



# 招商基金投资策略报告

2023 年·下半年



长期 | 价值 | 责任

# 目 录

<b>1</b>	<b>宏观经济环境</b>	<b>2</b>
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
<b>2</b>	<b>大类资产观点</b>	<b>5</b>
2.1	A股	5
2.1.1	回顾展望	5
2.1.2	投资策略	6
2.2	债券	9
2.2.1	债券市场回顾展望	9
2.2.2	债券市场投资策略	11
2.2.3	可转债市场回顾展望与投资策略	13
2.3	港股	14
2.3.1	回顾展望	14
2.3.2	投资策略	15
2.4	美股	15
2.5	原油	16
2.6	黄金	17
2.7	汇率	18
<b>3</b>	<b>大类资产配置策略</b>	<b>20</b>

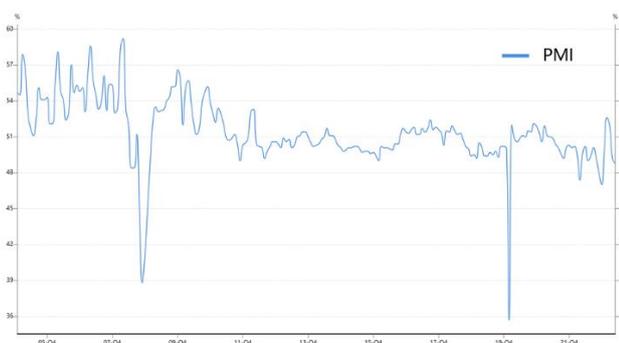
# 1 宏观经济环境

## 1.1 国内市场

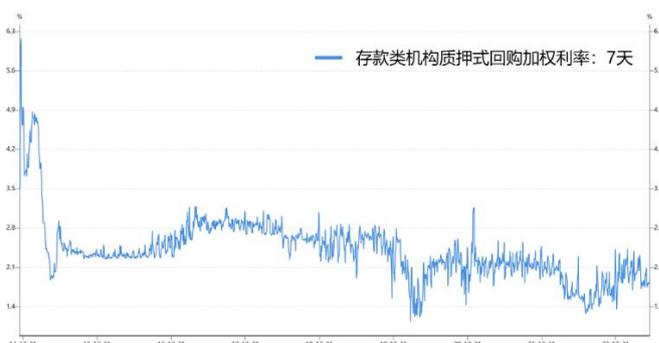
**国内：上半年<sup>1</sup>投资数据持续下滑，制造业和出口均走出倒“U”型，消费整体较强，流动性在正常区间内。**2023年上半年制造业PMI走出倒“U”型，最新一期（5月）录得数据48.8%，较上一期继续走弱。投资数据方面，今年上半年，各项投资数据均持续走弱：社会消费品零售总额数据上半年整体维持走强态势，但最新一期（5月）录得数据12.7%，较前值18.4%有所下滑；出口数据上半年走势同样呈现倒“U”型，最新一期（5月）录得-0.79%，较前两月大幅下滑。

注1：本报告数据多截至2023年6月中旬，此处及报告中多处提及的上半年数据多为截至2023年5月底的数据。

图：2023年上半年PMI走出倒“U”型



图：DR007整体在正常区间内

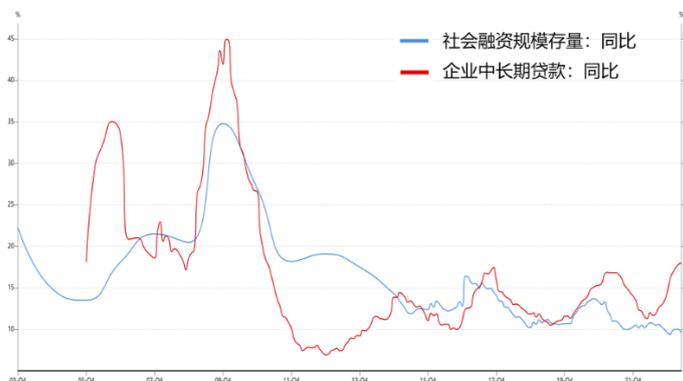


数据来源：Wind、招商基金，数据截至2023年6月16日。

2023年上半年，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今年上半年走出倒“U”型，社融两年CAGR（复合年均增长率）同样走出倒“U”型。企业中长期贷款在今年上半年持续回升。

图：2023年上半年社融存量走势呈现倒U型，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6月16日。

通胀方面，今年上半年CPI与PPI均持续回落。其中最新一期CPI录得0.2%，最新一期PPI录得-4.6%。

图：2023 年上半年 CPI 与 PPI 均持续回落



数据来源：Wind、招商基金，数据截至 2023 年 6 月 16 日。

## 1.2 海外市场

### 1.2.1 美国

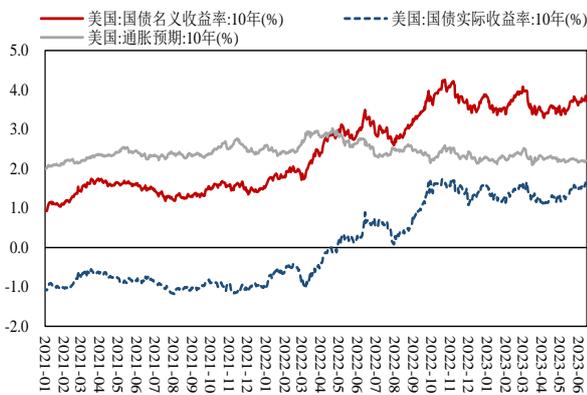
**回顾：今年上半年，经济和通胀韧性超预期，股市震荡上涨。**（1）美联储 6 月维持利率不变并保留了后续加息的窗口。据最新公布的经济预期概要（SEP），将年内加息终点利率中值预测提高至 5.6%，对应两次加息，以及上修核心通胀和经济增速，并下调失业率预测以反映近期银行业风险事件影响淡化后的趋势变化；（2）通胀方面，美国 5 月 CPI 同比增加 4.0%，略低于预期的 4.1%。不过，剔除房租后的其他核心服务（即“超级核心通胀”）环比涨幅回升 0.13 个百分点至 0.24%，超级核心通胀是美联储最为关心的指标，与劳动力市场密切相关，当前仍呈现出一定粘性；（3）经济增长方面，美国经济分析局公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 5 月 ISM 制造业 PMI 46.9，预期 47，前值 47.1，连续 7 个月处于荣枯线之下。**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。**

2022 年 3 月以来，美联储为对抗通胀而大幅加息，联邦基金利率目标区间经 10 次加息从 0%附近上升至 5%-5.25%，加息速度为过去四十年来最快。与此同时，美国广义货币 M2 增速大幅回落，截至 4 月末同比增速已降至 -5%。今年以来对于美联储加息的市场预期多变，可以分为三个阶段：（1）**GDP（国内生产总值）和 GDI（国内总收入）的“背离”，美国经济陷入“技术性衰退”**。2022 年四季度和 2023 年一季度出现了 GDI 意义上的“技术性衰退”，数据分别为 -3.3% 和 -2.3%，累计降幅 -5.6%，引发了市场对于美国经济衰退的讨论和定价；（2）**银行风险事件爆发，加息预期大幅回调**。3 月 9 日，海外银行风险事件爆发，市场恐慌情绪快速上升，持续的高利率严重影响了中小银行的资产负债表平衡，市场开始押注美联储因担忧金融稳定而暂缓加息，美债收益率大幅下降。3 月至 4 月，美联储和财政部联合救市缓和了担忧，但后续银行事件再次发生又助燃了避险情绪，导致加息预期宽幅震荡。直到 5 月上旬，中小银行危机整体得到阶段性解决，加息预期趋于稳定；（3）**风险情绪大幅缓和，经济数据支撑加息预期再次上行**。就业方面，非农

数据和职位空缺率都显示出就业市场火热，5月新增非农33.9万；通胀方面，美国核心通胀显示出较强粘性：5月核心CPI同比5.3%。

**展望：短期或维持震荡，中长期盈利压力仍在。**（1）美国债务上限谈判初步达成协议。北京时间5月28日，美国总统与众议院议长原则上已达成债务上限协议，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）超级核心通胀仍然呈现出一定粘性；（3）美国劳工统计局就业数据显示，美国5月季调后非农就业人口增加33.9万人，较上月29.4万人进一步上升，失业率录得3.7%，高于预期3.5%，但仍处于低位震荡期，劳动力市场仍具韧性；（4）美联储6月维持利率不变并保留了后续加息的窗口，鲍威尔强调抗通胀进展缓慢，或继续维持鹰派姿态。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，并可能抵消今年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6月16日。

图：CME官网推算7月加息概率升至64.5%

MEETING PROBABILITIES												
MEETING DATE	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550	550-575
2023/7/26					0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	35.5%	64.5%	0.0%
2023/9/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	30.5%	60.4%	9.0%
2023/11/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.8%	33.3%	55.7%	8.2%
2023/12/13	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.8%	11.7%	38.8%	41.9%	5.8%
2024/1/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.4%	6.5%	26.5%	40.9%	22.9%	2.7%
2024/3/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.3%	4.6%	20.1%	36.3%	28.6%	9.2%	0.9%
2024/5/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.4%	4.9%	20.4%	36.2%	28.3%	9.0%	0.9%	0.0%
2024/6/19	0.0%	0.0%	0.0%	0.2%	3.3%	15.0%	30.7%	31.0%	15.7%	3.7%	0.3%	0.0%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.2%	2.9%	13.6%	28.8%	31.0%	17.6%	5.2%	0.7%	0.0%	0.0%
2024/9/25	0.0%	0.2%	2.4%	11.7%	26.1%	30.6%	20.0%	7.4%	1.5%	0.2%	0.0%	0.0%
2024/11/6	0.1%	1.5%	7.7%	19.8%	28.6%	24.6%	12.9%	4.1%	0.7%	0.1%	0.0%	0.0%
2024/12/18	0.9%	5.0%	14.5%	24.8%	26.3%	18.0%	7.9%	2.2%	0.4%	0.0%	0.0%	0.0%

### 1.2.2 其他国家与地区

**欧洲：今年上半年，经济增速表现相对“疲软”，下行风险增大。**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”。1月到5月，欧元区制造业PMI整体持续下降，5月份最新数据为44.6，已连续11个月处于荣枯线之下，服务业和制造业PMI的分化越来越明显，未来制造业疲软可能逐步转化为消费疲弱。由于制造业疲软，德国经济在2023年一季度陷入“技术性衰退”，表明德国工业正面临意想不到的危机。欧央行官员态度持续偏鹰，北京时间6月15日，欧央行加息25基点并上调指引。欧洲央行行长承诺将通过进一步提高利率至足够具有限制性的程度，使欧元区通胀率回落至2%的目标水平。

截至6月16日，2023今年以来欧元区STOXX50指数上涨15.85%，欧洲STOXX600指数上涨9.286%，法国CAC40指数上涨14.13%，德国DAX指数上涨17.48%，英国富时100指数上涨2.56%。

**日本：经济景气度有所回升，货币政策维持宽松。**3月底东京证券交易所为了改变大量个股股价跌破净值的情况，发布《关于实现关注资金成本和股价经营要求》，要求主板市场和标准市场的上市公司提高企

业价值和资本效率，低位价值股估值修复带动市场上行。目前日本宏观经济的表现相对稳健：（1）2023 年一季度实际 GDP 环比增长 0.4%，较 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 超预期最主要的推动因素。另一方面，全球范围内需求走弱也仍给日本出口施压；（2）1 月至 5 月，日本制造业 PMI 回落，服务业 PMI 高位运行；（3）今年上半年就业市场整体景气，失业率较去年有回暖趋势。4 月份，日本央行新行长植田和男上任，表示短期内不改变其大规模的货币宽松路线。在欧美银行系统不稳定和信用紧缩风险的影响下，日本股市作为避险地的“稳定性”凸显。鉴于近十年来的超宽松货币政策对日本经济的刺激效果日渐减弱，同时其带来的副作用也日益显现，预期新任行长将在当前的货币政策框架内逐渐做出调整，或使日本央行的货币政策更为温和。

截至 6 月 16 日，今年以来日经 225 指数上涨 29.17%，创 1990 年以来新高，东证指数上涨 21.60%。日本市场上涨的核心源于政策驱动下的价值修复。

## 2 大类资产观点

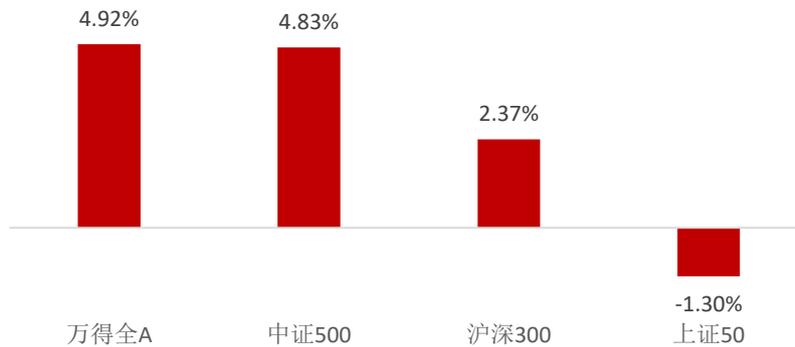
### 2.1 A 股

#### 2.1.1 回顾展望

**A 股回顾：今年上半年，A 股市场整体波动较大，TMT 和“中特估”主线并行。**整体看，今年上半年 A 股市场表现呈现三大主要特征：（1）**市场结构分化明显**。在国内经济复苏预期反复摇摆的情况下，A 股市场经历年初反弹后持续调整，主要指数表现分化；结构上，超额收益在于 TMT 和“中特估”板块，行业轮动较快；（2）**市场赚钱效应相对有限**。从公募基金产品收益率来看，结构性赚钱效应更多在指数型产品，主动性产品收益率普遍为负，ETF 产品的份额和资产净值均大幅上行；（3）**市场情绪和流动性相对偏弱**。一方面市场交易情绪修复波动，A 股日均成交额从年初的 7500 亿元回升至 4 月的万亿元规模，但近期再度回落至 8000 亿元左右；另一方面市场资金面偏紧，资金需求量略高于去年同期，但资金供给相对不足。截至 6 月 16 日，今年以来中证 500 上涨 4.83%，万得全 A 上涨 4.92%，沪深 300 上涨 2.37%，上证 50 下跌 1.30%。从结构上看，成长板块相对占优。行业层面，传媒、通信、计算机、家电等行业涨幅靠前，而消费

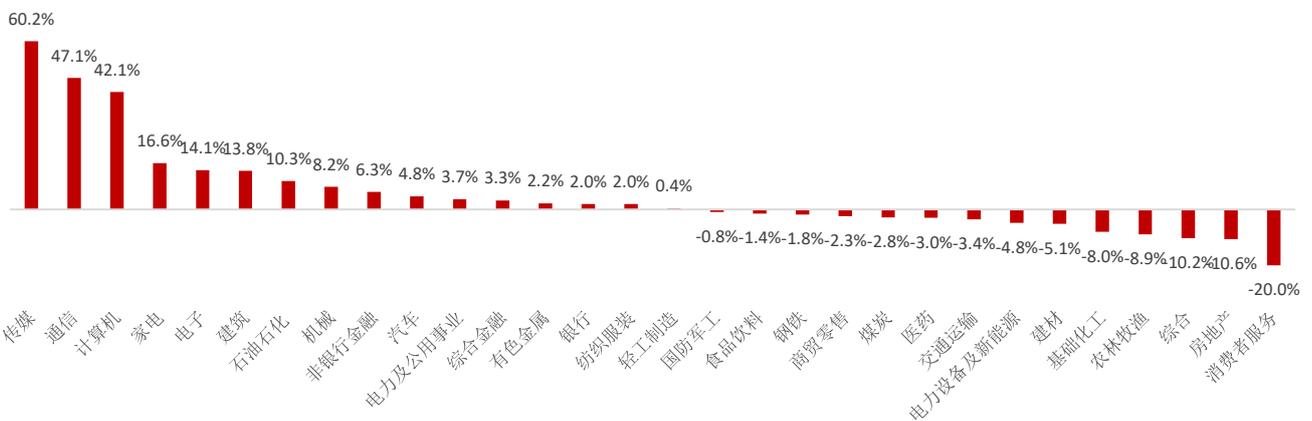
者服务、房地产及农林牧渔等行业的表现落后。

图：2023 年上半年主要股指涨跌幅（%）



数据来源：Wind、招商基金，数据截至 2023 年 6 月 16 日。

图：2023 年上半年 A 股行业涨跌幅（%）



数据来源：Wind、招商基金，数据截至 2023 年 6 月 16 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：防守反击，底部反弹。** 信贷需求疲软，同时中观景气如地产销售、服务消费、生产与开工、招聘意愿等出现了全面走低；沪深 300 非金融股债收益差已降至均值-2 倍标准差附近，市场对经济悲观预期的计入已相对充分；边际上，中国利率水平的下降与海外紧缩周期的尾声；投资者对利好信息的变化将更敏感，但总体市场的预期收益并不高，需待总量政策更清晰。

## 2.1.2 投资策略

### （一）股市分析：

#### 1、政策面：降息周期再提速，新一轮宽货币开启

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）本次国常会强调“更好利用全球先进资源要素”，在大国博弈加大背景下，“一带一路”的资源和要素流动或将得到进一步提升；（3）建设统一大市场短期将开展专项治理，长期仍将进一步优化基础性制度。

央行下调逆回购利率和 MLF，降息吹响“稳增长”政策号角。6月13日和15日，人民银行先后分别将7天逆回购利率和 MLF 下调 10bp，6月20日，央行时隔10个月后将 LPR1年期、5年期均下调10个基点。本轮调降既为宽信用，也为防风险，传递“稳经济”的信号。展望未来，当前利率调降的步伐预计还没有结束，或可期待下半年货币宽松加码：（1）7天逆回购利率和 MLF 调降意味着降息周期的全面打开。前期从 LPR 利率调降到存款利率调降，导致实际融资成本的潜在下行空间面临政策利率的约束。在当前稳经济的背景下，政策利率调降可以有效的打开利率整体下行的空间，体现政策关注稳经济的信号；（2）本次利率调降，或有两方面考虑：一是继续推动宽信用，助力经济复苏；二是防风险，合理应对地方债务以及金融机构改革相关问题；（3）预计今年下半年货币宽松加码，降准可期。降准方面，基准情形下，如果至2023年底广义货币供给 M2 小幅下降（“资产荒”、流动性淤积边际缓解）10.8%的年度增速，降准方面也还有普降 25bp 的空间。今年四季度 MLF 到期压力加大，10月是值得关注的窗口；（4）利率调降后，人民币汇率短期小幅承压、但底部支撑牢靠，利率债、成长股更占优。短期汇率依然有贬值倾向，但相对可控。

## 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。

5月 CPI 同比小幅回升，符合市场预期。5月 CPI 同比增长 0.2%，市场预期 0.3%。核心 CPI 和食品价格（除猪肉）是主要的支撑，分别贡献 0.57%和 0.23%，猪肉和交通通信（油价为主）是主要的拖累，分别贡献-0.02%和-0.48%。CPI 回升需要看到预防性储蓄的释放，PPI 触底需要出台总量性的需求端政策。当下 CPI 后续仍有单月转负的可能性，虽然物价下行速度最快的时段已经过去，基数角度7月后物价指标会普遍企稳向上，读数角度 PPI 大概率于6月见底、CPI 于7到8月见底，但实际动能最快在三季度末见拐点。

**5月社融显著低于预期，主因信贷走弱及债券融资大幅回落，居民信贷表现不佳，企业中长贷有亮点。**

5月社融新增1.56万亿，人民币贷款增加1.36万亿；社融存量同比增长9.5%，M2同比增长11.6%。5月居民新增存款较4月由负转正，符合季节性规律，远超过往五年的均值水平，反映居民储蓄意愿依然较高。展望全年，考虑到内生融资需求偏弱，全年增速9.9%，宽信用的节点可能要等到三季度末或四季度中，需求端信心修复仍需政策呵护。眼下除了结构性政策外，总量政策也已经加速发力，降息周期开始提速，今年下半年降准也值得期待。

**3、盈利端：企业盈利逐步修复，全年A股盈利增速先上后下。**

(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股归母净利润同比增速较去年显著回升，A股盈利步入上行周期；(2) 分行业看，预计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：底部向上，先抑后扬。**当前经济预期下修，总量政策仍待发力。经过前期调整，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，总量政策预期逐步明朗或将成为市场后续上涨的动力，而上涨的弹性也将取决于政策预期的弹性。今年4月以来信贷、地产、消费需求均出现了较为明显的下滑，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”下市场上行动能有限。但从金融资产定价维度来看，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，后续指数下行空间不大。

**2、风格判断：既要成长性，也要有确定性。**从资产价格、市场表现等维度来看，当下A股再度步入底部价值区间，后续“买什么”变得尤为重要。近两年A股底部反弹后市场风格演绎不尽相同，2022年5月后制造与生产活动快速修复，以新能源为代表的景气实际改善幅度较大的板块引领反弹；2022年10月，地产纾困叠加防疫政策优化对短期实际需求提振效果有限，政策预期转折带来的风险收敛主导行情，预期改善较大的地产链涨幅居前。本轮底部或与2022年10月更为相似，政策预期成为了驱动市场反弹的核心，但不同在于本轮政策聚焦于需求提振而非风险化解，以及房地产新发展模式路径尚待明晰，信用扩张主体尚待确立，顺周期股票收益空间的开启仍需验证。换言之，当下宏观不确定性仍相对较高，但市场计价已相对充分，顺周期板块的投资更多在于政策点对点的机会把握。另一方面，算力基建投资加速、AI大模型/行业垂直小模型商业化落地，科创产业趋势的不确定性正不断下降，在预期总体偏弱环境下具备一定配置价值。

**3、行业配置：低位价值搭台反弹，科技成长接力领跑。**(1) 围绕现代化产业体系建设，推进科技攻

关和国产替代，关注股价调整充分、盈利预期见底、中期受益周期复苏和技术创新板块：半导体、创新药、自动化设备等；（2）布局产业趋势明确的 AI 及数字经济，技术创新突破和资本开支扩张带来基础设施端确定性高成长，以及中下游硬件和应用协同发展，关注运营商、服务器、信创软硬件、算力等板块；（3）受益于国有经济改革与中国特色资本市场体系建设，关注有望通过专业化整合提高价值创造的“中特估+产业”：装备制造、建筑、中药、电力等板块；（4）低位价值板块：地产链、汽车等板块。

**“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，策略上可考虑从“中特估+高股息”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	2023/6/15	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	17.93	34.50	11.55	17.93	50.00%
	Wind全A(剔除金融、石油石化)	29.19	73.88	18.18	28.96	51.10%
	上证50	9.97	22.89	6.97	10.11	45.30%
	沪深300	11.94	27.35	8.03	12.38	40.50%
	中证500	23.45	89.51	16.24	29.43	18.70%
	中证1000	36.75	144.82	19.36	40.76	35.00%
	中小100	21.34	64.61	18.72	31.26	3.20%
	创业板指	33.03	135.13	27.92	52.37	4.50%
	中小综指	37.22	96.75	23.18	41.74	33.10%
	创业板综	50.37	174.93	28.88	62.44	26.40%
海内外相对估值PE(TTM)	中证红利指数	6.04	20.46	5.24	8.28	10.10%
	恒生AH股溢价指数	7.66	22.68	6.25	9.42	7.30%
	上证沪港通AH溢价指数	7.70	10.27	3.08	4.89	68.90%
相对估值PE(TTM)	上证指数/标普500	0.53	1.56	0.36	0.62	17.60%
	创业板指/沪深300	2.76	8.11	2.53	4.14	3.90%
相对估值PB(LF)	创业板综/沪深300	4.22	14.08	2.83	5.26	32.60%
	创业板指/沪深300	3.38	6.06	1.54	3.53	47.80%
	创业板综/沪深300	2.75	5.30	1.38	2.87	44.90%

数据来源：Wind，招商基金，数据截至 2023 年 6 月 16 日。过往情况不代表未来表现。

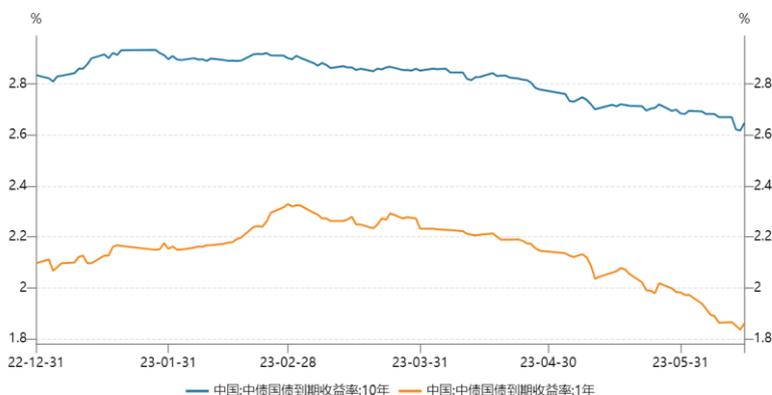
## 2.2 债券

### 2.2.1 债券市场回顾展望

**债券市场整体回顾：2023 年上半年，债券市场小幅调整后震荡走强。**以 10 年国债收益率来看，收益率在 2.62%-2.93%区间波动。今年一季度，1 月债市主要受基本面仍在疫后快速修复阶段和资金面收紧影响，10 年国债收益率从 2.83%逐步升至 2.93%水平，随后一系列高频数据显示经济仍为弱复苏，同时机构仓位不高，资金逐步进场配置，信用利差较高具有相应配置价值，叠加政策面上两会对经济增速目标低于市场预期和央行降准操作，10 年国债收益率逐步回落至年初水平。进入二季度后，基本面仍继续转弱，地产销售

和投资下行明显，风险资产表现不及预期，加剧市场悲观情绪，央行在 6 月再度降息，债市收益率下行更为顺畅，10 年国债收益率从 2.85% 逐步下行最低至 2.62% 附近，随后受刺激政策出台预期、交易度拥挤等因素影响，收益率转而上行。

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 6 月 16 日。

### 债券市场展望：

#### (1) 经济基本面方面

**经济形势：**年初市场预期 2023 年大概率是内需走强、外需回落的一年，但从上半年运行来看，内需经 1-2 月的修复后动能开始走弱（尤其是地产销售和投资），市场对经济修复的强预期逐步打消，工业生产、消费和固定资产投资的修复均偏弱，而外需表现则超预期，维持了相当的韧性，3-4 月的出口同比增速甚至高达 14.8% 和 8.5%。

7 月前后，或将出台一系列政策以应对目前的经济形势，但整体上仍会把握短期“稳增长”和长期高质量发展的关系，类似 2008 年“四万亿”的需求侧大刺激政策出台的可能性较低，政策的效果更有可能仍是“托而不举”，维持底线思维。

**消费方面：**上半年的居民消费低于预期，5 月社会消费品零售总额同比增长 12.7%，5 月社零两年平均同比增速仅为 2.5%，与疫情前的中枢水平有不小的差距，而最新 5 月调查失业率为 5.2%，和 2019 年三、四季度差不多，说明受收入预期不稳定、消费倾向高的年轻人调查失业率偏高、居民收入增速中枢下滑影响，居民消费并未随着调查失业率下降而快速恢复至疫情前水平。展望下半年，预计以上影响居民消费的因素难以大幅转变，消费修复仍然是一个偏慢的过程。

**投资方面：**结构上仍然是地产投资弱、基建托底。经历一季度地产销售需求集中性释放后，二季度销售数据及地产企业拿地数据偏弱，同时并没有针对地产企业融资进一步的政策支持，意味着下半年开盘量或许较低，这将制约下半年的地产销售和投资。

#### (2) 政策方面

**经济政策：**整体看，政策出台及出台后的效果需要具体分析。7 月政治局会议召开，各部委司局、各地方政府或将逐步出台政策，我们对各类政策的初步分析如下。

**货币政策：**净息差逐步下降后，银行体系逐步通过降低负债端成本（降存款利率）以应对。6 月初，国

有大行和股份制银行先后进行了新一轮的存款利率下调，活期存款利率下调 5bp，2 年期定期存款利率下调 10bp，3 年期和 5 年期均下调 15bp，但紧跟的 OMO 和 MLF 利率的下调也使银行资产端收益率同步回落。

1) 从支持银行体系角度看，未来不排除有一次降准（25bp）的可能性，且银行体系可能继续降低存款利率。如果三季度经济运行仍较弱，预计降息窗口会进一步打开；2) 不太认为汇率将是货币政策的掣肘，对中国来说，有效降低市场主体的融资成本，有助于尽快恢复经济活力使经济增速转向回升，反而利好汇率；3) 有望出台宽信用的货币政策，如各种政策开发性金融工具和 PSL 工具，以支持固定资产投资。

**财政政策：**由于今年赤字率和专项债额度基本确定，我们认为下半年财政政策工具的发挥空间有限。推出特别国债的可能性较小，需要经过全国人大会议通过。

**地产政策：**目前已有部分支持地产的政策工具已出台，如限购限贷的放松、房贷利率的调降等。大部分二三线城市的限购限贷政策已基本放开，未来的放松空间主要在一线和部分二线城市，但我们认为空间比较狭窄，且效果可能有待观察。

**其他政策：**出台促消费的政策概率最大，目前看主要是围绕汽车这一耐用品消费，如 6 月国常会提到“要延续和优化新能源汽车车辆购置税减免政策，构建高质量充电基础设施体系”。目前来看，大的服务消费促进政策仍未出台，且促消费政策的效果更多还要看居民收入的增速和稳定性。

### （3） 交易情绪方面

久期层面，今年 3 月以来，债券基金的久期已明显增加，至 6 月已到 2019 年以来的最高水平；从基金、理财、券商资管等交易性机构的净买入力量看，目前已处在 2019 年以来的较高水平，未来的发力空间或较有限；从 30 年国债的换手率看，目前处在历史以来的较高水平，以上均说明市场交易结构处在偏乐观的状态，会加剧市场的脆弱性。

下半年的债市的脆弱性加大，收益预期降低，整体看结构性的机会更大。主要原因如下：1) 短期看，受出台刺激经济政策预期、债市交易情绪偏亢奋、绝对收益率水平偏低等因素影响，债市收益率再度接近前低，使得债市收益率难以向下突破；2) 中期看，下半年经济基本面缺乏基数效应，同比增速压力或会更大，外需上出口增速的下滑初现，内需上地产和消费仍较疲弱，基本面对债券仍是利好；3) 政策配合上，预想中各项政策对债市产生的冲击较有限，而货币政策大概率仍会维持更为宽松的操作；4) 下半年，伴随银行降负债成本，部分资金或会逐步流入理财产品，“资产荒”问题凸显，压窄信用利差；5) 由于地方政府财力恢复不及预期和城投公司债务压力偏重，市场对此担忧加剧，或将进一步导致债市资金向更安全的资产聚集。

## 2.2.2 债券市场投资策略

### 1、利率债投资策略

2023 年下半年，债市机会的把握更有难度，行情不会像上半年顺利，存在潜在风险事件使债市受到冲击的可能性，但冲击后也或将是阶段性的加仓机会。

（1）债市交易度拥挤加剧了债市的拥挤度，短期看，仍以票息策略为主。在目前偏低的收益率水平上，遇大利好（如降息降准）不追高，遇利空后的调整（如刺激政策、监管政策）可积极博取机会。

(2) 久期策略，二季度长端、超长利率债收益率下行幅度较大，整体曲线偏平，或可考虑在刺激政策利空基本释放（基本面尤其是地产销售未有明显改善）后，再采取久期策略。

(3) 杠杆策略，资金利率或有一定波动，但在目前基本面形势下，央行大概率会维持宽松状态，杠杆息差空间较为充足，至少可考虑维持中性略高的杠杆。

(4) 品种选择方面，目前整体上信用债优于利率债，流动性的重要性提升。与 2022 年第三季度的收益率低点比，商金债、银行二永、产业永续都有较大的空间，这与 2023 年理财产品规模恢复缓慢且投资偏好比较谨慎有关。经历上一轮理财赎回冲击后，居民理财的偏好阶段性的转向了银行存款，但 2023 年以来，银行体系降低存款利率的趋势，将削弱居民存款的倾向，并使得理财产品规模继续上行，这有助于信用利差、永续利差的压窄。

## 2、信用债投资策略

回顾 2023 年上半年，信用债市场整体走强，赎回潮后市场情绪逐渐修复，钱多逻辑主导叠加信用债供给相对受限，“资产荒”行情重演，信用利差<sup>2</sup>一度被压缩至历史较低水平。具体分析如下：

注 2：信用利差的默认参照对象是同期限国开债收益率水平，即个券信用利差=个券收益率-同期限国开债收益率。

**城投债方面：**一级市场方面，2023 年 1-5 月共 7 个地区城投债净融资规模为负，其中部分地区净流出规模超过百亿元，尾部区域仍不容乐观，同比来看有 20 省净融资同比为负；江浙地区表现较为突出，上半年城投债净融资规模逾千亿，反映出地区分化仍存。二级市场方面，历经赎回潮修复及“资产荒”，城投债利差处于快速压缩阶段，下沉资质与拉久期特征明显：2 月各期限品种利差全面收窄，其中短端中低等级品种收窄幅度较大，1 年期和 2 年期 AA、AA（2）<sup>3</sup>、AA-品种分别收窄 30-60bp 左右、45-60bp 左右；3 月利差走势分化，各期限 AAA、AA+高等级品种普遍走阔 1-8bp 左右，而 AA（2）、AA-品种收窄 10-46bp；4 月高等级城投债利差再次收窄，1-3 年期 AAA、AA+品种收窄 9-11bp，而中低等级品种利差收窄幅度有所下降，各期限 AA（2）、AA-品种利差收窄 12-34bp；5 月 AA-品种继续小幅收窄 1-11bp，而其余品种在收益率持续下压，但下行幅度不及利率债，导致信用利差被动走阔 1-20bp。土地市场表现低迷叠加融资政策监管仍处于收紧阶段，在财政紧平衡和再融资困难的背景下，个别部分市县公开表示化债工作推进困难，部分区域城投定向融资产品的风险舆情明显增多，偏弱的基本面和不断爆出的风险舆情让市场对后续城投的偿债能力产生担忧情绪。短期来看，城投债券打破刚兑仍属较小概率事件，主要风险仍是基本面下行带来的技术性违约与估值波动风险。区域选择方面，可结合风险、收益和流动性综合考量，选择流动性较高、债务率偏低、舆情少、短期到期压力不大的省份。期限选择上对资质尚可的主体可选择 1 年以内债券适当下沉赚利差，同时考虑到估值风险，建议对拉久期保持谨慎。

注 3：AA（2）评级为中证隐含评级中城投细分评级，略低于 AA 评级。

**地产债方面：**经历一年多的震荡调整，房地产风险持续出清。一级市场方面，2023 年以来房企净融资额较 2022 年下半年有所回暖，但不同属性房企有所分化，国有房企月度净融资保持为正，而民营房企净融资规模回落，缺口较 2022 年有所扩大。二级市场方面，1 月受各项维稳政策推动，地产债尤其是民企地产债价格修复显著，混合所有制房企和民营房企利差收窄超 200bp；2-3 月民企、国企地产债利差全线收窄，

市场信心有所恢复；4月地产债利差走势出现分化，民企地产债利差出现大幅反弹，走阔约114bp，中央企业、地方国企、混合所有制地产企业利差继续小幅收窄；5月除地方国企外，其余性质房企债券利差均出现小幅走阔，体现出市场对地产债担忧情绪仍存。随着3-4月国有房地产债到期高峰过去，预计下半年国有房企净融资规模将环比改善，后续国企民企地产或仍将持续分化，国企地产再融资顺畅，稳定的负债端保障了加杠杆能力，可关注1-3年中高等级国企地产债投资机会。

**钢铁债方面：**钢铁行业景气度受下游地产、制造业影响较大，当前地产板块回暖速度不及预期，一定程度也拖累钢铁债市场的信心恢复，导致钢铁债的信用利差分化明显，中高等级钢铁债利差上半年出现明显下降，而低等级钢铁债则没有明显回落迹象，信用利差处于历史90%分位以上。考虑到当前钢铁行业基本面仍处于底部，企业盈利空间较为低迷，仍需等待地产链修复带来利差下行的右侧机会。

**煤炭债方面：**2023年以来，煤炭债月度净融资规模较2022年下半年有所回暖，但仅2月实现单月净流入；同比看，2023年1-5月煤炭债实现净融资规模约319亿元，较2022年同期的净融资299亿元有较大差距，煤炭债供给收缩较为明显。2023年上半年煤炭债利差持续压缩，目前3年期以内高等级品种还有一定收敛空间，不过近期煤炭价格边际承压，我们将持续关注煤价波动对煤企盈利状况的影响。

**银行资本工具方面：**年初受银行二级资本债舆情扰动，部分低等级二永债利差走阔；2月节后资金面偏松叠加机构配置需求上升，二永债价格得到修复，各品种利差普遍下行；3月海外银行资产减记事件及加强银行同业监管的传闻对债市影响较为可控，二永债利差整体仍保持收窄态势；4月“资产荒”持续演绎，资金配置需求持续增长带动利差继续下行，二永债利差压缩幅度有所扩大；5月资金宽松与配置力量驱动信用债收益率继续下行，但在利率债下行幅度更大的情况下二永债利差被动走阔。当前点位下，二级资本债利差虽仍有下行空间，但也需警惕市场行为趋于谨慎、供给高峰等利空因素影响下市场调整的可能性，后续可关注二级资本债3年期以内波段交易机会，在中小银行风险事件频发的情况下，仍需防范尾部风险，我们不会过度下沉。

### 2.2.3 可转债市场回顾展望与投资策略

2023年上半年A股市场与转债市场整体震荡上涨，截至6月16日，今年以来万得全A上涨4.92%，中证转债上涨4.13%，转债市场表现略弱于股票市场。具体来看，权益市场上半年走势可分为三个阶段：

(1) **年初到2月上旬**，随着疫情感染人数快速过峰，经济恢复进程快于预期，在地产链、金融、消费等总量资产主导下出现普涨行情；

(2) **2月中旬到4月下旬**，经济共识下移但复苏预期相对稳定，市场行情有所分化。AI、“一带一路”、“中特估”等强主题行情领跑；

(3) **5月至今**，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，市场出现明显回调。转债估值方面，目前全市场转股溢价率均值50.72%，较年初上行1.63个百分点，处于2017年以来85.12%分位数水平。

**展望后市：正股层面**，经济基本面偏弱是客观事实，但目前已经被市场较充分定价，上证指数市净率目前处于过去 5 年 24.8% 的较低分位数水平。往后看积极的因素正在不断累积，边际变化逐渐向好。国内方面，消费出行持续缓慢恢复，在政策有望加码以及科技周期等因素驱动下，部分中游行业景气度逐渐改善。6 月 15 日央行降息 10bp 进一步提振市场信心和估值水平。国外方面，美联储加息进入尾声，外部偏紧流动性对 A 股的负面影响逐渐降低。**转债估值层面**，在纯债机会成本低、央行降息以及权益市场预期边际好转的背景下，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。策略上建议保持中性偏积极仓位。可关注三条主线：一是 TMT 中的消费电子和半导体板块；二是军工板块，军工在短期因军品降价预期相对收益表现较差，但长期增长空间广阔，装备升级逻辑清晰，目前性价比较高；三是偏债型银行转债，在下半年经济边际改善下有望受益，可考虑作为底仓进行配置。

图：可转债市场表现



数据来源：Wind、招商基金，数据截至 2023 年 6 月 16 日。

## 2.3 港股

### 2.3.1 回顾展望

**港股市场回顾：**截至 6 月 16 日，港股市场今年以来整体呈现震荡态势，期间恒生指数、恒生中国企业指数和恒生科技指数分别上涨 1.31%、1.91% 和 2.54%。行业方面，电讯业和能源业逆势上行，涨幅分别为 18.76% 和 17.85%，医疗保健、地产建筑和必需性消费业跌幅最大，分别为 -14.84%、-11.61% 和 -9.03%。

年初在国内防疫政策持续优化下，经济复苏预期进一步增强，港股出现大幅上涨。2 月，美国经济数据出炉，通胀回落不及预期、非农就业人数激增，市场再次忧虑美联储会超预期加息，同时中美摩擦升温也进一步加大了港股市场波动。3 月银行业风险事件接连爆发，全球短期避险情绪上升，引发全球市场波动，港股市场持续下修，直至 3 月下旬央行全面降准释放约 5000 亿元长期资金，消费和地产基本面数据改善回升，港股市场开始反弹。

进入二季度，受国内经济复苏不及预期、地缘政治和海外经济环境风险等因素影响，港股市场延续震荡下跌态势。4月PMI回落至枯荣线以下，4月20日美国财政部长的讲话使市场对中美关系的担忧再度升温，市场风险偏好下降。5月国内CPI、PPI、社零、PMI等多项数据不及预期，叠加美债上限危机加剧了市场的避险情绪，使外资流出港股，对港股市场风险偏好形成压制。而进入6月，市场对于后续刺激政策出台的预期上升，港股出现持续反弹。

**港股展望：**展望下半年，港股当前估值处于历史较低位置，下半年或出现国内经济复苏改善以及美联储结束加息等积极因素催化。我们预计今年下半年库存周期或见底将有利于经济更稳健地复苏，并推动企业盈利上行。同时，当前美国经济趋于疲弱阶段，制造业PMI已连续7个月处于枯荣线下方，叠加一直未能完全解除的银行业风险，美国下半年或迎来加息周期结束。此外，美国政府债务上限问题已逐步得到解决，从而对海外资金风险偏好的压制减弱。国内经济复苏和海外流动性宽松有望共同催化港股的上涨行情。

主要的风险点在于：1) 海外金融风险频发；2) 美联储加息超预期；3) 国内经济复苏不及预期。

### 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) 互联网电商板块。**在“618”大促销给电商产业链相关公司二季度业绩带来的弹性值。其次，AIGC（人工智能内容生成）发展下，互联网平台具备数据和研发优势，将有望持续受益；

**(2) 电力运营商板块。**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，火电企业盈利端将迎来修复。近期输配电改革是较好的信号，逐步将电力市场化向用户侧推进，有助于辅助服务市场以及容量市场的发展；

**(3) “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：**回顾2023年上半年，截至6月16日，纳斯达克综合指数上涨30.79%，标普500指数上涨14.85%，道琼斯工业指数上涨3.48%。

5月美国通胀同比增速主动力仍为核心服务项，未来美国核心通胀或将有明显下行。5月美国CPI同比增长4%，低于市场预期的4.1%，连续11个月下降，此次CPI低于预期主要原因为能源商品环比和同比均出现明显下行，分别为-5.6%、-20.4%。而核心服务项为5月通胀同比增速的主动力，拉动CPI约3.73个百分点，其中住所项拉动约2.63个百分点。目前美国住房租金项同比增速已连续两个月走弱，根据美国房价等先行指标，未来住所项CPI有望继续下滑，拉低核心服务通胀。

2023年初以来，尽管银行风险事件对美国信贷需求有一定冲击，叠加美联储紧缩周期未结束导致利率仍然维持高位，但美股却不断走高。其中偏成长风格走强，周期价值走弱的结构性特征较为突出。AI+相关行业（互动媒体与服务、半导体产品与设备、软件、科技硬件存储、广告产品线零售）对主要股指涨幅贡

献较大。美国人工智能技术革命加速催化提振风险偏好和大盘科技成长企业困境反转是驱动本轮纳斯达克指数表现突出的主要原因。从驱动力来看，年初以来纳指估值扩张 26%，盈利扩张 6.4%，实现戴维斯双击。估值的扩张主要来自于风险偏好的提振，无风险利率（10 年期美债利率）从 3.88% 回落至 3.74%。从业绩预期来看，由于海外地缘冲突对欧洲需求的负面影响以及疫情反复对需求的冲击，美股中海外收入占比较高的大盘科技成长企业 2022 年业绩普遍承压，而进入 2023 年，一方面非美经济困境反转，半导体周期逐步见底回升，另一方面 AI+ 技术不断迭代催化，美股中的科技股收入预期逐季走强。

**美股市场展望：**展望 2023 年下半年，美国利率走势仍是市场最关注的因素，市场普遍预期联储局于 7 月或再加息 0.25%，联邦基金利率于 5.25% 至 5.50% 见顶，下半年利率将继续受经济及通胀数据影响。目前主流预期经济衰退程度有限，通胀维持高企，高息政策将维持更长时间，直到通胀回落。对股市来说短期偏空，但市场仍对明年降息抱有憧憬。若经济明显下滑，通胀亦随之下跌，在此情况下市场将期望联储局降息以稳定市场，对股市有短期刺激作用，但炒作过后，股市将因为经济衰退而出现大幅回调。另外，美国将于明年进行总统选举，市场一般认为美国股市在总统选举前一年表现不会太差，现任政党可能为了提高赢得选举的机会而采取刺激经济及金融市场的措施。

美联储方面，暂停加息并不意味着终止，美联储目前进入政策观察期，议息会议声明表示暂时将利率目标维持在当前水平以评估接下来额外信息的影响。在点阵图中，美联储预计今年年底政策利率区间为 5.5%-5.75%，隐含今年还有两次加息的可能。此外，鲍威尔也表示今年降息不合适，没有政策制定者预计今年会降息。目前美国经济较有韧性，美联储提高 2023 年经济预期，将 2023 年 GDP 预测增速从 3 月的 0.4% 提高至 1%，将失业率预测从 3 月的 4.5% 降至 4.1%。过往加息停止后的高利率平台期，美国经济一般会处于政策利率不再上行而就业市场强劲的阶段，市场对未来经济预期较好。2023 年核心通胀或保持高位，美联储将 2023 年 PCE 预期从 3.3% 下调至 3.2%，而核心 PCE 预测值从 3 月的 3.6% 上调至 3.9%。目前美国服务业消费依旧强劲，或影响服务业通胀下降斜率。

当前美国政策利率已处于充足限制性区间内，和美国当前宏观环境相匹配，若未来通胀大幅超预期，7 月或重启加息。

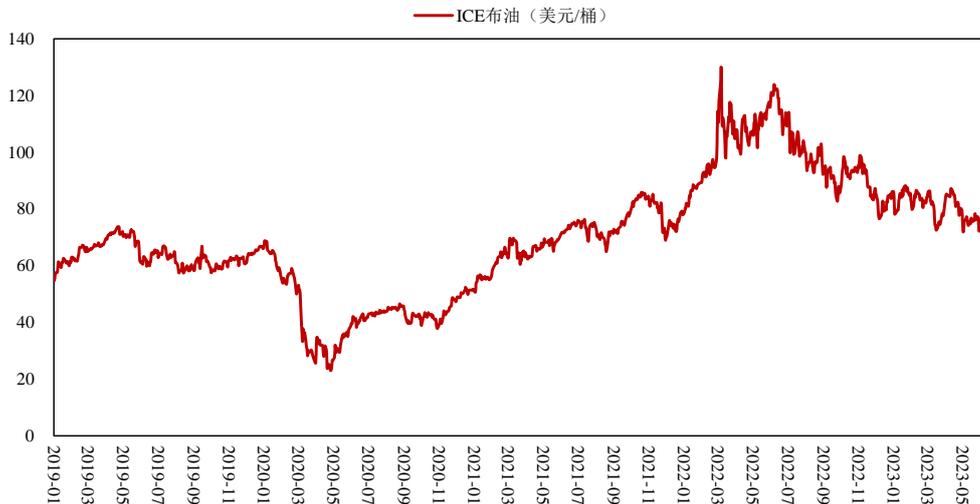
因此，行业配置上，我们将关注对利率变化相对不那么敏感的公司，如医疗保健、消费品能源行业以及医疗设备、半导体和消费服务。同时，随着中国经济基本面向好，估值较低且机构投资者配置较少的中概股也值得关注。

## 2.5 原油

**原油市场回顾：2023 上半年国际原油价格呈 M 型走势，OPEC 超预期减产难改油价偏弱运行主线。**年初中国防疫政策优化，原油需求预期改善，供给侧美国及其盟友宣布禁运俄罗斯成品油并施行价格上限措施，供需两端利好下油价走高。今年 1 月下旬至 3 月中旬，多空交织下布油震荡下行。中国经济逐步转向弱

修复，国际航班恢复程度不及预期，土耳其原油出口受地震扰动及美国银行业流动性危机均对油价造成负面影响。4月2日 OPEC 超预期减产，油价冲高上行，在宏观经济逆风下油价仍未能扭转下行趋势，4月美国银行业流动性风险再度发酵，债务危机逼近上限，同时俄罗斯减产计划执行力度偏低，油价宽幅走低。5月美国原油库存意外骤降，6月初 OPEC 宣布延长减产措施至 2024 年底，现阶段国际油价止跌上涨。

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 6 月 16 日。

**原油市场展望：震荡筑底，边际变化仍待计入。**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。**供需两侧的边际变化或将成为扭转平衡和市场预期的关键。**供给端 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，基准情形下，预期 2023 年下半年全球石油供需格局或将转为短缺，布伦特原油价格中枢或环比上移。其中，地缘局势下的俄油供应缺口扩大或成为价格超预期上行的可能，而进一步下行的风险或来源于需求侧的超预期坍塌和伊朗原油的意外回归。

## 2.6 黄金

**金价回顾：货币政策决定节奏，避险情绪决定高度，今年上半年黄金价格高位波动。**1月初，纽约金向上突破平台位，并延续走高态势。美联储鹰派纪要导致2月初金价回落，并进入横盘整理阶段。3月初欧美银行流动性危机下避险情绪升温，带动金价再度大幅上行。3月下旬随着避险情绪的回落，金价高位震荡整理。4月初和5月初金价均有向上走势，但都以失败告终。5月初随着美国银行风险事件的发生，纽约金一度冲高，突破此前海外地缘冲突期间高点。5月下旬美联储官员屡次鹰派发言叠加美国4月经济数据读数偏强，金价回吐部分涨幅。

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 6 月 16 日。

**金价展望：投机渐近尾声，避险功能或将凸显。** 往前看，短期内投机多头出清或压制黄金价格，叠加避险东风延迟兑现。虽然美联储货币政策周期转向宽松、美国经济增长或陷衰退，以及国际货币体系长期“去美元化”的三条黄金主线或延续，但在投机性需求已一定程度上对降息和衰退预期提前定价之际，市场或将逐渐更为关注三条主线的边际变化：（1）仍严峻的抗通胀任务和相对强劲的劳动力市场或将延后利率向下拐点，美债利率或延续高位盘整，美联储年内开启降息的可能性或相对偏低；（2）黄金避险价值的核心支撑或仍为美国经济增长的趋势下行，年初以来美国经济增长数据表现偏强，但在利率曲线倒挂之际，随着流动性收紧周期逐步从“紧货币”步入“紧信用”，美国经济增长放缓的大方向或仍未改变，但衰退兑现时点或有所后移，目前来看年底风险仍存；（3）年初以来全球央行购金的偏强趋势未能延续，4 月全球央行储备转为净流出状态。后续将更需关注黄金的避险功能。

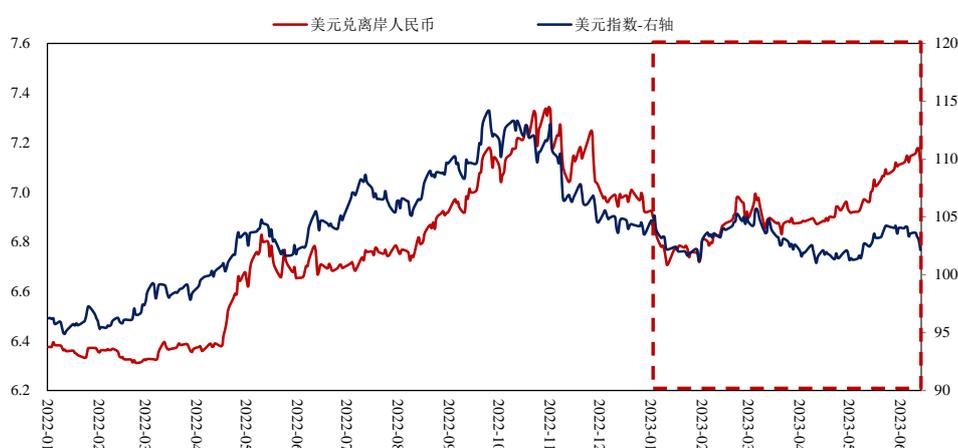
## 2.7 汇率

**汇率市场回顾：人民币汇率反复拉锯，宽幅波动。** 1 月美元指数继续趋于回落，创 2022 年 5 月以来新低，去年 12 月美国 CPI 数据显示通胀压力持续放缓，且 ISM 制造业 PMI 与服务业 PMI 也超预期下降，偏弱的经济数据令市场预计美联储将放缓加息速率，美债收益率走低；美元指数在今年 2 月重新走高，原因在于美国 1 月通胀数据超预期增长，通胀压力再起，且美国 1 月就业、零售销售以及 ISM 服务业 PMI 等数据整体偏强，在此背景下美债利率明显反弹，支撑了美元表现；3-4 月美元指数进入下行通道，跌幅近 4%，并在 3 月上旬一度因超预期的就业数据及鲍威尔的鹰派言论小幅走强，然而海外银行业风险事件促使美联储考虑金融稳定风险，市场对于加息的预期也随之下调，4 月后美国经济数据整体走弱，叠加美国银行业风波继续发酵，美元指数继续在年内低点徘徊；5 月上旬以来美元指数连续三周反弹，一方面受较有韧性的美国经济数据支撑，加息预期维持高位，另一方面中欧经济数据的相对疲软也凸显了美国经济的基本面优势。

2023 上半年人民币汇率从韧性转向弹性。今年一季度，人民币汇率双向波动，小幅走高。国内经济基

本面企稳修复，在美国银行流动性危机下货币政策紧缩节奏放缓，人民币汇率稳中有升。3月中旬至5月初，多重因素博弈下人民币走向缺乏明确主线，汇率延续静态平稳。国内基本面脉冲式修复行情暂告段落，经济复苏开始寻找下一个锚点，同时美国经济衰退信号迟迟未至，美元指数缺乏有效动能，多空交织下人民币暂失方向。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，主要受多方面因素影响：（1）美国就业市场强劲，经济韧性较强，使得美元短期走强；（2）美国通胀压力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年上半年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6月16日。

**汇率市场展望：美元的强势大概率会维持至夏季，或将在下半年重拾下行。**短期，债务上限的谈判尘埃落定，违约已成为极小概率事件。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一个真正的风险。中期，市场开始预期美联储加息周期接近尾声。尽管年内降息的可能性相对较低，但随着加息对于经济的滞后效应逐渐显现，美国经济增速与通胀都将逐渐放缓，而市场对于降息的预期或也将逐步走高，进而推动美债收益率从当前相对高点回落。

预计短期内人民币仍将处于相对贬值态势，预计今年三季度中后期或将进入震荡态势，若三季度末经济提振政策效果凸显，或将重回小幅升值的阶段。后续人民币贬值的主导因素是海外衰退预期导致的出口向下，今年三季度中后期若经济基本面再次反转、若再配合货币政策的收敛，则人民币或将有一定提振，国内经济政策将是人民币高点的决定性因素。如果后续有明显的针对于出口或经济的提振措施，美元兑人民币大概率接近2022年高点后，在其附近震荡。

### 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，当前位置可以乐观一些。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。
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。后续需密切观察政策及效果，若不及预期，则债市仍有机会。
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，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、复制或有意篡改。