



招商基金投资策略报告

2023 年·6 月



长期 | 价值 | 责任

目 录

1	宏观经济环境	2
1.1	国内市场	2
1.2	海外市场	3
1.2.1	美国	3
1.2.2	其他国家与地区	4
2	大类资产观点	4
2.1	A 股	4
2.1.1	回顾展望	4
2.1.2	投资策略	5
2.2	债券	8
2.2.1	债券市场回顾展望	8
2.2.2	债券市场投资策略	9
2.2.3	可转债市场回顾展望与投资策略	10
2.3	港股	11
2.3.1	回顾展望	11
2.3.2	投资策略	11
2.4	美股	12
2.5	原油	13
2.6	黄金	13
2.7	汇率	14
3	大类资产配置策略	15

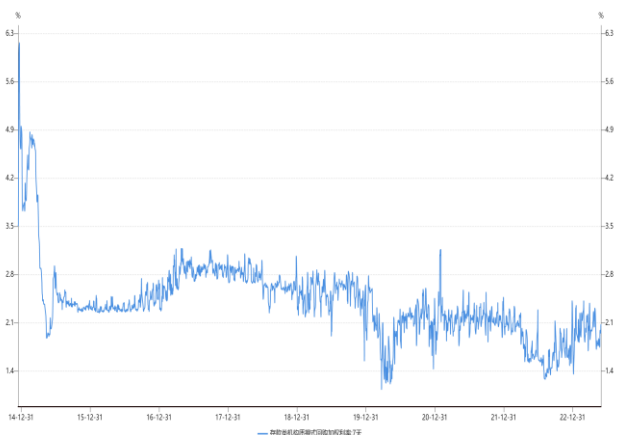
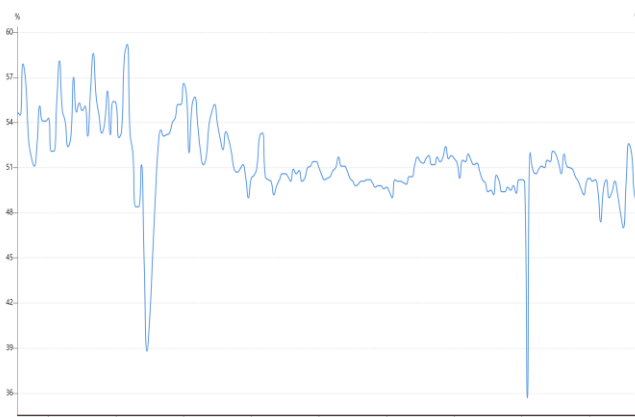
1 宏观经济环境

1.1 国内市场

国内：经济数据整体较弱。制造业和投资数据持续较差，流动性依然在正常区间内。2023 年 5 月制造业 PMI 继续走弱，录得 48.8%。投资数据方面，4 月投资数据整体继续走弱。4 月社会消费品零售总额数据继续大幅走强，录得数据 18.4%，前值 10.6%。出口数据虽有所下滑，但依然保持了强势，4 月录得数据 16.84%，前值 23.43%。

图：2023 年 5 月 PMI 继续走弱

图：DR007 整体依然在正常区间内



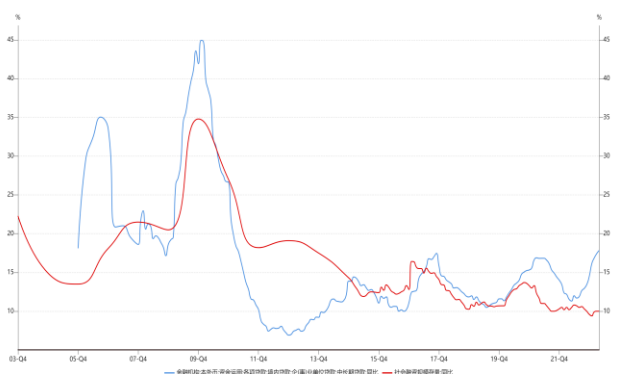
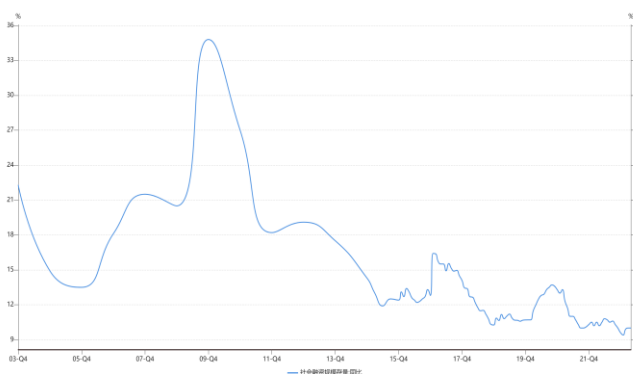
数据来源：Wind、招商基金，数据截至 2023 年 5 月 31 日。

DR007（银行间存款类金融机构 7 天期质押式回购）整体依然维持在正常区间内。

从投向实体经济的流动性角度看，代表性指标社融存量 2023 年 4 月份较上月持平，社融两年 CAGR（复合年均增长率）和企业中长期贷款同样继续有所回升。

图：2023 年 4 月社融存量有所回升

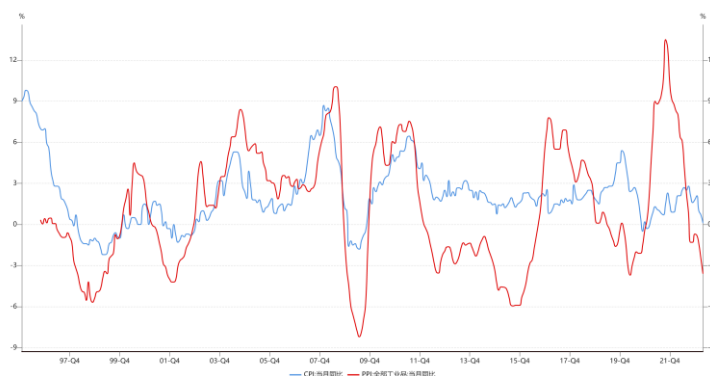
图：企业中长期贷款继续回升



数据来源：Wind、招商基金，数据截至 2023 年 5 月 31 日。

通胀方面，2023 年 4 月 PPI 继续下滑，同比下降 3.6%；4 月 CPI 继续下滑，同比上升 0.1%。

图：PPI 继续下滑，CPI 继续下滑



数据来源：Wind、招商基金，数据截至 2023 年 5 月 31 日。

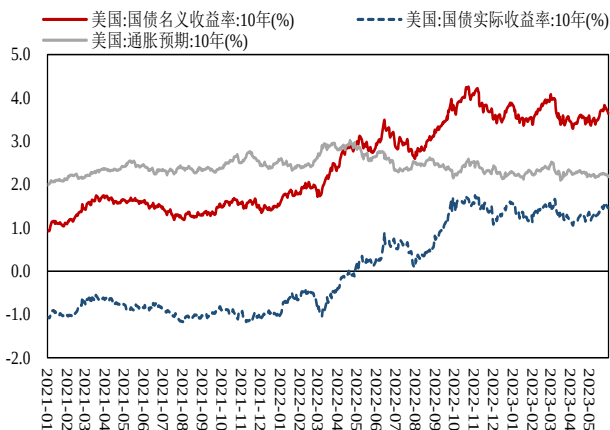
1.2 海外市场

1.2.1 美国

回顾：经济和通胀韧性超预期，股市震荡上涨。（1）当地时间 5 月 24 日公布的会议纪要显示，货币政策会议上美联储决策者对下月是否继续加息存在意见分歧，但都强调行动取决于数据，未暗示可能降息；（2）通胀方面，美国 4 月 CPI 延续回落趋势，较 3 月降低 0.1 个百分点至 4.9%。不过，4 月美国 PCE 价格指数同比增速 4.4%，较 3 月回升 0.2 个百分点；核心 PCE 同比增速较 3 月回升 0.1 个百分点至 4.7%。当前美国通胀仍具较高粘性，核心通胀压力尤大，将对美国货币政策提出更大挑战；（3）经济增长方面，美国经济分析局公布了一季度美国经济数据，实际 GDP 年化季率修正值为 1.3%，前值为 2.6%。美国 4 月 ISM 制造业 PMI 47.1，预期 46.7，前值 46.3，仍处于荣枯线之下。整体来看，美国经济风险已经开始暴露，但总需求尚未进入衰退区间，美股受大型科技股带动震荡上涨。美股风格层面出现分歧，科技成长板块占优，价值板块承压。从指数表现上看，5 月美国三大股指涨跌不一，其中纳斯达克指数上涨 5.80%，标普 500 和道琼斯工业指数分别上涨 0.25% 和下跌 3.49%。

展望：短期或维持震荡，中长期盈利压力仍在。短期风险偏好或受近期银行风险事件及对债务上限违约风险的担忧影响，美股或维持震荡。（1）美国债务上限谈判初步达成协议。北京时间 5 月 28 日，美国总统拜登与众议院议长麦卡锡已原则上达成债务上限协议，将提升现有债务上限两年，同时将削减和限制两年内部分政府支出；（2）美国通胀超预期恶化，4 月 PCE 价格指数再度回升，距美联储 2% 的通胀目标仍有一定差距；（3）美国劳工统计局就业数据显示，美国 4 月季调后非农就业人口增加 25.3 万人，预期 18 万人，前值 23.6 万人。失业率 3.4%，预期为 3.6%，前值为 3.5%，劳动力市场仍具韧性；（4）美国 6 月加息 25bp 概率上修，债务上限问题或有惊无险。据 CME（“美联储观察”），6 月 FOMC 议息会议加息 25bp 概率升至 60.7%。中期视角上，流动性风险及欧佩克联合减产加剧油价动荡，美国经济下行的担忧升温，盈利预期面临下修压力，并可能抵消二季度可能出现的流动性改善利好，下半年仍需注意“衰退交易”风险。

图：债市波动较大，存在反弹压力



数据来源：Bloomberg、CME、招商基金，数据截至 2023 年 5 月 31 日。

图：CME 官网推算 6 月加息概率升至 60.7%

MEETING PROBABILITIES													
MEETING DATE	225-250	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550
2023/6/14							0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	39.3%	60.7%
2023/7/26		0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	24.7%	75.3%
2023/9/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	7.9%	33.7%	60.7%
2023/11/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	4.8%	23.6%	39.4%	32.2%
2023/12/13	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.9%	16.2%	33.2%	31.4%	14.0%
2024/1/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.3%	13.3%	29.5%	31.8%	17.7%	4.9%
2024/3/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.0%	12.1%	27.7%	31.5%	19.3%	6.3%	0.1%
2024/5/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.4%	3.8%	14.9%	28.4%	29.3%	16.9%	5.3%	0.8%	0.0%
2024/6/19	0.0%	0.0%	0.0%	0.2%	2.6%	11.1%	23.7%	29.0%	21.2%	9.4%	2.4%	0.3%	0.0%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.2%	2.4%	10.2%	22.4%	28.5%	22.0%	10.6%	3.1%	0.5%	0.0%	0.0%
2024/9/25	0.0%	0.1%	1.7%	7.9%	18.8%	26.7%	24.0%	14.0%	5.3%	1.3%	0.2%	0.0%	0.0%
2024/11/6	0.1%	1.7%	7.8%	18.6%	26.5%	24.0%	14.2%	5.5%	1.4%	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%

1.2.2 其他国家与地区

欧洲：经济增速表现相对“疲软”，景气持续走弱。欧央行将 2023 年欧元区经济增长预期上调至 1.1%，同时提示“经济前景下行风险已经增加”。5 月欧洲 STOXX50（欧元）指数下跌 3.24%，欧洲 STOXX600（欧元）指数下跌 3.19%，法国 CAC40 指数下跌 5.24%，德国 DAX 指数下跌 1.62%，英国富时 100 指数下跌 5.39%。欧元区服务业 PMI 为 55.9，较 4 月下降 0.3，结束了此前连续 5 个月的上升态势；制造业 PMI 持续回落，从 4 月的 45.8 下行至 44.6，已连续 11 个月处于荣枯线之下。整体来看，欧元区服务业与制造业的景气分化仍在进一步扩大。**欧央行官员态度持续偏鹰。**欧央行行长承诺将进一步提高利率使欧元区通胀率回落至 2%的目标水平。

日本：经济景气度有所回升，货币政策维持宽松。2023 年 5 月，日经 225 指数上涨 7.04%，创 1990 年以来新高，东证指数上涨 3.56%。日本 2023 年第一季度实际 GDP 环比增长 0.4%，与 2022 年第四季度的环比持平，远高于市场预期的 0.2%。进一步看，私人消费支出和资本开支是 GDP 超预期的最主要推动因素。但另一方面，全球范围内需求走弱仍在施压日本出口。日本央行行长植田和男表示历史高位的通胀正带来压力的同时警告超宽松政策突然转向的风险。对于 4 月会议提及的重新评估现有货币政策，植田预计需要 12-18 个月完成，在此时间内“政策可能根据需要进行改变”，需持续关注通胀演变及货币政策意外调整对市场造成的波动。

2 大类资产观点

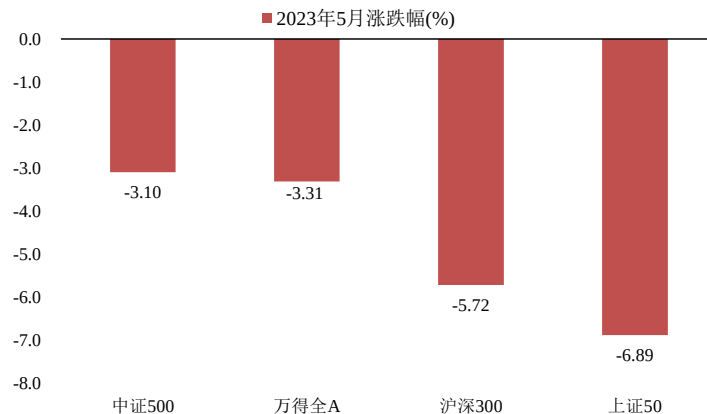
2.1 A 股

2.1.1 回顾展望

A 股回顾：交易情绪降温，权重价值板块回调较多。2023 年 5 月市场震幅加剧，低估值的金融周期等

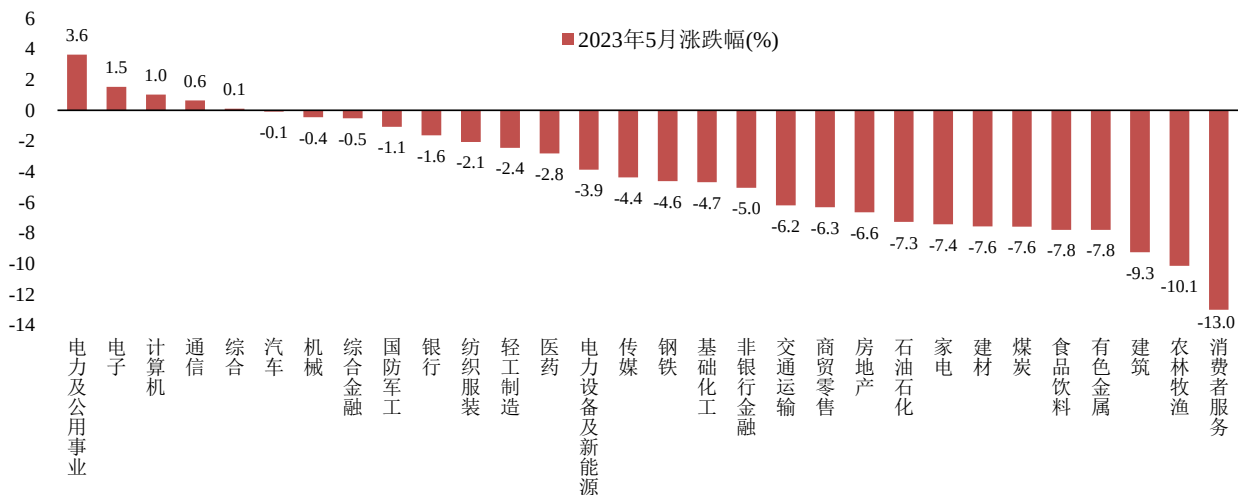
权重板块先涨后跌，上证指数成倒“V”走势，与4月经济金融数据不及预期、市场观望情绪加重有关。2023年5月，中证500下跌3.10%，万得全A下跌3.31%，沪深300下跌5.72%，上证50下跌6.89%；结构上看，成长板块相对占优；行业层面，电力及公用事业、电子、计算机等行业涨幅靠前，而消费者服务、农林牧渔及建筑等行业的表现落后。

图：2023年5月主要股指涨跌幅（%）



数据来源：Wind、招商基金，数据截至2023年5月31日。

图：2023年5月A股行业涨跌幅（%）



数据来源：Wind、招商基金，数据截至2023年5月31日。行业为中信一级行业分类。过往情况不代表未来表现。

A股展望：经济下修预期趋于一致，做好“防守反击”。在需求走软与政策真空的错位期，投资者预期波动容易出现放大。市场调整至今，债券、商品和汇率等多项资产价格已逼近2022年10月的低点，沪深300非金融股债收益差已降至均值-2倍标准差附近，表明市场对经济悲观预期的计入已相对充分。

2.1.2 投资策略

（一）股市分析：

1、政策面：财政发力亟需增量资金，宽松窗口延续

4月一般公共预算收入增速边际走弱，支出相对平稳；政府性基金收入小幅回暖，支出则在专项债前置发行带动下大幅提升。广义财政周期仍处于下行阶段，在当前经济内生动力不强、收入改善节奏较慢的背

景下，后续亟需增量资金支撑财政稳增长，关注后续政策性金融工具发力的可能。2023年5月15日，中国人民银行官网发布2023年一季度货币政策执行报告。相比2022年四季度，央行对国内经济的态度偏积极，认为“需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力得到缓解”，不过“内生动力还不强，需求仍然不足”。对于物价，央行认为通胀或通缩都不足虑。货币政策除了“精准有力”，更强调“总量适度，节奏平稳”，宽松窗口得到延续，并推进利率市场化，降低融资成本。货币端仍将维持流动性合理充裕，信用端强调稳定性和持续性，结构性工具仍然是重要抓手。

5月19日国常会部署建设统一大市场，其可看成是纲领性文件《关于加快建设全国统一大市场的意见》的进一步落实。（1）当前部署统一大市场建设，既有短期经济弱复苏背景下扩大内需的现实需求，也有锚定构建新发展格局、释放长期增长潜力、促进高质量发展的长远考虑。（2）国常会强调“更好利用全球先进资源要素”，在大国博弈加剧的大背景下，“一带一路”的资源和要素流动或将得到进一步提升。建设国内统一大市场，不仅要打破国内地方保护和市场分割，还要培育参与国家竞争合作新优势，加强国际合作。（3）建设统一大市场短期将针对重点领域的地方保护和市场分割突出问题开展专项治理，长期仍将进一步优化产权保护、市场准入、公平竞争、社会信用等基础性制度。

2、基本面：内生动力仍不足，宏观政策重心将转向需求侧

2023年5月PMI数据显示内生动力仍不足，制造业和建筑业PMI均有所回落，服务业维持高景气。制造业PMI小幅下降0.4个百分点至48.8%，较季节性低1.8个百分点。制造业企业整体出现主动去库现象，内外需均有所回落，内需回落幅度小于外需。5月非制造业商务活动PMI回落至54.5%，仍高于季节性。服务业PMI维持高位，交通运输类领跑。从行业来看，交通运输类（道路运输、水上运输、航空运输）经营活动状况领跑、领先季节性幅度较高，与五一假期居民出行的带动有关。基建维持高位，房建修复速度有所放缓。

3、盈利端：2023年进入经济复苏周期，企业盈利逐步修复。

1）结合信贷周期和库存周期看，目前我国经济步入信贷扩张周期，下半年步入补库存周期，预计2023年沪深A股归母净利润增速同比较去年显著回升，A股盈利步入上行周期。2）分行业看，2023年科技成长和消费盈利增速较高，具体而言：一是在数字经济政策和国内外AI科技浪潮共振下，TMT行业业绩筑底反转；二是疫后经济复苏，居民消费逐步上行，且由出行消费逐步向必选消费扩散，未来随着收入预期修复，居民消费有望继续改善。

（二）A股投资策略：

1、方向与节奏：指数调整，节奏先抑后扬。当前经济预期下修，总量政策尚处真空，市场短期承压。但经前期调整，市场进一步回调空间已有限。随着经济预期下修的逐步充分，总量政策预期的逐步明朗将成为市场后续积极的力量，而上涨的弹性也将取决于政策预期的弹性。如预期落空，市场区间高点将下移。

需求走弱但市场已计入较多悲观预期，指数下行空间有限。4月以来信贷、地产、消费需求均出现较为明显的下滑，就业压力依然较大，疫后补偿性需求释放完毕后经济内生动能开始走弱，“弱现实，弱预期”下市场动能有限。当前股票、债券、商品、汇率等多项金融资产价格已逼近2022年10月低点，显示市场已计入较多悲观预期，后续指数下行空间同样不大。

2、风格判断：防守反击，成长占优。2022年11月以来，市场预期和投资风格经历了三个阶段：第一阶段（2022年11月-2023年1月），市场不确定性下降，经济强复苏预期下，地产链、金融、消费等总量资产主导普涨行情；第二阶段（2023年2月-4月），经济共识下移但复苏预期相对稳定，行情分化，AI、“一带一路”、“中特估”等强主题行情领跑；第三阶段（2023年5月至今），需求不确定性上升，复苏预期变得不稳定，市场调整，呈现普跌行情。在预期下修背景下，市场定价重心将从经济状态转向产业状态。但相较于2-4月，不同点在于在选择标的时，既要求成长性，又要求确定性，建议关注：（1）产业成长空间的确定性，数字化&AI基础设施；（2）产业垄断优势上升的确定性，国企专业化整合。

3、行业配置：当前交易阻力最小的方向仍在科技成长。我们重点关注风险特征不高，产业化进程加快的成长股和受益现代化体系构建的行业：（1）产业趋势向上的科技成长股：随着各地AI大模型布局与数字产业化建设，需求和资本开支的扩张有望带来相关基础设施的确定性高成长空间，建议关注运营商、算力、服务器、信创软件、MR等；（2）围绕现代化产业体系建设，推进科技攻关和国产替代，且股价调整充分、盈利预期见底、中期受益周期复苏和技术创新的板块，我们或关注：芯片半导体、创新药、自动化设备等；（3）受益于国有经济改革与中国特色资本市场体系建设的板块：“中特估+高股息”与“中特估+产业”。

“中特估”未来发展趋势：提高分红和回购，改善股东回报和再投资收益。（1）从股票估值和公司价值的角度看，国有企业重估的路径之一为提高股息率与增加公司股票回购，该种方式也是国资委鼓励的方向；（2）“中特估+类债高股息资产”自4月以来持续上涨，超额股息率已得到极大程度的修复，红利指数股息率已降至过去三年以来的正常水平。纯股息价值已下降，“中特估+高股息”策略转向“中特估+产业”。（3）从公司价值创造的角度来看，一方面提升投资收益率（ROIC），打造第二增长曲线，比如中国的数字化建设与“一带一路”和西部大开发；另一方面降低加权平均资本成本（WACC），重点围绕国资委提出的打造产业链“链主”和专业化整合，关注高端装备、交运和能源，机会还是在“发展与安全”。

图：主要 A 股指数估值水平

主要指数		2023/5/31	最大值	最小值	中位数	当前估值所处百分位(2010年以来)
绝对估值PE(TTM)	Wind全A	17.69	34.50	11.55	17.93	46.40%
	Wind全A(剔除金融、石油石化)	28.91	73.88	18.18	28.95	49.70%
	上证50	9.60	22.89	6.97	10.12	33.30%
	沪深300	11.69	27.35	8.03	12.39	33.90%
	中证500	25.46	89.51	16.24	29.43	26.70%
	中证1000	35.81	144.82	19.36	40.81	30.50%
	中小100	20.35	64.61	18.72	31.28	2.20%
	创业板指	31.48	135.13	27.92	52.38	3.10%
	中小综指	36.08	96.75	23.18	41.76	28.50%
	创业板综	49.57	174.93	28.88	62.44	25.20%
海内外相对估值PE(TTM)	中证红利指数	5.96	20.46	5.24	8.28	8.50%
	恒生AH股溢价指数	7.48	22.68	6.25	9.42	5.10%
	上证沪港通AH溢价指数	7.59	10.27	3.08	4.88	64.90%
相对估值PE(TTM)	上证指数/标普500	0.55	1.56	0.36	0.62	23.60%
	创业板指/沪深300	2.69	8.11	2.53	4.14	1.90%
	创业板综/沪深300	4.24	14.08	2.83	5.27	32.90%
相对估值PB(LF)	创业板指/沪深300	3.27	6.06	1.54	3.53	45.60%
	创业板综/沪深300	2.78	5.30	1.38	2.87	45.60%

数据来源：Wind，招商基金，数据截至 2023 年 5 月 31 日。过往情况不代表未来表现。

2.2 债券

2.2.1 债券市场回顾展望

债券市场回顾：

2023 年 5 月，债券市场延续走强趋势，利率债、信用债收益率均有下行，利率债表现略强，信用利差小幅走阔。5 月发布的各项核心宏观经济金融数据均超预期回落，高频数据和 PMI 数据也显示 5 月经济运行仍偏弱。同时，5 月上旬，银行通知存款协定存款利率上限下调，市场理解为降低银行负债成本。在基本面回落需求减弱、银行负债成本降低的政策利好支持下，10 年国债收益率再度下行突破 2.7%。利率债方面，1 年国债收益率全月下行 16.4bp 收于 1.98%，5 年国债下行 15.7bp 收于 2.46%，10 年国债下行 9.4bp 收于 2.69%，5 年国开下行 16.6bp 收于 2.6%，10 年国开下行 10bp 收于 2.84%。信用债方面，各主流等级各期限中票收益率为下行。5 月 MLF 加量 250 亿超额续作，MLF 和 LPR 均没有变化。资金面上，5 月资金面进一步宽松，R007 月均值下行约 30bp 至 1.99%。1 年期同业存单利率下行约 20bp。

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，数据截至 2023 年 5 月 31 日。

债券市场展望：

短期债市面临矛盾局面，一方面交易情绪亢奋需注意风险，另一方面基本面改善预期较弱，债市大幅调整可能性较小，因此短期债市收益率更大可能是底部徘徊。具体来说：（1）**基本面方面**，从一季度的各项宏观数据来看，疫后基本面的修复最快阶段或已过去，二季度经济数据可能在去年低基数的效应下表现较好，但两年平均增速则未必会有强劲修复，最新的月度经济数据、地产销售高频数据、各项行业开工数据显示 5 月经济修复仍然比较脆弱，对债市较为有利。（2）**政策方面**，5 月分析经济形势的政治局会议并没有释放明显总量政策刺激的信号，但政策方面要关注年中会否有一定刺激政策，如果出台，那么在目前较为亢奋的市场情绪之下，可能会出现负反馈，形成一波调整。（3）**机构行为方面**，目前理财资金仍有可能进一步流入债券市场，但这部分资金是否买债，也有赖于理财规模的增长，从净增持方向看，理财主要净增持短端品种，即短融和存单。

未来需重点关注：（1）二季度信贷数据的持续性、经济基本面的预期差；（2）超长特别国债等的发行可能在考虑中，若推出则利空债市；（3）市场交易情绪，如超长债的换手率、活跃券的交易量、偏配置型机构的净增持力度等指标，目前债市情绪或已过热，需密切观察；（4）风险资产尤其是股市对债市的影响。

2.2.2 债券市场投资策略

1、利率债投资策略

投资策略方面，整体转入谨慎乐观，10 年国债收益率下到 2.7%后继续下行空间可能受限，但目前来看调整风险也较小，目前或可维持较积极的债券投资策略，基于资金面大概率保持宽松的逻辑保持中高杠杆水平，同时也可保持中性略偏高的久期水平。持仓方面，考虑做一定结构切换，更为重视组合流动性，增加流动性较好的利率债、商业银行金融债和高等级信用债配置。

综合绝对收益率、骑乘效应和相对利差来看，2-5 年期限的利率品种收益率相差不大，可根据具体市场变化情况在凸点上灵活配置而不是全部考虑长久期。

2、信用债投资策略

总体来说，6 月信用债投资仍以严控信用风险为前提，市场整体流动性仍较为宽松，资产荒背景下票息策略依然占优，但信用利差^注系统性压缩的空间较小，可关注结构性机会，部分信用债的利差尚未到极值水平，或仍有一定空间。具体分析如下：

【注：信用利差的默认参照对象是同期限国债收益率水平，即个券信用利差=个券收益率-同期限国债收益率】

城投债方面，年初以来各省城投债净融资规模较去年同期有所下降，土地市场表现仍较为低迷，城投基本面短期仍无改善迹象。随着城投债发行审核收紧以及监管严查结构化发行，城投债融资整体维持偏紧态势。部分城市发文提到当前面临财政压力较大，债务负担重等问题。可见，局部区域偿债风险正在不断演化，市场对该地区的偿付能力的担忧情绪有所上升。从利差角度看，1 年中高等级品种信用利差处于 2015 年以来 30%左右的历史分位数水平，1 年 AA-处于 50%左右的历史分位数水平，3 年、5 年中高等级品种处于 35%-60%的历史分位数水平，结合基本面而言配置性价比不高；考虑到云贵津等部分区域依然面临较大

债务压力，建议整体保持谨慎，可对广东、浙江、福建等区域进行择优关注。

地产债方面，从高频数据看，4月以来30城地产销售环比跌幅走扩，多个城市近期住房销售市场热度降温，前期积压的部分改善型需求已得到一定释放，行业基本面修复节奏有所放缓。近期地产高收益债成交较活跃、情绪有所回暖，但部分房企出现负面舆情，市场预期仍不乐观。从板块比价看，地产债具有一定的配置性价比，同时国企民企地产仍将持续分化，可基于国企地产再融资较为顺畅的逻辑适当关注中短久期、中高等级国企地产债。

钢铁债方面，目前钢铁债短端中低等级利差处于较高水平，但考虑到当前行业基本面仍处于底部，仍需等待产业链修复带来利差下行的右侧机会。

煤炭债方面，当前煤炭价格在高景气度运行区间的大背景下边际有所走弱，主要是由于光伏风电等装机量上行，叠加水电夏天发电量提升，导致火电夏日发电压力减小，同时由于进口煤倒挂叠加煤炭库存维持高位，煤炭价格或存在进一步下探空间。目前短端品种信用利差压缩至历史分位数10%以内水平，而中长端品种仍存在压缩空间，可适度拉长久期进行骑乘策略操作，收益率比价之下，部分省属大型煤企仍具有一定吸引力。

银行资本工具方面，5月以来银行二级资本债与永续债各品种信用利差整体走阔，二级资本债方面，除5年AA信用利差收窄5bp外，1年、3年、5年其余品种信用利差分别走阔6-9bp、11-14bp、8-12bp；永续债方面，除5年AA信用利差收窄2bp外，1年、3年、5年其余品种信用利差分别走阔6-9bp、9-15bp、9bp。近期二永债收益率开始上行，表现弱于城投债，需谨慎对待拉长久期至4年及以上，关注后续估值波动风险，较于二级资本债而言，高等级永续债信用利差较小，吸引力较有限。

注：

2.2.3 可转债市场回顾展望与投资策略

5月转债市场跟随股票市场整体下跌。2023年5月，中证转债下跌1.56%，同期万得全A下跌3.31%，沪深300下跌5.72%，创业板指下跌5.65%，转债跌幅小于股票市场。在高频数据和经济数据全面低于预期的情况下，市场对于经济复苏持续性的预期有所下调，市场风险偏好下降；同时叠加人民币汇率贬值，北上资金流出压力增大，市场呈现普跌行情。风格上，成长板块表现强于价值板块，小盘股表现强于大盘股。转债估值本月有所压缩。分结构看，4月偏股转债、平衡转债和偏债转债估值分别下降0.76%、0.71%和0.70%至8.70%、19.74%和59.61%。目前全市场转股溢价率处于2020年以来70.70%历史分位数水平。

展望后市，**正股层面**，目前股市对基本面进行了较为充分的定价，上证指数点位和市盈率均已回调至年初水平。展望未来，随着工业企业库存持续去化、产销比提升，整体盈利水平有望逐渐改善，经济复苏趋势并未结束。如美联储在6月能够结束加息，美债收益率和美元指数走强压力预计将缓解，市场风险偏好有望提升，目前时点不应过度悲观。**转债估值层面**，在纯债机会成本低、权益市场悲观预期有望逐渐缓解背景下，转股溢价率有一定支撑。短期需关注未来转债新增供给对转股溢价率的阶段性扰动。策略上可以考虑增加对消费电子、军工等板块优质平衡型转债的配置力度。

图：可转债市场表现



数据来源：Wind、招商基金，数据截至 2023 年 5 月 31 日。

2.3 港股

2.3.1 回顾展望

港股市场回顾：5 月，恒生指数下跌 8.35%，恒生国企指数下跌 8.04%，在全球主要股指中表现靠后。

行业方面，恒生综合行业指数均下跌，其中恒生原材料业、恒生地产建筑业和恒生医疗保健业跌幅较大。

截至 2023 年 5 月 31 日，恒指 PE (TTM) 为 8.6X，恒生国指 PE (TTM) 为 7.6X，较 4 月底的 9.9X、8.5X 有所下调。

港股展望：国内大量社融向经济活力转化的效果并不明显，目前对于经济刺激的预期不高。美国经济仍有韧性，即使加息暂停，短期也难见降息操作。港股市场的调整已经消化了此前强预期和弱现实之间的落差，但是基本面修复预期不高叠加海外流动性放松的预期过早，港股市场仍偏弱势。

2.3.2 投资策略

港股市场后续整体偏震荡的概率较大，目前重点关注以下板块：

(1) 火电运营商板块。盈利端或迎来修复，由于非电企业下游需求不足叠加电厂库存较高，煤炭价格短期回落。此外，港口及煤炭贸易商库存价高，较强出货意愿将对旺季煤炭价格反弹形成压制。与此同时，火电企业长协履行率逐渐提高；

(2) 公路与铁路运输板块。2023 年出行需求的逐步释放使得铁路和公路板块呈现回暖趋势，预计出行流量将持续修复。公路和铁路板块中不少央企经营稳健，在“中特估”和国企改革政策的推动下，具备较强的向上动能。同时在低利率及“资产荒”环境下，公路与铁路的股息率吸引力尤为突出；

(3) 互联网电商板块。各电商平台“618”大促预售于 5 月 23 日陆续开启，优惠力度整体较 2022 年有增无减。基于 2022 年低基数，电商产业链相关公司二季度业绩值得关注；

(4) “中特估”主题。行情可能仍将持续一段时间，应关注阶段性机会。

2.4 美股

美股市场回顾：5月，纳斯达克综合指数上涨5.80%，标普500指数上涨0.25%，道琼斯工业指数上涨3.49%。

美股市场展望：境外市场的交易主线仍是对美国经济温和衰退以及货币政策边际转松的定价。短期来看，预计市场仍处于波动调整期。自5月以来，衍生品市场定价的隐含政策利率预期不断上移，意味着紧缩预期正在升温，年中加息预期上抬，下半年降息预期收敛。市场也同步做出了调整：美债利率、美元的反弹以及黄金的回调。通胀数据虽有趋势性回落，但距美联储2%的目标仍有较大差距，核心通胀近期持续在5.5%附近波动，展现出高粘性的特征。失业率低企代表就业市场仍相对强劲，为消费支出的回落提供缓冲垫。尽管鲍威尔暗示出于信贷压力6月大概率会暂停加息，但近期多位美联储官员发表鹰派观点，市场预期有所调整。

美国政府触及债务上限历史上已发生多次，目前已经逐步演变为两党政治博弈的筹码。从历史上看，债务上限问题基本都能得到解决，美国政府债务违约的概率较低。美国两党已达成提高债务上限的临时协议，基本尘埃落定。事件对于市场影响并不大，担忧情绪预计将有所降温。由于触及债务上限，美国财政部发债受到限制，为保证政府部门的正常运转，现金账户余额被大幅压降。后续财政部若集中发债以补足现金账户，或会导致美元流动性暂时性趋紧，对美国成长股和短期国债造成负面压力，一定程度利好美元。美国加息周期临近结束，但美国经济仍面临“浅衰退”风险，且当前美股估值较高，预计美股整体将继续震荡，科技板块或相对较强。短期来说，美国经济数据、通胀回落速度较慢，市场难以再进一步宽松。因此，当前利率对美股的影响转为中性，中期将逐步转为有利。

企业盈利增速放缓仍是目前压制美股的主要因素。4月美国ISM制造业PMI回升至47.1，较上个月小幅回升，但仍明显低于荣枯线。从经济领先指标看，美国经济持续回落的趋势不变，由于美国经济表现出较强的韧性，且企业和居民资产负债表较健康，预计经济对企业盈利放缓影响有限，大概率不会对市场形成大的冲击。

美股估值水平较高，上行空间有限。当前标普500市盈率（TTM）24倍，处于过去10年的74%分位数。由于利率处于高位，美股风险溢价（1/市盈率-美国10年期国债利率）处于过去10年的1%分位数，相对估值水平极高。

综合判断，美股将同时面临货币政策转向的有利局面及企业盈利增速放缓的不利局面，但二者力度均有限，且方向相反。当前美联储利率已经追平CPI，由于高通胀而“被迫”加息的必要性已大幅降低，美联储可以灵活调整货币政策，当经济下行迹象较为明显时，或有加快转向货币宽松政策的可能。因此，预计美股中期将继续震荡。

结构上，科技板块相对较强：（1）企业盈利端：人工智能有望进入大规模应用阶段，美国科技类公司

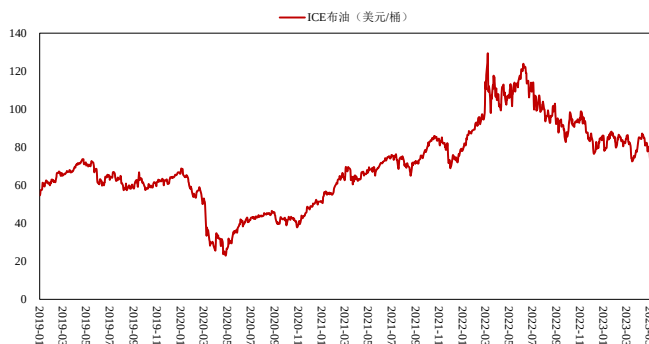
作为主导者，或将明显受益；（2）估值端：相对而言成长风格的估值对利率更为敏感，美国货币政策转松更有利于提升成长风格的估值。

我们或将关注对利率变化相对不敏感的公司，如医疗保健、消费品能源行业及高通涨下行时表现出色的行业，如医疗设备、半导体和消费服务。同时，随着中国经济基本面向好，估值较低且机构投资者配置较少的中概股也值得关注。

2.5 原油

原油市场回顾：受美联储加息预期和原油库存骤降影响，月内原油期货价格先抑后扬。前半月，美联储加息预期及中国制造业数据疲软施压原油，同时美国银行业危机令投资者对经济前景担忧加重，原油价格宽幅走低。后半月，美国汽油季节性需求增长，叠加全球多地供应趋紧，OPEC+亦存进一步减产的可能性，且美国原油库存意外骤降，供需两端利好油价，原油价格止跌上涨。

图：布伦特原油价格季节图（美元/桶）



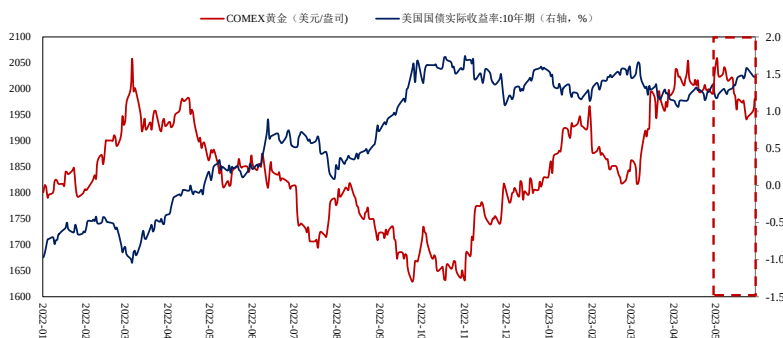
数据来源：Wind、招商基金，数据截至 2023 年 5 月 31 日。

原油市场展望：震荡筑底，反弹空间有限。宏观危机暂不会大规模蔓延，但高利率货币政策下长期风险持续积累，对油价形成压制。供给端有 OPEC+ 的大幅减产，预计未来半年原油市场基本面将从当前的紧平衡状态转为供不应求，短期 WTI 油价或呈震荡上行趋势，但全球三大经济体的制造业 PMI 均位于 50 以下，长期需求增长的乐观预期或将被证伪，油价缺乏上行突破动能。整体而言，预计未来油价维持震荡。

2.6 黄金

金价回顾：2023 年 5 月金价见顶回落。月初，伦敦金一度创下了 2081.82 美元/盎司的历史新高，整体呈现冲高回落行情。贵金属交易的中心从前期的银行系统危机重新转向对于美联储货币政策的预期，美国持续偏强的通胀数据以及相对稳定的就业市场，导致市场对于美联储未来持续加息的预期不断升温，叠加下半月美联储诸多官员对于加息的鹰派表态，使得市场重新预期 6 月后美联储仍将至少加息一次，同时美元及美债收益率向上抬升，也对黄金形成明显利空。2023 年 5 月，伦敦金、COMEX 黄金月内跌幅分别为-1.38% 和-0.91%，SHFE 黄金月内上涨+1.53%，该分化表现主要受人民币贬值影响。

图：COMEX 黄金及美国 10 年期实际利率走势



数据来源：Wind、招商基金，数据截至 2023 年 5 月 31 日。

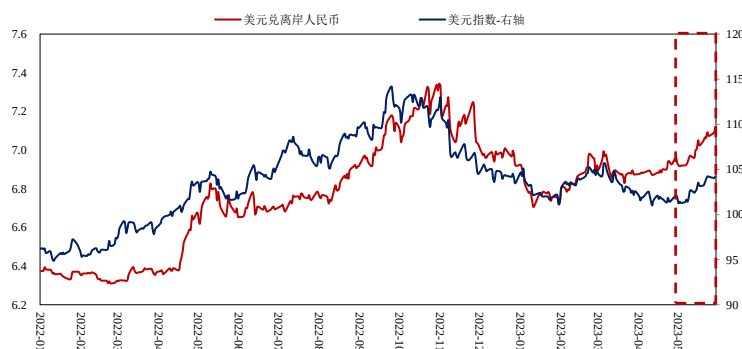
金价展望：短期仍存在调整空间，中期上行趋势或将延续。短期金价或继续承压，回调压力较大。美债上限近期传出谈妥的消息，债务上限危机或得到解决。而最新公布的 PCE 数据显示美国通胀顽固，市场预期 6 月仍有加息一次的可能，对金价形成进一步压制，黄金短期处在估值压力阶段。中期，在高利率及高通胀环境下，美国经济动能仍在转弱，叠加信贷紧缩风险仍需时间评估，衰退风险尚难证伪，以及边际上美联储政策转向时点的前移，黄金有望企稳并突破前高。

2.7 汇率

汇率市场回顾：美元指数走势先抑后扬，美元指数月间上涨 2.51%。（1）**美联储加息预期快速升温支撑。**美国陆续公布了较为乐观的宏观经济数据，从消费和就业情况来看，美国 4 月零售销售增长回升至 0.4%，其中核心销售增长 0.7%，而上周初请失业金人数下降 2.2 万人，降幅创 2021 年以来新高，说明就业市场强劲与薪资上升，一定程度增强了消费支出的韧性。叠加美联储多位官员的鹰派发言，市场对美联储 6 月继续加息的押注提升；（2）**利差走阔支撑美元反弹。**基于市场对美国经济及美联储加息预期的修正，美债收益率得到支撑，并突破 3.8%。与此同时，欧元区经济表现偏弱，同时日本央行表态偏鸽、其 YCC(收益率曲线控制政策，Yield Curve Control)上限并无明显的向上调整预期，美欧、美日利差走阔支撑美元上涨；（3）**避险情绪及离岸美元回流对美元指数形成支撑。**美国债务上限僵持造成避险情绪处在高位，叠加美股强劲表现吸引离岸美元回流同样支撑了美元反弹。

5 月国内经济复苏放缓，人民币汇率再次“破 7.1”。5 月中旬以来人民币汇率持续回落，主要受多方因素影响：（1）美国就业市场强劲，经济韧性较强，避险情绪升温或致美元短期走强；（2）美国通胀压力仍存，支持美联储货币政策偏鹰；（3）国内经济数据增速放缓，复苏速度不及预期，市场对经济修复不确定性的担忧增强，国内通胀下行压力较大，货币进一步宽松预期增强；（4）中美利差走扩，人民币资产吸引力较低，国内结汇需求走弱。

图：2023 年 5 月美元指数及美元兑人民币汇率走势



数据来源：Wind、招商基金，数据截至 2023 年 5 月 31 日。

汇率市场展望：美元的强势大概率会维持至三季度，此后大概率会重拾下行。压制美元的几个重要因素：主权违约、减息压力、衰退风险，都在近期出现了一定的出清。（1）**债务上限的谈判尘埃落定，美债违约已成极小概率事件。**事实上，从市场的走势来看，投资者似乎并不认为违约会成为真正的风险；（2）**市场开始逐步预期美联储可能会再度加息。**尽管在 6 月中旬议息会议中，美联储大概率会维持利率不变以评估过去加息对物价压力的影响，但目前美联储多位官员仍在公开发言中维持鹰派论调，对市场预期产生影响。

从短期看，目前人民币汇率与美元指数基本修复至均衡水平，且有超跌的迹象。在全球经济衰退风险加大背景下，国内出口预期承压，由出口带动结售汇需求支撑人民币的动能减弱；我国经济内生增长动能修复缓慢，市场对我国经济基本面、政策面的预期将重新定价，短期下修的压力较大；美联储货币政策依旧维持紧缩，而国内经济增长放缓，通胀下行压力较大，货币政策大概率维持宽松水平，且有进一步宽松的预期。从中长期看，人民币未来面临的内外环境或更为有利，人民币汇率在平稳中仍有升值可能。国内经济数据短期波动，内需复苏进度偏缓，但经济保持恢复态势；外贸仍有一定韧性和人民币资产长期配置价值对基本面有一定支撑；美联储等海外央行有望渐入加息尾声，叠加海外基本面趋弱，外围压力对人民币汇率的影响减弱。

3 大类资产配置策略

资产类别	中期
A 股	多维度显示市场已处于中长期底部，隐含回报率较为可观，市场经过调整会从分歧走向合力，当前位置应该多一些乐观。但考虑短期市场信心不足，经济修复偏慢，市场会有一个磨底的过程，所以保持核心仓位的同时，增加部分战术应对操作。结构上，在经济修复的早期阶段，成长板块仍是反弹先锋，过度反映经济悲观预期的顺周期板块也有望逐步企稳。
港股	前期调整已一定程度消化负面因素影响，进一步大幅下行的风险可控。随着美联储政策转向以及国内经济复苏，港股市场或更多会以螺旋式向上演进为主。
美股	美国在 2023 年仍面临衰退的压力，盈利依旧处于下修通道，相比于美债，当前美股的中期性价比并不突出。

资产类别	中期
国债	10 年期国债突破 2.7%的关键点位后，在没有新催化因素或超预期冲击之前，利率区间震荡。同时从大类资产比价来看，债市绝对收益率、信用利差均处于历史较低分位，整体性价比偏低。
美债	年内仍会看到美国经济偏温和的衰退。当前 10 年期美债围绕 3.8%波动再度凸显中长期配置价值，待衰退信号更为明确时，10 年期美债有望回落至 3%-3.5%区间。
黄金	中长期看，随着主要经济体紧缩周期接近尾声，美债实际利率中枢逐步下移，黄金配置价值依旧显著。

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。基金投资须谨慎。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、复制或有悖原意的删改。