



招商基金投资策略报告

2024年3月



长期 | 价值 | 责任

目 录

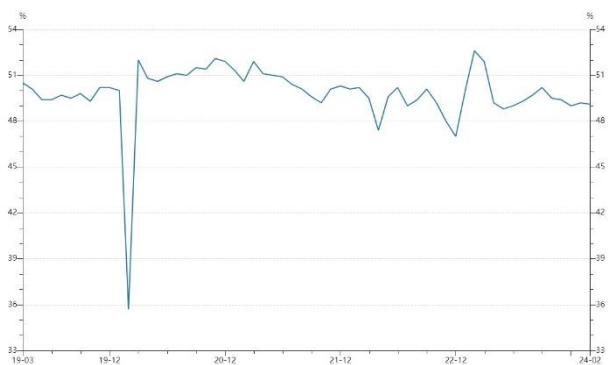
1	宏观经济环境	2
1.1	国内市场	2
1.2	海外市场	3
1.2.1	美国	3
1.2.2	其他国家与地区	4
2	大类资产观点	5
2.1	A股	5
2.1.1	回顾展望	5
2.1.2	投资策略	6
2.2	债券	8
2.2.1	债券市场回顾展望	8
2.2.2	债券市场投资策略	9
2.2.3	可转债市场回顾展望与投资策略	11
2.3	港股	12
2.3.1	回顾展望	12
2.3.2	投资策略	12
2.4	美股	12
2.5	原油	13
2.6	黄金	14
2.7	汇率	15
3	大类资产配置策略	16

1 宏观经济环境

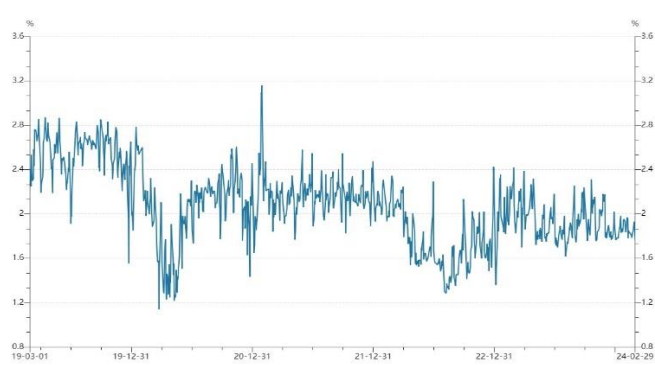
1.1 国内市场

国内：经济整体依然弱势，流动性在正常区间内。2024年2月份制造业PMI录得数据49.1%，较上月略有下滑且依然在枯荣线以下。投资数据方面，2023年12月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月份数据录得同比增长7.4%，虽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，录得数据同比增长3.78%。

图：2024年2月份PMI较上月略有下滑



图：DR007 依然维持在正常区间内



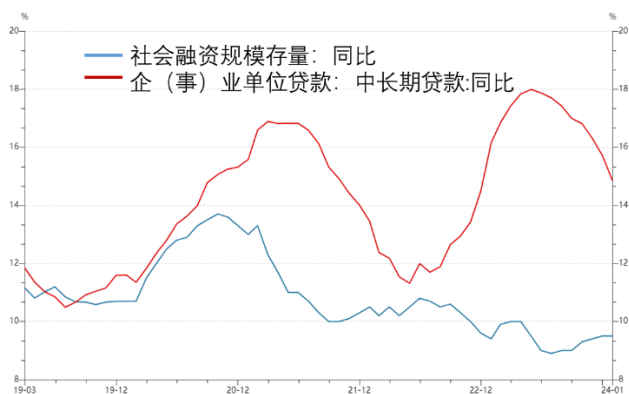
数据来源：Wind、招商基金，数据截至2024年2月29日。

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。

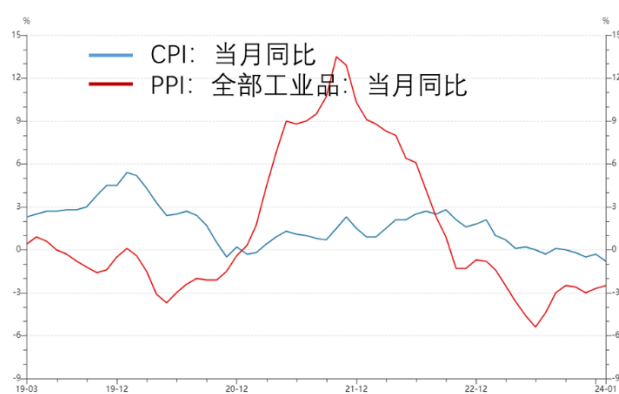
从投向实体经济的流动性角度看，代表性指标社融存量2024年1月份数据录得同比增长9.5%，与上月持平。2024年1月份，社融两年CAGR（复合年均增长率）增速大致横盘窄幅震荡；企业中长期贷款数据继续回落。

通胀方面，2024年1月份，CPI继续下行，同比下降0.8%；PPI跌幅有所收窄，同比下降2.5%。

图：2024年1月份社融存量数据较上月持平



图：2024年1月PPI、CPI数据依然弱势



数据来源：国家统计局、Wind、招商基金，数据截至2024年1月31日。

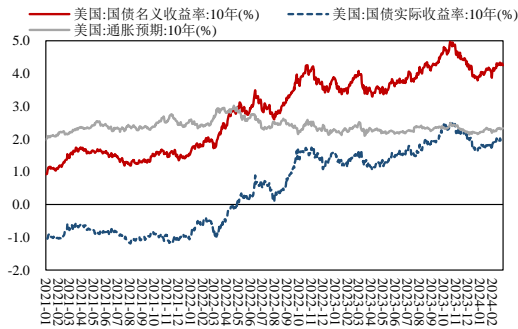
1.2 海外市场

1.2.1 美国

回顾：经济韧性延续叠加 AI 产业催化，股票市场上涨。（1）1月 FOMC（联邦公开市场委员会）会议纪要显示，美联储官员“一致判断政策利率可能处于本轮紧缩周期的峰值”，大多数与会官员“都注意到过早放松政策立场的风险”，并强调仔细评估即将发布的数据的重要性，以判断通货膨胀率是否正向 2% 的长期目标水平持续下降；（2）美国 1 月核心 PCE 物价指数环比符合预期，个人收入环比超预期。具体看，1 月核心 PCE 通胀环比上行 0.3 个百分点至 0.4%，同比回落至 2.8%，符合预期；PCE 价格环比从 0.1% 回升至 0.3%，同比回落至 2.4%。分项来看，核心商品有所反弹但仍偏弱，核心服务中等价租金偏强带动住房分项回升，其他核心服务普遍改善，食品分项有所反弹但能源分项仍然偏弱；（3）美国 1 月新增非农就业 35.3 万人，远高于市场预期的 18.5 万人（2023 年 12 月与 11 月就业数据也分别大幅上修约 16 万及 0.9 万人）。其中，1 月私人部门新增就业 31.7 万人，也远高于市场预期的 17 万人；（4）本月公布的非农（非农就业人数、就业率与失业率）和 CPI 数据大超预期，显示通胀韧性仍存，一定程度弱化了此前交易过多的降息预期，美债利率一度抬升至 4.25%，当前 CME（芝加哥商品交易所）利率预期隐含 6 月首次降息，全年降息 3 次。

展望：降息预期与现实存在错位，美股节奏或先震荡再上行。（1）3 月美债利率存在波动的可能，主要在于受租金影响的核心通胀环比仍有粘性叠加逆回购的消耗和美国缴税季都可能抽离一部分资金；（2）3 月 21 日 FOMC（联邦公开市场委员会）会议关于降息缩表等的信号，以及 3 月 7 日美联储主席鲍威尔在国会听证会的证词，或造成降息预期的摇摆；（3）美银 2 月 FMS 调查（基金经理调查）显示，对未来经济衰退预期的比例在 2 月初大幅下降，“硬着陆”比例下降至 11%，“不着陆”比例翻一倍到 19%；（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）对于降息预期，现在市场已将首次降息时点从 5 月推迟至 6 月，2024 年累计降息幅度下降 61bp 至 85bp。整体看，美股节奏后续或有望震荡上行，4-5 月结合通胀和就业数据的变化催化可能是市场开始新一轮降息交易的时点。

图：10年期美债利率边际回落，从3.99%攀升至4.25% 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%	4.0%	96.0%
2024/5/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.6%	18.0%	81.4%
2024/6/12	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.3%	10.2%	52.8%	36.7%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.2%	6.0%	34.8%	43.5%	15.5%
2024/9/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	4.4%	26.8%	41.1%	23.3%	4.3%
2024/11/7	0.0%	0.0%	0.1%	2.4%	16.5%	34.5%	31.5%	13.1%	2.0%
2024/12/18	0.0%	0.0%	1.6%	11.8%	28.4%	32.5%	19.2%	5.7%	0.7%
2025/1/29	0.0%	1.0%	7.5%	21.4%	30.8%	24.9%	11.4%	2.8%	0.3%
2025/3/12	0.4%	3.4%	12.6%	24.9%	28.6%	19.9%	8.2%	1.9%	0.2%

数据来源：Bloomberg、CME，数据截至2024年2月29日。

1.2.2 其他国家与地区

欧洲：通胀逐步降温，主要股票指数大多上行。（1）欧元区2月服务业PMI上行1.6个百分点至50.0%，自2023年8月以来首次回升至荣枯线。尽管制造业PMI不及预期，但仍位于46%以上。综合PMI在服务业推动下回升至48.9%，维持改善态势；（2）欧元区通胀近期整体偏弱。2月HICP（消费者物价指数，Harmonized Index of Consumer Prices, HICP）和核心HICP同比分别回落至2.6%和3.1%，虽略高于预期，但核心HICP的3个月折年增速仅为1.5%，意味着通胀逐步降温；（3）欧央行官员表态整体偏“鹰”，拉加德表示工资压力仍强劲，需更多通胀回落的证据。奥地利央行行长霍尔兹曼表示认为欧央行不会先于美联储降息；（4）截至2月29日，欧元区STOXX50（欧元）指数月涨幅4.93%，欧洲STOXX600（欧元）指数月涨幅1.84%，法国CAC40指数月涨幅3.54%，德国DAX指数月涨幅4.58%，英国富时100指数月跌幅-0.01%。整体上，伴随通胀水平持续降温，欧央行降息的障碍进一步减少，股票市场亦或将所有提振。

日本：经济有望进入温和再通胀周期，股票市场呈普涨态势。居民和海外投资者对日本“走出通缩”的预期高涨，资产配置由“保守”逐步转向“均衡”，增量资金驱动市场上行。具体来看：（1）日本2023年四季度GDP季比折年增速超预期回落至-0.4%，服务消费和政府支出是主要拖累因素，但居民消费和企业设备投资降幅逐季收窄，相对亮眼；（2）2024年1月日本CPI同比增长回落至2.2%，仍高于预期的1.9%；剔除生鲜食品和能源的CPI同比回落至2.0%；（3）日央行行长植田和男释放“鸽”派信号，称即使结束负利率，宽松的金融环境也将持续，副行长内田真一表示结束负利率后日央行也不太可能持续快速加息。

截至2月29日，日经225指数月涨幅为7.94%。展望后市，日本或将走出长年通缩的阴影，进入温和再通胀周期，产业层面有望受益于全球半导体、新能源产能转移带来的投资机遇。

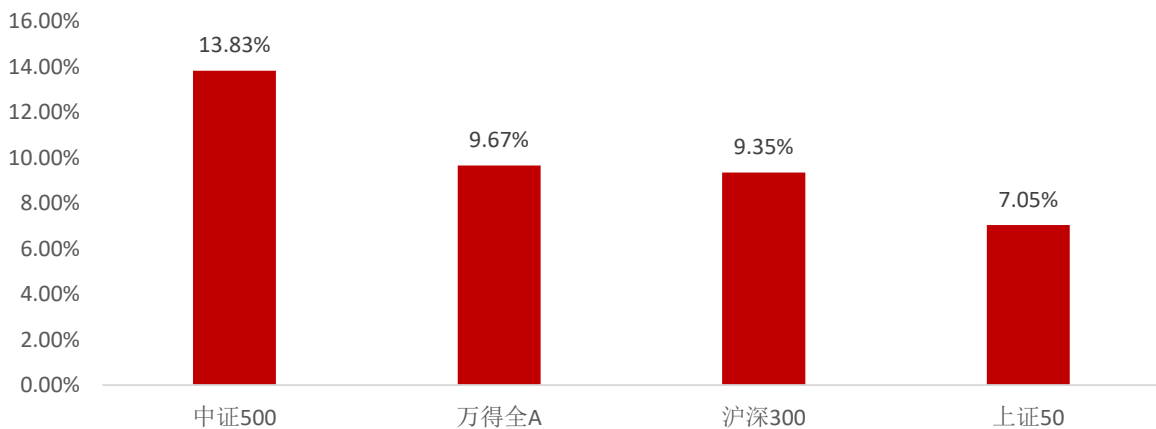
2 大类资产观点

2.1 A股

2.1.1 回顾展望

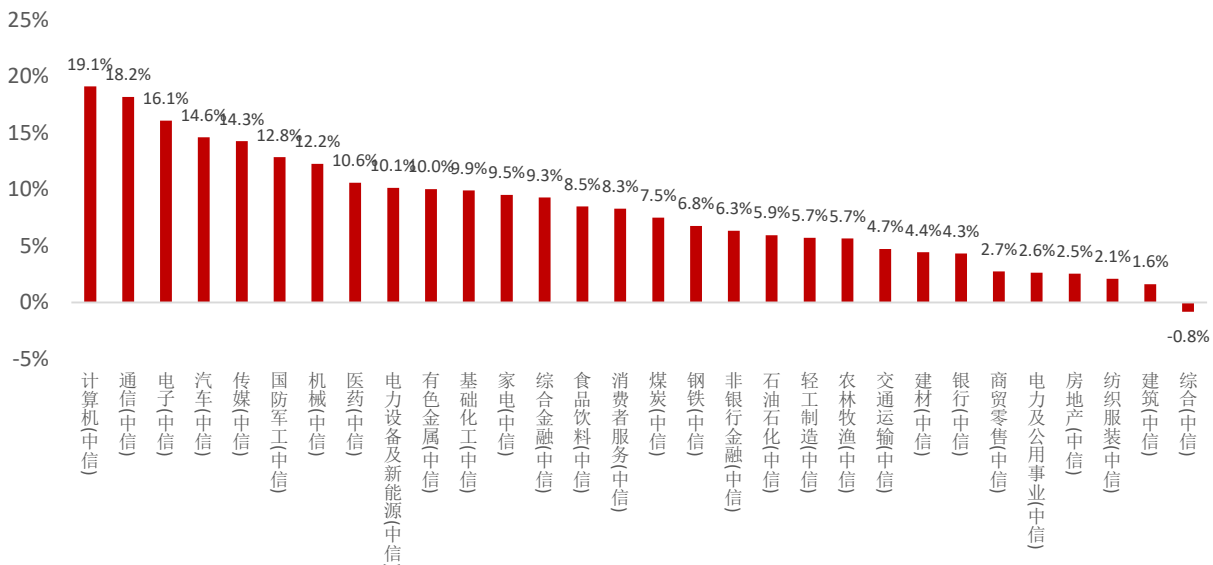
A股回顾：悲观预期修正叠加政策与产业催化，市场迎来反弹。由于前期中小市值板块深度调整，及历史低位的两融担保比例水平，高风险偏好投资者预期修正已基本结束。市场步入“春节-两会”政策、数据、业绩空窗期，1月超预期的信贷需求、资本市场监管优化及资本市场对于流动性的呵护，一定程度令投资者情绪修复带来仓位回补，推动市场反弹。整体看，2月主要股票指数触底反弹，截至2月29日，中证500月涨幅13.83%，万得全A月涨幅9.67%，沪深300月涨幅9.35%，上证50月涨幅7.05%。行业层面上，除中信综合行业外其余行业均上涨，科技成长领衔反弹，金融地产板块表现靠后；其中，计算机、通信和电子行业涨幅居前，而综合、建筑和纺服表现落后。

图：2024年2月主要股指涨跌幅（%）



数据来源：Wind、招商基金，数据截至2024年2月29日。

图：2024年2月A股行业涨跌幅（%）



数据来源：Wind、招商基金，数据截至2024年2月29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：反弹之后，震荡修复。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，反映当前需求恢复仍需进一步巩固，以及实际利率水平处于偏高的状态。全国两会等重要会议窗口期间，叠加交易约束空方头寸表达，期间股市或以维稳为主，后续或仍有一定表现空间。由于市场预期并未跟随股价上升而上升，指数在超跌反弹后仍需筑底和磨底的时间，更全面的投资机会和风格切换或于年中出现。

2.1.2 投资策略

（一）股市分析：

1、政策面：政策聚焦“稳增长”、“稳信心”

2 月政策延续“稳增长、稳信心、防风险”。多部门继续出招“稳增长”（如降息、新一轮大规模设备更新和消费品以旧换新），各地继续松地产（北京、深圳接力放松限购、各地房地产融资协调机制加速落地等），中央全面深化改革委员会第四次会议围绕土地要素，证监会围绕稳定资本市场密集发声等。

2 月政治局会议召开，政策层次更加看重“预期”和“科技”。政治局会议进一步明确了“增强宏观政策取向一致性”的目的和对“营造稳定透明可预期的政策环境”的强调，这可能是在经过外资流出、市场波动后，政策更注重时效性和预期引导。而“要大力推进现代化产业体系建设，加快发展新质生产力”的表述凸显出科技创新等产业政策要进一步加速和发力。

资本市场方面：（1）证监会换帅，新主席召开座谈会等利好信息对活跃资本市场、提振投资者信心的政策预期边际抬升。证监会强调监管态度，加强法治建设资本市场，并强化监管场外衍生品。对 DMA（多空收益互换）等场外衍生品业务持续强化监管，并控制好业务规模和杠杆；（2）沪深交易所首次针对量化交易集中推出系列监管举措，亮明了监管态度，市场情绪得以提振。下阶段，沪深交易所将从制度端、准入端、交易端、信息端、机构端等综合施策，持续加强对量化交易尤其是高频交易的监测分析，并按照内外资一致的原则，将北向投资者量化交易纳入报告范围。

2 月政策面重要事件：

（1）5 年期 LPR 非对称调降 25bp。

2 月 20 日，央行公布的 2 月 LPR 报价数据显示，5 年期以上 LPR 报价下 25 个基点至 3.95%，而 1 年期 LPR 报价保持在 3.45% 不变。5 年期非对称降 25bp 的目的，一是为了遏制地产持续下行的趋势，但依然是托而不举的逻辑；二是给有融资需求的个体工商户和部分非产能过剩制造业降低融资成本，进一步释放内生动能；三是减少由于资金周转的短贷置换现象。**复盘本轮降息周期，央行的决策主线十分清晰——“稳信用”+“活货币”，本次 5 年期 LPR 非对称调降本质上是“稳信用”的逻辑，后续有望继续下调存款利率。**

（2）房地产融资协调机制加速建立。

2 月 6 日，国家金融监督管理总局召开专题会议，进一步部署落实城市房地产融资协调机制相关工作。会议强调，要进一步提高对建立城市房地产融资协调机制重大意义的认识。会议要求，各监管局要成立工

作专班主动加强与地方政府和住建部门协同配合，积极参与协调机制各项工作，及时掌握辖内各城市协调机制运行情况。各商业银行要主动对接协调机制，对推送的房地产项目名单要及时开展评审，加快授信审批，对合理融资需求做到“应满尽满”。2月29日，住房城乡建设部方面表示，截至2月28日，全国31个省份276个城市已经建立房地产融资协调机制，共提出房地产项目约6000个。

2、基本面：内生动能仍然较弱，需求复苏有待夯实

2月制造业 PMI 较上月下降 0.1 个百分点至 49.1%，较季节性低 0.7 个百分点：（1）供给和需求均弱于季节性，外需修复好于内需；（2）原材料价格继续下行，出厂价格回升；（3）库存回落，原材料采购仍位于荣枯线以下；（4）分规模看，大型企业 PMI 与上月持平，中型企业小幅回升，小型企业仍在下行。

2月非制造业商务活动 PMI 为 51.4%，较上月继续上升 0.7 个百分点：出行旅游类（交通运输、邮政和餐饮）景气度维持高位；土建新订单回暖或表示基建实物工作量有修复潜力，建安工程全面收缩、房建新订单继续收缩。**2月 PMI 指数环比小幅下行，核心原因在于春节数据好转为季节效应而非实际经济动能。具体看，2月 PMI 指数与1月相似，制造业库存周期持续磨底，出行旅游类行业带动服务业持续回暖，建筑业景气相对高位的特征。今年春节下行效应相对往年并不显著，后续或将维持震荡。**

1月通胀略低于市场预期，短期有扰动，中期缓修复。1月CPI同比减少0.8%（前值-0.3%），环比增长0.3%；食品形成主要拖累，服务边际回落，其中，猪肉供应过剩使猪价低位徘徊，环比减少0.2%，同比减少17.3%。1月核心CPI同比小幅回落至0.4%（前值0.6%），环比弱于季节性，需求不足的特征仍在延续。1月PPI同比减少2.5%（前值-2.7%），环比减少0.2%。总体而言，2024年1月物价数据依然呈弱修复的态势，春节错位导致其阶段性承压，但从实际动能看，核心CPI和PPI的环比并未较多偏离季节性水平，因此，经济的内生动能韧性仍在，后续随着专项债的加速发行与实物工作量的落地，物价或将进入同比修复的通道，CPI后续大概率在0%附近波动，单边下行的风险较有限，PPI或将在年中附近接近0%。

1月社融总量高增，结构上私人部门信用呈现回暖之势。1月社融存量增速为9.5%，回落0.3个百分点，新增社融65000亿元，同比多增5061亿元，达近五年同期最高；其中信贷在2023年1月高增的背景下继续放量，维持48400亿元，企业债和未贴票分别同比多增3197和2672亿元，成为1月社融多增的主要贡献。往后看，随着LPR调降的落地，私人部门信用有望稳固，为疏通货币传导创造更好的条件。

3、盈利端：企业盈利增长缓步改善。

（1）全A两非单季盈利增速由负转正，为2.4%，两非央企增速领先，中证500/沪深300单季盈利增速由负转正，中证1000负增幅度收敛，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，公用事业、交通运输增速较高，食品饮料、美妆业绩明显提升，医药、轻工制造负增幅度收窄，科技中，电子单季度业绩转正，传媒业绩高增，汽车业绩稳健，电池新能源负增压力扩大；（4）伴随经济总体稳步恢复，2024年盈利预期有望迎来边际改

善。

(二) A 股投资策略：

1、风格判断：成长中的成长与价值中的价值轮换。在过去高速、持续和稳定的增长预期下，投资者对未来的展望和预期能力较远，价值投资的思维得以发挥，市场对于投资风格的分类较多，如按周期、消费、科技、金融、稳定等等分类。但在复杂的国际地缘、经济和社会因素的推动下，市场对于未来的展望和预期长度均降低，这导致传统投资策略的失效与新投资策略的出现。风险偏好较低的投资者追逐安全边际，价值中的价值行情出现（如高分红和固定收益），低风险特征资产的“稳健溢价”。而风险偏好较高的投资者追逐转型增长，成长中的成长行情出现，高风险特征资产的“梦想溢价”。在整体定价环境不发生大的变化的基础上，未来投资风格的轮换将出现在价值中的价值与成长中的成长，而不再是传统结构。

3、行业配置：持有稳定类资产的同时，逐步加大科技成长配置比例。（1）交易结构显著优化、产业周期拐点临近，关注代表新质生产力的成长板块：如 TMT、医药、军工行业；（2）同时继续关注低估值+高股息，有稳定现金流的低风险资产，优选涨幅及估值分位均较低的高速公路、石化、电力和港口等行业。

图：主要 A 股指数估值水平

主要指数	2024/2/29	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	16.45	34.50	11.55	17.78	31.70%
	Wind全A(剔除金融、石油石化)	26.02	73.88	18.18	28.67	30.90%
	上证50	9.91	22.89	6.97	10.07	44.10%
	沪深300	11.44	27.35	8.03	12.27	30.10%
	中证500	21.68	89.51	16.24	28.94	13.60%
	中证1000	32.29	144.82	19.36	39.28	21.60%
	中小100	18.74	64.61	16.20	30.77	1.50%
	创业板指	27.19	135.13	22.88	51.55	1.20%
	中小综指	32.54	96.75	23.18	41.10	16.40%
	创业板综	41.93	174.93	28.88	60.72	12.40%
	中证红利指数	6.64	20.46	5.24	8.18	24.80%
海内外相对估值PE(TTM)	恒生AH股溢价指数	7.32	22.68	6.25	9.28	6.90%
	上证沪港通AH溢价指数	7.67	10.27	3.08	6.94	68.40%
	上证指数/标普500	0.51	1.56	0.36	0.62	13.00%
相对估值PE(TTM)	创业板指/沪深300	2.38	8.11	2.18	4.06	0.70%
	创业板综/沪深300	3.67	14.08	2.83	5.00	16.00%
相对估值PB(LF)	创业板指/沪深300	0.65	6.06	0.59	3.31	3.80%
	创业板综/沪深300	3.67	5.30	1.38	2.95	76.60%

数据来源：Wind，招商基金，数据截至 2024 年 2 月 29 日。过往情况不代表未来表现。

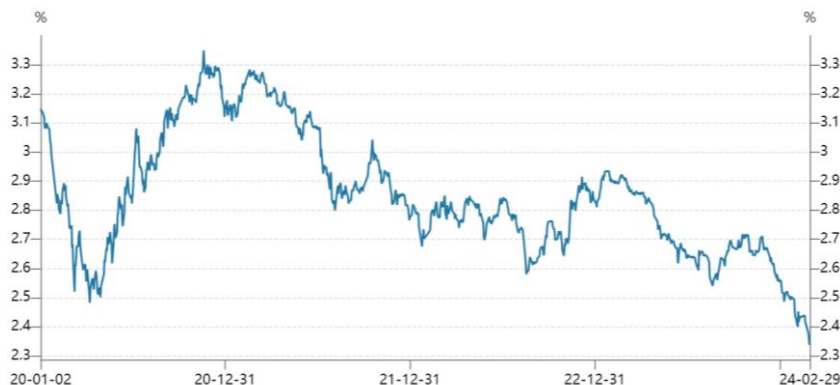
2.2 债券

2.2.1 债券市场回顾展望

债券市场整体回顾：2024 年 2 月债市继续大幅走强，债市收益率全线下行。2月初，股市连续调整，债市走强，2月 6-8 日，股市底部转涨的同时债市随之调整。春节后，央行 MLF 操作未降息，但 2 月 20 日 5 年期 LPR 利率下调 25bp，超市场预期，叠加地产销售的高频数据仍偏弱，债市看多情绪浓厚，后续也有进

一步降息预期，利率债一级发行需求较好，10 年国债收益率持续下行至 2.33%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 2 月 29 日。

债券市场展望：债市大概率将继续走强，收益率或将继续下行，但同时也要注意目前的静态票息处于低位。当前需密切关注期限利差和资金利率，若货币宽松政策迅速到位，则需关注需求端、广义财政是否有大变化导致债市的调整；若货币政策仍偏犹豫，但广义财政政策超预期，债市即使有调整空间也较为有限。

(1) 基本面看，目前地产销售和上下游持续偏弱，基建边际转弱，消费情况中性；

(2) 资金面看，从需要金融支持实体经济或是宽松到位的角度，1 年存单、银行间拆借利率应分别低于 MLF 和 OMO 利率较多，结合当前情况看资金利率还有下调空间；

(3) 政策面看，①当前由于汇率压力对货币政策的宽松有一定掣肘，但从现实（实际利率、通缩风险等）角度看，若后续美联储降息，央行大概率将跟进，MLF 或仍会下调，②两会上财政政策（如赤字率、地方政府专项债等）并未有极超预期的政策推出，对债市影响较有限，③地产政策方面，持续关注未来会否在一线城市进一步放开限购限贷政策，及是否进一步降低房贷利率；

(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，配置型机构对债券的增配力度中偏强，30 年国债换手率和久期水平显示转向偏亢奋。

2.2.2 债券市场投资策略

1、债券投资策略

债市当前的趋势较强，是否出现反转主要看两点：①长期经济基本面及预期发生反转、②短期资金面持续超预期紧张。目前来看，这两点并未出现明显转折点，但（1）绝对收益水平较低、交易结构脆弱；

（2）往后看，债券的供给会季节性增加、可能的高频数据改善、或有的超预期政策（如广义财政超预期扩张）、央行对于“防资金空转、防系统内套利”仍较为关注，这些因素对债市均有一定扰动，或会带来债市的小幅调整。因此，要更为注重组合的灵活度和流动性。

杠杆方面，资金面或将进一步转松，但风险也有所积累，杠杆息差性价比不高。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，根据组合策略调整。在具体的曲线策略和期限选择方面：（1）信用品种中，3 年商金债、4 年银行资本债券和 2 年和 5 年普通信用品种有相对价值，具有绝对收益率优势和久期优势的 7-10 年信用品种值得关注；（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利率债或是较好的波段品种。

2、具体信用品种分析

城投债方面：2月化债行情持续演绎，城投债各品种收益率全线下行，隐含评级AA-品种收益率尤为明显，在收益诉求驱动下市场青睐于对城投债拉久期。具体来看，2-5年期AA-品种利差收窄32-39bp，1年期各等级品种收益率下行17-19bp，但利差受短端无风险利率大幅调整影响被动收窄8-10bp，2年期AA(2)及以上等级品种利差收窄5-7bp，3-5年期AA及以上等级品种利差走阔1-2bp。从区域来看，强弱区域城投利差走势分化，其中青海、广西、云南等区域利差收窄15bp及以上，甘肃、辽宁、重庆、吉林等化债重点区域利差也有所收窄，此外山东、四川、陕西区域利差收窄8-10bp。浙江、江苏、福建、北京、上海区域利差变化幅度在1bp内，与1月末接近持平。

展望3月，当前城投债等级利差压缩较为极致，进一步下沉弱区域的性价比较有限，同时需警惕化债政策推进效果不达预期所带来的估值调整风险，定期跟踪各区域债券敞口的变化；**中长期来看**，城投基本面并未发生实质性改善，因此对中长期低等级城投债仍需维持谨慎。

地产债方面：2月保障性住房建设、房地产融资协调机制建设加速推进，挂钩房贷利率的5年期LPR下调有助于进一步“稳地产”。截至2月28日，当月30大中城市商品房成交面积370万平方米，受春节假期影响环比下降48%，较2019、2021、2023年同期分别下降59%、67%、67%，商品房销售表现仍显低迷。**从利差表现来看**，2月地产债利差走势分化，1年期各等级品种利差被动走阔6-9bp，2年期各等级品种利差收窄4-8bp，3-4年期AA等级品种表现较好，利差收窄5-9bp。近期地产债行情表现较好，隐含评级AA品种收益率已降至历史以来1%以下分位数水平；国企、民企利差走势分化，央国企利差中位数相对上月末持平，民企利差收窄563bp。

展望3月，**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较高，可关注经营稳健主体剩余期限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可适当拉长久期，同时若有房企的风险事件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：2月受寒潮天气影响，全国大范围降温提振电煤消费，同时节后下游陆续复工，厂日耗平缓上涨，中上旬主流港口煤炭库存下降，煤价有所上升；近期随着多数煤矿陆续恢复生产，供应端有所改善，煤炭库存提升，煤价小幅回落。从信用利差来看，1年期各品种利差被动走阔9bp，2-4年期各品种利差收窄1-7bp，5年期AAA品种利差收窄1bp，5年期AA+、AA品种利差走阔2-3bp。

展望3月，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：2月下游消费需求尚未明显回升，依然保持较快累库，价格持稳。从信用利差来看，1月钢铁债利差走势分化，1年期各品种利差被动走阔4-11bp，2年期AAA-、AA+品种利差收窄7-9bp，3-4年期各等级品种利差收窄1-5bp，5年期AAA-品种收窄1bp，5年期AA+、AA品种走阔3-4bp。

展望3月，考虑到当前市场对钢铁债的定价并未充分反映其基本面风险，配置性价比较低，可关注部分地方钢企的结构性机会。

银行资本工具方面：2月银行二永债收益率普遍下行，信用利差走势分化，银行二级资本债方面，中短端品种表现较好，1-3年期各等级品种收益率下行14-18bp，1年期各等级品种利差被动走阔9-11bp，2-3年期各等级品种利差收窄3-7bp，4年期各等级品种利差收窄1-2bp，5年期各等级品种利差走阔1-3bp。银行永续债利差走势分化，1年期各等级品种利差被动走阔7-8bp，2年期各品种收窄7-8bp，3年期各品种收窄1-2bp，4-5年期各品种收窄3-9bp。相对银行二级资本债，当前银行永续债的品种溢价降至10bp以内，吸引力较为一般。

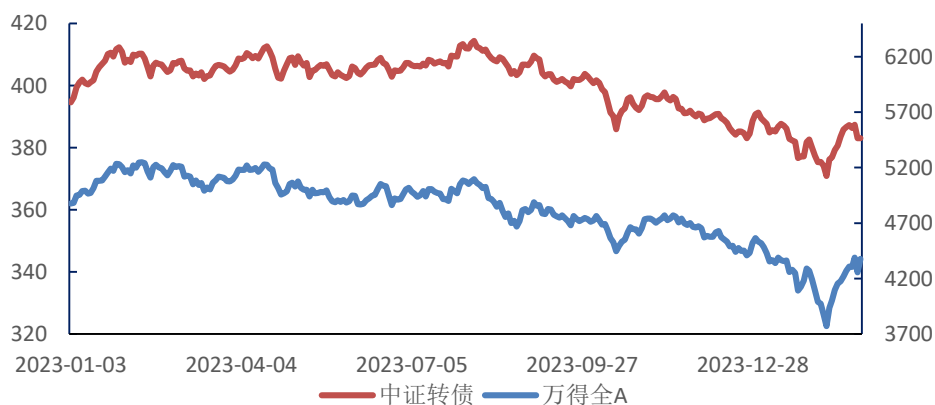
展望3月，当前中长端银行二永债收益率压缩至历史极低水平，综合赔率与胜率来看性价比不高，可视情况考虑逐步止盈：受资金面影响短端定价处于偏高水平，短久期银行二永债存在一定幅度下行空间，且防御性相对较好；此外，经济发达区域的城农商行二永债可适当信用挖掘，博取次级条款的品种溢价带来的超额收益。

2.2.3 可转债市场回顾展望与投资策略

可转债回顾：2月转债市场跟随股市整体上涨。截至2月29日，2月中证转债上涨2.73%，同期万得全A上涨9.67%，沪深300上涨9.35%，创业板指上涨14.85%。转债表现弱于股票。分板块看，本月计算机、通信、电子和汽车板块涨幅居前；综合、建筑、纺织服装和房地产板块涨幅靠后。风格上，成长板块表现强于价值板块，大盘股表现强于小盘股。转债估值本月有所分化。分结构看，2月偏股转债、平衡转债和偏债转债估值分别下降0.68%、上升3.17%和3.73%至0.50%、15.68%和65.82%。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40.57%水平。

可转债展望：**正股层面，**在春节消费出行数据表现较好、资本市场密集出台利好政策以及长端LPR超预期调降等多重利好因素催化下，股票市场风险偏好明显上升。未来需关注经济数据能否长期持续好转。**转债估值层面，**转股溢价率目前处于历史低位，偏股型转债转股溢价率接近于0。目前纯债票息持续下降，机会成本低，叠加权益市场风险偏好提升有助于转债估值震荡修复。策略上建议保持中性略偏积极仓位，哑铃型布局（低价偏债型大盘转债+偏股型正股低估值成长转债）。

图：可转债市场表现



数据来源：Wind、招商基金，数据截至2024年2月29日。

2.3 港股

2.3.1 回顾展望

港股回顾：2月恒生指数上涨6.63%，恒生中国企业指数上涨9.32%。恒生综合行业方面，所有行业均上涨，其中非必需性消费业、工业和医疗保健业表现较好。截至2024年2月29日，恒生指数PE（TTM）为8.3X，较1月底的7.7X有所上调，恒生国企指数PE（TTM）为7.2X，高于1月底的6.7X。

港股展望：市场波动或在两会和美国“超级星期二”期间加大。国内经济大方向将维持稳步回升，海外降息落地预期继续推迟。市场经历信心修复后，将更关注长期视角下的配置机会。关注高股息和赛道型机会。

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) 轨道交通板块。2024年春运客流量同比2023年增长37.9%，客运量加速修复刺激动车组采购需求。财委会提出推动各类生产设备、服务设备更新；降低物流成本，相关政策推动轨交更新替换需求。铁路动车维修替换周期每8-10年更新升级，2024年将开启替换周期的高峰。疫情期间，大部分动车组处于停运状态，检修的需求大幅提升；

(3) 赛道板块。AI浪潮带动算力需求爆发，服务器、AI芯片、光芯片、存储、PCB板等环节价值量将大幅提升。各大科技巨头积极将AI大模型应用在手机、PC、可穿戴设备等终端。

2.4 美股

美股市场回顾：2月三大指数均录得连续第四个月上涨。得益于科技和通信行业稳健的盈利增长和对人工智能的乐观情绪，纳斯达克综合指数以6.12%的月涨幅领涨，道琼斯工业指数和标普指数月度涨幅分别为2.22%、5.17%。

2月美元指数震荡，美债利率反弹，美股上涨，其中科技股领涨。境外资产走势共同反映出美国经济基本面强于预期。其中，美债走势反映市场对美联储降息时间预期的推迟，美国通胀仍具较强粘性。美股科技股强势领涨，人工智能的进展超预期。美国商务部29日公布数据显示，美联储首选通胀目标、剔除食物和能源后的1月核心PCE物价指数同比增速回落至2.8%，较前月的2.9%略有降低，与市场预期一致，为2021年3月以来最小增幅；但环比从1月的0.2%反弹至0.4%，创2023年4月以来最大增幅。

1 月 PCE 物价指数同比从前值 2.6% 降至 2.4%，与市场预期的一致；环比从 0.2% 反弹至 0.3%，增幅再度加速。截至 2 月 24 日，美国周度初次请失业金人数 21.5 万人，预期 21 万，前值 20.1 万，表明劳动力市场降温势头持续。

美股市场展望：展望 3 月，美国股市自 2023 年年底以来持续上涨，主要是由受人工智能热潮的科技股推动。

美联储货币政策由紧转松将是境外市场的全年交易主线，这将利多美元债、黄金和美股成长股。开年以来，美国经济及通胀数据均展现出较强粘性，降息预期从年初至今持续处于收缩阶段。短期看，降息预期的修正或尚未结束，美元债、黄金也将继续处于调整期。（1）**美国通胀粘性超预期令市场进一步“鹰”**。1 月通胀数据继续呈现“弱商品、强服务”的特征。其中，由于需求保持强劲，供给修复受劳动力和住房市场制约，服务通胀在高位转跌为涨，导致总通胀持续位于 3% 以上。在通胀超预期的影响下，市场降息预期进一步推迟，首次降息的时点已延后至 6 月，3 月和 5 月的降息预期概率分别降至 0.5% 和 16%；

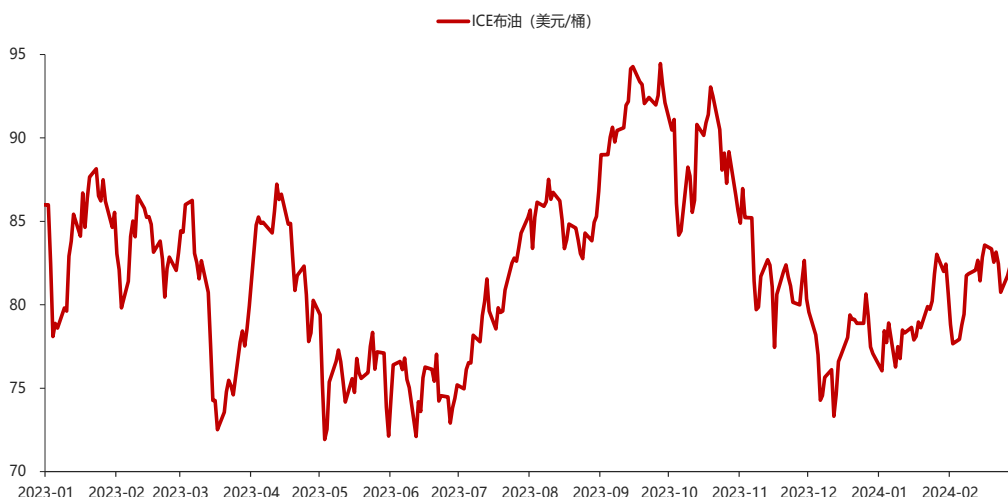
（2）**美联储打压市场的降息预期**。1 月份的美联储议息会议传递出的关键信息包括两方面：一是货币政策转向应是大方向，降息已纳入联储的政策考量；二是不希望市场过早、过多的定价降息的同时否定了 3 月降息的可能，对市场定价过度的宽松预期进行打压。对市场而言，综合考虑美国劳动力市场供不应求的格局难以迅速改变，及通胀粘性和经济韧性均有支撑，市场对于降息的博弈可能还会继续，无论是美元债、还是黄金可能都还会在当前位置有所调整。中长期看，降息仍会来临，关注美债和黄金走势及 AI 带来的美股主题投资机会。

重点关注科技互联网、硬件半导体、基本面优质的中概股、公用事业和必须消费品板块中的投资机会。

2.5 原油

原油市场回顾：国际油价探底回升，中枢震荡上行。2 月上旬一方面由于地缘局势升温，巴以冲突停战谈判失败，红海局势持续紧张，俄乌冲突仍然持续；另一方面美国经济数据表现强劲，OPEC 月报将 2024 年全球经济增长预测上调至 2.7%，及美国能源信息署（EIA）上调全球原油需求增长预期，市场情绪较为乐观，国际原油价格大幅上涨。2 月中下旬美国 EIA 原油库存增幅不及预期，美联储降息预期时间推迟，原油价格高位震荡，布伦特原油价格持续在 80 美元/桶上方。

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 2 月 29 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，沙特延长减产的概率偏高，油价预计宽幅震荡。 **供应端：**一方面，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可能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，但是后市不确定性仍较高；另一方面，OPEC+减产政策有再次延长期限的可能，且新的决定可能在 3 月上旬做出，仍将有积极信号释放；叠加俄罗斯等多个产油国表示将按计划落实，减产氛围带来的利好支撑仍在延续。此外，美国原油产量冲高后趋稳，中东地缘局势导致的潜在供应风险尚未完全消除。**需求端：**3 月美国炼厂开工或将缓慢回升，中国春节假期结束，炼厂也将提升负荷。虽然局部需求有一定的改善，但目前看，美联储第一季度降息可能性较低，高利率对经济的压制将延续，经济和需求的改善仍面临挑战，对油价存在一定压制。此外，3 月份中东进入斋月，巴以冲突或将有所缓和，原油风险溢价回落。但战争仍存较大不确定性，油价仍有阶段性冲高的可能。

2.6 黄金

金价回顾：美国降息不确定性增强，金价先抑后扬。2 月由于美联储在议息会议上对降息的表态比预期谨慎，黄金以偏弱行情开局，随后超预期的非农就业及 CPI 数据令市场不断修正美联储开启降息时间的预测，同时美国经济“软着陆”的预期不断提高，支撑美元和美债收益率近期在高位运行，压制黄金表现。随着市场逐渐消化利空因素，2 月下半月黄金行情逐渐转暖，月底看，2 月黄金行情基本持平于月初。

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 2 月 29 日。

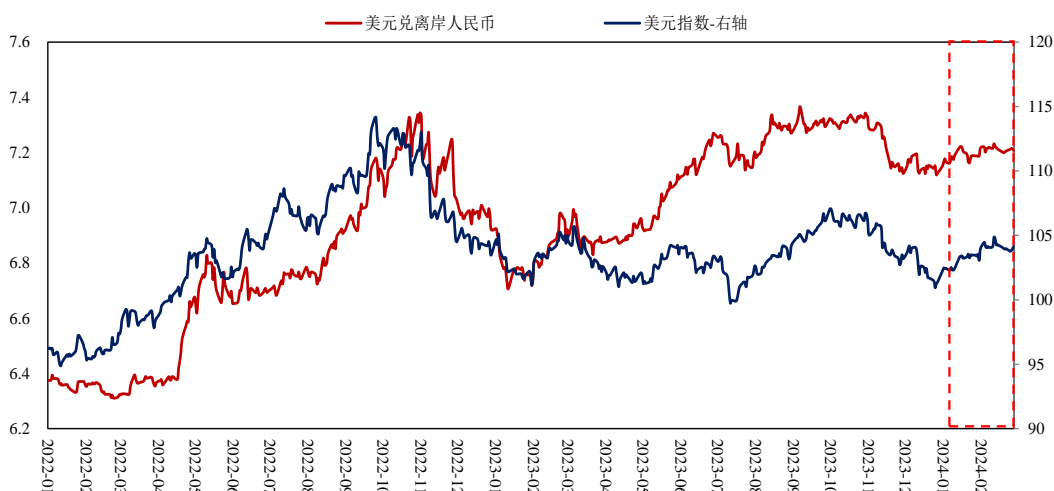
金价展望：避险情绪仍存叠加降息预期支撑黄金板块。一方面，虽然市场普遍认为美联储加息进程已基本结束，但对于降息周期开启的时间节点及累计幅度的预期不断修正，从此前的 5 月逐步推迟至 6 月，全年的降息次数由之前预期的 6 次减少至 4 次。但总体看，美国经济内在动能放缓仍是大趋势，联储若要实现软着陆目标，降息仍是必选项，因此市场的降息预期始终存在，只要降息预期还在，金价便有上行动能。复盘历史数据，美国在 2007 年 7 月至 2008 年 11 月以及 2019 年 7 月至 2020 年 3 月分别经历过两轮大的降息，而金价在上述时期中均保持强势水平。另一方面，经济复苏的不确定性提振避险情绪，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，这将为金价继续上涨提供动力。

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上涨，月度涨幅为 0.59%，报收 104.14，回升至 12 月初水平，非美货币也因此表现弱势。

2 月人民币汇率小幅下跌。2 月国内经济修复速率继续偏缓，美债利率的走高配合国内利率的明显下行进一步带动了中美利差的走阔，令人民币汇率承压。但稳汇率政策的持续发力令人民币得以维持在 7.20 的点位以下窄幅波动。

图：2024 年 2 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 2 月 29 日。

汇率市场展望：降息预期趋缓，但美元持续回落趋势不变。 2 月以来美联储降息预期修正后，美债收益率上行，除非美联储释放明确的降息信号及具体降息指引，否则在当前稳汇率压力下，降息时点可能慢于市场预期。但总体看，美联储在 2024 年上半年降息的预期仍存，美元指数或还将持续走低。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，或会对美元走势有所逆转。但长期看，美元大概率仍将保持稳步下跌趋势。

人民币汇率或震荡回稳，人民币兑美元汇率稳中有升。 尽管由于美联储将于 3 月开启降息的乐观预期得到修正，美元、美债均走强，人民币汇率持续贬值，但据美联储议息会议纪要，美联储仍将于年内开启新一轮降息，导致美国利率趋势性回落，我国利率水平有望整体维持低位，中美利差将逐步收敛，有望对人民币汇率形成支撑。此外，人民币外部压力显著减轻前，稳汇率政策大概率将继续发力，或有利于稳定人民币汇率预期。

3 大类资产配置策略

资产类别	中期
A 股	增量资金入市打破避险情绪引发的流动性危机，市场趋于稳定，但进一步上行仍需经济预期出现实质改善，关注两会会在总量或产业政策的变化以及高频数据的边际改善，期间结构性机会或更加活跃。着眼全年，基本面触底回升是重要支撑。
港股	国内随着“稳增长”宽货币政策的推出，叠加两会窗口期，宏观经济环境或逐步改善，积极因素不断积累，但海外受美国通胀数据反弹的扰动，流动性方面影响会有反复，波动或会大于 A 股市场。
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	短期收益率快速下行后配置的吸引力有所降低，期间或有扰动，但趋势逆转的概率较小。中期降息预期仍存，叠加资产荒逻辑，对债市全年走势形成支撑。
美债	考虑当前各项经济数据并未加速放缓，短期或会维持震荡，但中长期看 10 年期美债具备较好的中长期配置价值。

资产类别	中期
黄金	短期金价高位震荡，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，请注明出处为“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、复制或有意删改。