招商基金
CHINA MERCHANTS FUND

招商基金投资策略报告

2023 年 12 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 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 15

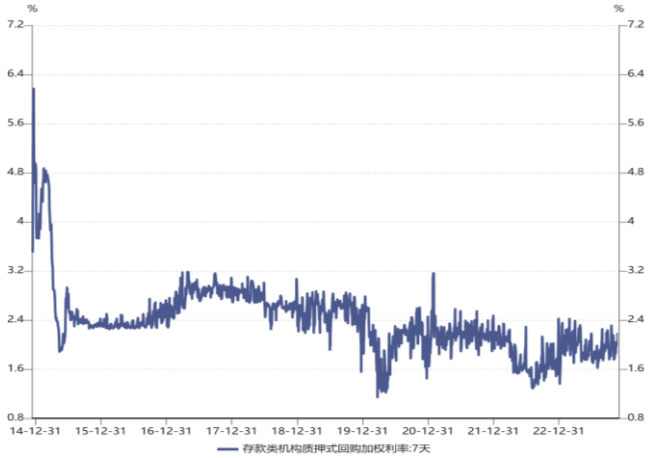
1 宏观经济环境

1.1 国内市场

国内：经济景气水平稳中有缓，回升向好基础仍需巩固，流动性在正常区间内。2023 年 11 月制造业 PMI 录得数据 49.4%，10 月数据为 49.5%。投资数据方面，10 月除制造业投资较 9 月持平外，其余全面走弱。10 月社会消费品零售总额较 9 月继续上升，录得数据 7.6%，9 月数值为 5.5%。出口数据走弱，10 月录得数据-3.07%，9 月值-0.53%。

图：2023 年 11 月 PMI 继续走弱

图：DR007 整体依然在正常区间内

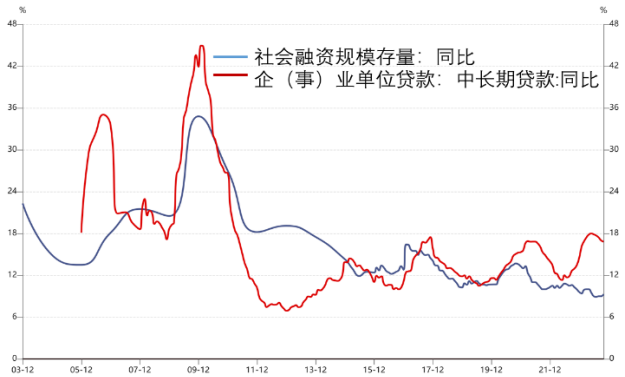


数据来源：Wind、招商基金，数据截至 2023 年 11 月 30 日。

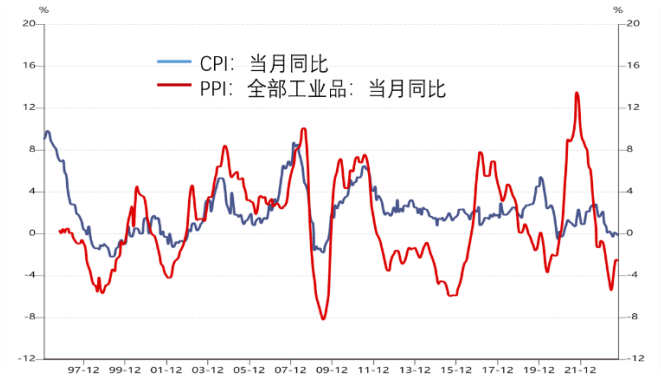
DR007（银行间存款类金融机构 7 天期质押式回购）整体依然维持在正常区间内。

从投向实体经济的流动性角度看，代表性指标社融存量 10 月份较上月有所回升，录得数据 9.3%，社融两年 CAGR（复合年均增长率）大致横盘窄幅震荡；结构方面，企业中长期贷款继续走弱，10 月份录得数据 16.81%，上月值 17%。通胀方面，10 月 PPI 继续低位徘徊，录得数据-2.6%，9 月数值-2.5%。CPI 再次降至负值，录得数据-0.2%。

图：企业中长期贷款继续走弱



图：PPI 继续在低位徘徊，CPI 再次降至负值



数据来源：Wind、招商基金，数据截至 2023 年 11 月 30 日。

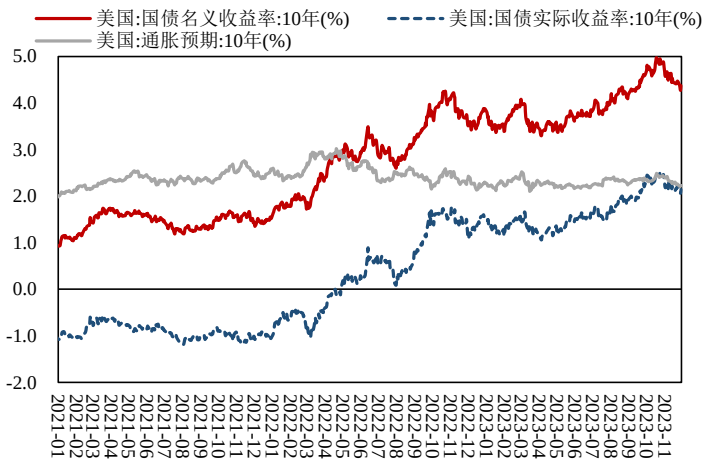
1.2 海外市场

1.2.1 美国

回顾：美元紧缩周期结束，股票市场迎来反弹。（1）**美联储 11 月 FOMC 会议连续两次暂停加息**，加息节奏进一步放缓，基本符合预期，主因通胀控制边际改善和美债利率走高；（2）**因房租和超级核心通胀明显回落，美国 10 月 CPI 降温。**具体看，美国 10 月 CPI 环比 0.0%，预期 0.1%，前值 0.4%，CPI 同比增长 3.2%，预期 3.3%，前值 3.7%；核心 CPI 环比增长 0.2%，预期 0.3%，前值 0.3%，核心 CPI 同比增长 4.0%，预期 4.1%，前值 4.1%。整体看，美国 10 月 CPI 的显著放缓得益于国际油价的回落，核心通胀的回落归功于租金和二手车价格的下行；（3）短期美债利率出现一波快速下行，主要由实际利率和通胀预期下行共同驱动，预计美债利率短期趋稳后，后续长期下行趋势仍将延续。市场定价美国经济韧性，在利率边际下行的背景下，美股明显反弹。

展望：得益于盈利韧性的支撑和利率下行，股市有望平稳运行。（1）10 月新增非农就业 15 万人，低于市场预期的 18 万人，前值由 33.6 万人下修至 29.7 万人。失业率 3.9%，高于市场预期和前值的 3.8%。受到生产部门就业拖累，新增非农就业低于预期，失业率反弹，劳动参与率回落。近期美债收益率的快速上升或加快了需求收缩，劳动力市场供需双弱。周度数据方面，首次申请失业金人数略有反弹，但仍位于低位；（2）美国三季度 GDP 环比折年率 4.9%，高于市场预期的 4.5%和二季度的 2.1%，剔除进出口、库存变动和政府开支后的“核心 GDP”再度走高，显示美国经济整体仍保持较强韧性。往后看，消费和投资的逆风因素均有所增加，带动消费和整体经济下滑，但在私人部门资产负债表仍保持健康、劳动力市场仍维持强劲的背景下，经济短期仍不至于出现失速；（3）当前美国通胀缓解已现较多积极因素，但粘性仍较强；（4）加息进入尾声，预计美联储将在 2024 年中附近开启降息周期，下半年累计降息 2-3 次。**整体上，在盈利韧性和利率下行的背景下，12 月美股盈利有支撑，深度调整的风险较为有限。**

图：11 月美债持续冲高



数据来源：Bloomberg、CME、招商基金，数据截至 2023 年 11 月 30 日。

1.2.2 其他国家与地区

欧洲：欧央行加息周期基本结束，市场普遍反弹。（1）欧元区 11 月制造业和服务业 PMI 小幅回暖。欧元区 11 月制造业 PMI 为 43.8，预期为 43.4，前值为 43.1，连续 17 个月处于荣枯线以下；服务业 PMI 为 48.2，预期为 48.1，前值为 47.8，连续 4 个月处于荣枯线以下。结构上，德国 10 月制造业 PMI 反弹至 42.3，支撑欧元区制造业 PMI 小幅回升；德国和法国 10 月服务业 PMI 较上月小幅上涨；（2）欧元区 11 月通胀率下降至 2.4%，幅度远超预期，为自 2021 年 7 月以来最慢的年增长率，为消费者提供了一些宽慰，并加快了投资者对于降息的预期；（3）11 月欧元区 STOXX50 指数上涨 7.91%，欧洲 STOXX600 指数上涨 6.45%，法国 CAC40 指数上涨 6.17%，德国 DAX 指数上涨 9.49%，英国富时 100 指数上涨 1.80%。随着欧元区通胀的回落，及欧央行加息节奏的放缓，12 月欧洲股票市场有望保持稳健。

日本：风险偏好抬升，资金重返日本股市。10 月底，日央行召开金融政策决策会议，维持宽松立场和购债计划不变、微调收益率曲线控制（YCC）政策、上调通胀预期。具体来看：（1）日本央行将基准利率维持在-0.1%、将 10 年期国债收益率目标维持在 0%附近不变。发布 11 月份债券购买计划，保持购债规模和频率不变；（2）微调 YCC 政策措辞，调整力度不及市场预期；（3）对于经济增长，上调 2023、2024、2025 年实际 GDP 增速的预期中值分别为 2.0%、1.0%、1.0%。对于通胀，上调 2023 和 2024 年核心 CPI 增速预期中值至 2.8%。日央行正在谨慎向市场传递政策转向的预期，日央行实质性退出 YCC 或只是时间问题。尽管日央行对日本经济的认识仍然清醒且谨慎，但海外利率上行和日元汇率贬值已不允许日央行继续坚持超宽松政策。由于美国利率稳定，投资者愿意承担风险，“去通缩”和改善资本效率等日本股价走高的前景开始受到市场关注。11 月，日经 225 指数上涨 8.52%。

2 大类资产观点

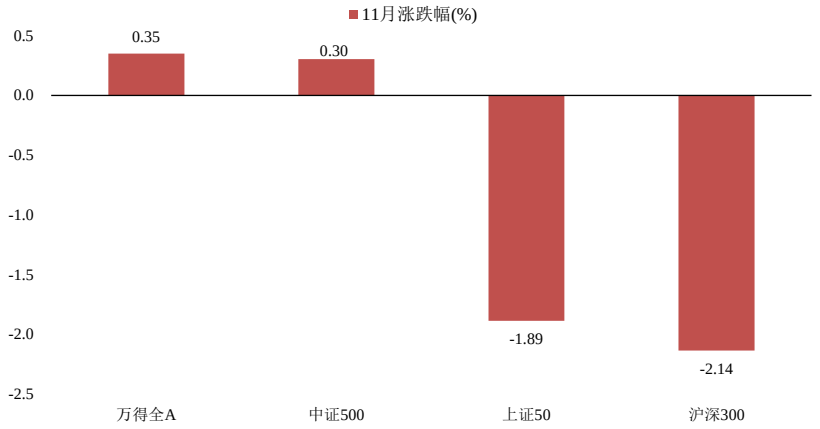
2.1 A 股

2.1.1 回顾展望

A 股回顾：指数震荡反复，表现分化。11 月市场震荡调整，呈现倒“U”型结构，原因主要在于：（1）万亿国债推出，政策前置使总量预期难以继续上修，且滚动式、波浪式的修复节奏使投资者对国内政策预期的博弈偏弱；（2）10 月出口、通胀数据回落，令投资者对需求的持续性产生担忧。11 月指数表现分化，万得全 A 上涨 0.35%，中证 500 上涨 0.30%，上证 50 下跌 1.89%，沪深 300 下跌 2.14%。行业层面涨跌互现，金融地产链条相对疲弱。其中，煤炭、传媒、商贸零售、汽车等涨幅居前，而建材、非银金融、电力

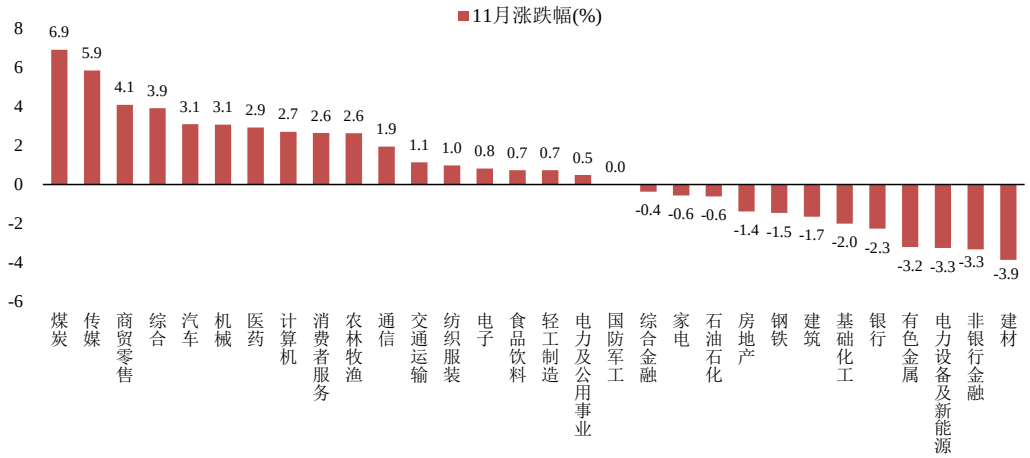
设备及新能源、有色金属等行业调整显著。

图：2023 年 11 月主要股指涨跌幅（%）



数据来源：Wind、招商基金，数据截至 2023 年 11 月 30 日。

图：2023 年 11 月 A 股行业涨跌幅（%）



数据来源：Wind、招商基金，数据截至 2023 年 11 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：指数短期或横盘震荡。长期预期相对偏弱，指数运行的力度和节奏取决于估值和风险溢价的判断，而诸多短期逻辑后续并不明朗。本轮指数反弹有关财政扩张、中美企稳、美债利率下降的要素均已定价。市场需要上述逻辑的进一步延展（如政策能否加码、对美关税能否调降、海外流动性能否持续放松），目前进入关键节点的观察期。

2.1.2 投资策略

（一）股市分析：

1、政策面：稳增长、稳预期进一步加码

政策聚焦稳增长稳信心、中美关系出现积极信号。（1）10 月 24 日人大常委会审议通过增发万亿国债；（2）10 月 24 日发改委地方经济形势座谈会，研究做好明年经济工作思路，“早谋划、抓落实”，重点在于“扩内需、强实体，防风险、保民生”；（3）松地产、城中村改造、保障房建设、化债等政策持续推进，

包括上海金山放松限购、广州首次提出城中村改造“房票安置”、保障性住房建设细则发布、各省市特殊再融资债计划发行额已超万亿等；（4）中央金融工作会议召开，五点信号值得关注，分别关乎“金融强国”信号和金融工作的政治性与人民性、金融服务实体根本宗旨的体现、金融供给侧结构性改革未来方向、强监管延续、防范化解金融风险内涵进一步扩展；（5）稳民企、活跃资本市场继续出招，包括最高法强化检察职能推动民营经济发展、汇金买入 ETF 并将在未来继续增持等；（6）我国外交部长访美、中美金融工作组首次会议、第三届“一带一路”峰会顺利举行、政治局会议通过东北全面振兴新举措等。

货币政策：11 月 27 日，央行发布 2023 年第三季度中国货币政策执行报告。相较二季度，央行对国内经济及通胀的态度更加乐观，对全球经济金融形势的态度更加谨慎。下一阶段货币政策突出强调“更加注重做好跨周期和逆周期调节”、存量优先于增量、“质”优先于“量”、货币财政协同下，货币政策未来仍将处于适度宽松。此外，央行进一步强调外汇，淡化“以我为主”，重视“内外均衡”。

财政政策：10 月 24 日人大常委会审议通过增发万亿国债、继续授权国务院提前下达地方新增债务限额等提案。近年来由于收入端的下降，我国广义财政支出强度有所回落；万亿国债增发具有标志性意义，2024 年财政有望进入“新时代”。总量层面，中性情形下 2024 年预算赤字率需在 3.6%左右，新增专项债在 3.8-4 万亿之间，以匹配经济增长；结构层面，支出方向上更重视经济效益可能不高但社会综合效益高的基建项目，以及通过政府购买服务的方式提升社会公共服务和保障水平，从而提高全社会的投资和消费意愿。

2、基本面：内生动能仍然较弱，筑牢复苏基础仍需政策支持

11 月制造业 PMI 较上月回落 0.1 个百分点至 49.4，较季节性低 0.6 个百分点：（1）供需两端均有回落，供给好于需求，内需好于外需；（2）出厂价格指数回升显示价格周期延续回升趋势，石油价格回落导致原材料价格走弱。成本压力缓解利好利润率的回升，但二者均处于荣枯线以下意味着通胀短期内依旧处于低位；（3）产成品库存持续去化，原材料库存量和采购量均下行，说明企业预期尚未修复，补库尚需时日；（4）分规模看，大型企业韧性相对较强，中、小型企业仍在荣枯线以下。**结构上，高技术产业回归季节性，后续对经济的牵引力边际提升有限，而房建景气度大幅回升或意味着城中村改造项目开始推进。往后看，万亿国债落地和“三大工程”的推进有望稳固复苏动能，增量政策需关注近期中央经济工作会议表态。**

10 月 CPI 再次转负，但市场已有预期。10 月 CPI 同比下跌 0.2%，较 9 月增速下降 0.2%，环比转负，弱于季节性。其中，食品价格仍是主要拖累项，受 2022 年高基数影响，猪肉价格同比下跌 30%，环比小幅下跌 2%。展望未来，物价修复或是温和、渐进式的：（1）CPI 内部呈明显结构分化，服务价格强于商品价格，“万亿国债”落地之后，中低收入群体的就业和消费依然能够支撑服务价格的韧性，而商品消费在猪价触底、地产后周期企稳的背景下预计不会再次深度下探；（2）虽然中高收入群体的预防性储蓄目前仍未释放，但在后续“活跃资本市场”和稳地产相关政策的持续推动下，预期基本已到底部，对物价底形成进一步支撑；（3）PPI 的修复也将呈现国内强于国外的分化格局，未来随着城中村、保障房、平急两用基础

设施“三大工程”的陆续推进，内需相关的工业品价格具备韧性。

10 月新增社融同比延续多增，财政发力仍是核心原因。10 月新增社融 1.85 万亿元，同比多增 9108 亿元。其中，政府债净融资 1.56 万亿元，同比多增 1.28 万亿元，是核心支撑；对实体经济发放的人民币贷款增加 4837 亿元，同比多增 232 亿元；对实体经济发放的外币贷款折合人民币增加 152 亿元，同比多增 876 亿元。存量数据显示，10 月末社会融资规模存量同比增长 9.3%，较 9 月明显反弹，但扣除掉政府债券融资后的存量同比增速为 8.6%。信贷总量企稳，结构有待改善，反映实体经济的内生融资需求依然偏弱。结构性的“财政式稳信用”有望延续，私人部门的全面加杠杆仍需等待，后续关注化债推进及货币政策的进一步宽松。

3、盈利端：企业盈利增长缓步改善。

（1）全 A 两非单季增长由负转正，增速为 2.4%，其中央企增速领先，中证 500、沪深 300 单季由负转正，中证 1000 负增幅度有所收敛，双创板块仍有压力；（2）周期板块业绩边际改善，消费板块业绩稳中微升，科技板块业绩结构分化；（3）行业层面，石化业绩由负转正，公用、交运高增；食品饮料、美妆业绩明显提升，医药、轻工负增幅度收窄；科技中，电子单季业绩转正，传媒业绩高增，汽车业绩稳健，电池新能源板块负增压力扩大；（4）**盈利预测：2024 年经济总体稳步恢复，盈利预期有望迎来边际改善，预计全 A 和全 A 非金融净利润增速有望回升。**

（二）A 股投资策略：

1、风格判断：题材股活跃高于指数，科技制造占优。由于利好和利空大多已被预期，因此从预期角度很难找到投资机会。关注“市场底部+经济企稳+政策呵护”，在有边际但预期不高的背景下，投资机会可从交易角度找，具体来说，**投资机会主要在微观结构好的股票。**调整时间长、充分换手，预期低悲观者出清且具备边际催化（可来源于政策、技术进步，或来源于库存和竞争结构改善等）的股票在交易上有投资机会。

2、行业配置：科技成长回归景气确定性，关注具备安全边际的红利与资源品。（1）科技成长：美债利率走弱利好成长风格，产品出海加速、国产替代需求上升、部分行业补库周期开启，行业周期底部向上趋势清晰，重点关注医药、电子行业；（2）大盘红利：中期视角仍相对看好低估值、稳定现金流、高股息、高分红的央国企与部分大众消费品：电力、高速公路、食品及白电板块；（3）资源品：在“稳增长”政策持续发力下供需偏紧、库存较低的资源品有望呈现出价格弹性，如化纤炼化、焦煤、农化、稀土等板块。

图：主要 A 股指数估值水平

主要指数		2023/11/30	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(TTM)	Wind全A	16.90	34.50	11.55	17.85	36.20%
	Wind全A(剔除金融、石油石化)	27.37	73.88	18.18	28.77	40.00%
	上证50	9.69	22.89	6.97	10.08	36.00%
	沪深300	10.97	27.35	8.03	12.30	20.30%
	中证500	22.41	89.51	16.24	29.04	15.30%
	中证1000	38.57	144.82	19.36	39.69	44.40%
	中小100	19.48	64.61	18.38	30.86	1.50%
	创业板指	28.22	135.13	27.69	51.80	0.50%
	中小综指	35.95	96.75	23.18	41.28	28.20%
	创业板综	47.62	174.93	28.88	61.48	21.70%
	中证红利指数	5.90	20.46	5.24	8.22	9.20%
海内外相对估值PE(TTM)	恒生AH股溢价指数	6.86	22.68	6.25	9.34	1.10%
	上证沪港通AH溢价指数	7.11	10.27	3.08	6.78	53.50%
	上证指数/标普500	0.53	1.56	0.36	0.62	18.30%
相对估值PE(TTM)	创业板指/沪深300	2.57	8.11	2.49	4.09	1.40%
	创业板综/沪深300	4.34	14.08	2.83	5.08	38.00%
相对估值PB(LF)	创业板指/沪深300	0.59	6.06	0.59	3.37	0.10%
	创业板综/沪深300	4.34	5.30	1.38	2.93	95.40%

数据来源：Wind，招商基金，数据截至 2023 年 11 月 30 日。过往情况不代表未来表现。

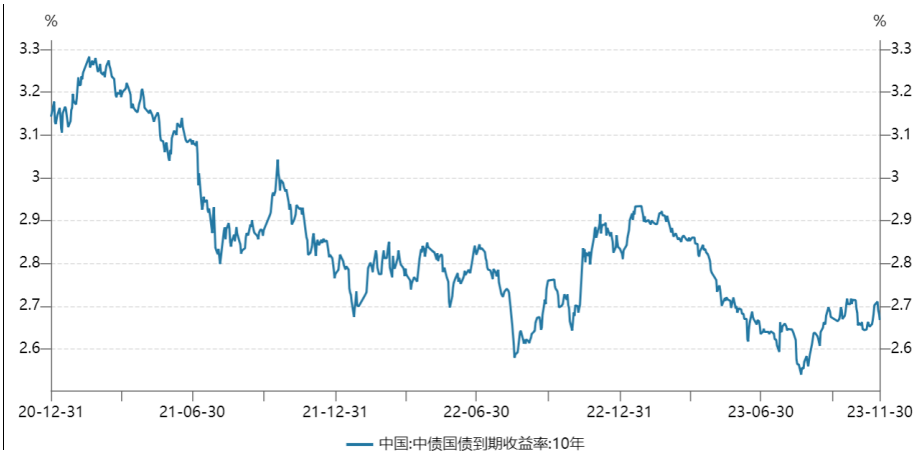
2.2 债券

2.2.1 债券市场回顾展望

债券市场回顾：

11 月债市走势较为分化，中短端品种调整，但长端品种表现较有韧性。11 月中上旬，各项宏观数据先后发布，显示修复步伐放缓甚至有所回摆，资金面也转向稳定，资金利率并未进一步抬升，10 年国债收益率再度下到2.65%水平，下旬监管层认为市场存在“空转”的消息发布，存单利率再度上行，最高至2.7%，中短端品种如 1-2 年信用债调整幅度较大，11 月底伴随跨月资金逐步转松，收益率再次缓慢回落。

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 11 月 30 日。

债券市场展望：

展望后市，债市短期矛盾仍在资金面，中期关注点是各项政策的持续性。中期债市更关注 2024 年经济目标、政策的力度和方向，而中期的定调可能在 12 月就能看到。债市的波动节奏更可能是随政策发力节奏而动。在年末资金面偏紧和政策预期的影响下，债市或更多表现为窄幅震荡。具体看：

（1）从基本面看，11 月 PMI 环比回落且比季节性更弱，地产销售同比负值有所加剧，基本面运行对债市有利；

（2）从资金面看，债券供给增加仍会给资金面带来一定压力，预计央行会予以一定配合，但四季度季节性效应下资金面易紧难松，短期仍需审慎对待；

（3）从政策面看，主要关注经济工作会议对 2024 年经济发展和政策定调。货币方面，预计央行四季度仍会积极配合，降准仍有一定可能性，但未必会缓解资金紧张情况；财政方面，预计仍会保持偏积极的财政政策，博弈点主要在 2024 年地方政府加杠杆力度会否减弱；

（4）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显示，交易情绪指标中性偏强；

（5）今年投资者在债券领域获利较好，债市如有调整，带动止盈需求，或导致一定波动。

2.2.2 债券市场投资策略

1、利率债投资策略

组合投资策略方面仍以票息策略为主，阶段看收益率很难转向快速下行，增配节奏要控制、增配品种要精选。密切关注政策节奏，如果财政政策先发力带动收益率上升，则考虑逢调整买入；如果货币政策先发力，则可先博弈短端行情，待收益率下行至低位后考虑减仓。

杠杆方面，12 月底之前的资金面存在较大不确定性，负债稳定的组合可维持中性杠杆，而日常开放、有赎回压力的组合维持较低杠杆。久期方面，保持中低久期水平，随调整缓慢增加久期。品种选择、曲线和期限策略方面，信用品种更具吸引力，利率债根据组合性质或可考虑平配。利率债方面，5 年国债、7 年国开具有一定相对价值。信用债方面，2-3 年银行资本债券、AA+普通信用和 2 年产业永续有一定相对价值，而对于 AA 及更弱资质信用品种、5 年期产业永续、超长品种则需谨慎。

2、信用债投资策略

总体看，12 月城投债仍推荐关注短端高票息品种，对长期限品种仍持谨慎态度；地产债关注一二梯队央国企中短期品种配置机会，民企地产债依然维持谨慎；煤炭债收益率处于相对较低水平，可关注 1-2 年品种骑乘机会；钢铁债相较于煤炭债的品种溢价不足 5bp，考虑到行业景气度水平弱于煤炭，整体配置性价比偏低，可关注 1 年期以内品种结构性机会；银行资本工具方面，对于经济发达区域的城农商行二永债，可适当博取次级条款的品种溢价带来的超额收益。具体看：

城投债方面，11 月特殊再融资债券累计发行规模已超 1.37 万亿元，从城投利差来看，11 月 1 年期各品种收窄 10-65bp，2 年期各品种收窄 8-67bp，3 年期各品种收窄 8-44bp，4-5 年期各品种收窄 14-29bp。当前 1 年期各等级品种利差历史分位数已低于 5%，其中 1 年期 AA-已接近历史最低水平，2 年期各等级品种利差历史分位数仍处于 10%以上。多省份利差突破去年“资产荒”期间最低点，化债行情演绎下城投债收益率压缩至历史低位。**短期看**，2024 年底前城投安全边际相对明确，2025 年底中央应急流动性借款救助措施亦有一定保障，如通过调研确定利好政策落地，则可以择机参与短期限个券，严格控制期限，并定期跟踪各区域债券敞口的变化；同时注意到近期多家城投平台公告提前兑付城投债，关注中长期折价债券的提前兑付机会。**中长期来看**，土地市场仍低温运行，城投基本面并未发生实质性改善，名单外平台的借新还旧压力

相对更大，对于 2 年期以上中长期城投债维持谨慎，关注强区域好资质城投中的择优配置机会。

地产债方面，11 月地产政策持续放松，但居民购房预期明显转变下，房地产成交热度整体仍延续低位，刚需释放不足，**房企基本面仍处于底部**。从利差来看，11 月地产利差普遍收窄，1 年期各品种收窄 5-17bp，2 年期各品种收窄 2-19bp，3-5 年期各品种收窄 6-29bp，分企业性质来看，央国企利差收窄，民企利差有所走阔。当前除 1 年期品种以外，地产债信用利差处于历史较高水平，配置价值有所显现，一二梯队优质央国企地产债安全边际较高，可关注中短期品种的配置机会，同时若遇个别房企的风险事件出现带来央国企的利差走阔可逢高配置。民企和混合所有制企业的出清仍在继续，对该类主体依然维持谨慎。

钢铁债方面，11 月主要钢厂螺纹钢周产量小幅下降，去库加速。近期钢材市场季节性特征更加明显，需求量整体继续回落，供给方面，北方钢厂继续增产的动力不高，南方前期停产较久，距离产量目标而言后期仍有放量空间，后续供给压力仍存。从利差来看，11 月钢铁利差普遍收窄，1 年期各品种收窄 10-19bp，2 年期各品种收窄 6-22bp，3-5 年期各品种收窄 8-19bp。当前钢铁债相较于煤炭债的品种溢价不足 5bp，考虑到行业景气度水平弱于煤炭，整体配置性价比偏低，可关注 1 年期以内品种结构性机会。

煤炭债方面，11 月煤价小幅下降，但仍处于历史较高水平，近期受寒潮、港口煤价止跌上涨影响，部分地区拉运情况好转，关注后续煤炭价格变化情况。从利差来看，11 月煤炭利差普遍收窄，1 年期各品种收窄 8-14bp，2 年期各品种收窄 3-17bp，3-5 年期各品种收窄 6-17bp。当前煤炭债板块收益率处于相对较低水平，配置性价比较低，可关注 1-2 年期品种配置机会，2 年期-1 年期隐含评级 AA 品种可采取骑乘策略获取超额收益。

银行资本工具方面，11 月银行二永债利差普遍收窄，近期中低等级表现优于高等级。银行二级资本债方面，1 年期各品种收窄 9-13bp，2 年期各品种收窄 4-12bp，3-5 年期各品种收窄 10-46bp，当前 1 年期二永债利差历史分位数处于 10%以下水平，2 年期及以上利差水平相对较高。银行永续债方面，当前 1 年期各品种利差历史分位数处于 10%以下水平，2 年期及以上各品种利差历史分位数处于 20%以上水平，相对二级资本债利差水平更高，配置性价比较高。从需求来看，商业银行资本新规将银行二级资本债风险权重从 100%上调至 150%，银行配置意愿或边际转弱，商业银行持仓变动对于二级资本债的需求结构及定价或将产生较为明显的影响。从供给来看，四大行尚未开始发行 TLAC 非资本债券[注]，目前可以通过发行二级资本债和永续债来补充 TLAC 缺口，后续大行二永债发行节奏提速可能对市场带来扰动。对于经济发达区域的城农商行二永债，可在调研讨论后适当信用下沉，博取次级条款的品种溢价带来的超额收益。

【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”；3、11 月 27 日，金融稳定理事会（FSB）发布 2023 年全球系统重要性银行（G-SIBs）名单。聚焦国内银行，此次入选银行由 4 家国有大行增加至 5 家，其中交通银行系首次上榜并被列第一档，附加资本要求 1%，农业银行、建设银行则从第一档升至第二档，中国银行、工商银行继续保持在第二档，附加资本要求 1.5%。在不同测算情形下，四大行 2024 年末的 TLAC 缺口主要落在 1-2.5 万亿区间。即使考虑“资本新规”对四大行整体影响偏正面、资本工具 23 年三季度以来发行力度加大等积极因素，预估 2024 年末的 TLAC 缺口也将在万亿量级。预计我国 TLAC 非资本债券发行脚步渐行渐近，最快或于明年初推动试点发行，并于 2024-2025 年进入发行高峰期。】

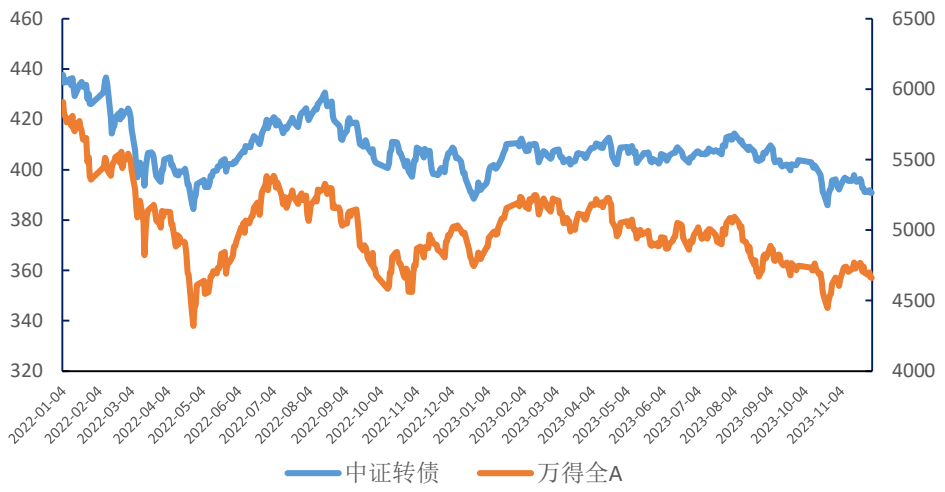
2.2.3 可转债市场回顾展望与投资策略

11 月转债市场跟随股票市场先涨后跌。截至 11 月 30 日，11 月中证转债下跌 1.01%，同期万得全 A 上

涨 0.35%，沪深 300 下跌 2.14%，创业板指下跌 2.32%。本月上半月在国内经济数据边际好转、中美关系缓和及美债回落、人民币升值等共同利好因素带动下，股市持续反弹；下半月随着前期利好充分消化，市场对明年经济增速目标和赤字率预期不确定性增加，市场悲观情绪加剧，股市有所回调。**分板块看**，本月煤炭、传媒、商贸零售和综合板块涨幅居前；建材、非银行金融、电力设备及新能源和有色金属板块跌幅居前。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。转债估值本月有所分化。**分结构看**，11 月偏股转债、平衡转债和偏债转债估值分别上升 0.80%、0.43% 和下降 2.50%至 3.40%、18.45%和 57.70%。目前全市场各平价区间转股溢价率分位数均值处于 2020 年以来 41.50%水平。

展望后市，**正股层面**，基本面上 10 月工业增加值和消费增速超市场预期，目前经济仍在持续恢复中。同时随着政策对地产支持力度加大、中美关系边际缓和、美联储加息进入尾声和人民币升值，A 股在情绪上有所回暖，估值端有望持续恢复。价值领域方面，重点关注航空和券商板块转债；成长领域方面重点关注军工、电子和医药板块转债。**转债估值层面**，短期看年底机构因面临考核压力或保持谨慎的转债仓位，对短期转债估值造成一定压力。但长期看，考虑到未来几个月转债新增供给压力较小，随着权益市场企稳，风险偏好提升，转债估值端有望修复。

图：可转债市场表现



数据来源：Wind、招商基金，数据截至 2023 年 11 月 30 日。

2.3 港股

2.3.1 回顾展望

港股市场回顾：11 月恒生指数下跌 0.41%，恒生国企指数下跌 0.07%。在恒生综合行业方面，电讯业、资讯科技业和工业表现较佳，必需性消费业、非必需性消费业和原材料业跌幅较大。截至 2023 年 11 月 30 日，恒指 PE（TTM）为 8.1X，较 10 月底的 8.2X 略有下调，恒生国指 PE（TTM）为 7.1X，略低于 10 月底的 7.3X。

港股展望：过去 1 个月市场积极因素变化较多。但在缺乏较大对冲政策下，国内经济趋势性回升或仍需要等待更积极信号。海外流动性预期缓和，市场抢跑降息预期，有利于港股市场估值修复。重点关注利率敏感板块，把握阶段性主题机会。

2.3.2 投资策略

港股市场目前重点关注以下板块：

（1）医药板块。三季度医药行业在基本面已反应了强监管下的悲观预期，叠加海外流动性预期放松，医药板块或迎来近年调整的较大拐点。CXO 板块今年业绩承压，但行业长期需求与成长逻辑不变。国产减肥药年内有望批准上市，大量国产新药或迎重要进展；

（2）汽车板块。国内乘用车整车企业的成长性来自于价格带扩张，抢夺合资品牌份额。国内车企智能化以及高端化周期开启行业利润弹性。传统车企从 2023 三季度业绩迎来拐点，最大研发阶段已过去，收入占比固定资产明显回升；

（3）消费电子板块。根据 IDC 数据，智能手机经历了 2023 年低增长后，预计 2024 年有望复苏。国际大厂三季度环比增速达季度高位，盈利能力正逐季改善。消费电子大板块中聚焦创新带来的机会，包括折叠屏、3D 打印钛合金、AI 终端等方向。AI 重新定义个人计算机（PC）不仅将重构客户使用体验，还是电脑核心技术的“再突破”。

2.4 美股

美股市场回顾：11 月美股三大股指月线止步三连跌，均大幅上涨，道琼斯工业指数上涨 8.77%，为 2022 年 10 月以来最大单月涨幅，纳斯达克综合指数、标普 500 指数分别上涨 10.70%、8.92%，二者均创下 2022 年 7 月以来的最佳月度表现。

美股市场展望：11 月美债收益率大幅回落，创 2008 年来最佳月度表现，衡量美国投资级债券整体表现的彭博美国综合债券指数涨近 5%，创 1985 年 5 月以来最大单月涨幅。美债和美股均上涨体现了市场对美联储已完成加息、明年开启降息的预期明显升温。

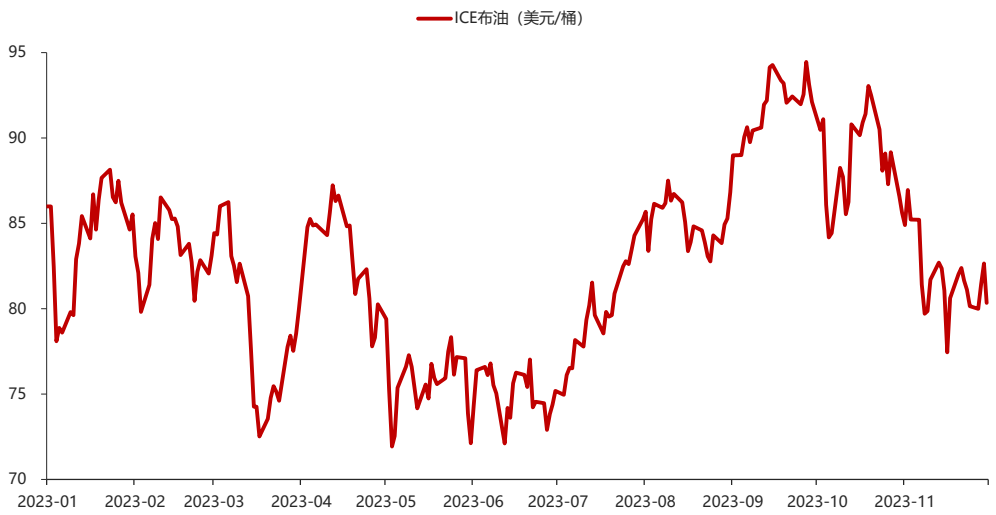
美联储于 11 月议息会议继续选择“按兵不动”。前瞻看，美联储加息周期大概率已见顶。一方面，9 月以来美国金融条件大起大落，美元、美债、美股对利率路径的边际变化高度敏感，反映货币紧缩对美元流动性的影响已到临界位置，进一步紧缩可能带来金融条件的非线性收紧；另一方面，三季度的经济扩张或不具备可持续性，随着财政支撑力度的边际减弱，居民消费或难保持快速增长。

重点关注兼具多重反弹优势特征的板块：有盈利能力且能够抵抗周期的医疗板块及基本面优质的中概股，如公用事业和必须消费品板块。

2.5 原油

原油市场回顾：地缘溢价回吐，叠加原油需求减弱，油价整体呈现震荡下跌。供给端，中东地区紧张局势尚未造成大规模石油供应中断，市场担忧情绪有所缓解。需求端，短期看，汽油需求走弱，使成品油季节性累库，裂解价差大幅回落，原油消费步入淡季；中长期看，11 月 1 日美联储宣布维持当前联邦基金利率目标区间不变，高利率环境下欧美远期经济增速预计承压，或对油价产生压制。

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 11 月 30 日。

原油市场展望：OPEC+明年将额外减产，短期原油维持紧平衡格局。（1）OPEC+同意额外减产 100 万桶/天，目前自愿减产总规模达 219.3 万桶/日；（2）原油供需差扩大，维持紧平衡格局。据 OPEC11 月月报统计，本次的额外减产将会使得供需差扩大，原油供需仍将维持紧平衡。展望未来，全球石化行业资本开支不足叠加 OPEC+减产挺价意愿强烈，未来原油供给端增长有限，即便需求下调，原油生产国仍有能力将原油维持在供需紧平衡的状态。

2.6 黄金

金价回顾：美元走势转弱，推动金价反弹。随着巴以突发因素被市场吸收及化解，金价出现回落。美国方面，最新 CPI 数据表明，美国通胀已呈回落之势，宏观经济走弱，美联储预期停止加息，明年或将进入降息周期，美元走势开始由强转弱，推动金价强势反弹。

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 11 月 30 日。

金价展望：避险情绪仍存叠加美元下行周期，黄金板块或有支撑。长期黄金上涨周期并未结束：美联储停止加息预期上升，美元指数自高位回落，对国际金价的推升作用仍将持续；能源转型、逆全球化及服务业通胀粘性下，长期通胀中枢难以快速回落。叠加地缘政治局势，巴以冲突等不确定性较强，进一步强调了黄金的避险属性，黄金价格有一定的底部支撑，中长期金价有望持续上行趋势。

2.7 汇率

汇率市场回顾：美国股市债市大幅上涨，美元指数下跌。11 月美元指数持续下跌，回落至约 103，非美货币也因此表现强势。市场对美联储已完成加息、明年将开始降息的预期逐步升高，市场继续抛售，或成美元长期走低趋势开端。

11 月以来，人民币对美元汇率持续走强。国内方面，经济继续边际改善，同时政策发力、结汇需求季节性释放，对人民币形成一定支撑；国外方面，美国经济数据表现偏弱，美元指数下行，受美元加息周期结束预期和四季度美债发行节奏趋缓的推动，10 年期美债收益率快速回落，中美利差收窄，人民币面临的外部压力趋缓。

图：2023 年 11 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 11 月 30 日。

汇率市场展望：美国经济数据减速，降息预期增强，美元预期持续回落。在此前美国经济数据增长积极后，现阶段开始出现减速迹象，同时美联储或在 2024 年上半年降息的预期增强，美元指数可能还会持续走低。此外，需要关注的是，地缘政治风险仍在，多个国家选举结果具有不确定性，可能会对美元有所支撑。但从长期看，美元仍可能会保持总体下跌趋势。

人民币后续波动可能性增强，四季度政策整体积极，关注长期经济向好机会。短期看，偏向升值的可能性较大，人民币在经历了一轮升值后或回归双向波动态势，但仍需等待国内经济数据的进一步验证，同时也需要观察美国经济数据和美联储货币政策取向的变动。长期看，随着国内经济企稳回升，直接投资和证券投资或有所修复，叠加强美元带来的外部压力趋缓以及央行延续灵活运用外汇市场管控工具，人民币币值有望企稳回升。

3 大类资产配置策略

资产类别	中期
A 股	美债顶和汇率底逻辑逐步兑现，往后看，国内政策“稳增长”信号明确，尤其房地产“三大工程”新举措，经济企稳复苏趋势不变，叠加产业方向催化，市场或将延续震荡修复的格局。
港股	国内经济温和修复，美债利率见顶回落，中美关系阶段性缓和，整体有利于港股风险偏好的提升，当前具备一定配置价值。
国债	短期由于资金面偏紧和政策预期的压力，或窄幅震荡；中长期，由于经济基本面和融资需求对债市的支撑仍强、收益率中枢或随着存贷款利率水平的下行而总体大概率向下。长短端相比，考虑 10 年期-1 年期期限利差位于历史偏低位置，短端配置性价比相对更高。
美股	今年美国财政持续发力，使经济和股市表现超预期。短期盈利支撑下预计美股仍有支撑，中期仍需关注财政退潮、经济疲态显现带来的阶段性调整压力。
美债	中长期维度，当前的 10 年期美债具备较好的配置价值，但短期收益率经历快速下行后，需看到更加持续的经济数据回落及就业及通胀数据配合，收益率才有回至 4%以下的可能。
黄金	短期维度，美债利率快速下行及避险情绪充分定价后，金价预计偏高位震荡；但中期维度随着美债实际利率的下移，贵金属的配置价值或将持续提升。

风险提示：上述观点、看法和思路根据截至当前情况判断做出，今后可能发生改变。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。

招商基金 CHINA MERCHANTS FUND
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。