



招商基金投资策略报告

2023年·8月



长期 | 价值 | 责任

目 录

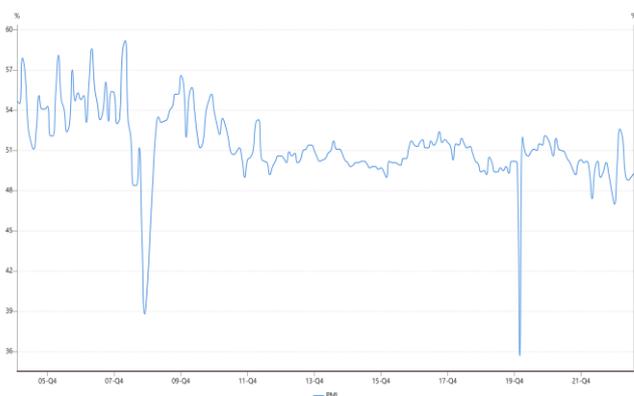
1	宏观经济环境	2
1.1	国内市场	2
1.2	海外市场	3
1.2.1	美国	3
1.2.2	其他国家与地区	4
2	大类资产观点	5
2.1	A股	5
2.1.1	回顾展望	5
2.1.2	投资策略	6
2.2	债券	9
2.2.1	债券市场回顾展望	9
2.2.2	债券市场投资策略	10
2.2.3	可转债市场回顾展望与投资策略	11
2.3	港股	12
2.3.1	回顾展望	12
2.3.2	投资策略	12
2.4	美股	12
2.5	原油	13
2.6	黄金	14
2.7	汇率	15
3	大类资产配置策略	16

1 宏观经济环境

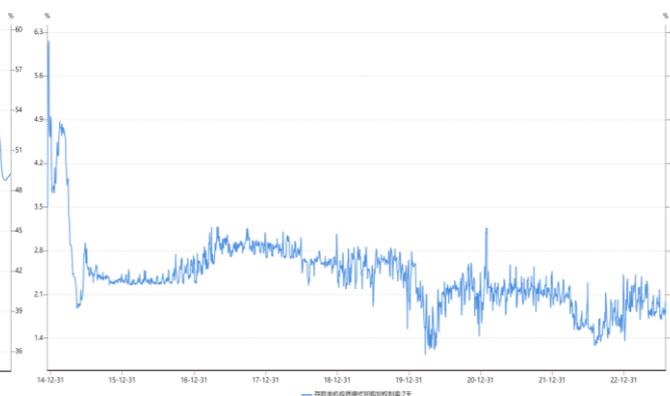
1.1 国内市场

国内：经济整体依然弱势，流动性仍在正常区间内。7月制造业PMI小幅反弹，录得49.3%，依然在枯荣线以下。投资数据方面，6月基建投资增速继续上升，制造业投资较上月持平，固定资产投资、房地产投资继续走弱。6月社会消费品零售总额较上月下滑幅度较大，录得同比增长3.1%，增速较5月下降9.6%。出口数据继续走弱，录得同比下降8.34%。

图：2023年7月PMI小幅反弹



图：DR007整体依然在正常区间内

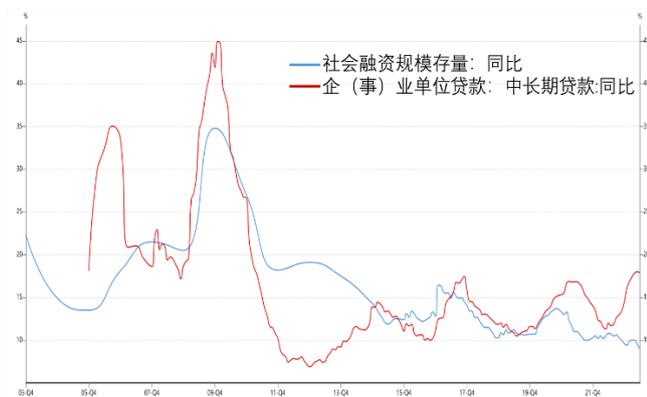


数据来源：Wind、招商基金，数据截至2023年7月31日。

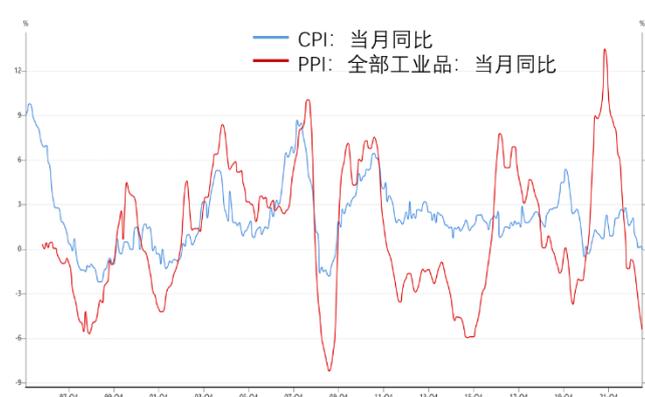
DR007（银行间存款类金融机构7天期质押式回购）整体依然维持在正常区间内。

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6月份继续走弱，社融两年CAGR（复合年均增长率）同样持续走弱；结构方面，企业中长期贷款中止此前升势，6月份录得数据17.87%，上月值为17.99%。通胀方面，6月PPI继续下滑，录得数据-5.4%；CPI降至0%。

图：2023年6月社融存量继续走弱，企业中长期贷款中止此前升势



图：PPI继续下滑，CPI降至0%



数据来源：Wind、招商基金，数据截至2023年7月31日。

1.2 海外市场

1.2.1 美国

回顾：如期加息 25bp，年内或难以启动降息周期。（1）美联储 7 月议息会议如期加息 25bp，距离加息终点更进一步，但距离降息起点仍遥远。与市场预期一致，继 6 月会议暂停加息一次后美联储再度加息 25bp，将基准利率抬升至 5.25~5.5%。由于本次加息在会议前已基本被市场计入，因此美股与主要资产对会议反映平淡。对于市场迫切关注的两个议题，即目前是否“已到利率终点”与“何时启动降息周期”，鲍威尔表示“今年不会降息”，且“如果数据显示有必要，在 9 月加息是可能的”；（2）6 月美国通胀回落幅度超预期。6 月美国整体 CPI 同比增 3.0%（市场预期 3.1%），为 2021 年 4 月以来新低，环比增 0.2%（市场预期 0.3%）。核心 CPI 同比增 4.8%（市场预期 5.0%），创 2021 年 10 月以来新低，环比增 0.2%（市场预期 0.3%）。往后看，节奏上预计三季度美国 CPI 维持当前水平震荡，但核心 CPI 或将在高基数上快速下行；（3）后续美国宏观交易主线并非通胀数据的验证，而是在于美联储对 2%通胀目标的坚持程度。当前通胀治理成效初步显现，9 月底美国通胀或在高基数、信用收缩和供给边际改善的共同作用下持续回落，但距 2%的目标仍有一定距离。通胀数据本身更具确定性，但美联储对于本轮加息周期终点时间的回答仍然模糊。市场定价美国经济软着陆，叠加日央行货币政策转向，美股震荡收涨。

展望：美国经济短期具备韧性，但中期转弱概率仍在。（1）6 月新增非农就业 20.9 万人，不及市场预期的 23 万，为 2022 年 4 月以来连续 14 个月超预期后首次低于市场预期。失业率小幅下降 0.1 个百分点至 3.6%。整体而言，虽然新增非农就业较 5 月有明显回落且低于市场预期，但整体仍维持较为健康的状况；（2）美国 6 月 CPI 不及预期，超级核心通胀 20 个月以来首次环比转负；（3）美国二季度 GDP 环比折年率增长 2.4%，均高于市场预期的 1.8%和一季度的 2.0%。二季度 GDP 增速回升，显示美国经济保持较强韧性。基准情形下美国经济或将陷入温和衰退，下半年美国经济边际上更为乐观，温和衰退的起点推迟至 2023 年年底至 2024 年一季度；（4）7 月 FOMC 会议（美联储议息会议）加息 25bp 基本符合预期，但对于后续是否继续加息表现出模糊化的前瞻性指引，从而让市场对于此仍存博弈空间。**整体而言，对美国下半年经济的看法边际上更加乐观，温和衰退的开始时点推迟至 2023 年年底至 2024 年一季度，同时经济软着陆（不衰退）的概率在增大。美股三季度可能弱于二季度但强于去年，四季度或有阶段压力，宽松预期兑现后再反弹。**

图：美国国债波动较大，价格存在反弹机会



数据来源：Bloomberg、CME、招商基金，数据截至 2023 年 7 月 31 日。

1.2.2 其他国家与地区

欧洲：紧随美联储缩表进程，景气度连续下降。 欧央行 7 月议息会议加息 25 个基点，符合预期，拉加德（欧央行行长）称经济增长和通胀前景仍高度不确定。欧央行从其政策声明中删除了进一步加息的明确指示，下一次 9 月议息会议或将暂停加息，预期开始摇摆。

7 月，欧元区 STOXX50 指数（欧元）上涨 1.64%，欧洲 STOXX600 指数（欧元）上涨 2.04%，法国 CAC40 指数上涨 1.32%，德国 DAX 指数上涨 1.85%，英国富时 100 指数上涨 2.23%。当前欧洲央行仍在遏制通胀与寻求经济增长之间进退两难，货币紧缩政策已向实体经济传导，7 月欧洲制造业 PMI 持续回落，从 6 月的 43.4%再度收缩至 42.7%，已连续 13 个月处于荣枯线之下。欧元区服务业 PMI 为 51.1%，环比下降 0.9%，连续三月走低。

日本：灵活的 YCC（收益率曲线控制政策（Yield Curve Control））落地，跳出通缩泥潭下预期指引鹰中有鸽。 7 月 28 日，日本央行公布了最新利率决议，宣布将短期利率继续维持在-0.1%不变，10 年期日债目标收益率区间维持在±0.5%不变，相应措辞进行微调，即日本央行将此波动区间上下限视为参考（而非“硬性限制”），进行更灵活的控制。在此之前，日本央行严格限定波动区间，只要 10 年期国债收益率波动偏离就会迅速干预。这一调整是日本央行在收益率目标区间控制方面的进一步松动。

这或意味着，日本央行可容忍 10 年期国债利率最高上升至 1%。日本央行没有直接声明将上限由 0.5%提高至 1.0%，主要原因是希望平衡“鹰派的加息操作”和“鸽派的预期指引”，避免留下过于鹰派的印象，从而避免释放极鹰信号冲击市场和经济。

展望后续，本次央行的 YCC 再调整是货币政策从宽松走向正常化的第一步，但后续紧缩节奏可能相对偏缓，以使得国内通胀预期持续温和抬升，从而打破根深蒂固的通缩预期，实现“可持续和稳定”的 2%通胀目标，跳出“资产负债表-通缩”的泥潭。

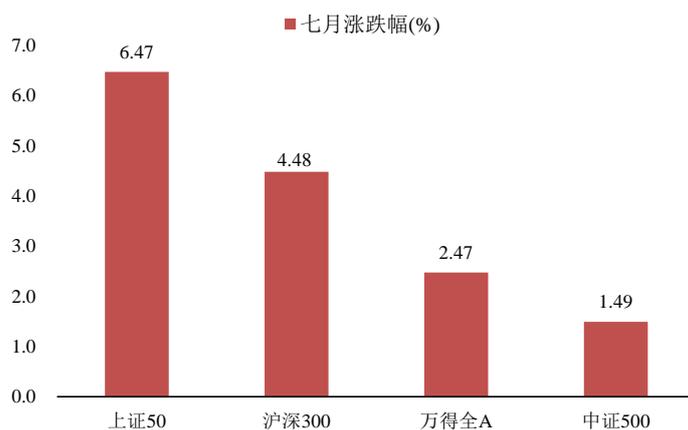
2 大类资产观点

2.1 A 股

2.1.1 回顾展望

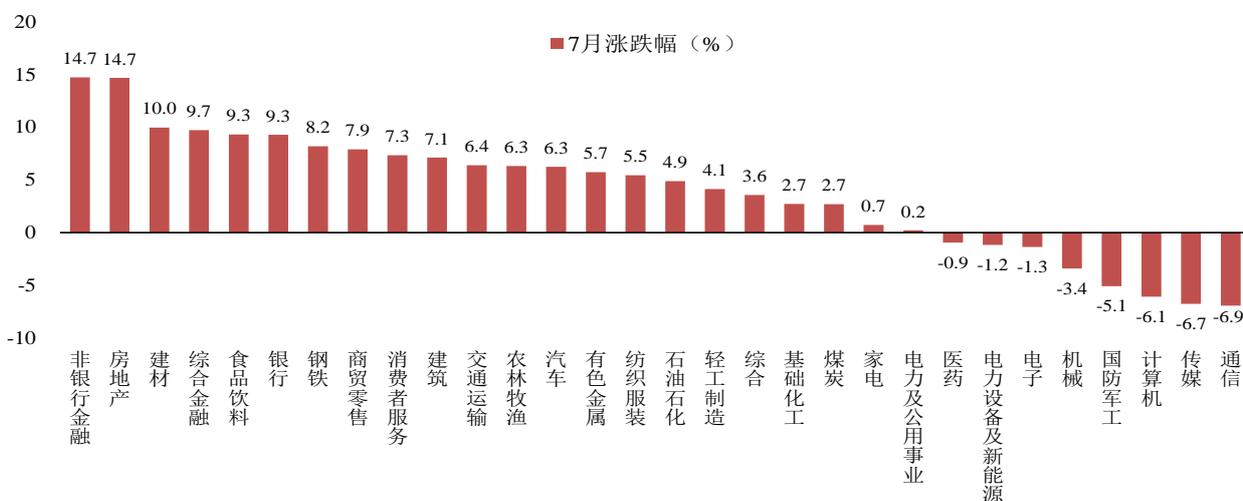
A 股回顾：压制因素缓释，先抑后扬。7 月，从基本面、政策面、汇率、中美关系这四个方面看，都发生了较为积极的变化，进而产生弱现实改善的共振。7 月中国 PMI 录得 49.3%，环比走高 0.3%，经济阶段性磨底结束。政策维度，政治局会议定调积极，房地产、地方债务、民营经济等政策压制边际有所缓释。7 月人民币汇率企稳反弹，央行及外汇局干预稳定汇率预期。中美高层近期会晤频繁，中美关系有望边际改善。7 月主要股指均收涨，上证 50 上涨 6.47%，沪深 300 上涨 4.48%，万得全 A 上涨 2.47%，中证 500 上涨 1.49%。行业层面，非银、地产、建材、综合金融、食品饮料等顺周期板块涨幅居前，通信、传媒、计算机、军工、机械、电子等行业表现落后。

图：2023 年 7 月主要股指涨跌幅（%）



数据来源：Wind、招商基金，数据截至 2023 年 7 月 31 日。

图：2023 年 7 月 A 股行业涨跌幅（%）



数据来源：Wind、招商基金，数据截至 2023 年 7 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：市场风险偏好有望继续修复。以往政治局会议对健全资本市场发展的着力点核心在制度层面，强调资本市场改革和关键制度创新，但此次会议着重强调“要活跃资本市场，提振投资者信心”，是十九大以来会议首次提及对资本市场信心的提振。当前市场定价已基本反映悲观预期、进一步下探空间有限。而结合会议对提振投资者信心的明确表态，及政策支持下宏观风险敞口收敛，市场风险偏好修复，股票市场情绪有望改善。

2.1.2 投资策略

（一）股市分析：

1、政策面：重要政策窗口期，积极信号陆续释放

重要政策窗口期，政策表态更为积极。（1）**资本市场定调更直接，有望活跃市场交易。**7月24日中央政治局召开会议，从通稿看有三个方面值得重点关注：第一，决策层客观研判经济形势并未回避挑战，如“国内需求不足”、“一些企业经营困难”等。第二，政策发力的表态更为主动和具象，如“加强逆周期调节和政策储备”、“积极扩大国内需求”以及具体行业部署。第三，对民营经济、房地产与地方政府债务均有积极的表态。总体看，经济支持政策进入小步前进的阶段，有助于推动风险敞口的收敛与市场情绪的企稳。以往政治局会议对资本市场相关表述主要是制度建设和关注中长期问题，但此次会议着重强调“要活跃资本市场，提振投资者信心”，直面短期问题如当下投资者信心不足、资本市场成交低迷。表述和关注点的变化，或意味着更宽容的市场环境，有助于投资者情绪和市场成交量的改善；（2）**“稳增长”、促消费政策密集出台，积极信号陆续释放。**中共中央、国务院发布《关于促进民营经济发展壮大的意见》，围绕支持民营经济发展的顶层设计落地。商务部等13部门联合发布促进家居消费若干措施，通知提出要大力提升供给质量、积极创新消费场景、有效改善消费条件、着力优化消费环境，并提出针对性措施建议。国常会审议通过《关于在超大特大城市积极稳步推进城中村改造的指导意见》，积极创新改造模式，鼓励和支持民间资本参与。

货币政策“以我为主”，央行合理引导人民币汇率预期，汇率“政策底”清晰。2023年7月20日，为进一步完善全口径跨境融资宏观审慎管理，继续增加企业和金融机构跨境资金来源，引导其优化资产负债结构，中国人民银行、国家外汇局决定将企业和金融机构的跨境融资宏观审慎调节参数从1.25上调至1.5。**从实质影响层面**，与逆周期因子、远期售汇风险准备金率等工具主要作用在交易层面不同，宏观审慎调节参数的作用主体是企业与金融机构的实际融资行为，涉及到对资本流动的调控，即上调“宏观审慎调节参数”，可提高企业和金融机构跨境融资的上限水平，鼓励企业增加跨境融资，提升跨境资本流入额度从而增加外币供给，从供需角度抑制人民币汇率过快贬值。因此此次上调宏观审慎调节参数或也有望改善资本流动格局，从而抑制汇率快速贬值的压力。**从情绪层面**，汇率调控工具的动用传达出央行稳定汇率的意图，对于稳定市场预期有积极作用，且情绪上的稳定作用或大于实质影响。

2、基本面：二季度 GDP 贴近市场预期下沿，完成全年目标需政策进一步加码

二季度 GDP 同比增长 6.3%，两年平均增速 3.3%，低于一季度的 4.6%。二季度数据环比走弱最快的阶段是 4-5 月，6 月各项数据有企稳回升的迹象，工业增加值两年平均增速（4.1%）和服务业生产指数两年平均增速（4.0%）均高于 4 月和 5 月。分产业来看，剔除基数因素后第二产业和第三产业同比均有所走弱。第一产业同比增长 3.7%，与上季度持平，环比略强于季节性；第二产业同比增长 5.2%，两年平均 3.0%，低于一季度的 4.5%；第三产业同比 7.4%，两年平均 3.4%，低于一季度的 4.7%。GDP 增速贴近预期下沿主要受第三产业中非市场性活动减弱的影响，即政府及私人非盈利机构提供的一般公共服务等运行偏弱。从 6 月边际变化看，工业增加值、制造业和基建投资、社零环比增速均强于季节性，与 6 月以来稳消费、促投资的扩内需政策方向一致；但另一方面，地产边际未见明显改善，制约了经济企稳回升的弹性。考虑到下半年基数抬升的因素，全年完成 5%左右 GDP 目标需要政策进一步加码。

6 月 CPI 同比持平，静待通胀反转。6 月 CPI 同比增长 0.0%，较上月下降 0.2%，其中食品是支撑，交通通信是主要拖累。扣除食品和能源价格的核心 CPI 同比增长 0.4%，较上月继续回落 0.2%。“其他用品和服务”（主要是酒店）价格环比下跌 0.6%，端午假期旅游热度不及五一，服务业景气度有所降温；此外，“生活用品和服务”价格环比下跌 0.5%，主要受到商品房销售的制约。6 月 PPI 同比下跌 5.4%，较上月下降 0.8%。与 5 月相比，制约 PPI 的因素有所减少，工业品价格下行最快的阶段已过，同比读数已经筑底。目前的物价承压、复苏放缓更多来自经济周期的尾部压力，而非长期趋势。随着政策发力疏通“企业-居民”资产负债表循环，居民净储蓄的释放或能带动 CPI 低通胀在三季度末见到拐点。

6 月社融超预期，主因信贷走强，结构上居民端中长贷改善明显。6 月新增社融 4.22 万亿元，高于预期的 3.1 万亿元，高基数效应下同比少增 9726 亿元。社融存量规模 365.45 万亿元，同比增长 9%，较 5 月下降 0.5 个百分点，2023 年社融增速持续偏低，主要因为 2022 年基数上修。从社融结构看，信贷走强是核心支撑，政府债融资为主要拖累。6 月社融口径贷款、全口径（包含非银贷款）贷款分别同比多增 1825、2400 亿元。**政府债券方面**，6 月新增 5388 亿元，低于近五年平均水平，同比少增 10828 亿元。**信贷方面**，企业端在政策惯性下中长贷延续强势，预计仍将持续；居民端中长贷改善明显是 6 月社融的最大亮点，背后既有“贷款早偿”阶段性退潮的因素，也有大件消费超季节性改善的提振，地产角度销售数据与中长贷整体仍有背离，因此居民部门中长贷改善仍需观察。需要注意的是，狭义货币（M1）同比增速继续回落，货币活化程度降低，表明经济恢复基础尚不牢靠，政策发力仍在途中。

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，目前我国经济已步入信贷扩张周期，下半年逐渐步入补库存周期，A 股盈利或将进入上行周期。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，未来随着收入预期的修复，居民消费有望继续改善。

(二) A 股投资策略：

1、方向与节奏：风险预期缓释，股票市场反弹。 7 月，关于平台经济、房地产、地方债务、中美关系等过去两年被约束的领域均有积极变化，意味着需求放缓之下支持性政策发力，尽管力度或有限，但对市场风险敞口出现收敛，总量预期相较于 4-6 月边际上更稳定，不确定性下降有助于市场情绪的改善与市场的反弹。7 月政治局会议最大的边际变化在于直面经济挑战与积极的政策态度，较大程度打消了市场关于“信息茧房”与政策发力的疑虑，或将带来投资者对主观风险预期的缓释、前期悲观情绪的修正与股票仓位的回补。前期市场的“低预期、低仓位”正在出现积极变化，将进一步推动 A 股市场反弹。

2、风格判断：低估价值搭台，主题成长接力。 近期股市的支持并非来自对经济周期的超预期认识（政治局并不强调刺激），而是来自风险敞口的收敛（扩内需、房地产、地方债务的积极表态）。同时“活跃资本市场”的新提法，也是政治局首次提及资本市场在制度建设和改革之外的内容，直面当前两市成交低迷、两融冰点的短期问题。风险预期缓释对股票行情的影响分为两个阶段：（1）**第一阶段，重点在交易阻力较小，低预期、低持仓、低估值的股票或将率先受益，低估价值搭台**，往往表现为指数脉冲式反弹；（2）**第二阶段，重点在成长空间和新逻辑催化。** 股票特征从指数行情转向结构行情，主题成长或接过接力棒。

3、行业配置：顺周期找低位，成长股看催化。 近期股市中行业策略选择的重点在于风险预期的缓释，而盈利增长或周期性因素预期的上修相对有限。因此，板块或呈现轮动和扩散的特点，我们重点关注：（1）**顺周期找低位：**前期深度调整、机构配置低位，且悲观预期出清的方向对利好反应更敏感的板块：地产链（房地产、家居、建材、厨电）、非银及白酒；（2）**成长股看催化：**待指数走势达乐观预期后，策略重点回归逻辑与增长预期可持续。若数字经济顶层设计和 AI 应用审批加速，计算机、传媒、通信或将触底回升。此外，逢低布局国产替代需求提升的安全资产与高端制造（电子、机械、军工等）；（3）**中期角度，**随着增长中枢下移及社会利率下降，持续关注高红利股息价值的运营商、能源石化、电力设备与公用事业板块。

图：主要 A 股指数估值水平

主要指数	2023/7/31	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	17.82	34.50	11.55	17.93	48.80%
	Wind全A(剔除金融、石油石化)	28.55	73.88	18.18	28.91	47.90%
	上证50	10.12	22.89	6.97	10.12	50.10%
	沪深300	12.05	27.35	8.03	12.39	42.90%
	中证500	23.33	89.51	16.24	29.43	18.50%
	中证1000	36.00	144.82	19.36	40.81	31.10%
	中小100	20.93	64.61	18.72	31.28	2.30%
	创业板指	31.94	135.13	27.92	52.38	3.60%
	中小综指	36.73	96.75	23.18	41.76	31.40%
	创业板综	47.37	174.93	28.88	62.44	20.00%
海内外相对估值PE(TTM)	中证红利指数	5.97	20.46	5.24	8.28	8.80%
	恒生AH股溢价指数	7.59	22.68	6.25	9.42	6.60%
相对估值PE(TTM)	上证沪港通AH溢价指数	7.65	10.27	3.08	4.88	67.20%
	上证指数/标普500	0.51	1.56	0.36	0.62	13.10%
	创业板指/沪深300	2.65	8.11	2.53	4.14	1.30%
相对估值PB(LF)	创业板综/沪深300	3.93	14.08	2.83	5.27	24.10%
	创业板指/沪深300	0.67	6.06	0.67	3.53	0.10%
	创业板综/沪深300	3.93	5.30	1.38	2.88	87.90%

数据来源：Wind，招商基金，数据截至 2023 年 7 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

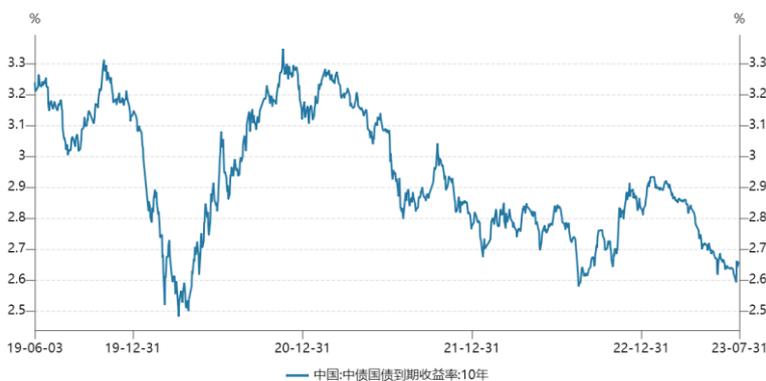
债券市场回顾：

7 月债市先走强后调整，信用利差 1 压窄。2023 年 7 月，债市先走强后调整，利率债和信用债走势略有分化，信用债走势略好于利率，信用利差有所压窄。7 月是宏观经济数据走弱和政策密集发布的月份，从 7 月初到政治局会议通稿发布之前，在公布的各项经济数据偏弱、资金利率宽松、市场预期不再有强刺激政策等因素影响下，债市收益率持续下行，10 年国债收益率再度下探至 2.6% 附近。随后政治局会议通稿发布，表态比市场预期略显积极，尤其是对于资本市场和房地产市场的态度。市场认为，城中村改造政策和一线城市的“适时调整优化”或会对需求侧形成一定的拉动。因此在政治局会议后，债市出现一定程度的调整。

利率债方面，1 年国债收益率全月下行 6.2bp 收于 1.81%，5 年国债上行 3.0bp 收于 2.45%，10 年国债上行 2.5bp 收于 2.66%，5 年国开上行 4.6bp 收于 2.58%，10 年国开下行 0.8bp 收于 2.76%。信用债方面，大部分期限和等级均为下行，短端表现更好。7 月 MLF 加量 30 亿超额续作，MLF 利率不变。资金面上，7 月资金利率季节性上行，R007 月均值下行约 21bp 至 1.98%。1 年期同业存单利率持平 6 月末。

【注 1：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 7 月 31 日。

债券市场展望：

展望后市，10 年国债收益率 2.6% 可能是短期的收益率低点，短期债市预计以震荡为主。中长期，虽然债券往后的总体收益预期要降低，但仍有机会，经济复苏需要较为温和的货币政策进行配合，而且市场也长期处在资产荒的状态中。

(1) 从基本面看，基本面走势的特征变化不大，亮点是汽车消费表现尚可，大部分行业开工率抬升，地产销售仍然偏弱，PMI 指数 7 月值环比 6 月回升 0.3 个百分点至 49.3。展望看，7 月的 PPI 和社融数据有望见底回升。

(2) 从政策面来看，7 月政治局会议通稿发布，其中重点提到了：要活跃资本市场，提振投资者信心；

适应我国房地产市场供求关系发生重大变化的新形势，适时调整优化房地产政策。较为利好地产销售和地产链需求的修复，情绪上对债市有一定压制。货币政策短期仍宽松，流动性仍较为宽裕。

(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，公募基金久期月内创新高，30 年国债换手率高位回落，机构对债券净买入的数据显示亢奋度是中性略偏强，整体看交易情绪指标为中性偏强，但不极端。

(4) 全年如果实现 5% 的 GDP 增长，意味着下半年 GDP 增速大概在 4.6% 左右，下半年的两年 GDP 平均增速大概在 4%，这一水平会明显好于今年二季度两年平均 3.3% 的 GDP 增速，边际上对债市的支撑较弱。

(5) 机构行为看，理财规模出现持续增长，这有利于后续信用利差和永续债利差的进一步压窄。

2.2.2 债券市场投资策略

1、利率债投资策略

后续应该仍会有政策陆续出台，对于债市情绪来说有一定的压制，短期来看 10 年国债收益率 2.6% 可能是阶段性底部，信用利差压窄有少量空间，整体以票息策略为主，目前收益率的保护略显不足，可考虑降低波动性大的债券资产持仓比例，重视流动性。杠杆方面，资金面大幅收紧的可能性较低，杠杆的高低可根据持仓策略进行调整；久期方面，可适度降低至中低久期水平。

2、信用债投资策略

信用债利差整体收窄，现阶段核心配置思路仍以中短端为主，票息策略继续维持相对优势；下一阶段重点关注城投平台的一揽子化债政策，我们将加大城投调研频率，把握隐债置换逻辑下城投债的配置机会。

城投债方面，政治局会议提出关于地方债务化解“一揽子的政策”落地值得期待，在隐债化解试点申报、地方或有新一轮债务置换的情况下，尾部风险有望暂时缓解，而对于获得支持的城投主体而言其特定债务的安全性亦将有所提升。期限利差方面，3 年期-2 年期各品种利差当前历史分位数仍高于 50%，有一定压缩空间；等级利差方面，7 月 AA 与 AA（2）² 品种利差收窄幅度较大，目前 1 年期 AA-、及 2 年期、3 年期 AA 各品种城投债利差历史分位数处于 30% 以上，参与性价比较高。区域视角来看，仍建议配置强区域相对优质的主体，能够获得较强的金融资源，同时对收益博弈区域及中间梯队区域保持跟踪。

【注 2：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，近期市场对部分违约边缘主体的讨论度较高，7 月后半段地产债利差开始走阔，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。在当前地产支持政策频出的情况下，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，我们未来或将关注国企地产债的配置机会。

钢铁债方面，地产行业仍处于底部区间，钢铁企业盈利空间延续低迷，部分钢企出现亏损，且范围不断扩大。当前钢铁行业利差对基本面走弱的反应相对钝化，中高等级钢铁债的收益挖掘空间已较为有限，低等级钢铁债的利差处于相对高位，但考虑到基本面尚未见底，介入性价比较低。

煤炭债方面，近期煤价小幅回升，叠加过去两年持续盈利，短期内煤企信用水平不会大幅变化。利差方面，7 月煤炭债利差整体大幅收窄，但目前看 3 年期 AAA 品种利差仍位于 30% 以上历史分位水平，具备一定配备性价比。

银行资本工具方面，7 月银行二级资本债利差整体收窄，各期限高等级品种利差收窄幅度相对较大；银

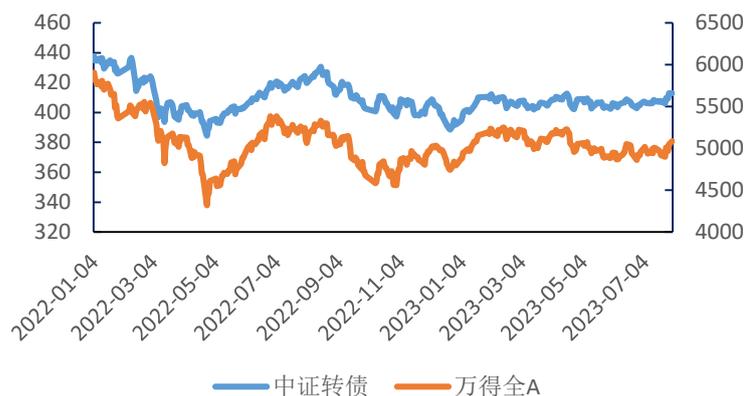
行永续债利差出现分化，期限利差方面，2年期和4年期的中高等级利差走阔，等级利差方面，AA级各期限利差收窄幅度较大，其他期限和等级的品种变动相对较小。当前各品种利差历史分位数均处于40%以上。近期政治局会议部分超预期表述带来市场调整，非银机构的预防性减仓较为明显，目前二永债（二级资本债和永续债）尚未完全企稳，后续随着相关政策逐步落地，理财仍可能面临赎回扰动，建议持续跟踪政策出台，视负债端压力调整二永整体仓位。

2.2.3 可转债市场回顾展望与投资策略

7月转债市场跟随股票市场整体上涨。7月中证转债上涨1.84%，同期万得全A上涨2.47%，沪深300上涨4.48%，创业板指上涨0.98%，转债涨幅不及股票市场。在人民币汇率走低后低位徘徊、中央发布促进民营企业发展政策、政治局会议积极表态以及中美关系边际缓和等多重因素共同作用下，A股整体震荡上行。风格上，价值板块表现强于成长板块，大盘股表现强于小盘股。转债估值本月有所分化。分结构看，7月偏股转债、平衡转债和偏债转债估值分别下降1.23%、上升1.16%和2.53%至8.58%、20.95%和61.73%。目前全市场转股溢价率处于2020年以来73.48%历史分为数水平。

展望后市，**正股层面**，目前经济基本处于底部，6月经济数据边际向好，政策端在地产、地方债、资本市场表述积极，整体超市场预期。政府发布促进民营经济发展意见提振市场信心。人民币汇率企稳，汇率扰动逐渐降低。结构上，长期看在基建和地产大规模刺激经济的手段可能性逐渐降低的背景下，消费和科技板块的机会大于顺周期。**转债估值层面**，长期看，股市悲观预期转好、纯债机会成本较低及流动性相对宽松，对转股溢价率有一定支撑。近期因部分转债超预期赎回导致高价转债溢价率有明显压缩，建议规避或充分分散“双高转债”（价格高、转股溢价率高的可转债）配置，增加平衡型转债配置力度。

图：可转债市场表现



数据来源：Wind、招商基金，数据截至2023年7月31日。

2.3 港股

2.3.1 回顾展望

港股市场回顾：7月恒生指数上涨6.15%，恒生国企指数上涨7.38%。行业方面，资讯科技业、非必需性消费业和原材料业涨幅较大，公用事业和综合业跌幅较大。截至2023年7月31日，恒指PE（TTM）为9.4X，恒生国指PE（TTM）为8.1X，较6月底的9.0X、7.8X有所上调。

港股展望：目前国内经济弱复苏趋势不变，而此次政治局会议给予港股市场比较积极的信号，但仍需警惕美联储货币政策的走向，及密切关注后续国内配套刺激政策的落地情况。整体而言，短期港股市场或会展示弹性优势，但趋势性扭转要等待配套政策和数据的兑现情况。

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。在国内经济复苏过程中，互联网板块业绩兑现能力突出。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（人工智能生成内容）和ChatGPT的技术发展、应用情况以及商业化落地。行业来看，国内大型互联网企业长期积累的大模型基础是与国际企业竞争的核心优势；

（2）航空板块。前期五一等假期的国内旅客量已经超过2019年同期水平，暑运假期有望带动航司量价齐升，且随后续中秋、十一假期临近，供需格局有望持续优化。长期来看，中国的外籍机长比例大幅下降，叠加疫情期间国内部分新机长伴飞时间受阻，未来航班的人员供给量或受影响；

（3）非银板块。保险行业看，资产端受益于经济预期修复，叠加资本市场回报向上，负债端“炒停”³因素逐渐兑现，后续或有所表现。券商行业看，活跃资本市场将有助于激活交易量，也利好行业各类业务线；而前期降费担忧利空已落地，后续冲击相对有限；

（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。

【注3：监管要求保险公司在7月31日下架预定利率3.5%的保险产品。】

2.4 美股

美股市场回顾：7月美股三大股指集体走高，纳斯达克综合指数上涨4.05%，标普500、道琼斯工业指数分别上涨3.11%、3.35%，其中标普500指数和纳指均录得月线五连涨。

美股市场展望：未来美股整体表现或不会太强。7月纳斯达克指数上涨，主要原因是市值较大的公司涨幅较大，进而带动指数上涨。

美联储在7月的议息会议传递了偏鹰派的态度，没有承诺美国加息终止，后续是否加息还要观察通胀情况及经济走势等多方面因素。美国通胀还未达美联储预期2%的区间，甚至可能还要在3%以上维持较长时间。基准利率在当前水平下，美股走势可能不会太强，长期高利率对美股市场有一定的压制作用。

中概股近期走势相对较强，与中国的政策、人民币汇率及港股市场走势都有密切关系。展望 8 月，中概股的走势或有机会比美股整体有更优的表现。可关注中概股的科技主线，下半年中国市场进一步刺激消费，反复强调发挥平台经济的作用，对此领域形成支撑。此外，美股及 A 股中的重点科技股今年以来都是比较优质的主赛道，也值得关注。

投资节奏上，除政策预期外，还需注意企业自身的收入、盈利和技术这几个关键指标。下半年多个热点对科技产业链有较大的催化，包括新能源汽车换代，手机新产品推出等。因此，在科技赛道叠加中国经济不断复苏的基础上，中概股的表现值得期待。

我们未来还将关注：（1）对利率变化相对不敏感的板块，如医疗保健、消费品、能源行业；（2）高通胀下行时表现出色的行业，如医疗设备、半导体和消费服务；（3）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。

2.5 原油

原油市场回顾：供需缺口预期拉大，原油价格突破本轮反弹高点。供给端，OPEC+减产继续支撑油价，且俄罗斯出口近期呈现下降趋势，供给偏紧。俄罗斯副总理亚历山大·诺瓦克称俄罗斯不排除对石油产品出口实施配额制，以稳定国内汽油价格。需求方面，目前正值海外需求旺季，且美国经济数据尚可，二季度 GDP 高于预期，通胀降温。美联储 7 月如期加息 25bp，但此后激进加息概率大幅降低。市场对经济衰退的担忧有所缓解，市场情绪受提振。另外，中国适逢毕业季旅游旺季与暑期出行高峰，市场对亚洲大国需求恢复持乐观态度。库存端，EIA 公布的报告显示至 7 月 21 日当周，美国原油库存减少 60 万桶至 4.5682 亿桶。利空出尽下原油价格突破震荡区间，行至近三月高点。

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 7 月 31 日。

原油市场展望：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，由于 OPEC+ 的大幅减产，未来半年原油市场的基本面或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；需求端，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，

油价缺乏长期上行的需求基础。基准情形下，预期今年下半年全球石油供需格局或由平衡转为短缺，布伦特原油价格中枢或环比上移，若由于地缘局势导致俄油供应缺口扩大，布伦特油价中枢或继续上移；若需求侧超预期坍塌或伊朗原油意外回归，则油价中枢或下行。

2.6 黄金

金价回顾：市场定价软着陆影响中性。美国经济数据的公布使市场进一步确认了软着陆交易，尤其在核心通胀放缓、但劳动力市场依然相对强劲的背景下，软着陆的概率有所增大，市场开始定价软着陆。对于黄金而言，软着陆相对经济衰退更偏中性，因此黄金虽有所反弹，但幅度与利率和美元的回落幅度相比相对较小，且跑输伦敦铜，金铜性价比显著收敛。观察美债、美元与黄金的关系，可以发现本次黄金的表现相对滞后，美债收益率与美元指数已经完成了回落并开始筑底时，黄金才开始反弹，且冲高后迅速承压回落，这种滞后也反映了市场的谨慎。

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 7 月 31 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）**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：加息预期降温，美元指数下探破 100。7月初，由于美国6月的就业和通胀数据均低于市场预期，导致美元指数下行，并带动离岸美元兑人民币汇率在数据披露当日出现较大跌幅。但7月17日以来，美元指数反弹到101以上，日央行坚定宽松立场下日元的快速贬值是核心推动因素。据芝商所 Fed Watch 工具显示，截至7月30日，市场预期美联储9月继续加息的概率偏低。美联储加息渐进收尾窗口期，指向美元指数或终将重回下行通道。

汇率预期管理信号作用强烈，内外部因素均趋缓，7月人民币汇率有所修复。2023年7月24日，中央政治局会议强调“要保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定”。7月对于人民币汇率的偏弱运行，央行已动用部分汇率工具箱，包括政策层公开讲话及上调全口径跨境融资宏观审慎调节参数至1.5。其中，从市场历史表现来看，调整跨境融资宏观审慎调节参数的信号意义或强于实际意义，其往往需要与其他政策相互配合才能更好地凸显对人民币汇率的影响。此次政治局会议时隔两年再度就汇率问题表态，汇率预期管理信号作用强烈，叠加会议关于活跃资本市场、适时调整优化房地产政策等方面的积极表述，或为人民币汇率形成支撑。海外方面，美联储加息周期接近尾声，人民币外部压力趋缓。

图：2023年7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7月31日。

汇率市场展望：日央行政策立场博弈，美联储加息结束窗口大概率早于欧央行，均指向美元指数重回下行通道。比较确定的是，市场围绕日央行政策立场的博弈还未结束，日元易升难贬。欧洲方面，从通胀治理角度看，欧央行加息进程仍未结束，最后一次加息的时点大概率晚于美联储，美德利差未来收窄的概率较大，利空美元。反观美国自身，地产复苏及制造业投资兴起等言论，分别因为地产销售结构分化及美国政府的产业政策，持续性存疑。再结合加息收尾窗口期，美元指数小幅反弹后或重回下行通道。

人民币汇率阶段性贬值已结束，三季度震荡偏强运行。6月底以来，央行持续对汇率保持关注，二季度货币政策例会新增“综合施策、稳定预期，坚决防范汇率大起大落风险”的表述。7月14日，央行副行长明确表示“坚决防范汇率大起大落”。7月20日，央行、国家外汇局决定将企业和金融机构的跨境融资宏

观审慎调节参数上调至 1.5。从官方近期连续密集出台相关表态和动作来看，短期政策维稳意图逐渐凸显，政策“底”较明确。中期视角下，汇率同时受内外部因素影响。目前，内部方面，经济有诸多边际乐观的线索，二季度或是经济底部，后续经济有望上行，汇率具备稳定或略升的基础；外部方面，美元加息或已接近尾声，人民币汇率三季度有望企稳略回升。

3 大类资产配置策略

资产类别	中期
A 股	重要会议后“稳增长”举措加速出台，叠加经济内生动能的边际修复，市场对基本面的悲观预期正在修正。同时“活跃资本市场”的新提法提振权益资产风险偏好，在政策、估值、周期等维度或形成共振，权益资产的胜率提升，底部中枢有望逐步抬升。
港股	外部流动性扰动风险减弱，内部平台经济政策缓和、“稳增长”政策加码及基本面边际修复力量增强。在内外部同频共振下，处于估值低位的港股市场或有向上修复的机会，弹性或强于 A 股。
美股	美股估值略贵、但盈利仍有支撑。在短期经济尚可的情形下，预计美股仍维持高位，往后关注加息对市场的冲击。
国债	10 年期国开债为代表的长债利率已达历史相对低点，随着重要会议后“稳增长”政策陆续出台，当前位置趋向谨慎。但经济总量偏弱阶段，预计货币政策仍会保持宽松，降准降息预期仍存，判断短期债券偏弱势震荡。
美债	短期 10 年期美债或维持目前的偏高水平。我们认为年内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 年期美债收益率有望回落。
黄金	美国通胀下行，经济略有走弱，预期联储加息周期或近尾声，黄金配置价值突出，未来步入降息周期后，配置价值将继续攀升。

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、复制或有意删改。