



招商基金投资策略报告

2023 年·7 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	3
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	12
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：经济整体依然弱势，消费是少数亮点。流动性依然在正常区间内。6月制造业PMI小幅反弹，录得49%，依然在枯荣线以下。投资数据方面，5月投资数据除基建投资增速有所上升外，固定资产投资、房地产投资、制造业投资均继续走弱。5月社会消费品零售总额虽然增速有所放缓，但强势依旧，录得数据12.7%。5月出口数据增速大幅下滑且转负，录得数据-0.79%，前值16.83%。

图：2023年6月PMI小幅反弹



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6月30日。

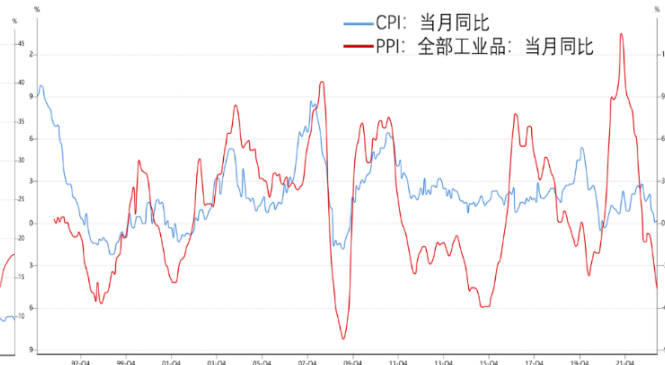
DR007（银行间存款类金融机构7天期质押式回购）整体依然维持在正常区间内。

从投向实体经济的流动性角度看，代表性指标社融存量在5月份再度走弱，社融两年CAGR（复合年均增长率）同样再度走弱，结构方面企业中长期贷款继续有所回升。通胀方面，5月PPI继续下滑，录得数据-4.6%；CPI小幅反弹，录得数据0.2%。

图：2023年5月社融存量再度走弱，企业中长期贷款继续回升



图：PPI 继续下滑，CPI 小幅反弹



数据来源：Wind、招商基金，数据截至2023年6月30日。

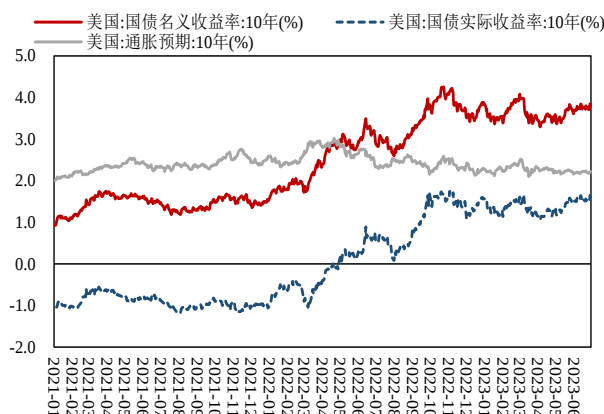
1.2 海外市场

1.2.1 美国

回顾：经济和核心通胀的韧性超预期，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，以时间换空间。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）、上修核心通胀和经济增速预期并下调失业率预测；（2）通胀方面，美国 5 月 PCE 物价指数年率为 3.8%，前值为 4.3%，预期值 3.8%，通胀有所降温，但扣除食品与能源项的核心 PCE 仍保持粘性，美国 5 月核心 PCE 物价指数年率为 4.6%，前值为 4.7%，预期值为 4.7%；（3）6 月下旬美联储频频放鹰，6 月 22 日鲍威尔出席参议院听证强调美联储仍将专注于将通胀降至 2% 的目标，6 月 28 日鲍威尔在参加欧洲央行的讨论会时表示美联储今年内很有可能再加息 2 次。**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，受大型科技股上涨等因素带动，美股震荡上涨。风格层面出现分歧，科技成长占优，价值板块承压。**

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（剔除房租后的核心通胀）仍然呈现出一定粘性；（3）劳动力市场仍具韧性。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；（4）美联储 6 月维持利率不变并保留了后续加息的窗口，利率终值有所上调，此次暂停加息可看作为“鹰派的暂停”。**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，下半年仍需注意“衰退交易”风险。**

图：美国国债波动较大，存在反弹压力



数据来源：Bloomberg、CME、招商基金，数据截至 2023 年 6 月 30 日。

1.2.2 其他国家与地区

欧洲：6 月欧央行缩表进程继续，制造业景气度续降。欧央行 6 月议息会议加息 25 个基点，符合预期，

欧洲央行行长拉加德称考虑到潜在通胀压力，很可能于 7 月继续加息。与美联储暂时暂停加息不同，欧央行连续加息，显示其对通胀持续高企的担忧更甚。

6 月欧元区 STOXX50 指数上涨 4.29%，欧洲 STOXX600 指数上涨 2.25%，法国 CAC40 指数上涨 4.25%，德国 DAX 指数上涨 3.09%，英国富时 100 指数上涨 1.15%。欧元区服务业 PMI 为 52.4%，环比下降 2.7%，连续两月走低；制造业 PMI 持续回落，从 5 月的 44.8% 下行至 43.6%，已连续 12 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度有所分化，**制造业持续走弱，服务业持续保持韧性。**

日本：6 月大涨，日经指数接近 1989 年底泡沫时期顶点，关注点由货政调整转向走出通缩。6 月日经 225 指数续涨 7.45%，距 1989 年底泡沫时期顶点仅一步之遥。今年年初以来，日本股市受多方面利好因素影响，股价加速上涨。在 6 月 16 日举行的货币政策会议上，日央行维持其宽松的货币政策不变，包括收益率曲线控制（YCC）、ETFs 和 J-REITs 等资产购买计划及前瞻性指引，海外投资者对日本货币政策调整预期逐步降温。另一方面，随着日本“春斗”¹ 工资上涨超预期以及通胀上升的粘性增强，海外投资者对于日本能走出通缩抱有积极的期待。

【注 1：日本“春斗”是指在日本每年春季左右所举行，劳工主要为了提高薪资与改善工作条件而发动的工会运动。】

2 大类资产观点

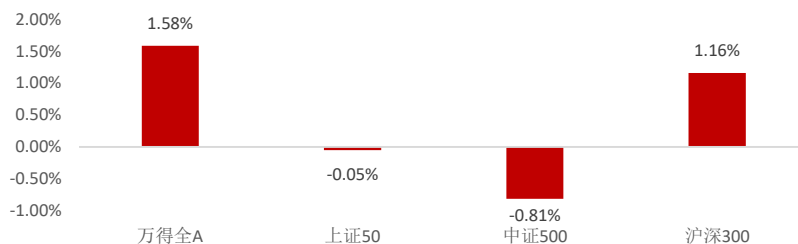
2.1 A 股

2.1.1 回顾展望

A 股回顾：央行降息和国常会精神预示政策博弈从预期变为现实，其中，政策方向、力度、节奏和效果是博弈点，6 月维持震荡行情。6 月“稳增长”政策预期渐强，央行先后调降 OMO（公开市场操作）利率、MLF（中期借贷便利）与 LPR（贷款市场报价利率）利率，6 月 16 日国常会研究推动经济持续回升向好的一批政策措施。6 月 18 至 19 日布林肯访华，近期中美高层逐步恢复沟通基调，互动频次有所上升。6 月主要股指涨跌互现，截至 6 月 30 日，万得全 A 上涨 1.58%，沪深 300 上涨 1.16%，中证 500 下跌 0.81%，上证 50 下跌 0.05%。从结构上看，成长板块相对占优。行业层面，家电、汽车、通信、机械、电力设备及新能源等行业涨幅靠前，而医药、消费者服务、交通运输、传媒、电力及公用事业等行业的表现落后。家电业绩超预期，原材料价格回落盈利上修，月底国常会审议通过《关于促进家居消费的若干措施》，家电

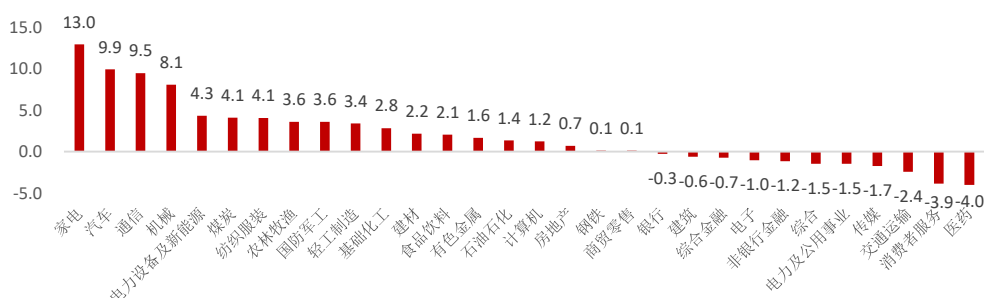
板块领涨。

图：2023 年 6 月主要股指涨跌幅（%）



数据来源：Wind、招商基金，数据截至 2023 年 6 月 30 日。

图：2023 年 6 月 A 股行业涨跌幅（%）



数据来源：Wind、招商基金，数据截至 2023 年 6 月 30 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：经过 2023 上半年的调整，总量经济相关资产（如上证、沪深 300 指数）的风险溢价处于历史较低水平，显示市场对经济增长的疲软预期，也隐含了指数进一步深度调整的空间较为有限。央行逆回购利率与 MLF、LPR 调降、国常会提出“研究提出了一批政策措施”以及“具备条件的政策措施要及时出台、抓紧实施”，预示着后续的市场核心矛盾或是“政策落地力度和效果”。

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

“稳增长”政策预期渐强，国企改革迎来新催化。（1）“一批政策”正在路上，耐心等待政策落地效果。6 月 16 日国常会会议主题“研究推动经济持续回升向好的一批政策措施”，要求“针对经济形势的变化，必须采取更加有力的措施，具备条件的政策措施要及时出台、抓紧实施”，主要围绕“加大宏观政策调控力度、着力扩大有效需求、做强做优实体经济、防范化解重点领域风险”四大方面。（2）**战略性重组与专业化整合，央企并购重组预期升温。**2023 年以来，国资委多次在重要会议上强调“并购重组”。6 月 14 日，国资委召开央企提高上市公司质量暨并购重组工作专题会，明确以央企上市公司为平台开展并购重组，继续推动“促进资产和业务布局优化完善”。央企资产整合预期不断升温，在实现冗余产能出清与过度竞争去化的同时推动企业内在价值的提升。

央行下调逆回购利率和 MLF 利率，降息吹响“稳增长”政策号角。6 月 13 日，人民银行下调 7 天逆回购利率，MLF 利率与 LPR 利率分别在 6 月 15 日和 6 月 20 日如期跟随调降。本轮调降既为宽信用，也为防风险，下半年货币宽松加码、降准可期。（1）**7 天逆回购利率和 MLF、LPR 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已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，主要有两方面考虑**。一是继续推动宽信用，助力经济复苏；二是防风险，合理应对地方债务及金融机构改革相关问题；（3）**下半年货币宽松加码，降准可期**。降准方面，在基准情形下，若至 2023 年底 M2（广义货币供给）小幅下降（“资产荒”、流动性淤积边际缓解）10.8%的年度增速，降准方面也有普降 25bp 的空间。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、但底部支撑力度较强，成长股更为占优**。不排除短期汇率依然有贬值的可能性，但幅度相对可控。

2、基本面：经济边际改善，或释放筑底信号

6 月制造业 PMI 为 49.0%，比上月上升 0.2 个百分点。服务业、建筑商务活动指数为 52.8%、55.7%，分别比上月下降 1%、2.5%。**6 月制造业 PMI 涨幅符合季节性，边际回升或反映经济有所改善**。6 月新订单指数为 48.6%，生产指数为 50.3%，供需指数环比分别回升 0.3%、0.7%，反映内需改善带动生产活动扩张，但新出口订单指数回落显示出口仍面临压力。值得关注的是，价格指数仍处于低位，采购指数略微下降，反映企业仍在通过降价主动去库存，产成品库存去化提速。6 月服务业、建筑业商务活动指数指数回落，结构性特征值得关注。在服务业方面，受端午节日效应的推动，航空运输、邮政快递等行业指数均位于景气区间，但批发、房地产、居民服务等行业指数均处于荣枯以下。建筑业的土木工程建筑业商务活动指数和新订单指数回升，扩张加速，反映基建对经济的有力支撑在延续。

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%。其中，核心 CPI 和食品价格（除猪肉）分别上涨 0.57%和 0.23%，猪肉和交通通信（油价为主）分别下降 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，而非供给端。当下 CPI 后续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，从读数角度 PPI 大概率于 6 月见底，CPI 或在 7 到 8 月见底，但实际动能最快或在三季度末见拐点。

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，仅企业中长贷有亮点。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，远远超出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，宽信用的节点或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，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

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，下半年逐渐步入补库存周期，A 股盈利或进入上行周期。分行业看，科技成长和消费盈利增速较高，具体而言：（1）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；（2）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：上证指数短期或维持区间震荡。（1）对于经济与盈利预期的下修，金融资产已基本充分定价。4 月以来，随着信贷、地产、消费等多项经济数据开始走弱，市场对于全年经济增长预期开始下修。但从当下时点看，债券、商品、汇率等多项金融资产价格已逼近 2022 年 10 月低点，6 月盈利一致预期也已不再继续下修，显示市场对经济增长压力的认知已较为充分，后续盈利预期的波动率或将趋于下降；

（2）当前沪深 300 指数股债收益差已接近 2022 年 10 月低点，显示股票市场对经济下修预期的定价已较为充分，A 股再度步入底部价值区间；（3）底线思维下政策发力偏克制，或使库存周期、价格周期、盈利周期和风险偏好需要更长时间修复，加上不同投资者对风险认知的差异拉大，眼下市场机会或将更多地表现为结构性而非整体。今年三季度指数或以震荡为主，待 9 至 10 月临近中国现代化产业体系与房地产新发展模式逐渐明晰、宏观不确定性下降时，指数或将迎来新一轮攻势。

2、风格判断：既要成长性，也要确定性，成长内部“高切低”。当前市场演绎到以政策力度和效果为新核心矛盾的阶段。在大国博弈、经济转型与高债务约束下，以往刺激的旧模式已收效甚微，总量政策有望发力但不宜期待过高。在传统政策范式改变背景下，股票市场出现总体性机会的概率偏低，结构性机会或将集中在增长逻辑和政策支持可持续的方向。在增长稀缺背景下，关注产业趋势加速的新兴产业和高股息投资价值。今年以来低估值和小盘成长风格明显胜出，以 AI 为代表的新兴产业加速趋势更加突显，同时参考历史增长稀缺背景时，股息率是投资收益重要来源。

3、行业配置：科技成长股优先，调整防守高股息。我们重点关注三条配置主线：（1）**主线一：低估值成长。**股价调整充分、盈利预期见底、中期周期复苏与国产替代的板块：半导体、自动化设备、创新药；（2）**主线二：AI 及数字经济产业成长向硬件与材料扩散。**技术创新突破和资本开支扩张带来上游基础设施端的确定性高成长，积极布局需求放量且有国产替代预期的算力（光芯片、连接器、交换机、液冷、散热、陶瓷外壳、存储、PCB 等）及中下游硬件和应用协同发展（传媒、游戏、服务器、信创软硬件等）；（3）**主线三：国改三年行动计划与中国特色资本市场体系建设，“中特估+高股息+产业整合”攻守兼备：**装备制造/能源/交运。此外待到秋季，或可密切关注地产链的投资机会。

“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		2023/6/30	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(TIM)	Wind全A	17.61	34.50	11.55	17.94	44.50%
	Wind全A(剔除金融、石油石化)	28.65	73.88	18.18	29.00	47.40%
	上证50	9.66	22.89	6.97	10.10	35.30%
	沪深300	11.68	27.35	8.03	12.34	32.90%
	中证500	23.08	89.51	16.24	29.32	16.90%
	中证1000	36.67	144.82	19.36	40.38	35.70%
	中小100	20.95	64.61	18.72	31.13	2.80%
	创业板指	32.55	135.13	27.92	52.22	4.70%
	中小综指	37.04	96.75	23.18	41.61	33.20%
	创业板综	49.31	174.93	28.88	62.07	24.80%
	中证红利指数	5.91	20.46	5.24	8.26	8.10%
海内外相对估值PE(TIM)	恒生AH股溢价指数	7.44	22.68	6.25	9.38	4.60%
	上证沪深通AH溢价指数	7.49	10.27	3.08	5.06	62.20%
	上证指数/标普500	0.51	1.56	0.36	0.62	12.30%
相对估值PE(TIM)	创业板指/沪深300	2.79	8.11	2.53	4.12	5.60%
	创业板综/沪深300	4.22	14.08	2.83	5.23	33.30%
相对估值PB(LF)	创业板指/沪深300	3.40	6.06	1.54	3.51	48.10%
	创业板综/沪深300	2.77	5.30	1.38	2.86	45.70%

数据来源：Wind，招商基金，数据截至2023年6月30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：

6月债券市场整体走强，但有一定波动，主流期限信用利差²大体压窄。上旬，债市基本延续了前几个月的逻辑，即经济数据走弱、资金面宽松、债市走强，但伴随经济持续走弱，市场也对政策出台的预期有更多期待。6月13日OMO降息10bp，债市快速走强，6月14日10年国债收益率达到阶段性低点2.6178%，随后（6月中旬的后半段）因市场对政策的博弈升温（部分投资者认为政府刺激政策是一系列的，货币政策打头阵，后续其他政策可能出台）叠加降息的进一步落地，债市收益率在低位有所波折、债市小幅调整，而后（6月底）随着央行呵护市场态度明显，且6月PMI数据偏弱叠加目前“稳增长”预期并未进一步发酵，伴随股市汇市走弱，债市行情仍在震荡中继续，收益率再度小幅下行。

利率债方面，1年期国债收益率全月下行11.1bp收于1.87%，5年期国债下行3.1bp收于2.42%，10年期国债下行5.0bp收于2.64%，5年期国开下行6.5bp收于2.53%，10年期国开下行7bp收于2.77%。**信用债方面**，短端表现更好，3年期AAA、AA+和AA等级中票收益率下行，5年期AA+和AA中票收益率上行。6月MLF加量370亿超额续作，OMO、MLF和LPR均下调了10bp。**资金面上**，6月资金利率季节性上行，R007月均值上行约20bp至2.19%。1年期同业存单利率下行约9bp。

【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】

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 30 日。

债券市场展望：

展望后市，短期债市突破 2022 年收益率低点（2022 年 8 月 18 日 10 年期国债收益率 2.58%）或有难度，维持收益率短期仍大概率底部震荡的判断。中长期，虽然债券往后的总体收益预期要降低，但仍有结构性机会，经济复苏需要较为温和的货币政策进行配合，而且目前“稳增长”的其他政策仍需要观察及等待效果验证。

（1）从基本面看，地产销售高频数据、各项生产开工率数据显示 6 月经济修复仍然比较脆弱，端午期间的消费显示居民消费力量的修复仍然较为缓慢。不过也要注意，6 月 PMI 环比小幅回升，开工率数据有涨有跌而非大部分回落，说明基本面暂时低位运行，并没有在 5 月基础上继续快速回落。

（2）政策来看，全面刺激政策（比如财政刺激、地产放松）是否出台需要观察，尤其是地产政策在二三线城市已有较大程度的放松，继续放松、刺激需求的效果可能也有待于观察。政策方面，较大的可能性仍是围绕高质量发展出台产业政策，总量性质的强刺激政策概率或较小。关注 7 月下旬政治局会议的定调。

（3）从交易情绪看，公募基金久期水平、30 年国债换手率、市场机构净增持等数据有一定分化，公募基金久期和 30 年国债换手率反应债市较为亢奋，但机构对债券净买入的数据显示亢奋度有一定回落。

（4）从银行息差角度看，2023 年一季度银行总体净息差为 1.74%，较 2022 年再度下行 17bp，这一水平已经低于自律监管标准 1.8%。未来银行业有动力继续推动存款利率的下行以维护净息差，这个角度也较为支持债市。

（5）机构行为看，目前理财规模的增长速度相比此前 3-4 月份有所趋缓，此前加速入场的配置力量边际趋缓，这可能意味着，信用利差（包括永续债的利差）在目前阶段或将有所维持，其压缩过程可能也不会那么快。

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，整体维持谨慎乐观，10 年国债收益率短期突破 2.6% 以下仍有一定难度，但信用利差压缩仍有空间，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，行情可观时适当减少流动性差且久期长的品种。持仓方面，需要尤为审视持仓中品种的流动性，以保持流动性好的债券比例。

从综合绝对收益率、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，偏弱的基本面环境叠加政策和风险舆情扰动，信用风险环境的不确定性逐步增加，城投债区域分化加剧，钢铁、地产等行业基本面修复进程缓慢，后续信用债收益挖掘难度明显加大。7 月信用债投资仍以严控信用风险为前提，对信用下沉保持谨慎，保持持仓的流动性，可关注结构性机会。

城投债方面，近期部分尾部城投舆情不断，市场对城投基本面的担忧情绪持续发酵，城投利差有所走阔。具体来看，6 月 1 年期 AAA 及 AA-品种分别收窄 2bp、23bp，1 年期 AA+、AA、AA（2）³品种分别走阔 2bp、1bp、6bp，处于历史 28%-38%分位数水平，3 年期各品种走阔 3-17bp，处于历史 45%-96%分位数水平，5 年期各品种走阔 9-16bp，历史处于 65%-97%分位数水平。短期看，城投公开债券打破刚兑仍属较小概率事件，但考虑到基本面下行带来的技术性违约与估值波动风险，不建议过度下沉和拉长久期。

【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，不同发债主体延续分化。国企地产再融资较为顺畅，稳定的负债端保障了加杠杆能力，有较好安全边际；近期市场对部分违约边缘主体讨论度较高，后续民企地产债或仍面临负面舆情扰动带来的估值波动风险，我们未来或将主要关注 1-3 年中高等级国企地产债投资机会。

钢铁债方面，地产行业仍处于底部区间，钢铁企业盈利空间较为低迷。当前钢铁债的等级利差分化明显，中高等级品种收益挖掘空间有限，低等级钢铁债则没有改善迹象，我们将对行业高频数据保持跟踪，并关注钢企整合等结构性机会。

煤炭债方面，考虑到当前煤价处于下行区间，行业景气度有所下降，但利润空间仍较为充足，不会引发煤企利差大幅走阔；考虑到当前中高等级煤企 1 年期收益率水平不足 3%，配置性价比较低，而 2 年-1 年期期限利差仍处 35%-60%的历史较高分位数水平，期限利差仍有一定挖掘空间，可对中高资质煤企采取骑乘策略，久期可考虑 2 年附近。

银行资本工具方面，当前 3 年期中高等级银行二级资本债信用利差为 58-64bp，位于 40%-50%分位数水平，中高等级银行永续债信用利差为 67-73bp，位于 60%-75%分位数水平，当前品种比价之下的配置性价比较高，关注 3 年期大行和股份行银行二永债的收益挖掘机会。

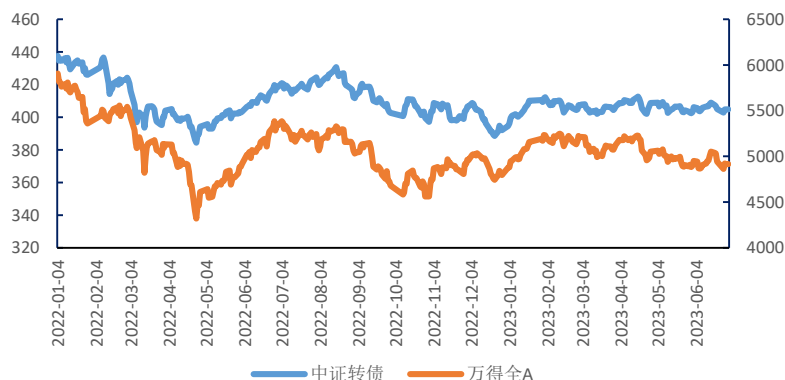
2.2.3 可转债市场回顾展望与投资策略

6 月转债市场跟随股票市场整体上涨。6 月中证转债上涨 0.87%，同期万得全 A 上涨 1.58%，沪深 300 上涨 1.16%，创业板指上涨 0.98%，转债涨幅不及股票市场。本月市场在经济弱现实和对未来政策刺激乐观预期之间相互博弈下震荡微涨。分板块看，本月家电、汽车、通信和机械板块涨幅居前；医药、消费者服务、交通运输和传媒板块跌幅居前。风格上，价值板块表现强于成长板块，小盘股表现强于大盘股。转债估值本月整体上行。分结构看，6 月偏股转债、平衡转债和偏债转债估值分别上升 1.72%、0.07%和 1.01%至 11.29%、20.44%和 60.54%。目前全市场转股溢价率处于 2020 年以来 75.78%历史分位数水平。

展望后市，**正股层面**，经济基本面偏弱是客观事实，但目前已被市场较充分定价。往后看积极因素正在

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，在政策有望加码及科技周期等因素驱动下，部分中游行业景气度逐渐改善。近期央行降息 10bp 进一步提振市场信心和企业估值水平。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。策略上建议保持偏积极仓位，关注消费电子、军工等板块优质转债机会。

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 30 日。

2.3 港股

2.3.1 回顾展望

港股市场回顾：6 月恒生指数上涨 3.74%，恒生国企指数上涨 4.24%。行业方面，非必需消费业、资讯科技业和综合业涨幅较大，医疗保健业、能源业和电讯业跌幅较大。截至 2023 年 6 月 30 日，恒指 PE (TTM) 为 9.0X，恒生国指 PE (TTM) 为 7.8X，较 5 月底的 8.6X、7.6X 有所上调。

港股展望：目前，国内经济仍处于弱复苏状态，大规模刺激政策可能性不大。而美国经济仍有韧性，未来仍有可能根据通胀数据再起加息决策。港股市场仍在经历预期修正的过程中，趋势反转还需要等待明确的经济刺激政策落地，短期仍偏弱震荡，中报业绩期间市场波动或将放大。

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) 互联网板块。国内大型互联网企业的优势在于积累了大量可训练数据，能更有效推进 AIGC（生成式人工智能）和 ChatGPT 的技术发展、应用情况以及商业化落地；

(2) 航空板块。随着后续旅游旺季临近，国内旅客量已经超 2019 年同期水平，暑运假期有望带动航司量价齐升，同时国际航线的恢复也将不断摊薄国内运力，供需格局有望持续优化；

(3) 半导体板块。销售额连续两月环比回升，预示半导体市场或步入周期底部。下半年，终端产品需求有望触底回暖，库存周期或调整结束。AI 大模型发展将掀起新一轮科技创新周期，带动芯片以及封装设备等产业链的成长性；

(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：6 月纳斯达克综合指数上涨 6.59%，连续四个月上涨，标普 500、道琼斯工业指数分别上涨 6.47%、4.56%，均为 2022 年 11 月以来最好月度表现，要注意前期涨幅较大的概念板块的回调风险。

美股市场展望：7 月公布的一系列经济数据将影响市场情绪。美国非农就业报告将让投资者大致了解美联储自去年以来加息 500 个基点后的经济表现。就业持续稳健增长的迹象或会强化今年帮助提振市场的观点：尽管美联储实施了紧缩政策，但美国经济严重衰退的可能性较小，但对经济的担忧并未消失。就业市场可能最终将成为影响市场和货币政策走向的重要催化剂。此外，7 月还将公布第二季度美国企业业绩及 CPI，为美联储 7 月 26 日公布政策决定前的一个重要通胀指标。

美联储货币政策前景展望，美联储今年 6 月维持利率不变，并暗示今年或还将加息两次，市场也普遍预期 7 月或有加息。2022 年 3 月以来，美联储将利率大幅提高 5 个百分点，幅度为数十年来最大。

美联储已进一步退出定量宽松货币政策，债券市场尚存有一定压力，但整体而言，债券市场最艰难的时间或已渡过，在股市波动较大时具备一定投资价值，同时也吸引国外资金流入。

投资建议上，关注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：预期摇摆不定，反弹之路曲折，油价窄幅震荡运行。6 月初市场博弈 OPEC+会议，油价跳空高开，然而 OPEC+减产边际效用减弱，减产计划仅带来脉冲式拉升，供给端收缩的提振效应快速消退，油价仍受宏观经济逆风驱动。6 月中据航运情报公司 Kpler 数据显示，5 月份伊朗原油出口量超 150 万桶/日，是自 2018 年以来最高月度出口量。石油供给边际增加，需求端持续承压，库存仍未能有效去化，油价反弹力度受限。5 月中国原油进口环比增加 21.3%，原油加工量增加至 6200 万吨，中国能源需求前景向好的乐观预期支撑油价。6 月下旬美联储主席鲍威尔在美国参议院银行委员会举行的听证会上证词偏鹰，但中长期来看衰退阴霾犹在，宏观影响偏空下油价维持震荡。

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 30 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的基本面将从当前的紧平衡状态转为供不应求，短期 WTI 油价或呈现震荡上行趋势，但中国、美国、欧元区制造业 PMI 均位于 50 下方，长期需求增长的乐观预期或将被证伪，油价缺乏上行突破驱动。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，其中价格超预期上行的可能支撑或为地缘局势下的俄油供应缺口扩大，进一步的下行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：鹰派论调仍主导行情，6 月金价震荡偏弱。6 月 13 日，美国 5 月 CPI 同比上升 4.0%，预期 4.1%，前值 4.9%。通胀超预期下行，实际利率拐点仍需耐心等待，金价承压。6 月 14 日，美联储利率决议决定 6 月暂停加息，但暗示未来或仍将加息 50bp，会后点阵图显示利率终点峰值预期将拉升更高。6 月 22 日，鲍威尔出席参议院听证会并释放鹰派信号，强调了美联储仍将专注于将通胀降至 2% 的目标，鹰派预期大幅升温。6 月 23 日，海外冲突加剧，在避险情绪支撑下金价小幅拉升。然而美联储频频放鹰仍主导行情，持续压制金价。6 月黄金深度调整，COMEX 黄金跌幅达 2.74%。

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 30 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”的三条黄金主线或仍延续，但在投机性需求已经一定程度上对降息和衰退预期提前定价之际，市场或将逐渐聚焦三条主线的边际变化：（1）仍然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：反复拉锯，美元窄幅震荡。6月随着美国债务问题的逐步解决，美元指数的交易逻辑重新切换至货币政策和经济基本面，整体保持在102附近震荡。一方面，美联储6月议息会议维持利率水平不变，但点阵图显示加息终点水平（中位数预测水平）提升至5.5%-5.75%，表明美联储官员认为年内还有2次25bp的加息，市场对于美联储后续货币政策的变化仍在博弈中。另一方面，6月欧美制造业PMI的初值数据均不及市场预期，显示欧美经济的下行压力进一步凸显，其中欧元区经济承压更为明显，或在一定程度上支撑美元指数。

6月中美利差倒挂幅度加深，人民币突破7.2点位。6月中旬以来，中国人民银行接连下调OMO、SLF、MLF和LPR利率。6月美议息会议虽暂停加息，但6月下旬美联储鹰声再起。在中美货币政策显著分化的背景下，中美10年期国债利差倒挂程度加深，读数再度突破100bp。根据利率平价理论，中美利差波动或对人民币汇率产生影响。一方面，中美10年期国债利差倒挂程度加深，预计外资持债节奏再临扰动，配置型外资的流出压力尚存；更重要的是，境内人民币存款与美元存款息差较高、境外美国货币市场基金保持高息，或一定程度上导致企业或个人更倾向持有美元，造成人民币实际需求不足。

图：2023年6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6月30日。

汇率市场展望：美元的强势大概率会维持至今年三季度，此后大概率会转头下行。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加息周期将达到顶点。尽管年内降息的可能性还相对较低，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料将逐渐放缓，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的相对高点回落。

今年二季度央行例会强调稳定人民币汇率预期，伴随国内基本面实际修复，人民币汇率有望企稳回升。近期人民币汇率出现了阶段性贬值压力，6月30日二季度央行例会涉及了较多有关汇率的内容，相较一季度例会，二季度会议通稿删除了“增强人民币汇率弹性”的表述，并新增强调“坚决防范汇率大起大落风险”。考虑到我国外汇储备充足且央行汇率工具较为丰富，“综合施策、稳定预期”或将成为现阶段汇率管理的重要目标。同时，国内降息周期启动拉开“稳增长”序幕，6月经济高频数据释放筑底信号，人民币汇率有望企稳甚至重回升值通道。

3 大类资产配置策略

资产类别	中期
A 股	A 股估值合理偏低，配置价值凸显。经济基本面短期虽有反复、但最困难的时间正在过去。市场需要时间和耐心，越是低迷越容易触发均值回归的力量，或可考虑逐步增加权益资产配置。
港股	已经历多年调整，估值处于较低位。压制港股的因素大多或临近拐点。伴随国内经济基本面的实际回暖，预计港股未来弹性更强。
美股	美股估值合理、盈利相较于此前较低的预期有所上调。经济的韧性对当前市场形成支撑，往后关注加息及其影响对市场的冲击。
国债	债市需面对政策推进、经济修复所带来的压制，短期收益率继续下行的空间或相对有限。但中长期来看，经济复苏中伴随着波折，且需要较为温和的货币政策进行配合，此外目前“稳增长”的其他政策仍需要观察及等待效果验证，或仍有结构性的机会。
美债	短期加息预期偏强，预计 10 年期美债会维持目前的偏高水平。我们认为后续或会看到美国经济偏温和的衰退。当前 10 年期美债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。
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.cmfcchina.com
 电子邮箱：cmf@cmfcchina.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。