



招商基金投资策略报告

2024年4月



长期 | 价值 | 责任

目 录

1	观点概览	2
2	宏观经济环境	3
2.1	国内市场.....	3
2.2	海外市场.....	4
2.2.1	美国.....	4
2.2.2	其他国家与地区.....	4
3	各类资产观点	5
3.1	A股.....	5
3.1.1	回顾展望.....	5
3.1.2	投资策略.....	6
3.2	债券.....	9
3.2.1	债券市场回顾展望.....	9
3.2.2	债券市场投资策略.....	10
3.2.3	可转债市场回顾展望与投资策略.....	12
3.3	港股.....	13
3.3.1	回顾展望.....	13
3.3.2	投资策略.....	13
3.4	美股.....	14
3.5	黄金.....	14
3.6	原油.....	15
3.7	汇率.....	16

1 观点概览

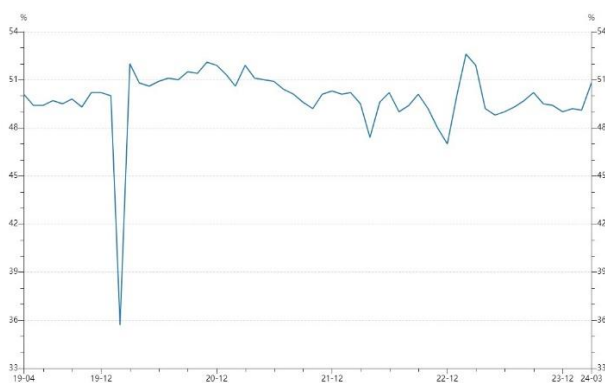
资产类别	回顾、展望及策略
A 股	回顾： 3 月宽基指数窄幅震荡、涨跌不一，上证指数涨 0.86%、万得全 A 涨 1.35%、沪深 300 涨 0.61%，中证 500 跌 1.13%、科创 50 跌 5.57%；大盘从超跌反弹过渡至围绕 3000 点横盘震荡。
	展望： 指数或从反弹切换震荡，分化中寻找结构性线索。总体预期稳定，仍以积极的心态寻找结构性机遇。
	策略： 风格判断方面，成长中的成长与价值中的价值轮换。四月重视增长逻辑和业绩变化，相对看好设备制造以旧换新与出海共振板块及高分红股息率提升逻辑。
港股	回顾： 市场反弹高度有限，整体一波三折。3 月恒生指数、恒生科技指数、恒生中国企业指数分别上涨 0.18%、1.35%、2.34%。
	展望： 国内经济在供给端率先发力下，需观察需求端接力情况，同时警惕美国经济的上行风险。市场经历信心修复后，需以长视角看待合理回报做配置选择。
	策略： 继续关注“卫星”策略，以高股息、机械设备为核心配合 AI 赛道轮动。
中债	回顾： 2024 年 3 月债市走势略有分化，利率品种走强、信用品种调整。中下旬降息预期落空但市场仍有降准预期，债市震荡走平。
	展望： 短期债市收益率突破前期低点可能性有限。与政策利率相比，目前收益率的绝对水平略偏低。外部环境上，美联储降息大概率在 6 月或更远，一定程度制约中国货币政策的操作空间。
	策略： 博弈机会主要在央行会否继续降准、LPR 利率和存款利率。或降低流动性弱的超长品种持仓，短端品种波动性较低，但资本利得空间有限，考虑以票息策略为主，保持组合灵活性。
美股	回顾： 三大指数录得连续五个月上涨，3 月小幅震荡走高，道指上涨 2.08%，标普 500 指数上涨 3.10%，纳指上涨 1.79%。
	展望： 展望 4 月，历史统计显示，4 月是美股表现最好的月份之一，对于市场而言，未来仍将面临财报季等诸多考验。
	策略： 重点关注有盈利能力，能够抵抗周期的医疗板块，基本面优质的中概股，包括公用事业和必须消费品板块中的投资机会。
美债	回顾： 由于 3 月以来偏强的数据，10 年期美债利率回升至 4.3% 附近。
	展望： 考虑当前各项经济数据并未加速放缓，短期 10 年期美债利率或仍围绕 4% 中枢震荡。
	策略： 当前看 10 年期美债具备较好的中长期配置价值。
黄金	回顾： 美国降息预期走高，3 月金价大幅上涨。
	展望： 避险情绪仍存叠加降息预期，黄金板块或仍有支撑。
	策略： 全球宏观环境不确定增加，叠加央行持续购金，为金价继续上涨提供动力。

2 宏观经济环境

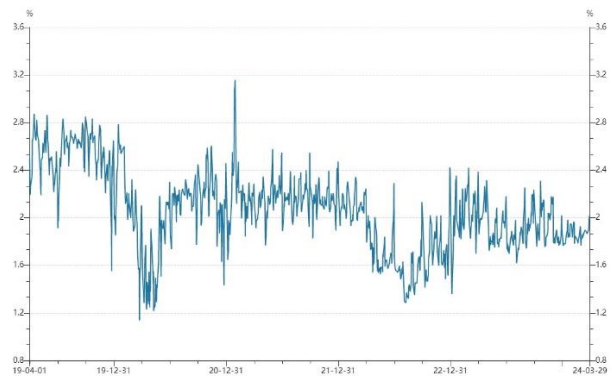
2.1 国内市场

国内：经济出现积极变化，流动性在正常区间内。2024年3月份制造业PMI录得数据50.8%，连续五个月运行在枯荣线以下后，重回扩张区间。投资数据方面均有不同程度改善，社会消费品零售总额最新2024年2月份数据录得5.5%，有所下滑。出口数据2024年1、2月份分别录得10.06%、10.58%，重回较高增长速度。

图：2024年3月份PMI重回扩张区间



图：DR007依然维持在正常区间内



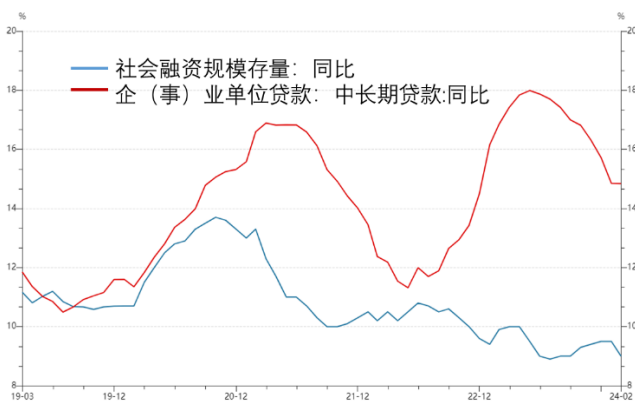
数据来源：Wind、招商基金整理，数据截至2024年3月31日。

DR007（存款类金融机构间的7天债券回购利率）月间在1.80%-2.02%区间内波动，依然维持在正常区间内。

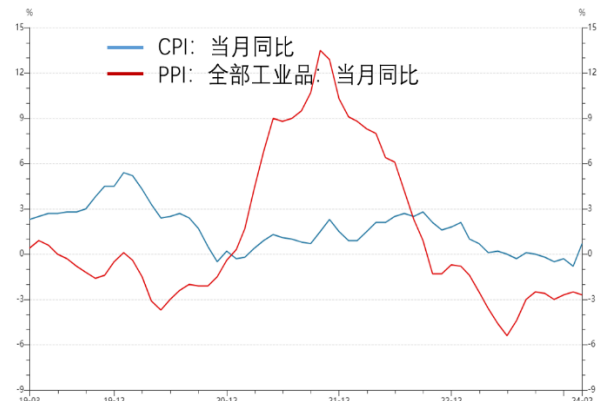
从投向实体经济的流动性角度看，代表性指标社融存量2024年2月份数据录得同比增长9%，较上月小幅下滑。社融两年CAGR（复合年均增长率）增速大致横盘窄幅震荡；企业中长期贷款数据继续回落。

通胀方面，2024年2月份，CPI转正，同比上升0.7%；PPI依然弱势，同比下降2.7%。

图：2024年2月份社融存量数据较上月小幅下滑



图：2024年2月CPI转正，PPI依然弱势



数据来源：国家统计局、Wind、招商基金整理，数据截至2024年2月29日。

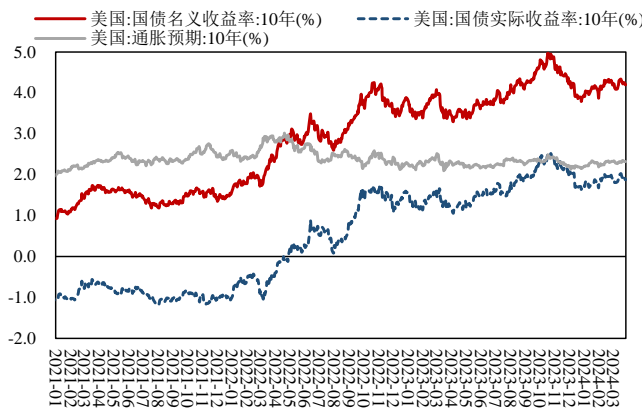
2.2 海外市场

2.2.1 美国

回顾：经济韧性叠加美联储表态偏鸽，股票市场上涨。（1）3月美联储议息会议连续五次维持利率不变，但在经济韧性和通胀粘性下，委员们依旧维持全年降息 75bp 的预测，被市场认为是偏“鸽”的表态；（2）美国通胀回落速度连续两个月慢于预期。具体来看，季调后2月核心CPI环比0.40%，市场预期0.30%，前值0.40%。季调后整体CPI环比0.40%，市场预期0.40%，前值0.30%。核心CPI超预期主因在于二手车价格上涨带动核心商品环比由负转正，以及基础房租环比涨幅明显回升；而此前市场关注的业主等价房租（OER）和超级核心通胀则明显回落；（3）3月季调后非农就业人口增30.3万人，为2023年5月以来最大增幅，预期增20万人，前值从增27.5万人修正为增27.0万人。美国3月失业率3.8%，预期3.9%，前值3.9%；（4）实际消费环比增速从1月的-0.2%回升至2月的0.4%；1-2月新屋和成屋销售均明显高于2023年四季度。整体上，经济韧性叠加美联储偏“鸽”表态，美股市场表现积极。

展望：盈利端有支撑，美股或仍有上行空间。（1）由于新签租约计入CPI的统计速度慢于预期，叠加劳动力市场仍保持较强韧性，美国通胀短期回落速度较慢，但其长期回落的趋势并未改变，“二次通胀”风险较有限，通胀上半年缓慢回落，下半年随着新签租约的逐步计入，回落速度或会加快；（2）美债收益率短期内上下行风险基本持平，但中长期看，下行风险更高；（3）美联储大概率于年中左右开启降息，全年调降75bp左右，但在此之前，由于通胀粘性仍预期有较大波动，降息幅度预期易下不易上，短期内美债长端利率或仍将维持高位震荡，美股在盈利端的支撑下或仍有上行空间。**整体看，4-5月结合通胀和就业数据的变化催化，或是市场开始新一轮降息交易的时点。**

图：10年期美债利率窄幅震荡，3月从4.25%小幅回落至4.20%



数据来源：Bloomberg、CME，数据截至2024年3月31日。

图：市场预计美联储6月开启降息

CME FEDWATCH TOOL - MEETING PROBABILITIES									
MEETING DATE	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550
2024/5/1				0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	4.2%	95.8%
2024/6/12	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.6%	61.0%	36.4%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.0%	25.5%	51.3%	22.1%
2024/9/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	3.5%	28.1%	48.4%	19.9%	0.0%
2024/11/7	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.7%	7.5%	31.4%	43.7%	16.6%
2024/12/18	0.0%	0.0%	0.5%	5.4%	24.2%	40.0%	24.9%	5.0%	0.0%
2025/1/29	0.0%	0.2%	2.5%	13.1%	30.7%	33.8%	16.7%	3.0%	0.0%
2025/3/19	0.1%	1.5%	8.7%	23.4%	32.5%	23.8%	8.7%	1.2%	0.0%
2025/4/30	0.7%	4.5%	14.8%	27.2%	28.9%	17.5%	5.6%	0.7%	0.0%

2.2.2 其他国家与地区

欧洲：流动性预期宽松，股票市场上行。（1）欧元区3月服务业PMI进一步上行0.9个百分点至51.1%，为2023年7月以来新高，但制造业PMI仍然偏弱，3月回落至45.7%；（2）3月欧元区部分国家通胀不及

预期。法国 HICP（消费者物价调和指数，Harmonized Index of Consumer Prices，HICP）环比仅为 0.3%，大幅低于预期的 0.6%，而西班牙 HICP 环比为 1.3%，也不及预期的 1.4%；（3）欧央行 3 月会议相对鹰派，表示工资增速仍然偏高，暗示 4 月会议不会降息，6 月存在降息的可能性。但会后，部分欧央行官员的表态转“鸽”；（4）截至 3 月 28 日，3 月欧元区 STOXX50（欧元）指数上涨 4.22%，欧洲 STOXX600（欧元）指数上涨 3.65%，法国 CAC40 指数上涨 3.51%，德国 DAX 指数上涨 4.61%，英国富时 100 指数上涨 4.23%。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，股票市场续涨。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”转向“均衡”，增量资金驱动市场上行。具体来看：（1）日本 3 月 PMI 大幅回升 1.7 个百分点至 52.3%，其中制造业 PMI 回升 1.0 个百分点至 48.2%，服务业 PMI 大幅上行至 54.9%，为 2023 年 5 月以来的新高；（2）日本 2 月 CPI 同比反弹至 2.8%，低于预期的 2.9%；除生鲜食品和能源的 CPI 同比回落至 3.2%，低于预期的 3.3%；（3）日央行宣布退出负利率和收益率曲线控制（YCC），停止购买 ETFs 和 REITs，政策利率上调 10bp 至 0%；但日央行维持国债购买，且表示如果利率过快上行将加大购债。

截至 3 月 29 日，日经 225 指数收于 40369.44 点，3 月上涨 3.07%。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。

3 各类资产观点

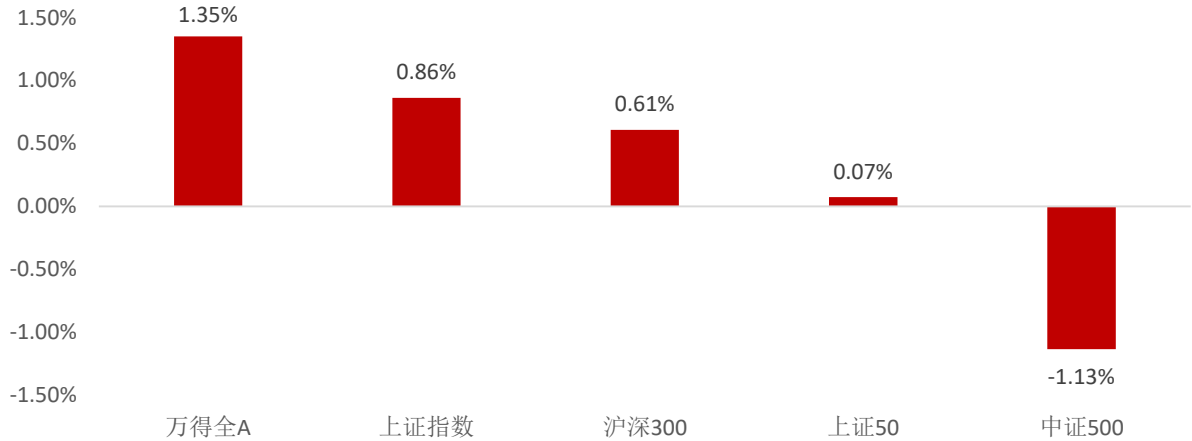
3.1 A 股

3.1.1 回顾展望

A 股回顾：从超跌反弹过渡至横盘震荡。两会报告对于积极财政政策的安排更多倾向于“重大战略实施和重点安全领域能力建设”，而非传统投资消费资产负债表的修复和现金流创造，低于市场乐观期待与限制增长预期和整体 ROE 的改善能力，因此指数反弹的上限高度有限。整体来看，3 月指数窄幅震荡，截至 3 月 31 日，月度层面上证指数上涨 0.86%、万得全 A 上涨 1.35%，沪深 300 上涨 0.61%，上证 50 上涨 0.07%，中证 500 下跌 1.13%。行业层面涨跌互现，全球定价的资源品以及科技制造板块表现占优，而金融地产链则表现落后。其中，有色金属、石油石化、汽车、电力设备等涨幅居前，而综合金融、非银金融、房地产、

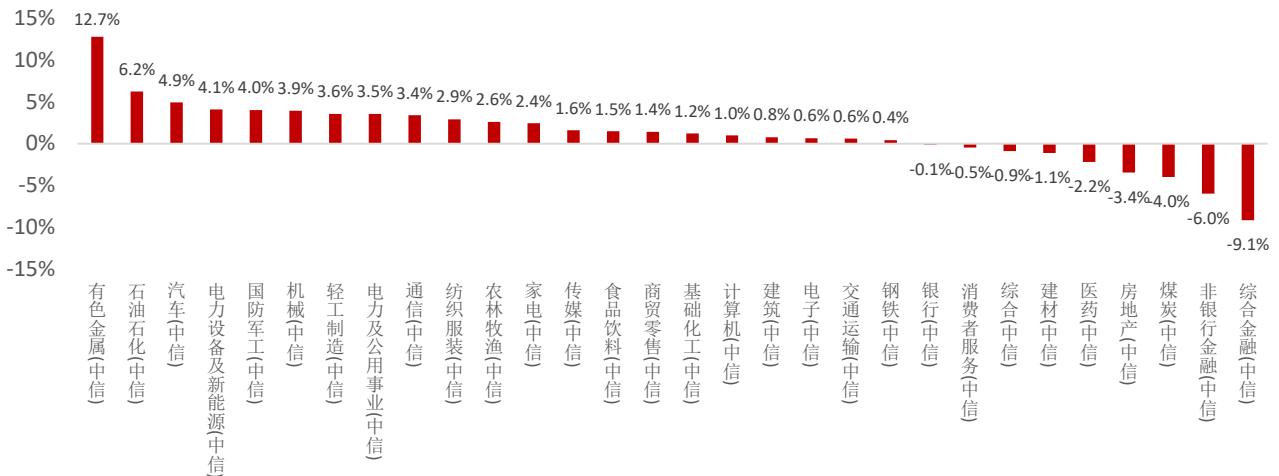
煤炭、医药等表现落后。

图：2024年3月主要股指涨跌幅（%）



数据来源：Wind、招商基金整理，数据截至2024年3月31日。

图：2024年3月A股行业涨跌幅（%）



数据来源：Wind、招商基金整理，数据截至2024年3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：指数全局反弹切换震荡，分化中寻找结构性线索。 指数向上的动力需要更有力的政策和更全面的经济增长上修，而预期上修的动力较为有限。在年初增长预期探底与微观结构出清后，投资者心态保持稳定。A股市场超跌反弹后，面对“四月决断”数据和一季报的验证，市场或迎来回调和休整阶段，幅度整体或相对可控。此外，中国密集地“对外开放”、国务院强调“进一步优化房地产政策”与“扎实推动大规模设备更新和消费品以旧换新”举措，表明中国经济正在出现结构性的变化；股市功能正在从融资转向投资融资平衡，更强调“以投资者为本”，以上均有助于结构性的改善与风险展望的稳定。因此，指数震荡分化，但总体预期稳定，仍以积极的心态寻找结构性机遇。

3.1.2 投资策略

（一）股市分析：

1、政策面：落实政府工作报告，积极谋划稳增长

3月政策延续“两会”部署，积极谋划“稳增长、稳信心、防风险”。中央密集调研，多部门喊话稳增长

长，国常会谋划进一步优化房地产政策，前期“稳增长”政策加快落地，央地协同推动强产业，多举措推动资本市场高质量发展，国务院召开防范化解地方债务风险工作视频会议等。

3月全国两会召开：2024年政府工作报告体现出明确的现代化产业体系建设的政策导向，新质生产力、科教兴国的重要性大幅提升；但稳定经济基本盘的底线同样清晰，5%左右的GDP目标隐含更高的经济内生动能，连续发行超长期特别国债也给予未来持续稳定宽财政的预期。此外，统筹发展与安全的内涵也更加丰富。两会后市场预期有望逐渐企稳；后续重点关注特别国债发行节奏可能对债市的扰动，以及科创产业政策的落地对权益市场科技成长板块的催化。

资本市场方面，多举措推动资本市场高质量发展：1) 3月15日，证监会发布“两强两严”四项政策文件，贯彻落实中央金融工作会议精神，推动建设中国特色资本市场。涵盖上市公司、证券公司、公募基金以及证监会系统自身，也提出“要制定上市公司市值管理指引”。2) 3月22日，中基协长期资金委员会成立并召开第一次工作会议，喊话“长期资金进一步加大对股权创投基金的配置比例”。

3月政策面重要事件：

(1) 《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》发布

3月13日，国务院印发《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》。本次“更新换新”行动方案涉及领域广，规划体量大，财税金融配套政策完善，有望拉动制造业设备采购需求，加速设备领域库存去化，并引领新一轮补库周期，能效标准提升将加速低碳化、智能化设备应用，推动新质生产力发展。

(2) 国务院新闻办公室举行发布会

3月21日，国务院新闻办公室举行发布会，再次强调经济的结构性变化，突出经济运行亮点：1) 就业关注两大主体人群，降低社保、税收返还、贴息贷款是主要方式。2) 制造业投资可能超预期，未来战略性新兴产业投资是重点。3) 财政方面，专项债及特别国债或在二季度开始加快发行进度，投资方向主要是科技创新、城乡融合发展等新兴战略领域。4) 货币政策方面，2024年货币金融环境定调为“松紧适度”，短期内降准优先，扩表放缓。

(3) 国常会听取优化房地产政策

3月22日，国务院常务会议召开，会议明确要进一步优化房地产政策，持续抓好保交楼、保民生、保稳定工作，进一步推动城市房地产融资协调机制落地见效，加快完善“市场+保障”的住房供应体系，着力构建新模式。从当前的具体政策来看，基本上全部为常规政策的放松，对当前行业作用较有限，主要因为这些政策更多的是居民侧宽松，而导致2021年以来行业下行的根本原因或在于供给侧收缩，因此，从考虑供给和需求两方面的整体性政策看，依然是偏紧的。因此，市场或在本次房地产政策中更期待一些在房企侧的超常规政策。

2、基本面：经济动能边际改善

3月制造业 PMI 较上月上升 1.7 个百分点至 50.8%，较季节性低 0.3 个百分点：1) 供需两强，外需修复更为强劲；2) 出厂价格走弱，海外因素主导原材料价格回升；3) 原材料采购回升，库存回补；4) 大中小企业均有回暖，小型企业升至扩张区间。**3月非制造业商务活动 PMI 为 53.0%，较上月继续上升 1.6 个百分点：**生产性服务业，尤其是数字经济类景气度维持高位；政策支撑下房建季节性回升支撑建筑业回暖，土建与建安新订单回落。**3月 PMI 的主要亮点在于需求大幅回升，其核心贡献在外需的超季节性回升。外需中化工、汽车和纺织服装回暖较多，关注下游库存较低的消费制造业；内需中结构分化显著，新能源和 TMT（计算机、电子、通信）两大新质生产力行业的需求强劲回升，后续“外需定边际、内需调结构”的状态将持续存在。**

2月 CPI 同比增速上升 0.7%（市场预期上升 0.4%），环比上升 1.0%；PPI 同比增速减弱 2.7%（市场预期减弱 2.5%），环比减弱 0.2%。CPI 近半年内首次转正。由于春节错位，2024 年前两个月 CPI 的同比读数分别为-0.8%和+0.7%，环比均值虽略高于过去两年，但虑及 2023 年以来消费结构更侧重于服务业，1~2 月和 7~8 月可能是未来 CPI 的季节性新高点，后续数据的持续性仍需谨慎。对于市场而言，低通胀的预期已相对一致，物价数据对于资产价格的影响或将逐渐减弱。

2月社融增速回落，私人和政府部门信用皆有收缩。2月社融存量增速为 9.0%，回落 0.5 个百分点，新增社融 1.5 万亿元，同比少增 1.6 万亿元。为排除春节错位的因素，结合 1-2 月看，同比少增 1.1 万亿元，可见春节错位并非 2 月增量同比大减的主因。拆分 2 月社融结构看，未贴票是主要拖累，同比少增 3617 亿元。企业债和政府债也有退坡，同比分别少增 1887 亿元和 2127 亿元。**整体上，企业部门的信用企稳得到巩固，居民部门的信用收缩隐忧仍在，居民储蓄将成为未来资产定价的核心变量。**

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，为 2.4%，两非央企增速领先，中证 500/沪深 300 单季盈利转正，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。经历 2024 年初股市波动后，市场状态由 2023 年初“高预期和高风险偏好”切换至“低预期和低风险偏好”。市场在以下几个方面已相对明朗：(1) 市场微观结构出清，叠加两会报告明确提出“增强资本市场内在稳定性”，股市底部或已经出现；(2) “新质生产力”、“谨慎出台收缩性抑制性举措”的表态与“拟连续几年发行超长期特别国债”的举措安排，叠加年前预期已下修较多，我们认为未来两个季度股市的投资机遇多于风险，只是大概率仍是结构性的。但与

过去的不同在于，在复杂的地缘政治、经济、社会环境下，投资者难以形成较稳定的预期，及对周期性判断与展望能力下降，故投资机会将不再以“消费、周期、科技、地产……”划分，新投资结构或在“价值中的价值”（高分红、稳定现金流股票、固定收益）和“成长中的成长”（科技题材股）中轮动。

2、行业配置：更重视增长逻辑和业绩变化，四月相对看好设备制造以旧换新与出海共振板块及高分红股息率提升逻辑。（1）大规模设备更新与消费品以旧换新替代总量政策成为“稳增长”重要抓手，叠加美国制造业补库与 PMI 扩张带动中国出口改善，关注汽车、家电、机械、电力设备与新能源、环保板块；（2）财报季重视增长逻辑和业绩增长变化，关注有色、船舶、汽车、医药、公共事业板块；（3）待一季报消化，若成长行情还会出现，则可重点关注周期新材料、科技制造、科技应用板块。需注意的是，盈利预期稳定、行业竞争格局成熟、偿债与资本开支压力较小且处于成熟期的公司有望加大分红力度。

图：主要 A 股指数估值水平

主要指数	2024/3/29	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	16.76	34.50	11.55	17.77	35.40%
	Wind全A(剔除金融、石油石化)	26.48	73.88	18.18	28.65	34.40%
	上证50	10.06	22.89	6.97	10.06	50.00%
	沪深300	11.66	27.35	8.03	12.25	35.30%
	中证500	21.63	89.51	16.24	28.90	13.50%
	中证1000	32.65	144.82	19.36	39.22	22.70%
	中小100	19.72	64.61	16.20	30.71	3.90%
	创业板指	27.30	135.13	22.88	51.36	1.50%
	中小综指	34.20	96.75	23.18	41.04	20.80%
	创业板综	42.79	174.93	28.88	60.49	13.70%
海内外相对估值PE(TTM)	中证红利指数	6.72	20.46	5.24	8.17	25.40%
	恒生AH股溢价指数	7.26	22.68	6.25	9.27	6.00%
	上证沪港通AH溢价指数	7.70	10.27	3.08	6.96	69.10%
相对估值PE(TTM)	上证指数/标普500	0.50	1.56	0.36	0.62	10.60%
	创业板指/沪深300	2.34	8.11	2.18	4.06	0.80%
相对估值PB(LF)	创业板综/沪深300	3.67	14.08	2.83	4.99	16.00%
	创业板指/沪深300	0.64	6.06	0.59	3.29	2.90%
	创业板综/沪深300	3.67	5.30	1.38	2.96	76.40%

数据来源：Wind，招商基金，数据截至 2024 年 3 月 31 日。过往情况不代表未来表现。

3.2 债券

3.2.1 债券市场回顾展望

债券市场整体回顾：2024 年 3 月债市走势略有分化，利率品种走强、信用品种调整。3 月初，两会召开，政府工作报告发布，财政赤字率仍保持 3%，专项债新增额度 3.9 万亿，并提出发行 1 万亿超长期特别国债且今后几年都会发行。财政政策偏积极，叠加进出口数据较好、年初以来债市投资者获利较多等因素，

债市小幅调整。3月中下旬，降息预期落空但市场仍有降准预期，债市震荡走平。

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3月31日。

债券市场展望：短期债市收益率突破前期低点可能性有限。与政策利率相比，目前收益率的绝对水平略偏低，MLF利率仍在2.5%，10年国债收益率已低于MLF约20bp。外部环境上，美联储降息大概率在6月或更远，一定程度制约中国货币政策的操作空间。

(1) 基本面看，1-2月的经济数据尚可，3月PMI数据改善超预期。国常会后各地政府或会继续推动融资协调机制落地，以支撑3-4月的地产投资和信贷，叠加特别国债的发行，对债市造成一定影响；

(2) 资金面看，从需要金融支持实体经济的角度，1年存单、银行间拆借利率应当分别低于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，现实（利率偏高、通缩风险、债券供给）角度看，仍需货币宽松政策配合，结合外部环境，央行可能会采取“降存款利率+降准+降LPR”的措施，若后续美联储降息，央行大概率将跟进调降MLF；

(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偏亢奋。

3.2.2 债券市场投资策略

1、债券投资策略

考虑逢调整适度加仓，收益率下行至前低附近减仓，如10年国债仍在2.3%附近则尽量不动。适当对组合结构进行调整，降低流动性弱的超长品种持仓。博弈机会主要在央行会否继续降准、LPR利率和存款利率。曲线大概率将转为走陡，短端品种波动性较低，但资本利得空间有限，考虑以票息策略为主，保持组合灵活性。

杠杆方面，资金面或将进一步转松，持仓品种如有利差可维持中性杠杆，如利差偏弱建议维持低杠杆。在具体的曲线策略和期限选择方面：（1）信用品种中，考虑1年存单或高票息信用、3年银行资本债券和足够高期限利差的5年信用品种；（2）利率组合，可考虑以2-3年国开为主，5年、10年品种参与波段交易，暂时规避30年国债品种。

2、具体信用品种分析

城投债方面：月内中央多次强调进一步落实一揽子化债方案，妥善化解存量债务风险，严防新增债务风险，银川市完成了宁夏首单第一批共 26.14 亿元银行贷款置换存量债券和非标债务工作，21 世纪经济报道称目前融资平台查询系统已上线，银行等金融机构在获得授权的情况下可查询融资平台的相关情况以方便金融机构和融资平台开展业务，广西柳州落地央行应急流动性支持（SPV）资金 46 亿，为目前首笔央行 SPV 化债资金落地，金融支持化债有序展开，城投债务风险进一步缓释。3 月城投债各品种收益率走势分化，在化债行情持续演绎下，中长端低等级城投债品种收益率大幅下行，收益诉求驱动下市场青睐于对城投债进行下沉并拉久期，具体来看，3-5 年期 AA-品种收益率下行 29-67bp，对应信用利差收窄 26-66bp，其余品种收益率全线上行，信用利差走阔 1-14bp。从区域来看，各区域城投利差走势分化，近半数区域收窄，当前分位数大多处于 10% 以下的历史较低水平，其中青海、贵州、广西、云南区域利差收窄 15bp 及以上，内蒙古、上海、北京、广东、福建区域利差较上月末走阔 5-11bp。

展望 4 月，当前城投债利差处于历史低位，进一步信用下沉的收益挖掘空间较为有限，需要对长久期弱资质城投债保持谨慎。

地产债方面：3 月新房、二手房销售整体攀升，二手房市场“小阳春”迹象显现，但“以价换量”的现象也比较突出。杭州全面放开二手房限购，北京取消“离婚限购”，区域地产政策持续优化。截至 3 月 29 日，3 月 30 大中城市商品房成交面积 801 万平方米，较 2 月环上升 98%，较 2019、2021、2023 年同期分别下降 50%、58%、46%，当前商品房销售表现仍显低迷。从利差表现来看，近期受某房企风险担忧情绪影响，3 月地产债除 5 年期 AA+品种小幅收窄 2bp 外，其余品种利差普遍走阔，其中 AA 等级品种变动明显，信用利差大幅走阔 15-33bp，其他隐含评级品种信用利差普遍走阔 1-12bp。国企、民企利差中位数相对上月末分别走阔 13bp 和 130bp。

展望 4 月，当前地产债绝对收益率相对较高，后续可密切关注某房企债务问题的解决进展，若继续发酵，那么地产债收益率大概率仍会继续向上调整，若发生超调，则或可择机配置一、二梯队央国企地产债。

煤炭债方面：3 月全国气温整体回升，居民取暖用电需求支撑减弱，同时当前非电开工率不及预期，工业电需求难有大规模回升。在煤价方面，非电需求不及预期、取暖需求回落之下，煤炭需求较差，大型煤企外购煤价大幅下调。从信用利差来看，煤炭债各品种信用利差全线走阔，其中 2 年期品种利差走阔 12-16bp，3-4 年期 AA 品种利差走阔 13-18bp，其他品种利差普遍走阔 3-10bp。

展望 4 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。

钢铁债方面：3 月开工率上行，下游需求改善。中上旬累库幅度明显缩窄，中下旬由累库转为去库，价格持续下跌。主要钢厂库存由 3 月初的 352 万吨升至高点 391 万吨后，又回落至月末的 345 万吨左右，周产量小幅提升，与基本月初持平。从信用利差来看，钢铁债利差全线走阔，2-4 年期各品种利差走阔 6-14bp，1 年期和 5 年期各品种利差走阔 2-5bp。

展望 4 月，当前钢铁债的品种溢价进一步压缩，整体配置性价比偏低，可关注部分钢企的结构性机会。

银行资本工具方面：3 月二永债收益率全线上行，信用利差普遍走阔。银行二级资本债方面，整体长端

收益率上行幅度小于中短端，其中 2-5 年期 AA 品种收益率上行 5-6bp，其余各品种收益率上行 1-5bp；从信用利差来看，2 年期各等级品种利差走阔 12-14bp，其余各期限等级走阔 1-9bp。银行永续债利差除 1 年期 AA 等级品种收窄 3bp 外，其他品种利差普遍有所走阔，其中 2 年期品种走阔 12-17bp，3-5 年期 AA 品种走阔 9-15bp，其他品种走阔 1-7bp，相对银行二级资本债，当前银行永续债与银行二级资本债的品种溢价普遍降至 5-10bp，吸引力较为一般。

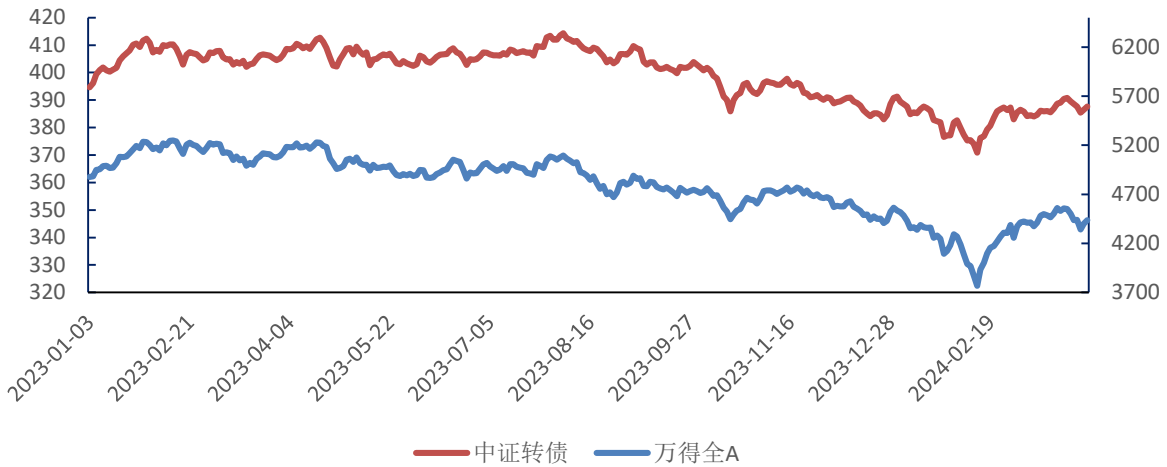
展望 4 月，行情调整下把握银行二永债逢高配置机会，中高等级二永债拉久期策略的性价比仍较高，对于江浙、川渝、广东等经济发达区域的城农商行，可结合主体基本面对其隐含评级 AA 二永债适当信用下沉。3 月“宽货币”预期下无风险收益率有所下行，信用债市场止盈情绪阶段性升温，信用利差大幅走阔，但高收益资产稀缺下当前资产荒行情尚未发生扭转，资产配置上考虑优选中长期高等级银行二永债+中短端高票息品种，构建哑铃策略组合。

3.2.3 可转债市场回顾展望与投资策略

可转债回顾：3 月转债市场跟随股市整体上涨。截至 3 月 31 日，3 月中证转债上涨 0.55%，同期万得全 A 上涨 1.35%，沪深 300 上涨 0.61%，创业板指上涨 0.62%。转债表现略弱于股票。分板块看，本月有色金属、石油石化、汽车和电力设备及新能源板块涨幅居前；综合金融、非银行金融、煤炭和房地产板块跌幅居前。风格上，成长板块表现强于价值板块，小盘股表现强于大盘股。转债估值本月有所分化。分结构看，3 月偏股转债、平衡转债和偏债转债估值分别上升 1.32%、0.02% 和下降 1.77%至 1.81%、15.18%和 61.84%。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 38.82%水平。

可转债展望：**正股层面**，近期经济数据在持续好转，1-2 月工业增加值、固定资产投资增速和社零增速都好于预期，PMI 也环比超季节性改善；但在政策方面，两会没有太多超预期的刺激政策出台，未来宽松政策力度仍需持续观察。未来可能更多是区间结构性行情。**转债估值层面**，转股溢价率目前处于历史低位。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。策略上考虑保持中性略偏积极仓位，关注两方面机会：（1）市场即将进入年报密集披露期，关注业绩持续向好的转债标的；（2）和新质生产力相关的科技成长转债投资机会。

图：可转债市场表现



数据来源：Wind，招商基金整理，数据截至 2024 年 3 月 31 日。

3.3 港股

3.3.1 回顾展望

港股回顾：3 月恒生指数上涨 0.18%，恒生中国企业指数上涨 2.34%。恒生综合行业方面，原材料业、资讯科技业和能源业表现较好，医疗保健业、综合企业、地产建筑业表现靠后。截至 2024 年 3 月 31 日，恒生指数 PE (TTM) 为 8.4X，较 1 月底的 7.3X 有所上调，恒生国企指数 PE (TTM) 为 7.4X，高于 1 月底的 7.2X。

港股展望：国内经济在供给端率先发力下，需观察需求端能否做好接力。其次，需警惕美国经济的上行风险，美联储降息时点和幅度或不及预期。港股市场经历信心修复后，需以长视角看待合理回报做配置选择。继续关注“卫星”策略，以高股息为核心配合赛道轮动。

3.3.2 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) 机械设备板块。轨交设备：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。**工程机械：**国内基建维

持较高增速，地产投资逐渐触底，叠加更新需求带动，本轮国内机械周期有望触底企稳，出海或成为行业二次成长重要机遇；

(3) AI 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。

3.4 美股

美股市场回顾：三大指数录得连续五个月上涨，3月小幅震荡走高，道指上涨 2.08%，标普 500 指数上涨 3.10%，纳指上涨 1.79%。

一开始主要是由大型股推动的反弹，如今已显示出扩大的迹象。美国 3 月非农就业报告大超市场预期。美联储主席鲍威尔：在对通胀有更多信心之前，不预期降息；最近的数据并没有实质性地改变整体形势；美联储有时间等待即将公布的数据指导其决策。

美股市场展望：展望 4 月，历史统计显示，4 月是美股表现最好的月份之一，对于市场而言，未来将面临财报季等诸多考验。2024 年以来，美股上涨的趋势并未受到降息预期变化的冲击。三大股指频频刷新历史，其中仅标普 500 指数已经创下年内第 22 个新高。人工智能热潮仍然没有放缓的迹象。资金继续流入市场，大盘股基金持续获得资金青睐。与此同时，货币市场基金净流出超过 100 亿美元，显示风险偏好的持续强劲。

过去五个月的股市上涨是由更为宽松的金融状况和更高的估值推动的，而非基本面的改善。美股市盈率的进一步扩大可能取决于盈利预期的上升。考虑到 2024 年和 2025 年的盈利预测在这段时间内几乎没有变化，很难仅根据基本面来证明指数水平估值较高的合理性。

重点关注有盈利能力，能够抵抗周期的医疗板块，基本面优质的中概股，包括公用事业和必须消费品板块中的投资机会。

3.5 黄金

金价回顾：美国降息预期走高，金价大幅上涨。 本月美国包括 PMI、失业率等在内的宏观经济数据表现整体趋弱，美联储理事沃勒提出“反向扭转策略”被市场解读为将释放流动性，而美联储主席鲍威尔无论是在国会还是在 3 月 FOMC 会议上的发言都较为温和，市场情绪转向交易宽松预期，对 6 月降息的押注一度走高至约 70%。另外，纽约社区银行暴雷引发避险情绪，叠加央行购金等因素，共同助推黄金市场在 3 月初提前启动，再度抢跑交易宽松预期，预演降息行情，迎来连续急涨。而 3 月下旬以来，包括 Markit PMI 等在内的美国宏观数据指向美国经济强劲，美联储内部表现出分歧，市场预期再度波动，对 6 月降息的预期小幅回调，美元指数反弹，10 年美债收益率也在偏高区间运行，黄金走势一度转为高位盘整。

图：COMEX 黄金及美国 10 年期实际利率走势



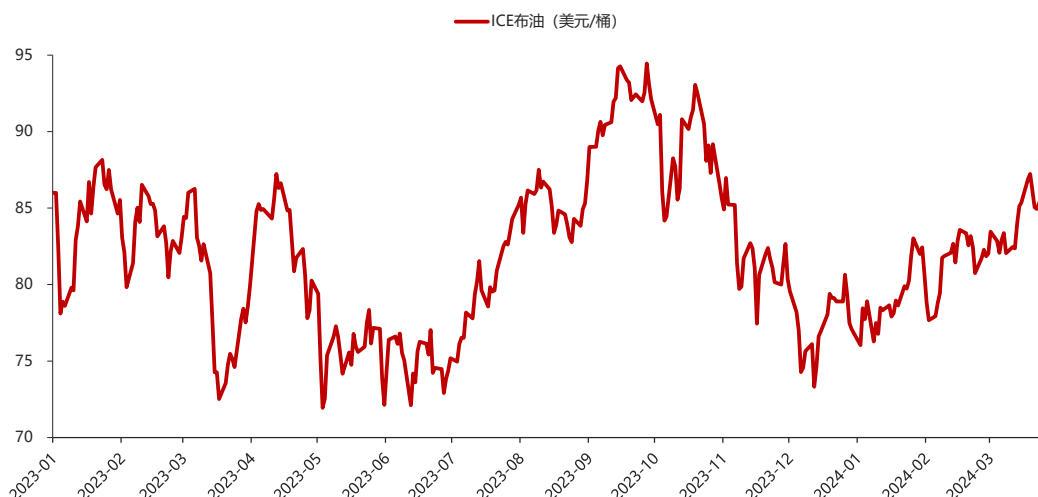
数据来源：Wind、招商基金，数据截至 2024 年 3 月 31 日。

金价展望：避险情绪仍存叠加降息预期，黄金板块有支撑。一方面，虽然市场普遍预计美联储加息进程已经结束，但对于降息周期开启时间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时间及幅度的预期已有较大调整，从此前的 5 月逐步推迟到 6 月，全年的降息次数由之前预期的 6 次减少至 3 次。但总体看，美国通胀已在顺利下台阶，美国经济内在动能放缓仍是大趋势，若要实现经济软着陆目标，降息仍是必选项，因此市场也对降息预期始终存在期待，支撑金价上行。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，全球宏观环境不确定性增加，叠加央行持续购金，为金价继续上涨提供动力。

3.6 原油

原油市场回顾：3 月国际原油价格呈震荡上行走势。3 月上旬，巴以局势趋紧支撑油价的同时由于 OPEC+ 减产延期带来的利好被提前消化，多空交织下，国际油价趋稳运行。中旬，国际能源署上调全球原油需求预测，美国燃油需求转好，叠加地缘局势不稳定性延续，国际油价显著上涨。下旬，美国部分经济数据好转，俄罗斯承诺第二季度加大减产力度，同时地缘局势的不稳定性延续，国际油价升至年内新高。

图：布伦特原油价格季节图（美元/桶）



数据来源：Wind，招商基金整理，数据截至 2024 年 3 月 31 日。

原油市场展望：俄罗斯减产带来利好支撑，全球需求中期企稳，油价预计持续走强。 **供应端：**OPEC+产量环比降幅有限，此前延长减产带来的供应端利多已被透支，价格冲高后，未来存在减产回滚的可能性；而俄罗斯或将成为供应端潜在的利多因素，一方面俄罗斯主动表达减产意愿，另一方面俄罗斯炼厂频遭乌克兰无人机的袭击，减少了全球油品供应。**需求端：**海外宏观情绪相对平稳。美国经济仍有韧性，美联储上半年降息概率较低，库存和需求均处于底部，短期宏观风险有限，需求上行风险高于下行风险。欧洲日韩等发达国家需求表现平平，新兴经济体以印度和中东国家为代表的的需求增长强劲。中国今年需求仍有一定增量，主要增长点在于航煤、轻烃和石脑油等。全年需求增速或将放缓。

3.7 汇率

汇率市场回顾：美国降息预期走高，美元指数“V”型上涨。3月美元指数呈“V”型走势，前半月受美国偏弱的经济数据与鲍威尔“鸽”派发言而下跌，后半月随着通胀数据超预期与非美央行意外转鸽而上涨。日本央行退出负利率政策，但货币政策维持宽松，欧洲经济复苏进程缓慢，“美强欧弱”格局未改，美元被动走强，月度涨幅为0.59%，报收104.50，非美货币也因此表现弱势。

3月人民币汇率小幅下跌，但幅度小于其他非美元货币，兑其他非美元货币升值。人民币汇率在3月大部分时间保持了相对稳定，波动较大的时期为3月22日至3月27日，主因或是人民币汇率的波动区间在3月22日后逐步打开，叠加欧系货币和日元等主要非美货币的下跌，人民币汇率相应走弱。而在中美利差低位波动的宏观背景下，汇率波动区间的扩大或是人民币汇率在3月走弱的主因。

图：2024 年 3 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 3 月 31 日。

汇率市场展望：美联储降息预期增强，长期看，美元预期持续回落。受美联储或在 6 月降息的预期拖累，美元指数或还会持续走低，更加明确美联储降息将助长走低趋势，导致美元疲软。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，美元或仍保持下跌趋势。

人民币汇率短期内或有所承压，弹性或将得到进一步修复。3 月 FOMC 会议表明，避免经济衰退严重对于美联储目前有更高的权重，因此美国经济未来或不会大幅走弱，而“美强欧弱”格局下，非美央行比美联储有更迫切的降息需求，较大可能追随或率先美联储进行降息，美元短期内或偏强运行。人民币汇率未来受中美高利差与偏强美元、偏弱日元影响承压，叠加 3 月下旬对汇率的调节有所放宽，人民币在窄幅波动两个月后弹性将有所恢复。

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、复制或有意原意的删改。