



招商基金投资策略报告

2024 年下半年



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	5
2.2.1	美国	5
2.2.2	其他国家与地区	6
3	各类资产观点	6
3.1	A 股	6
3.1.1	回顾展望	6
3.1.2	投资策略	7
3.2	债券	8
3.2.1	债券市场回顾展望	8
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	13
3.4	美股	13
3.5	黄金	14

1 概览

资产类别	回顾、展望与策略
A 股	<p>回顾：截至 6 月 20 日，上半年 A 股涨跌不一，中证 500 下跌 6.16%，上证 50 上涨 3.53%，沪深 300 上涨 2.10%，万得全 A 下跌 6.26%。行业方面，煤炭、银行、家电等涨幅居前，计算机、商贸零售、社会服务等表现落后。</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，或将是推动股市震荡上升的关键动力。风格方面，不确定性下降但风险意愿偏低，以攻代守蓝筹为锋。行业配置方面，相对更看好大盘价值与科技蓝筹。</p>
港股	<p>回顾：港股市场上半年整体呈现震荡回升的态势。截至 6 月 20 日，恒生指数、恒生国企指数和恒生科技指数分别上涨 7.55%、13.65%、0.10%。</p>
	<p>展望与策略：展望下半年，国内经济复苏的迹象或将更显著，海外更多央行也将进入到降息周期中，海外流动性改善将一定程度上增加港股的流动性，港股估值有望逐步修复。行业配置方面，关注科技创新、消费龙头及高股息板块。</p>
中债	<p>回顾：上半年，债券市场走势为震荡走强。以 10 年国债收益率来看，收益率在 2.23%-2.56% 区间波动。可转债与股票市场表现有所分化，转债市场表现强于股票市场。</p>
	<p>展望与策略：下半年债市收益率或仍会保持震荡下行的趋势，胜率较高但赔率有限。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：美国通胀边际降温，美股市场上行。上半年截至 6 月 20 日，道指数上涨 3.83%；标普 500 指数上涨 14.75%；纳斯达克指数上涨 18.05%。</p>
	<p>展望与策略：美国股市今年的强劲开局势头有望延续至下半年。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，中期来看，过高的利率终将会使得经济和市场付出代价，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：受多重因素推动，今年以来黄金价格一直持续快速上涨，截至 6 月 20 日，COMEX 黄金已经达 2374 美元/盎司，期间屡次破历史新高，5 月下旬最高曾达 2454 美元/盎司。</p>
	<p>展望与策略：随着美国经济下行风险累积，降息渐近，将利好金银价格。近期观察到有更多海外国家央行加入购金行列，叠加未来美联储降息确定性逐渐显化，或为黄金价格长期向上提供驱动。</p>

2 宏观经济环境

2.1 国内市场

国内：上半年经济边际复苏明显，但力度相对有限。下半年整体或将延续弱复苏态势。

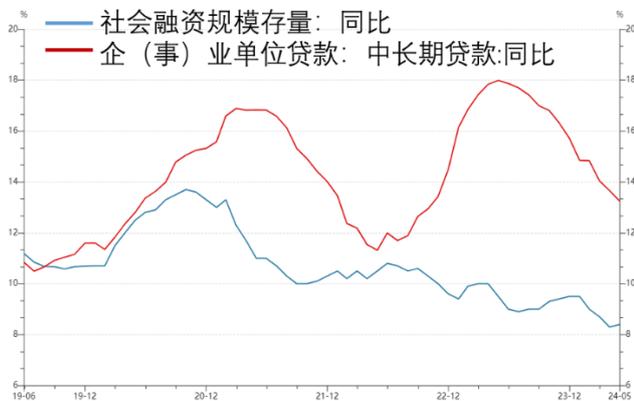
结构上看，上半年经济复苏的主要拉动项是制造业投资与出口，消费表现平淡而地产投资是拖累项，下半年这一结构分化或将持续。流动性或将继续维持在正常区间内。

上半年国内制造业 PMI 明显复苏，虽然 5 月份有所走弱下滑至枯荣线以下，但走弱原因主要是由于假期导致的工作日减少，不足以构成判断其为复苏结束的信号。投资数据方面，地产投资上半年始终维持负增长，在当前地产社会库存较高、需求相对不足的情况下，下半年地产投资数据或难有明显起色。制造业投资与基建投资上半年复苏明显，预计下半年这一态势将延续。社会消费品零售总额上半年整体表现平淡，而出口增速中枢明显抬升。考虑到 2024 年全球经济整体进入了复苏周期中，出口数据有可能在下半年依然将保持相对强势。DR007 始终维持在正常区间内。

从投向实体经济的流动性角度看，代表性指标社融存量在上半年连续走低，政府债、未贴现票据、信贷均是拖累项，一方面由于政府发债速度较慢，另一方面显示出社会融资相对疲弱。而在社融数据经历过上半年的信贷“挤水分”、资金空转被治理后，在政府专项债、特别国债将加速落地的背景下，下半年社融数据或将逐步企稳。

通胀方面，上半年 CPI、PPI 均有所回升。CPI 主要受猪价回升拉动，考虑到猪价由于供给收缩力度较大将持续回升，下半年 CPI 整体或将继续回升。PPI 上半年虽然边际回升但依然维持在负值，显示出需求虽然有所复苏但力度相对较弱。考虑到下半年经济延续弱复苏概率较大，判断下半年 PPI 可能回升至正值但难有亮眼表现。

图：2024 年上半年社融存量连续走低



图：2024 年上半年 CPI、PPI 均有所回升



数据来源：国家统计局、Wind、招商基金整理，数据截至 2024 年 5 月 31 日。

3、汇率：美债利率依旧偏强，人民币汇率预期震荡

上半年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PMI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。**5-6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。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，人民币汇率的稳定或还需要各类稳汇率政策协同。

图：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6月20日。

下半年汇率展望：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想法分歧较大，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，这一举动表明央行并不打算促成人民币迅速升值的局面，在政策层面人民币持续大幅升值的可能性偏低；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，代表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，2024年以来银行代客结售汇差额持续为负，相比于近年同期处于低位。跨境资金的流出带来了人民币贬值的压力，说明了短期人民币升值的可能性偏低，短期内人民币仍将保持双向波动的态势，大幅升

值的可能性偏低。

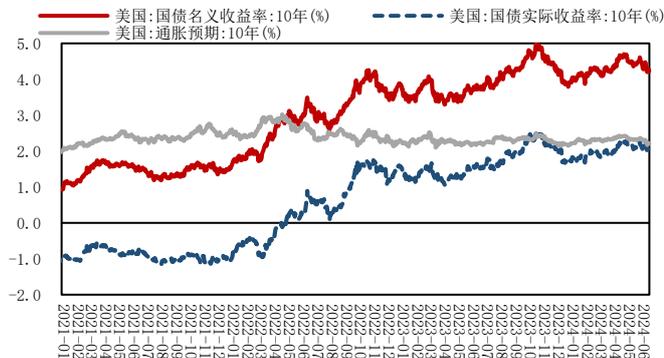
2.2 海外市场

2.2.1 美国

回顾：美国通胀边际降温，美股市场上行。（1）6月13日，美联储6月FOMC决议将基准利率维持在5.25%-5.5%不变，点阵图将2024年降息次数下调2次至1次，但2025-2026年累计降息次数上调2次至8次，2024-2026年累计降息次数不变，长期名义均衡利率预测也小幅上调；经济预测方面，美联储上调2024-2025年通胀预测；（2）美国5月核心CPI环比增长0.16%，市场预期0.28%，前值0.31%。整体CPI环比增长0.01%，市场预期0.11%，前值0.31%，其中核心商品环比跌幅小幅收窄0.07个百分点至-0.04%。核心服务环比回落0.19个百分点至0.22%，为2021年9月以来最低，主要为超级核心通胀回落所致；（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）美国5月零售销售环比增长0.1%，预期0.3%，前值由0%下修至-0.2%。其中，加油站和食品服务是主要的下行因素，抵消了机动车和非店面零售的增加。同时，5月工业产值意外好于预期，环比增长0.9%，预期0.3%；制造业产值环比增长0.9%，预期0.3%，为2022年10月以来的最高水平；产能利用率略有上升。

展望：降息确定性不断提高，美股仍有向上催化。（1）美国5月环比CPI及核心CPI均大幅低于市场预期，这一数据佐证了美联储此前对一季度通胀反复为短期扰动的判断；（2）从6月FOMC会议的利率决议、经济预测表格和鲍威尔的发言中，有三处边际增量：一是美联储对通胀的压降重拾信心，对于后续通胀下降抱有更乐观态度。二是美联储对年内经济和就业预测基本持平，但认为利率对于房地产市场产生重大影响。三是美联储下修全年降息预期，从3月份的3次下修至1次。2024年降息或将在三季度末或四季度开启，全年降息1次的可能性较大；3）后续降息确定性或将不断提高，但同时经济预期扭转带来实际利率上升，美债长端利率或仍将保持高位震荡；美股在降息确定性提高的情况下，仍有向上催化。

图：上半年10年期美债利率先上后下



图：2024年美联储降息或在三季度末或四季度开启

MEETING DATE	CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES								
	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550
2024/7/31				0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	10.3%	89.7%
2024/9/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	6.2%	57.9%	35.9%
2024/11/7	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.2%	24.3%	50.2%	23.3%
2024/12/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.6%	18.8%	43.8%	30.0%	5.7%
2025/1/29	0.0%	0.0%	0.0%	1.0%	11.7%	33.5%	35.7%	15.8%	2.4%
2025/3/19	0.0%	0.0%	0.6%	7.8%	25.5%	34.9%	23.0%	7.3%	0.9%
2025/4/30	0.0%	0.3%	4.0%	16.1%	29.9%	29.4%	15.7%	4.3%	0.5%
2025/6/18	0.2%	2.5%	11.3%	24.4%	29.6%	21.1%	8.8%	2.0%	0.2%
2025/7/30	1.1%	6.0%	16.5%	26.5%	26.2%	16.2%	6.1%	1.3%	0.1%

数据来源：Bloomberg、CME，美债利率数据截至2024年6月20日。

2.2.2 其他国家与地区

欧洲：欧央行 6 月启动降息，欧元区经济有望实现软着陆。（1）6 月 6 日，欧央行政策利率如期下调 25bp 至 3.75%，成为继瑞士（3/21）、瑞典（5/8）和加拿大（6/5）后第四个宣布降息的发达经济体央行。同时，欧央行宣布下半年将开始缩减大流行病资产购买计划（PEPP）规模。利率路径方面，欧央行并未对利率路径做预先承诺，仍然强调降息决策是数据依赖；（2）经济预测方面，欧央行上调了 2024 年增长和通胀预测，但中期通胀维持在 2% 以下；（3）欧元区有望实现软着陆，工资压力将滞后回落，从而为欧央行继续降息创造条件：基准情形下，欧央行下半年每个季度将降息一次，但若全球通胀压力超过预期，下半年降息次数将少于 2 次；（4）截至 6 月 20 日，上半年欧元区 STOXX50 指数（欧元）上涨 9.42%，欧洲 STOXX600（欧元）指数上涨 8.33%，法国 CAC40 指数上涨 1.70%，德国 DAX 指数上涨 8.97%，英国富时 100 指数上涨 6.97%。在消费扩张、降息开启的背景下，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：日本增长温和修复，日央行继续偏鸽。具体来看：（1）日本一季度 GDP 环比从下降 2.0% 上修至下降 1.8%，主要是由于企业投资从下降 2.8% 上修至下降 1.7%。Soft data 显示 5 月经济动能仍在边际改善：制造业 PMI 上升 0.8 个百分点至 50.4%，为 12 个月来首次高于荣枯线，带动综合 PMI 进一步回升至 52.6%，而服务业 PMI 回落 0.5 个百分点至 52.6%；（2）汽车停产对消费拖累下降，4 月耐用品消费明显改善，劳工市场相对偏紧，高工资后续或继续支撑消费；（3）5 月东京 CPI 同比从 1.8% 反弹至 2.3%，显示 5 月全国通胀可能回升。随着能源补贴在 6 月底到期，表观通胀仍有支撑。截至 6 月 20 日，日经 225 指数今年上涨 15.45%。

展望后市，基于日元贬值的经济增长并非长久之计，经济实质性复苏仍有赖于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。年初以来的日元大幅贬值尚未对日本出口及制造业构成拉动，二季度起这一效果将逐步显现。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，或反映了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成为经济动能的边际驱动项。

3 各类资产观点

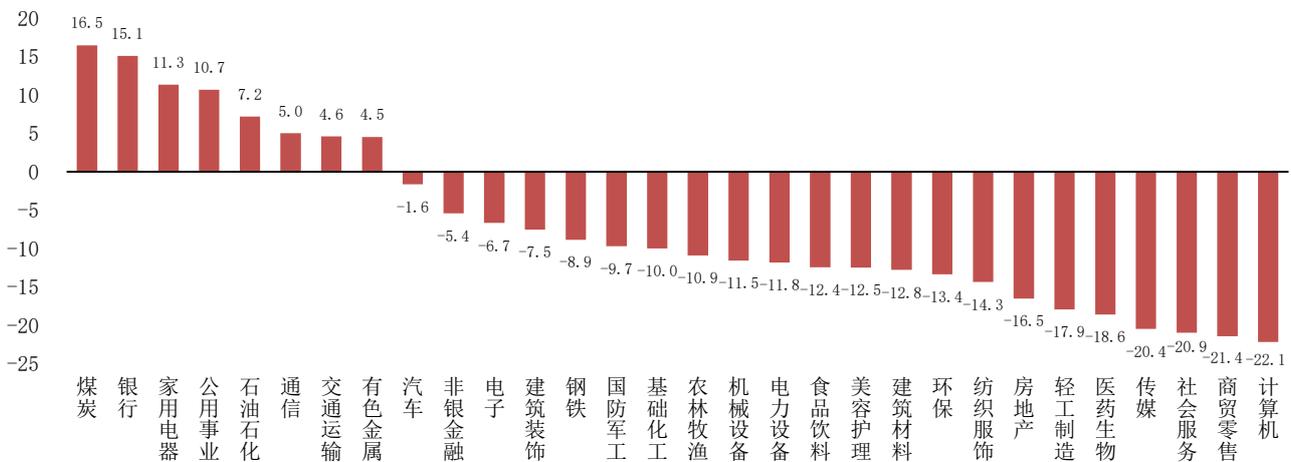
3.1 A 股

3.1.1 回顾展望

A 股回顾：2024 年基本面乐观预期发酵，需要内外需共振改善，因为一方面房地产投资仍在调整期，

另一方面 2024 年制造业供给释放的压力仍普遍存在。4 月以来 A 股“高切低”行情，指数中枢小幅提升，基本面基础是暂时不可证伪的二季度内外需共振改善预期。国内稳增长二季度蓄势，下半年开始落为实物量；海外库存周期二季度支撑出口增速上行。5 月中旬以来，中期基本面预期下修，外需三季度可能明显回落。整体来看，上半年指数震荡分化，截至 6 月 20 日，上半年上证 50 上涨 3.53%，沪深 300 上涨 2.10%，中证 500 下跌 6.16%，万得全 A 下跌 6.26%。行业层面涨跌互现，高股息红利资产占优，而 TMT 与消费则表现落后。其中，煤炭、银行、家电、公用事业、石油石化等涨幅居前，计算机、商贸零售、社会服务、传媒、医药生物等表现落后。

图：2024 年上半年 A 股行业涨跌幅（%）



数据来源：Wind、招商基金整理，数据截至 2024 年 6 月 20 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：“进二退一”，以攻代守。近期股市冲高回落除了对近期紧张的地缘局势担忧外，投资者对高频经济数据所反映的需求不振与对政策效果也存有疑虑，市场预期还不稳定以及共识重新凝聚偏慢。过去多年，中国资产定价既受到外部地缘的影响，也受到国内“需求收缩、供给冲击，预期转弱”的冲击，股市估值不断下移。尽管外部局势依然复杂多变，但重要的变化在于年内需政策态度转向积极主动、改革预期升温，国内经济社会的不确定性有望下降，或将是推动股市震荡上升的关键动力。不同于去年股市“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，股市呈现“低预期、低期待、低仓位”特征。一致偏低的共识隐含了可能出人意料的回报空间。展望后市，市场调整反而提供了逆向布局的时机，不确定性的降低会推动股市“进二退一”式的震荡上升。

3.1.2 投资策略

风格判断：不确定性下降但风险意愿偏低，以攻代守蓝筹为锋。常态化退市机制逐步完善，壳价值预期正被打破，价值投资有望重回视野。在过去强调融资功能的市场准入退出机制下，小盘股壳价值预期稳定，市场对小盘股的定价忽略了退市可能带来的资本价值坍塌风险。如今小盘股定价修正，投资策略将更加强调经营质量与公司治理，大盘蓝筹板块更加受益。

行业配置：重在大盘价值与科技蓝筹。当前投资重点在有产品、有订单、有业绩、估值合理的蓝筹股。新“国九条”与股市基础制度改革同步指向投资策略需侧重经营质量与公司治理。现阶段投资重点在蓝筹股，有两大投资主线。关注：1) 海外地缘复杂与内需提振缓慢，稳定类大盘价值股的配置价值：如 A/H 红利资产、煤炭、电力、金融、港股央企等板块；2) 不确定性下降，叠加 6 月 19 日“科创板八条”发布，看好科技蓝筹与港股优质公司迎来转机：如港股互联网，以及 A 股半导体、通信、机械、军工、医药等板块龙头公司。

图：主要 A 股指数估值水平

主要指数	2024/6/20	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	17.75	31.00%
	Wind全A(剔除金融、石油石化)	25.54	73.88	18.18	28.48	28.20%
	上证50	10.29	22.89	6.97	10.08	57.00%
	沪深300	11.86	27.35	8.03	12.20	40.80%
	中证500	21.84	89.51	16.24	28.71	14.10%
	中证1000	32.62	144.82	19.36	39.03	22.50%
	中小100	22.65	64.61	16.20	30.63	11.40%
	创业板指	27.06	135.13	22.88	50.97	1.50%
	中小综指	30.82	96.75	23.18	40.92	13.10%
	创业板综	43.16	174.93	28.88	60.00	14.90%
海内外相对估值PE(TTM)	中证红利指数	7.10	20.46	5.24	8.11	29.10%
	恒生AH股溢价指数	7.94	22.68	6.25	9.22	20.40%
	上证沪港通AH溢价指数	8.32	10.27	3.08	7.02	80.80%
相对估值PE(TTM)	上证指数/标普500	0.49	1.56	0.36	0.62	8.40%
	创业板指/沪深300	2.28	8.11	2.18	4.03	0.60%
	创业板综/沪深300	3.64	14.08	2.83	4.90	15.70%
相对估值PB(LF)	创业板指/沪深300	0.63	6.06	0.59	3.27	2.90%
	创业板综/沪深300	3.64	5.30	1.38	2.98	74.70%

数据来源：Wind，招商基金，数据截至 2024 年 6 月 20 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：上半年债券市场震荡走强。以 10 年国债收益率来看，收益率在 2.23%-2.56% 区间波动。1-2 月，在央行的偏宽松货币政策下，债市走势较强，1 月 24 日央行宣布降准 0.5% 并结构性降息，2 月 20 日央行再度下调 5 年期 LPR 利率 25bp，中小行也继续补调整存款挂牌利率，叠加此阶段股市表现偏弱，春节后地产销售和地产上下游表现偏弱，复工率不及预期，10 年国债收益率下行至 2.34% 附近。3 月债市因供给担忧、资金面不松、降息落空等因素有小幅调整，但高频数据的弱势仍支持债市收益率中枢保持低位。4 月初，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，并要求 4 月底前完成整改，受此影响，存款纷纷转入银行理财、债券基金等固收型资管产品，资金利率和债券收益率均大幅下行，10 年国债收益率最低下行至 2.23%。4 月末央行提示债券市场利率风险，债市小调整，但随后央行在 OMO 净投放上仍比较呵护，叠加 5 月发布多项关于地产政策的调整，虽然 5-6 月地产销售和微观数据并未迅速改善，且公布的各项宏观经济数据仍然偏弱，10 年国债收益率缓慢再度下行至 2.25% 附近。

债券市场展望：展望下半年，债市收益率或仍会保持震荡下行的趋势，胜率较高但赔率有限。在特别国债发行计划和地产政策等逐步落地后，债市担忧已有所缓解。市场重新回归对基本面的关注，而终端需

求仍显现了一定的脆弱性。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，打压市场情绪，地方债发行如果阶段性放量或对债市有一定影响。禁止手工补息后，资金利率和债券收益率的主导力量向非银金融机构倾斜，需要尤为关注非银监管政策变化对债市的影响。我们从经济形势、宏观政策等方面对下半年进行展望：

(1) **经济形势**，年初对经济的展望并不乐观，但受益于出口链条的改善，上半年经济增速表现略超预期，一季度 GDP 同比增速高达 5.3%，二季度 4-5 月工业增加值同比增速高达 6.7%、5.6%。从年内经济运行看，仍存在明显的结构性特征：出口-生产-制造业投资强，就业中性偏改善，终端地产-居民消费弱。

展望下半年，政策端或仍有余力，GDP 增速或仍将保持平稳，以顺利实现年度经济增长目标。下半年经济运行的风险点：**一是在于出口链能否保持稳定增长**，上半年我国出口保持了不低的增速，也带动了工业生产，但同时国际贸易摩擦也逐步增加，或对下半年的出口造成影响；**二是在于地产政策能否顺利稳住地产销售和地产投资**；**三是在于其他内需（如汽车消费、服务型消费）能否保持稳定**。如果上述三个风险都能较好应对，下半年经济增长的速度和质量都会有较好表现；

(2) **宏观政策**，下半年市场对货币政策、财政政策、地产政策、三中全会等较为关注。我们对各类政策的展望如下：

货币政策：央行将继续坚持支持性的货币政策立场，加强逆周期和跨周期调节，支持巩固和增强经济回升向好态势，为经济社会发展营造良好的货币金融环境。把维护价格稳定、推动价格温和回升作为重要考量，灵活运用利率、存款准备金率等政策工具，同时保持政策定力，不大放大收。统筹兼顾支持实体经济增长与保持金融机构自身健康性的关系，坚持在推动经济高质量发展中防范化解金融风险。主要考虑国内经济金融形势需要进行调控，兼顾其他经济体经济和货币政策周期的外溢影响。央行下半年货币政策的重要考虑和限制是汇率、防空转、保银行息差，分别涉及内外均衡和防控金融风险。在这种情况下，央行降低 OMO 和 MLF 利率将较为慎重，降准、降房贷 LPR 加点或全面降 LPR 利率的可能性更大。

财政政策：今年赤字率和专项债额度基本确定，下半年财政政策工具的空间不大。目前各地土地出让收入增速转负，这将削弱后续政府财政支出的力量。财政对债券的扰动主要关注利率债的发行计划。5 月 13 日，超长国债发行计划落地，后续国债发行量高峰或将落在 6-10 月，高峰期单月发行规模或在 1 万亿元以上，其中超长债发行高峰或在 6 月、8 月和 10 月，其他期限国债发行高峰或在 9 月。此外，三中全会或有关于财税体制改革的内容，但对债市影响或较有限。

地产政策：上半年地产政策仍有较大变化。5 月中旬，国务院多部委、地方政府、银行召开房地产相关会议，讨论保交楼和存量房收储。5 月 17 日，央行宣布调整商贷首套不低于 15%，二套 25%，取消全国层面首套住房和二套住房商业性个人住房贷款利率政策下限，下调个人住房公积金贷款利率 0.25 个百分点。设立 3000 亿元保障性住房再贷款。下半年，地产政策可能会在保交楼和存量房收储上，给与更大支持；各地方或也会降低房贷利率加点，以刺激购房需求。

其他政策：市场可能更为关心三中全会的内容，在财税体制、电力系统、创新投资、培育“耐心资本”、土地要素市场化改革、新质生产力等方面，或会有所阐述。对债市而言，可能更需关注分析经济形势的政治局会议。

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，可维持一定底仓，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：回顾上半年，在化债政策加速推进背景下，监管明确要求压降城投公司债务，叠加城投债融资政策边际收紧，上半年城投债净融资规模缩量明显。从利差表现来看，城投债收益率全线下行，机构下沉挖掘收益，且逐渐轮动至中长久期品种。

展望下半年，城投债务监管重点仍然是“防暴雷”以及加速推动城投平台分类转型，新增政策或将在当前化债方案上打补丁，值得关注的包括“统借统还”模式推广、增加非标债务置换力度等。下半年对于城投债拉久期博收益策略仍建议谨慎，需结合主体资质、存量余额、成交活跃度、流动性等指标综合考虑，优选高流动性品种。

地产债方面：回顾上半年，地产行业整体处于调整期，基本面表现整体偏弱，库存去化放缓与销售下滑背景下，房企投资积极性偏弱。政策端，稳地产政策持续加码，房地产融资协调机制、一线城市地产调控政策放松、5月17日房产政策组合拳或对地产市场销售与房企资金压力形成一定改善，地产债净融资仍维持低位。分企业性质来看，央国企地产债的信用利差快速修复，而混合所有制与民营企业地产债的信用利差仍处于高位，存在明显分化。

展望下半年，地产行业供需两侧齐发力，硬着陆风险明显下降，后续政策思路或更加明朗，仍存在加码的空间，关注保障性住房再贷款使用进度和土地回收相关的新政落地情况，可结合基本面情况关注1-2年优质央国企地产债机会，同时考虑到当前行业景气度依然处于底部区间且负面舆情频发，地产债估值波动风险仍存，适当控制久期，并把握波段交易机会。

煤炭债方面：回顾上半年，年初以来煤价小幅下跌，焦煤价格下跌幅度尤为明显，主要系下游钢材需求复苏不畅所致。截至5月末，秦皇岛动力末煤价格较去年末有所下降，但仍处于2015年以来74%的较高分位数水平，整体来看煤炭行业仍处于较高景气度水平。从利差表现来看，随着信用债资产荒行情持续演绎，年初以来各期限等级煤炭债收益率大幅下行约40-100bp，中低等级品种尤为显著。

展望下半年，火电需求增长叠加安全检查趋严的环境下国内煤炭产量增速或进一步放缓，下半年煤炭价格支撑力度依然较强，考虑到当前煤炭债整体配置性价比仍较低，可适当采取骑乘策略追求增厚收益。

钢铁债方面：回顾上半年，需求端房地产以及基建行业仍处于调整阶段，钢铁行业供需矛盾扩大导致

库存压力增加，钢材价格持续承压。当前钢铁行业正面临着产能过剩和需求不足的双重困境，钢铁企业运营难度增加且普遍面临业绩压力。从利差表现来看，年初以来钢铁债收益率大幅下行，各期限等级钢铁债收益率自年初以来大幅下行 40-100bp，中低等级品种尤为显著。

展望下半年，尽管地产领域对钢铁需求形成一定拖累，但在基建建设、厂房建设及制造业机械设备等需求的支撑下，钢铁内需或相对稳定，但钢铁行业景气度整体或仍处于较低水平，而信用利差来到历史低位，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：回顾上半年，随着银行永续债逐渐进入赎回期，2024 年银行二永债到期规模较往年显著上升，且银行永续债到期规模大于银行二级资本债。从年内到期分布来看，银行二级资本债到期规模主要分布在上半年的 3 月、4 月以及下半年的 8 月、9 月、11 月，而银行永续债到期规模集中分布在下半年的 6-9 月以及 12 月，下半年银行二永债发行规模或将大幅上升。从利差表现来看，年初以来银行二永债行情快速演绎，当前收益率处于历史低位，其中银行永续债较二级资本债的品种溢价压缩至 5bp 左右。

展望下半年，银行二永债发行节奏较上半年或将明显加快，供给有望放量。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或较大，可逢高配置博弈波段操作的交易机会。对于经济发达区域的城农商行，可结合主体基本面重点挖掘。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。

*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 缺口也将在万亿量级。我国 G-SIBs 将于 2025 年起通过公开渠道披露 TLAC 有关信息。

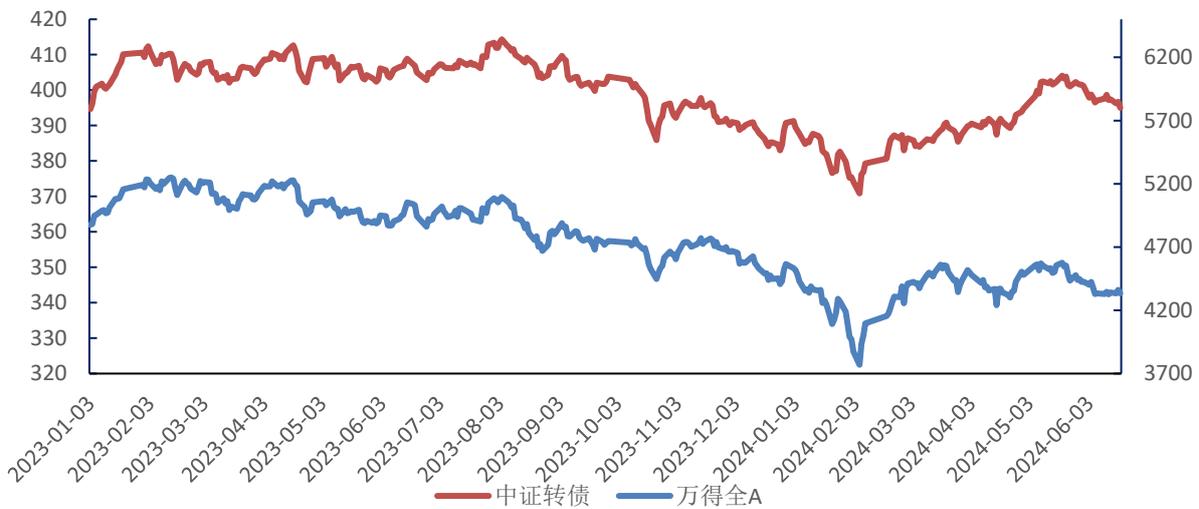
3.2.3 可转债市场回顾展望与投资策略

可转债回顾：上半年转债市场与 A 股市场走势分化，截至 6 月 20 日，上半年中证转债上涨 0.05%，万得全 A 下跌 6.26%，转债市场表现强于股票市场。具体来看，权益市场上半年走势可分为三个阶段：（1）**从年初到一月底**，市场整体偏悲观，缺乏信心，对刺激性政策预期下降，北向资金持续流出，市场缩量快速下跌；（2）**二月初到五月中旬**，在证监会出台多项支持资本市场发展政策、地产限制性政策大幅度放松、LPR 利率调降等多重利好下，市场震荡反弹；（3）**五月下旬至今**，在高频数据和经济数据不及预期的情况下，市场风险偏好下降，市场出现一定回调。转债估值方面，上半年偏债转债估值表现强势。偏股转债、平衡转债和偏债转债转股溢价率较年初分别下降 0.28%、下降 0.80%和上升 7.59%至 3.99%、16.72%和 68.29%。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 55.23%水平。

可转债展望：正股层面，股市有望呈现先抑后扬走势。短期看，基本上宏观经济仍相对偏弱，数据呈现“外强内弱”特征。5 月工业增加值、社零同比增速均稍低于预期，基建投资回落，地产投资仍处于负增区间。核心仍在于综合居民消费谨慎、房价下行预期持续以及短期刺激政策力度相对平稳等因素，内需表现相对偏弱。股市在此背景下难有趋势性行情。但长期看，未来或将有更多利好政策出台。宏观经济层面，稳经济的政策预期相对明确。扩大内需政策更加积极主动，包括发行长期特别国债、出台一系列地产

放松政策以消化库存、大规模推行设备更新和依旧换新补贴。同时即将召开的三中全会也或将聚焦深度改革，大力发展新质生产力，提升社会经济活力。在此背景下，对未来经济预期保持乐观。同时考虑到目前 A 股估值处于历史底部区间，长期看股市有望在短期震荡之后走出明显上涨行情。**转债估值层面**，转债转股溢价率目前仍存在震荡向上可能。从供需格局看，未来转债新增供给较少，且存量转债陆续到期或强赎，转债净供给保持低位。同时随着权益市场未来情绪回暖，有利于转股溢价率的进一步提升。从结构上看，偏股转债和平衡型转债转股溢价率上升空间大于偏债转债。策略上可关注大盘成长中的偏股和平衡型转债机会。

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 6 月 20 日。

3.3 港股

3.3.1 回顾展望

港股回顾：港股市场上半年整体呈现震荡回升的态势。截至 6 月 20 日，恒生指数、恒生国企指数和恒生科技指数今年以来分别上涨 7.55%、13.65%、0.10%。恒生综合行业方面，能源业、原材料业和资讯科技业涨幅最高，分别上涨 49.53%、33.65%和 17.25%，医疗保健业、地产建筑业和必需性消费业跌幅最大，分别下跌 25.32%、12.48%和 12.41%。年初港股经历了短暂的调整后，逐步企稳回升。**1 月港股明显调整。**国内经济数据不及预期和 MLF 平价续作使降息预期再次落空；**2 月港股企稳回升。**一方面，贷款市场报价利率（LPR）首次下调落地。2 月 20 日，5 年期以上 LPR 下降 25 个基点，超出市场预期。另一方面，金融市场政策频出，围绕短期卖空和长期提升企业质量进行了调整。**3 月港股震荡上行。**一方面，3 月 5 日两会召开，计划连续发行几年超长期特别国债，今年先发行 1 万亿元。此外，新质生产力被给予高度重视。另一方面，新一轮设备更新方案落地，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》。

进入二季度，海外研究机构逐渐看好中国资产，流动性风险偏好改善的驱动下，港股持续走强。**4月港股震荡上行**，月初，国内 PMI 超预期，叠加美国发布的非农就业数据超预期，降低了美联储短期内降息的必要性。月底，美国 4 月制造业 PMI 数据跌落荣枯线、国内 4 月政治局会议召开在即、美国国务卿布林肯访华，港股持续冲高。**5月港股持续冲高后回落**，美国 4 月非农就业报告数据大幅低于预期，美联储降息预期重新升温。受此影响，港股进一步上涨，但月底国内 PMI 数据低于预期，港股冲高回落。**6月以来受国内经济数据和海外加息预期变化的影响，港股维持震荡调整。**

港股展望：展望下半年，港股当前估值处于历史较低位置，下半年国内经济复苏的迹象或将更显著，海外更多央行也将进入到降息的周期中。一方面，7 月三中全会和政治局会议即将召开，改革和刺激经济的政策有望继续出台，宏观经济企稳的迹象将更为明显。目前库存周期已逐渐显示从被动去库存到主动补库存的转变。另一方面，目前欧央行、加拿大和瑞士央行已开始降息，下半年美联储也或将降息。海外流动性改善将一定程度上增加港股的流动性，港股估值有望逐步修复。

主要的风险点在于：（1）海外金融风险频发；（2）美联储降息不及预期；（3）国内经济复苏不及预期。

3.3.2 投资策略

港股市场目前重点关注以下板块：

（1）科技创新方向。目前估值分位数较低，且修复弹性较大的板块，如互联网、人工智能、创新药等行业；

（2）消费龙头方向。随着宏观经济复苏，具备稀缺属性的消费龙头有望迎修复，如教育、纺织服饰、餐饮等行业；

（3）高股息方向。近年来港股上市公司分红回购规模明显增加，普遍具有高股息特征，如金融、周期等行业。

3.4 美股

美股市场回顾：截至 6 月 20 日，上半年道琼斯工业指数上涨 3.83%；标普 500 指数上涨 14.75%；纳斯达克指数上涨 18.05%。

5 月 30 日，美国商务部公布一季度美国实际 GDP 季调环比折年率为 1.3%，较首次预估数据下修 0.3%，消费是主要拖累项。其中，个人消费季调环比折年率从 2.5% 下修至 2%，主因商品消费不及预期，商品支出季调环比折年率从初值+0.4% 下修至-1.9%，服务支出季调环比折年率从初值+4% 下修至+3.9%。在当前美国居民超额储蓄持续消耗、学贷偿付重启的情况下，今年个税负担加重也降低了居民可支配收入，制约居民部门的消费能力，同时高利率环境下房贷压力也凸显，共同导致消费部门表现偏冷，影响到一季度美国经济的表现。

近期美国 GDP 下修、5 月 ISM 制造业 PMI 为三个月来最低、4 月职位空缺数量降至三年多以来的最低水平等数据，均指向美国经济承压，引起美国经济是否会衰退的讨论。尽管美国消费增速趋缓，但 2024 年美国财政仍然宽松，足以支撑经济，经济软着陆的可能性较大。具体来看，拜登政府在减免学贷、对外军援、产业政策方面仍有扩张空间，以及地方政府的稳定基金充裕，可用于应对经济冲击，支撑经济。从支出端看，2024 年美国联邦政府未有明显紧缩，维持扩张，3 月，拜登签署 2024 财年财政预算案，敲定美国联邦政府 2024 财年自主性支出为 1.66 万亿美元，与 2023 财年预算案 1.68 万亿美元的规模接近一致。

5 月，美国私营企业 ADP 就业人数增加 15.2 万人，为 2 月份以来的最小增幅，新增非农就业却超预期升至 27.2 万人，出现明显背离。ADP 数据疲弱，反映美国私营部门在高利率环境下受到压制，就业需求转弱，非农数据因为考虑到政府端的就业，所以表现上更为稳健，也是疫后美国财政发力的体现。

中长期来看，预计大选换届后财政对经济的支撑力度不会明显收紧，将长期支撑美国经济，美国经济衰退的概率不大，经济软着陆的可能性较大。

美股市场展望：美国股市今年的强劲开局势头有望延续至下半年。得益于坚实的盈利基础、美联储货币紧缩政策的结束以及经济的强劲表现，美国股市在未来数月或仍将得到提振。虽然回报预期更为温和，但健康的盈利增长和估值的广泛分散表明，市场环境仍然有利于股票表现，为投资者提供了获取超额收益的机会。

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：黄金价格的主升浪。受多重因素推动，今年以来，黄金价格一直持续快速上涨，截至 6 月 20 日，COMEX 黄金已经达 2374 美元/盎司，期间屡次破历史新高。主要原因在于：（1）货币属性：美国债务高企，财政赤字恶化，两党极化导致治理有效性降低，美元信用减弱，叠加美国频繁实施金融制裁，去法币化趋势凸显。此情景下，全球央行增持黄金减持美债，同时美元信用或长期走弱下，全球货币体系或正经历长期重建过程，黄金作为底层储备，各国央行配置需求有望持续抬升；（2）避险属性：近期地缘冲突风险再起，俄乌战争升级，同时中东停火谈判陷入僵局，衍生风险扩散至伊朗，黄金避险属性持续凸显；（3）商品属性：央行购金持续，金价抬升刺激投资需求，黄金需求规模增长有望加速。

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 6 月 20 日。

金价展望：降息预期升温，贵金属或震荡上行。美联储 6 月 FOMC 会议宣布继续维持联邦基金利率目标区间，点阵图显示年内降息预测次数调降至 1 次。美国 5 月 CPI 同比+3.3%，低于预期和前值 3.4%，CPI 环比 0%，低于预期 0.1%，前值 0.3%，鲍威尔会后发言表示通胀有所缓和，但信心还没达到降息程度。展望后市，美国 6 月密歇根大学消费者信心指数意外下降至 65.5，高利率下居民端承受杠杆压力，且物价高企、劳动力市场降温对消费的支撑将逐步走弱，叠加 5 月 PPI 中也用于计算 PCE 指数的类别降温，市场预期联储 9 月开启降息的概率较上周提升。同时，美国国债规模持续扩张，其 34.7 万亿美元巨额债务的利息成本负担加大。随着美国经济下行风险累积，降息渐近，将利好金银价格。受全球黄金储备增速放缓及美国通胀预期反复的扰动，短期黄金价格可能受此影响出现阶段性震荡，但近期观察到有更多海外国家央行加入购金行列，叠加未来美联储降息确定性逐渐显化，或为黄金价格长期向上提供驱动。

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、复制或有意篡改。