



招商基金投资策略报告

2024年6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	7
3	各类资产观点	8
3.1	A 股	8
3.1.1	回顾展望	8
3.1.2	投资策略	9
3.2	债券	10
3.2.1	债券市场回顾展望	10
3.2.2	债券市场投资策略	11
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

1 概览

资产类别	回顾、展望与策略
A 股	<p>回顾：5 月 A 股指数震荡下行，月间中证 500 下跌 2.44%，上证 50 下跌 0.08%，沪深 300 下跌 0.68%，万得全 A 下跌 1.21%。行业方面，煤炭、房地产、农林牧渔等涨幅居前，传媒、计算机、通信等表现落后。</p>
	<p>展望与策略：A 股有望震荡上升。股市波动、政策、经济的不确定性降低后，市场需重新评估其对股票定价的积极作用。风格方面，不确定性下降后，科技成长风格资产或将有更强弹性。行业配置方面，相对更看好大盘蓝筹股、小盘成长股，及科技股中的制造及应用板块。</p>
港股	<p>回顾：5 月港股市场宽幅震荡，恒生指数上涨 1.78%，恒生中国企业指数上涨 1.89%。</p>
	<p>展望与策略：港股市场反弹较为充分地反映了国内托底政策的出台及美联储降息预期的回升。但托底政策效果仍需时间检验，叠加海外降息路径仍有较大不确定性，港股短期反弹后出现阶段性调整，后续仍看好向上机会。考虑均衡配置，重视被低估的“白马股”机会。行业配置方面，关注红利、TMT（互联网、AI 产业链）、资源品以及消费板块。</p>
中债	<p>回顾：5 月债市整体走强，信用品种相对利率品种表现更为强势，利率债长端收益率小幅上行，期限利差大体走阔，信用利差压缩，全月 1 年期、10 年期、30 年期国债收益率分别-5bp、-1bp、+2bp 至 1.64%、2.29%、2.56%。可转债与股票市场表现有所分化，月间中证转债上涨 1.62%。</p>
	<p>展望与策略：特别国债发行计划和地产政策等逐步落地后，债市担忧暂卸下。市场重新回归对于基本面的关注，而终端需求仍显现一定的脆弱性。债市做多的限制，主要是央行多次在关键点位提示利率风险，若地方债阶段性放量或也对债市有一定影响。</p> <p>债市或窄幅波动，可维持一定底仓并积极波段交易，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。重视长债和超长债品种因供给及监管等压力遇调整后的配置机会。</p>
美股	<p>回顾：5 月美股三大指数均录得上涨，道指上涨 2.30%，标普 500 指数上涨 4.80%，纳指上涨 6.68%。</p>
	<p>展望与策略：4 月个人消费支出数据支撑通胀压力在减弱的观点，还需对后续就业报告数据持续关注。重点关注对利率变化相对不敏感、在高通胀下表现出色的行业和基本面优质的中概股，包括医疗设备、半导体和消费服务板块中的投资机会。</p>
美债	<p>回顾：10 年期利率先抑后扬，中长期配置价值凸显。</p>
	<p>展望与策略：在通胀和经济数据未出现明显放缓前，10 年期美债利率或仍将维持高位震荡，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：美国经济数据走弱，抬升降息预期，同时较高的 PMI 数据使降息预期回调，金价区间震荡。</p>
	<p>展望与策略：美联储 5 月会议纪要偏“鹰”，地缘冲突不确定性提升，贵金属短期回调后仍具配置价值。</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，制造业投资与出口相对亮眼，流动性依然维持在正常区间内。

1、政策面：经济金融增长承压，宏观政策逆周期加力的紧迫性上升

我国经济有望延续修复，动能或边际增强。美国经济或继续维持韧性，对出口动能形成支撑。4 月末政治局会议部署“宏观政策靠前发力有效落实”，5 月提振需求政策随即密集落地，包括万亿超长期国债落地发行、一揽子房地产救市措施以及大规模设备更新和消费品以旧换新政策进一步落地等，有利于提振内需，增强市场信心和防范化解风险，宏观经济有望延续修复态势。政策层面看，中共中央总书记于 5 月 23 日下午在山东省济南市主持召开企业和专家座谈会并发表重要讲话。会议强调，将进一步全面深化改革，就深化电力体制改革、发展风险投资、用科技改造提升传统产业、建立健全民营企业治理体系、优化外资企业营商环境、推动香港更好融入新发展格局、推动城乡融合发展、完善宏观经济治理体系等提出意见建议。

资本市场方面，5 月 24 日，证监会正式发布《上市公司股东减持股份管理暂行办法》（以下简称《减持管理办法》）及相关配套规则。《减持管理办法》将原有的规范性文件上升为规章，并针对市场反映的突出问题完善了相关内容：严格规范大股东减持。明确控股股东、实际控制人在破发、破净、分红不达标等情形下不得通过集中竞价交易或者大宗交易减持股份；增加大股东通过大宗交易减持前的预披露义务；要求大股东的一致行动人与大股东共同遵守减持限制。

5 月政策面重要事件：

（1）房地产相关救市措施

5 月 17 日，央行发布四项房地产重大政策。一是《关于调整个人住房贷款最低首付款比例政策的通知》（与国家金融监督管理总局联合发布），下调首套及二套房贷最低首付比例；二是《关于调整商业性个人住房贷款利率政策的通知》，取消全国层面首套和二套房贷利率下限；三是《关于下调个人住房公积金贷款利率的通知》，下调公积金贷款利率；四是设立 3,000 亿保障性住房再贷款，鼓励引导金融机构按照市场化、法治化原则，支持地方国企以合理价格收购已建成未出售商品房，用作配售型或配租型保障性住房。

（2）一季度货币政策执行报告

5 月 10 日，央行发布《2024 年一季度货币政策执行报告》。形势判断上，《报告》认为“开局良好、回升向好是当前经济运行的基本特征和趋势”，同时“我国经济发展也还存在一些挑战”，与 4 月 30 日政治局会议定调一致。通胀方面，《报告》明确指出“当前物价处于低位的根本原因在于实体经济需求不足、供求失衡，而不是货币供给不够”，“年内还将继续温和回升，PPI 降幅也将收敛”，并强调“中长期看，我国处于经济转型和产业升级的关键期，供需条件有望持续改善，货币条件合理适度，居民预期稳定，物

价保持基本稳定有坚实基础”。

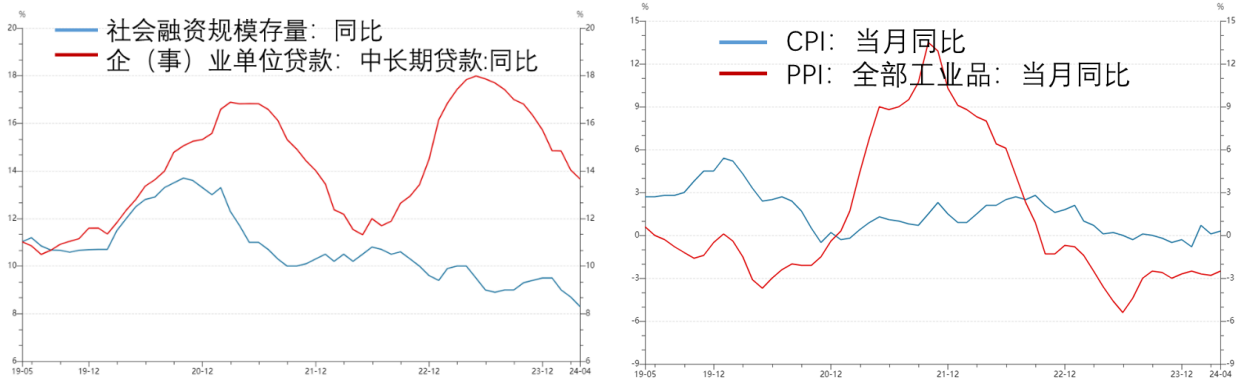
2、基本面：经济动能边际改善

5 月份制造业 PMI 为 49.5%，比上月下降 0.9 个百分点。非制造业商务活动指数为 51.1%，与上月基本持平。综合 PMI 产出指数为 51.0%，比上月下降 0.7 个百分点，继续高于临界点。5 月份，受前期制造业增长较快形成较高基数和有效需求不足等因素影响，制造业景气水平有所回落。5 月份，非制造业商务活动指数为 51.1%，与上月基本持平，非制造业继续保持扩张。我国经济总体产出继续扩张，企业生产经营活动保持恢复发展态势。

4 月份，居民消费需求持续恢复，全国 CPI 环比由降转涨，同比涨幅扩大。CPI 环比上涨 0.1%，上月为下降 1.0%，同比上涨 0.3%，涨幅比上月扩大 0.2 个百分点；扣除食品和能源价格的核心 CPI 环比上涨 0.2%，上月为下降 0.6%；同比上涨 0.7%，涨幅比上月扩大 0.1 个百分点。4 月份，工业生产继续恢复，部分行业需求阶段性回落，全国 PPI 环比有所下降，同比降幅收窄。从环比看，PPI 下降 0.2%，降幅比上月扩大 0.1 个百分点。其中，生产资料价格下降 0.2%，降幅扩大 0.1 个百分点；生活资料价格下降 0.1%，降幅与上月相同。同比看，PPI 下降 2.5%，降幅比上月收窄 0.3 个百分点。居民消费有所提振，但工业生产受部分行业需求阶段性回落影响仍出现下滑。

今年 4 月 M2 增速 7.2%（前值 8.3%），M1 增速-1.4%（前值 1.1%）。M2 加速回落、M1 增速意外转负是手工补息治理、理财需求高增、提前还贷加速的共振体现。一是手工补息治理下，企业停止资金套利行为，存款和短贷双双回落，对 M1 和 M2 造成技术性脉冲；二是在寻求安全资产的驱动下，居民和企业对理财产品需求高增，导致存款出表；三是在缺乏安全资产的背景下，用存款提前还贷的动机加强。社融超预期转负，实体贷款韧性较强，是社融的主要支撑。从投向实体经济的流动性角度看，代表性指标社融存量今年 4 月份数据录得同比增长 8.3%，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。新增社融-0.20 万亿元，同比少增 1.42 万亿元。拆分结构看，未贴票同比多减 3141 亿元，是社融的主要拖累项，反映实体经营活跃度偏弱；贷款新增 3306 亿元，同比少增 1125 亿元，是社融的主要支撑项；直接融资延续偏弱态势，企业债券和股票融资分别同比少增 2447 亿元和 807 亿元，委托贷款和信托贷款低位运行，分别新增 90 亿元和 142 亿元。

图：2024 年 4 月社融存量数据较上月继续小幅下滑 图：2024 年 4 月 CPI 继续维持正值，PPI 环比跌幅有所收窄



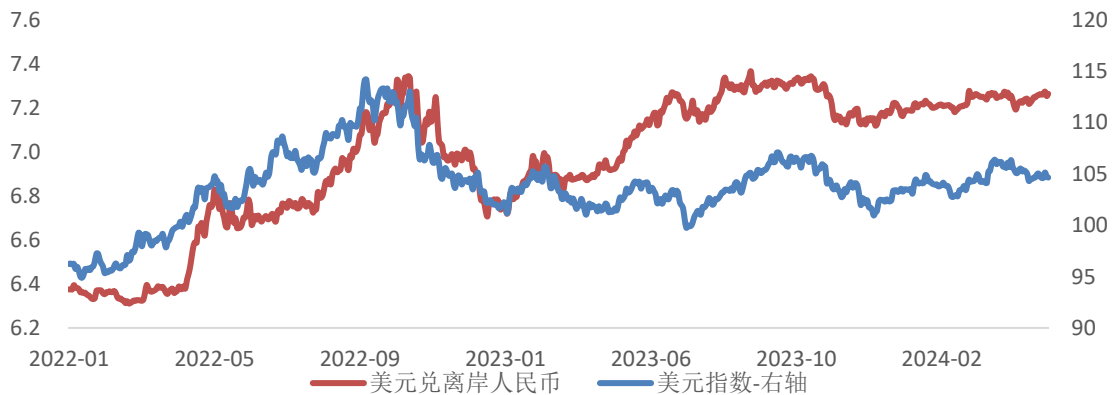
数据来源：国家统计局、Wind、招商基金整理，数据截至 2024 年 4 月 30 日。

3、汇率：当前美国经济通胀表现还远不足以触发降息，短期内美债行情或表现为波动大于趋势，美债利率未进入下行通道，人民币汇率或维持震荡

5 月人民币汇率走势回顾：美债利率基本回升至 4 月通胀数据公布前，10 年美债利率两度触及 4.5%。年内降息预期收敛带动美债利率上行，一方面对应的是美国 5 月标普全球制造业和服务业 PMI 均高于预期、初次申请失业金人数低于预期；另一方面是美联储 5 月会议纪要传递的信号比 FOMC 上鲍威尔的讲话更强硬、许多官员不确定货币政策的限制性程度且愿意在有需要时收紧政策。美债利率回归震荡走势，4 月耐用品订单环比增速高于预期。

5 月人民币汇率连续走贬。在岸和离岸人民币汇率连续走贬，美债利率回升带动美元指数走高，中间价逐步调贬至 7.11 上方或是主要原因：当前美债利率基本回升至 5 月 14 日公布 4 月通胀数据前，而在岸汇率已逼近 4 月末的低点（对应年后美债利率的高点）。从政策对冲的角度看，逆周期因子力度的提升可能略有滞后。在中美利差未趋势性收窄的背景下，人民币汇率预期的稳定还需要各类稳汇率政策协同。

图：2024 年 5 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 5 月 31 日。

6 月汇率展望：降息预期增强，长期看，美元或持续回落。现阶段对美国通胀压降斜率的看法分歧较大，一是政策层面，美联储内部对货币政策限制性程度的不确定；二是市场层面，投资者在经济通胀数据的反

复摇摆中更加迷茫。这陷入一个循环：市场短期内对通胀走势难以达成共识因此对单月数据的关注度提高，但又因单月数据摇摆难成趋势，使市场分歧进一步加大。缺乏动机的美联储选择滞后于经济尤其是通胀数据行动的概率较高，当前美国经济通胀的现实表现还远不足以触发降息。未来美联储货币政策的重点大概率还将是“保持政策限制性的时间长度”，短期内美债行情或表现为波动大于趋势，维持前期美债利率还未进入下行通道的判断。

短期内人民币仍将保持双向波动态势，大幅升值的可能性偏低。政策方面，在五一期间离岸人民币大涨后，央行小幅抬升美元兑人民币中间价，而随着节后离岸人民币汇率向在岸人民币价格收敛，央行又小幅调贬中间价，表明央行并不打算促成人民币迅速升值的局面；此外，4月的政治局会议指出目前我国“有效需求仍不足”，出口对于一季度经济增长贡献较大，经济复苏仍须依靠国内需求支撑，表明基本面或不足以支撑汇率和股市短期大幅上涨。跨境资金流动方面，今年以来银行代客结售汇差额持续为负，在近年同期中处于低位。跨境资金流出提升人民币贬值压力，短期内人民币或仍将保持双向波动态势。

2.2 海外市场

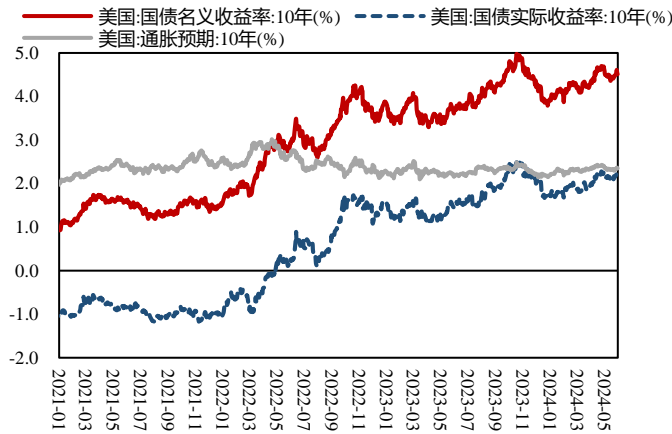
2.2.1 美国

回顾：美国4月CPI边际降温，美股市场上行。（1）5月22日，美联储公布的FOMC在4月30日至5月1日的会议纪要显示，美联储决定5月仍放缓加息步伐，将联邦基金利率目标区间继续维持在5.25%—5.50%之间。5月议息会议纪要对于经济、就业和通胀的表示整体与近期联储官员的讲话保持一致，最大的增量信息在于联储官员对货币政策限制性程度的质疑；（2）4月美国CPI同比上升3.4%，环比上升0.3%；核心CPI同比上升3.6%，环比上升0.3%，基本符合市场预期。能源分项整体平稳，食品分项小幅回落；核心商品环比主要受耐用品拖累，仍然为负；住房分项和住房外其他核心服务均回落。4月美国PPI和核心PPI环比均为0.5%，高于预期；（3）5月Markit制造业和服务业PMI（初值）均高于市场预期。5月Markit制造业PMI（初值）升至50.9%，高于市场预期的49.9%和前值50.0%，服务业PMI（初值）升至54.8%，大幅高于市场预期的51.2%和前值51.3%，为2023年6月以来新高；（4）消费方面，美国零售走弱，4月零售环比从0.7%大幅回落至0%，低于预期的0.4%，核心零售超预期降至-0.1%，低于3月的1.0%，主要原因为非耐用品消费普遍走弱。RedBook零售指数显示，5月美国零售同比或再度上升。

展望：短期通胀有粘性，美股存在阶段性压力。（1）4月美国CPI数据发布后，市场对7月及以前降息的概率预期基本不变，但9月及以前降息概率回升至92%。结合美国的政治周期分析，虽然远期曲线“加权平均”的结果是9月前大概率降息，但9月美联储议息会议与11月大选时间已相当接近，大选后或存在更大不确定性；（2）7月是否会有联储降息窗口取决于接下来几个月的数据变化。核心CPI、非农就业、以及消费（尤其是服务消费）等数据较为重要。如果5、6月三项数据中，核心通胀环比均低于0.3%，且非农就业继4月快速下行后持续放缓、或服务消费明显降温，则7月仍有降息可能；反之，9月降息需要较为明

显的增长减速信号。单看 4 月通胀数据本身不足以触发降息，但若结合 5-6 月 CPI 继续偏弱，且就业市场继续降温，或消费、尤其服务消费减弱，则 7 月降息概率会回升。

图：10 年期美债利率震荡走弱，5 月从 4.63% 下降至 4.51%



图：美联储降息预期推迟

MEETING DATE	CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES							
	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550	550-575
2024/6/12		0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	98.9%	1.1%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	12.3%	86.8%	1.0%
2024/9/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	5.4%	45.1%	49.0%	0.5%
2024/11/7	0.0%	0.0%	0.0%	1.4%	15.8%	46.1%	36.3%	0.4%
2024/12/18	0.0%	0.0%	0.7%	9.0%	31.7%	40.9%	17.4%	0.2%
2025/1/29	0.0%	0.2%	3.5%	16.5%	34.8%	33.1%	11.7%	0.1%
2025/3/19	0.1%	1.6%	9.1%	24.4%	34.1%	23.9%	6.7%	0.1%
2025/4/30	0.6%	3.9%	13.8%	27.4%	30.9%	18.6%	4.7%	0.0%

数据来源：Bloomberg、CME，美债利率数据截至 2024 年 5 月 31 日。

2.2.2 其他国家与地区

欧洲：欧元区 5 月制造业 PMI 创 15 个月新高，欧央行或于 6 月降息。（1）欧元区通胀止跌，4 月 CPI 同比增长 2.4%，预期增长 2.40%；4 月 CPI 环比增长 0.6%，预期增长 0.60%。欧元区 5 月 HICP（消费者物价调和指数，Harmonized Index of Consumer Prices）同比上行至 2.6%，高于预期的 2.5%；核心 HICP 同比为 2.9%，高于预期的 2.7%。尽管一季度欧元区通胀实现超预期回落，但结构上并不均衡，服务通胀持续较高，商品通胀则陷入通缩区间；（2）欧央行执委施纳贝尔表示 6 月降息是适当的，但 7 月降息似乎没有必要。4 月末市场认为欧央行年内降息次数超过 3 次，5 月末这一数字降至 2 次。由于欧央行已在议息会议和官员发言上进行了充分预热，6 月降息或是大概率事件，这也意味着市场预期欧央行下半年仅会再降息 1 次；（3）5 月欧元区综合 PMI 在服务业的拉动下进一步提升至 52.3%，指向服务消费是欧元区本轮经济复苏的主导力量。欧元区 5 月制造业 PMI 初值从 4 月的 45.7% 升至 47.4%，创 15 个月来最高纪录，高于预期 46.1%；服务业 PMI 初值为 53.3% 持平前值，不及预期 53.6%。综合 PMI 初值为 52.3%，高于预期 52% 和前值 51.7%，为 15 个月新高。得益于服务业的稳健扩张，5 月份新订单增长也有所加快。服务业新订单 5 月增幅达到近 13 个月的高点，制造业新业务继续下降，但降幅为两年来最小。服务消费持续扩张叠加薪资高增，欧元区服务通胀亦现粘性，通胀水平未必能够稳定回归 2% 以下；（4）截至 5 月 31 日，5 月欧元区 STOXX50（欧元）指数上涨 1.27%，欧洲 STOXX600（欧元）指数上涨 2.63%，法国 CAC40 指数上涨 0.10%，德国 DAX 指数上涨 3.16%，英国富时 100 指数上涨 1.61%。在消费扩张、即将降息的背景下，欧元区通胀目标难以实现，欧元区处于低失业、高涨薪的格局之中，随着经济复苏的推进，这一格局或将得到强化。

日本：5 月核心通胀不及预期。具体来看：（1）日本 5 月综合 PMI 回升 0.1 个百分点至 52.4%，其中制

制造业 PMI 回升 0.9 个百分点至 50.5%，为过去 12 个月首次超过荣枯线，服务业 PMI 下行至 53.6%；（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）日本内政部公布 4 月物价指数，总体符合预期。4 月 CPI 同比上升 2.5%，预期上升 2.4%。4 月核心 CPI 同比上升 2.2%，符合市场预期。4 月剔除新鲜食品与能源的 CPI 同比上升 2.4%，符合市场预期。核心 CPI 已连续 2 个月下滑，但依旧维持在日本央行 2% 的通胀目标之上。截至 5 月 31 日，日经 225 指数月度上涨 0.21%。

展望后市，基于日元贬值的经济增长并非长久之计，经济实质性复苏仍需实际薪资增长带来内生性扩张。日本经济暂未实现内生性复苏，但向前看薪资增速将反超通胀水平，居民消费亦将开启扩张，追赶美欧利率曲线将逐步成为日央行的首要任务。年初以来日元累计贬值幅度已超 10%，但出口发生收缩，制造业产能利用率亦大幅走低，原因或为去年四季度美欧经济疲弱和日元止贬的滞后影响，二季度出口和投资或将成为日本经济动能的边际驱动项。

3 各类资产观点

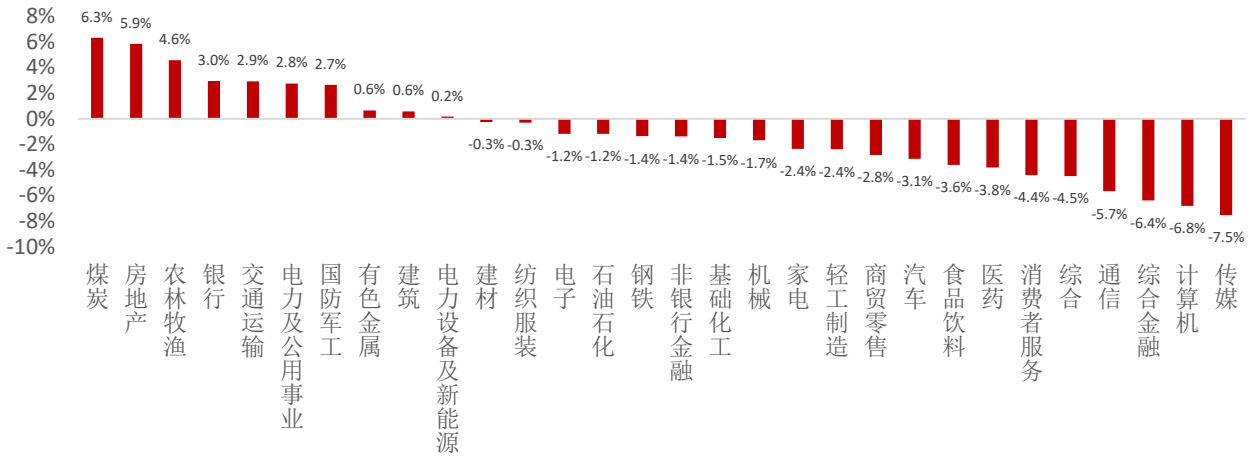
3.1 A 股

3.1.1 回顾展望

A 股回顾：财报季调整之后重回上行区间。5 月以来，市场指数中枢上台阶，房地产（包括地产链）、周期品涨价行情的演绎离不开经济和政策乐观预期的支撑。但最新数据验证指向，国内稳增长发力节奏难以达到乐观投资者预期。专项债发行放量 5 月明显加速，落实到实物工作量的窗口 24 年二季度才会打开。5 月建筑业 PMI 环比差值连续 2 月回落，反映基建投资对经济支撑力偏弱。整体来看，5 月指数震荡下行，截至 5 月 31 日，单月中证 500 下跌 2.44%、上证 50 下跌 0.08%、沪深 300 下跌 0.68%、万得全 A 下跌 1.21%。行业层面涨跌互现，周期资源与金融地产表现占优，而 TMT 与消费则表现落后。其中，煤炭、房地产、农

林牧渔、银行等涨幅居前，而传媒、计算机、综合金融、通信等表现落后。

图：2024年5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 5 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：投资机会或在年中，A 股有望震荡上升。 近期股市冲高回落，除了对近期紧张的地缘局势担忧外，投资者还对高频经济数据所反映的需求不振与对政策效果存疑，市场预期还不稳定以及共识重新凝聚偏慢。过去几年，中国资产定价既受到外部地缘的影响，还受到国内“需求收缩、供给冲击，预期转弱”的冲击，股市估值不断下移。尽管目前外部局势依然复杂多变，但今年内需政策态度转向积极主动、改革预期升温更为重要，国内经济社会的不确定性有望下降，或将成为推动股市震荡上升的关键动力。不同于 2023 年股市“高期待、高持仓的乐观预期”持续落空的局面，在经过多年调整与今年初股市波动后，当前股市呈现“低预期、低期待、低仓位”特征。展望后市，市场调整或提供了逆向布局的时机，不确定性的降低有望推动股市“进二退一”式的震荡上升。

3.1.2 投资策略

1、风格判断：不确定性下降，科技成长风格弹性或更强。 相对明朗的在于：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，虑及年前预期已下修至低点，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：先大盘蓝筹股后小盘成长股；科技股投资先制造后应用。 现阶段重点在“有产品、有订单、有业绩且估值合理”的股票，行情有望随着市场对风险评价进一步降低而扩散。关注：1) 扩内需政策精准发布且层层加码，尾部风险降低，关注部分内需板块反弹，如金融地产、啤酒饮料、农业行业，及电力设备、交通运输、煤炭、石油石化行业；2) 改革预期有望升温，科技股投资或考虑“先制造、后应用”，关注半导体、国防军工、创新药、计算机、信创等领域的投资机会。

图：主要 A 股指数估值水平

主要指数	2024/5/31	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	16.96	34.50	11.55	17.75	38.10%
	Wind全A(剔除金融、石油石化)	26.46	73.88	18.18	28.55	34.40%
	上证50	10.47	22.89	6.97	10.07	61.00%
	沪深300	12.02	27.35	8.03	12.21	45.00%
	中证500	23.14	89.51	16.24	28.75	20.70%
	中证1000	37.64	144.82	19.36	39.09	42.50%
	中小100	22.72	64.61	16.20	30.65	11.80%
	创业板指	27.74	135.13	22.88	50.99	2.30%
	中小综指	32.29	96.75	23.18	40.96	15.80%
	创业板综	44.97	174.93	28.88	60.12	18.50%
海内外相对估值PE(TTM)	中证红利指数	7.16	20.46	5.24	8.13	30.30%
	恒生AH股溢价指数	7.91	22.68	6.25	9.22	19.20%
	上证沪港通AH溢价指数	8.25	10.27	3.08	7.01	79.90%
相对估值PE(TTM)	上证指数/标普500	0.51	1.56	0.36	0.62	14.80%
	创业板指/沪深300	2.31	8.11	2.18	4.04	0.80%
相对估值PB(LF)	创业板综/沪深300	3.74	14.08	2.83	4.91	19.50%
	创业板指/沪深300	0.62	6.06	0.59	3.28	1.90%
	创业板综/沪深300	3.74	5.30	1.38	2.98	77.90%

数据来源：Wind，招商基金，数据截至 2024 年 5 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 5 月债市整体走强，信用品种相对利率品种表现更为强势，利率债长端收益率小幅上行，期限利差大体走阔，信用利差压缩，全月 1 年期、10 年期、30 年期国债收益率分别-5bp、-1bp、+2bp 至 1.64%、2.29%、2.56%。5 月上旬，虽然特别国债即将发行，但受融资需求相对疲软叠加禁止“手工补息”的影响，金融数据偏弱，市场仍偏谨慎，收益率小幅上行；中旬，国务院多部委、地方政府、银行召开关于保交楼和存量房收储的会议，随后央行发布多项关于地产政策的调整，但由于微观数据上暂未看到明显改善，且资金面维持宽松，收益率整体窄幅震荡；下旬，在上海、深圳、广州发布了楼市新政，央行月末 OMO 净投放量较大，《中国金融时报》刊文称 10 年国债收益率合理区间为 2.5-3%的综合作用下，债市收益率小幅下行。

债券市场展望：展望看，短期债市或仍会维持窄幅波动。在特别国债发行计划和地产政策等逐步落地后，债市担忧或将卸下。市场重新回归对基本面的关注，而终端需求仍显现一定的脆弱性。债市做多的限制主要在于央行多次在关键点位提示利率风险，尤其是长债和超长债的风险，地方债发行如果阶段性放量或也对债市造成一定影响。

(1) 基本面看，4 月的经济数据结构性问题仍在，5 月高频数据稳中有升，但改善幅度一般；

(2) 资金面看，禁止“手工补息”后，银行体系资金面临的缺口或将加剧资金利率的波动，央行在 4 月末和 5 月末的关键节点都进行了体量较大的 OMO 净投放，体现了较好的呵护态度，6 月底资金面或继续维持平稳；

(3) 政策面看，阶段性的地产政策调整已落地，存量房的收储略低于预期，或难以推动地产销售和价格回升。下一步地产政策的加码方向可能是进一步降低房贷利率，如此，长债相对价值或提升。货币政策上，央行的调控有着多个目标，既不希望债市收益率快速下行造成金融系统风险累积，又要配合财政顺利完成政府债券发行，还需要维持银行体系净息差以确保金融系统稳定。短期看，央行降 MLF、OMO 和 LPR

利率可能性偏低，降准或有一定概率。

3.2.2 债券市场投资策略

1、债券投资策略

债市或仍是窄幅波动，维持一定的底仓，积极参与波段交易。曲线大概率维持陡峭，中短端品种安全性较好。资产荒仍持续，信用利差有望继续压窄。重视长债和超长债品种因供给、监管等压力形成调整后的配置机会。

杠杆方面，资金面或将维持宽松，如因资金导致调整，或是加杠杆配置机会，杠杆息差可能会进一步压窄。久期方面，组合久期可通过提高持仓长久期信用比例提升，同时通过利率债进行一定波段操作。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：5月中央继续强调进一步推动一揽子化债方案落地见效，天津新发行特殊再融资债券，第二笔重点省份“统借统还”债券发行落地，后续该模式的推广值得期待，区域债务风险持续缓释。城投债各品种收益率全线下行，中长端低等级城投债品种表现更优，具体来看，2-5年期AA-品种收益率下行24-38bp，对应信用利差收窄19-31bp，2-5年期其余品种收益率普遍下行11-20bp，对应信用利差收窄6-15bp，1年期各等级品种信用利差收窄7-13bp。从区域来看，各区域城投利差全线收窄，当前大多处于历史最低水平，弱区域进一步下沉的性价比有所降低。其中广西、辽宁、青海等区域利差收窄20bp以上，其他区域利差较上月末全线收窄6-20bp。

展望6月，城投债拉久期博收益策略需结合主体资质、存量余额、成交活跃度、流动性等指标综合来看，优选高流动性品种，3年期以内品种，可进一步下沉，若拉久期至5年期，则需控制区域及主体资质。

地产债方面：5月稳地产政策“组合拳”推出，进一步提振市场信心。5月30大中城市商品房成交面积820万平方米，较4月环比增长5%，较2019、2021、2023年同期分别下降52%、57%、38%，当前商品房销售表现仍显低迷，未有超预期表现。各地新政落地时间不一，稳地产政策效果需重点关注。从利差表现来看，5月地产债信用利差普遍收窄，其中AA等级品种收窄尤为明显，对应变动14-26bp，1年期AAA和1年期AA+品种小幅走阔2-5bp，其余品种收窄3-17bp。央企、地方国企、民企地产债利差分别收窄12bp、16bp、19bp，受稳地产政策出台等因素影响，混合所有制利差大幅收窄。

展望6月，近期地产宽松政策力度有所加码，地产债行情表现占优，可结合基本面情况关注隐含评级AA及以上央企国企地产债收益挖掘机会，考虑到当前行业景气度处于下行区间，且行业负面舆情频发，地产债估值波动风险仍存，应适当控制久期。

煤炭债方面：5月各地气温上升，居民用电需求增加，沿海电厂负荷持续提振，电煤需求连续上涨。煤价方面，5月中上旬夏季用煤预期向好，采购情绪升温，贸易商拉运积极，产区出货顺畅，部分地区安全检查收严，个别货源供给收紧，煤价稳中偏强；5月下旬非电刚需不断提升，部分优质货源供应相对偏紧，煤炭价格持续上涨。从信用利差来看，煤炭债2-5年期各等级品种信用利差普遍收窄，幅度为6-17bp，1年期

品种信用利差与上月相比基本保持不变。

展望 6 月，当前煤炭债整体配置性价比较低，可适当拉长久期至 2 年期并采取骑乘策略追求增厚收益，同时关注其永续债品种溢价机会。

钢铁债方面：5 月施工表现显积极，螺纹钢价格上涨，去库保持偏快，生产节奏边际略有加快，投资需求持续修复。主要钢厂库存持续下降，周产量上升，螺纹钢价格上升。从信用利差来看，2-5 年期各等级品种信用利差收窄 7-17bp，低等级品种表现较优，1 年期各品种利差走阔 0-1bp。

展望 6 月，当前钢铁债行业景气度处于较低水平，需谨慎信用下沉以规避尾部主体信用风险。

银行资本工具方面：5 月银行二永债收益率全线下行，信用利差全线收窄。全月来看，银行二级资本债方面，各等级品种收益率下行 7-17bp，1 年期各等级品种信用利差收窄 2bp，其他品种利差收窄 2-12bp，低等级品种表现较优。银行永续债利差全线收窄，低等级品种表现较优，2-4 年期 AA 品种利差收窄 12-21bp，其他品种利差普遍收窄 2-9bp。相对银行二级资本债，当前 4-5 年期各品种的银行永续债与银行二级资本债的品种溢价处于 3-15bp，其余品种溢价普遍处于 2-3bp 以内，溢价吸引力较为一般。

展望 6 月，当前国股行二永债整体配置性价比不高，行情调整下估值波动较大，可逢高配置博弈波段操作的交易机会。此外，随着 2025 年初 TLAC 监管体系*达标时点临近，五大行或将陆续发行 TLAC 非资本债券，关注其供给放量带来的配置机会。当前来看，工行、中行均已发行 400 亿元 TLAC 非资本债券，其中发行期限“3+1”、“5+1”的票息分别为 2.25%、2.35%，票息吸引力较为有限，但考虑到五大行信用资质较高，TLAC 非资本债券安全属性突出，在资产荒行情下或可为信用债市场提供较为充裕的资产补充。

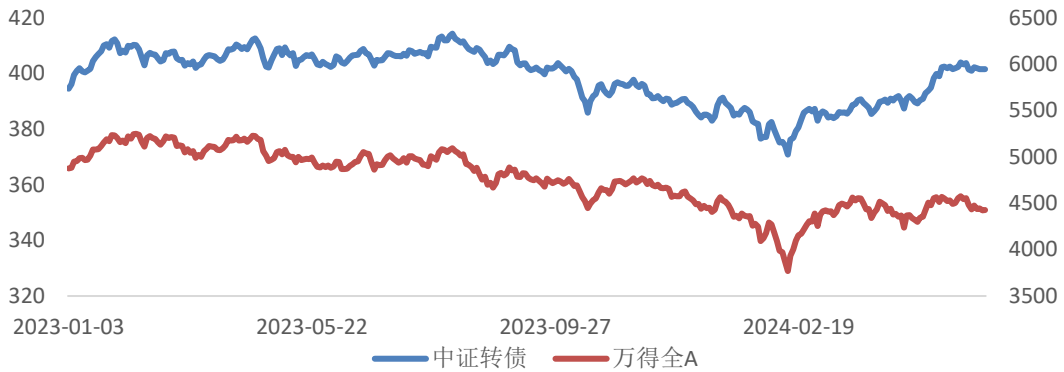
*注：2023 年 11 月 27 日，金融稳定理事会（FSB）发布 2023 年全球系统重要性银行（G-SIBs）名单。聚焦国内银行，此次入选银行由 4 家国有大行增加至 5 家，其中交通银行系首次上榜并被列第一档，附加资本要求 1%，农业银行、建设银行则从第一档升至第二档，中国银行、工商银行继续保持在第二档，附加资本要求 1.5%。在不同测算情形下，四大行 2024 年末的 TLAC 缺口主要落在 1-2.5 万亿区间。即使考虑“资本新规”对四大行整体影响偏正面、资本工具 23 年三季度以来发行力度加大等积极因素，预估 2024 年末的 TLAC 缺口也将万亿量级。我国 G-SIBs 将于 2025 年起通过公开渠道披露 TLAC 有关信息。

3.2.3 可转债市场回顾展望与投资策略

可转债回顾：5 月转债市场与股票市场有所分化。截至 5 月 31 日，5 月中证转债上涨 1.62%，同期万得全 A 下跌 1.21%，沪深 300 下跌 0.68%，创业板指下跌 2.87%，转债表现明显强于股票。分结构看，5 月偏股转债、平衡转债和偏债转债估值分别上升 0.28%、下降 2.35%和上升 4.23%至 4.60%、15.64%和 67.33%。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 50.35%水平。

可转债展望：转股溢价率本月有所修复，一方面原因在于权益市场回暖，另一方面在于市场对“新国九条”出台后小盘转超额下跌的理性修复。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。

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 5 月 31 日。

3.3 港股

3.3.1 回顾展望

港股回顾：5月以来，港股市场宽幅震荡。恒生指数上涨 1.78%，恒生中国企业指数上涨 1.89%。恒生综合行业方面，能源业、工业和电讯业涨幅居前，必需性消费业、医疗保健业和非必需性消费业跌幅居前。截至 2024 年 5 月 31 日，恒生指数 PE (TTM) 为 9.3X，较 4 月底的 9.1X 有所上调，恒生国企指数 PE (TTM) 为 8.2X，高于 4 月底的 8.1X。

港股展望：港股市场反弹较为充分地反应了国内托底政策出台及美联储降息预期重新回升。但由于托底政策的效果仍需时间显现，叠加海外降息路径仍有较大不确定性，港股短期快速反弹后出现阶段性调整，但底部区域已经夯实。回调后仍看好向上机会，港股市场后续或仍会宽幅震荡，在均衡配置的同时重视被低估的“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) 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；

(2) 互联网板块。今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；

(3) 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；

(4) 资源品板块。全球视角下，供给短缺故事逐步兑现，需求表现韧性（边际需求更多来自东南亚等新兴经济体和美国制造业的增长）。而且全球铜库存天数处于过去十年的低位，补库需求旺盛。供给短缺+矿企成本抬升也将托举铜价易涨难跌。黄金受益于通胀中枢确定上移，央行配置支撑，政治大年能提供避险价值，以及黄金对冲货币信用体系；

(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：5 月美股三大指数均上涨，道指上涨 2.30%，标普 500 指数上涨 4.80%，纳指上涨 6.88%。

市场对美联储今年多次降息的希望正在逐渐消退。美联储官员最近的一系列言论突显出“只要有必要，他们就打算将借贷成本维持在高位，以遏制持续高涨的通胀”，同时经济的意外强势也加剧了市场的担忧。

美股市场展望：展望 6 月，过去一周股市小幅下跌为投资者提供了进场时机。被称为“美联储最重视通胀数据”的 4 月个人消费支出价格指数（PCE）出炉，印证了美国通胀重回缓慢回落趋势的预期。具体而言，美国 4 月 PCE 指数环比增速为 0.3%，核心 PCE 指数环比增速为 0.2%，事前分析师预期均为 0.3%；4 月名义 PCE 同比增幅为 2.7%，核心 PCE 增速为 2.8%，均符合预期。这是今年以来最好的核心 PCE 月度数据，支撑通胀压力正在减弱的观点。未来的个人消费支出报告继续显示通胀降温，或会增加美联储今年晚些降息的可能性，并支撑股市上涨。

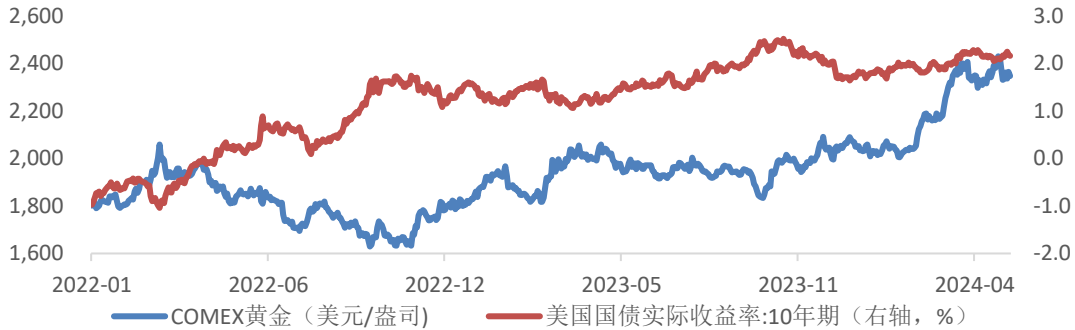
行业方面，重点关注对利率变化不那么敏感的行业，如医疗保健、消费品能源行业及高通涨下行时表现出色的行业，如医疗设备、半导体和消费服务。同时，随着中国经济基本面向好，估值较低，机构投资者配置较少的中概股，也值得关注。

3.5 黄金

金价回顾：黄金价格区间震荡。美国 4 月 CPI 数据显示通胀重回降温趋势，叠加 4 月美国失业率上升，经济数据走弱，实际利率对金价的驱动或将重新加强。美联储 4 月 FOMC 政策会议纪要放“鹰”、甚至有关于加息的讨论，显示联储对于抗通胀进展缓慢的担忧，启动降息的信心不足。同时，美国 5 月标普全球制造业 PMI 为 50.9%、突破荣枯线，服务业 PMI 创 12 个月新高至 54.8%，降息预期回调，据芝商所，截至 5 月 25 日市场认为降息大概率延至 11 月份。但美国经济韧性随着居民超额储蓄耗尽，消费就业市场走弱，已有所松动。美联储维持高利率政策直至实现 2%的通胀目标尚需时日，也令经济软着陆难度增大，甚至激化

危机暴露，此背景下，金银或将有亮眼表现。此外，近期地缘政治事件频发，全球经济的不确定性增加，避险情绪将助力贵金属价格上行。

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 5 月 31 日。

金价展望：美联储会议纪要偏鹰，继续关注贵金属长期机会。5 月 22 日，美联储公布 5 月会议纪要显示，美联储决策者认为，需要比预期更多的时间使通胀达标；尽管货币政策有限制性，许多与会者不确定当前金融环境限制程度及限制性不足的风险。美联储已开始放缓缩表，在短端利率被基准利率锁定在高位且降息时点或有延后的背景下，短期黄金定价逐步向通胀端倾斜，短端实际利率存在下行预期推动黄金价格上涨。2023 年黄金股自产金成本增速放缓，今年在金价上涨、成本控制较为稳定的情况下，黄金股或将有关较好表现，且黄金股当前市值并未反映较多金价上涨预期，具有较大补涨空间。

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、复制或有意原意的篡改。