



# 招商基金投资策略报告

## 2024 年度



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>19</b>

# 1 宏观经济环境

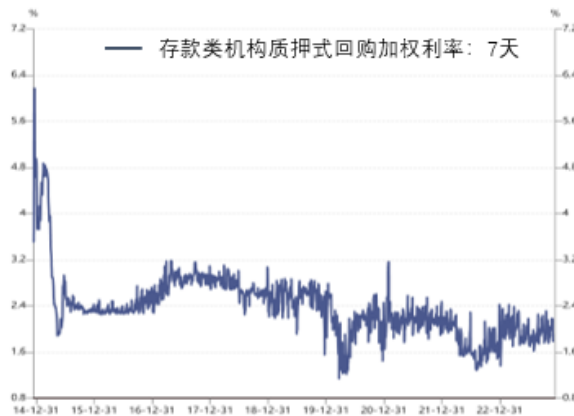
## 1.1 国内市场

**国内：2023 年经济年内波动较大，整体较为弱势，2024 年有望企稳回升。**2023 年制造业 PMI 走势呈现较剧烈的震荡，最新 11 月录得数据 49.4%，在枯荣线以下。投资数据方面，2023 年全年均较弱，大致呈现持续下滑的态势。2023 年社会消费品零售总额数据同样震荡较大，但最新 11 月份数据超预期，录得 10.1%，连续四个月上扬。出口数据在连续半年负增长的情况下，最新 11 月份增速转正，录得数据 1.69%。2024 年，中央经济工作重点确立“先立后破”，房地产行业债务问题逐步得到化解，国内经济或将有企稳回升。

图：2023 年 PMI 震荡较大



图：DR007 全年维持在正常区间内



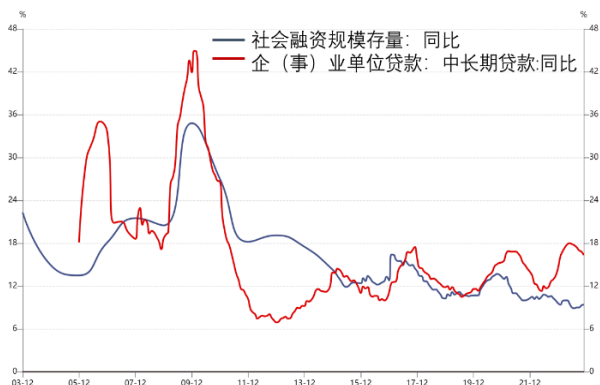
数据来源：Wind、招商基金，数据截至 2023 年 12 月 14 日。

DR007（存款类金融机构间的 7 天债券回购利率）全年维持在正常区间内。2024 年流动性或依然将保持合理充裕，为基建投资、信心和需求复苏、政府债发行等提供资金来源。

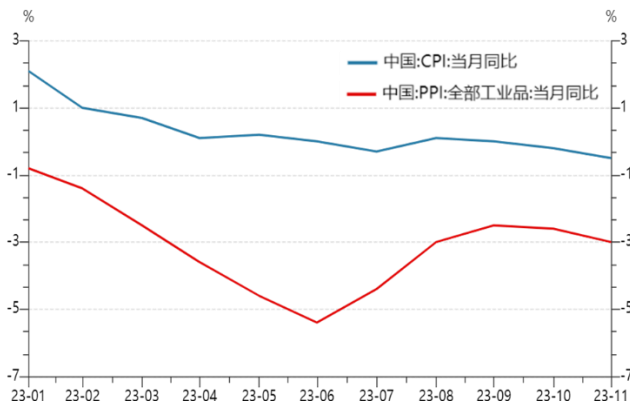
从投向实体经济的流动性角度看，代表性指标社融存量 2023 年全年呈现震荡走弱态势，但四季度有企稳回升迹象，最新 11 月份数据录得 9.4%，连续三个月增速上扬。社融两年 CAGR（复合年均增长率）大致横盘窄幅震荡，企业中长期贷款全年呈现倒“U”型。

通胀方面，2023 年 PPI、CPI 均呈现震荡下行态势。我们判断 2024 年随着下游需求恢复，供需格局有望改善，2024 年通胀可能会迎来温和回升。

图：社融存量四季度有企稳回升迹象



图：2023 年 PPI、CPI 数据均呈现震荡下行态势



数据来源：国家统计局、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：增长与紧缩预期来回波动，美股市场震荡上涨。**（1）美联储 12 月议息会议维持利率不变，基本确认美债利率达峰。会议中，FOMC（联邦公开市场委员会）全体官员一致投票保持联邦基金利率目标区间在 5.25%-5.5%，符合市场主流预期。回顾 2023 年，美联储一共加息四次，2 月、3 月、5 月、7 月分别加息 25bp；（2）美国 11 月核心 CPI 环比符合预期。具体来看，美国 11 月核心 CPI 同比增长 4.0%，预期 4.0%，前值 4.0%。核心 CPI 环比（季调）增长 0.3%，预期 0.3%，前值 0.2%。环比分项来看，房租和超级核心通胀（剔除房租但包含酒店住宿）涨幅再度回升，带动核心服务通胀回升；但核心商品仍延续通缩，环比跌幅扩大，对冲了核心服务上涨对核心 CPI 的影响，使核心 CPI 环比仍与前期持平；（3）美债利率由实际利率和通胀预期共同驱动，短期快速下行；短期趋稳后，后续长期下行趋势或仍将延续。市场普遍认为美国经济仍具韧性，在美债利率边际下行的预期下，美股明显反弹。**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。**

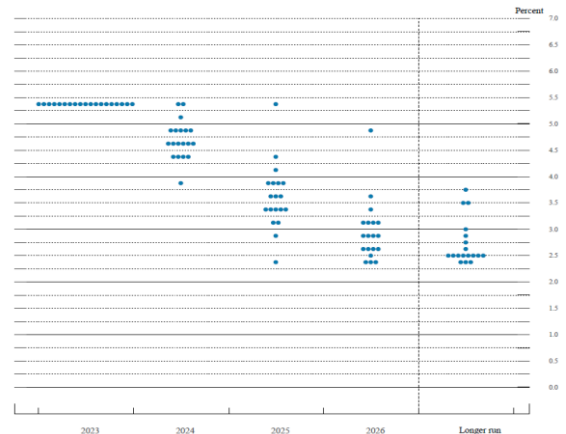
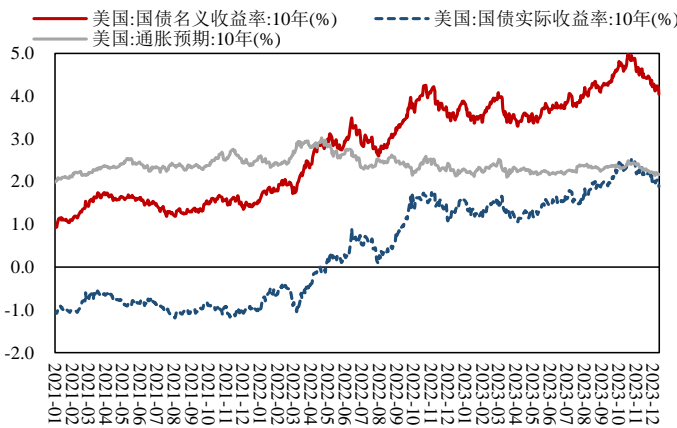
**展望：得益于盈利压力先行释放带来的支撑，美股或先抑后扬。**（1）美国 11 月非农就业超预期，其中汽车工人罢工结束，对 11 月新增非农就业的贡献约为 3 至 4 万人。往后看，劳动力市场仍将维持降温趋势，2024 年新增非农就业存在转负的可能；（2）美国三季度 GDP 季调后环比折年率修正值为 5.2%（初值 4.9%），高于市场预期的 5.0%和二季度的 2.1%，剔除进出口、库存变动和政府开支后的“核心 GDP”再度走高，显示美国经济整体仍保持较强韧性。往后看，消费和投资的负面因素均有所增加，带动消费和整体经济下滑，但在私人部门资产负债表仍保持健康、劳动力市场仍维持强劲的背景下，经济短期仍不至于出现失速；（3）货币政策紧缩预期和经济软着陆预期是 2023 年全球资产价格的两大交易主线，但衰退预期根源于紧缩预期，最终根源于通胀走势。超级核心通胀的回落，仍需劳动力市场的进一步降温。截至 2023 年

三季度，ECI（Employment Cost Index，雇佣成本指数）同比增速为 4.4%，仍高于 3.5%-4.0%的可持续区间。职位空缺率领先 ECI 约两个季度，劳动力市场的降温或将带动工资增速继续回落。从劳动力市场到工资增速再到超级核心通胀的这个传导链条，也是美联储多次强调，通胀的回落需要劳动力市场继续降温的原因；

（4）最新的点阵图显示，过半官员预计明年至少降息三次，近三成官员预计至少降四次。**整体来看，美股节奏上或先抑后扬，需要等待美债利率的“拐点”。前期的压力来自上半年盈利趋弱和高利率及流动性收紧压力，待美债利率下行和降息预期明确后，市场或将再度反弹。**

图：10 年期美债利率边际回落

图：美联储最新点阵图预计 2024 年至少降息三次



数据来源：Bloomberg、CME、招商基金，数据截至 2023 年 12 月 14 日。

### 1.2.2 其他国家与地区

**欧洲：欧央行加息周期基本结束，但面临增长下行风险。**（1）欧元区 11 月制造业和服务业 PMI 小幅回暖。11 月 23 日，标普全球公布数据显示，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；（2）欧元区 11 月通胀率下降至 2.4%，幅度远超预期，是自 2021 年 7 月以来最慢的同比增长率，加快了投资者对于降息的预期；（3）截至 12 月 14 日，2023 年欧元区 STOXX50 指数上涨 19.65%，欧洲 STOXX600 指数上涨 12.16%，法国 CAC40 指数上涨 17.02%，德国 DAX 指数上涨 20.32%，英国富时 100 指数上涨 2.65%。

展望 2024 年，欧央行和市场预计欧元区能够实现软着陆，实际 GDP 增速在 2024 年下半年反弹至潜在增速。但欧元区就业市场降温、外需低迷、货币和财政紧缩、俄乌冲突余波拖累欧元区增长，2024 年经济下行风险或超过市场预期。此外，欧元区财政明显紧缩，欧央行 2024 年年中或开启降息周期。整体上，浅衰退叠加通胀降温，欧股盈利或遭受拖累，可选消费利润率边际承压，股票市场或面临调整压力。

**日本：风险偏好抬升，但后续政策转向或压制估值。**10 月底，日本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 YCC（收益率曲线控制）政策、上调通胀预期。具体来看：（1）日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 年、



2024 年、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，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。

截至 12 月 14 日，日经 225 指数收于 32686.25 点，2023 年内上涨 25.26%。展望 2024 年，日股或将受益于全球半导体、新能源产能转移带来的投资机遇，但日央行货币政策若转向或对估值带来不利影响。

## 2 大类资产观点

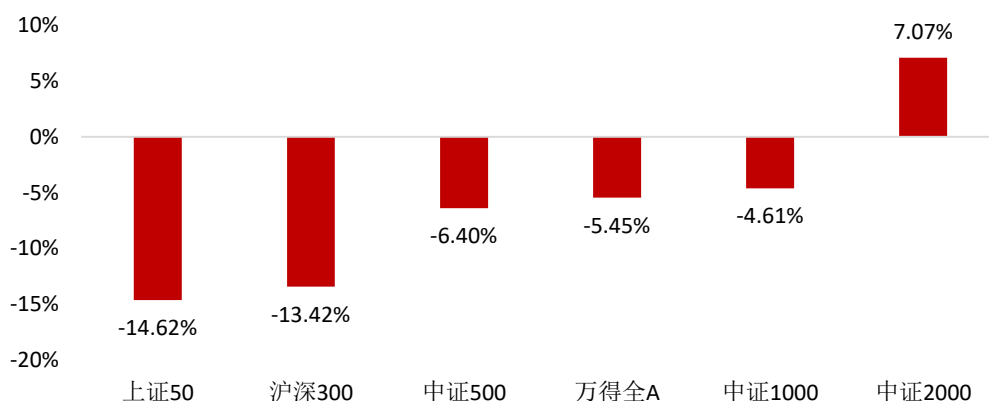
### 2.1 A 股

#### 2.1.1 回顾展望

**A 股回顾：复苏不及预期，指数震荡走弱。**2023 年 A 股震荡走弱，下半年以来波动扩大。分阶段来看：（1）年初，防疫政策优化和地产政策出台使经济快速修复成为市场共识，加之 2 月经济数据普遍好于预期、人工智能技术革新催化，A 股出现小波反弹；（2）3 月以后，广义财政赤字同比回落，消费、投资等经济数据不及市场预期，强复苏预期走弱，市场横盘震荡；（3）8 月至今，增长和政策预期担忧持续升温，尽管 7 月下旬政治局会议后政策密集出台，但 A 股仍震荡回落；（4）10 月下旬以来，随着财政部宣布增发万亿国债，叠加中美关系预期缓和，A 股一度边际反弹，但后续经济基本面偏弱令市场再度承压。

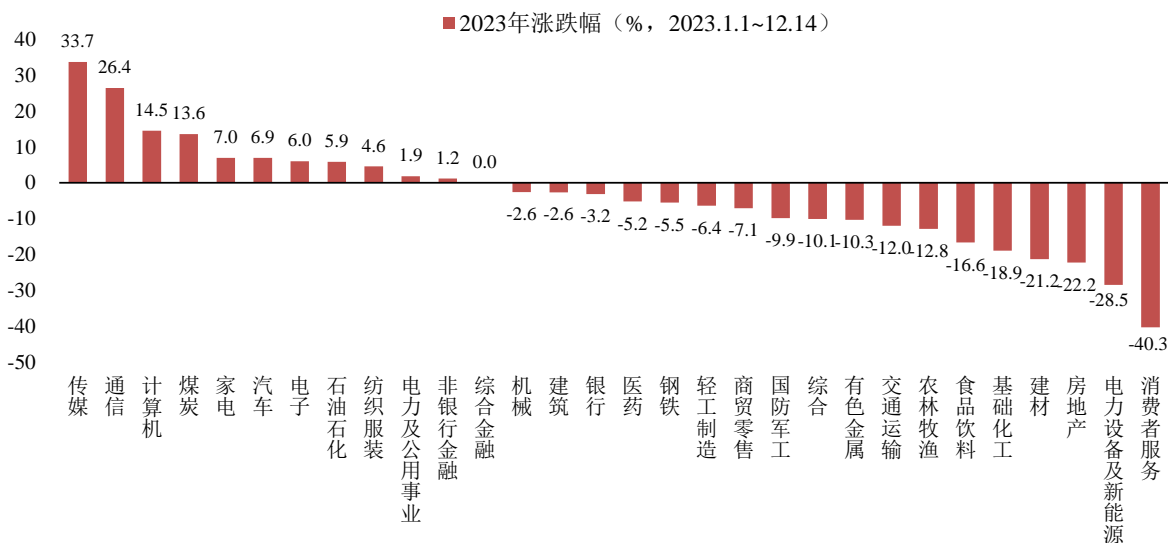
2023 年主要宽基指数下跌，其中中小盘风格相对占优。截至 12 月 14 日，2023 年万得全 A 下跌 5.45%，**中证 2000 上涨 7.07%**、中证 1000 下跌-4.61%、中证 500 下跌 6.40%、沪深 300 下跌 13.42%、上证 50 下跌 14.62%。行业层面跌多涨少，消费、地产链、新能源相对疲弱，TMT 表现占优。具体看，传媒、通信、计算机、煤炭等涨幅居前，而消费者服务、电力设备及新能源、房地产、建材等行业调整显著。

图：2023 年主要股指涨跌幅（%）



数据来源：Wind、招商基金，数据截至 2023 年 12 月 14 日。

图：2023 年 A 股行业涨跌幅（%）



数据来源：Wind、招商基金，数据截至 2023 年 12 月 14 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：指数或继续横盘震荡。**盈利角度上，PMI 与工业企业库存走弱，CPI 与 PPI 同比也有所回落，表明当前需求恢复仍需进一步巩固，及实际利率水平处于偏高的状态。12 月中央经济工作会议表态“以进促稳、先立后破”，并指出“积极的财政政策要适度加力、提质增效，稳健的货币政策要灵活适度、精准有效”。美国联邦基金期货显示市场押注美联储在 2024 年 3 月开启降息，该乐观预期也意味着短期利率向下空间正在收窄。市场需要新的边际，但在国内需求尚待恢复、财政货币政策两个“适度”与海外利率震荡的环境下，关注高分红类股票的投资机会。

## 2.1.2 投资策略

### （一）股市分析：

#### 1、政策面：迈向高质量发展加速期与改革大年

12 月中央经济工作总体定调更加积极：一是“以进促稳，先立后破”的增量表述，核心旨在应对地产、债务等风险问题的战略。未来将适度改善经济以缓解内部压力，对地产、债务风险“破”的节奏要有控制。后续风险兜底型政策会更加积极；二是高质量发展的强调，意味着 2024 年高质量发展相关产业政策力度会更大。会议明确提出必须把推进中国式现代化作为最大的政治；三是宏观政策协同性和前瞻性改善。一方面，会议要求非经济政策纳入宏观政策取向一致性评估。另一方面，政策发力前置、布局前瞻，意味着政策环境会保持当前热度，甚至略有升温。

**货币政策：发挥总量和结构双重功能，重在降低社会综合融资成本。**中央经济工作会议对货币政策延续了之前的定调，即“灵活适度、精准有效，保持流动性合理充裕”；同时延续了中央金融工作会议“发挥好货币政策工具总量和结构双重功能”的提法；新增“促进社会综合融资成本稳中有降”，当前由于 CPI 和 PPI 同比均处较低水平，导致实际利率偏高，2024 年存贷款利率成本有望在 2023 年的基础上进一步调降，

以降低全社会融资成本。

**财政政策：要“适度加力”，同时强调“优化支出结构”，2024年财政政策或将向现代化产业体系、三农、城乡融合、绿色低碳、民生等领域倾斜。**中央经济工作会议延续了12月政治局会议对财政提出的“适度加力”的要求，2024年赤字率在3.5%以上支撑经济增长的效能或较高，不排除进一步增发国债的可能性；同时会议新增“优化支出结构”，强调“强化国家重大战略任务财力保障”，结合2024年九项重点工作，财政将优先支持现代化产业体系、三农、城乡融合、绿色低碳、民生等领域。

## **2、基本面：内生动能仍然较弱，筑牢复苏基础仍需政策支持**

**2023年11月制造业PMI较上月回落0.1个百分点至49.4%：**（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，大型企业相对韧性，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提示重要积极信号。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，增量政策需关注后续中央经济工作会议表态。**

**11月通胀有所回落。**11月CPI同比增速较10月回落至-0.5%，环比亦回落至-0.5%。猪肉及国内能源价格的同比回落为主要拖累，核心通胀同比较10月持平于0.6%，环比较上月的0%回落至-0.3%。PPI同比较10月的-2.6%回落至-3%，环比转负至-0.3%，煤炭开采、黑色冶炼对PPI的拖累加剧。

**11月新增社融同比延续多增，财政发力仍是核心原因。**11月新增社融为2.45万亿元，同比多增4556亿元其中，政府债券净融资1.15万亿元，同比多增4992亿元，仍是核心支撑；对实体经济发放的人民币贷款增加1.11万亿元，同比少增447亿元。存量数据显示，11月末社会融资规模存量同比增长9.4%，较10月高出0.1个百分点。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有待修复。但与此同时，**M1增速下滑、“M2与M1”剪刀差走阔，背后仍与私人部门储蓄“定期化”有关。展望未来，我们认为“财政式稳信用”或将延续，私人部门的全面加杠杆仍需等待，后续关注相关政策的进一步推进。**

**展望2024年，GDP增速或在4.8%左右，节奏前高后低，依然处在结构转型压力期。**（1）经济增长或在2024年逐渐完成下台阶，全年GDP增长4.8%左右。2024年实际动力前高后低，三年平均增速4.3%，略高于2023年（4.1%），经济延续弱修复，回升的弹性有限；（2）从需求分项来看，消费增速由于基数原因较2023年回落；投资方面，房地产投资跌幅收窄，基建、制造业保持基本稳定；出口有小幅改善。整体而言，三大需求亮点有限，出口和制造业投资相对较好。

**2024年宏观风险因素：地缘冲突、居民储蓄持续高增、部分行业产能过剩。**（1）2024年国际政治大年背景下谨防地缘冲突加剧。当前巴以、俄乌冲突仍在延续，2024年多地大选，地缘政治不确定性因素累积，



对市场风险偏好的扰动或会较大；（2）居民净储蓄持续高增，存款定期化的倾向严重。在资产收益率普遍较低背景下，我国居民净储蓄高增的状况仍未有明显缓解，与 90 年代日本的情况相似（当时日本居民净储蓄高增长达 15 年），一方面净储蓄持续高增不利于有效需求释放，另一方面，财富业务也受到一定影响，需对当前居民投资和理财需求和风险容忍度重新审视；（3）部分行业过剩产能难以消化（中游和下游行业为主，如新能源、化工等），企业盈利受压制、库存难以充分去化。由于需求不足，许多行业产能过剩，后续弱复苏背景下过剩产能和累计库存难以快速消化，进而持续压制企业盈利，使企业难以进入主动补库的过程。

### 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 2.4%，两非央企增速领先，中证 500/沪深 300 单季增长由负转正，中证 1000 负增长幅度收敛，双创板块仍有压力；（2）周期业绩边际改善，消费业绩稳中微升，科技业绩结构分化；（3）行业层面，石化业绩由负转正，公用事业及交通运输业绩呈高增长；食品饮料及美妆业绩明显提升，医药和轻工制造负增幅度收窄；科技中，电子单季度业绩增长转正，传媒业绩呈高增长，汽车业绩稳健，电池及新能源负增长压力扩大；（4）2024 年盈利预测：伴随经济总体稳步恢复，盈利预期有望迎来边际改善，全 A 和全 A 非金融净利润增速或有望回升。

#### （二）A 股投资策略：

**1、方向与区间：指数高度有限，短期横盘震荡。** 增长预期相对偏弱，指数运行的力度和节奏取决于估值和风险溢价的判断，作投资决策时应尽量避免短期逻辑的影响。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，市场目前仍需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），当前进入关键节点的观察期。

**2、风格判断：题材优于指数。**（1）目前小盘股集中的多数板块已轮动上涨，小盘指数估值也已处在偏高水平；（2）大盘-小盘成交分化逼近极致，沪深 300 成交占比低于 20%，是 2014 年以来最低；国证 2000 成交占比 35%，仅次于 2015 年牛市时期。A 股小盘股交易优势的下降与成交的极致偏离表明筹码结构正在向市场中风险偏好最高的投资者集中。而在政策预期难以上修、经济行业总体淡季下，小盘股交易结构将变得不稳定。

**3、行业配置：兼顾安全边际与产业催化。**（1）红利高股息：利率水平下降，具有低估值、高股息类股票的相对优势仍显著，可适当关注电力设备、高速公路、运营商、石油石化等板块；（2）大众品：估值处于近十年较低水平且受益于中低收入群体收入改善及平价消费趋势，食品、乳制品、零食等板块值得跟踪；（3）中期相对看好受益于全球金融条件改善和行业周期回升的电子和医药板块。

图：主要 A 股指数估值水平

主要指数	2023/12/14	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	16.55	34.50	11.55	17.82	31.70%
	Wind全A(剔除金融、石油石化)	26.82	73.88	18.18	28.76	35.70%
	上证50	8.95	22.89	6.97	10.08	14.90%
	沪深300	10.61	27.35	8.03	12.29	17.50%
	中证500	22.11	89.51	16.24	29.04	13.70%
	中证1000	35.83	144.82	19.36	39.68	30.40%
	中小100	19.07	64.61	18.38	30.85	0.70%
	创业板指	27.43	135.13	27.43	51.75	0.10%
	中小综指	35.17	96.75	23.18	41.27	22.60%
	创业板综	46.56	174.93	28.88	61.29	19.90%
海内外相对估值PE(TIM)	中证红利指数	5.81	20.46	5.24	8.21	7.20%
	恒生AH股溢价指数	6.63	22.68	6.25	9.32	0.70%
	上证沪港通AH溢价指数	6.90	10.27	3.08	6.82	50.30%
相对估值PE(TIM)	上证指数/标普500	0.50	1.56	0.36	0.62	10.90%
	创业板指/沪深300	2.59	8.11	2.49	4.08	2.00%
相对估值PB(LF)	创业板综/沪深300	4.39	14.08	2.83	5.08	39.50%
	创业板指/沪深300	0.59	6.06	0.59	3.37	0.20%
	创业板综/沪深300	4.39	5.30	1.38	2.93	96.10%

数据来源：Wind，招商基金，数据截至 2023 年 12 月 14 日。过往情况不代表未来表现。

## 2.2 债券

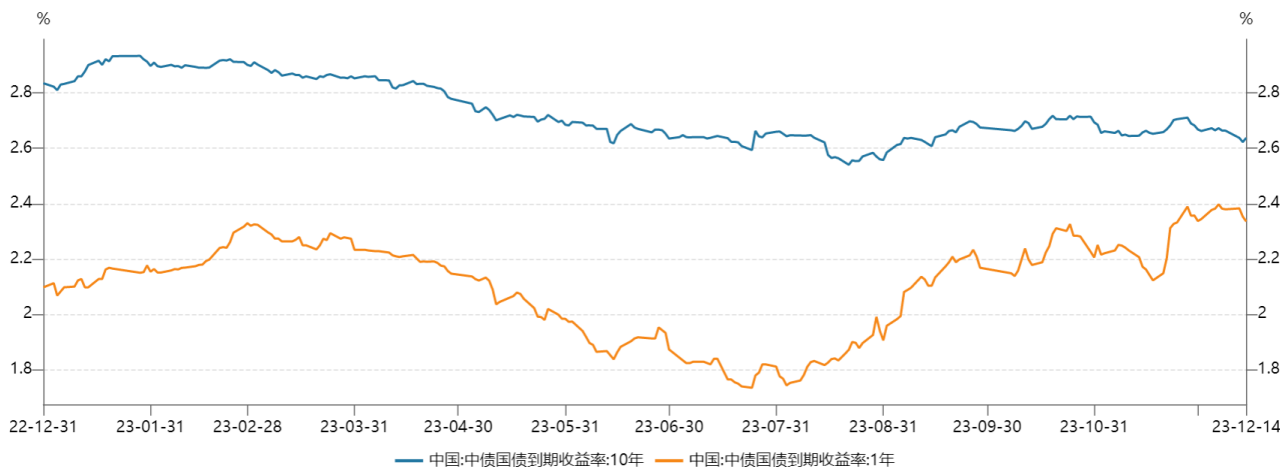
### 2.2.1 债券市场回顾展望

**债券市场整体回顾：2023 年债券市场整体为先走强后窄幅震荡。**以 10 年国债收益率来看，全年约在 2.55%-2.95%区间，波动区间不足 40bp。其中长期信用债品种表现亮眼，尤其是长久期银行资本债券、超长期信用债、产业永续债等。

一季度，在疫后复苏的预期中，各项宏观数据也有较好的改善，债市收益率在 2022 年四季度调整后的高位继续盘整，信用债配置价值凸显，配置型资金开始增配，3 月后地产销售显现颓势，政府工作报告显示全年无强刺激，叠加央行 3 月降准，债市行情走强。二季度，各项宏观数据相继转弱，央行在 6 月降息并推动银行降低存款利率，债市行情延续。三季度，7 月政治局会议召开，提到“适时调整优化房地产政策”，8 月中旬，央行年内第二次降息，10 年国债收益率下行至年内低点（约 2.55%附近），8 月下旬开始，多项房地产政策陆续发布，包括“认房不用认贷”、降低首套二套首付比例、降低存量首套住房贷款利率等，债市收益率转而上行、债市有所震荡。四季度，财政发力和资金面转紧成为新的债市利空因素，财政政策主要是特殊再融资债发行和调升年内赤字率，资金面转紧带动短端品种收益率快速抬升，10 年国债在

2.63%-2.7%区间震荡。

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 12 月 14 日。

### 债券市场展望：

总体来看，2024 年债市收益率中枢或仍将下行，但期间存在波动。从宏观基本面看，2024 年 GDP 增速有望在政策进一步发力支持下，实现 4.8%左右的增速，与 2023 年 GDP 增速相差不多。由于物价数据持续走弱、实际利率上行，货币政策或将有较大作为，2024 年可能将继续降低名义利率以刺激需求，同时也将进一步压低广谱利率中枢水平，利好债市。

财政政策发力和货币政策配合的节奏可能会对 2024 年债市运行有较大影响，尤其在一季度，如果财政发力幅度较大，且有一定基本面回升配合，而货币政策仍维持短端的紧平衡，则债市短期或将面临一定波折，而若收益率有一定程度的上行就提供了较好的配置机会。

#### (1) 经济基本面方面

**经济形势：**2023 年是中国疫后转入正常化的第一年，经济持续恢复，前三季度 GDP 累计同比增长 5.2%，较上年同期回升 2.2 个百分点，但从两年平均增速看，目前 GDP 增速水平尚未回到经济潜在增速水平，仍有较大修复空间。2023 年中国经济内需呈现结构性复苏，外需结构进一步优化。内需方面，服务业供需两旺，消费和服务业成为拉动经济增长的重要支撑。新产业新动能领域继续加快成长，新能源、信息技术、汽车等领域生产投资较快增长。制造业投资和基建投资都维持了偏强的表现。但地产上下游产业依旧疲弱，虽然逐步优化地产调控政策，但地产销售、新开工面积等数据仍然不温不火。外需尤其是出口逐步向好，出口产品结构持续升级，技术密集型产品占比显著上升，“新三样”<sup>\*</sup>成为亮点。

中性情况，2024 年经济增速或会略弱于 2023 年，财政充分发力的情况下，2024 年 GDP 增速有望实现 4.8%。一方面，目前经济增速和物价数据走势说明经济增速低于潜在经济增速，未来自然趋势会向潜在增速回归；另一方面，政府对经济增长的诉求会加大政策对经济的刺激。

注：“新三样”产品指电动载人汽车、锂离子蓄电池、太阳能电池。

**消费：**2024 年伴随居民边际消费倾向继续攀升，消费增速有望继续回升。

**投资：**房地产投资或继续下滑，虽然地产政策转向积极，但实际效果仍有待观察，2023 年偏低的拿地

和新开工数据，意味着 2024 年施工面积或将进一步下行；基建投资有望在中央加杠杆的支持下保持相对的高增速，2023 年四季度增发的国债，有望在 2024 年形成实物工作量并拉动基建增速。制造业投资方面，出口的改善预期和库存周期转入补库存，有望对制造业投资形成支撑。若国际关系不出现重大变化，出口情况或进一步改善，首先，美国大概率会软着陆和浅衰退，但整体库存水平偏低有望转入补库存周期，尤其是消费电子、家具建材、纺织服装、食品农产品等行业，对中国出口形成提振；其次，2023 年出口同比增速较低，形成基数效应。

## （2）政策方面

2024 年对经济增长或有一定诉求，且政策工具箱足够灵活。广义财政的空间较 2023 年或更大，主要增量在中央加杠杆，如果经济增长压力仍大，则大概率会在年中进行调整。货币政策则仍有宽松空间，由于物价数据持续走低，中国经济实体面临的实际利率已处于历史偏高水平，不利于投资需求的修复，2024 年或仍有降准降息的操作，并牵引广谱利率下行。

根据中央经济工作会议，财政和货币政策表述如下：积极的财政政策要适度加力、提质增效。要用好财政政策空间，提高资金效益和政策效果。优化财政支出结构，强化国家重大战略任务财力保障。合理扩大地方政府专项债券用作资本金范围。落实好结构性减税降费政策，重点支持科技创新和制造业发展。稳健的货币政策要灵活适度、精准有效。保持流动性合理充裕，社会融资规模、货币供应量同经济增长和价格水平预期目标相匹配。发挥好货币政策工具总量和结构双重功能，盘活存量、提升效能，引导金融机构加大对科技创新、绿色转型、普惠小微、数字经济等方面的支持力度。促进社会综合融资成本稳中有降。保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。

## 2.2.2 债券市场投资策略

### 1、利率债投资策略

整体以票息策略为主，久期策略为辅。交易节奏的核心是 2024 年经济增长有诉求、货币和财政发力有时间差，所以债市的交易主要看政策节奏，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。

- （1）票息策略，经历 2023 年四季度调整后，部分短端品种收益率较可观，信用利差具有一定吸引力；
- （2）久期策略，货币宽松牵引利率下行至新低水平时应谨慎，财政政策拉动收益率上行后可积极；
- （3）杠杆策略，2024 年资金利率或降有所回落，杠杆水平可在中等以上。

### 2、信用债投资策略

**城投债方面：**2023 年，虽然基本面弱复苏下城投债务压力仍在，但政策面对其形成一定支撑。上半年，市场先从 2022 年底的资管产品“赎回潮”影响中逐渐修复，后在“钱多”与城投债供给仍受限的背景下，重演“资产荒”行情，城投利差压缩。受部分区域舆情扰动影响，临近年中城投利差有所上行。下半年，7 月中央政治局会议提出“一揽子化债方案”后，特殊再融资债券与金融支持化债等利好政策接连落地，偏尾部区域债务风险明显缓释，城投债安全边际提升，市场对部分偏尾部区域短端品种较为追捧，多省份利差突破去年“资产荒”期间最低点。

展望 2024 年，化债政策延续下，城投债仍将是机构配置的核心板块。但现阶段地方面临财政紧平衡、



债务付息压力依然较大，需关注金融支持化债政策落地情况并警惕政策推进速度或力度不达预期所带来的估值调整风险。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，但考虑到短端品种收益率已压缩至低位，关注强区域好资质城投中的择优配置机会。

**地产债方面：**2023 年年初以来首次违约或展期房企数量有所下降，但出险房企级别有所扩大。房地产市场多项利好政策密集出台，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，尤其是刚需释放不足。11 月三部门（中国人民银行、国家金融监管总局、中国证监会）联合召开金融机构座谈会，商谈 50 家房企白名单并提出“三个不低于”政策，若后续政策落地，房企流动性压力将有所缓解，或成为此轮房地产风险从爆发到稳定的拐点。从利差表现看，一季度地产债板块行情快速修复，央国企地产债信用利差收窄尤为显著，二季度以来受部分房企信用舆情影响，各企业性质地产债信用利差均出现小幅走阔。

展望 2024 年，考虑到今年 11 月 30 城商品房成交面积累计同比-17%，较 2019、2021 年累计同比-46%、-38%，较 10 月份表现继续走弱，反映出商品房销售不畅下库存有所积压，未来仍面临一定去化压力，房地产市场基本面明年亦难有明显好转。从信用利差角度来看，除 1 年期品种外，当前地产债信用利差处于历史较高水平，配置价值有所显现。标的方面，一、二梯队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，若遇个别房企出现风险事件而带来央国企的利差走阔，则可逢高配置。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。

**煤炭债方面：**2023 年年初煤价呈现先抑后扬走势，较 2021-2022 年行业景气度有所下行，煤炭行业利润仍处于较高水平。上半年煤炭行业在高供给与弱需求下的市场格局下，煤价出现大幅下跌，下半年煤价触底反弹，焦煤价格上涨幅度尤为明显。年初以来煤炭行业毛利率持续下行，但整体行业利率总额仍处于较高水平。从利差表现来看，历经 2022 年四季度理财赎回潮带来的估值调整后，2023 年初以来煤炭行业收益率大幅下行，三季度以来债市出现一定调整，煤炭债各品种收益率开始上行。

展望 2024 年，行业供给扰动及季节性需求驱动的阶段性的反弹仍存，考虑到目前煤价目前仍处相对高位，短期内煤炭债利差大幅走阔概率较低。当前煤炭债短端品种收益率处于历史较低水平，配置性价比较低，可适度拉长久期到 1-2 年期，其中 2 年期-1 年期隐含评级 AA 品种期限利差较为充裕，可考虑对流动性较好的隐含评级 AA 煤企采取骑乘策略，配置 2 年期品种持有 1 年后卖出争取获得资本利得的超额收益。

**钢铁债方面：**2023 年钢铁行业毛利率有所修复，但行业景气度仍处于较低水平。自 2021 年地产行业景气度下行以来，钢铁行业受下游地产链拖累影响较大，2023 年螺纹钢价格平稳运行，钢铁行业毛利率出现回升，但行业景气度仍处于偏低区间，2023 年 3 季度多数钢铁企业面临营收与利润同比大幅下降的问题。从利差表现来看，年初各品种钢铁债分化显著，下半年受益于行业基本面边际修复以及“资产荒”行情演绎，低等级品种信用利差快速收窄。

展望 2024 年，考虑到钢铁“平控”预期仍存，钢铁产量或保持平稳，但需注意若地产施工仍处于低迷



状态且海外需求不及预期，钢铁或面临减产风险。当前钢铁债相较于煤炭债的品种溢价为 5-10bp 左右，行业景气度水平弱于煤炭，整体配置性价比偏低，可关注央国企整合带来的 1 年期以内品种机会。

**银行资本工具方面：**2023 年，从利差表现来看，年初随着理财赎回潮逐渐缓解，机构配置下银行二永债收益率快速下行。三季度受债市出现一定调整影响，流动性较好的银行二永债收益率跟随上行，整体中长端品种表现优于短端、中低等级品种优于高等级。从成交表现来看，银行二永债流动性中枢持续抬升，交易属性更加凸显。银行二永债作为流动性较好的品种，往往是机构率先抛售获取流动性的对象，因而其收益率调整幅度较大，近年来波动率有所上升。与此同时，银行二永债成交换手率中枢有所提升。

展望 2024 年，从需求端来看，考虑到资本新规对大部分银行有一定的资本节约效应，且保险机构在资产欠配下仍有较高配置需求，对银行二永债需求端的冲击整体可控。从供给端来看，在 TLAC 监管\*要求下，银行二永债供给或将放量，但考虑到 2024 年非金融信用债供给或将明显减少。若 2024 年 TLAC 开始发行，考虑其偿付顺序优于二永债，票面利率或相对较低，银行二永债的配置价值或将凸显。标的方面，对于经济发达区域的城农商行二永债，可考虑在充分调研后适当博取次级条款的品种溢价带来的超额收益。

\*注：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

**可转债回顾：**回顾 2023 年全年，转债市场在股票市场整体相对弱势的情况下走出上涨-横盘-再下跌的走势。截至 12 月 14 日，2023 年万得全 A 指数下跌 5.45%，中证转债指数下跌 0.96%，全市场偏股型、平衡型和偏债型转股溢价率均值分别为 4.10%、17.96%、60.49%，较年初分别下降 2.68、上升 1.94 和 4.69 个百分点。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 41.07% 水平。具体可以分为三个阶段：

（1）**1 月全月**，在 2022 年末防疫政策迎来积极转向，市场上修全年经济预期，外资持续流入，驱动股市和转债市场大幅上涨；

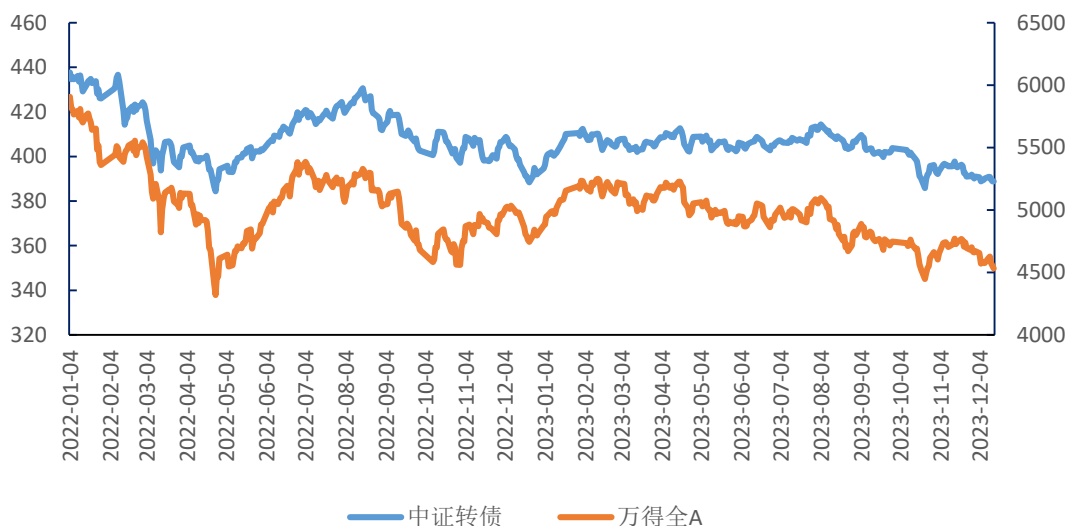
（2）**2 月初到 7 月末**，股市整体维持弱势震荡，以结构性行情为主。“中特估”和数字经济相关标的在此阶段迎来显著上涨；

（3）**8 月初至今**，考虑到部分经济数据不及预期，美联储持续加息，巴以冲突爆发，市场风险偏好下降，转债市场在权益市场的带动下持续下跌。虽然 10 月底在特别国债发行、海外流动性改善的背景下权益市场迎来阶段性反弹，但后续在市场在偏悲观情绪主导下又有所回落。

**可转债展望：**展望 2024 年，全年权益市场或整体保持震荡走势。**正股层面**，基本面方面，在库存周期见底后，明年经济有望触底回升，工业增加值、固定资产投资及进出口数据持续改善。通胀方面，考虑到今年年初低基数，在猪价拖累缓和及国内消费内生修复的背景下，CPI 预期触底回升。政策方面，中央经济工作会议对 2024 年全年的经济工作进行部署，提出“以进促稳、先立后破”，在财政上适度发力，用好财

政政策空间，继续扩大内需，形成消费和投资相互促进的良性循环，整体保持积极定调。海外方面，美联储明年预计降息 3-4 次，中美有望迎来流动性共振，市场风险偏好有望提升。综合来看，明年股市有望迎来企业盈利和估值双升。**转债估值层面**，考虑到明年股市信心修复、纯债机会成本较低及流动性预计保持相对宽松，转股溢价率有望小幅上行。目前来看偏股型转债估值性价比较高，若权益市场有显著修复，偏股转债估值有望迎来快速拉升。结构上重点关注 TMT、军工和券商板块优质转债机会。

图：可转债市场表现



数据来源：Wind、招商基金，数据截至 2023 年 12 月 14 日。

## 2.3 港股

### 2.3.1 回顾展望

**港股回顾：**截至 12 月 14 日，港股市场今年以来整体呈震荡态势，期间恒生指数、恒生中国企业指数和恒生科技指数分别下跌 17.08%、16.87%和 10.42%。行业方面，电讯业和能源业表现较好，涨幅分别为 14.89%、11.22%，地产建筑业、必需性消费和医疗保健业跌幅最大，分别为-34.30%、-28.96%和-27.68%。

今年以来，港股受国内经济弱复苏、美联储持续加息、地缘政治摩擦加剧的影响，表现弱于 A 股及美股，在年初反弹后再次出现持续性调整。12 月政治局会议和中央经济工作会议传递出更多积极的信号。一方面，政治局会议提到“以进促稳、先立后破”，强调“明年要坚持稳中求进、以进促稳”，展示出希望更积极引导预期的意味；另一方面，中央经济工作会议提到“拓展中间品贸易、服务贸易、数字贸易、跨境电商出口”，扩大高水平对外开放将是明年经济工作的一大重点。整体看，政策稳增长的需求较强，明年经济有望稳中有升。

**港股展望：**展望 2024 年，我们认为，随着年底政治局会议和中央经济工作会议的定调，经济复苏的预期或将再起。此外，2024 年美联储有望逐渐从加息转向降息，对港股市场流动性的冲击或将有所缓解。目前看，积极的迹象逐渐显现：（1）12 月 FOMC 会议声明维持利率不变，且基本确认利率达峰；（2）从近

期公布的新增就业和通胀数据情况看，美国劳动力市场有降温迹象，通胀进一步缓和；（3）国内多项经济指标持续修复。

主要的风险点在于：（1）美联储加息节奏超预期；（2）地域政治摩擦超预期；（3）国内“稳增长”政策不及预期；（4）产业监管政策超预期；（5）人民币汇率波动。

### 2.3.2 投资策略

港股市场后续整体或仍偏震荡，考虑重点关注以下板块：

**（1）医药板块。**三季度医药行业在基本面已基本反应了强监管下的悲观预期，叠加海外流动性预期放松，医药板块或迎来近三年调整的大拐点。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，大量国产新药或迎来重要进展；

**（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。国内车企智能化及高端化周期开启行业利润弹性。传统车企从 2023 年三季度业绩迎来拐点，最大研发支出阶段已过去，收入占比固定资产明显回升；

**（3）消费电子板块。**据 IDC 数据，智能手机经历了 2023 年低增长后，2024 年或有望复苏。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。此外，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”；

**（4）互联网板块。**三季度淡季情况下，电商大盘增速虽承压但环比仍有接近双位数增长。预计四季度在促销活动带动下 GMV（商品交易总额）将有所恢复，广告业务也将随着商家促销需求环比回升。未来 AI 应用端爆发大概率在互联网平台企业；

**（5）消费板块。**经济弱复苏态势下，旅游出行等服务场景或仍保持领先回暖。在消费下沉主题下，具高性价比和出海逻辑的零售商、纺服有望持续走高。

## 2.4 美股

**美股市场回顾：**截至 12 月 14 日，标普 500 指数上涨 22.92%，纳斯达克综合指数上涨 41.04%，道琼斯工业指数上涨 12.37%。

今年以来，美国经济韧性超市场预期，市场对 2023 年美国经济的预期在年初达最低点后，后续不断上修，其中家庭部门的强劲是超预期的主因。就业与消费构成疫后美国经济的“内循环”未在联储加息背景下逐渐冷却，反而在二季度 AI 行情带来的财富效应下短暂再度走强，体现为居民储蓄率、失业率和初次申请失业金人数再度下降、消费者信心回升等。财政虽也有所发力，实际上对经济的刺激作用相对有限，并非 2023 年美国经济的韧性主因。消费是 GDP 最大的组成部分，疫后服务消费增速较高也是经济增长的主要拉动力量。

**美股市场展望：**展望 2024 年，参考 OECD（经济合作与发展组织）最新预测，2024 年全球经济或温和下行，GDP 增速由 2.9% 降至 2.7%。欧洲受制于高利率和制造业低迷，衰退压力较大，2024 降息周期开启后或将边际修复；美国整体情况好于欧洲，但在高利率抑制下，经济仍在下行通道，GDP 增速或由 2023 年的 2.4% 降至 1.5%。

美联储降息前，美国经济或温和下行，目前需耐心等待降息拐点。按利率领先基本面半年以上时间看，2024 年上半年美国经济或将承压，下半年压力或将加大，但离衰退仍有一定距离。通胀方面，在服务项继续降温且商品项不构成大的扰动的假设下，2024 年 6 月美国 CPI 同比较 2023 年 10 月或将继续下行，但降幅明显缓和。2024 年二季度开始，随着经济下行压力加大叠加通胀缓解，美联储或考虑降息，降息周期开启后，美国经济有望迎来新一轮上涨动力，但目前仍然存在一定不确定性。

预计到 2024 年底，美联储将降息 150 个基点，美国 GDP 增长或将放缓，量化紧缩政策或将持续，明年年中将出现“温和衰退”。2024 年美国同时存在上行风险和下行风险。私人部门健康的资产负债表叠加股市再度大幅上涨，居民实际可支配收入增速或明显提升，构成经济的上行风险，并可能使美国经济暂时避免衰退。而劳动力市场的风险及高利率下金融风险的集中暴露，则可能构成经济的下行风险，使美国经济出现幅度较大的衰退。

行业配置上，重点关注互联网科技龙头、费城半导体指数股、医疗保健股及超跌的消费股。同时，随着中国经济基本面向好，估值较低，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 上半年油价震荡下跌，走势偏弱；下半年持续上涨后冲高回落。**上半年，持续加息导致银行风险事件爆发，引起市场对欧美经济衰退及全球原油需求下滑的担忧，3-5 月国际油价持续下行探底。下半年，得益于 OPEC+ 减产导致全球原油供应偏紧，三季度油价持续走强。进入四季度，美国页岩油增产，EIA（美国能源信息署）下调全球原油需求，叠加预期俄罗斯冬季减产空间有限，油价再度进入震荡下行。

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 12 月 14 日。

**原油市场展望：低库存背景下地缘冲突引发供应中断的担忧仍存，长期看美国产量基本恢复，定价权可能进一步增强。** **供应端：**在全球经济增速放缓的背景下，产油国对原油出口收入的依赖可能会增加，因此 OPEC+ 内部能否继续展现出团结一致的决心并严格执行减产政策将面临考验。美国原油日产量在 2023 年下半年出现大幅增长，已基本恢复至 2019 年最高水平。同时，美国原油平均开采成本在 45 美元/桶左右，如果国际油价持续维持在 60 美元/桶以上，美国原油产量仍可能继续增长。全球三大原油主产国沙特、俄罗斯、美国在全球原油供应市场的份额之争将更加激烈，若沙特、俄罗斯继续减产保价的同时美国产量不断增长，美国在国际原油市场的定价权可能进一步增强。 **需求端：**2024 年全球经济仍然面临衰退风险，11 月以来美国原油加工量明显减少。此外，新能源电动汽车销量快速增长，电动汽车保有量也在逐年增加，原油需求将承压。中国新能源汽车占机动车总保有量达 5.5%，叠加经济结构逐步转变，传统铁路、公路、地产基建也难以再维持高增速，对原油需求的增速也可能会放缓。

## 2.6 黄金

**金价回顾：金价在上半年受避险需求推动上涨，下半年受美联储政策和市场预期影响震荡波动。** 全年看，美联储加息步入尾声、市场对加息预期的持续调整主导了贵金属价格走向。上半年，欧美银行业风波、债务上限危机及全球地缘政治动荡推升了黄金的避险需求，使黄金价格中枢整体抬升；下半年，美国经济数据超市场预期和美联储“鹰派”发言打破贵金属上行趋势，导致金价 5 月初从高位回落，步入宽幅震荡区间。10 月份，地缘冲突助推市场避险情绪，金价因其避险属性开始步入单边上行区间。在市场避险情绪逐步降温与市场对美联储降息周期开启时点的预期进一步提前的双重影响下，金价于 11 月呈现“V”型走势。



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 12 月 14 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。**随着经济下行压力加大叠加通胀缓解，美联储或于明年年中开始降息，从而引导美债名义利率与实际利率的加速下行。尽管从美国稳定实际利率角度看，金价上行的驱动力不强，但美国降息后，大概率会造成美元进入新的下行大周期，进而推动金价上升。复盘历史数据，美国在 2007 年 7 月至 2008 年 11 月以及 2019 年 7 月至 2020 年 3 月分别经历过两轮大的降息，而金价在上述时期中均保持强势水平。此外，世界黄金协会最新数据显示，2023 年年初至今的央行购金需求已达 800 吨，创下了协会统计以来的最新纪录。各国央行在今年剩余时间内或将继续保持强劲的购金需求，预示着 2024 年的央行购金需求总量有望依旧保持坚挺。

## 2.7 汇率

**汇率市场回顾：美元指数上行动能减弱，见顶高位震荡概率偏大。**2023 全年，美元指数整体呈现宽幅震荡的走势。尽管在美联储政策转向预期下，美债利率中枢下行，美元指数回落，但联邦目标利率仍将保持在高位一段时间，给美元指数形成一定支撑。

2023 年人民币兑美元汇率总体走势是前高后低，人民币整体呈贬值的态势，但有效汇率基本趋稳。2023 年人民币兑美元中间价贬值主要发生在 2 月与 5-6 月。主要原因包括：美联储收紧货币政策造成美国长期利率与美元指数上升；美国长期利率上升进而导致中美长期利差拉大，短期资本外流加剧了人民币兑美元贬值压力。进入 11 月份，人民币兑美元汇率出现回升，数据显示，在岸、离岸人民币兑美元汇率在 11 月整月分别调升 2.55%、2.70%，幅度均较大，主要由于美国通胀回落超预期，提高市场对美联储明年降息的预期，中美利差持续收窄，利好人民币表现。同时，自 9 月初以来，随着越来越多指标超预期，显示国内

经济修复动能增强，人民币汇率预期已发生变化。

图：2022 年至今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 12 月 14 日。

**汇率市场展望：降息预期增强，美国经济数据减速，美元或持续回落。**受美联储可能在 2024 年上半年降息预期的拖累，美元指数或会持续走低，更明确美联储降息将助长走低的趋势。美国经济数据增速出现减速的迹象，进一步增强市场对降息的预期，或将导致美元疲软。地缘政治风险仍在，多个国家选举结果具有不确定性，可能会对美元有所逆转。但长期来看，美元或仍保持稳步下跌趋势。

**2024 年人民币贬值压力或明显放缓，人民币兑美元汇率稳中有升。**美联储本轮货币政策紧缩周期或接近尾声，同时国内经济增长预期逐渐好转，中央政府开始着手解决房地产市场和地方债问题，中美关系发生边际改善，中国国际收支格局有改善均对减轻了人民币的贬值压力。2024 年人民币汇率稳定取决于中国经济增长预期与中美利差之间的平衡运用，预期向好或可一定程度上对冲利差带来的贬值压力。

### 3 大类资产配置策略

资产类别	中期
A 股	经历 2022 到 2023 年持续两年的调整后，权益市场具备较高的配置性价比。同时考虑经济阶段性筑底叠加实质性政策的密集落地，经济内生动能或将迎来温和修复，判断市场对基本面的悲观预期将得到修正，底部中枢有望逐步抬升。
港股	内外部因素共同压制港股 2023 年表现。但往后看，随着美联储紧缩政策拐点将至，国内实质性托底政策陆续落地，基本面预期逐步改善，分子分母端均有利于港股风险偏好的提升，叠加目前估值仍在低位，整体而言相对看好港股的配置价值。
美股	2023 年美国财政持续发力，使经济和股市表现均超预期。短期盈利尚可、降息预期发酵，美股未来或仍有支撑。但 2024 年仍需关注财政退潮、经济疲态显现带来的阶段性调整压力。
国债	2023 年债市整体表现偏强，展望 2024 年经济基本面仍处于缓慢修复通道，资金面或维持适度宽松，随着财政发力债券供给端仍有一定扰动，但稳健票息收益仍具备配置价值，债券利率或维持区间震荡的走势。

资产类别	中期
美债	2024 年全年来看，10 年期美债具备一定配置价值。但短期降息预期快速发酵，后续仍需持续关注经济数据回落及就业通胀数据配合。
黄金	中期维度随着美债实际利率的下移，黄金的配置价值将持续提升。

**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。



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、复制或有意篡改。