



招商基金投资策略报告

2024年5月



长期 | 价值 | 责任

目 录

1	概览	2
2	宏观经济环境	3
2.1	国内市场.....	3
2.2	海外市场.....	6
2.2.1	美国.....	6
2.2.2	其他国家与地区.....	6
3	各类资产观点	7
3.1	A股.....	7
3.1.1	回顾展望.....	7
3.1.2	投资策略.....	8
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.....	11
3.3	港股.....	12
3.3.1	回顾展望.....	12
3.3.2	投资策略.....	12
3.4	美股.....	13
3.5	黄金.....	13

1 概览

资产类别	回顾、展望与策略
A股	<p>回顾：4月A股先下后上，月间上证综指上涨2.09%，中证500上涨2.93%，上证50上涨2.04%，沪深300上涨1.89%，万得全A上涨1.02%。行业方面，家电、银行、基础化工等涨幅居前，综合、传媒、房地产等表现落后。</p> <p>展望与策略：投资机会或在年中，A股有望震荡上升。行情的动力不在增长预期的上修，而在于股市波动、政策、经济的不确定性降低。风格方面，不确定性下降后，更高风险特征（成长性）的资产或将有表现空间。行业配置方面，相对看好科技制造、券商以及具成长性的材料与消费板块。</p>
港股	<p>回顾：4月港股市场震荡回升，恒生指数上涨7.4%，恒生中国企业指数上涨8.0%。</p> <p>展望与策略：国内需求端的数据有所回暖，叠加政治局会议提及继续发力宏观政策，悲观预期得到修正。其次，市场对于美联储降息的预期再次回升。港股市场在国内外的积极信号催化下，有望延续反弹。考虑均衡配置，重视被低估的“白马股”机会。行业配置方面，关注TMT（互联网、AI产业链）、红利、机械设备以及消费板块。</p>
中债	<p>回顾：4月债市走势波动加大，利率品种走势分化，信用品种大多走强，期限利差大体走阔，信用利差压缩。可转债跟随股票市场上涨，月间中证转债上涨1.87%。</p> <p>展望与策略：央行一再提示利率风险时点的收益率或是近期的低点，但短期看收益率的向上空间也较有限。但当收益率下行至接近前期低点时，若基本面没有太大变化，市场反而会担心调整。债市波动或较大，可在票息策略基础上进行波段交易，中短端品种安全性或较好。资产荒仍持续，信用利差有望继续压窄。在央行降准降息前，组合整体可考虑偏积极的持仓。转债方面可关注结构性机会，考虑采取哑铃型策略，重视红利低估值以及有增长点的低价成长性转债。</p>
美股	<p>回顾：4月美股三大指数均录得下跌，道指下跌5.00%，标普500指数下跌4.16%，纳指下跌4.41%。</p> <p>展望与策略：美联储主席在议息会议后的鸽派表态提振了市场，随后非农报告提供了劳动力市场软化迹象也给降息提供了希望。企业财报将继续成为扰动因素。重点关注有盈利能力，且能够抵抗周期的医疗板块和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。</p>
美债	<p>回顾：10年期利率再度触及4.7%，中长期配置价值凸显。</p> <p>展望与策略：5月大概率将延续前期基调，美债利率短期发生转向概率偏低，后续仍需紧密关注各项数据和美联储表态之间的博弈。当前看10年期美债具备较好的中长期配置价值。</p>
黄金	<p>回顾：美国经济韧性强，降息预期下降，金价冲高回落。</p> <p>展望与策略：避险情绪叠加降息预期，或继续支撑黄金板块。全球宏观环境不确定增加，叠加央行持续购金，或为金价继续上涨提供动力。</p>

2 宏观经济环境

2.1 国内市场

国内：经济整体延续弱复苏，制造业投资数据是亮点，流动性依然维持在正常区间内。

1、政策面：落实政府工作报告，积极谋划稳增长

4月政策继续聚焦稳增长、稳信心、稳地产、稳资本市场，已有政策也正加快落地。中央密集调研，多部门喊话稳增长，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，国务院发布新“国九条”等。

资本市场方面，自2023年末以来，资本市场制度建设的积极变化不断加快，中央金融工作会议提出“建设金融强国”、两会报告提出“增强资本市场内在稳定性”、国务院推出新“国九条”以及在专题会议提出“促进资本市场平稳健康发展，是经济发展和治理能力的重要体现”、证监会推动“以投资者为本”的改革，中央汇金大规模增持ETF一定程度上阻断股市负反馈。

4月政策面重要事件：

(1) 新“国九条”发布

4月12日，时隔十年中国资本市场迎来第三个“国九条”，相较于2004年扩大直接融资与推动股权分置改革，以及2014年加快多层次资本市场建设等增量改革举措，本次“国九条”更多聚焦于解决资本市场长期发展的基础问题，严把上市公司准入关、规范上市公司行为、提高上市公司质量、加大退市监管力度、加强交易监管、引入中长期资本，意在推动解决资本市场长期积累的深层次矛盾。

(2) 《国务院关于金融企业国有资产管理情况专项报告审议意见的研究处理情况和整改问责情况的报告》发布

4月23日，《国务院关于金融企业国有资产管理情况专项报告审议意见的研究处理情况和整改问责情况的报告》发布，从5方面对金融国有资产管理提出完善工作的思路和措施。总体看，**格局方面**，明确提出集中力量打造金融业“国家队”，同时地方国有金融企业特色差异化发展；**管理机制方面**，将进一步理顺权责关系，实行分级分类委托管理；**功能定位方面**，通过完善考评制度等级提升服务实体水平及防控风险。

(3) 4月政治局会议召开

4月30日，政治局会议召开，政策基调积极务实，在内需政策上有三大看点：（1）会议明确提出“避免前紧后松，切实巩固和增强经济回升向好态势”，打消了市场关于经济增速改善、政策可能不及预期的疑虑；（2）提出统筹研究消化存量房地产和优化增量住房政策，类比2023年7月政治局关注地方债务，增量政策的关注有望对房地产市场形成积极支撑；（3）货币政策上明确提及利率和准备金率两大工具，表明实际利率有下降的可能。本次会议重要的变化是明确了二十届三中全会将于7月召开，并重新强调了改革开

放的重要性以及进一步解放和发展社会生产力、解放和增强社会活力等举措，市场对中长期发展预期有望重新校准。

2、基本面：经济动能边际改善

4月制造业 PMI 较上月回落 0.4 个百分点至 50.4%，较季节性高 0.6 个百分点：（1）供给提升、内外需回落，供给强于需求的格局进一步凸显；（2）两大价格指数回升，原材料价格强于出厂价格；（3）库存周期磨底，去库动力放缓；（4）大企业回落、中小企业仍具韧性，均高于荣枯线。**4月非制造业商务活动 PMI 为 51.2%，较上月回落 1.8 个百分点：**出行娱乐服务业向生产性服务业的景气轮动趋势虽仍延续但放缓；房建回落或意味着政策的刺激和效果呈现脉冲式，土建景气回暖表明基建实物工作量开始增长。量的方面，“外需定边际、内需调结构”的状态持续存在，即出海和新旧动能转换是当前国内宏观的核心叙事逻辑；价的方面更为重要，原材料价格回升强于出厂价格，表明了生产积极性较高而终端需求仍弱的同时，预示着工业企业利润周期可能仍将受到一定压制，库存和产能周期的扩张或仍将是结构性的。

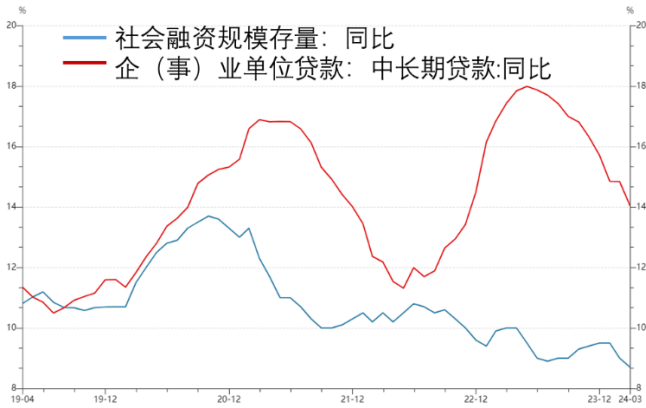
3月 CPI 同比增长 0.1%（市场预期 0.4%），环比减少 1.0%；PPI 同比减少 2.8%（市场预期-2.8%），环比减少 0.1%。对于 CPI，食品是主要拖累，服务贡献减弱。其中，节后需求回落，叠加全国气温偏暖使供给较为充裕，食品价格普遍回落。对于 PPI，能源有色价格上涨，同时煤炭需求减少，叠加钢铁环比跌幅扩大，显示传统制造动能偏弱。在消费平价化、注重精神文化等服务消费的新趋势下，CPI 季节性得到重塑，形成 2 月和 7 月（即春节/寒假和暑假）的双高峰。后续，居民的资产负债表行为是主导通胀走势的决定性因素。

3月社融增速延续回落态势，私人 and 政府信用皆收缩。3月社融存量增速为 8.7%，回落 0.3 个百分点，新增社融 4.87 万亿元，同比少增 0.51 万亿元。拆分结构来看，贷款和政府债造成主要负贡献，其中信贷同比少增 6561 亿元，政府债同比少增 1373 亿元。未贴票和企业债券是 3 月新增社融的主要支撑，其中未贴票同比多增 1760 亿元，企业债券同比多增 1251 亿元。此外，信托贷款同比多增 725 亿元，或与地产融资支持有关。股票融资在监管严控发行上市准入的背景下继续收缩，同比少增 387 亿元。**整体上，本质问题是居民的储蓄释放更多选择了金融资产进行配置以及提前还贷，而不是流向实体。这或是驱动年初以来股债市场都出现阶段性行情的较大原因。但实体经济的冷暖才是资本市场健康运行的关键，后续货币政策宽松的必要性上升。**

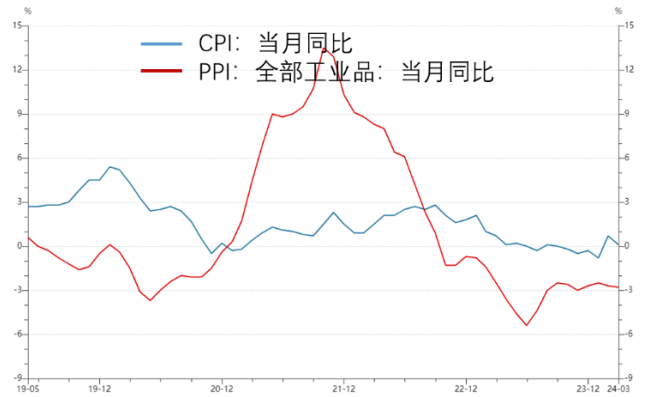
从投向实体经济的流动性角度看，代表性指标社融存量 2024 年 3 月份数据录得同比增长 8.7%，继续下滑。社融两年 CAGR（复合年均增长率）增速缓慢下行；企业中长期贷款数据继续回落。

通胀方面，2024 年 3 月份，CPI 环比有所回落，但依然在正值区间，录得 0.1%。PPI 依然弱势，录得-2.8%。

图：2024 年 3 月社融存量数据较上月继续小幅下滑



图：2024 年 3 月 CPI 继续维持正值，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 3 月 31 日。

3、汇率：落实政府工作报告，积极谋划稳增长

4 月人民币汇率小幅下跌，兑其他非美元货币升值。人民币汇率在 4 月大部分时间保持相对稳定，在 4 月 23 日至 30 日波动较大，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 4 月走弱的主因。

图：2024 年 4 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 4 月 30 日。

人民币汇率短期内或继续承压，弹性将得到进一步修复。未来，随着美联储步入降息周期，10 年期美国国债收益率和美元指数均有可能在双向波动的前提下温和回落。另一方面，中国经济内生增长动力有所增强，增长边界有所改善。具体来说，第一是国内近期公布的宏观数据表现超市场预期；第二是扩张性财政货币政策有望持续发力，2024 年 4 月 18 日，央行表示保持人民币汇率基本稳定的目标和决心不变，坚决对顺周期行为进行纠偏，防止市场形成单边预期并自我强化，坚决防范汇率超调风险，说明未来人民币汇率会在合理均衡水平上保持基本稳定；第三是下半年三中全会的召开将会显著提振各类主体预期；四是前

期美国财长耶伦访华意味着短期内中美关系可能出现边际性改善。

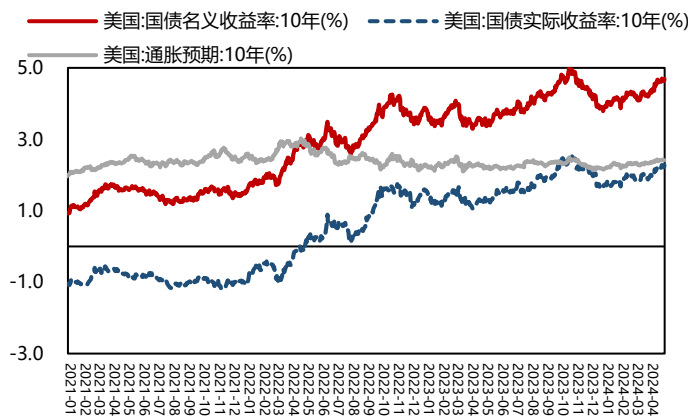
2.2 海外市场

2.2.1 美国

回顾：受到金融流动性显著收缩影响，美股市场大幅回调。（1）2024年5月美联储FOMC会议连续六次维持利率不变，符合市场预期；（2）3月美国CPI和核心CPI均超预期，中期通胀预期回升。具体来看，美国3月核心CPI环比持平于0.36%，高于彭博一致预期的0.3%，其中核心商品通胀再度转弱，但服务通胀韧性仍较强；（3）3月美国新增非农就业人口30.3万，超过彭博一致预期的21.4万，或受移民流入提振；（4）消费方面，3月实际消费环比增速持平于2月的0.5%，位于较高水平，4月刷卡数据显示消费动能仍较强。整体上，受到金融流动性显著收缩影响，美债利率持续上行，美股市场呈现大幅回调。

展望：短期通胀有粘性，美股存在阶段性压力。（1）美联储最关注的3月核心PCE物价指数和核心CPI分别同比增长2.8%和3.8%，均持平于前值。4月30日公布的一季度雇佣成本指数（ECI）同比增长4.2%，持平于前值。对于美联储而言，一季度通胀从回落变徘徊，导致加降息政策区间转换需要更长的观测窗口；（2）FOMC声明，美联储将从6月1日起放慢缩表节奏，美债月度赎回上限从600亿美元降至250亿美元，较预期偏“鸽”（预期降至300亿美元），但仍保持MBS月度赎回上限在350亿美元；（3）年内降息时点或仍有一段时间，鲍威尔目前表态存在多次降息的路径，也存在不降息的可能。**整体看，美国资本市场短期流动性仍较紧，开启降息信号确认后，美国资本市场或面临新的场景，在此之前，市场仍有阶段性压力。**

图：10年期美债利率震荡走强，4月从4.20%攀升至4.69%



图：美联储降息预期推迟

CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES							
MEETING DATE	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550
2024/6/12		0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	6.2%	93.8%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.4%	26.1%	72.5%
2024/9/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.5%	10.8%	43.7%	44.9%
2024/11/7	0.0%	0.0%	0.1%	3.2%	19.3%	44.0%	33.3%
2024/12/18	0.0%	0.1%	1.6%	11.1%	31.4%	38.8%	17.0%
2025/1/29	0.0%	0.6%	4.8%	17.8%	33.9%	31.6%	11.4%
2025/3/19	0.3%	2.4%	10.5%	24.9%	32.8%	22.7%	6.4%
2025/4/30	0.9%	4.9%	14.8%	27.3%	29.8%	17.8%	4.5%

数据来源：Bloomberg、CME，美债利率数据截至2024年4月30日，美联储降息预期数据截至5月2日。

2.2.2 其他国家与地区

欧洲：核心通胀超预期，股票市场回调。（1）欧元区4月综合PMI录得51.4%，创近一年新高，其中服务业PMI进一步上行1.4个百分点至52.9%，但制造业PMI下滑0.5个百分点至45.6%，低于预期的46.6%；（2）4月欧元区HICP（消费者物价调和指数，Harmonized Index of Consumer Prices，HICP）同比持平于

2.4%，符合预期；核心 HICP 同比增长 2.7%，高于预期的 2.6%；（3）欧央行则相对更偏“鸽”，或领先美联储降息。4月11日欧央行议息会议继续按兵不动，但发出更明确的6月降息信号；（4）截至4月30日，4月欧元区 STOXX50（欧元）指数下跌 3.19%，欧洲 STOXX60（欧元）0 指数下跌 1.52%，法国 CAC40 指数下跌 2.69%，德国 DAX 指数下跌 3.03%，英国富时 100 指数上涨 2.41%。**整体上，受降息预期回落的影响，股票市场出现阶段性调整。**

日本通胀不及预期，汇率贬值扰动市场。 具体来看：（1）日本4月 PMI 继续提升 0.9 个百分点至 52.6%，其中制造业 PMI 大幅回升 1.7 个百分点至 49.9%，服务业 PMI 上行至 54.6%；（2）日本东京 4 月 CPI 同比回落 0.8 个百分点至 1.8%，低于预期的 2.5%；除生鲜食品和能源的核心 CPI 同比继续回落至 1.8%，低于预期的 2.7%；（3）近期日元加速贬值，日本财务省或已干预汇市。4 月以来，美元走强叠加油价攀升触发日元加速贬值，日本财务省副大臣神田真人回应称，将在 5 月底披露是否干预汇市，随时准备采取行动，将针对过度波动采取适当行动。从日元走势和官员表态来看，日本政府或已出手干预。

日经 225 指数 4 月下跌 4.86%。展望后市，日本或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。

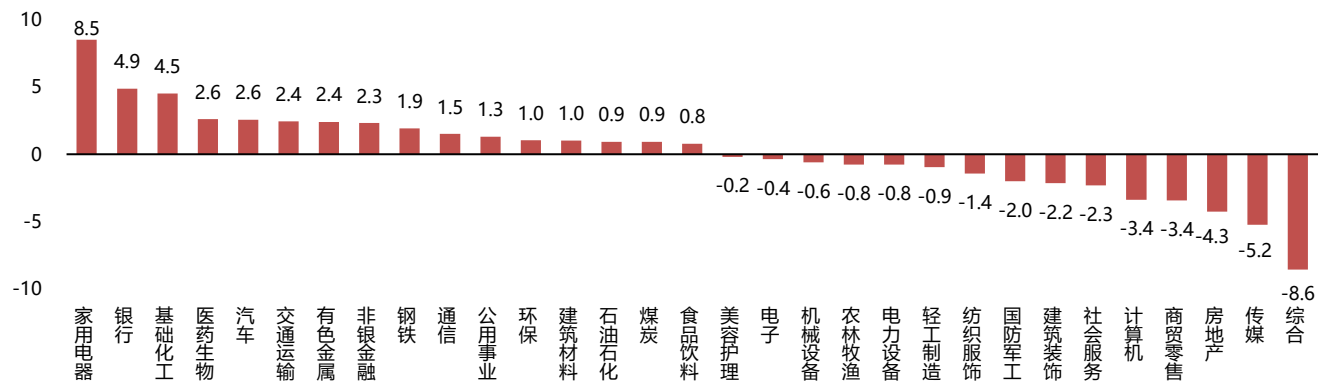
3 各类资产观点

3.1 A 股

3.1.1 回顾展望

A 股回顾：财报季调整之后重回上行区间。 4 月指数震荡上行，截至 4 月 30 日，月度层面中证 500 上涨 2.93%，上证 50 上涨 2.04%，沪深 300 上涨 1.89%，万得全 A 上涨 1.02%。行业层面涨跌互现，周期资源与消费板块表现占优，而地产与 AI 产业链则表现落后。上旬，由于社融、信贷、通胀数据均有所回落，上市公司财报季临近，以及中东地缘局势紧张化，市场风险偏好降低，贴现率上升。下旬，经济、政策、股市的不确定性有所降低，推动投资者对风险接纳程度的改善、预期的修复与仓位的回补。

图：2024 年 4 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 4 月 30 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：投资机会或在年中，A 股有望震荡上升。

A 股 2023 年盈利增速改善，但 2024 年一季度盈利增速再次回落，A 股业绩修复过程遭遇波折。2023 年全年 A（-1.0%）、全 A 非金融（-2.8%）归母净利润同比虽均减少，但较 2023 年前三季度的盈利增速均有不同程度的改善，而 2024 年一季度全 A、全 A 非金融的归母净利润同比分别减少 4.2%、5.0%，较 2023 年全年盈利增速均下降。一季度电子（59.8%）、社会服务（59.6%）等行业业绩增速靠前，农林牧渔、电子等行业业绩增速改善明显。

行情的动力不在增长预期上修，而在不确定性降低。经过长达三年的调整与出清，市场偏低的估值反应了中长期不确定性的累积。边际变化正在出现，市场需要评估其对股票定价的积极作用：（1）**股市波动不确定性降低**。决策层近日指出“促进资本市场平稳健康发展，是经济发展和治理能力的重要体现”，与之关联的两会“增强资本市场的内在稳定性”、国务院新“国九条”与证监会推动“以投资者为本”系列改革，隐含了股市波动与底线明确；（2）**政策不确定性降低**。提振内需的政策态度变得更主动。房地产整顿三年后进入宽松周期，推动大规模设备更新/以旧换新的内需举措，再加上“连续几年发行超长期特别国债”以及探索央行在二级市场买卖国债并充实货币政策工具箱，显示政策空间正在打开。（3）**经济不确定性降低**。价格通胀拖累降低，加之 5-6 月特别国债发行与财政支出节奏加快，有望推动实物工作量形成。不确定性下降或是股市反弹的重要基石。

3.1.2 投资策略

1、风格判断：更高风险特征（成长性）的资产或将有表现空间。市场在经历 2024 年初波动后，相较 2023 年初的“高预期和高风险偏好”，当前市场处在“低预期和低风险偏好”的状态。因此，以下几点相对明朗：（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，叠加考虑年前预期已下修至较低点，未来两个季度股市的投资机遇或多于风险，但依然是结构性的。

2、行业配置：投资机会在科技制造与具成长性的材料与消费。行情来自不确定性下降，而非盈利预期上修，因此年中投资关注重点或在具有成长性的股票：（1）**科技制造业**。调整时间较长，悲观预期出清，往后看行业不确定性有望下降的板块，关注电子半导体、汽车、军工、机械、通信、创新药板块；（2）**券商及具有成长性的周期与消费板块**。基于股市不确定性下降以及并购重组预期，券商或有反弹机会，同时关注医药、化妆品、啤酒饮料，与有色、钢铁新材料板块。

图：主要 A 股指数估值水平

主要指数	2024/4/30	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	17.13	34.50	11.55	17.76	41.30%
	Wind全A(剔除金融、石油石化)	26.82	73.88	18.18	28.56	37.20%
	上证50	10.46	22.89	6.97	10.07	61.20%
	沪深300	12.07	27.35	8.03	12.22	46.60%
	中证500	23.64	89.51	16.24	28.80	23.70%
	中证1000	38.39	144.82	19.36	39.18	46.00%
	中小100	22.80	64.61	16.20	30.68	12.20%
	创业板指	28.55	135.13	22.88	51.13	4.30%
	中小综指	32.92	96.75	23.18	41.00	17.80%
	创业板综	45.90	174.93	28.88	60.43	19.60%
海内外相对估值PE(TTM)	中证红利指数	7.05	20.46	5.24	8.15	27.80%
	恒生AH股溢价指数	7.73	22.68	6.25	9.24	14.00%
	上证沪港通AH溢价指数	8.07	10.27	3.08	7.00	78.00%
相对估值PE(TTM)	上证指数/标普500	0.54	1.56	0.36	0.62	26.10%
	创业板指/沪深300	2.37	8.11	2.18	4.05	1.50%
相对估值PB(LF)	创业板综/沪深300	3.80	14.08	2.83	4.94	21.50%
	创业板指/沪深300	0.62	6.06	0.59	3.28	2.10%
	创业板综/沪深300	3.80	5.30	1.38	2.97	80.00%

数据来源：Wind，招商基金，数据截至 2024 年 4 月 30 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 4 月债市走势波动加大，利率品种走势分化，信用品种大多走强，期限利差大体走阔，信用利差压缩。央行在 4 月债市走势中起较大影响，4 月上旬，市场利率定价自律机制倡议，要求银行业金融机构禁止通过手工补息的方式高息揽储，要求 4 月底前完成整改，市场理解为可配置的稳定低波资产进一步减少，中短端债券品种及存单收益率下行，带动整个收益率曲线下行；中旬，陆续公布的各项数据显示 3 月单月宏观数据偏弱，进一步助推债市走强；4 月下旬，央行提示债券市场利率风险，称“长期国债收益率总体运行在与长期经济增长预期相匹配的合理区间内”，债市出现连续调整，但月末央行公开市场操作投放较大，市场对央行收紧资金面的预期有所转变，债市再度走强。

债券市场展望：央行一再提示利率风险时点的收益率或是近期的低点，但短期看收益率的向上空间也较有限。据政治局会议精神，央行或仍会通过降准降息（大概率是降 LPR）操作配合国债发行，所以降准降息操作落地之前，债市仍会交易该预期，收益率上行空间有限。但当收益率下行至接近前期低点时，若基本面并没有太大变化，市场反而会担心调整。

(1) 基本面看，3 月的经济数据偏弱，但 4 月 PMI 数据和高频数据尚可，暂不支持债市继续走强；

(2) 资金面看，1 年存单低于 MLF 约 40bp，DR007 利率稳定在比公开市场操作利率略高的水平，资金水平偏宽松，由于央行在 4 月末公开市场操作净投放量较大，故推测央行认为目前资金利率较合适，并不希望大幅上行；

(3) 政策面看，货币政策方面，政治局会议提到“要灵活运用利率和存款准备金率等政策工具，加大对实体经济支持力度，降低社会综合融资成本”，二季度降准降息概率提升；财政政策方面，政治局会议提到“要及早发行并用好超长期特别国债，加快专项债发行使用进度”，5-6 月国债、专项债发行大概率将

加速；地产政策方面，政治局会议提到“统筹研究消化存量房产和优化增量住房的政策措施”，有利于缓解库存压力和稳住市场价格；

(4) 交易情绪看，公募基金久期水平仍属偏高水平，配置型机构对债券的增配力度中性，30 年国债换手率高位回落。

3.2.2 债券市场投资策略

1、债券投资策略

债市波动较大，可在票息策略基础上进行一定波段交易，中短端品种安全性或较好。资产荒仍持续，信用利差有望继续压窄。波段操作上，当 10 年和 30 年国债收益率低于 4 月初水平时，考虑减持，高于 4 月末时，考虑增持。在央行降准降息前，组合整体可考虑偏积极的持仓。

杠杆方面，资金面或将维持宽松，持仓品种如有利差且组合负债稳定性较好，则可维持中高杠杆。在具体的曲线策略和期限选择方面：（1）信用品种中，近期调整后的银行资本债券和中长久期的高等级信用债具有一定相对价值。银行资本债券可进行波段交易，如收益率下行较多则适当梯度减持；（2）利率组合，中短期品种安全性或更好。

2、具体信用品种分析

城投债方面：4 月城投债各品种收益率全线下行，中长端低等级城投债品种收益率下行明显，反映收益诉求驱动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 及以下等级品种收益率下行 17-35bp，对应信用利差收窄 9-28bp，其余品种收益率普遍下行 10-21bp，1 年期各等级品种信用利差收窄 18-24bp，2 年期除 AA-等级品种走阔 3bp 外普遍收窄 9-15bp，3-5 年期中高等级品种收窄 2-17bp。从区域看，各区域城投利差全线收窄，当前分位数大多处于 2014 年以来 5% 以下的历史较低水平，弱区域进一步下沉的性价比有所降低。其中青海、辽宁、甘肃等区域利差收窄 20bp 以上，其他区域利差较上月末全线收窄 10-20bp。

展望 5 月，继续下沉的性价比不高，可在把握流动性的同时适当拉久期，关注“统借统还”政策推行之下重点区域的短久期城投债，和重点区域范围扩大带来的部分地市参与机会。

地产债方面：4 月地产销售动能走弱，销售中枢有所下移。4 月 30 大中城市商品房成交面积 759 万平方米，较 3 月环比下降 14%，较 2019、2021、2023 年同期分别下降 56%、63%、41%，当前商品房销售表现仍显低迷。月内区域地产政策持续优化，多城市宣布放宽住房购买限制及落户条件，中央政治局会议强调统筹研究消化存量房产和优化增量住房的政策措施，后续需持续观察地产销售数据的改善情况。从利差表现来看，4 月地产债信用利差全线收窄，其中 1 年期品种收窄尤为明显，对应变动 24-28bp。2-4 年期 AAA、AA+品种收窄 8-16bp，2-5 年期 AA 等级品种收窄 3-8bp。央企、地方国企、民企地产债利差分别收窄 10bp、13bp、35bp，混合所有制受部分房企影响走阔 840bp。

展望 5 月，可结合基本面情况关注优质央企地产债的收益挖掘机会，考虑到地产债估值波动风险仍存，需适当控制久期。

煤炭债方面：4 月主流港口煤炭库存从月初的 5781 万吨升至 6098 万吨，山西产动力末煤价格由 820 元/吨下降至 801 元/吨后，又持续上升至 827 元/吨。从信用利差来看，煤炭债各品种信用利差全线收窄，其中

年期品种利差收窄 23-26bp，其他品种利差普遍收窄 4-13bp。

展望 5 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。当前隐含评级 AA 品种 2 年期-1 年期期限利差较为充裕，可采取骑乘策略追求增厚收益。

钢铁债方面：4 月主要钢厂库存由 3 月末的 345 万吨持续下降至 4 月末的 243 万吨左右，周产量小幅提升 12 万吨，12-25 螺纹钢价格由 3518 元/吨上升至 3678 元/吨。从信用利差来看，1 年期各品种利差收窄 23-26bp，其余品种全线收窄 4-13bp。

展望 5 月，当前钢铁债整体配置性价比不高，可关注部分钢企的结构性机会；当前钢铁债 3-5 年期隐含评级 AA+品种相较于煤炭债存在一定品种溢价，也值得关注。

银行资本工具方面：4 月银行二永债收益率全线下行，信用利差全线收窄。临近月末债市调整，二永债作为信用债中偏交易品种，估值收益率大幅上行。全月来看，银行二级资本债方面，各等级品种收益率下行 13-19bp，1 年期各等级品种信用利差收窄 18bp，其他品种利差收窄 5-15bp。银行永续债利差全线收窄，其中 1 年期各等级品种收窄 18-21bp，其他品种利差全线收窄 7-14bp。相对银行二级资本债，当前 2-5 年期 AA 等级的银行永续债与银行二级资本债的品种溢价处于 8-14bp，其余品种溢价普遍处于 5bp 以内，溢价吸引力较为一般。

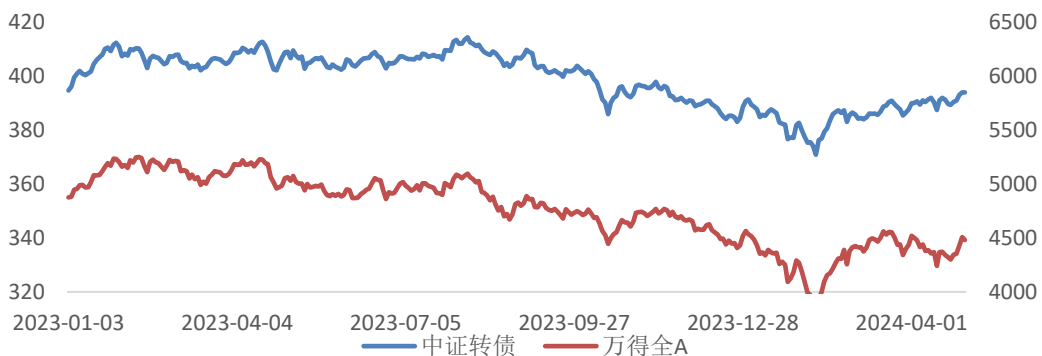
展望 5 月，当前二永债配置性价比不高，未来或仍存在一定向上调整空间。参考今年 3 月债市调整情况，预计 10 年国债收益率 2.35% 仍为压力位，对应 3 年期、5 年期大行二级资本债收益率高点分别为 2.65%、2.68%，而当前 3 年期、5 年期大行二级资本债收益率分别为 2.39%、2.49%，后续 3 年期、5 年期大行二级资本债或仍存在 25bp、20bp 左右调整空间。行情调整时二永债估值波动幅度较大，可博弈其波段操作机会。

3.2.3 可转债市场回顾展望与投资策略

可转债回顾：4 月转债跟随股票市场上涨。截至 4 月 30 日，4 月中证转债上涨 1.87%，表现与股票弹性相当。分结构看，4 月偏股转债、平衡转债和偏债转债估值分别上升 2.13%、2.05% 和 3.75% 至 3.94%、17.22% 和 65.59%。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 52.37% 水平。

可转债展望：转股溢价率或有所分化。新“国九条”颁布后小盘低评级转债估值或将有所压缩，大盘高评级转债估值有所支撑。整体看，在转债供给收缩，纯债票息较低的状态下，转股溢价率易上难下。考虑采取哑铃型策略，重视红利低估值以及有增长点的低价成长性转债。

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 4 月 30 日。

3.3 港股

3.3.1 回顾展望

港股回顾：4月港股市场震荡回升，恒生指数上涨7.4%，恒生中国企业指数上涨8.0%。恒生综合行业方面，所以行业均上涨，其中资讯科技业、原材料业和金融业涨幅居前。截至2024年4月30日，恒生指数PE（TTM）为9.1X，较3月底的8.4X有所上调，恒生国企指数PE（TTM）为8.1X，高于3月底的7.4X。

港股展望：国内需求端的数据有所回暖，叠加政治局会议提及继续发力宏观政策，例如继续优化房地产政策等，国内经济的悲观预期得到修正。其次，虽然美国通胀仍有可能重回上行通道，但近期部分经济高频数据有所回落，市场对于美联储降息的预期再次回升。港股市场经历二次探底后，在国内外均有积极信号催化下，有望延续反弹，可考虑均衡配置，重视被低估的“白马股”机会。

3.3.2 投资策略

港股市场目前重点关注以下板块：

（1）互联网板块。2024年大部分互联网公司会以保利润增长为核心，促进业务的健康发展，并为长期的创新和变化囤积资本。大部分互联网公司的现金流和利润都在持续改善和增长，逐渐加大了股东回馈（回购/分红）的力度。国内大型互联网企业的优势在于积累了大量可训练数据，能更有效推进AIGC（生成式人工智能）和ChatGPT的技术发展、应用情况以及商业化落地；

（2）AI产业链板块。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，在应用端的空间也将逐渐打开；

（3）红利板块。通讯运营商：自由现金流稳步向好，近年来主要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；

（4）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；

（5）消费板块。主要集中在出行赛道，口红效应消费，品牌出口，以及业绩比较优质的细分行业。

3.4 美股

美股市场回顾：4月三大指数均录得下跌，道指下跌 5.00%，标普 500 指数下跌 4.16%，纳指下跌 4.41%。

4月28日美元指数上升至 105.79，是美元自 2022 年升值以来的新高点。在彭博社最新跟踪的约 150 种货币中，有三分之二的货币相对美元贬值，缘于对美联储降息时间和幅度的预期出现转变，目前美联储基准利率处于 20 年来最高水平。根据 FactSet 的数据，芝商所（CBOE）波动率指数 VIX 跌至 13.49，为 3 月 28 日以来的最低水平，回到了市场因通胀担忧而下跌之前的水平。

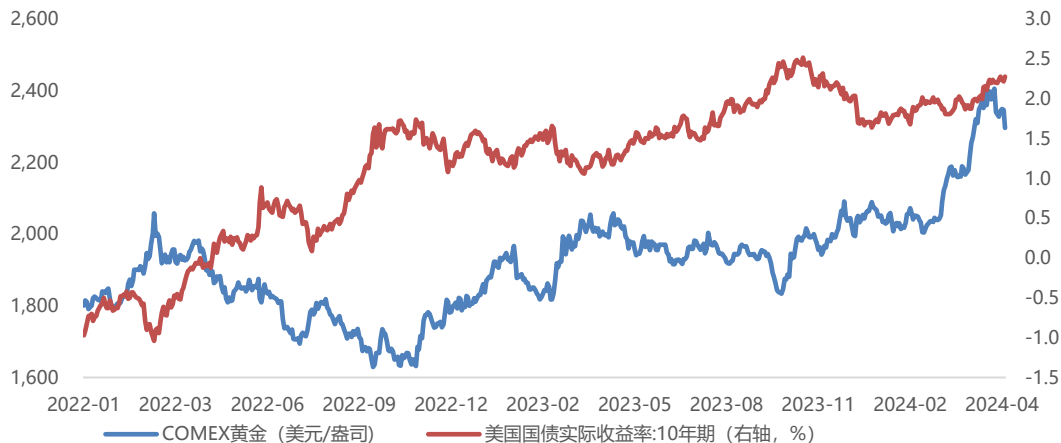
美股市场展望：展望 5 月，美联储主席鲍威尔在议息会议后的鸽派表态提振了市场，随后非农报告提供了劳动力市场软化迹象也给降息提供了希望。美债收益率见顶回落，科技股再次领涨市场，标普 500 指数重新挑战 50 日均线，衡量市场波动性的恐慌指数 VIX 降至 3 月底以来的最低水平。企业财报将继续成为扰动因素。

重点关注有盈利能力，且能够抵抗周期的医疗板块和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：美国经济韧性强，降息预期下降，金价冲高回落。4 月上旬，制造业回暖，企业补库推动大宗商品价格持续走高，使市场对再通胀的预期加大，刺激国际金价上行。此外，美联储多数官员持“鸽”派，市场对于美国降息的预期仍在，支撑黄金价格。地缘政治方面，俄乌冲突加剧，避险需求推动黄金持续走强。另外，央行黄金需求呈强劲增长态势。4 月下旬以来，美国公布 3 月 CPI 明显超出预期，美国经济韧性较强，打击了短期内美联储降息预期。此外，美联储官员内部对降息的差异性逐渐放大，导致黄金价格冲高回落。另一方面，在需求端，随着金价走高和国内经济持续改善，实物黄金投资需求或有所减少，对黄金价格形成压制。

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 4 月 30 日。

金价展望：避险情绪叠加降息预期，支撑黄金板块。一方面，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，若要实现经济软着陆目标，降息仍是必选项，市场对降息始终存在的期待支撑金价上行。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。

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和信息，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、复制或有意篡改。