



招商基金投资策略报告

2024年2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	12
2.3	港股	13
2.3.1	回顾展望	13
2.3.2	投资策略	13
2.4	美股	14
2.5	原油	14
2.6	黄金	15
2.7	汇率	16
3	大类资产配置策略	17

1 宏观经济环境

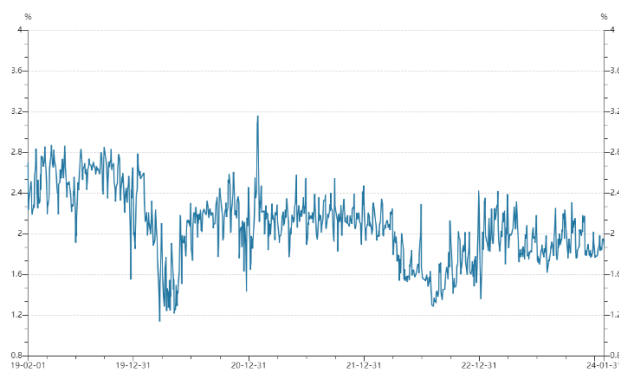
1.1 国内市场

国内：经济整体较为弱势，流动性在正常区间内。2024年1月份制造业PMI录得数据49.2%，较上月有所扩张但依然在枯荣线以下。投资数据方面，除地产投资数据依然下行外，其余项目均有所回暖。社会消费品零售总额最新2023年12月份数据录得7.4%的同比增长，虽然较上月有所下滑但依然维持在高位。出口数据较上月继续回升，录得3.78%的同比增长。

图：2024年1月份PMI有所回升



图：DR007 依然维持在正常区间内



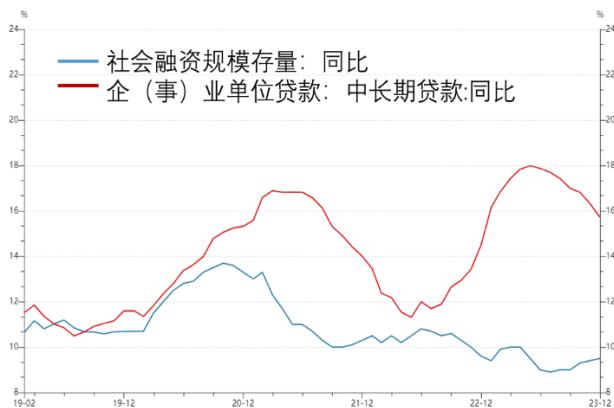
数据来源：Wind、招商基金，数据截至2024年1月31日。

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。

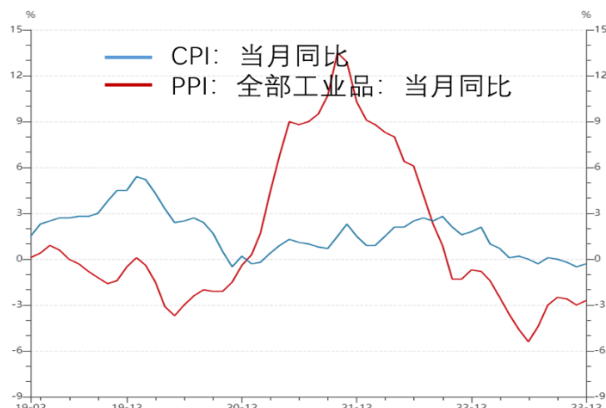
从投向实体经济的流动性角度看，央行1月12日公布社融数据，代表性指标社融存量2023年12月份同比增长9.5%，继续呈上扬态势。社融两年CAGR（复合年均增长率）大致横盘窄幅震荡，企业中长期贷款数据继续回落。

通胀方面，2023年12月份PPI、CPI有所收窄。CPI录得-0.3%，PPI录得-2.7%。

图：2023年12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12月31日。

1.2 海外市场

1.2.1 美国

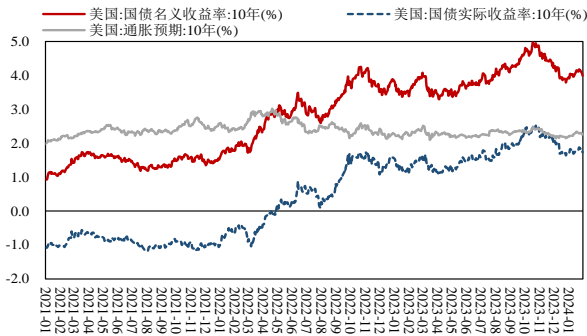
回顾：经济数据超预期令降息节奏推迟，股票市场小幅上涨。（1）1月31日，美联储发布1月议息会议声明，维持联邦基金目标利率在5.25%-5.50%区间不变，及减持600亿美元/月美债和350亿美元/月MBS（抵押支持证券）的缩表节奏不变。议息会议声明指出，最近各指标表明经济活动一直在稳步扩张。鲍威尔在讲话中首先表示了对降息的开放态度，但亦强调了经济韧性以及实现2%通胀目标的决心；（2）美国12月CPI同比超预期，但市场最关注的核心CPI环比基本符合预期。具体来看，美国12月CPI同比上升3.4%，预期3.2%，前值3.1%。核心CPI同比上升3.9%，预期3.8%，前值4.0%。CPI环比上升0.3%，预期0.2%，前值0.1%。核心CPI环比上升0.3%，预期0.3%，前值0.3%。环比分项来看，房租涨幅小幅回落，但粘性再度超预期，是核心通胀超预期的主要原因。超级核心通胀则小幅回落，核心商品回升至0.0%。能源环比由负转正，食品环比基本持平前期，是整体通胀超预期的主要因素；（3）美国2023年四季度经济“扛住”了学生贷款重新还款、汽车工人罢工等不利因素，呈现“高增长”和“去通胀”的组合。四季度GDP环比折年率3.3%，远超市场预期的2.0%，其中剔除存货变动、净出口和政府开支后的“核心GDP”环比折年率2.6%，同样超市场预期。核心PCE物价指数四季度环比上升2.0%，符合预期，GDP平减指数¹为1.5%，低于市场预期的2.2%；（4）美债利率年初快速反弹，直接因素在于欧元走弱。由于欧洲经济衰退且通胀开始走低，当前市场关注点转向欧洲是否降息，导致美联储降息影响力边际减弱，美元出现久违反弹，美股延续反弹趋势。

注1：GDP平减指数的基本概念是将未剔除价格变动的GDP与剔除价格变动的GDP进行比较，从而得出现价GDP（名义GDP）与不变价GDP（实质GDP）之间的比例。具体来说，GDP平减指数的计算公式为： $\text{GDP平减指数} = \text{现价GDP} \div \text{不变价GDP} \times 100$ 。

展望：得益于盈利压力先行释放带来的支撑，美股或震荡上行。（1）2023年底美国正由被动去库向主动补库过渡，除非服务部门景气度迅速降温，否则上半年就业恶化的概率较有限。此外，2024年下半年美国通胀亦存在反弹的可能；（2）美国2023年四季度GDP数据超预期，有望实现“软着陆”。短期看，受益于股市上涨的财富效应，美国经济未来一两个季度或仍将维持韧性，失速或衰退风险较低，进而对股市产生正向反馈；（3）美国2023年12月新增非农数据（非农业就业人数、就业率与失业率）超预期，结合ADP就业数据（对美国非农就业人口的提前预测）、初次申请补贴金等数据，多数就业指标显示就业市场在短期内再度走强，边际降低了联储3月降息的可能。但就业数据也存在诸多裂痕，往后看，在职位空缺持续下降、服务业PMI走弱的背景下，就业市场或仍将继续降温；（4）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。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；（5）对于美联储而言，目前仍维

持 2024 年二季度首次降息、全年降息幅度 100-150bp 的判断。整体看，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，从 3.9% 攀升至 4%



图：最新的市场预期显示，美联储大概率将于 5 月降息

MEETING DATE	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550
2024/3/20				0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	53.0%	47.0%
2024/5/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	47.3%	47.6%	5.0%
2024/6/12	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	5.5%	47.4%	42.7%	4.4%	0.0%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.0%	5.2%	45.3%	42.9%	6.3%	0.2%	0.0%
2024/9/18	0.0%	0.0%	5.2%	45.3%	42.9%	6.3%	0.2%	0.0%	0.0%
2024/11/7	0.0%	3.0%	28.5%	43.9%	21.7%	2.8%	0.1%	0.0%	0.0%
2024/12/18	2.6%	24.4%	41.4%	25.2%	5.8%	0.5%	0.0%	0.0%	0.0%

数据来源：Bloomberg、CME，数据截至 2024 年 1 月 31 日。

1.2.2 其他国家与地区

欧洲：关键利率继续“按兵不动”，经济仍面临下行风险。（1）1 月欧元区 PMI 超预期上修，但仍处于收缩区间。1 月欧元区综合 PMI 录得 47.9%，为 6 个月新高；制造业 PMI 上修超 2% 至 46.6%，为近 10 个月新高；服务业 PMI 回落至 48.4%；（2）欧元区 12 月通胀反弹。12 月欧元区 HICP（消费者物价指数，Harmonized Index of Consumer Prices，HICP）同比增长 2.9%，相较前值 2.4% 有所反弹，重回 2023 年 10 月的水平；核心 HICP 方面，12 月同比涨幅为 3.4%，较 11 月下降 0.2 个百分点，实现连续五个月下滑；（3）继 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）再投资后，1 月欧央行货币政策会议决议维持三大关键利率不变，符合市场预期。结合行长拉加德 2023 年 12 月的发言看，未来的降息决策仍取决于经济数据，表态偏鹰；（4）截至 1 月 31 日，1 月欧元区 STOXX50（欧元）指数上涨 2.80%，欧洲 STOXX600（欧元）指数上涨 1.39%，法国 CAC40 指数上涨 1.51%，德国 DAX 指数上涨 0.90%，英国富时 100 指数下跌 1.33%。整体上，弱衰退叠加通胀反弹，欧股盈利或遭受拖累。欧股传统工业面临盈利下滑冲击，可选消费利润率边际承压，股票市场或面临阶段性调整压力。

日本：超宽松政策维持不变，但后续政策转向或压制估值。1 月底，日本央行召开 2024 年第一次金融政策决策会议，维持超宽松立场与负利率政策、下调通胀预期、维持 YCC 政策（收益率曲线控制政策，Yield Curve Control）不变，总体表态转鹰。具体来看：（1）1 月 23 日，日央行货币政策会议决定继续维持超宽松货币政策，其中短期利率仍维持在 -0.1% 的水平，将 10 年期国债收益率目标维持在 0% 附近，符合市场预期；（2）对于通胀，日央行认为受成本推动因素的影响，通胀会在暂时平静后将再次回升。预计 2024 财年核心 CPI 预期中值为 2.4%，而 2023 年 10 月时为 2.8%；预计 2025 财年核心 CPI 预期中值为 1.8%，10 月时为 1.7%；（3）日央行行长植田和男表示如有必要，将毫不犹豫地采取额外宽松措施。考虑到实现 2% 通胀目标的可能性正在逐渐增加，必须谨慎关注金融和外汇市场的动向及对日本经济和物价的影响，不急

于加息或结束包括负利率政策在内的大规模货币宽松措施；（4）尽管最新利率决议公布后，日本长期国债收益率多数上涨，但日央行并未调整 YCC 政策。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本央行继续坚持超宽松政策。

截至 1 月 31 日，日经 225 指数月涨幅为 8.43%。展望后市，日股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扰动。

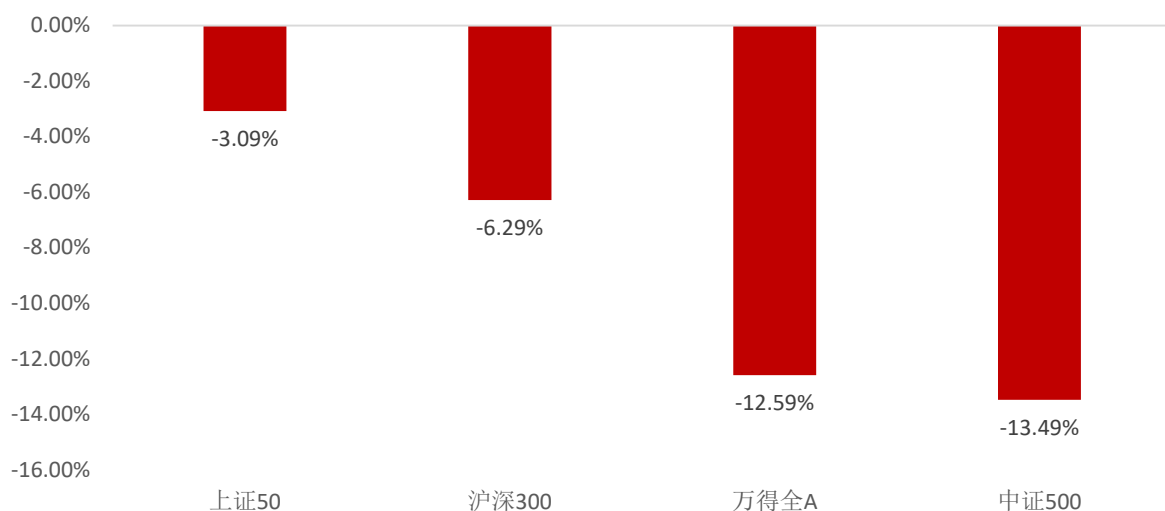
2 大类资产观点

2.1 A 股

2.1.1 回顾展望

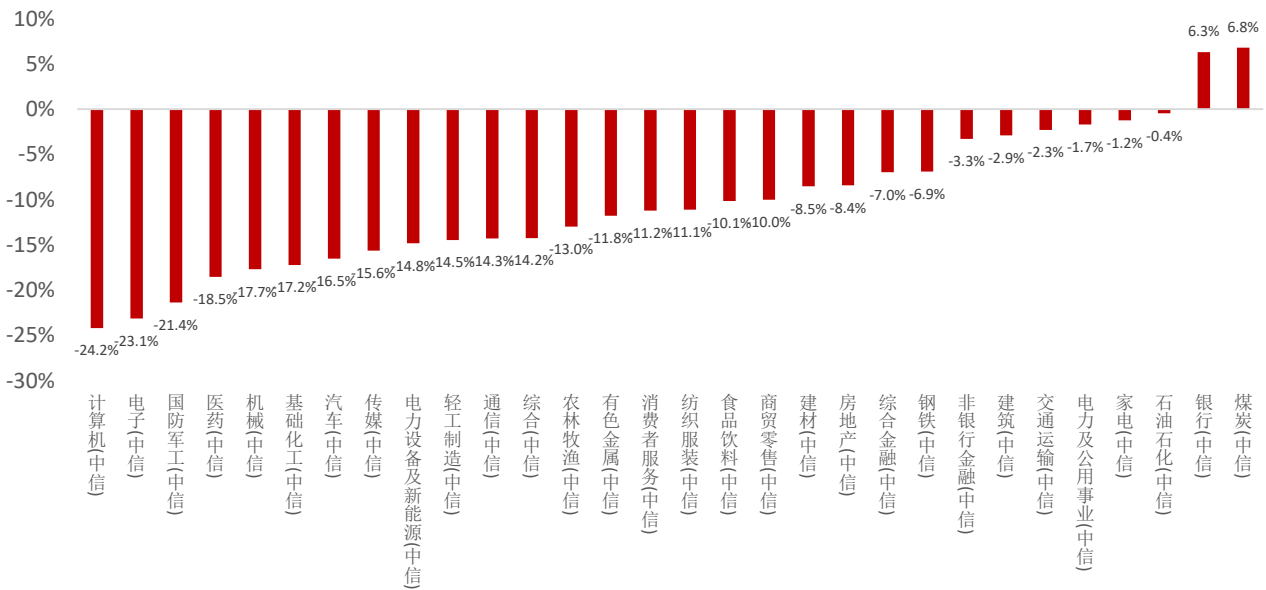
A 股回顾：或缺乏上修的动力，市场长时间震荡整理。2024 年开年以来 A 股震荡走弱，多个指数回到过去 3 年以来新低。具体来看：（1）在信贷需求跨期调整后，12 月中长期企业和居民贷款仍显示同比少增，表明私人部门资本开支意愿待提振，上修动力尚未出现；（2）住房租赁金融支持政策出台方向多为“安全”与民生领域。现有政策支持还不足以推动增长与现金流创造，亟待更有力的支持。整体来看，1 月指数表现羸弱，截至 1 月 31 日，月度层面上证 50 下跌 3.09%，沪深 300 下跌 6.29%，万得全 A 下跌 12.59%，中证 500 下跌 13.49%。行业层面跌多涨少，科技成长相对疲弱，低估值高股息板块表现占优。其中，煤炭、银行上涨，而计算机、电子、国防军工、医药等行业调整显著。

图：2024 年 1 月主要股指涨跌幅（%）



数据来源：Wind、招商基金，数据截至 2024 年 1 月 31 日。

图：2024年1月A股行业涨跌幅（%）



数据来源：Wind、招商基金，数据截至 2024 年 1 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：探底之后，震荡磨底。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，显示当前需求恢复仍需进一步巩固，及实际利率水平处于偏高状态。市场大幅调整和成交的放大，此前乐观者的预期逐步出清，市场各项特征正在接近过去十年历史底部的水平，下一阶段指数或进入震荡磨底：

（1）当前主要指数 ROE 预期低于历次市场底部，PE 估值水平也接近历次市场底部；（2）当前公募基金仓位与持仓集中度显著高于历次市场底部，微观结构的改善仍需时间；（3）当前居民储蓄率显著高于历次市场重要底部，入市意愿待提振。

2.1.2 投资策略

（一）股市分析：

1、政策面：地方两会密集召开，央行出台组合拳

1 月中旬起，地方两会密集召开。具体来看，（1）作为 3 月全国两会的重要前瞻观察窗口，2024 年地方两会需要着重关注两方面内容：一是在地方举债可能受限的背景下，政府如何制定经济增长目标；二是已出台的“三大工程”顶层设计方案将如何在地方落实；（2）从已召开两会的城市来看，GDP 目标下调是大趋势，但债务风险较高的地方该特征并不明显。部分地区采取用产业投资替代基建投资的方式（如内蒙古）；但也有不少地区下调了固投或社零目标但 GDP 目标基本不变，稳增长的抓手尚待明确（如重庆）；

（3）超大及特大城市政府工作报告普遍对“三大工程”的建设目标更加具象化。不少城市新增了保障性住房建设量化指标，并加大了配售型保障性住房的建设力度；但“原拆原建”型的城中村改造和“平急两用”公共基础设施项目可能偏少。

1 月政策面重要事件：

(1) 央行重启 PSL：稳增长兼补充流动性。

1月2日，中国人民银行公布重启PSL，2023年12月，国家开发银行、中国进出口银行、中国农业发展银行净新增抵押补充贷款3500亿元。PSL时隔1年多重启，本次PSL的单月投放力度在历史上仅次于2014年12月的3831亿元，及2022年12月的3675亿元。结合中国人民银行2023年三季度货币政策执行报告来看，PSL或将用于支持城中村改造、“平急两用”公共基础设施建设、保障性住房建设等“三大工程”，本轮PSL为继增发万亿国债后再次释放稳经济的信号，与以往不同的是，本轮PSL的作用或更在于稳信用并非强刺激，后续仍需关注政策组合拳的跟进，尤其是2024年一季度降息的潜在可能。

(2) 央行超预期降准：“一石三鸟”。

央行行长潘功胜在1月24日国新办举行新闻发布会上宣布将于2月5日下调存款准备金率0.5个百分点，向市场提供长期流动性1万亿元，同时1月25日开始下调支农支小再贷款、再贴现利率0.25个百分点。本次降准的“超预期”体现在：一方面，政策节奏较往年有所加快，过去3年的首次降准分别在7月、4月和3月公布，2024年进一步提前到了1月；另一方面，降准幅度较2022-2023年的每次25bp有所扩大，回到与2021年相同的50bp，货币宽松的斜率有变高的迹象。本次降准“一石三鸟”：一是支持金融体系着力做好“五篇大文章”，二是为可能在2月加速发行的地方政府债券提供资金支持，三是改善房企的流动性状况。2021年以来首次采用50bp的降准步幅，本质上是引导市场预期，稳定投资者信心，后续货币端的政策工具仍可期待。

2、基本面：内生动能仍然较弱，供给强于需求的格局仍在延续

2023年1月制造业PMI较2023年12月回升0.2个百分点至49.2%，较季节性低1个百分点：（1）供给修复好于需求，外需修复好于内需；（2）原材料价格、出厂价格均有所走弱；（3）产成品库存回升，原材料采购仍位于荣枯线以下；（4）分规模看，大、中型企业略有回升，小型企业继续下行。**1月非制造业商务活动PMI为50.7%，较上月上升0.3个百分点：**出行旅游类景气度与修复动能均较高；基建类在高基数基础下环比回落，房建维持韧性，建筑装饰类大幅修复。1月PMI指数较上月小幅回升，结束连续3个月下行的局面，但供给偏强、需求偏弱的特征仍在延续，制造业库存周期磨底，出行旅游类行业修复带动服务业回暖。制造业中生产修复的弹性强于需求、原材料和出厂价格均有回落、原材料采购低于荣枯线，三者印证产成品库存指数的回升并非由于库存周期回暖，而是需求偏弱背景下阶段性的被动累库。近期“稳增长”和防风险政策进入新一轮升温期，前期发行的国债陆续落地，各部委表态将出台消费品以旧换新政策，部分城市房地产政策进一步松绑，在供给强于需求的格局下，后续PMI走势将取决于政策能否带来增量需求。

2023年12月通胀回落，物价边际企稳。12月CPI同比减少0.3%，较11月增速提升0.2%，环比转正，与季节性基本持平。PPI同比减少2.7%（前值-3.0%），环比-0.3%，弱于季节性，油价是主要拖累，内需好

于外需。12 月物价数据的边际变化呈现内需韧性下物价弱企稳的态势，主要体现在：（1）服务消费继前两个月回落以后，再次出现爬升的动能；（2）“三大工程”相关的配套政策密集出台，基建相关的产业稳步回暖。财政端适度发力对于物价企稳已有边际推动，后续继续关注货币端的信号。

2023 年 12 月新增社融同比延续多增，“财政式稳信用”的特征依然存在。12 月新增社融为 1.94 万亿元，同比多增 6338 亿元；政府债券净融资 9324 亿元，同比多增约 6500 亿元，与市场预期基本符合；人民币贷款（社融口径）新增 11092 亿元，较 2022 年同期差约 3300 亿元，是社融低于预期的主要原因。存量数据显示，12 月末社会融资规模存量同比增长 9.6%，低于 11 月 0.4 个百分点。**展望未来，鉴于当下私人部门尤其是居民部门的内生融资动能较弱，PSL 重启带来的信贷增量或在万亿元级别，乘数效应或较为有限。**

2023 年经济平稳收官，生产偏强、消费持续修复，制造业、基建投资回升。2023 年经济经历了“波浪式发展、曲折式前进”的恢复过程，经济结构正向疫情前的常态化回归：一是大城市吸纳就业的能力在提升，二是居民边际消费倾向正接近趋势线水平。**展望 2024 年，两会 GDP 目标大概率定在 5% 左右，节奏前高后低，目前依然处在结构转型压力期。**财政靠前发力，上半年有望迎来投资端的一轮脉冲；下半年经济动能取决于外需恢复的弹性。（1）经济增长预计在 2024 逐渐完成下台阶。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）需求分项看，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好一点。

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，地缘政治不确定性因素累积，对市场风险偏好的扰动或较大；（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）由于需求不足，许多行业产能过剩（中游和下游行业为主，如新能源、化工等），后续弱复苏背景下过剩产能和累计库存难以快速消化，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 单季由负转正，中证 1000 负增幅度收敛，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，公用及交运高增；食品饮料及美妆业绩明显提升，医药及轻工负增幅度收窄；科技中，电子单季度业绩转正，传媒业绩高增，汽车业绩稳健，电新负增压力扩大；（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，或将分别达到 6.3%和 6.4%。

(二) A 股投资策略：

1、风格判断：大盘好于小盘，低风险特征是关键。从估值角度看，沪深 300 为代表的大盘股估值水平处于历史相对低位，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、海外金融压力减小时期中大盘股票往往表现出更好的超额收益。而小盘题材股在估值与交易优势下降、乐观预期难以兑现、风险偏好逐级下台阶的定价环境下，整体依旧承压。现阶段周期认识和价值发现的思维和策略仍难以奏效，股票风格和个股的选择并不在分子端盈利，而是在估值和风险溢价。由于缺乏新的乐观预期，市场整体 ROE 改善难度较大，当前选股底仓重点在低风险特征的股票，关键在低估值与稳定现金流：（1）相对中期角度，由于增长越来越稀缺，但不确定的环境中，投资者对低风险特征的资产需求上升，高股息重要但非全部；（2）低风险特征，来自于估值定价有安全边际，投资预期稳定（如稳定现金流或较高股息率或稳健商业模式）；（3）高股息是一个性价比策略，部分板块短期快速上涨压缩股息空间，需回避追涨风险。下一阶段，围绕低风险特征，重点关注低估值+稳定现金流或稳定经营的股票。

3、行业配置：重点关注低估值+高股息或低估值+稳定现金流。（1）低估值+高股息：资源品（如石化、煤炭等）、运营商、高速公路、国有行及白电行业；（2）低估值+稳定现金流及高资产重估价值：公用事业（燃气、电力）、环保（水务、固废）、交运（港口）、大众品和零售百货；（3）中期视角看，大盘成长股价逐渐筑底、韧性逐步显现，超跌反弹优选低估值、产业周期拐点明确的电子、医药、军工行业。

图：主要 A 股指数估值水平

主要指数	2024/1/31	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	15.17	34.50	11.55	17.78	26.40%
	Wind全A(剔除金融、石油石化)	23.61	73.88	18.18	28.71	20.30%
	上证50	9.31	22.89	6.97	10.07	23.30%
	沪深300	10.61	27.35	8.03	12.28	17.80%
	中证500	19.11	89.51	16.24	28.96	4.50%
	中证1000	28.90	144.82	19.36	39.46	10.20%
	中小100	16.54	64.61	16.54	30.77	0.10%
	创业板指	23.21	135.13	23.21	51.61	0.10%
	中小综指	29.33	96.75	23.18	41.15	9.70%
	创业板综	36.97	174.93	28.88	60.87	7.60%
海内外相对估值PE(TTM)	中证红利指数	6.34	20.46	5.24	8.19	21.60%
	恒生AH股溢价指数	6.91	22.68	6.25	9.29	2.60%
	上证沪港通AH溢价指数	7.28	10.27	3.08	6.93	56.50%
相对估值PE(TTM)	上证指数/标普500	0.47	1.56	0.36	0.62	6.80%
	创业板指/沪深300	2.19	8.11	2.19	4.07	0.10%
相对估值PB(LF)	创业板综/沪深300	3.49	14.08	2.83	5.01	12.00%
	创业板指/沪深300	0.63	6.06	0.59	3.33	2.10%
	创业板综/沪深300	3.49	5.30	1.38	2.95	71.30%

数据来源：Wind，招商基金，数据截至 2024 年 1 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

债券市场整体回顾：2024 年 1 月债市大幅走强，债市收益率全线下行，中长端好于短端，曲线压平。1 月债市存在较明显的“看股做债”效应。1 月上旬，股市经历一波调整，12 月 PMI 指数低于预期，市场有

一定降准降息预期，10 年国债收益率下行至 2.5% 以下；中旬，受今年拟发 1 万亿超长期特别国债和 MLF 利率未下调影响，债市收益率小幅回升；下旬，人民银行行长 1 月 24 日在新闻发布会上宣布降准 0.5%，下调支农再贷款、支小再贷款和再贴现利率各 0.25 个百分点，叠加 1 月全月地产销售依然不佳，10 年国债收益率下行至 2.43% 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 2024 年 1 月 31 日。

债券市场展望：我们对债市总体仍持乐观态度。（1）降息预期或将成为推动债市走强的重要因素，收益率中枢或逐步下移；（2）资金面可能仍不宽松，存单利率或较难下行至 2.3% 以下，曲线整体偏平；（3）政府还需要时间修改政策框架去贴合市场需求，3 月或将是观测政策框架变动的重要节点，如有变化，需及时在观点和仓位上进行调整。

（1）基本面看，或受春节在 2 月影响，高频数据中基建需求、汽车需求均尚可，地产销售和上下游仍偏弱；

（2）资金面看，1 月央行降准并下调支农再贷款、支小再贷款和再贴现利率，但资金利率下行幅度不及预期，主要由于春节前实体现金需求，流动性缺口仍存在，仍需央行进行节前投放以稳定资金面。从防空转、保 NIM（净息差，NetInterestMargin）、平滑信贷目的看，资金面或不会很宽松，存单利率重回低于 MLF 利率 30bp 以上的极宽松状态的可能性较低；

（3）政策面看，央行领导在新闻发布会上表态，更加重视物价和实际利率因素。我们认为如果一季度物价没有好转，央行有望开启降息，将成为牵引债市收益率继续下行的重要因素。财政政策与基建投资有增有减，整体形成的刺激力度有限；

（4）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，降息预期或仍带动债市走强。在降息未落地之前，仍可偏积极持债。如有小调整，可适当增持，待降息落地后，可视行情节奏考虑适当减仓。

杠杆方面，降准后资金面主动权仍在央行，资金面还难说会转松，负债稳定的组合可考虑维持中偏高杠杆，而日常开放、有赎回压力的组合可维持中性杠杆。久期方面，可考虑偏积极，降息利好出台之前均可考虑逢调整加仓。品种方面，信用品种更具吸引力，长端利率具有博弈价值。在具体的曲线策略和期限选择方面：（1）信用品种中，2年产业债、2年商金债、4年银行资本债券有相对价值，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和配置；（2）考虑券种流动性和博弈降息行情，4年银行资本债券和长久期利率债是较好的波段品种。

2、具体信用品种分析

城投债方面：央行2024年工作会议继续强调推动稳妥处置重点区域和重点机构风险，金融支持融资平台债务风险化解工作有序推进。城投流动性依然偏紧，但化债政策支撑下对市场影响有限。2024年特殊再融资债券以贵州为开端启动发行。1月化债行情持续演绎，城投各品种利差普遍收窄，高票息品种表现更优。1-2年期AA级及以上品种利差收窄3-10bp，1-2年期AA（2）品种利差收窄11-14bp，1年期、2年期AA-品种利差收窄25bp、60bp。3-5年期AA级及以上品种利差收窄3-16bp，3-5年期AA（2）品种利差收窄18-29bp，3-5年期AA-品种利差收窄34-53bp。分区域来看，重点化债省份利差压缩明显，除内蒙古外普遍收窄超25bp，其中青海、贵州、宁夏、云南、广西收窄超50bp。其余区域中，陕西、山东、四川利差收窄超25bp，江西、湖南、河南、河北、湖北收窄超20bp。

展望2月，化债政策延续下，仍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，如确定利好政策落地，可以择机参与短期限个券，严格控制期限，并定期敞口变化；近期多家城投公告提前兑付债券，关注提前到期风险与高息折价债券提前兑付的超额收益机会。**中长期看**，城投基本面并未发生实质性改善，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，可在好资质城投中择优配置，适当拉长久期。

地产债方面：1月多区域地产销售政策持续放松，30大中城市商品房成交面积767.13万平方米，环比下降39%，相较2019年、2021年同期分别同比下降47%、59%，**成交改善有限**。从利差表现看，高票息品种表现较优，除1年期AAA、AA+品种利差走阔4bp外，其余各品种利差普遍收窄，2-5年期AAA等级品种利差收窄2-5bp，AA+等级收窄7-21bp，2-5年期AA等级收窄47-72bp。国企、民企利差走势分化，央企利差收窄16bp，民企利差走阔321bp。

展望2月，商品房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**。从板块比价看，当前地产债绝对收益率仍较高。标的方面，一、二梯队央国企地产债安全边际相对较高，对于高等级央国企地产企业可适当考虑2年以内品种，同时若有房企的风险事件带来央国企利差走阔，可考虑逢高配置。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：1月冷空气影响强度及范围减弱，沿海电厂日耗震荡走低，假期多数煤矿阶段性停产，供给有所减少，市场供需双弱，终端以消耗库存为主，成交冷清。从利差表现看，高票息品种表现较优，1年

期 AAA 等级品种利差走阔 6bp，2-4 年期 AAA、AA+品种利差收窄 1-11bp，5 年期 AAA、AA+品种利差分别收窄 6bp、20bp。1 年期 AA 品种与上月末利差持平，2 年期 AA 收窄 19bp，3-5 年期 AA 收窄 33-51bp。

展望 2 月，当前煤价仍处相对高位，短期内煤炭债利差大幅走阔概率较低。当前煤炭债收益率压缩至历史低位，整体配置性价比较低，可关注其产业永续债的品种溢价机会，以及部分隐含评级 AA 主体的配置机会。

钢铁债方面：1 月下游需求释放节奏偏慢，整体需求不强。近期受“资产荒”带动，钢铁债利差走势分化，中低等级钢铁债行情表现较好，1 年期 AAA-、AA+品种利差走阔 5-6bp，2-5 年期 AAA-、AA+品种利差收窄 1-10bp，2-5 年期 AA 品种收窄 24-40bp。

展望 2 月，考虑到钢铁行业基本面短期内难有明显起色，考虑关注 1 年期以内品种结构性机会，并控制久期和仓位。

银行资本工具方面：1 月银行二永债收益率普遍下行，中长端表现较优，银行二级资本债方面，1-2 年期 AAA-、AA+品种利差收窄 3-8bp，1-2AA 品种收窄 9-16bp，3-5 年期各等级品种利差收窄 11-19bp。银行永续债方面，1-2 年期各等级品种利差收窄 8-13bp，3-5 年期各等级品种利差收窄 9-19bp。

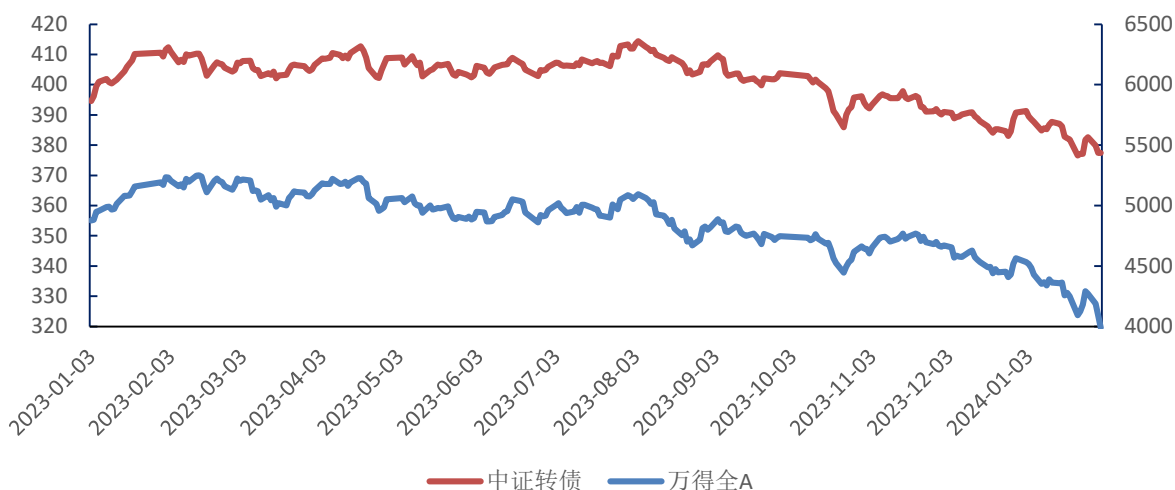
展望 2 月，当前中长端银行二永债收益率压缩至历史较低水平，下行空间有限，后续若出现一定调整可逢高配置。对于经济发达的强区域城农商行二永债，部分好区域资质尚可主体的隐含评级 AA-品种也值得关注，博取次级条款的品种溢价带来的超额收益。

2.2.3 可转债市场回顾展望与投资策略

可转债回顾：1 月转债市场跟随股市整体下跌。截至 1 月 31 日，1 月中证转债下跌 3.97%，同期万得全 A 下跌 12.59%，沪深 300 下跌 6.29%，创业板指下跌 16.81%，转债表现强于股票。市场目前整体偏悲观，缺乏信心，对刺激性政策预期下降。分板块看，本月煤炭、银行、石油石化和家电板块涨幅居前；计算机、电子、国防军工和医药板块跌幅居前。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，1 月偏股转债、平衡转债和偏债转债估值分别下降 2.75%、3.87% 和上升 2.62%至 1.52%、13.65%和 63.31%。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 29.07% 水平。

可转债展望：正股层面，目前市场悲观情绪浓厚，经济基本面处于磨底之中，市场对政策强刺激预期不断降低。资金在前期持续流出后有望迎来底部区间，目前 A 股估值上已经处于高赔率水平。未来的两个变盘点在于经济数据的持续改善或超预期积极政策的出台，在此之前市场更多的可能是反弹而非反转。策略上可以多做波段操作。**转债估值层面**，转股溢价率在权益市场悲观情绪下持续压缩，其中偏股转债估值已下降至 2020 年以来 11.3%历史分位数水平。目前纯债票息持续下降，机会成本较低，考虑到转债正股估值和转股溢价率都处于相对低位，转债性价比逐渐抬升，若后续权益市场有修复或市场降息，转债估值或迎来明显修复。策略上建议保持中性仓位，关注低价高股息转债和估值进入性价比区间的成长转债。

图：可转债市场表现



数据来源：Wind、招商基金，数据截至 2024 年 1 月 31 日。

2.3 港股

2.3.1 回顾展望

港股回顾：1月恒生指数下跌9.16%，恒生中国企业指数下跌9.96%。在恒生综合行业方面，能源业和电讯业表现较好，医疗保健业、非必需性消费业和工业跌幅较大。截至2024年1月31日，恒生指数PE（TTM）为7.9X，较12月底的8.2X有所下调，恒生国企指数PE（TTM）为6.8X，低于11月底的7.1X。

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，而实际降息落地时间或推迟。目前，市场悲观情绪浓烈，及时应对优于博弈政策，注重高股息和主题型机会。

2.3.2 投资策略

港股市场目前重点关注以下板块：

(1) 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) 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、海运：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。对于海运亦是如此，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) 香港本地公用事业板块。相比大陆公用事业，部分香港本地股的资产业务顺价能力更强：境外配电网实际燃料成本与标准燃料成本（提前与政府协定）之间的差额通过燃料调整条款扣除或计入，转嫁给客户。这类公司的境外长久期资产或将受益于无风险利率下行。

2.4 美股

美股市场回顾：1 月标普 500 指数上涨 1.59%，纳斯达克综合指数上涨 1.02%，道琼斯工业指数上涨 1.22%。美国经济迎来 2024 年开门红。尽管 CPI 的抬头或会延后降息时间，但美国经济数据给市场带来了充足的信心。

火热的就业数据也给市场带来通胀的担忧。美国劳工部 1 月 11 日公布的数据显示，2023 年 12 月美国 CPI 同比上涨 3.4%，涨幅较前一个月的 3.1%有所扩大，超出预期的 3.2%，且远高于美联储设定的 2%通胀目标。尽管通胀有所回升，市场多数观点认为，降息的时间会晚于预期。

市场预期在 3 月降息的概率降至 42.4%，市场普遍预期到年中才可能进行降息。一月份，美国十年期国债处于稳步走高的趋势。亮眼的非农数据和 CPI 的走高或意味着美国经济继续保持较为强劲的态势。超预期的 PMI 表明，制造业和服务业均呈现订单增加的趋势，企业正处于相对较好的营商环境中。GDP 数据同样超出市场预期，美国四季度 GDP 年化季率增长 3.3%，而预期值是 2%。至此，美国 GDP 全年增速达 2.5%。

美股市场展望：展望 2 月，市场焦点重回科技股——AI 浪潮是将持续数年乃至数十年的人类革命，目前已是市场的全面共识。

机构偏好大盘股是去年美股相当显著的市场风格。对比大盘股代表指数标普 500 与小盘股代表指数罗素 2000，可明显看出大盘股强于小盘股走势。一方面，去年美联储持续加息，业绩稳定的大盘股具有一定避险属性；另一方面，随着市场开始转入降息预期，若今年美国经济能实现软着陆，小盘股今年表现或优于大盘股。

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：地缘局势紧张，油价维持震荡反弹。1 月原油价格震荡筑底反弹。一方面，红海危机扩大引发对潜在原油供应中断的担忧，多家海运企业绕道运输增加了运输成本并可能延期交付，进一步刺激

了国际油价上涨。世界银行在其《2024 年 1 月全球经济展望》中指出，地缘政治风险加剧可能导致能源价格上升，对全球经济活动和通胀产生更广泛的影响。虽然迄今为止红海供应中断并未造成任何直接的石油供应损失，但由于承运人需长途跋涉才能避开红海，因此间接导致市场供应紧张。另一方面，1 月中旬起，美国爆发大规模寒潮。美国北达科他州管道管理局表示，由于极寒天气影响，石油产量估计下降 50-55 万桶/日。1 月中下旬美国原油产量大幅下降及库存降低进一步刺激国际油价反弹。

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 2024 年 1 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，美国有望迅速摆脱寒潮影响，支撑油价上行。 **供应端：**红海危机持续发酵逐渐影响到周边国家，地缘政治的风险溢价或使原油价格持续走高，虽然短期对全球能源及商业供应并未带来较大影响，但后市不确定性仍较高。而对于美国遭遇恶劣性气候导致的临时性产量下降和因为冰冻的气候导致炼油厂原油进口量减少而引发的库存骤降，一旦气温回升，美国原油产量将恢复到历史最高水平，叠加美国炼油厂将进入春天季节性检修，季节原油库存或会快速增长。此外，2 月初 OPEC 将召开新一届会议，由于近期产油国发布“挺价”言论，市场认为本次会议前景展望偏积极，减产政策有望延续。**需求端：**全球经济依然改善缓慢，利空压力延续。但中国经济有向好预期、国际能源署小幅上调明年需求预测，且美国商业原油库存也出现下降，市场忧虑情绪较前期有所缓和。整体看，利好因素暂居上风，未来油价或存上涨空间，带动油价重心上移。

2.6 黄金

金价回顾：美国降息不确定性增强，金价震荡走弱。美国 2023 年 12 月 CPI 同比上升 3.4%，创 2023 年 9 月以来新高，令市场对于美联储开启降息的预测不断向现实修正，叠加对于美国软着陆的预期提高，支撑美元和美债收益率在近期高位运行，压制黄金表现。而在美国 2023 年四季度 GDP 公布后，金价短暂跳水后快速回升，呈现出较强的博弈性，主要由于美国 2023 年 12 月经济数据多数超预期，市场一定程度上已对此有心理准备。整体看，1 月黄金市场整体震荡走弱，中枢有所下移。

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 2024 年 1 月 31 日。

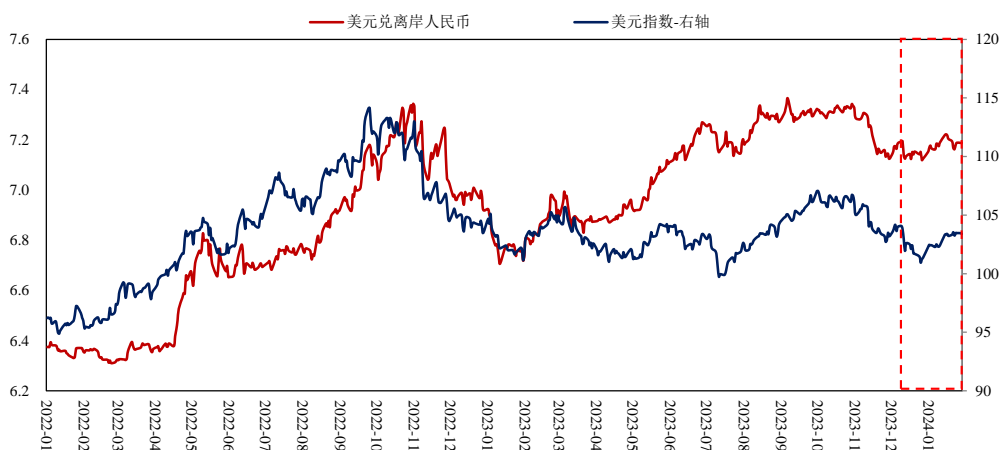
金价展望：避险情绪仍存叠加降息预期支撑黄金板块。一方面，虽然市场普遍认为美联储加息进程已结束，但对于降息周期开启时间节点及累计幅度的预期或将变化较大。事实上，市场对美联储降息周期开启时间节点及幅度的预期已从此前的 3 月逐步调整为 5 月。但总体看，美国通胀已顺利下台阶，美国经济内在动能放缓仍是大趋势，联储若要实现软着陆目标，降息或仍是必选项，因此市场对降息始终存在期待，持续成为金价上行动能。复盘历史数据，美国在 2007 年 7 月至 2008 年 11 月及 2019 年 7 月至 2020 年 3 月分别经历过两轮大的降息，金价均保持强势水平。另一方面，经济复苏的不确定性提振避险情绪，全球央行购金热情不减。据央行黄金储备调查显示，71% 的受访央行认为，全球央行的黄金持有量将在未来 12 个月增加，去年这一比例为 61%。去美元化和全球央行系统性增持黄金储备的趋势愈加凸显，将为金价继续上涨提供动力。此外，由于春节假期临近，国内黄金消费需求强劲的态势有望保持，对金价形成一定支撑。

2.7 汇率

汇率市场回顾：美国降息预期不断调整，美元指数上涨。市场对于美联储降息预期不断调整，推动美元指数大幅反弹，月度涨幅为 2.12%，报收 103.52，基本回升至 2023 年 12 月初水平，非美货币也因此表现弱势。

2024 年 1 月人民币汇率持续承压。1 月初以来，美元兑人民币有所走弱，节前结汇不及预期，叠加美联储降息预期时间后延，人民币有一定贬值。近期，随着央行降准落地及各部门利好政策密集出台，或有利于市场主体信心进一步改善和修复，节前人民币或仍有一定走强空间。后期，随着美联储降息逐步兑现，年内人民币大概率震荡走强。

图：2024 年 1 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 2024 年 1 月 31 日。

汇率市场展望：降息预期趋缓，但美元持续回落趋势不变。 2024 年 1 月以来美联储降息预期修正后，美债收益率上行，虽然 2 月仍存在降息的概率，但除非美联储释放明确的降息信号及具体指引，否则当前稳汇率压力下降息时点或慢于市场预期。但总体看，美联储在 2024 年上半年降息的预期仍存，美元指数可能还会持续走低。此外，地缘政治风险不断加剧，多个国家选举结果具有不确定性，或会对美元有所逆转。但长期看，美元或仍会保持稳步下跌趋势。

人民币汇率或震荡回稳，人民币兑美元汇率稳中有升。 尽管由于美联储 3 月开启降息的乐观预期逐步得到修正，美元、美债走强，人民币汇率持续贬值，但随着近期国内“稳增长”各项政策逐步加码，市场信心有所提振，美元兑人民币汇率有望在 2 月呈现小幅升值态势。但考虑到 2024 年一季度经济复苏并未明显提速，除非宏观经济数据对经济复苏提供更强有力的验证，否则人民币汇率升值速度依然偏慢。

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，但底部经历充分调整后，伴随“稳增长”政策的加码，风险偏好或逐步迎来改善。
港股	中长期看，美联储降息路径更为清晰，叠加国内“稳增长”政策持续发力，能够为港股提供反弹催化。但当前受制于海外基本面的韧性及国内经济数据的低迷，短期或呈现低位震荡走势。
美股	短期盈利支撑下美股或仍有支撑，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。
国债	当前在基本面偏弱、降息预期持续影响下，债市大环境未改，胜率仍在，但利率低位可能面临政策和市场博弈的扰动。中期看，随着存款利率的调降，十年国债收益率中枢或继续下行。
美债	考虑当前各项经济数据并未加速放缓，短期收益率或会围绕 4% 的中枢震荡，但中长期看 10 年期美债具备较好的中长期配置价值。
黄金	短期降息交易充分，金价存在波动，但中期维度随着美债实际利率的下移，黄金的配置价值依然显著。

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、复制或有意原意的删改。