6%）表现较佳，恒生医疗保健业（跌7.4%）、电讯业（跌2.1%）和公用事业（跌2.0%）表现较差。

海外方面，美国二季度GDP增幅略微上修为6.6%，但仍低于市场预计的6.7%，供应和劳动力制约因素仍构成经济阻力。8月Markit制造业PMI初值录得61.2，低于预期62.5和前值63.4，服务业PMI录得55.2，低于预期59.5和前值59.9。美国7月非农就业人口增加94.3万人，高于预期的87万人，随着劳动力市场持续复苏，美联储或将在9月释放更为明确的Taper信号。国内方面，7月经济数据不及预期，工业增加值同比增6.4%，预期7.9%，前值8.3%；7月社融数据整体偏低，社融增量1.06万亿元，存量同比增速为10.7%，低于市场预期。其中主要拖累项为实体贷款、政府债券和表外融资。在经济环比下滑明显，信用扩张力度有限下，政治局会议对稳增长的关注加大，对经济形势的判断延续了“不稳固、不均衡”的措辞，财政政策定调更偏积极。

1. 截止8月31日，恒指PE（TTM）为10.1倍，恒生国指PE（TTM）为9.2倍，与7月底基本持平。
2. 截止8月31日，离岸人民币兑美元汇率本月下降0.04%，美元兑离岸人民币汇率为6.4654。8月30日人民币3个月无本金交割远期汇率与即期汇率的点差为470BP，低于7月底的565BP，显示8月份人民币贬值压力有所下降。
3. 恒生AH股溢价指数较7月底有所上升。截止8月31日，AH溢价指数为139.8，高于7月底的137.9。8月份，南向资金净流出规模达到164.32亿港元。

**展望9月，虽然市场对于产业政策趋严存在过度悲观，但是政策仍有持续的不确定性，叠加国内经济增长边际放缓、信用扩张并不明显以及9月释放更为明确的Taper信号，可能限制港股市场反弹的高度。**板块配置上，

（1）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。而且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。（2）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。（3）本轮疫情接近尾声，在全面免疫下，后续边际影响逐渐减弱，线下活动将明显修复。近期澳门通关有所放开，将利好博彩板块。同时，国庆假期临近，航空和旅游板块可能将明显受益。（4）部分优质的新经济公司在本次调整后配置价值凸显。

## 2.4 美股市场

### 8月美股市场表现

8月，标普500指数累涨2.9%，为连续第七个月录得月度涨幅，道指累涨1.21%，纳指累涨4%，为连续第三个月上涨。其中成长股与科技股在8月份重新受到了投资者的青睐。盘面上，在线教育股、中概股、美国抗疫概念股涨幅居前，海运、钢铁板块走软。标普500指数的11板块涨跌各异，能源板块收跌逾0.7%，信息技术板块跌超0.5%，原材料和工业板块均跌约0.3%，房地产板块则涨超0.6%。

8月，能源跌约2.9%，表现最差，电信涨超5.1%，领跑标普500指数的11个板块，金融、信息技术、公用事业板块涨幅介于3.2%-3.6%，房地产和医疗保健板块涨超2.0%。

## 8月美股市场估值

截至8月27日，美股市场整体估值水平如下：

标普500预测市盈率为22.3倍，高于上周收盘的22.0倍，高于1990年以来的3/4分位数。

中概股预测市盈率为56.3倍，高于上周收盘的51.6倍，高于2015年以来的3/4分位数。

纳斯达克指数预测市盈率为33.1倍，高于上周收盘的31.9倍，高于2002年以来的3/4分位数。

罗素2000指数预测市盈率为32.0倍，高于上周收盘的30.6倍，高于1995年以来的3/4分位数。

行业估值分位数如下：公用事业（99.5%）、工业（96.6%）、核心消费品（96.3%）、非核心消费品（94.5%）、电信服务（82.5%）、信息技术（81.4%）、房地产（81.3%）、金融（63.8%）、医疗（58.2%）、原材料（44.6%）和能源（43.7%）。（注：括号内百分比数值为对应行业预测市盈率于1990年以来的分位数）

## 经济数据及基本面

疫情对经济的影响不容忽视，近期消费者支出增速有所放缓，供应链瓶颈和劳动力紧缺继续推高物价压力。美联储最关注的通胀指标——个人消费支出物价指数（PCE）7月同比上涨4.2%，为1991年以来的最高水平，而核心PCE也保持在3.6%的高位，这也对消费者信心造成了影响。随着政府失业救济金补贴将在9月初到期，能否鼓励更多民众重新回归劳动力市场将成为经济动能的关键。近期服务性开支增长加速反映出日常生活恢复正轨对于实体经济的支撑作用，而疫情期间美国家庭积累的储蓄有望成为关键动力，因此就业市场回暖对于民众经济的信心至关重要。

美国8月消费者信心降至113.8，为六个月最低，对新增病例数飙升以及通胀攀升的担忧打击了经济前景。此外美国联邦住房金融局(FHFA)公布，美国6月房价较上年同期上涨18.8%。第二季房价同比急升17.4%。

## 资产配置观点

从历史上看，9月是美国股市一年中表现最差的一个月，但近期的强势表明，市场可能会逆趋势而动。自1928年以来，9月份美股的平均回报率为-0.1%，胜率仅为46%。但是出色的企业业绩为估值提供了支撑，并为股价上涨提供了基础。随着第二季度财报季的结束，标普500指数有望实现95.4%的收益增长，这将是2009年第四季度以来的最大增幅。经济周期的早期阶段，强劲的经济和盈利增长，以及2022年之前相对较低的利率，有望支撑股价走高。受经济复苏将使企业利润继续扩大的预期提振，股市在夏季上涨，投资者普遍乐观地认为，股价将继续保持上

涨势头，然而，秋季市场可能会变得更加动荡，美联储缩减刺激计划可能是其中一个催化剂。

对于风险资产而言，9月可能是充满挑战的月份，即将出现的潜在风险包括对部分科技公司政策收紧，还有德国9月的联邦大选。美股势头如此强劲，这掩盖了德尔塔变异病毒感染病例激增、通胀走高，以及美联储下步政策所带来的短期严重风险。随着创纪录的GDP和公司盈利增长、通胀上升以及德尔塔感染率开始下行，美联储取消货币宽松政策的压力可能增大，美股将可能出现回调。

市场担心，将有四个因素将导致秋季市场回调：美联储(Fed)缩减资产购买(QE)、通胀上升、利润率增长的压力和公司税上调。目前，美联储每月购买1200亿美元的资产，包括800亿美元的国债和400亿美元的抵押贷款支持证券(MBS)。从历史上看，美国(USA)股市创新高很大一部分原因是美联储的宽松货币政策和充裕的资本涌入市场。美国目前的消费者价格指数(CPI)处于13年高位，这也将吞噬企业利润。美国总统拜登(Joe Biden)提议将公司税率从21%提高到28%。虽然有情况表明，从历史上看，公司税上调对美国股市的影响有限，但企业盈利增长大概率会受到抑制。配置观点上，我们将重点关注新能源汽车、拜登基建计划、医疗保健等3个板块。同时也可关注超跌的中概股及盈利依然强劲的美国科技股。

## 2.5 原油市场

**原油：回归需求，震荡偏弱。**

**8月原油市场行情回顾：**

8月国际油价呈现V字结构。截至8月27日，WTI原油期货结算价为68.74美元/桶，较7月下调4.4%；布伦特原油期货结算价为72.70美元/桶，较7月下调2.4%，而布伦特-WTI价差则扩张至3.96美元。OPEC一揽子原油价格下跌1.93美元，至70.75美元/桶，跌幅2.66%。本月原油延续了前月的震荡向下趋势，疫情反弹、中国进口放缓、投机盘撤出等因素使油价持续承压。8月最后一周，空头回补、墨西哥海上平台事故、美元指数走低促使油价快速反弹。

从需求端来看，鉴于疫情对7月需求的拖累，IEA的8月报告将2021年全球日均需求预测下调10万桶，并将2022年年全球日均需求预测上调20万桶。OPEC报告则维持2021预测不变，下调了2022年需求预测。亚洲的石油消费国收紧防疫措施，影响了交付；美国石油需求总量创6周新高，馏分油需求增多，但驾车活动减少导致汽油需求下降。中国8月受异常天气、配额缩减、调查税费、疫情反弹等因素影响，地炼开工率下滑，成品油消费旺季走弱。摩根大通预计三季度全球石油需求预期将因疫情下调100万桶/天。

从供应端来看，暂时比较稳定，关注9月产量会议。OPEC月报显示7月OPEC成员国较6月增产64万桶，至2666万桶/天。7月的增产协议后OPEC+将维持谨慎增产，自2021年8月开始每月增加40万桶/天产量。尽管美国提出呼吁，为压低油价遏制通胀，希望OPEC+加快增产节奏，但OPEC+目前没有进一步增产的打算。相反，因疫情打压需求导致原油价格持续下跌，OPEC+在9月1日产量会议上有可能调整增产计划。美国方面，产量一直

在 1100 万桶/天的水平温和增长。

从库存端来看，美国能源署信息署 EIA 数据显示，截止 8 月 20 日当周，虽然产量温和上升，但由于美国石油净进口量减少，商业原油库存较上月下降 712 万桶。美国俄克拉荷马州库欣地区原油库存 3360 万桶，较上月减少 310 万桶。由于供需缺口尚在，库存去化仍将持续，但节奏起伏较大。

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

### 9 月原油市场行情展望：

#### 展望 9 月，预计油价将震荡偏弱。

从供给端利好因素来看，OPEC+增产节奏比较确定，且消息已经被市场消化，加速增产的概率较小。相反，在 9 月 1 日的产量会议上，不排除为提振油价而暂缓增产的可能性。同时中东地缘风险增加，伊朗在阿曼港设立的石油码头接连发生袭击事件，涉及以色列和伊朗商船，并造成海员死亡。北约以此事向伊朗施压，这可能会延缓伊朗产量回归市场的节奏，短期内伊朗较难对供应端形成压力。并且据俄罗斯能源部的数据，俄罗斯 8 月原油日产量较 7 月下行 0.5%。从库存端利好因素来看，虽然机构下调了 2021 需求增长预测，但需求缺口依然存在，下半年约为 150 万桶/天，炼厂开工率维持在较高水平，EIA 原油库存持续去化，油价底部仍有支撑。

从供给端利空因素来看，美国产量恢复预计在四季度加速，上半年大型页岩油生产商把目标放在分红和偿还债

务上，叠加“双碳”政策推进，导致上游投资有限，而小型生产商比较活跃。在7、8月份，先行指标——石油钻井平台数量连续增加，预计四季度产量将集中释放，年底有望突破1200万桶/天。Brent-WTI价差大幅走扩至3.96美元，也显示了美国页岩油回归的预期。墨西哥因火灾关停的Pemex125口油井，约44万桶/天产能，已开始陆续重启。从需求端利空因素来看，主要国家PMI不及预期。美国8月Markit制造业PMI下降至61.2，未达预期的62.8，需求兑现受供应链问题限制。中国8月12日第三批非国营贸易商进口配额下放442万吨，三批共16225万吨，同比下降12%，配额紧张限制了许多地炼的进口采购。

从资金方面来看，据CFTC数据显示，截至8月17日当周，NYMEX及IPE净多头持仓减少8634手，投机盘撤出使油价承压，若需求未明显转好，较难恢复看多情绪，但要警惕空头回补造成的暂时反弹。

## 2.6 黄金市场

**黄金：8月金价整体震荡先跌后涨，预计9月金价呈现震荡走势。**

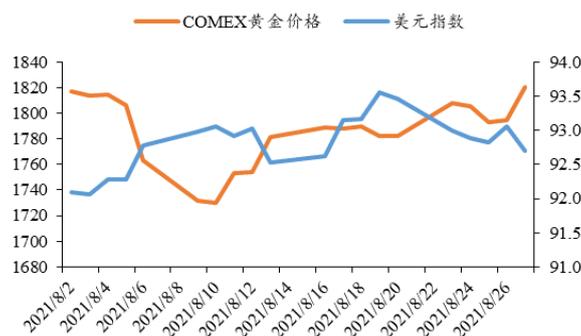
**2021年8月金价回顾：**

黄金价格在2021年8月呈现整体震荡、先跌后涨的走势。2021年8月27日收盘价为1820.5美元，较7月31日1816.9美元的收盘价收涨0.2%。8月高点于8月27日收1820.5美元，低点于8月10日收1729.8美元。

8月美元可能成为黄金走势的核心驱动因素。8月上旬全球疫情大幅反弹明显推升避险情绪，抬高美元指数，同期黄金承压下跌；此外，8月初美国系列经济数据表现抢眼也成为美元走强的重要因素，8月3日公布的美国ISM制造业PMI数据表现略超预期；8月6日美国非农当月新增也高于预期，催动实际收益率和美元双双上行，带动金价下跌。

8月中下旬美元回落，黄金反弹：从基本面看，8月下旬起各国疫情复发有见顶趋势，且美国、德国和法国等多个国家决定推进加强针（强生加强针测试效果优秀、辉瑞获得FDA全面审批通过），全球疫情担忧逐渐消退；二是政策面上，卡普兰预计DELTA病毒可能改变Taper进程（导致延后）；央行年会鲍威尔并未对Taper进行明确指引，整体基调偏鸽派，带动美元下行、金价上行。

**图：纽约商品交易所（COMEX）黄金价格在2021年8月与美元指数明显负相关（美元/盎司）**



数据来源：Wind、招商基金

图：纽约商品交易所（COMEX）黄金价格在 2021 年 8 月先跌后涨（美元/盎司）



资料来源：Wind，招商基金

### 2021 年 9 月黄金市场展望

我们认为 9 月 Comex 黄金价格将整体呈现震荡走势，主要源自于三大不确定性因素：

一是疫情，全球疫情当前仍然存在不确定性，美、欧以及东南亚国家疫情的反复可能导致金价区间震荡。

二是流动性的不确定性，一方面，美国 7 月通胀结构尚未呈现出明显的见顶趋势，市场当前对于短期通胀走势的分歧极大，如果 8 月通胀同环比再次超出预期，可能引发对联储提前收紧的担忧，金价将受挫下行；另一方面，包括美联储主席在内的多位美联储高官任期将在 2021 和 2022 年先后到期，受政治利益导向影响，近期联储官员的表态可能整体呈现出较为“鸽派化”的姿态。主席鲍威尔明年 2 月任期即将结束，下半年面临连任提名压力，拜登可能于劳动节后做出最终决定（美国时间 9 月 6 日）。当前白宫高级顾问对重新提名鲍威尔具有较高支持度；耶伦作为对联储主席提名具有较大影响力的内阁核心成员，已公开表示支持重新任命鲍威尔为美联储主席，鲍威尔当前具有较高可能性连任。因此，对于鲍威尔而言，充分引导预期降低 Taper 对市场的冲击将是其卸任前的关键挑战，在此背景下，未来政策推进节奏明显超预期概率较小。除美联储主席外，鲍威尔短期可能还需任命两个职位，一是负责银行监管的联储副主席一职，当前任职的夸尔斯任期将于今年 10 月到期。二是当前联储理事席位仍有一席空缺，理事任期长达 14 年且有投票权。受政治利益导向影响，近期联储官员发声可能较为鸽派。美联储货币政策的不确定同样可能使得金价震荡。

三是政策面，拜登政府财政方案的落地规模仍有极大不确定性。整体 3.5 万亿美元财政预算方案仅匹配 1.8 万亿美元的加税规模，赤字缺口极大，鉴于民主党内对财政纪律和加税规模存在分歧，预计方案将在加税规模基本维持不变的情况下削减支出规模，3.5 万亿预算案实际落地规模可能向 1.8 万亿的加税规模靠拢，财政政策叠加美国债务上限的不确定性同样可能使得金价震荡。

## 2.7 汇率市场

**汇率：预计 9 月份人民币和美元指数维持震荡。**

**8 月份汇率走势回顾：人民币小幅升值，美元指数震荡走平。**

在 2021 年 8 月份，人民币汇率整体稳健下小幅升值，美元指数在震荡走势下整体走平。总体来看，人民币汇率保持相对稳健的背后依然是高企的结汇意愿所支撑，与此同时，美联储在缩减购债方面未有明显超预期信号，美元维持震荡也对汇率有一定支持。

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

**9 月份汇率走势展望：预计人民币和美元指数维持震荡走势。**

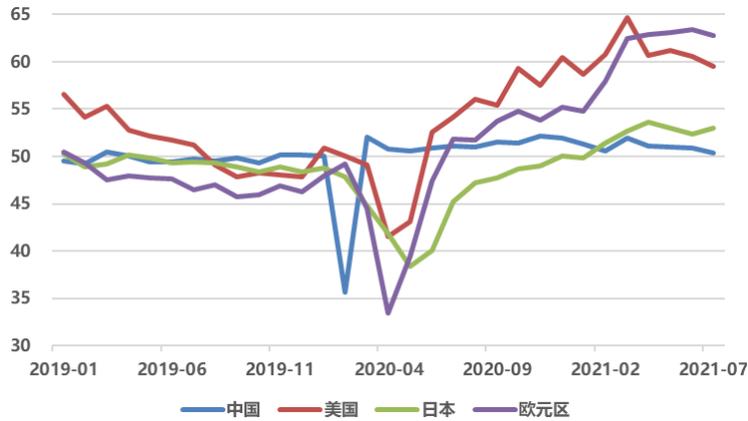
对于 2021 年 9 月份的汇率走势展望，预计人民币和美元指数维持震荡走势。

人民币预计整体维持横盘走势，从政策上无须对货币宽松信号做过度解读。央行近期在香港发行离岸人民币央票回收部分离岸市场人民币流动性，短期对汇率形成一定利好效应，并且上周央行发文称运用再贷款再贴现、存款准备金率等货币政策工具为金融机构服务乡村振兴提供资金支持。但我们认为无须过度解读会议中的货币宽松信号，政策表明货币政策将继续支持乡村振兴，而货币政策基调大方向并未出现根本性变化、货币政策仍然稳中偏松，但不排除年内还有降准置换 MLF 的可能性。往后看中国经济下行压力逐步显现，但总量仍然较为温和，货币政策进一步大幅宽松概率不高，继续维持人民币窄幅震荡的观点。

美元指数方面，Taper 的影响已经被市场充分考虑，鲍威尔讲话后加息预期未发生明显变化。上周五鲍威尔讲话表示如果经济继续如预期般复苏那么年内开启 Taper 将是合适的，同时他也指出 Taper 并非加息的信号，即使在资产购买结束后，美联储所持有的大量长期证券仍将继续支持宽松的金融条件。由于 Taper 已经被市场充分讨论了较长时间，市场对此预期较为充分，并且流动性仍然宽裕，因此在 Taper 开始前以及初期美元明显走强的动力有限，

如果加息预期并未出现明显变化则美元难以大幅走强，因而我们对美元指数也同样保持维持震荡的观点。

图：中国、美国、欧元区等主要经济体 PMI



数据来源：Wind、招商基金

### 3 股债投资策略

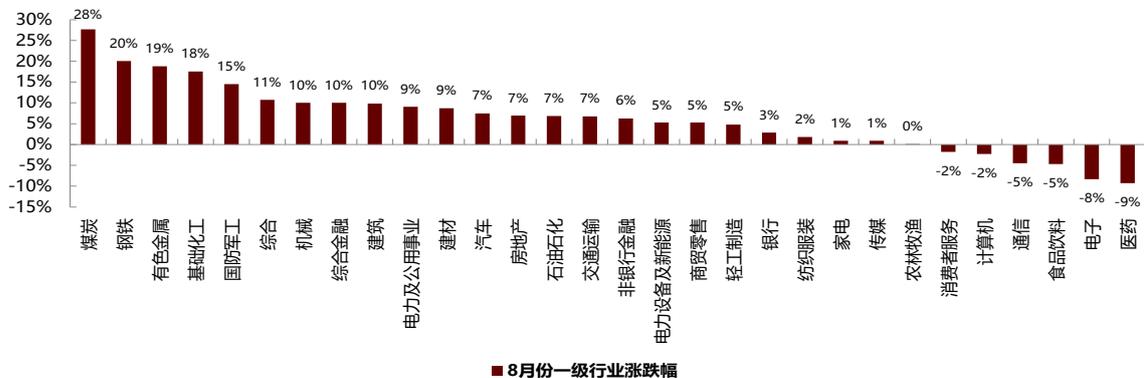
#### 3.1 A 股投资策略

2021 年 8 月份市场回顾：板块表现的分化依旧明显，煤炭、钢铁、有色等周期类行业获得了市场的高度关注，而医药、电子、食品等行业的跌幅靠前。我们认为，行情的分化表现显示了市场对于景气度和估值的匹配情况提出了较高的要求。

具体来看，目前煤炭、钢铁等行业目前的景气度较高，而估值处于合理的区间范围内。而医药、食品等行业在 2020 年的疫情后经历了较大幅度的上涨，而近期的行业增速有所下行，两个因素的叠加使得这些行业出现了下跌。

另外，我们看到，基础化工、国防军工、机械等行业在 8 月份的走势表现较好。这些行业属于制造业，行业中的不少公司具备较强的竞争力，是隐形冠军。在目前经济复苏的背景下，竞争力强的公司获得了较好的业绩表现，不少质地优秀的小公司的业绩增速超过了大公司。而这，也是 8 月份的小盘股表现优于大盘股的主要原因之一。

图：2021 年 8 月份行业涨跌幅（%）



数据来源：Wind、招商基金

展望 9 月份市场，我们认为，考虑到当前全球经济复苏的推进，国内经济的向好，不少行业仍处于景气度较高

的区间内，以及当前的市场估值依旧处于一个合理的区间范围内，预计 9 月份会维持震荡向上的走势的表现。

从市场的风格来看，考虑到较多的小市值公司在中报业绩中的亮眼表现，预计小盘股的强势表现有望持续。不同行业间、同行业内的不同公司的分化表现预计会持续。在目前相对震荡的市场环境下，公司的业绩增速是第一位的，只有高业绩增速才能带来较为确定的股票收益。

对于需要关注的风险点，主要提示两点：

第一， 将继续关注景气度和估值的匹配情况，即规避一些估值高位但是盈利下滑的公司。

第二， 第二，关注国际情况，关注美国的通胀情况，关注美联储的货币政策的退出预期对于金融市场的影响情况。

图：主要 A 股指数估值水平

主要指数	2021/8/27	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	19.8	58.2	11.5	19.9	50%														
	WIND全A (剔除金融石油石化)	32.5	76.2	13.8	30.5	55%														
	上证综指(剔除银行)-中位数	22.6	66.3	16.0	27.3	19%		√												
	上证50	10.8	48.5	6.9	11.5	45%														
	沪深300	13.4	51.1	8.0	13.7	46%														
	中证500	21.6	92.8	16.0	32.3	6%	√													
	中小板100指数	32.1	67.7	14.5	32.2	49%														
	创业板100指数	58.9	137.9	27.0	52.8	68%														
	中小板综合	36.5	96.7	15.9	41.6	35%														
创业板综合	82.2	174.9	28.1	62.6	74%															
海内外相对估值PE(TTM)	恒生AH股溢价指数	139.6	208.1	85.0	122.6	87%														
	上证沪港通AH溢价指数	138.5	209.5	89.4	124.5	84%														
	上证指数/标普500	0.5	3.3	0.4	0.7	9%	√													
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	6.1	14.1	2.7	5.4	61%														
相对估值PB(LF)	创业板100指数/沪深300	5.1	6.3	1.5	3.2	93%														
	创业板综合/沪深300	3.6	5.5	1.4	2.8	76%														

数据来源：Wind、申万宏源、招商基金

对于具体的行业观点而言，在目前的制造业崛起的背景下，我们比较看好机械、军工等制造业相关的行业。主要是出于以下几个判断点：第一，从中国制造 2025 等远期规划来看，机械、军工等制造业依旧属于需要大力发展的行业。虽然行业中部分细分环节已经达到了国际先进水平，但仍有不少环节处于较为薄弱的情况。只有通过进一步提高制造业的竞争力，才能进一步提升我国的国际竞争力。第二，从中报的业绩表现来看，机械、军工等行业的中报业绩较好，有望提升相应行业的市场情绪。第三，结合估值和盈利表现等多方面的综合因素，目前机械和军工目前仍处于相对合理的估值区间范围内。

## 3.2 债券投资策略

### 3.2.1 利率产品

#### 市场回顾

8 月债券市场震荡调整。利率债方面，1 年国债全月上行 17.6BP 收于 2.31%；5 年国债下行 0.6BP 收于 2.68%；10 年国债上行 0.9BP 收于 2.85%；5 年国开下行 0.4BP 收于 3.02%，10 年国开下行 3.9BP 收于 3.19%。信用债方面，整体收益率呈上行趋势，5 年期信用品种调整较大，评级较低品种调整较大。公开市场操作方面，8 月央行公开市场操作净投放 1300 亿（包括国库现金），MLF 缩量续作。

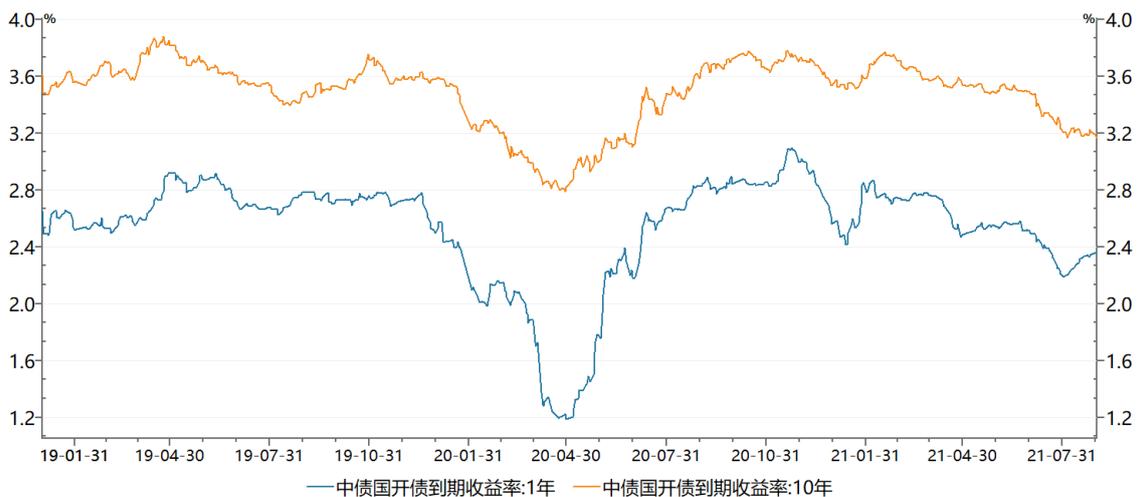
国内方面，8月高频数据上生产大部分走弱，大宗商品价格走平。生产方面，全国高炉开工率小幅回升，PTA 负荷率、地炼开工率、半钢胎开工率继续小幅回落。需求方面，8月30大中城房地产成交面积环比7月为回落，同比增速也大幅回落。8月前三周乘用车总体零售同比下降15%，批发销售同比回落23%。南华工业品、CRB指数8月基本走平。已公布的景气指数显示8月经济运行扩张步伐继续放缓。受近期国内疫情汛情等因素影响，8月份制造业采购经理指数为50.1%，比上月回落0.3个百分点，继续保持在扩张区间；非制造业商务活动指数为47.5%，低于上月5.8个百分点，落至临界点以下，其中建筑业为60.5%，高于上月3.0个百分点，位于高位景气区间，服务业为45.2%，明显低于上月7.3个百分点；综合PMI产出指数为48.9%，低于上月3.5个百分点。

资金面上，资金松紧程度基本持平上月，资金月末跨月略有紧张。R001月均值回升3BP，R007月均值回落2BP至2.23%。

债券供给：8月，利率债（国债、地方政府债、政策性金融债）发行量约2万亿元，净融资约1.2万亿元，净融资大幅回升。

投资策略：（1）绝对值水平，10年国债在去年宏观经济悲观+美联储大放水时达到了2.5%的极低水平，在经历降准后，10年国债迎来了一波达30BP幅度最低到2.8%左右的行情，大约透支了约两次幅度的降息；伴随收益率向下，潜在空间也越来越窄；所以如果10年国债再度步入2.8%，建议考虑适当减仓减久期。同时也不排除财政政策、一级供给和市场情绪（比如股市走强），加上本就偏低的绝对收益率水平，也可能推动10年国债回升至3%水平，此时也可根据账户需要，适当配置。（2）根据央行降准后货币操作、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，配置方向应当是流动性较好的信用债品种或成本计价的资产，便于调仓。近期监管出手整治大行的摊余成本法理财，预计股份制银行的摊余成本法理财也将紧随其后，不可避免将冲击银行二级资本债、银行永续债和私募债，带来一定机会。（4）在操作上更需关注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。债市目前多空交织，运行主要逻辑变化较快，应对更重要。

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8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 12615 亿元，净发行 3365 亿元，由于总发行规模相较往年有较大幅度增长，导致净发行量达到近年来最高水平。其中8月公司债、企业债及中票合计发行金额为7024亿元，净融资额2650亿元，相较7月长债净融资规模有明显涨幅，信用债一级市场的有效供给大幅回升。

二级市场方面，进入8月以来，信用债二级市场收益率整体呈震荡上行趋势，且长端上行幅度更大。以AAA级中短期票据为例，8月1年中短期票据收益率维持原位，3年中短期票据收益率上行1BP，5年中短期票据收益率上行6BP，长端上行幅度超过短端，期限利差相较上月有所走阔。从信用利差来看，以AAA级中短期票据为例，中短端信用利差整体收窄，短端信用利差较上月末收窄15BP，处于历史8%分位水平，3y信用利差较上月末收窄2BP，处在历史22%分位水平；5y信用利差较上月走阔6BP，处在历史27%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 8 月短期融资券总发行量为 4771 亿元，净融资为 499 亿元，环比分别增加 267 亿元和 151 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较高水平（仅弱于去年同期），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，8 月短融收益率整体呈现下行趋势，等级利差整体以收窄为主，其中 AAA 短融收益率上行 1BP，AA+短融收益率下行 5BP，AA 短融收益率下行 7BP。目前 1 年期各等级短融信用利差均处于历史 10%分位以下，较上月大幅压缩，短端性价比进一步降低。其中，1yAAA 品种利差处于历史 7%分位水平，1yAA+和 1yAA 均处于历史 2%分位左右水平，反映出在 8 月市场震荡行情背景下，短久期中低等级品种信用债受到机构追捧。

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震荡行情，由于市场宽信用预期浓厚、地方债供给提速，叠加四季度经济存在下行压力、政府严防隐性债务扩张等因素，市场对信用债后续走势存在分歧，**我们认为 9 月信用债投资仍应以严控信用风险为前提，考虑坚持票息策略，努力追求增厚投资收益。**

### 3.2.3 可转债

8 月份转债市场与 A 股市场双双上涨，截止到 8 月 31 日，万得全 A 上涨 3.22%，中证转债上涨 3.84%，转债市场表现强于股票市场。具体看上旬在流动性宽松，中报向好背景下市场延续上涨趋势；中旬后在本月经济数据不及预期、前期热门板块透支涨幅，市场存在交易性调整背景下，市场有所回调。分行业看，本月涨幅较多的板块为煤炭、钢铁、有色金属和基础化工；跌幅较多板块为医药、电子、食品饮料和通信。价值板块涨幅大于成长板块，中小市值组合涨幅大于白马组合。转债估值本月整体保持高位震荡，目前全市场平均转股溢价率 34.37%，较上月末上升 0.05 个百分点，目前处于 2017 年以来 97.2%分位数水平。流动性持续宽松，是支撑本轮转债估值抬升后等维持在高位的重要保证。同时在比价效应下，新上市转债相对偏高的定位也会带动存量品种估值抬升。

展望后市，正股层面，总量上8月经济数据不及预期、疫情管控力度加大导致对消费产生不利影响、一系列超预期政策出台冲击部分行业市场情绪，均制约权益市场整体向上动能。结构上，目前从景气度和流动性上确实利好成长风格，但是目前市场分化已经走到极致水平。从交易层面存在回调需求。转债估值层面，目前转股溢价率持续保持在高位。需要警惕潜在的估值调整压力。后续若流动性预期出现边际转向，或股市出现趋势性调整，正股端赚钱效应下降，均有可能向下压制转债估值。策略上，建议加大对银行、基建、券商板块中双低转债的关注，对高估值成长板块转债保持相对谨慎态度。

### 可转债市场表现



数据来源: Wind

**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，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。