



招商基金投资策略报告

2024年1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	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	13
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

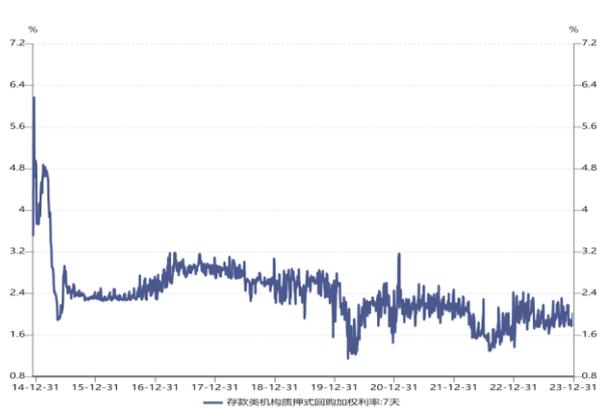
1.1 国内市场

国内：经济整体较为弱势，流动性在正常区间内。2023年12月份制造业PMI录得数据49%，较上月继续走弱并在枯荣线以下。投资数据方面，除制造业投资有所上升外，其余项目或持平或继续下降，整体较为弱势。社会消费品零售总额最新11月份数据超预期，录得10.1%，已连续四个月上扬。出口数据在连续半年负增长的情况下，最新11月份数据录得数据1.69%，增速转正。

图：2023年12月份PMI继续走弱



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月底。

DR007（存款类金融机构间的7天债券回购利率）依然维持在正常区间内。2024年全年流动性或依然将保持合理充裕，为基建投资、信息需求复苏、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，企业中长期贷款数据继续回落。

通胀方面，2023年11月份PPI、CPI均继续下行。CPI录得-0.5%，PPI录得-3%。

图：2023年11月份社融存量数据连续上扬



图：2023年11月PPI、CPI数据均继续下行



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：加息确认收尾，股票市场上涨。（1）美联储 12 月会议维持利率不变，基本确认利率达峰。在美联储 2023 年 12 月议息会议中，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；（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 4.0%，预期 4.0%，前值 4.0%。核心 CPI 环比（季调）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，使得核心 CPI 环比仍持平前期；（3）美债利率短期快速下行，由实际利率和通胀预期下行共同驱动，美债利率短期趋稳后，后续长期下行趋势或仍将延续。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。

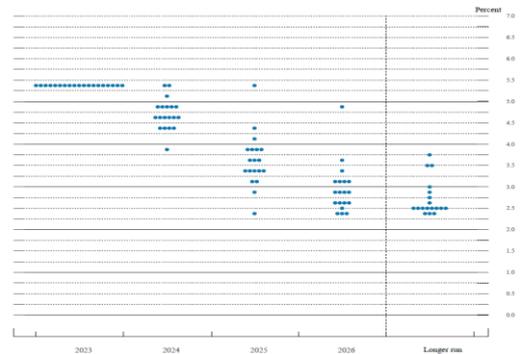
展望：得益于盈利压力先行释放带来的支撑，美股或先抑后扬。（1）亚特兰大联储 GDPNow 模型显示四季度增长动能放缓至 2.3%，不及三季度。往后看，消费和投资的逆风因素均有所增加，拖累整体经济下滑，但在私人部门资产负债表仍保持健康、劳动力市场仍维持强劲的背景下，经济短期仍不至于出现失速；（2）美国 11 月非农就业超预期，其中汽车工人罢工结束，对 11 月新增非农就业的贡献约为 3 至 4 万人。往后看，劳动力市场或仍将维持降温趋势，2024 年新增非农就业存在转负的可能；（3）货币政策紧缩预期和经济软着陆预期是 2023 年全球资产价格的两大交易主线，但衰退预期根源于紧缩预期，最终根源于通胀走势。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 2 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 2024 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”。**

图：10 年期美债利率边际回落，12 月底已至 3.9% 以下



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

图：美联储最新点阵图预计 2024 年至少降息三次



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）12月欧元区 PMI 持续低迷。12月欧元区综合 PMI 回落 0.6%至 47.0，制造业 PMI 持平于 44.2，服务业 PMI 回落 0.6%至 48.1；（2）欧元区 11月通胀回落。11月欧元区消费者调和物价指数（HICP）环比下降 0.6%，低于预期的-0.5%，同比降至 2.4%。12月14日欧央行暂停加息并提前结束紧急抗疫购债计划（PEPP）再投资，但行长拉加德表示本次议息会议没有讨论降息，未来的降息决策仍然取决于数据，表态偏鹰；（3）截至12月31日，12月欧元区 STOXX50 指数上涨 3.18%，欧洲 STOXX600 指数上涨 3.77%，法国 CAC40 指数上涨 3.18%，德国 DAX 指数上涨 3.31%，英国富时 100 指数上涨 3.75%。

展望 2024 年 1 月，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、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。

12月，日经 225 指数收于 33464.17 点，微跌 0.07%。展望后市，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

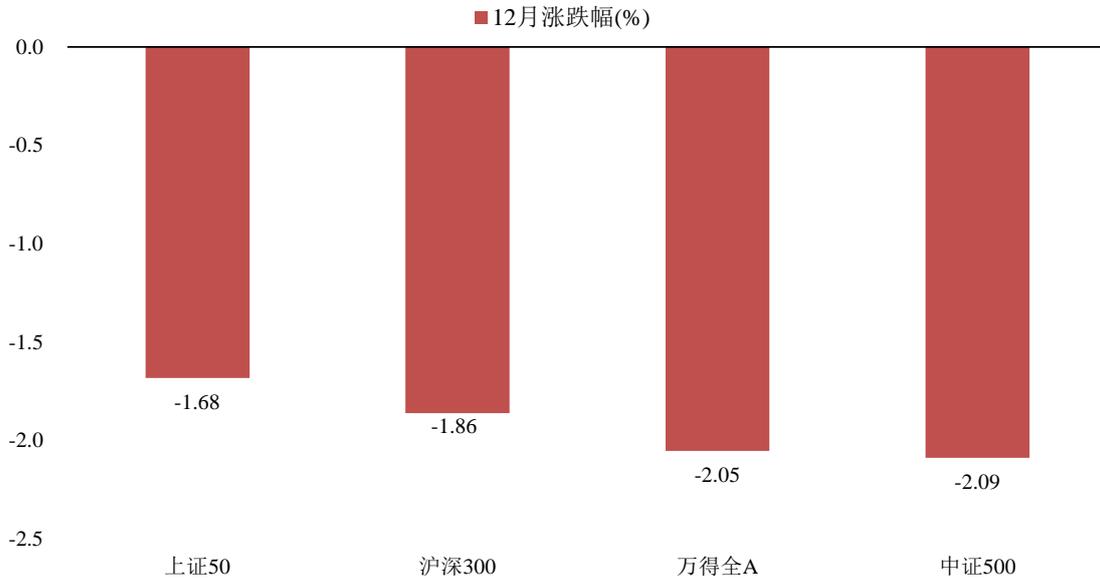
2.1 A 股

2.1.1 回顾展望

A 股回顾：多因素助推市场反弹，指数先抑后扬。2023 年 A 股震荡走弱，下半年以来波动扩大，12 月下旬市场筑底反弹。整体看，12 月指数表现仍羸弱，万得全 A 全月下跌 2.05%，中证 500 下跌 2.09%，沪深 300 下跌 1.86%，上证 50 下跌 1.68%。行业层面跌多涨少，消费、地产链相对疲弱，少量行业表现占优。其中，有色金属、通信、煤炭、电力设备和新能源等涨幅居前，而汽车、房地产、消费者服务、食品饮料等

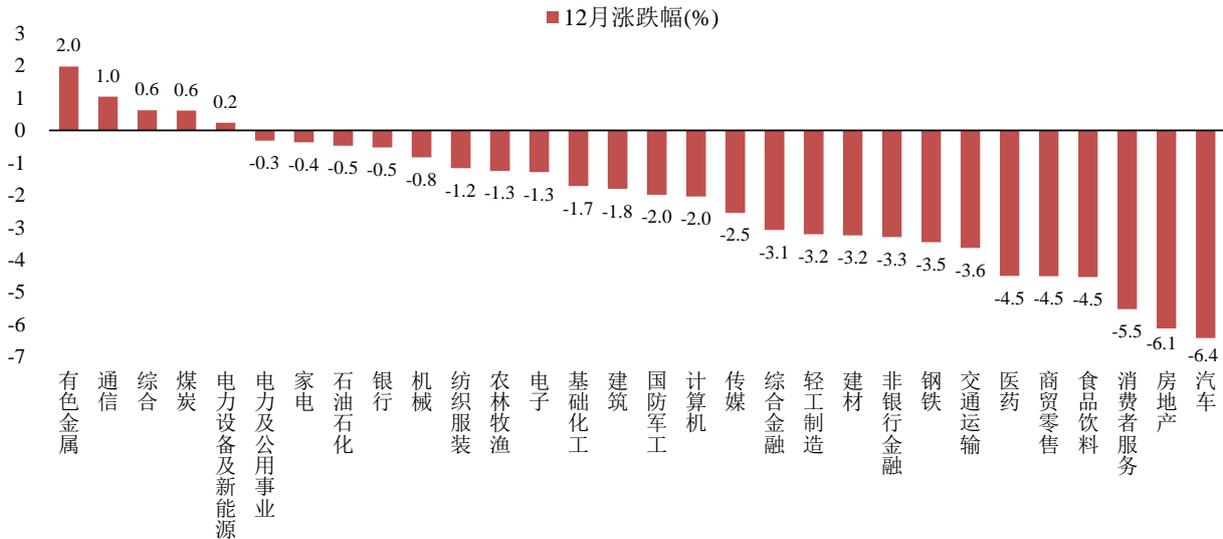
行业调整显著。

图：2023 年 12 月主要股指涨跌幅（%）



数据来源：Wind、招商基金，数据截至 2023 年 12 月底。

图：2023 年 12 月 A 股行业涨跌幅（%）



数据来源：Wind、招商基金，数据截至 2023 年 12 月底。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将在 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；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 12 月制造业 PMI 较上月再度下降 0.4 个百分点至 49.0%，较季节性低 0.7 个百分点：（1）供需两端均有下降，当月外需好于内需；（2）内需较弱背景出厂价走弱，建筑业回暖支撑原材料价格上升；（3）产成品和原材料库存均有下降，库存周期持续探底；（4）分规模看，大、中、小型企业均有回落。**12 月 PMI 显示政策支撑是当前经济修复的核心动力。制造业供需两端再度下行，库存周期进一步探底，反映经济内生动能仍在积蓄。结构性亮点在于国债支撑土木建筑业大幅修复，进而带动原材料价格回升。往后看，在库存周期处于底部、微观主体信心修复的过程中，政策的节奏与方向依旧决定经济修复的节奏和结构性亮点。**

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。本轮指数反弹更多的来自于交易维度的

推动，而并非预期维度的上修推动，这与 7 月末与 10 月末的反弹有所不同：（1）股市 12 月调整后的超卖状态、主要股票指数（沪深 300、创业板指）低位估值，以及保险及基金跨年配置、主要股票指数 ETF 流入等因素共同助推市场反弹；（2）存款利率下降打开了国内降息的预期，叠加美元与美元利率的下降，助推了低位大盘股的表现；（3）超跌反弹已出现，行情要继续往上走还需要盈利预期的进一步推动。尤其是与地产相关的水泥发运率与螺纹钢表观消费量不振；与基建相关的石油沥青开工率弱于往期；新兴与传统 PMI 库存动力边际放缓。因此，市场后续或为短期震荡修复，指数高度较为有限。

2、风格判断：中美利差收窄叠加历史处于相对低位，正为中大盘股票提供缓冲垫。 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，小盘股交易结构或将变得不稳定。估值角度看，沪深 300 为代表的大盘股与电子、医药等板块的估值水平已处于历史相对低位，隐含其计入了较多的悲观预期。历史经验也表明，在中美利差收窄、海外金融压力减小的时期中大盘股票往往表现更好。

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	2023/12/29	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	16.67	34.50	11.55	17.81	33.30%
	Wind全A(剔除金融、石油石化)	26.99	73.88	18.18	28.73	37.40%
	上证50	9.19	22.89	6.97	10.08	19.50%
	沪深300	10.85	27.35	8.03	12.29	19.50%
	中证500	21.84	89.51	16.24	29.02	12.90%
	中证1000	35.21	144.82	19.36	39.63	27.50%
	中小100	19.38	64.61	18.38	30.85	1.80%
	创业板指	27.85	135.13	26.90	51.69	0.70%
	中小综指	35.38	96.75	23.18	41.20	24.00%
	创业板综	46.54	174.93	28.88	61.09	20.00%
海内外相对估值PE(TTM)	中证红利指数	5.88	20.46	5.24	8.21	8.90%
	恒生AH股溢价指数	6.82	22.68	6.25	9.30	1.50%
	上证沪港通AH溢价指数	7.12	10.27	3.08	6.88	53.90%
相对估值PE(TTM)	上证指数/标普500	0.50	1.56	0.36	0.62	11.20%
	创业板指/沪深300	2.57	8.11	2.49	4.08	1.40%
相对估值PB(LF)	创业板综/沪深300	4.29	14.08	2.83	5.06	36.30%
	创业板指/沪深300	0.60	6.06	0.59	3.36	1.00%
	创业板综/沪深300	4.29	5.30	1.38	2.94	94.30%

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

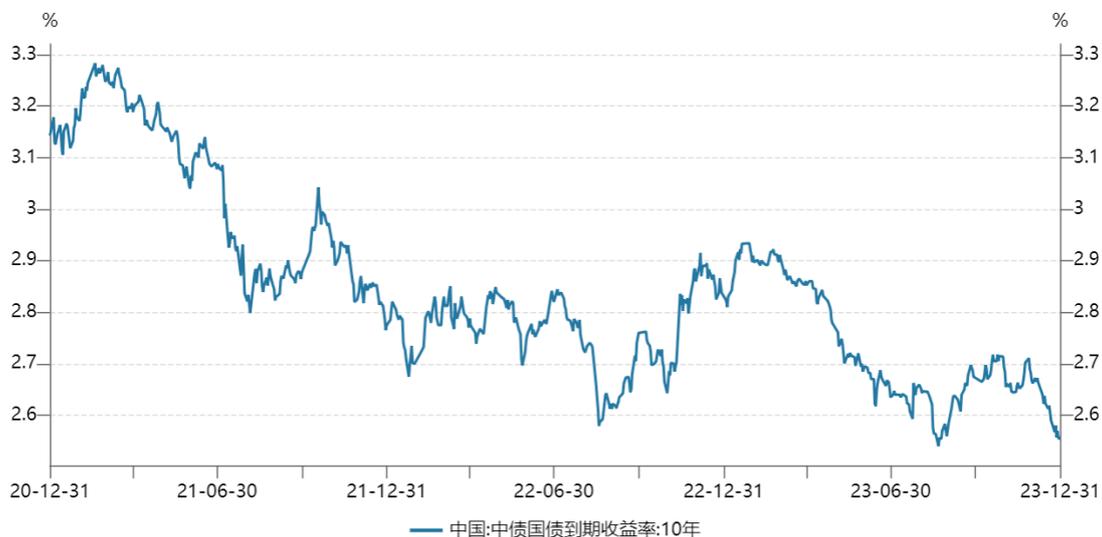
2.2 债券

2.2.1 债券市场回顾展望

债券市场整体回顾：2023 年 12 月，债市走强，债市收益率全线下行，中短端好于长端。 12 月债市的矛盾在资金面，故上旬债市收益率仅小幅下行，10 年国债仍徘徊在 2.65% 附近；中旬债市收益率继续下行，物

价数据偏弱引发通缩预期，12月12日中央经济工作会议召开，没有进一步刺激政策信息，12月15日央行大额净投放MLF，资金面有转松迹象；下旬12月22日各大银行先后宣布下调存款利率，1、3、5年分别下调10bp、25bp、25bp，降息预期进一步加强，10年国债收益率下行至2.55%附近。

图：中债10年期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月底。

债券市场展望：展望后市，短期资金面矛盾已解决，大行在2023年三次降低存款利率，前两次降低存款利率都伴随着降低MLF利率，故2024年1月降息概率较大。在降息操作前，债市或会处在偏舒适的状态。10年国债有可能继续下探至2.55%以下，待MLF或LPR降息落地后，有继续冲到2.50%或更低水平的可能。后续则主要关注财政政策的节奏。

(1) 从基本面看，国债增发配套项目陆续下达，2024年年初基建或将有所发力；

(2) 从资金面看，1月大概率有降息操作，带动资金面的绝对收益率水平中枢下移。为适当兼顾防空转，存单利率会逐步向MLF靠拢，但不会到极宽松状态；

(3) 从政策面看，物价数据较弱势，实体经济整体供过于求，无论是外贸出口（需要偏弱汇率），还是地产、制造业（需要偏低的实际利率），都需要理顺目前的利率水平。中财办解读中央经济工作会议尤为提到“强调价格水平是货币政策的重要调控目标”。考虑到目前实际利率水平偏高，2024年大概率有多次降息。11-12月经济运行再度转弱，此前对财政政策的弱预期，或会在两会前有所调整，需适当考虑其影响；

(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，交易情绪指标偏亢奋。

2.2.2 债券市场投资策略

1、债券投资策略

整体看，降准降息预期或会继续带动债市走强。在降准降息落地之前，仍可偏积极持债。如债市有小调整，可考虑适当增持，但降准降息落地后，应视行情节奏进行调整，如10年国债冲到2.5%以下，且财政刺激政策未出，应考虑适当减仓或至少不追涨。

杠杆方面，伴随资金面转松，杠杆息差有所打开，负债稳定的组合可考虑维持偏高杠杆，而日常开放、有赎回压力的组合可维持中性偏高杠杆。久期方面，可考虑偏积极，降准降息利好出台之前均可考虑逢调整加仓。品种方面，信用品种相对利率品种更具吸引力，其中，2年中票、3年商金债、3-4年银行资本债具有一定配置价值，而3年期AAA和AA+中票略偏弱。

此外，整体中枢下移的趋势下，具有绝对收益率优势和久期优势的5-10年信用品种值得关注，此外，长端利率品种或也具有一定博弈价值。

2、具体信用品种分析

城投债方面：12月中央经济工作会议、全国财政工作会议继续强调统筹好地方债务风险化解，严格落实既定化债举措，以及加大存量隐性债务化解力度。受金融经济数据不及预期、存款利率再度调降等因素影响，月内无风险利率有所下行，城投债市场受债市整体调整影响，叠加年末市场对于高票息品种提前抢筹，高票息品种表现相对更优。从利差表现来看，短端无风险利率下行幅度更大，带动短端城投利差被动走阔，除2年期AA-品种利差收窄43bp外，1-2年期各品种利差走阔8-19bp。3-5年期AA级及以下品种利差普遍收窄，其中3年期AA-品种收窄42bp，其余各品种收窄1-7bp，而3-5年期AA+级及以上品种利差普遍走阔1-3bp。分区域来看，城投利差走势分化，贵州、青海、宁夏、云南、广西、吉林区域利差收窄超20bp，化债行情下偏尾部区域利差持续收窄，广东、福建、江苏、浙江、安徽、北京等区域利差走阔超5bp。

展望2024年1月，化债政策延续下，城投债具有较高安全性，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，关注强区域好资质城投中择优配置机会。

地产债方面：12月中央继续表示一视同仁满足不同所有制房地产企业的合理融资需求，北京、上海、广州房地产政策有所放松，年末冲刺效应下，30大中城市商品房成交面积约为1308万平方米，环比+20%，同比-8%，较2019年、2021年同期分别-36%、-17%。从利差表现来看，11月地产利差走势分化，除2年期AAA品种利差收窄1bp外，1-2年期各品种除普遍走阔6-20bp。3-5年期AAA、AA品种利差收窄4-12bp，3-5年期AA+品种走阔3-9bp。行业基本面未有明显改善下，月内地产债成交情绪较弱，分企业性质来看，12月民企地产债利差走阔857bp，央国企利差走阔4bp。

展望2024年1月，商品房销售不畅，库存有所积压，未来仍面临一定去化压力，房地产市场基本面短期难有明显好转。当前地产债信用利差除1年期外均处于历史较高水平，配置价值有所显现，一、二梯队央国企地产债安全边际较高，可关注剩余期限2年期以内、隐含评级AA+及以上品种的配置机会，对于高等级央国企地产债可适当拉长久期，同时若有房企的风险时间出现带来央国企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。

煤炭债方面：12月冷空气提振终端居民需求，电厂耗煤升至高位，煤炭消耗水平有所加快，主流港口煤炭库存有所下降。临近年末，因完成年度生产任务而停产检修的煤矿陆续增多，整体供应水平有所缩减，同时随着港口市场价格下行，产地煤矿出货一般，煤炭价格持续承压。煤炭债利差表现分化，1-2年期各品种走阔1-10bp，3-5年期各品种中4年期表现较好，利差收窄3-7bp。

展望2024年1月，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，对流动性较好的隐含评级AA煤企可采取骑乘策略以争取资本利得的超额收益。

钢铁债方面：12月受假期临近叠加施工淡季影响，螺纹钢累库压力加剧。钢铁债利差表现分化，1-2年期各品种走阔2-32bp，3-5年期各品种中4年期表现较好，利差收窄3-7bp。

展望2024年1月，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持续不及预期，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1年期以内品种结构性机会。

银行资本工具方面：年末市场对于高票息品种提前抢筹，12月银行二永债长端表现好于短端。银行二级资本债方面，1年期各品种利差走阔11-16bp，2-3年期AAA-、AA+品种利差收窄1-3bp，而2-3年期AA-品种利差走阔2-4bp，4-5年期各品种利差普遍收窄10-13bp。银行永续债方面，1年期各品种利差走阔14-15bp，2-3年期各品种利差收窄1-3bp，4-5年期各品种利差普遍收窄11-22bp。

展望2024年1月，银行二永债由于流动性最佳，存量债规模最大，且在TLAC资本补充缺口*下供给或将大幅放量，市场关注度较高，对于经济发达区域的优质城农商行二永债可适当参与。此外，当前1-3年期隐含评级AAA-、AA+二永债收益率大多处于20%-60%左右分位数，若后续资金面有所企稳，或存在修复行情机会。

*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2024年初推动试点发行，并于2024-2025年进入发行高峰期。

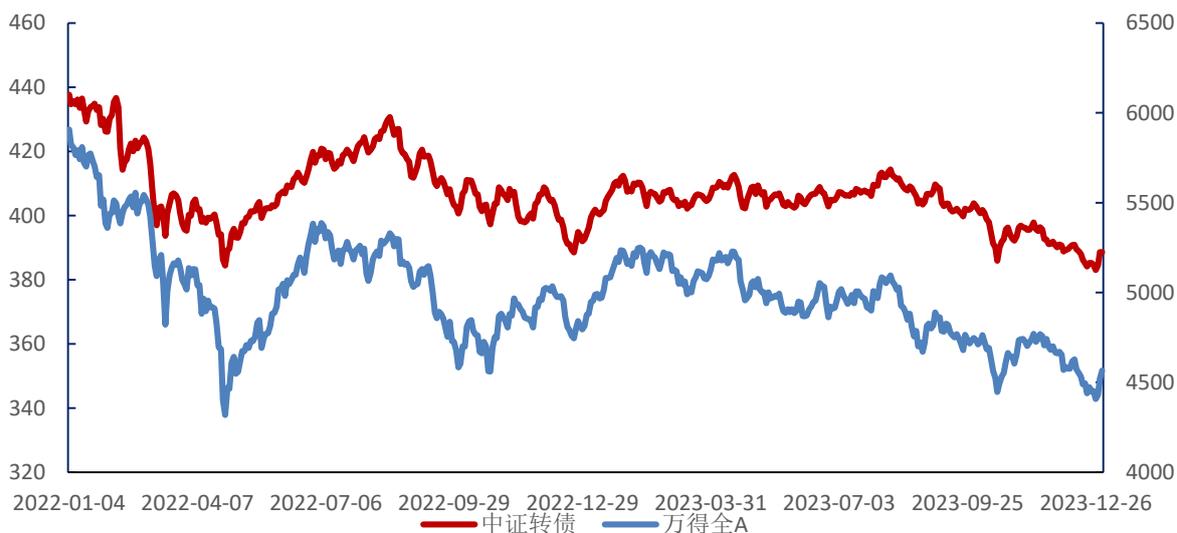
2.2.3 可转债市场回顾展望与投资策略

可转债回顾：12月转债市场在股票市场整体下跌情况下逆市小幅上涨。截至12月29日，12月中证转债上涨0.18%，同期万得全A下跌2.05%，沪深300下跌1.86%，创业板指下跌1.62%。本月上中旬在市场信心相对不足、海外地缘政治冲突持续下，A股缺乏增量资金，市场震荡下跌。转债估值本月有所分化。分结构看，12月偏股转债、平衡转债和偏债转债估值分别上升0.14%、下降1.23%和上升1.20%至3.25%、17.57%和59.85%。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42.33%水平。

可转债展望：正股层面，基本面方面，库存周期见底后，经济或有望触底回升，工业增加值、固定资产投资以及进出口数据持续改善。通胀方面，考虑到低基数，在猪价拖累缓和和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，整体上保持积极定调。海外方面，美联储 2024 年或将进入降息周期，中美有望迎来流动性共振，市场风险偏好或有提升。**转债估值层面**，考虑到未来股市信心修复、纯债机会成本低以及流动性或将保持相对宽松，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。结构上建议关注 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 月底。

2.3 港股

2.3.1 回顾展望

港股回顾：12 月恒生指数上涨 0.03%，恒生国企指数下跌 1.5%。在恒生综合行业方面，综合业、公用事业和电讯业表现较好，医疗保健业、资讯科技业和必需性消费业跌幅较大。截至 2023 年 12 月 29 日，恒指 PE (TTM) 为 8.2X，较 11 月底的 8.1X 有所上调，恒生国指 PE (TTM) 为 7.1X，略低于 11 月底的 7.2X。

港股展望：缺乏较大对冲政策的情况下，国内经济趋势性回升仍需要等待更积极信号。海外流动性预期缓和，市场抢跑交易降息预期，有利于港股市场估值修复。当前港股市场已对行业监管预期加强计价，现阶段可关注调整前期较多的行业以及主题机会。

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 2023 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) 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”；

(3) 跨境运输板块。空运：受益于跨境电商业务扩张，运价与运量均有明显上升，逆转前三季度全球航空货运需求的疲弱态势。集运、油运：近期红海局势升级，多家集运公司暂停红海航线运行，并计划改绕好望角。局势存在升级的可能，将致船舶拥堵与绕道而降低运行效率，对于均价影响或是非线性的。对于油运亦是如此，叠加全球原油贸易路线正在重构，板块或具备较为确定的投资价值；

(4) 高股息板块。通讯运营商：自由现金流稳步向好，近年来三家运营商派息率均有不同程度的提升，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。煤炭企业：国内行业资本开支维持低位，供需紧张格局仍维持；长协保障了煤企盈利稳健、分红较高的特性。油气企业：未来国际油价整体或将保持中高位运行的态势，国有大型油气企业的盈利有望保持在较好水平。

2.4 美股

美股市场回顾：12 月，标普 500 指数上涨 4.42%，纳斯达克综合指数上涨 5.52%，道琼斯工业指数上涨 4.84%。资金流向显示，2023 年美国股票基金吸引了大量资金流入。受降息预期提振，美股基金全年共有 145.7 亿美元的净买入，创半年新高。降息预期升温、美债收益率下行，使得对利率敏感的小盘股和金融股在年末迎来一波上涨。

美股市场展望：2023 年 12 月 21 日，美国经济分析局公布了三季度美国经济数据：实际 GDP 年化季率终值为 4.9%，前值为 2.1%，初值 5.2%。随着三季报的披露，美股财务数据增速转向愈发明显。失去财政助力后，前期快速加息对经济的负面冲击或仍将继续，未来一个季度美国经济整体或将以下探为主。近期油价及服务业需求整体回落的背景下，未来半年核心通胀或将引领通胀中期继续下行。

反通胀趋势或继续对新一年市场产生影响，不仅仅是制造业。定价能力推动许多行业公司近期盈利增长，但公司是否仍能通过提高价格以改善利润尚未知。最新非农数据的任何上行意外都可能促使投资者迅速重新评估美联储可能何时降息以及宽松空间的预期，从而引发市场波动。虽然利率期货显示了 5-6 次的降息前景，但不少市场观点认为这样的看法过于乐观，因为美联储在政策转向问题上并没有进行认真讨论。

行业配置上，重点关注具多重反弹优势特征的板块：（1）有盈利能力，能够抵抗周期的医疗板块；（2）基本面优质的中概股；（3）公用事业和必需消费品板块。

2.5 原油

原油市场回顾：原油消费淡季，供给端不确定性扰动。12 月油价重心延续回落供给端，一方面，2024

年一季度 OPEC+部分成员国计划自愿减产规模达 219.3 万桶/日，沙特和俄罗斯的减产计划是此前额外减产的延期而非新增减产，若考虑部分成员国 2024 年产量配额上升，2024 年一季度 OPEC+实际产量下降约 50 万桶/日。另一方面，红海地区紧张局势引发市场对石油供应中断、运输成本增加的担忧。需求端，短期看，汽油需求走弱，成品油季节性累库，原油消费步入淡季；中长期来看，12 月 13 日美联储宣布维持当前 5.25%-5.50%的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或承压，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 12 月底。

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，2023 年 11 月以来美国原油加工量明显减少。此外，新能源汽车销量快速增长，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：美国通胀放缓，金价高位上行。美国 11 月 CPI 如期回落，美联储进一步加息的必要性减弱，2023 年 12 月，美联储 FOMC 议息会议连续三次暂停加息，基本意味本轮加息周期结束。美元指数、美债实际收益率下行，美国利率可能在较高水平停留一段时间后迎来转向。

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 月底。

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 2024 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。

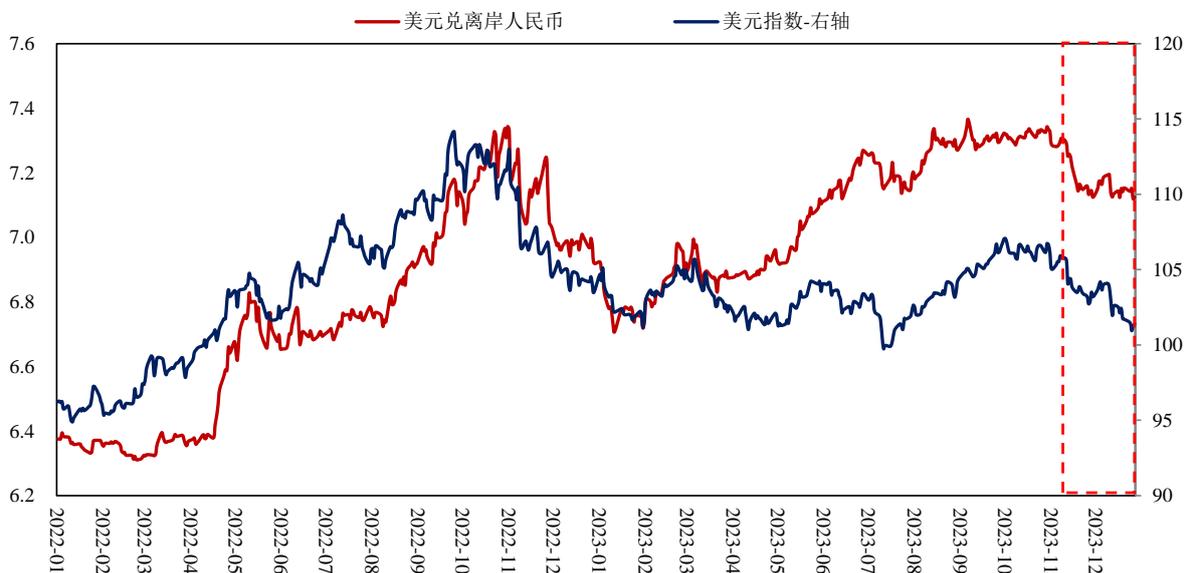
2.7 汇率

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。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 24 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：2023 年 12 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 12 月底。

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。

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	当前市场核心矛盾聚焦于基本面，短期或仍呈现缓慢修复的态势，但悲观预期经历充分演绎后，资金面、政策面或基本面的边际改善或将会带来风险偏好的抬升。立足中期维度，随着稳增长效果的显现，企业盈利逐步改善，为 A 股提供向上支撑。
港股	当下分子端的改善对港股影响更为核心，但考虑两会前出台较大力度的财政政策概率偏低，短期或呈现震荡格局。中长期维度，目前处于历史较低位的估值水平隐含了较高的配置价值，整体机会大于风险。
美股	短期盈利支撑下美股仍有一定机会，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。
国债	资金面平稳，宽货币预期较高，配置需求旺盛，债市环境较为友好，且存款利率下行进一步打开利率下降的空间，10 年期国债有所回落后，继续下行的动能有所放缓，短期或呈震荡走势。

资产类别	中期
美债	考虑当前各项经济数据并未加速放缓，短期利率或仍将围绕当前中枢震荡，但中长期看 10 年期美债仍具备一定配置价值。
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。