



# 招商基金投资策略报告

2024年7月



长期 | 价值 | 责任

# 目 录

<b>1</b>	<b>概览</b> .....	<b>2</b>
<b>2</b>	<b>宏观经济环境</b> .....	<b>3</b>
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
<b>3</b>	<b>各类资产观点</b> .....	<b>8</b>
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 .....	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><b>回顾:</b> 6月大盘整体震荡下跌,月间中证500下跌6.89%,上证50下跌2.73%,沪深300下跌3.30%,万得全A下跌5.13%。行业方面,中信一级行业分类仅电子、通信和公用事业上涨,其余行业均下跌,其中综合、房地产和社会服务等表现落后。</p>
	<p><b>展望与策略:</b> A股有望触底企稳。不确定性降低是推动中国股市的关键动力,后续或呈“进二退一”式震荡上升。风格方面,不确定性下降但风险意愿偏低,大盘蓝筹或更受益。行业配置方面,相对更看好大盘价值与科技蓝筹板块。</p>
港股	<p><b>回顾:</b> 6月恒生指数下跌2.00%,恒生国企指数下跌0.95%。</p>
	<p><b>展望与策略:</b> 由于国内托底政策的效果仍需要时间观察,叠加海外降息路径仍有较大不确定性,所以港股短期快速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”机会和红利资产。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><b>回顾:</b> 6月债市整体强势,利率、信用品种均同步走强,信用利差和期限利差变化不大。全月,利率债方面,1年期、5年期、10年期国债收益率分别-10.5bp、-10.7bp、-8.7bp至1.54%、1.98%、2.21%;信用债方面3年期、5年期AAA中票分别下行10.6bp、11.5bp至2.14%、2.26%。可转债表现优于股票市场,月间中证转债下跌2.68%。</p>
	<p><b>展望与策略:</b> 债市或维持强势走势,可维持相对积极的仓位。基本面走弱及有限的财政政策将加剧“资产荒”,或促使债市收益率继续稳步下行。短端品种收益率与政策利率比,相对价值有限,后续压缩期限利差可能性较大。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。</p> <p>可转债方面,转股溢价率目前仍存在震荡向上的可能。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</p>
美股	<p><b>回顾:</b> 6月美股三大指数均上涨,道指上涨1.12%,标普500指数上涨3.47%,纳指上涨5.96%。</p>
	<p><b>展望与策略:</b> 鉴于上半年美股涨势较佳且AI热潮没有降温的迹象,华尔街不少机构近期都上调了美股今年标普500指数的目标点位。若经济数据持续改善且通胀压力减轻,美联储或在2024年下半年开始降息,但具体的降息时间和幅度仍存在不确定性。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><b>回顾:</b> 在通胀全面降温、基本面数据边际走弱驱动下,10年期美国国债利率延续下行。</p>
	<p><b>展望与策略:</b> 在通胀和经济数据未出现明显放缓前,10年期美债利率或在一段时间内仍维持高位震荡,当前看10年期美债具备较好的中长期配置价值。</p>
黄金	<p><b>回顾:</b> 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30日,COMEX黄金收盘于2336.9美元/盎司,月间屡次破历史新高。</p>
	<p><b>展望与策略:</b> 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：国内复苏动能有所减弱，出口依然是亮点。**

#### **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**

二季度由于经济增长承压，宏观政策逆周期加力的紧迫性上升。6月政策延续聚焦“稳增长、稳地产、促改革、稳信心、强科技”，具体有6大焦点：总书记青海、宁夏考察，6月11日深改委五次会议重提“产权清晰、政企分开”，6月20日住建部再部署收购存量房作保障性住房工作，国税总局明确没有倒查20年、30年的安排，陆家嘴金融论坛一行一局一会负责人讲话，证监会推进新一轮科创板改革，发改委将出台粗钢、炼油、合成氨、水泥等行业节能降碳专项行动计划等。其他可关注商务部支持拓展跨境电商出口、推进海外仓建设。继续对当前经济下行压力仍存，政策重心已转向“稳地产、稳需求、促改革”进行提示，关注7月两个重要会议：一是三中全会，关注各部门围绕进一步全面深化改革可能的讨论；二是年中政治局会议，按惯例将在7月底召开，关注近期国常会、各部委的相关表态。

**资本市场方面**，6月19日第十五届陆家嘴论坛开幕，中国证监会主席在论坛上做主旨演讲，下午证监会发布“科创板八条”，主要包括强化科创板“硬科技”定位、开展深化发行承销制度试点、优化科创板上市公司股债融资制度、更大力度支持并购重组、完善股权激励制度、完善交易机制，防范市场风险、加强科创板上市公司全链条监管、积极营造良好市场生态八条措施。

6月政策面重要事件：

#### **(1) 房地产相关救市措施**

6月20日，住建部召开收购已建成存量商品房用作保障性住房工作视频会议。将进一步发挥城市房地产融资协调机制作用，更好满足城市房地产项目的合理融资需求，压实地方政府、房地产企业、金融机构各方责任；加强“白名单”的审核把关；指导银行做好融资支持等。自然资源部正和有关部门研究如何盘活利用已出让未开发土地的政策，支持地方政府收回、收购闲置土地，计划通过专项债券为地方政府提供资金支持，但要求地方政府量力而行，坚决避免新增地方政府隐性债务。地方层面，北京实施房地产新政，包括降低购房首付比例、降低商贷和公积金贷款利率、支持多子女家庭及“以旧换新”活动等，北京政策优化未涉及限购，旨在稳定市场，响应“517”新政。

#### **(2) 二季度货币政策执行报告**

6月28日，中国人民银行货币政策委员会召开2024年第二季度例会。央行对于国内经济的定调没有变化，“延续回升向好态势，高质量发展扎实推进，但仍面临有效需求不足、社会预期偏弱等挑战”；对于外部局势的新增表态值得重视，“主要经济体经济增长和货币政策有所分化”，指向部分经济体由于经济

动能走弱已进入降息通道（如：欧央行），而美联储态度仍然偏鹰。复杂的外部局势对我国货币政策的宽松节奏和幅度提出了更高的要求。货币政策的总体定调维持不变，第一，维持稳健；第二，淡化总量；第三，重视实体和价格。后续，M1 和 M2 回落对货币政策态度的影响变弱，重点关注 CPI 是否会出现回落甚至转负的风险。

### （3）资本市场政策

6 月 19 日第十五届陆家嘴论坛开幕，中国证监会主席在论坛上做主旨演讲，下午证监会发布“科创板八条”，深入贯彻新“国九条”部署要求，紧紧围绕服务高水平科技自立自强和新质生产力发展，国务院办公厅也同时发布《促进创业投资高质量发展的若干政策措施》，两份文件是我国金融支持科创类企业发展的重要里程碑。2024 年，新“国九条”开启了 A 股价值管理新范式，市场开始关注公司治理、股东回报，将其视为成长性之外最重要的基本面因素。价值管理的成败是政策导向、资金属性、市场审美偏好共同作用的结果。上市公司也积极响应政策导向变化，开始尝试新的价值管理方式。政策导向、市场审美、企业行为正在形成正循环。新“国九条”最终会深刻改变 A 股审美排序、资金相对力量，进而改变 A 股市场特征。

### 2、基本面：经济动能边际改善

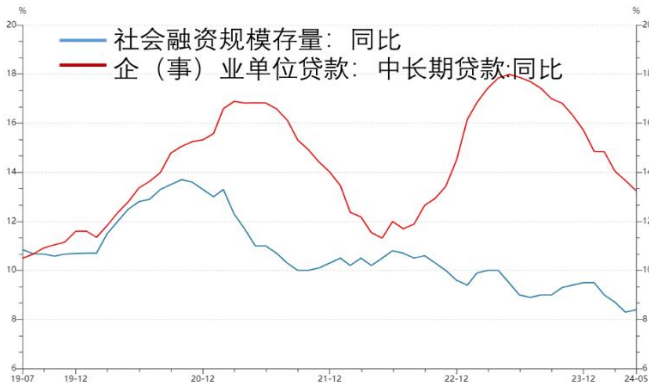
**6 月制造业 PMI49.5%，持平于 5 月，连续两个月处于收缩区间；非制造业商务活动指数为 50.5%，环比回落 0.6 个百分点。**具体来看：第一，生产端维持扩张；第二，需求不足问题仍突出。从订单分项来看，制造业新订单下降 0.1 个百分点至 49.5%，新出口订单维持 48.3%，在手订单下滑 0.3 个百分点至 45.0%，采购量也下滑 0.8 个百分点；第三，价格整体较弱。价格和库存均印证订单整体偏弱。相比于上游原材料行业，中下游提价更为困难，经营压力或相对更大。后续关注南方强降雨过后，随着政府债资金到位，需求端是否出现明显改观。若 7 月需求仍相对不足，或需要政策适度加力，加大逆周期调节力度，促进经济形成正向循环。

**5 月 CPI 同比增速 0.3%（市场预期 0.4%），环比减弱 0.1%；PPI 同比减少 1.4%（市场预期减少 1.5%），环比增长 0.2%。**5 月通胀保持温和回升态势。食品价格对 CPI 拖累减弱，核心 CPI 在出行价格和日用品价格双回落的前提下仍保持较强韧性。地产新政落地后，通胀回升弹性或有所增强，但也要谨防“资产荒”把居民行为重新拉入低通胀预期的自我实现循环中。PPI 环比结束连续 6 个月负值，大规模设备更新改造政策正在起效，采掘价格动能企稳回升，黑色链条预期向好，表明供需缺口正逐渐收敛，但上游原材料对中游加工业成本挤占的格局有所加重，后续仍需供给侧产能出清提升终端工业品价格弹性，从而引导企业调整通胀预期。6 月是财政支出大月，关注资金落地对工业品需求的拉动作用。

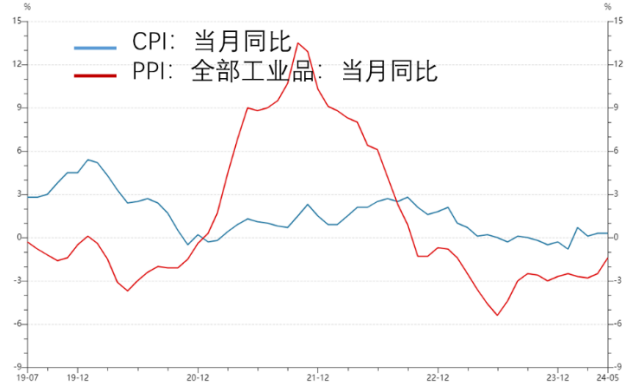
**5 月社融增速存量增速回升至 8.4%，新增社融 2.07 万亿元，同比多增 0.51 万亿元。**拆分结构来看，贷款同比少增 4062 亿元，是社融的主要拖累项；直接融资中，企业债券同比多增 2457 亿元，未贴票同比多增

463 亿元，显示传统制造企业融资需求有所修复；股票融资、委托贷款和信托贷款保持低位运行。政府债是 5 月社融的主要支撑，新增 1.22 万亿元，同比多增 6682 亿元。往后看，6 月政府债到期量增多，同时 2023 年下半年特别国债的发行导致基数较高，后续政府债对社融的支撑力度或有所减弱。

图：2024 年 5 月社融数据有企稳迹象



图：2024 年 5 月 CPI、PPI 边际上均没有恶化

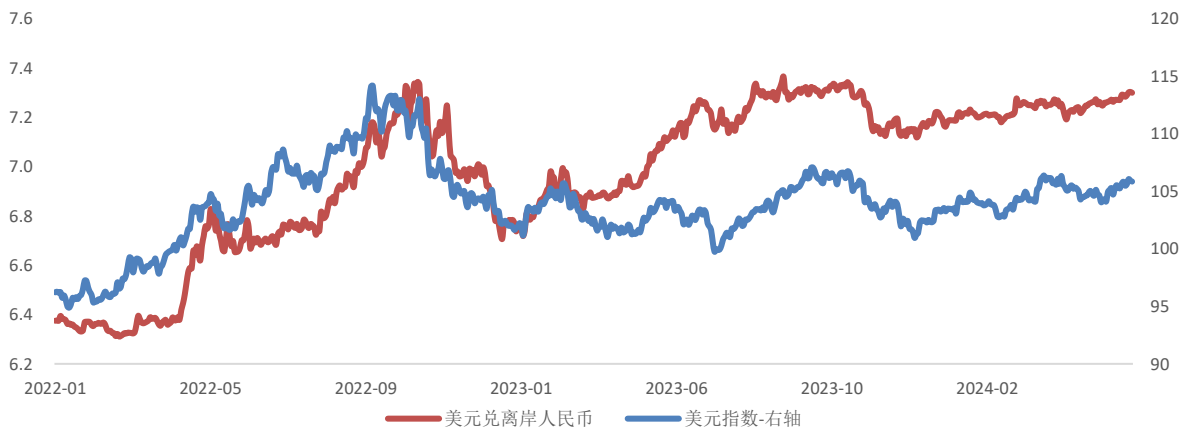


数据来源：国家统计局、Wind、招商基金整理，数据截至 2024 年 5 月 30 日。

### 3、汇率：美债利率依旧偏强，人民币汇率预期震荡

**6 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。**5-6 月人民币汇率连续走贬。**汇率方面，截至 6 月 28 日，人民币兑美元汇率全月回撤 0.3%，但兑一篮子货币小幅升值 0.3%。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 30 日。

**7 月汇率展望：**降息预期增强，长期看，美元预期持续回落。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的程度不确定；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。这就陷入了一个循环：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、市场的分歧进一步加大。缺乏“先发制人”动机的美联储后续选择滞后于经济尤其是通胀数据行动的概率较高。后续美联储货币政策的重点还将是“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，维持美债利率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，2024年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，这预示着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。跨境资金流出带来了人民币贬值的压力，说明短期人民币升值的可能性偏低，短期内人民币或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

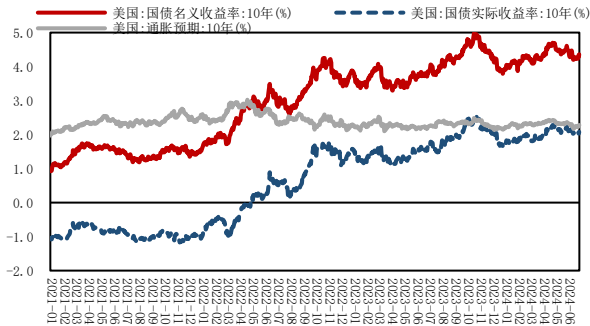
### 2.2.1 美国

**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CPI从0.3%回落至0%，核心CPI从0.3%回落至0.2%，均低于预期；PCE通胀同样回落，其中核心PCE环比降至0.08%，跌破0.1%。分项来看，核心商品仍然偏弱，住房外其他核心服务明显回落；5月通胀降温带动市场中长期通胀预期下行；（3）6月Markit PMI全面超预期，综合PMI上升0.1个百分点至54.6%，高于预期的53.5%，服务业进一步升至55.1%（预期54.0%），为26个月以来新高，制造业PMI回升至51.7%（预期51.0%）；（4）美国5月零售销售环比增长0.1%，预期增长0.3%，前值由0%下修至减少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%，预期增长0.3%；制造业产值环比增长0.9%，预期增长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，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2024年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2024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 年降息或于三季度末或四季度开启，全年降息 1 次的可能性较大；（3）后续降息预期确定性不断提高，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：10 年期美债利率震荡下行



图：美联储降息预期推迟

CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES									
MEETING DATE	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%	24.2%	50.3%	23.4%
2024/12/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.6%	18.4%	43.4%	30.5%	6.2%
2025/1/29	0.0%	0.0%	0.0%	0.9%	11.3%	32.8%	36.0%	16.5%	2.6%
2025/3/19	0.0%	0.0%	0.6%	7.6%	25.1%	34.8%	23.4%	7.5%	0.9%
2025/4/30	0.0%	0.3%	3.8%	15.6%	29.6%	29.6%	16.2%	4.5%	0.5%
2025/6/18	0.2%	2.4%	10.8%	23.9%	29.6%	21.6%	9.2%	2.1%	0.2%
2025/7/30	1.0%	5.4%	15.6%	26.0%	26.7%	17.1%	6.6%	1.4%	0.1%

数据来源：Bloomberg、CME，美债利率数据截至 2024 年 6 月 30 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 2024 年下半年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降息一次，但若全球通胀压力超预期，下半年降息次数将少于 2 次；（4）截至 6 月 30 日，6 月欧元区 STOXX50 指数（欧元）下跌 1.80%，欧洲 STOXX600 指数（欧元）下跌 1.30%，法国 CAC40 指数下跌 6.42%，德国 DAX 指数下跌 1.42%，英国富时 100 指数下跌 1.34%。在消费扩张、即将降息的背景下，欧元区处于低失业、高涨薪的格局中，随着经济复苏的推进，这一格局或将得到强化。

**日本：经济增长温和修复，日央行继续偏鸽。**具体来看：（1）日本一季度 GDP 环比从 -2.0% 上修至 -1.8%，主要是由于企业投资从 -2.8% 上修至 -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）日本 6 月综合 PMI 回落 2.6 个百分点至 50.0%，主要系服务业拖累：6 月日本服务业 PMI 大幅回落 4.0 个百分点至 49.8%，而制造业小幅回落 0.3 个百分点至 50.1%；（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 6 月底到期，表观通胀或仍有支撑。截至 6 月 30 日，日经 225 指数 6 月上涨 2.85%。

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，但向前看薪资增速或将反超通胀水平，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拉动日本出口及制造业，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。

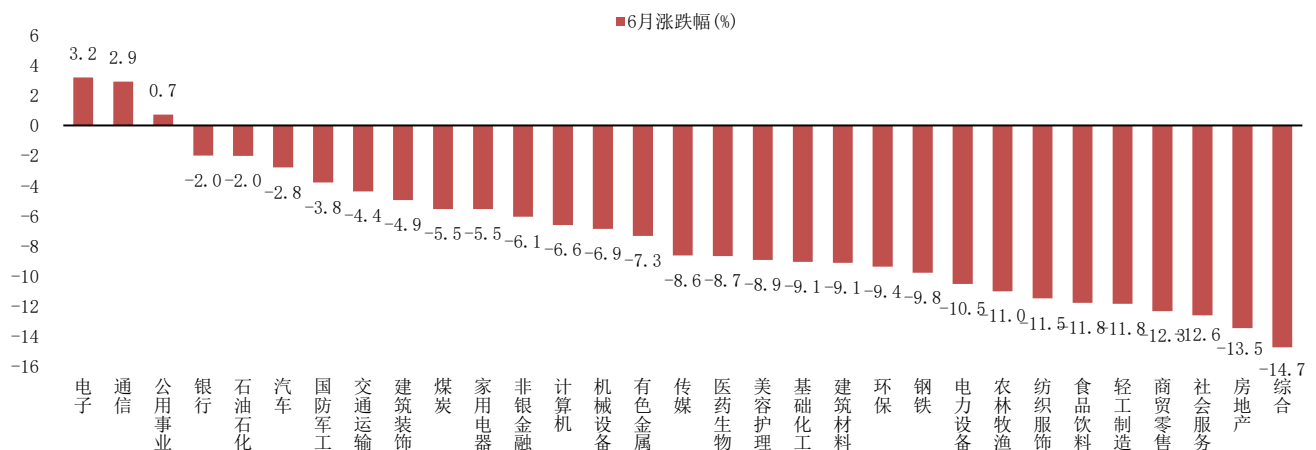
### 3 各类资产观点

#### 3.1 A股

##### 3.1.1 回顾展望

**A股回顾：震荡下行，TMT风格占优。** A股方面，大盘整体震荡下跌，月末有所企稳。偏弱的基本面和低于预期的地产数据加重市场担忧，上证指数全月震荡下行。在月末大盘跌破关键点位后，维稳资金入场，使大盘企稳，但市场情绪整体仍较为低迷。基本上，内需不足仍是主要矛盾，政策直接作用的生产、投资等领域表现相对较好，但增长趋于弱化；消费虽有所恢复，但仍处于偏弱状态，地产则延续弱景气趋势。往后看，三中全会定调有望抬升市场预期，助力风险偏好回升，关注政策层面的预期引导。截至6月30日，主要指数普遍下跌，上证50相对占优。6月上证50下跌2.73%，沪深300下跌3.30%，中证500下跌6.89%，万得全A下跌5.13%。行业层面涨跌互现，TMT相对占优，而地产链与消费则表现落后。中信一级行业中，仅电子、通信、公用事业行业上涨，其余行业均下跌，其中房地产、社会服务、商贸零售、轻工等行业表现落后。

图：2024年6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6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：股市触底企稳，布局7月反弹。** 在总量政策接续偏缓、严监管和退市担忧以及缴税等因素综合扰动下，近期股市持续调整，投资者心态普遍低迷。对后市的看法：一方面，当前市场情绪与风险厌恶已达历史偏低水平，显示市场对短期流动性收缩与负向风险的讨论也较为充分；另一方面，市场定价隐含

多数投资者只看到了宏观风险暴露，但忽视了未来可能出现的积极变化：国常会定调继续研究储备新的地产政策、总书记表示“中国开放的大门只会越来越大，永远不会关上。我们正在谋划和实施进一步全面深化改革的重大措施”，且三中全会召开有望进一步统一共识并加强政策执行力。因此，不确定性降低是推动中国股市的关键动力，后续或呈“进二退一”式震荡上升。

### 3.1.2 投资策略

**1、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，投资策略将更强调经营质量与公司治理，大盘蓝筹板块更加受益。

**2、行业配置：重在大盘价值与科技蓝筹。**重点关注有产品、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，关注两大投资主线：（1）海外地缘复杂与内需提振缓慢，重视现金流与经营稳健、景气预期有支撑的行业，如运营商、电力、金融、港股高股息等板块；（2）围绕中国式现代化的全面深化改革加速的板块，大基金三期设立、科创并购重组支持力度加码，科技板块资本开支企稳改善，如电子、军工、通信、机械、新材料等板块。

图：主要 A 股指数估值水平

主要指数	2024/6/28	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	16.25	34.50	11.55	17.74	29.40%
	Wind全A(剔除金融、石油石化)	25.06	73.88	18.18	28.48	26.10%
	上证50	10.39	22.89	6.97	10.08	59.30%
	沪深300	11.84	27.35	8.03	12.19	40.00%
	中证500	21.20	89.51	16.24	28.70	11.40%
	中证1000	31.59	144.82	19.36	39.01	20.10%
	中小100	22.35	64.61	16.20	30.60	10.60%
	创业板指	25.88	135.13	22.88	50.96	0.80%
	中小综指	30.26	96.75	23.18	40.90	12.00%
	创业板综	41.66	174.93	28.88	59.90	11.80%
海内外相对估值PE(TTM)	中证红利指数	7.20	20.46	5.24	8.11	31.80%
	恒生AH股溢价指数	7.92	22.68	6.25	9.21	20.20%
	上证沪港通AH溢价指数	8.33	10.27	3.08	7.02	80.80%
相对估值PE(TTM)	上证指数/标普500	0.48	1.56	0.36	0.62	8.20%
	创业板指/沪深300	2.18	8.11	2.18	4.03	0.20%
相对估值PB(LF)	创业板综/沪深300	3.52	14.08	2.83	4.89	12.90%
	创业板指/沪深300	0.62	6.06	0.59	3.27	2.30%
	创业板综/沪深300	3.52	5.30	1.38	2.98	70.40%

数据来源：Wind，招商基金，数据截至 2024 年 6 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：6 月债市整体强势，利率、信用品种均同步走强，信用利差和期限利差变化不大。**

6 月中上旬，跨月后资金宽松，DR007 阶段性低于 OMO 政策利率，金融数据、经济数据走势偏弱，地产政策调整后的地产销售仍然疲弱，MLF 和 LPR 利率均未调整，陆家嘴论坛央行行长的主题演讲也暗示了未来 7 天逆回购利率或是更重要的政策利率锚，且并未强调利率合理区间，债市收益率持续下行；下旬，股市表

现偏弱，跨月资金不紧，虽北京地产政策进行调整，但债市强势情绪不改，收益率继续下行。具体看，利率债方面，1 年国债收益率全月下行 10.5bp 至 1.54%，5 年国债下行 10.7bp 至 1.98%，10 年国债下行 8.7bp 至 2.21%，5 年国开下行 11bp 至 2.03%，10 年国开下行 9.2bp 至 2.29%。信用债方面，3 年 AAA 中票收益率下行 10.6bp 至 2.14%，5 年 AAA 中票收益率下行 11.5bp 至 2.26%。MLF 和 LPR 利率未调整。资金面上，6 月资金利率上行，R007 月均值上行 11bp 至 1.99%。1 年期同业存单利率下行至 1.955%。

**债券市场展望：**展望看，我们对债市持乐观态度，债市收益率或仍将震荡下行。基本面走弱及有限的财政政策将加剧“资产荒”，或促使债市收益率继续稳步下行。

(1) 基本面看，在国外日益增多的贸易保护措施落地前，或有一定抢出口现象，但之后的出口增速难言乐观；在新一轮地产政策调整下，商品房成交面积有所修复，未来仍需密切关注持续性；物价数据依然偏弱，供给强于需求，名义经济增长中枢回升仍有难度；

(2) 资金面看，机构对于后续货币政策宽松仍有期待，各机构杠杆率水平近期虽有抬升但绝对水平一般，央行公开市场操作行为显示对资金面仍有呵护，R007 利率中枢有望继续下行；

(3) 政策面看，财政政策短期难有增量措施，现有措施对经济提振力度有限。央行货币政策仍面临稳汇率、保息差的制约，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。地产政策后续有望进一步降低房贷利率中枢和增加保障房收购力度。

### 3.2.2 债券市场投资策略

#### 1、债券投资策略

债市或维持强势走势，可维持相对积极的仓位。短端品种收益率与政策利率比，相对价值有限，后续压缩期限利差可能性较大。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。当前信用债收益率整体创年初以来新低，但近期下行幅度小于无风险收益率，近一个月信用利差被动走阔。但长期看，“资产荒”仍持续，信用利差或将继续压窄。后续仍可通过综合运用久期、交易等多种策略追求增厚投资收益。

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。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：考虑到期限利差可能进一步压窄，故可以重视 7-10 年高等级信用债的配置价值。其他期限和品种上，考虑 3 年左右银行资本债券和 5 年高等级信用债的投资价值。

#### 2、具体信用品种分析

**城投债方面：**6 月河南省启动发行新增专项债券用于化债，或意味着本年度专项债用于化债的额度已下达地方。据有关报道近期化债政策确有突破，用新增专项债行使“特殊再融资债”功能已进入实操，持续关注专项债发行使用情况。从市场表现看，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 21-41bp，对应信用利差收窄 9-30bp，2-5 年期其余品种收益率普遍下行 6-22bp，1 年期品种收益率下行 3-5bp。受无风险利率下行影响，1-4 年期中高等级品种利差被动走阔 2-8bp，5 年期 AA 级及以上品种收窄 1bp，5 年期 AA(2)品种收窄 11bp。分区域来看，区域利差走势分化，贵州、黑龙江、广西、云南、辽宁、天津、宁夏、重庆区域利差收窄超 3bp，而江苏、福建、浙江、上

海等区域利差走阔超 3bp。

**展望 7 月**，城投债性价比偏低，拉久期博收益策略重点关注 3 年以内城投债挖掘机会，拉久期至 5 年则需严格控制信用资质。

**地产债方面**：“517”地产新政有序落地，季末冲刺效应释放，但新房成交热度并未超过同期季节性，6 月 30 大中城市商品房成交面积 936 万平方米，较 5 月环比增长 14%，较 2019、2021、2023 年同期分别下降 49%、53%、26%。二手房表现亮眼，继续反弹，6 月各周成交明显高于同期，较 2023 年同比增长 21%，比 2019、2021 年同期分别增长 10%、30%。从债市表现看，6 月地产债收益率普遍下行，其中 AA 等级品种尤为明显，对应收益率下行 25-43bp，利差收窄 14-33bp，其余品种收益率下行 3-11bp，利差被动走阔 0-10bp。央企地产债利差收窄 6bp，地方国企、民企走阔 2bp、7bp，混合所有制走阔 361bp。

**展望 7 月**，随着近日北京出台楼市新政，地产宽松政策力度持续加码，低等级地产债风险有望边际收敛。可结合基本面情况继续关注 1-2 年隐含评级 AA 及以上央国企地产债机会。考虑到当前行业景气度依然处于下行区间，且行业负面舆情频发，地产债估值波动风险仍存，可适当控制久期，并把握高流动性个券的波段交易机会。

**煤炭债方面**：6 月南方多地出现强降雨天气，水电等清洁能源发电挤压燃煤发电需求，电煤日耗偏低，电厂库存积压，消耗缓慢。煤价方面，6 月主产区整体销售表现平稳，价格相对坚挺，但供给宽松格局逐渐传导至产地市场，主产区出现滞销，部分煤矿为刺激拉运陆续下调销售价，下游观望情绪更浓。收益率表现看，煤炭债 1 年期品种收益率下行 6bp，2-5 年期品种下行 9-17bp，其中各期限低等级品种表现占优。

**展望 7 月**，当前煤炭债整体配置性价比较低，可适当拉长久期争取增厚收益，同时关注其永续债品种溢价机会。

**钢铁债方面**：6 月华东多省进入梅雨季节，北方多地区面临高温，需求端表现不佳，未有实质性利好消息刺激下，钢材供需基本面难有改善，钢价维持偏弱震荡。收益率表现来看，钢铁债 1-2 年期品种收益率下行 6-13bp，3-5 年期品种下行 11-20bp，其中 AA+级品种表现占优。

**展望 7 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**：6 月银行二永债收益率全线下行，中长端表现较优。银行二级资本债方面，1-3 年期各等级品种收益率下行 11-13bp，4-5 年期品种收益率下行 16-19bp。银行永续债 1-3 年期品种收益率下行 8-13bp，4-5 年期品种下行 18-24bp。相对银行二级资本债，当前银行二永债各品种溢价大多处于 5bp 以内，溢价吸引力较为一般。

**展望 7 月**，短期内机构“钱多”逻辑对二永债下沉和久期策略仍有保护，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。对于江浙等经济发达区域的城农商行，可结合主体基本面考虑适当择优参与。

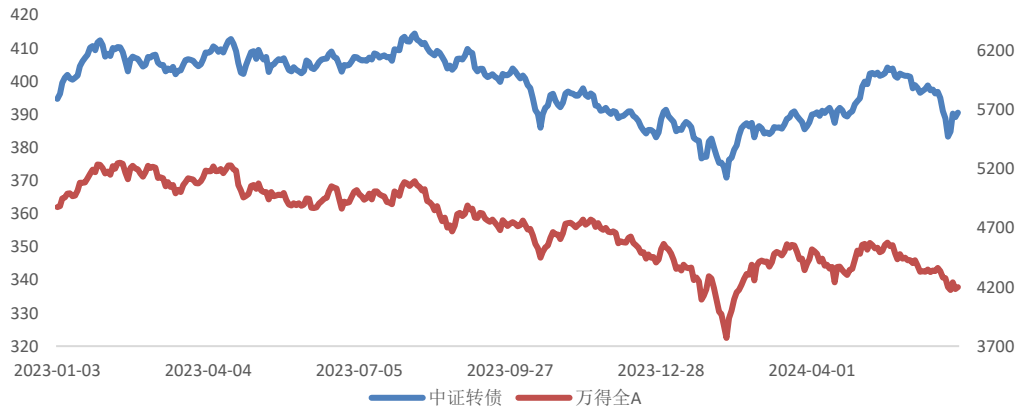
### 3.2.3 可转债市场回顾展望与投资策略

**可转债回顾**：6 月转债市场与股票市场整体下跌。截至 6 月 28 日，6 月中证转债下跌 2.68%，同期万得全 A 下跌 5.13%，沪深 300 下跌 3.30%，创业板指下跌 6.74%，转债表现强于股票。分结构看，6 月偏股转债、平衡转债和偏债转债估值分别下降 0.01%、1.69%和 1.71%至 3.75%、14.93%和 65.68%。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 46.05% 水平。

**可转债展望：** 转债转股溢价率目前仍存在震荡向上的可能。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。同时纯债利率处于低位，转债估值有支撑。

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 30 日。

### 3.3 港股

#### 3.3.1 回顾展望

**港股回顾：** 6 月恒生指数下跌 2.00%，恒生国企指数下跌 0.95%。恒生综合行业方面，仅电讯业和公用事业上涨，其余行业均下跌，其中必需性消费业、地产建筑业和非必需性消费业跌幅居前。截至 2024 年 6 月 28 日，恒生指数 PE (TTM) 为 9.2X，低于 5 月底的 9.3X，恒生国企指数 PE (TTM) 为 8.3X，高于 5 月底的 8.2X。

**港股展望：** 由于国内托底政策的效果仍需要时间观察，叠加海外降息路径仍有较大不确定性，所以港股短期快速反弹后出现阶段性调整，但底部的区域已经夯实。回调后仍相对看好向上机会，港股市场若仍会在宽幅区间中震荡，考虑均衡配置，重视被低估的“白马股”机会和红利资产。

#### 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。供给短缺叠加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: 6 月美股三大指数均上涨,道指上涨 1.12%,标普 500 指数上涨 3.47%,纳指上涨 5.96%。**

**美股市场展望:**展望 7 月,鉴于上半年美股涨势较佳且 AI 热潮没有降温的迹象,华尔街不少机构近期都上调了美股今年标普 500 指数的目标点位。

在美联储的 6 月会议后,目前由于美国通胀仍面临上行风险,美联储应该等到年底再降息。若经济数据持续改善且通胀压力减轻,美联储或在 2024 年下半年开始降息,但具体的降息时间和幅度仍存在不确定性。

美国东部时间 6 月 27 日 21 时,美国总统拜登和前总统特朗普在亚特兰大进行了 2024 年总统选举第一场辩论。辩论结束后,主办方美国有线电视新闻网(CNN)立即进行的一项民意调查显示,特朗普以 67%对 33%的支持率赢得了辩论。各板块交易员正在重新调整布局,拜登在辩论中不尽如人意的表现提振了市场对特朗普再度入主白宫的预期。

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 30 日,COMEX 黄金收盘于 2336.9 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,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，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 30 日。

**金价展望：美国通胀如预期温和回落，贵金属或震荡上行。**美联储 6 月 FOMC 会议宣布维持联邦基金利率目标区间不变，点阵图显示年内降息预测次数调降至 1 次。美国 5 月核心 PCE 同比为 2.6%、符合预期、低于前值 2.8%，环比为 0.1%、符合预期、低于前值 0.2%，通胀如期下行。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 7 月新低至 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。