



招商基金投资策略报告

2023年·9月



长期 | 价值 | 责任

目 录

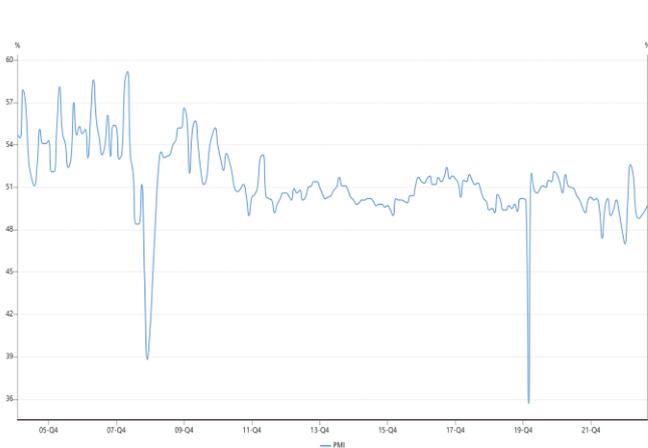
1	宏观经济环境	2
1.1	国内市场	2
1.2	海外市场	3
1.2.1	美国	3
1.2.2	其他国家与地区	4
2	大类资产观点	5
2.1	A股	5
2.1.1	回顾展望	5
2.1.2	投资策略	6
2.2	债券	8
2.2.1	债券市场回顾展望	8
2.2.2	债券市场投资策略	9
2.2.3	可转债市场回顾展望与投资策略	11
2.3	港股	12
2.3.1	回顾展望	12
2.3.2	投资策略	12
2.4	美股	12
2.5	原油	13
2.6	黄金	13
2.7	汇率	14
3	大类资产配置策略	16

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。8月制造业PMI小幅反弹，录得49.7%，但依然在枯荣线以下。投资数据方面，2023年7月投资数据较上月全面走弱。2023年7月社会消费品零售总额较上月继续下滑，录得数据2.5%；出口数据跌幅扩大、继续走弱，录得数据-9.25%。

图：2023年8月PMI小幅反弹，但仍在荣枯线以下



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8月31日。

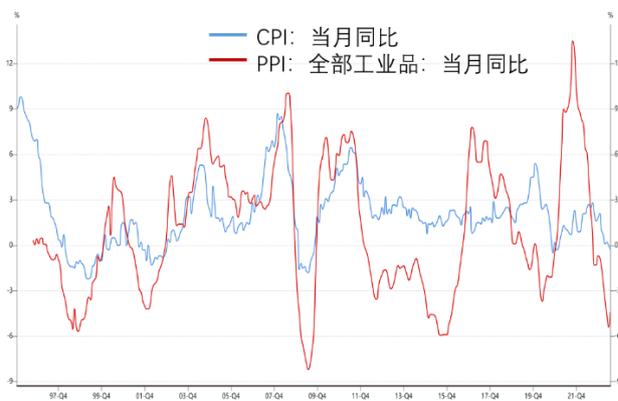
DR007（银行间存款类金融机构7天期质押式回购）整体依然维持在正常区间内。

从投向实体经济的流动性角度看，代表性指标社融存量7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，企业中长期贷款确认中止此前升势，7月份录得数据17.7%，上月值为17.87%。通胀方面，7月PPI维持弱势，录得数据-4.4%；CPI降至负值，录得数据-0.3%。

图：企业中长期贷款中止此前升势



图：PPI维持弱势，CPI降至负值



数据来源：Wind、招商基金，数据截至2023年8月31日。

1.2 海外市场

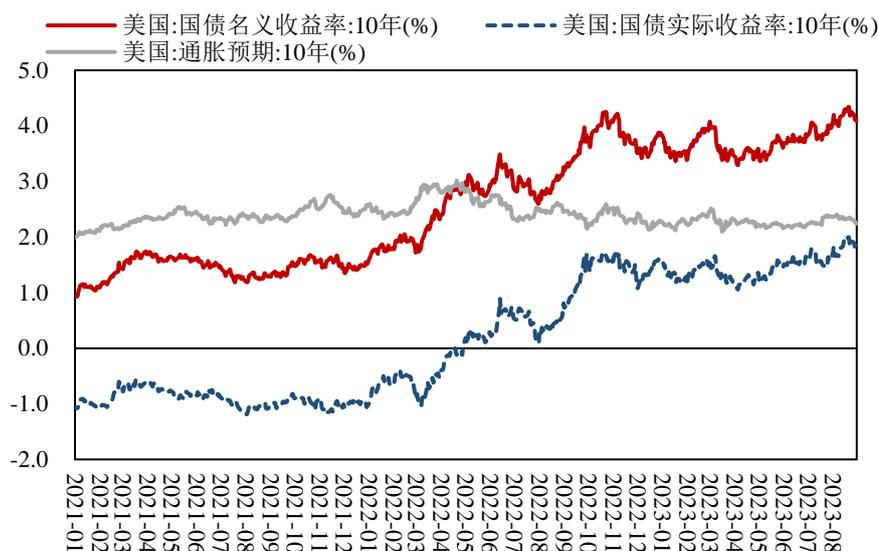
1.2.1 美国

回顾：加息尾声的偏“鹰”表态，高利率环境仍将持续。（1）8月鲍威尔在杰克逊霍尔全球央行年会的发言整体基调相对于2022年全球央行年会期间偏“鸽”，但相对于2023年7月FOMC会议（美联储议息会议）新闻发布会的发言偏“鹰”。主要原因在于：一方面，2022年正处于通胀高峰期，并叠加了2021年对通胀的判断失误、2022年底中期选举等因素，从而当时表现出超“鹰”派，而当前通胀压力相对于高峰期已明显缓解，所以相较于2022年央行年会边际偏“鸽”；但另一方面，由于通胀粘性较强，2023年7月CPI再度上行，降至2%的通胀目标仍有很长的路要走，所以相较于7月FOMC会议偏“鹰”；（2）7月美国CPI环比持平，符合预期。7月美国CPI和核心CPI环比均为0.2%，CPI同比上升0.2个百分点至3.2%，核心CPI同比下降0.1个百分点至4.7%，与市场预期基本一致。7月通胀环比整体保持疲弱，核心商品通胀持续下行，服务通胀仍显粘性；（3）后续美国宏观交易主线并非在于对通胀数据的验证，而是在于鲍威尔对于2%通胀目标的坚持程度。当前通胀治理成效初步显现，9月底在高基数、信用收缩和供给边际改善的共同作用下，预计美国通胀将持续回落，但距离2%的目标仍然遥远。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的回答仍然模糊。**市场定价美国经济放缓，叠加高利率环境的持续，美股震荡收跌。**

展望：美国经济“滚动和交替式”放缓，股市深度调整概率低。（1）8月新增非农就业18.7万人，小幅超出市场预期的17万，但7月和6月新增非农就业累计下修11万。失业率上升0.3个百分点至3.8%，明显超出市场预期的3.5%，部分是由劳动参与率上升导致（劳动参与率上升0.2个百分点至62.8%）。整体而言，8月就业数据进一步确认了就业市场走弱的趋势；（2）预计美国CPI年内将在3%左右波动，粘性较强，经济仍有韧性，但由于中性利率、货币政策的时滞效应和菲利普斯曲线¹陡峭化程度的不确定性等，货币政策仍需视数据而定，预计美联储四季度可能还会加息，主要在于防止通胀预期的波动。短期内美债高位震荡，人民币汇率维持双向波动；（3）亚特兰大联储GDPNow模型预计三季度增长近6%，此为2003年以来的最高水平，分项看消费依然是主要贡献，库存其次，住宅投资由负转正。**整体上，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，宽松预期兑现后或再反弹。**

【注1：菲利普斯曲线表示失业与通货膨胀之间替代取舍关系的曲线，通货膨胀率高时，失业率低；通货膨胀率低时，失业率高。】

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 8 月 31 日。

1.2.2 其他国家与地区

欧洲：景气度仍处收缩区间，市场普遍调整。 欧央行 7 月议息会议加息 25 个基点，符合预期，欧央行行长拉加德称经济增长和通货膨胀前景仍高度不确定。8 月下旬，拉加德表示欧央行正在应对劳动力、能源和地缘政治方面的转变；欧央行将根据数据逐次开会做出决策；同时，欧央行将实现通胀率降至 2% 的目标，且高度关注欧洲工资情况。

8 月欧元区 STOXX50 指数（欧元）下跌 3.90%，欧洲 STOXX600 指数（欧元）下跌 2.79%，法国 CAC40 指数下跌 2.42%，德国 DAX 指数下跌 3.04%，英国富时 100 指数下跌 3.38%。当前欧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，8 月欧洲制造业 PMI 为 43.7%，略有改善但仍处于收缩区间，这表明欧元区制造业的低迷期或已触底，但企业在需求恶化和未来前景不明确的情况下，扩大产能的意愿较低。

日本：YCC（收益率曲线控制政策（Yield Curve Control））政策调整，日本央行紧急购债。 在经济复苏前景逐步明朗、通胀具一定可持续性的背景下，日本央行于 7 月底宣布调整 YCC 政策²，之后引起了日本 10 年期国债收益率上行和央行紧急购债，表明日本央行仍担心对市场带来过度冲击。此次放松 YCC 政策后，日银纪要中指出，需要继续实施货币宽松政策，宜采取更加灵活的收益率曲线控制来应对物价风险。此次 YCC 调整是日本央行继 2022 年 12 月将 10 年期国债收益率目标区间从 $\pm 0.25\%$ 扩大至 $\pm 0.5\%$ 之后，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的同时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。

【注 2：7 月 28 日，日本央行公布了最新利率决议，宣布将短期利率和 10 年期日债目标收益率区间维持不变，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。】

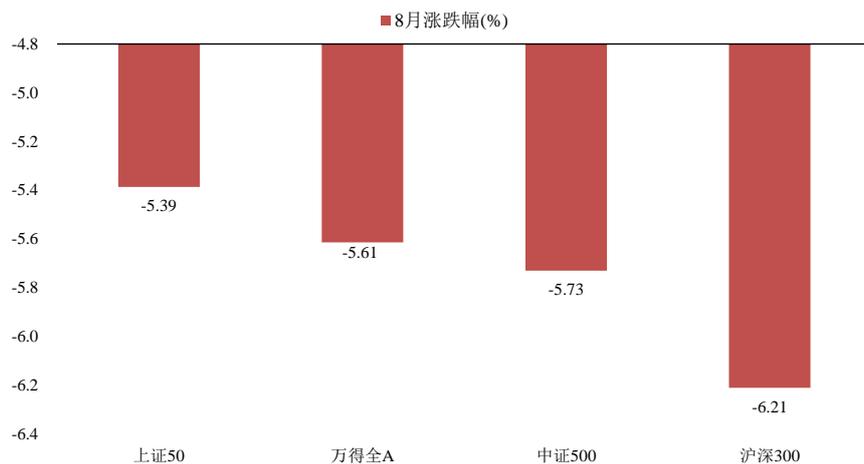
2 大类资产观点

2.1 A 股

2.1.1 回顾展望

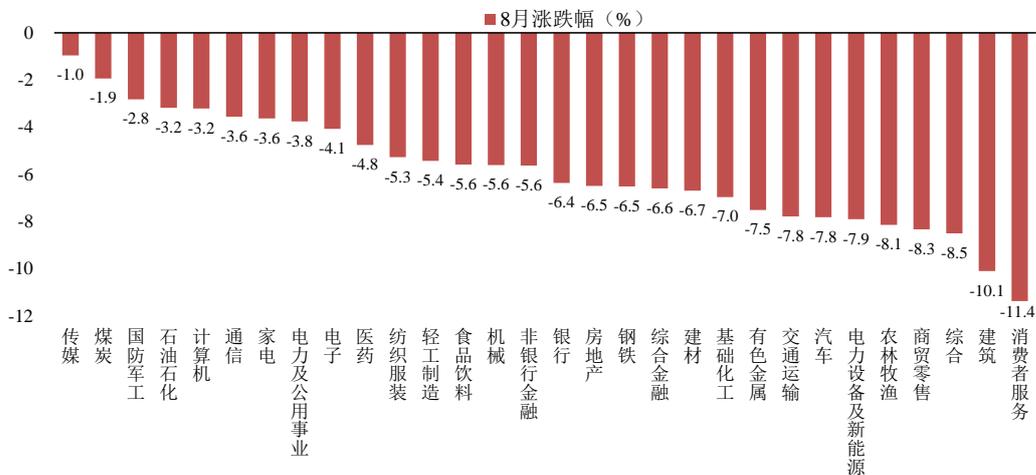
A 股回顾：景气度缺乏与外部地缘的不确定性，市场显著调整。 8 月市场深度调整，原因有三：1) 社融、出口等数据超季节性回落；2) 房企流动性困局与信托风险；3) 美国对华投资禁令与外部地缘不确定性。市场情绪也由过度乐观转向担心风险。8 月主要股指均下跌，截至 8 月 31 日，上证 50 下跌 5.39%，万得全 A 下跌 5.61%，中证 500 下跌 5.73%，沪深 300 下跌 6.21%。行业层面普遍下挫，其中，消费者服务、建筑、商贸零售、农林牧渔、电力设备等行业调整尤为显著。

图：2023 年 8 月主要股指涨跌幅（%）



数据来源：Wind、招商基金，数据截至 2023 年 8 月 31 日。

图：2023 年 8 月 A 股行业涨跌幅（%）



数据来源：Wind、招商基金，数据截至 2023 年 8 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：震荡底部区域，机会大于风险。行业关注的维度，科技制造占优，低位价值或有反弹。1) 投资机会不在已炒过或拥挤度高的方向，关注调整充分，基本面预期接近见底且受益于国产替代、现代化产业建设相关的高端装备和材料的中小市值，重点机会在电子、机械、军工等行业；2) 对于稳健投资者，中期继续关注央国企红利：运营商、石化、公共事业行业；3) 经济环比企稳，税收与地产政策积极，消费与周期领域或将出现反弹。

2.1.2 投资策略

(一) 股市分析：

1、政策面：政策组合拳发力，积极信号陆续释放

(1) **“投资端”改革超预期，或为后续市场行情奠定基础。**8月27日晚，财政部、税务总局公告印花税实施减半征收；证监会优化IPO、再融资监管安排，并进一步规范股份减持行为；证券交易所调降融资保证金比例等政策，不仅着眼于促进市场交投，也有助于推动改善市场生态与提振投资者风险偏好；(2) **一线城市均已调整认房认贷标准，规则调整已完毕。**对于一线城市，影响较大的政策是首付比例、贷款利率和非普住宅认定标准，其中非普住宅认定标准涉及税费，因此在实际操作中，购房者往往通过减少贷款来减少税费，导致首付比例较高。在对于非普住宅认定标准和税制不变的情况下，对一线城市影响较大的是利率，由于区分了首套房和二套房的利率认定标准，当前调整属于在给定范围内的规则调整，暂未涉及利率本身下调。规则调整之后，就将迎来利率的下调，尤其是在梳理好存量房贷利率减点之后。利率下调带来销售的企稳或将成为接下来一段时间的主旋律，楼市企稳态势明显，风险偏好或将提升，进而打破悲观预期的负反馈。

2、基本面：8月PMI显示经济边际企稳的信号在增多

8月制造业PMI较上月继续小幅回升0.4个百分点至49.7%，较季节性低0.7个百分点：1) 需求进一步回暖，领先指数小幅回落；2) 原材料和出厂价格指数延续回升态势，均强于季节性；3) 原材料和产成品库存去化减速；4) 进出口均有回升，内需好于外需；5) 分企业规模看，大中小型企业景气度均回升。

8月非制造业商务活动PMI回落至51.0%，低于季节性。未来几个月经济或将延续低位企稳的态势，PMI在荣枯线上下波动，短期继续快速下行的风险较有限；周期向上的空间有待观察一系列“稳增长”政策落地的效果：1) 房地产仍是决定下半年经济内生动能的关键。7月以来各地调整首付比例、放宽公积金提取限制、降低存量房贷利率、全面落实“认房不认贷”等需求端政策纷纷落地，后续商品房销售有望企稳；2) 从各行业原材料采购量看，短期内石油化工和食品行业未来补库动能相对较强。

7月CPI转负，PPI底部回升。7月CPI同比从6月的0%回落至-0.3%。其中，猪肉价格对7月CPI同比拖累约为0.3个百分点。核心CPI同比由6月的0.4%回升至0.8%，其中旅游同比大幅回升，交通、通信仍为主要拖累。环比看，7月CPI环比转正至0.2%，且核心CPI环比录得0.5%、明显强于季节性水平；PPI

同比较 6 月的-5.4%回升至-4.4%，主要是石油和煤炭开采及加工等行业降幅有所收窄；环比降幅较 6 月的 0.8%收窄至 0.2%。

7 月社融显著低于预期，主因上月冲量透支叠加需求不足。7 月新增社融 5282 亿元，低于预期的 11000 亿元，低基数效应下同比少增 2703 亿元。社会融资规模存量为 365.77 万亿元，同比增长 8.9%，较 6 月下降 0.1 个百分点。考虑到 7 月属于季度初且 6 月银行冲量导致新增社融大超预期，结合两个月情况来看新增社融尚可，季末冲量、季初回落的情形在 3、4 月也出现过。7 月社融口径贷款、全口径（含非银贷款等）贷款分别新增 364、3459 亿元，同比少增 3724、3892 亿元。外币贷款新增-339 亿元，同比少减 798 亿元。政府债券方面，7 月新增政府债券净融资 4109 亿元，同比多增 111 亿元，与往年水平相当。企业债券净融资 1179 亿元，同比多增 219 亿元；金融企业境内股票融资 786 亿元，同比少增 651 亿元。此外，7 月表外三项新增-1724 亿元，同比少减 1329 亿元。

3、盈利端：二季度全 A 两非单季净利同比减少 11.0%，总量负增压力加大，杠杆下降拖累盈利。

结构上服务与可选消费高景气，周期继续探底，成长板块分化，装备制造业绩高增。具体而言：1）今年二季度全 A 两非净利润累计同比-8.76%，单季同比-11.0%，负增幅度扩大；2）二季度大盘强小盘弱的格局延续，沪深 300 累计增速虽回落但仍为正，中证 500、中证 1000 业绩同比回落，且中证 1000 下行幅度扩大；3）风格上，各风格二季度增速均转负，但消费保持相对韧性，单季同比-0.4%，周期板块连续四季度负增长，成长、金融业绩均有所回落；4）服务与可选消费景气度较高，装备制造业绩改善，公用事业和交运保持较高增速。

（二）A 股投资策略：

1、方向与节奏：震荡底部区域，机会大于风险。尽管 8 月份市场波动较大，但 8 月底悲观情绪缓和、市场反弹。继“活跃资本市场”后，与地产相关的经济政策加快落地，进一步打消了投资者的疑虑。展望后市：1）前期市场的调整已较为充分地计入对经济和政策下修的预期，当前股价处在底部区域，经济企稳叠加政策呵护，机会大于风险；2）从海外看，美国劳动力市场松动，全球流动性紧缩预期缓和，叠加中美频繁互动与中澳高级别对话重启，或有助于降低外部不确定性与回补灵活性外资；3）但由于总量预期缺乏弹性，及风险偏好结构两极分化，预计后市上证指数大势以区间震荡为主。

2、风格判断：科技制造占优，低位价值反弹，微观结构好的公司或有表现机会。由于利好与利空大多均已被预期，因此预期角度很难找到投资机会。“市场底部+经济企稳+政策呵护”，在有边际但预期不高的条件下，投资机会更应从交易角度入手。我们认为：1）投资机会或主要在微观结构好的股票，调整时间长、股票充分换手，预期低悲观者出清、具备边际催化（可源于政策、技术进步，或源于库存和竞争结构改善等）的股票在交易上或有投资机会；2）中报季结束后短期无业绩下修风险，加上减持新规与高风险偏好投资者活跃的特点，中小市值与题材或仍会好于大市值企业。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；（2）第二阶段，重点在成长空间和新逻辑催化。

3、行业配置：下一阶段科技成长股的行情或在高端装备和制造，中期建议继续关注高股息。与已被充分预期、拥挤度高的环节相比，可更为关注调整充分、预期偏低、后续有边际催化的方向：1）下一阶段科技成长股的行情或在高端装备和制造，可关注电子、机械、军工行业，其股价经长时间调整，周期性因素预计在今年四季度见底，板块或受益于国产替代与现代化产业体系政策；2）对于稳健投资者而言，中期增长换挡+利率水平趋势降低，具有央国企背景、特许经营优势或垄断地位、资本开支较少分红较多的红利资产依然是为数不多的选择，建议关注运营商、石油石化、公共事业等行业；3）股价处于低位的消费品有望出现交易性反弹，经济环比企稳，税收与地产政策积极，消费和周期品有望底部反弹。

图：主要 A 股指数估值水平

主要指数	2023/8/31	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	17.45	34.50	11.55	17.92	43.10%
	Wind全A(剔除金融、石油石化)	28.37	73.88	18.18	28.91	46.00%
	上证50	10.06	22.89	6.97	10.08	48.80%
	沪深300	11.65	27.35	8.03	12.33	32.70%
	中证500	23.62	89.51	16.24	29.18	20.20%
	中证1000	38.10	144.82	19.36	40.12	42.10%
	中小100	20.04	64.61	18.72	31.07	1.80%
	创业板指	30.72	135.13	27.92	52.14	3.00%
	中小综指	36.20	96.75	23.18	41.48	28.80%
	创业板综	47.53	174.93	28.88	61.82	20.40%
海内外相对估值PE(TTM)	中证红利指数	5.85	20.46	5.24	8.25	7.40%
	恒生AH股溢价指数	7.23	22.68	6.25	9.37	3.20%
	上证沪港通AH溢价指数	7.40	10.27	3.08	6.51	59.40%
相对估值PE(TTM)	上证指数/标普500	0.53	1.56	0.36	0.62	19.60%
	创业板指/沪深300	2.64	8.11	2.53	4.11	1.30%
相对估值PB(LF)	创业板综/沪深300	4.08	14.08	2.83	5.14	28.60%
	创业板指/沪深300	0.65	6.06	0.63	3.48	0.50%
	创业板综/沪深300	4.08	5.30	1.38	2.91	90.20%

数据来源：Wind，招商基金，数据截至 2023 年 8 月 31 日。过往情况不代表未来表现。

2.2 债券

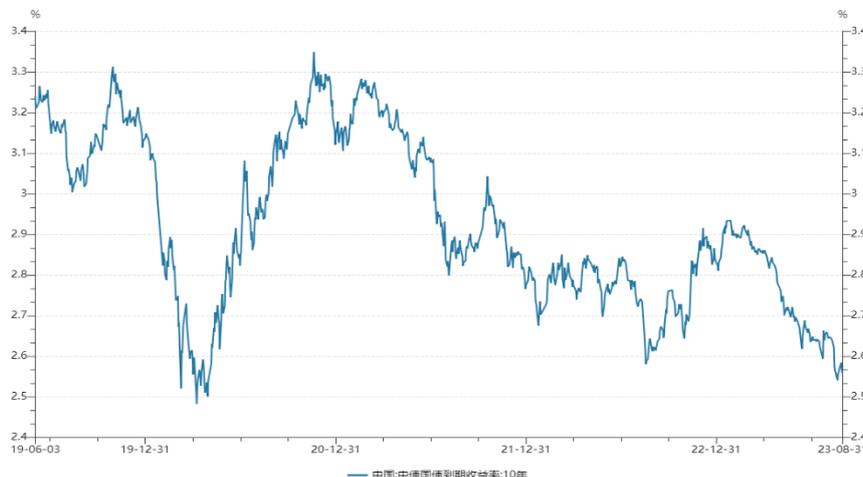
2.2.1 债券市场回顾展望

债券市场回顾：

8 月债市整体走强，信用利差呈现收窄态势。2023 年 8 月中上旬，市场对于政治局后的政策有较大期待，但出台的力道却不及预期，同时各项宏观经济数据依然偏弱，中旬时央行宣布下调 MLF 和 OMO 利率，进一步刺激债市走强，10 年国债收益率向下突破 2.6%关口最低至 2.55%附近，LPR 的差异化降息让市场认为政府仍然保持地产调控的定力。8 月下旬至月底，人民银行等部门先后发布了一系列利好房地产的政策，如“认房不用认贷”纳入“一城一策”工具箱、《关于调整优化差别化住房信贷政策的通知》和《关于降低存量首套住房贷款利率有关事项的通知》等，使得债券市场收益率有所上行。全月来看，利率债方面，1 年国债收益率全月上行 9.5bp 收于 1.91%，5 年国债下行 5.5bp 收于 2.40%，10 年国债下行 10bp 收于 2.56%，

1 年国开债收益率全月上行 3.1bp 收于 2.07%，5 年国开下行 9.8bp 收于 2.48%，10 年国开下行 7.1bp 收于 2.69%；信用债方面，大部分期限和等级的信用债收益率以下行为主；MLF 续作方面，8 月 MLF 加量 10 亿超额续作，MLF 利率下调 15bp，OMO 利率下调 10bp。

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 8 月 31 日。

债券市场展望：

展望后市，随着有力政策的逐步落地，需更为关注政策能否带动高频数据出现回升，短期债市需谨慎。

(1) 从基本面看，基本面未在 7 月基础上继续走弱，8 月 PMI 指数相比 7 月回升 0.4 个百分点至 49.7%。展望未来，PPI 和社融有望见底回升，政策逐步落地有望对基本面产生积极作用。

(2) 从政策面看，8 月逐步落地了多项市场期待的政策，如印花稅下调、降低存量首套住房贷款利率、“认房不用认贷”政策纳入“一城一策”工具箱、调整优化差别化住房信贷政策等，预计会对经济产生积极作用，提升市场风险偏好。货币政策方面，未来降准可能性较大，资金利率目前看大幅抬升的可能性较小。

(3) 近期发布的政策显示政府仍努力实现今年经济增长目标，这也意味着可能仍有政策待发。若全年要实现 GDP 增长 5% 目标，下半年 GDP 增速大概在 4.6% 左右，下半年两年 GDP 平均增速大概在 4%，明显好于今年二季度两年平均 3.3% 的 GDP 增速，边际上对债市不利。

(4) 8 月 MLF 降息 15bp，OMO 降息 10bp，1 年期 LPR 降息 10bp，5 年期不变。在目前保息差、防风险的政策导向下，若后续存款利率下行可能会促使居民存款向理财转移，利好信用利差的进一步收窄。

(5) 今年以来，投资者在债券领域获利较为丰厚，有一定止盈需求。

2.2.2 债券市场投资策略

1、利率债投资策略

需密切关注经济高频数据，高频数据或很难较快反转，债市的走势可能也比较震荡反复。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，可适度降至中低水平；持仓方面，存款利率下调后利好理财规模增长，进而有利于压窄信用利差，故信用品种可考虑平衡配置（即不过于集中在单一品种或单一期限），另外可根据相对利差，降低相对价值偏弱品种的持仓。

长期看，随着后续政策冲击或接近尾声而基本面的修复需要时间和过程，尤其地方化债要求下低利率环境必要性较高，而总量结构工具箱打开环境下“宽货币”或仍有空间，同时债市可能长期处于优质资产荒的环境中。因此，在债券行情的长尾效应下，利率下行的过程可能比较长，在短期的冲击之后，债市仍有机会。

2、信用债投资策略

8月随着中央化债政策工具箱逐渐打开、不对称降息呵护银行净息差，叠加“资产荒”的持续演绎，信用利差整体收窄。9月信用债投资仍以严控信用风险为前提，关注政策利好下的短久期高票息城投债机会以及二梯队央国企地产债的配置机会。

城投债方面，8月中央化债工具箱逐渐打开，或将通过特殊再融资债券、应急流动性金融工具（SPV）等方式为城投公司提供流动性，政策加持下尾部风险或得到部分缓释，城投债的安全性较上半年边际提升。8月城投利差普遍收窄，其中中短端收窄幅度较大，1年期各品种利差相对7月底收窄12-30bp，2年期各品种收窄5-20bp，3年期各品种收窄3-29bp，5年期各品种收窄1-17bp，政策预期较强的部分区域短期融资券申购倍数均达50以上，区域利差较上月底收窄超160bp。当前我们认为城投公开债短期内打破刚兑概率有限，可以关注短久期、高票息机会。

地产债方面，8月国内某头部地产企业违约等相关舆情对市场造成扰动，不同期限的地产债信用利差走势分化，1年期各品种收窄5-8bp，2年期、3年期各品种收窄1-4bp，4年期、5年期各品种走阔3-22bp。民企、国企地产利差走势分化，民企利差本月走阔288bp，国企收窄6bp。市场当前持续处于筑底过程中，随着后续地产调控放松利好政策落地，建议对地产销售等高频数据保持跟踪，关注第二梯队央国企地产债的配置机会。

钢铁债方面，8月钢铁债利差整体收窄，1年期各品种收窄9-25bp，2年期各品种收窄4-27bp，3年期各品种收窄4-27bp，5年期AA品种分别收窄9bp，当前3年期AAA品种利差仍处于34%历史分位数水平，具备一定配置性价比，考虑到当前钢铁行业基本面仍处于底部区域，且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，8月煤炭债利差整体收窄，1年期各品种收窄9-14bp，2年期各品种收窄4-17bp，3年期各品种收窄2-22bp，短期内煤企信用水平或不会大幅变化，目前3年期AAA品种利差仍处于30%历史分位数水平，具备一定配置性价比。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压缩空间，不过近期煤炭价格边际承压，需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，8月15日MLF下调15bp后，1年期LPR报价下调10bp，5年期LPR持稳。负债端而言，银行负债成本压力较大，净息差水平偏低，MLF作为银行中长期负债的定价中枢，其更大程度的下调有助于节约成本；资产端而言，5年期LPR挂钩房贷利率及企业和居民其他中长期贷款利率，此次维稳操作也体现出对银行净息差的呵护。利差方面，二级资本债利差普遍收窄，1年期各品种收窄12-15bp，2年期各品种收窄4-9bp，3年期各品种收窄7-8bp，5年期各品种收窄2-12bp，当前3年期各品种利差历史分位数仍处于35-40%左右水平；银行永续债利差大多收窄，1年期各品种收窄12-41bp，2年期各品种收窄7-22bp，3年期各品种收窄8-20bp，5年期AA品种走阔7bp，而5年期AAA品种收窄1bp，当前2年期各品

种利差历史分位数仍处于40%-60%左右水平，3年期各品种处于40%-70%左右水平，降息利好及“资产荒”共同驱动下，3年期银行二级资本债与2-3年期永续债具备一定配置性价比。

【注：1、对于城投、地产、钢铁和煤炭等的信用利差，是指相对于国开债收益率而言，即“该债券收益率曲线-同期限国开债收益率曲线”；2、银行资本债的利差具体是“中债商业银行二级资本债收益率曲线-同期限国开债收益率曲线”】

2.2.3 可转债市场回顾展望与投资策略

8月转债市场跟随股票市场整体下跌。8月中证转债下跌1.65%，同期万得全A下跌5.61%，沪深300下跌6.21%，创业板指下跌6%，转债跌幅小于股票市场。8月上中旬在7月经济、金融数据不及预期、政治局会议后缺乏实质性利好政策以及北向资金流出等不利因素共同作用下，权益市场持续下跌；下旬证监会宣布下调印花稅、部分特大城市落实“认房不认贷”，市场情绪有所回暖，大盘有所反弹。分板块看，本月传媒、煤炭、国防军工和石油石化板块表现居前；消费者服务、建筑、综合和商贸零售板块跌幅居前。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，8月偏股转债、平衡转债和偏债转债估值分别上升0.75%、下降1.82%和上升1.71%至9.07%、19.03%和63.60%。目前全市场转股溢价率处于2020年以来81.00%历史分位数水平。

展望后市，**正股层面**，目前处于“弱现实，预期不断转强”的阶段。近期经济、金融数据都较为疲软，基本面虽大概率处于底部区间但短期看不到明显向上的拐点。政策方面，从8月底证监会宣布降低印花稅后，市场对积极的政策预期开始升温。随着北上广深等城市落实“认房不认贷”政策，市场对政府边际放松地产的乐观预期增强下有助于股市情绪端的修复。**转债估值层面**，长期看，股市悲观预期转好、纯债机会成本低以及流动性相对宽松对转股溢价率有支撑。但需要警惕若股市有系统性行情后，债券基金集中赎回导致转债被动抛售，转股溢价率短期被动压缩的风险。策略上建议关注半导体、军工、券商行业中优质平衡型转债机会。

图：可转债市场表现



数据来源：Wind、招商基金，数据截至 2023 年 8 月 31 日。

2.3 港股

2.3.1 回顾展望

港股市场回顾：8 月恒生指数下跌 8.45%，恒生国企指数下跌 8.22%。行业方面，恒生能源业和电讯业表现较好，工业和地产建筑业跌幅较大。截至 2023 年 8 月 31 日，恒指 PE (TTM) 为 10.33X，较 7 月底的 10.29X 略有上调，恒生国指 PE (TTM) 为 9.0X，低于 7 月底的 9.5X。

港股展望：目前，国内经济弱复苏趋势不变，而海外货币政策有可能跟着通胀数据而反复。整体而言，港股市场在经历了近一个月的资金持续净流出后，或已基本见底。我们预计后续港股有望在支持政策落地、业绩利好与流动性宽裕预期的三重催化下出现反弹，而趋势性反转则仍需要看到经济数据的向上拐点。

2.3.2 投资策略

港股市场后续有望反弹，趋势性行情还需等待，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) 通讯运营商板块。运营商自由现金流稳步向好，派息率增长增强投资者信心。近年来三家运营商派息率均有不同程度的提升，在满足公司发展需要的前提下积极和投资者分享公司发展红利。运营商的云业务份额也在逐渐提升，数字化业务收入持续高速增长，有利于电信运营商估值体系重构；

(3) 消费板块。主要集中在出行赛道，口红效应消费，品牌出口，以及业绩比较优质的细分行业；

(4) “中特估”以及 AIGC 等主题仍有阶段性机会。

2.4 美股

美股市场回顾：8 月美股三大股指全线下跌，纳斯达克综合指数下跌 2.17%，标普 500、道琼斯工业指数分别下跌 1.77%、2.36%。

美股市场展望：8 月美国股市在一波由 AI 热潮引领的大涨后耗尽了动能，标普 500 指数创下六个月来最差月度表现，纳斯达克综合指数也录得今年以来最大月度跌幅，以过去几十年的历史为鉴，主要指数在 9 月份表现不佳，今年 9 月市场走势或将更加动荡。

美国股市今年以来的快速攀升在 8 月份陷入停滞，其原因或为近期强劲的经济数据引起美联储让利率在较高水平维持的时间长于预期的担心，同时也引发了较长期限美国国债收益率的跳涨。

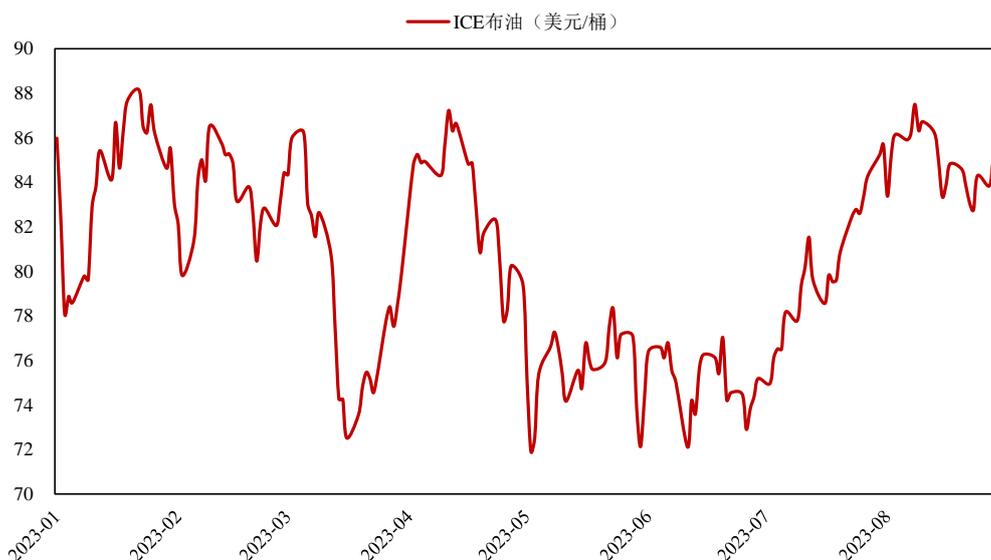
8 月的股市回调是合理的，毕竟估值已迅速上升，且 10 年期美国国债收益率飙涨，暗示通胀和利率将在较高水平维持更长时间。持续 8 月全月的股市动荡还未结束，随着市场开始消化美联储之前由于加息的滞后效应所导致的经济活动放缓，动荡或将在 9 月延续。

可关注兼具多重反弹优势特征的板块：如有盈利能力且能够穿越周期的医疗板块、基本面优质的中概股、公用事业和必须消费品板块。

2.5 原油

原油市场回顾：全球继续减少石油供应，美国石油库存减少，油价维持高位。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。需求端，目前正值海外需求旺季，且美国经济数据尚可，今年二季度GDP高于预期，通胀降温。美联储7月如期加息25bp，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，市场情绪得到一定提振。另外，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，截至9月1日当周，EIA原油库存报告显示，继前一周减少70万桶后，周度美国原油库存再度减少60万桶。

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8月31日。

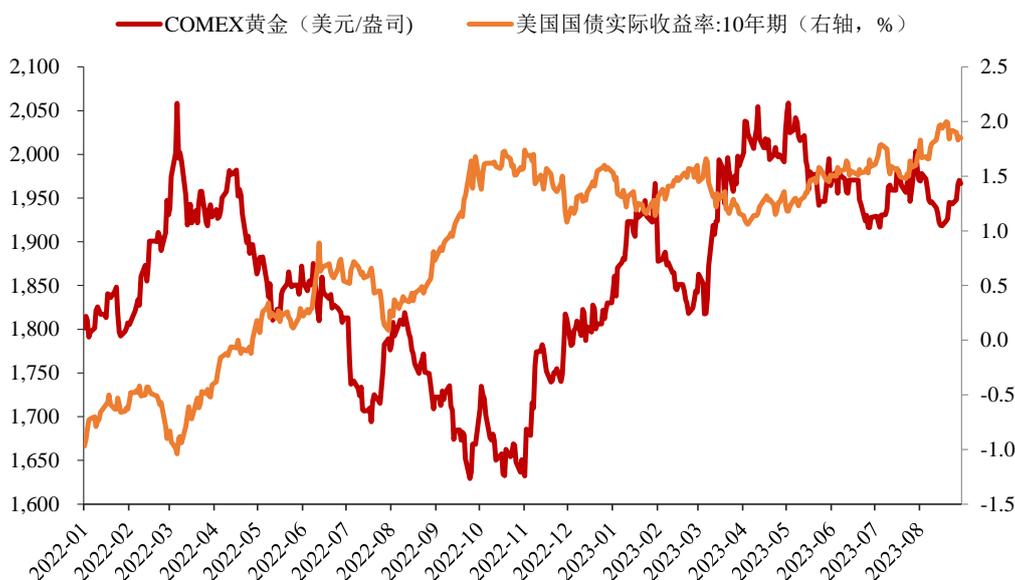
原油市场展望：供需两侧的边际变化或将成为扭转平衡和市场预期的关键。供给端，由于OPEC+的大幅减产，短期WTI油价或呈现震荡上行趋势；需求端，短期看需求较多，但中国、美国、欧元区制造业PMI均位于50下方，长期需求增长的乐观预期或将被证伪，油价缺乏长期上行的需求基础。基准情形下，预期今年下半年全球石油供需格局或由平衡转为短缺，布伦特原油价格中枢或环比上移，若由于地缘局势导致俄油供应缺口扩大，布伦特油价中枢或继续上移；若需求侧超预期坍塌或伊朗原油意外回归，则油价中枢或下行。

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（核心通胀放缓、但劳动力市场依然

相对强劲)使市场进一步确认了“软着陆”交易。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 8 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,** 2023 年而言, 金价或难以同时受益于美联储降息预期带来的利率溢价和货币体系多元化带来的避险支撑。

2.7 汇率

汇率市场回顾: 美元高利率环境时间超预期, 美元指数持续反弹。8 月美元指数延续了 7 月以来的反弹走势, 月初在 100 点附近短暂盘整后持续走强, 月末走高至 104 点后有所回调。美国基本面保持韧性、美联储在 7 月议息会议纪要和 8 月杰克逊霍尔央行峰会均释放“鹰”派信号, 市场开始修正对美国年内衰退的预期, 加息预期也随之走高, 带动美元指数和美债收益率携手上行。

汇率预期管理信号作用强烈，内外部因素均趋缓，8月人民币汇率先抑后扬。8月15日中国央行降息以来，美元兑人民币即期汇率出现一轮快速贬值，8月21日，人民币在岸即期汇率达到7.3139，突破去年10月25日最高点7.3085。在此情形下，央行有意抑制单边情绪押注、引导汇率稳定。事实上，近期官方表态、动作较密集，或已较明确反映出引导汇率稳定的意图，包括：1) 8月15日公告离岸央票发行放量，调节离岸流动性；2) 8月17日二季度货币政策执行报告中强调“综合施策、稳定预期，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定，坚决防范汇率超调风险”。本次下调外汇存款准备金率，再度释放了央行稳汇率的信号，有助于进一步稳定市场预期，保持汇率在合理均衡水平上基本稳定。

图：2023年8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8月31日。

汇率市场展望：日央行政策立场博弈仍未结束，美联储加息结束窗口大概率早于欧央行，美元指数有望重回下行通道。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或已结束，三季度或震荡修复。6月底以来，央行对汇率保持持续关注。二季度货币政策例会提出“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，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。短期从官方近期连续密集出台相关表态、动作来看，政策维稳意图逐渐凸显，政策“底”较明确，7.3或是季度阻力位。中期视角下，汇率既有外部因素、也有内部因素，内部因素定方向，外部因素定幅度。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内部基础；外部方面，美元临近加息的尾声，人民币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	资本市场政策组合拳推动权益市场风险偏好边际改善，结合当下权益市场整体处于估值底部，经济阶段性筑底叠加实质性政策密集落地，前期悲观情绪导致的大幅调整或将迎来向上修复的空间，市场有望逐步企稳回暖，投资仍是以时间换空间。
港股	前期内外部因素共同压制了港股表现。站在当前时点，内部实质性托底政策陆续落地，基本面预期逐步改善；海外随着就业市场超预期降温，美联储紧缩压制减弱；结合近期香港成立的促进股票市场流动性专责小组，港股在底部位置有望迎来业绩与流动性双向修复的行情，弹性或强于 A 股。
美股	美股估值略贵、但盈利仍有支撑。短期经济尚可的情形下，预计美股仍维持高位，往后关注加息后的高利率环境对经济和市场的冲击。
国债	地产政策频出，延续性强于预期，虽然债市仍有存款利率下调及降准降息的博弈空间，但前期低位较难突破，后续重点关注一线城市的地产政策跟进及基本面的修复情况，若经济企稳复苏，债市调整或不可避免。
美债	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 年期美债有望回落。
黄金	短期美债利率的波动会影响金价走势，但中期维度美联储加息周期接近尾声，后续随着美债实际利率的下行，贵金属的配置价值将持续提升。

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、复制或有意原意的删改。