

境外降息预期继续降温，境内政策助推市场回暖

——资本市场月报（2024 年 3 月）

资产类别		月度趋势	配置建议（未来 6 个月）					配置变化
			高配	中高配	标配	中低配	低配	
汇率	美元	偏强震荡			●			
	欧元	偏弱震荡			●			
	人民币	偏弱震荡			●			
	日元	偏弱震荡		●				
	英镑	偏强震荡			●			
贵金属	黄金	偏弱震荡		●				
固收	中国国债	偏强震荡			●			
	中国信用债	偏强震荡			●			
	美元债	偏弱震荡	●					
权益	A 股	震荡		●				
	—消费	震荡		●				
	—周期	震荡				●		
	—成长	震荡		●				
	—高股息	偏强震荡		●				
	港股-科技	震荡		●				
	美股	震荡			●			
	—纳斯达克	偏强震荡		●				

注：本表为精简版配置表，更详细的配置及投资策略建议请参见正文部分

■ **前期回顾：**境外：2 月美元指数震荡，美债利率反弹，美股上涨，科技股领涨美股。境内：2 月中国国债利率震荡下行，人民币汇率震荡，A 股大幅上涨。

■ **本期主题：**境外：短期来看，降息预期的修正可能尚未结束，美元债、黄金也将继续处于调整期。不过，中长期来看，我们认为降息仍是一个基准情形，美债和黄金在方向上继续看多，一季度的反复横跳反倒给投资者提供了一个上车的机会，在配置时需控制节奏和仓位比例。境内：2 月多项政策集中落地，托底市场信心，风险资产底部反弹，市场对政策的预期逐步偏向乐观。后续是否能延续，要关注后期基本面的情况和下一步政策的取向。从春节数据表现来看，尚未观察到基本面变化超预期的信号。中性情形下，有可能出现“政策超预期+基本面偏弱”的组合，届时股、债资产偏震荡的概率较大。未来还需要一段时间来观察基本面是否会因政策出现改善，只有当高频数据改善时，风险偏好才会进一步提升。

■ **市场前瞻及策略：**1.美股：中期美股震荡上行的趋势不变。2.美元债：美元债仍处于调整期，建议把握一季度的调整窗口进行布局，但需控制仓位和入场节奏。3.黄金整体处于上涨周期当中，建议维持中高配。4.国内固收：预计债券利率震荡下行行情尚未走完，其中短债比长债更具有性价比。考虑到 3 月政策预期反复，二季度基本面数据或有改善，长债利率会有一定反应。5.国内权益：短期或仍将面临震荡和反复，中期来看，大盘一季度筑底后二季度或迎来改观。结构上，重视红利科技，均衡配置。

敬请参阅尾页之免责声明

本期主编

柏禹含

资本市场研究员

☎：0755-83132042

✉：baiyuhan@cmbchina.com

陈峤

资本市场研究员

☎：0755-88259976

✉：chenqiao426@cmbchina.com

赵宇

资本市场研究员

☎：0755-83195811

✉：zhyu@cmbchina.com

苏畅

资本市场研究员

☎：0755-83077951

✉：suchang9898@cmbchina.com

石武斌

资本市场研究员

☎：0755-83195645

✉：shiwubin123@cmbchina.com

丁木桥

资金营运中心市场研究员

☎：021-20625978

✉：dingmuqiao@cmbchina.com



目录

一、前期回顾：境内股票上涨，境外股强债弱.....	1
二、本期主题：境外降息预期收缩，境内政策助力市场情绪修复.....	2
（一）境外：美国降息预期仍处于收缩阶段.....	2
（二）境内：政策助力市场预期底部企稳，风险资产继续向上需要更多动力.....	3
三、市场前瞻及策略：境外美元债短期处在调整期；境内股债趋势尚未逆转.....	4
（一）美股：震荡上行，科技占优.....	5
（二）美元债：利率处于反弹期，建议关注配置机会.....	6
（三）商品：黄金暂处调整期.....	7
（四）汇率：美元不弱.....	8
（五）境内固收：利率下行趋势未改，可考虑优选短债.....	10
1、资金：同业存单利率将继续下行.....	10
2、利率债：短债利率仍有下行空间，可优先短债.....	10
3、信用债：信用利差低位震荡.....	11
4、可转债：策略上防御为主.....	12
5、固收投资建议：持有固收产品，优选短债类.....	13
（七）国内权益：大盘震荡反复，结构均衡配置.....	14
1、A股大盘：反弹能否持续取决于两会政策能否超预期.....	14
2、A股结构：红利科技，均衡配置.....	15
3、港股：底部震荡.....	16
4、权益投资建议：注意均衡配置.....	17
四、资产配置策略：股债均衡配置，重视结构性机会.....	18
（一）胜率：黄金胜率较高.....	18
（二）盈亏比：境内股票高于债券.....	18
（三）结论：相对看好美元债、黄金、A股、港股-科技的配置价值.....	19

图目录

图 1: A 股市场大幅反弹	2
图 2: 美债利率反弹	2
图 3: 服务通胀高位转跌为涨	3
图 4: 3 月降息预期已经接近于 0	3
图 5: 8 个重点城市二手房月度成交面积合计（万平米）	4
图 6: 70 城二手住宅价格指数（2015.1 月=100）	4
图 7: 美股盈利增速将小幅增长	6
图 8: 美股估值处于高位	6
图 9: 美债 10Y 利率出现小幅反弹	7
图 10: 美国企业债利差下行	7
图 11: 黄金 vs 美债 10Y 实际利率	8
图 12: 黄金 vs 美元指数	8
图 13: 中美利差再度逆向走阔	9
图 14: 逆周期调节因子力度加大	9
图 15: 同业存单利率或继续下行 20bp	10
图 16: 2 月债券利率下行，短债利率下行更多	10
图 17: 2 月银行间资金利率中枢下移，趋于平坦	11
图 18: 2 月国债利率曲线继续下移	11
图 19: 2 月中票信用利差震荡	12
图 20: 2 月城投信用利差震荡	12
图 21: 权益市场上涨，转债跟随回暖	13
图 22: 转债百元平价溢价率	13
图 23: M1 增速好转，持续性待观察	15
图 24: 行情可参考中长贷增速，当前仍下行	15
图 25: 全 A 非金融市盈率处于较低水平	15
图 26: 业绩预期一季度筑底，二季度好转	15
图 27: 当前红利指数拥挤度偏高	16
图 28: 当前科技股拥挤度偏低	16
图 29: 恒生指数和中国经济走势高相关	17
图 30: 恒生指数和美元指数负相关	17
图 31: 上证 50 和沪深 300 对冲成本收敛但仍偏高	18
图 32: 中证 500 和 1000 对冲成本收敛但仍偏高	18
图 33: 上证综指 vs 中债 10Y 股债性价比	19
图 34: 标普 500 vs 美债 10Y 股债性价比	19
图 35: 横向比较下，A 股在全球市场中过去 10 年估值分位数属于较低水平	19

图 36: “胜率—盈亏比”九宫格..... 19

表 目 录

表 1: 2 月市场及策略回顾（截至 2024 年 2 月 26 日） 1

表 2: 市场前瞻及策略汇总表..... 4

表 3: 债券型基金池风险收益表现..... 14

表 4: 大类资产配置及投资策略建议表..... 20

一、前期回顾：境内股票上涨，境外股强债弱

回顾前期我们的趋势预判，2月美元、人民币、中债、黄金、美债、美股科技股走势与判断一致，A股、美股与判断不一致，具体内容如下表所示：

表 1：2 月市场及策略回顾（截至 2024 年 2 月 26 日）

大类资产		现价	今年以来	近 6 个月	近 1 个月	上月趋势预判	月度回检
美股	道琼斯工业平均指数	39069	3. 7%	12. 5%	2. 4%	震荡	不符合，因美国基本面强于预期
	标准普尔 500 指数	5070	6. 3%	12. 5%	4. 6%		
		纳斯达克综合指数	15976	6. 4%	13. 8%	5. 4%	偏强震荡
美债	美国 10Y 利率	4. 28%	40BP	19BP	29BP	偏弱震荡	符合
货币	美元指数	103. 78	2. 4%	0. 1%	0. 2%	偏强震荡	不符合，因欧洲经济超预期
	人民币兑美元	7. 2（美元兑人民币）	-1. 5%	1. 3%	-0. 3%	震荡	符合
黄金	伦敦金	2031	-1. 5%	4. 7%	-0. 4%	偏弱震荡	符合
A 股	上证指数	2977	0. 1%	-4. 6%	6. 8%	震荡	不符合，因多项政策集中发力，市场情绪大幅回暖
	沪深 300	3453	0. 6%	-8. 3%	7. 4%		
	上证 50	2394	2. 9%	-4. 7%	6. 2%		
	中证 500	5195	-4. 3%	-9. 5%	10. 6%		
	创业板指数	1752	-7. 4%	-16. 7%	11. 3%		
	科创 50	768	-9. 8%	-18. 5%	12. 2%		
	金融(风格, 中信)	6453	4. 5%	-4. 0%	4. 1%		
	周期(风格, 中信)	3998	-4. 0%	-6. 0%	8. 1%		
	消费(风格, 中信)	9683	-5. 3%	-8. 9%	7. 4%		
	成长(风格, 中信)	5013	-11. 4%	-16. 7%	11. 0%		
	稳定(风格, 中信)	2599	2. 4%	-1. 8%	1. 8%		
中债	中国 10Y 利率	2. 38%	-18BP	-18BP	-5BP	偏强震荡	符合

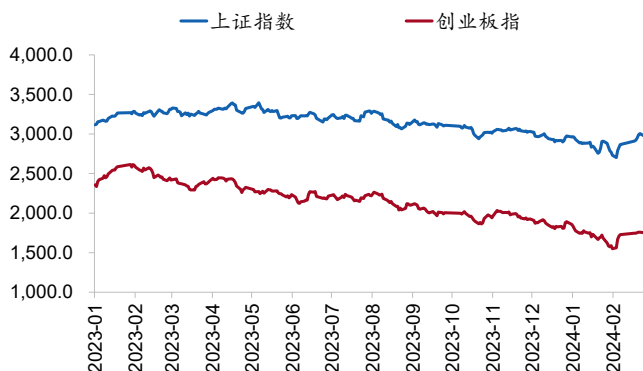
注：A 股风格定义见文末

资料来源：Wind、招商银行研究院

境外资产方面，2月美元指数震荡，美债利率反弹，美股上涨，科技股领涨美股。境外资产走势共同反映出美国经济基本面强于预期。其中，美债走势反映出市场推迟了对美联储降息的预期，背后是美国通胀具有较强的粘性。美股科技股强势上涨，反映出在产业上，人工智能的进展超预期。

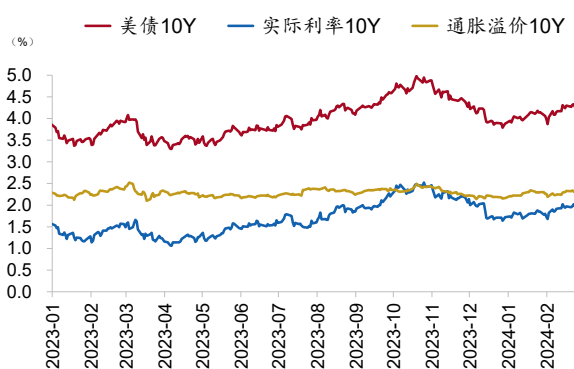
境内资产方面，2月中国国债利率震荡下行，人民币汇率震荡，A股下跌后涨，最终大幅上涨。其中，中国国债走势反映出货币政策宽松力度上升。A股市场反映出市场情绪回暖，月初市场延续了1月的下跌，主要因资金面遭遇负反馈，负面循环导致市场信心进一步下滑，但在春节前后多项政策积极发力后，市场情绪大幅回暖。从结构来看，成长板块涨幅最大，体现出板块不仅对前期的超跌进行了修复，还受宽松的货币政策的影响；其次是企稳的周期和消费板块，说明市场对政策预期的乐观程度有所上升。

图 1：A 股市场大幅反弹



资料来源：Wind、招商银行研究院

图 2：美债利率反弹



资料来源：Wind、招商银行研究院

二、本期主题：境外降息预期收缩，境内政策助力市场情绪修复

（一）境外：美国降息预期仍处于收缩阶段

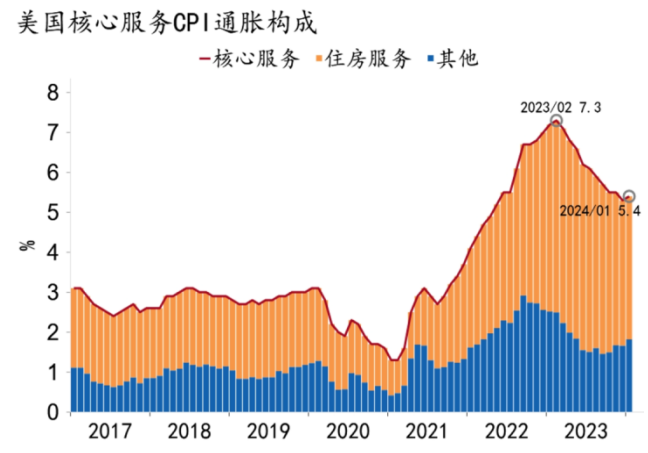
美联储货币政策由紧转松是境外市场的全年交易主线，这将利多美元债、黄金和美股成长股。不过开年以来，无论是美国经济，或是通胀数据均展现出了较强的粘性，加上市场本就对“货币政策转向”抢跑过度，降息预期从年初至今持续处于收缩阶段。短期来看，降息预期的修正可能尚未结束，美元债、黄金也将继续处于调整期。

第一，美国通胀粘性超出预期，令市场进一步转鹰。1 月通胀数据继续呈现“弱商品、强服务”的特征。其中，由于需求保持强劲，供给修复受到劳动力和住房市场制约，服务通胀在高位转跌为涨，这导致总通胀持续位于 3% 上方。在通胀超预期的影响下，市场的降息预期进一步推迟，首次降息的时点已经延后至 6 月，其中 3 月和 5 月的降息概率分别下降至 0.5% 和 16%。

第二，美联储打压市场的宽松预期。1 月份的美联储议息会议传递出的关键信息包括两方面，一是货币政策转向应是大方向，降息已经纳入联储的政策考量。二是不希望市场过早、过多的定价降息，并否定了 3 月降息的可能，实际上就是为了打压市场定价过度的宽松预期。

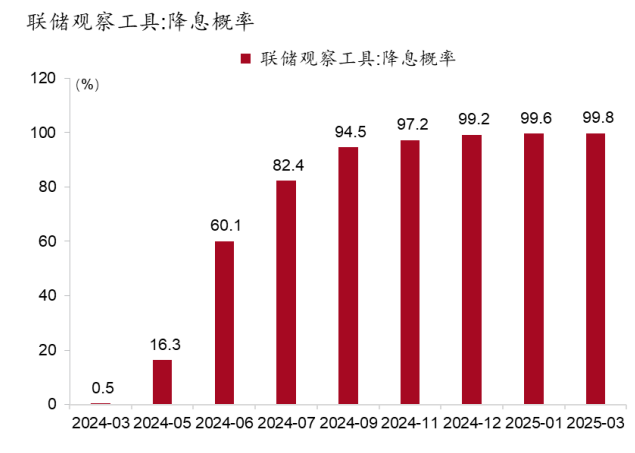
对于市场而言，综合考虑到美国劳动力市场供不应求的格局难以迅速改变，通胀粘性和经济韧性也均有支撑，市场对于降息的博弈可能还会继续，无论是美元债、还是黄金可能都还会在当前位置有所调整。不过，中长期来看，我们认为降息仍是一个基准情形，美债和黄金在方向上继续看多，一季度的反复横跳反倒给投资者提供了一个上车的机会，我们也比较建议在这个时间窗口去进行布局，但在配置时需控制节奏和仓位比例。

图 3：服务通胀高位转跌为涨



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

图 4：3 月降息预期已经接近于 0



资料来源：Wind、招商银行研究院

（二）境内：政策助力市场预期底部企稳，风险资产继续向上需要更多动力

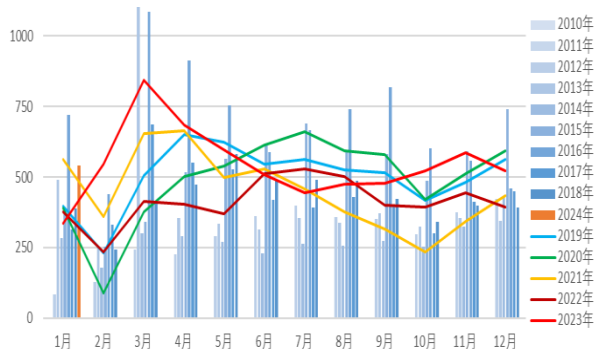
2 月多项政策集中落地，托底市场信心，风险资产底部反弹。一方面，5 年期 LPR 报价利率下调 25bp，多家银行集体下调存款利率。另一方面，地产和资本市场政策进一步落地，多地优化购房政策；资本市场方面，证监会新主席上任，不仅就加强资本市场监管、防范化解风险、推动资本市场高质量发展等广泛听取各方面意见建议，还重点打击资本市场违法违规行为，扭转了此前资本市场偏弱的预期。

目前风险资产已被政策托底，且市场对政策的预期逐步偏向乐观。后续是否能延续，要关注后期基本面的情况和下一步政策的取向。一是要关注两会对经济的定调，尤其是总量政策（货币和财政）是否超预期。二是关注春节后的开工情况，这将反映出企业投资生产预期是否出现改善，和一季度企业盈利是否延续改善。三是二季度经济是否能有所改善，尤其是地产方面。

需要提示的是，从春节数据表现来看，尚未观察到基本面变化超预期的信号。一方面，春节期间，“加长版”（较往年多一天）春节假期对“量”的提振明显，出行火热，旅游收入恢复度提升，免税销售额亮眼，春节档票房创新高；但“价”仍有修复空间，旅游客单价较疫前缺口扩大，免税客单价同比下滑，电影平均票价同比下降。另一方面，地产销售略显平淡，尚未因节前地产政策的松绑出现大幅回暖。不过考虑到成交量偏低，数据代表性不强，市场整体情况还需要时间来观察。自去年 11 月起，地产市场呈现的特征是重点城市的二手房市场交易量有所修复，而价格继续回落。二手房成交放量是否意味着地产销售和房价见底，这可能有待商榷，量能的修复更多是“以价换量”的结果，有可能量能见底，但是价格还在寻底之中。在年初地产政策释放之后，未来 1 个季度是观察期。

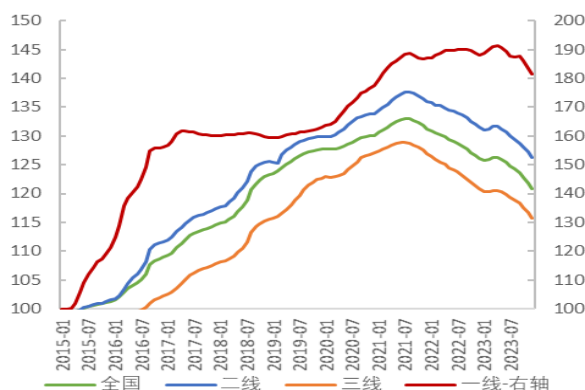
综合来看，市场风险偏好是否能底部企稳，还需要更多的时间和信号。往后看，中性情形下，有可能出现“政策超预期+基本面偏弱”的组合，届时股、债资产偏震荡的概率较大。未来还需要一段时间来观察基本面是否会因政策出现改善，只有当高频数据改善时，风险偏好才会进一步提升。此外，还可以参考另外两种情形，一是政策超预期+基本面超预期的组合，届时股票资产可能震荡向上，债券资产可能震荡向下；二是政策中性+基本面偏弱的组合，届时股票资产可能震荡向下，债券资产可能震荡向上。

图 5：8 个重点城市二手房月度成交面积合计（万平方米）



资料来源：WIND，招商银行研究院；注：8 个重点城市包括北京、深圳、杭州、南京、苏州、厦门、成都、青岛。由于上海、广州房管局未对外披露二手房数据，因此未纳入

图 6：70 城二手住宅价格指数（2015.1 月=100）



资料来源：国家统计局，招商银行研究院

三、市场前瞻及策略：境外美元债短期处在调整期；境内股债趋势尚未逆转

表 2：市场前瞻及策略汇总表

资产类别		市场前瞻及策略
汇率	美元	美元仍将维持震荡偏强走势，全年趋势可能会类似于 2019 年，核心波动区间预计在 100-110 之间。
	人民币	人民币所面临的基本面仍然偏弱，但在稳汇率调控政策的支持下，人民币的短期走势可能会相对稳定，未来就算贬值，预计幅度、速度都会较为缓慢。
	欧元	欧美双方降息交易调整空间有限，欧元继续趋于偏弱震荡。
	日元	美联储降息时点延后，美日息差压力仍存，日元延续低迷走势。
	英镑	经济支撑英国央行更晚降息，英镑震荡偏强。
商品	黄金	黄金整体处于上涨周期当中，建议维持中高配。短期可能会面临一定程度的回调，建议逢低增配。若伦敦金跌至 2000 美金下方，我们认为可以酌情加大配置力度。
	原油	预计 3 月上旬油价仍有一次小涨，但空间有限。3 月下旬或者二季度可能会迎来油价拐点，出现震荡下行。
	铜	铜价或将上涨，宏观和微观共振对价格形成向上驱动。
固收	国内固收	预计债券利率震荡下行行情尚未走完，其中短债比长债更具有性价比。考虑到 3 月政策预期反复，二季度基本面数据或有改善，长债利率对此反应比较敏感，可能使得下行空间有所收窄，同时还会有阶段性调整的风险。

	美元债	美元债仍处于调整期，建议投资者把握一季度的调整窗口进行布局，但需控制仓位和入场节奏。
权益	A 股	当前经济预期偏弱的核心问题仍然存在，支柱产业房地产销售未见改善，中长期贷款增速也仍在下行，大盘上涨的基本面根基并不牢固，如若近期没有重大需求侧政策的配合，短期或仍将面临震荡和反复。跳出短期波动，以更长视角来看，A 股估值位于历史低位，股票供求关系有所改善，内外宏观政策趋于宽松，无风险利率显著下行，名义经济增速二季度将有所扩张，大盘一季度筑底后二季度或迎来改观。结构上，重视红利科技，均衡配置。
	港股-科技	恒生科技，现阶段和 A 股消费股类似，和总量经济强相关，在经济预期好转之前弹性不大。
	美股	美股中期震荡上行的趋势不变。美国经济韧性较强，而降息预期可能会进一步降温，但降息推迟不改变中长期流动性转松的大方向。

资料来源：招商银行研究院

（一）美股：震荡上行，科技占优

判断美股中期震荡上行的趋势不变。美国经济韧性较强，而降息时点可能会进一步延迟，但降息推迟不改变中长期流动性转松的大方向。

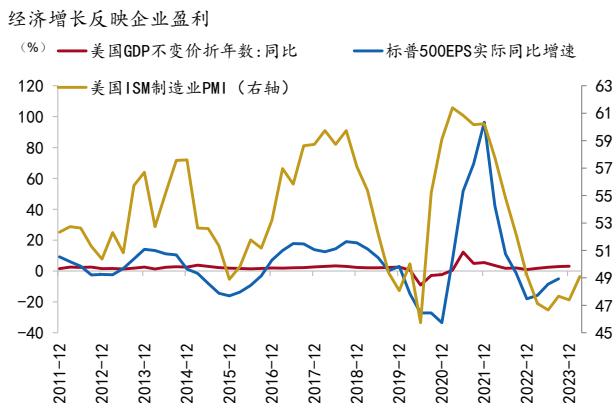
美股基本面动能改善，盈利将小幅增长。预计 2024 年美股企业盈利增速在 4% 左右。从领先指标 ISM 制造业 PMI 来看，2024 年 1 月份大幅反弹至 49.1，但仍低于荣枯线，说明美国企业盈利基本面有所改善，但动能不强。

当前美股估值处于高位，在中长期流动性宽松的主线逻辑下，预计美股估值可以保持在当前水平。标普 500 市盈率（TTM）26 倍，处于过去 10 年的 84% 分位数。股债相对估值方面，股票相对债券的估值吸引力极低，标普 500 风险溢价（1/市盈率-美国 10 年期国债利率）下行至过去 10 年 0.5% 分位数。

结构上，科技板块仍有优势，人工智能产业发展和流动性宽松两大支撑逻辑并未改变。一方面，人工智能技术的投资价值，在于其有可能极大地降低社会智力成本，一旦其效率超过人类智力成本拐点，价值便会非线性增长。在这种可能性证伪之前，投资者不应该放弃这个机会，而当前人工智能仍在快速发展。2 月，Sora 的推出标志着人工智能从图文生成进入到视频生成和多模态，这不仅提升了 AI 内容创作的上限，还预示着全面模拟物理世界的潜力。尽管存在细节处理上的不足，Sora 已经能够有效降低多媒体内容创作的成本，增强跨行业生产力，进而推进 AI 技术朝向通用智能的进化。另一方面，美联储货币政策由紧转松有利于高估值的成长股，对科技股有利。

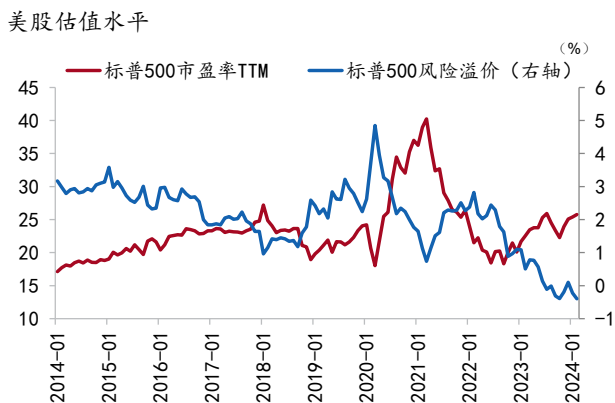
综合判断，中期视角下，美股企业盈利小幅增长，估值维持在当前水平，美股小幅上行。策略上建议标配美股，继续高配美股科技板块，如纳斯达克 100 指数等。

图 7：美股盈利增速将小幅增长



资料来源：Wind、招商银行研究院

图 8：美股估值处于高位



资料来源：Wind、招商银行研究院

（二）美元债：利率处于反弹期，建议关注配置机会

美元债仍处于调整期，建议投资者把握一季度的调整窗口进行布局，但需控制仓位和入场节奏。

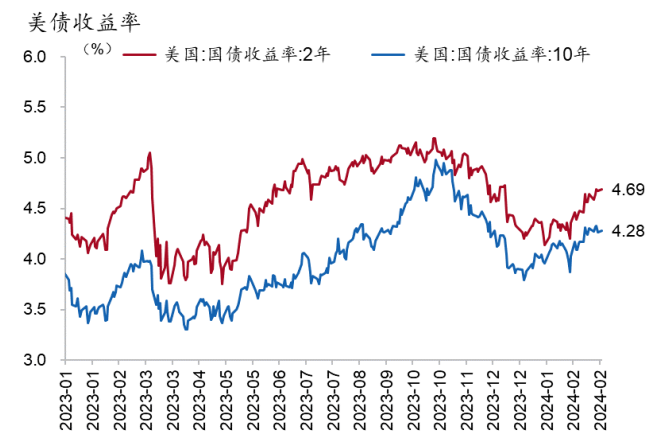
美国国债方面，影响美债的核心逻辑仍然集中在降息预期的博弈上。考虑到通胀的粘性仍然较高，美联储的降息时点、幅度均有进一步推迟以及缩窄的可能，利率也仍有继续上冲的风险。不过，部分非核心因素已经在朝着利好美债的方向运行：第一，美联储可能会在 3 月深入讨论 QT Taper（放缓缩表节奏），利好美债。第二，纽约社区银行（NYCB）暴雷令美国银行业局部风险重现，虽然大幅扩散的概率不高，但可能仍会对部分中小银行构成冲击，市场情绪若阶段性下行也会利好美债表现。另外，从点位上来看，4.3%的美债已经具备一定的性价比，建议投资者抓住一季度的调整窗口进行布局。不过考虑到未来仍可能面临降息预期进一步推迟的风险，在加仓时需要控制仓位比例和入场节奏，建议可分批购入。若利率进一步上冲至 4.4-4.5% 区间，则可考虑加大配置力度。

美元信用债方面，我们认为投资级债券拥有更高的确定性，高收益债可部分配置但需控制比例。美国经济仍然具备韧性，这对投资高收益企业债来说是一件好事。但是，在高息政策下，中小企业利息支出压力增大，盈利扩张面临一定的阻力，信用风险可能会有所上行，需适度控制债券投资组合中关于高收益债的配比。

中资美元债方面，同样我们认为投资级确定性更强。高收益债则受到地产行业低迷的影响，投资风险较高。板块上，我们建议关注金融、城投债，中低等级地产债则需相对谨慎。另外，我们也建议关注部分头部科技企业、以及石油行业的央国企所发行的美元债，安全性相对较高。



图 9：美债 10Y 利率出现小幅反弹



资料来源：Wind、招商银行研究院

图 10：美国企业债利差下行



资料来源：Wind、招商银行研究院

（三）商品：黄金暂处调整期

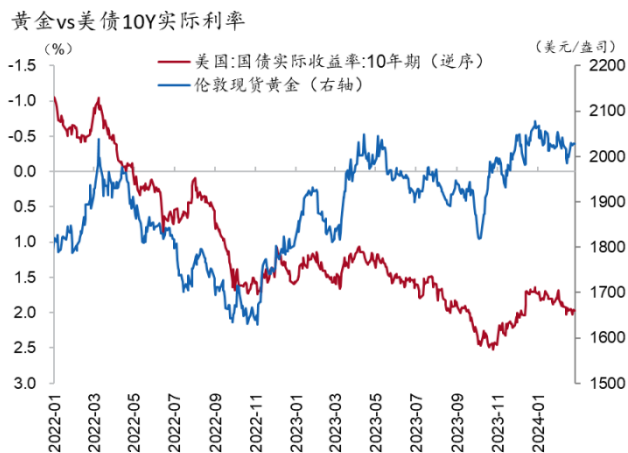
黄金：市场仍处休整期。年初以来，随着降息预期的推迟，美债实际利率、美元指数携手反弹，这对黄金构成了一定程度上的利空，金价有所回落。但在回落过程中，市场呈现出两点特征：一是黄金跌幅不大，说明下方有较大支撑，此支撑可能仍来自于央行购金。二是市场继续呈现出上海金强于伦敦金的特征，核心因素源于人民币汇率贬值对上海金金价的支撑。

展望未来，考虑到降息预期可能会进一步降温，预计黄金在短期内仍将处于调整阶段。但趋势上，在美元流动性转松的政策拐点下，美债实际利率有望见顶回落，美元难有单边升值的动力，叠加央行购金的支撑，黄金整体仍处于顺风局面。

投资策略上，我们认为黄金整体处于上涨周期当中，建议维持中高配。短期可能会面临一定程度的回调，建议逢低增配。若伦敦金跌至 2000 美金下方，我们认为可以酌情加大配置力度。

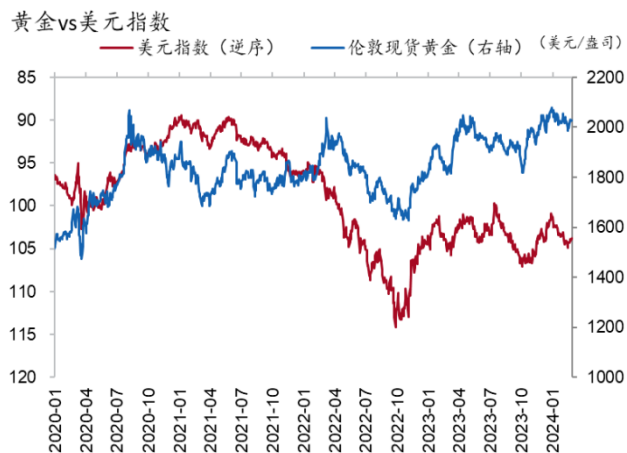


图 11：黄金 vs 美债 10Y 实际利率



资料来源：Wind、招商银行研究院

图 12：黄金 vs 美元指数



资料来源：Wind、招商银行研究院

原油：先上后下。预计 3 月上旬油价仍有一次小涨，但空间有限，或接近变盘时间点。2 月末至 3 月上旬，驱动油价走势的主线没有改变，Brent 或有机会先反弹至 85-87 美元/桶：第一，在供应端，2-3 月 OPEC+ 待执行的减产计划将继续在 3 月上旬支撑油价。第二，不得不承认的是，随着全球宏观面下行压力的临近，以及近期油品库存的累库，油价上方压力正在逐渐积蓄。但考虑到 OPEC+ 仍在执行减产，且距离本轮减产结束仍有 4-5 周的时间，短线油价仍有可能再出现一次小级别的震荡上行。但中期来看，3 月下旬或者二季度可能会迎来油价拐点，出现震荡下行。

铜：震荡偏多。铜价或将上涨，宏观和微观共振对价格形成向上驱动。宏观上看，美联储年内降息的预期依然存在，对铜价利多。同时，中国利好政策落地形成工作量的预期不断增强，有利于提升市场风险情绪。从微观上看，铜精矿供应持续紧张，现货加工费弱势，将影响精铜产量。同时，3 月消费逐步进入旺季，下游补库预期不断增强，社会去库去化速度将加快，对价格会形成向上支撑。

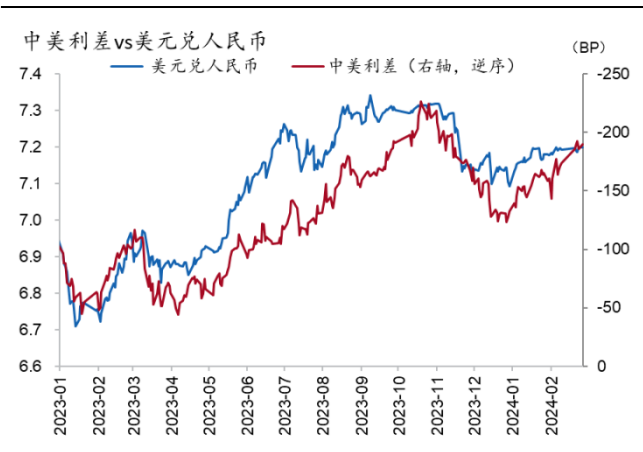
（四）汇率：美元不弱

美元：偏强震荡。一方面，美元不弱的底色并未发生改变。从全球来看，美国和非美经济体的剪刀差正在进一步走阔，英国和日本等非美经济体已经陷入技术性衰退，但美国经济却仍然保持着韧性，这一点令美元在外汇市场中“屹立不倒”。另一方面，正如上文所述，在通胀粘性的影响下，美联储降息预期不断推迟，市场的转鹰也将有利于美元的整体表现。综合来说，我们认为美元仍将维持震荡偏强走势，全年趋势可能会类似于 2019 年，核心波动区间预计在 100-110 之间。

人民币：多空交织。第一，人民币目前仍然面临利差的压力。在境外降息预期推迟的影响下，美债利率短期内依旧存在反弹风险。而国内的宽松预期偏强，中债 10 年期利率一路下破 2.4%，中美利差再度逆向走阔，对人民币不利。

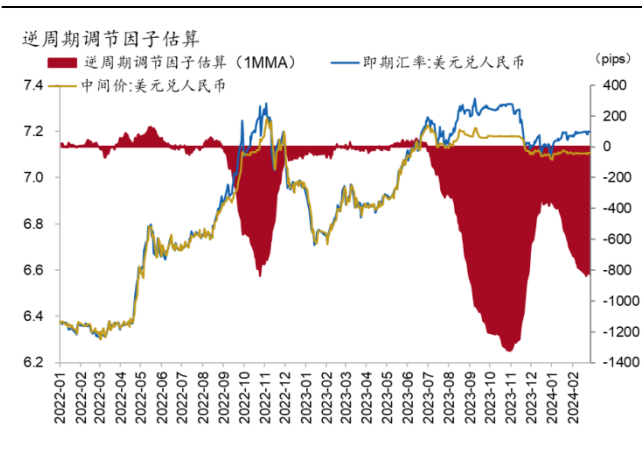
第二，国内基本面预期仍然偏弱，出口也较为平淡，人民币暂无升值动力。第三，美元不弱，对人民币也将构成一定牵制。不过，除了上述利空以外，人民币汇率仍面临一大利好，那就是央行稳汇率政策的支持。从年初以来，尽管即期汇率出现了一定程度的贬值，但人民币中间价始终稳定在 7.10 左右，我们估算出的逆周期因子的调节力度也有所放大，这有利于市场以及预期的稳定。综合来说，人民币所面临的基本面仍然偏弱，但在稳汇率调控政策的支持下，人民币的短期走势可能会相对稳定，未来就算贬值，预计幅度和速度都会较为缓慢。

图 13：中美利差再度逆向走阔



资料来源：Wind、招商银行研究院

图 14：逆周期调节因子力度加大



资料来源：Wind、招商银行研究院

欧元：欧美双方降息交易调整空间有限，欧元继续趋于偏弱震荡。经济方面，欧元区整体较美国表现更弱，不过 PMI 处于连续回升状态，暗示欧元区经济边际转好。虽然欧元区 2 月制造业 PMI 在德国的拖累下，收缩幅度有所增加，从 46.6 下降至 46.1，但服务业 PMI 回升至 50，带动综合 PMI 数据上行至 48.9，延续了去年 10 月以来的改善趋势。近期欧洲央行官员释放鹰派信号，对经济触底反弹以及软着陆信心更加明显，对高薪资增速及通胀韧性的担忧开始增强，部分官员认为欧洲央行未必比美联储更早降息，令欧元区的降息时点进一步推迟。目前市场对美联储的全年降息次数的定价与 12 月点阵图暗示的程度大致相符，对欧洲央行的首次降息时点也推迟到了 6 月，跟部分官员以及拉加德所接受的夏季降息时点比较接近，因此双边的降息交易的调整空间均比较有限。在具有足以令美联储和欧洲央行官方调整降息预期的增量数据出现之前，欧元兑美元会维持偏弱震荡状态。

日元：美联储降息时点延后，美日息差压力仍存，日元延续低迷走势。从日本央行 1 月对通胀的预测以及 2 月日本央行官员的讲话可以得知，日本央行即便退出负利率，也很难像欧美央行那样开启加息进程。即便修正 YCC，也并不意味着停止 QE 或者停止购买债券。即便日本央行退出负利率或调整 YCC 的可能性仍然很高，但日本央行仍然会整体维持一个宽松的货币政策环境，以维持金融稳定和促进工资-物价正向循环的格局，因此日本央行的政策冲击可能只是阶段性的，日元表现更多要受到美联储货币政策的影响。而 1 月

非农和通胀数据显示美国的通胀韧性仍然较强，令市场预期的降息时点进一步推迟，美日的宽利差将继续令日元延续弱势。本月重点关注美国 3 月公布的 2 月非农、通胀数据是否延续强势，以及 3 月 FOMC 会议的点阵图是否会进一步延迟降息时点，如果美国高利率时间进一步推迟，那么日元的弱势仍将持续。

英镑：经济支撑英国央行更晚降息，英镑震荡偏强。英国的通胀比欧美更加顽固，英镑料将获益于英国央行比欧美央行更晚降息。英国工资同比增速仍高于 6%，1 月 CPI 同比持平于 4%，核心 CPI 同比持平于 5.1%，均高于欧元区和美国水平。英国 1 月服务业 PMI 维持在 54.3，以略高于市场预期的增速扩张，制造业虽然仍处于收缩状态，但跌幅较前值收窄，综合 PMI 延续了加速扩张的态势。英国央行在 2 月会议上，虽然内部仍然存在一定分歧，但仍有两位委员坚持认为需要继续加息，传递了较为鹰派的信号，利差逻辑仍会支撑英镑的表现。

（五）境内固收：利率下行趋势未改，可考虑优选短债

1、资金：同业存单利率将继续下行

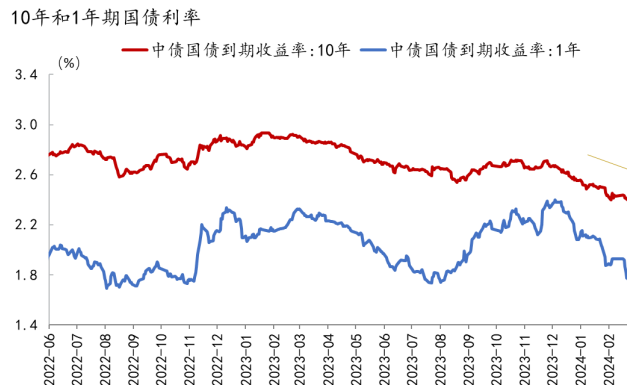
2 月同存利率继续下行，1 年期同业存单（AAA）下行 10bp 至 2.24%。展望后市，我们维持此前同业存单利率下行的观点，认为 1 年期同业存单（AAA）仍有 20bp 的下行空间，极限水平可能会下探 1.8-1.9%。再往后看，在宽信用（信贷数据）尚未起来之前，同业存单利率将在低位。

图 15：同业存单利率或继续下行 20bp



资料来源：Wind、招商银行研究院

图 16：2 月债券利率下行，短债利率下行更多



资料来源：Wind、招商银行研究院

2、利率债：短债利率仍有下行空间，可优先短债

基于债券利率的三因素分析框架（名义 GDP、货币信贷和银行间资金），预计债券利率短期将继续震荡下行，中期或有阶段性调整的可能。

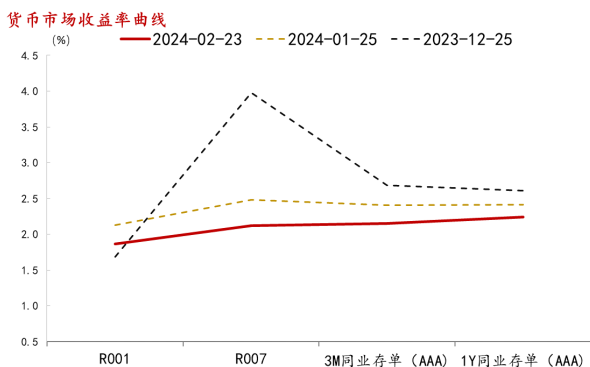
银行间流动性方面，央行于 2 月 5 日降准，春节前流动性偏宽松，资金利率趋于下行。春节后，流动性继续保持宽松，资金利率继续下行，对债市影响偏多。后续关注 3 月中下旬资金利率是否会在低位有阶段性回升。

信贷市场方面，一季度信贷扩张有望保持稳定，出现脉冲式大幅冲高的可能性下降。信贷数据表现对债市影响中性。此外，地产政策进一步松动，但尚未观测到地产销售和价格有明显回暖，宽信用或许还需要更长的时间。

经济增长方面，春节前经济数据处在空窗期，基本面变化不大。春节后，需要关注开工情况，届时基本面信号会更加明显。3月初，两会政策定调将明确，经济增长和预期因素对债券影响会上升。预计经济增长对债券影响整体中性，两会前后可能中性偏空。

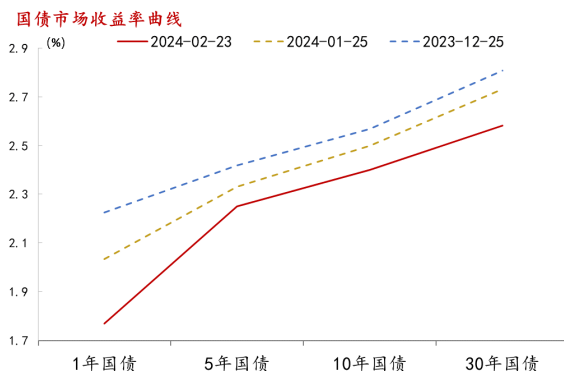
综上，利率债市场未来受到银行间流动性中性偏多、信贷扩张中性、经济基本面中性的影响，预计债券利率震荡下行行情尚未走完。结构上，在资金利率下行的背景下，短债利率仍有下行空间。而长债方面，尽管资金利率下行也会带动长债利率向下，但是考虑到3月政策预期反复，二季度基本面数据或有改善，长债利率对此反应比较敏感，可能使得下行空间有所收窄。10年期国债利率越下行接近或突破2.4%，越要注意反弹的风险。相比之下，目前短债比长债更具有性价比。

图 17：2 月银行间资金利率中枢下移，趋于平坦



资料来源：Wind、招商银行研究院，数据截至 2 月 23 日

图 18：2 月国债利率曲线继续下移

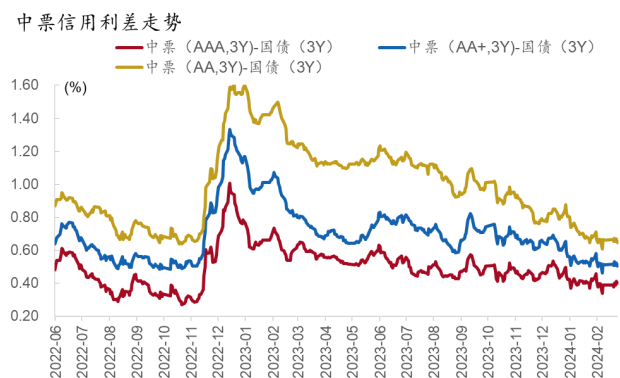


资料来源：Wind、招商银行研究院，数据截至 2 月 23 日

3、信用债：信用利差低位震荡

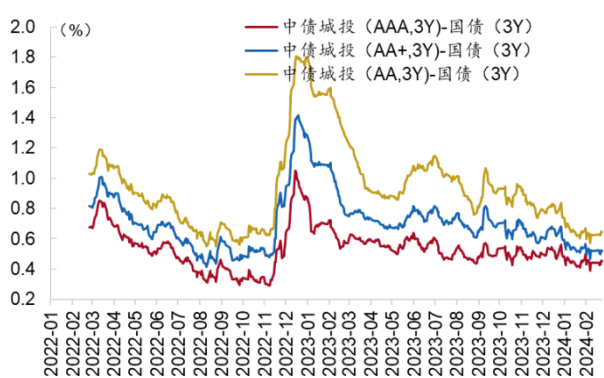
基于一季度资金平稳的基调，预计资金利率趋于震荡回落，有望推动信用利差整体震荡向下。但考虑到春节后，银行间流动性的宽松程度可能会有变化，因此信用利差向下空间并不大。

图 19：2 月中票信用利差震荡



资料来源：Wind、招商银行研究院

图 20：2 月城投信用利差震荡



资料来源：Wind、招商银行研究院

城投债：预计稳健的货币政策将会维持，继续对城投债形成一定的支撑。不过值得注意的是，短期的流动性救助只是缓解债务压力，并未根本性解决城投平台偿债能力弱的问题。因此，在投资上，仍然需要谨防尾部风险，对财政能力弱的区域和经营能力弱的企业仍要保持谨慎。

产业债：产业债可以挖掘政策提振和景气处在修复通道上的国企，例如汽车、电力、高端制造业、双碳等板块。地产债方面，地产行业还处在筑底期，地产债净融资在收缩，信用分化加剧。尽管融资端的政策在不断的松动，但最关键的还是需要关注地产销售的情况。

金融债：二级资本债的分化可能会加剧。2024 年资本新规落地，提高了次级债的权重，投资端对二级永续债的态度愈发谨慎。另一方面，中小银行参与地方化债，资本消耗加大，净息差压力加大，发行二级永续债补充资本的需求在上升。在供需不匹配的情况下，中小银行的二级资本债可能会面临更多考验。

4、可转债：策略上防御为主

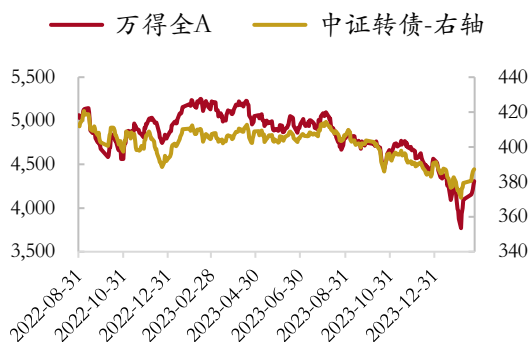
行情方面，春节前后，权益市场走出“深 V”走势，可转债跟随触底回暖，截至 2 月 28 日，今年以来万得全 A 下跌-3.87%，转债下跌-0.88%。

估值方面，近期转债转股溢价率有所下滑，估值修复。但分位数上看，转股溢价率仍然偏高，预计将制约后市转债整体的涨幅。

行业上，在前期下跌中，转债价格分布在 100-110 元之间的比例显著提高，部分板块例如银行等的转债价格，已经很接近纯债价值。意味着相较债券，投资转债的机会成本不高，并且仍能跟随 A 股有一定的向上弹性。

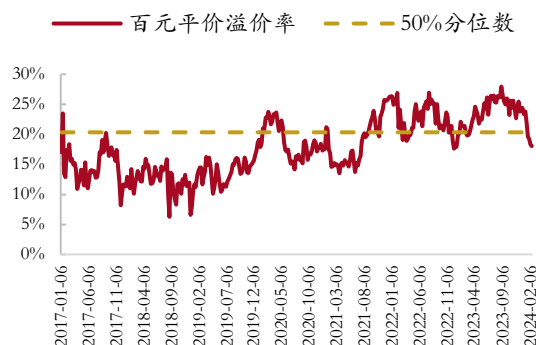
策略上，建议关注偏债型转债板块、关注高 YTM 转债作为信用债替代的品种，防御策略为主。

图 21：权益市场上涨，转债跟随回暖



资料来源：Wind、招商银行研究院

图 22：转债百元平价溢价率



资料来源：Wind、招商银行研究院

5、固收投资建议：持有固收产品，优选短债类

利率债方面，短债利率还有下行空间，建议继续增配。在长债利率进入低位区间后，可逐步降低进攻的程度。等利率上行至偏高位置后再继续拉久期和增配。信用债方面，票息收益仍是主要策略。仓位方面，目前建议在合适、可控的仓位下持有债券或固收类产品。

产品选择上，（1）满足流动性管理需求上，对赎回时间要求不高的，优选稳健低波策略理财。对赎回时间有要求的，选择 T+1 现金类理财、货币基金；能承受波动的，也可以配置同业存单指数基金。

（2）对于稳健型投资者，理财上，建议配置期限匹配策略、积极策略（期限匹配为主+部分仓位期限错配）产品。近期利率下行较快，理财平均的业绩基准水平也在加速下滑；2月降息落地，未来新发的固收理财业绩基准将跟随下行。公募基金上，短端债券利率仍有下行空间，建议配置短债基金。

（3）对于稳健进阶型投资者，可以关注固收+类产品。理财上，建议以低波稳健策略理财为底仓+差异化策略产品，分散投资。公募基金上，股市在开年剧震中出现结构性机会，使固收+分化显著拉大，业绩好的产品有以下特点：权益主要投向稳定、金融等板块的红利策略，债券以金融次级债或利率债为主，适度拉久期和中高杠杆率。高股息方向符合当前的投资风向，可关注此类固收+。

表 3：债券型基金池风险收益表现

类型	标签分类	标签名称	近一个月 回报	近三个月 回报	今年以来 回报	近一个月 最大回撤	近三个月 最大回撤	今年以来 最大回撤
债券基金	同业存单指数基金		0.27	0.77	0.42	-	-0.01	-0.01
	短债基金		0.38	1.04	0.62	-0.01	-0.02	-0.01
	中长期债券基金	利率债为主	0.62	1.67	0.81	-0.11	-0.12	-0.12
		配置均衡	0.60	1.55	0.89	-0.06	-0.07	-0.07
		信用债为主	0.45	1.25	0.74	-0.03	-0.03	-0.03
固收 +	固收+转债		0.74	1.35	0.80	-0.14	-0.22	-0.20
	固收+权益 (股+转债平 均仓位)	[0-10%]	0.50	1.29	0.76	-0.05	-0.07	-0.07
		[10-20%]	1.01	0.73	0.39	0.50	0.93	0.89
		[20-30%]	1.84	0.41	0.43	1.15	2.08	1.90
	固收+权益 (行业配置 特征)	核心+卫星	1.80	0.13	0.03	1.70	2.74	2.55
		均衡	1.38	0.13	-0.04	1.25	2.25	2.10
		灵活进攻	1.50	0.55	0.44	0.68	1.41	1.29
		中期偏好稳定	2.03	1.01	0.95	0.65	1.44	1.30

资料来源：Wind、招商银行研究院，数据截至日为 2023.2.23。

（七）国内权益：大盘震荡反复，结构均衡配置

1、A 股大盘：反弹能否持续取决于两会政策能否超预期

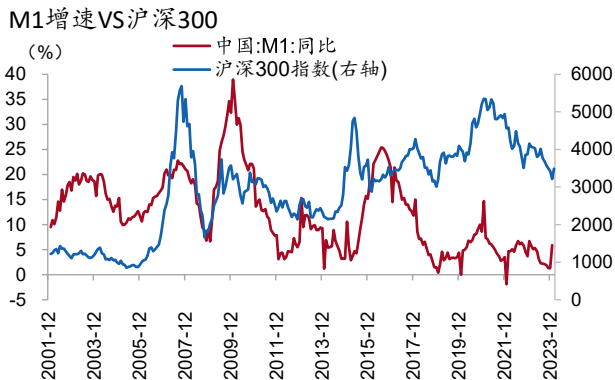
2 月 A 股整体的主基调是超跌反弹。从年初到 2 月 5 日，A 股整体快速回调，资金负向循环较为明显，尤其是小盘股跌幅较大。春节前后，为稳定资本市场，决策层作出系列政策部署，证监会密集出台资本市场改革政策、央行降息降准并在幅度上超出市场预期，中央汇金宣布扩大 ETF 的申购规模和范围。当前上证指数已回到 3000 点附近，主要宽基指数均有不同程度反弹，小盘股大幅下跌的局面也有明显改善。在有救市措施和救市资金的预期之下，叠加下跌期间资金出清较为充分，当前 A 股大盘所面临的资金环境至少已有改善。

A 股能否 V 型反转？快速下跌期市场的焦点在于救市措施，极端行情过去之后基本面的因素又会回归主导地位。当前经济预期偏弱的核心问题仍然存在，支柱产业房地产销售未见改善，中长期贷款增速也仍在下行，大盘上涨的基本面根基并不牢固，如若近期没有重大需求侧政策的配合，短期或仍将面临震荡和反复。本轮超跌反弹能否延续，机构观点存在分歧，主要原因在于两会政策目标尚未可知，若财政赤字率和产业政策超预期，则市场可能延续反弹，反之行情可能告一段落。历史上，从春节到两会期间反弹概率较高，尤其是中证 1000 等中小盘的反弹概率在 90% 以上。两会后则要视政策强度而定。

如何把握配置仓位？一季报我们认为，M1 增速和中长贷增速这两大和 A 股高相关的关键基本面指标都在下行，见底信号尚未触发，建议暂且保持低估值下的中长期保守型仓位，待信号相继触发再逐步增加进攻性仓位配置。目前看，1 月份的 M1 增速已有好转，表征流动性已有改善，但中长贷增速仍在下行。两者尚未形成合力，近期配置仓位仍需谨慎。

如何看待中期大盘？跳出短期波动，以更长视角来看，A 股估值位于历史低位，股票供求关系有所改善，内外宏观政策趋于宽松，无风险利率显著下行，名义经济增速二季度将有所扩张，大盘一季度筑底后二季度或迎来改观。

图 23：M1 增速好转，持续性待观察



资料来源：Wind、招商银行研究院

图 24：行情可参考中长贷增速，当前仍下行



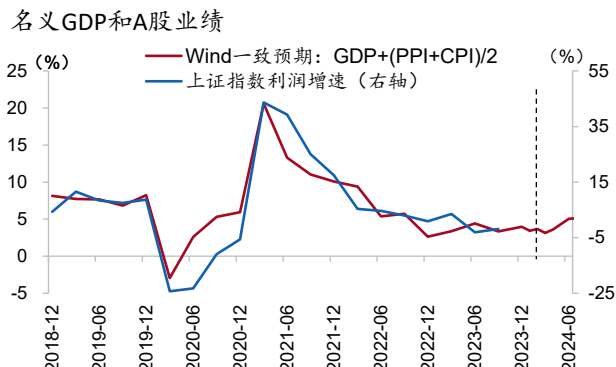
资料来源：Wind、招商银行研究院

图 25：全 A 非金融市盈率处于较低水平



资料来源：Wind、招商银行研究院

图 26：业绩预期一季度筑底，二季度好转



资料来源：Wind、招商银行研究院

2、A 股结构：红利科技，均衡配置

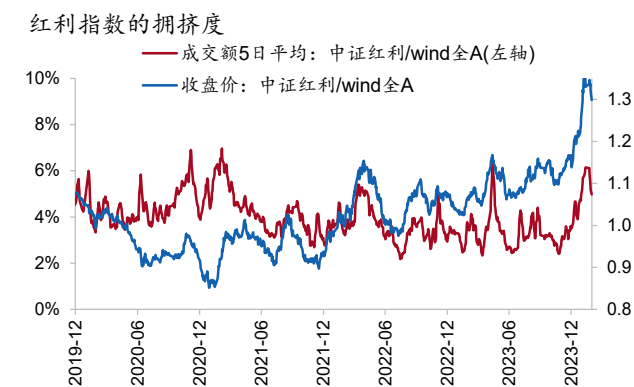
近期结构的显著特征是，市场主要板块均跟随大盘反弹，前期跌幅越大的板块反弹幅度越大。今年以来，以煤炭和银行为代表的高股息方向涨幅均在 10% 以上，石油石化、公用事业、三大运营商等高股息行业也有一定涨幅。而其它非高股息的板块，如科技股和小盘股虽然 2 月反弹幅度较大，但年初以来仍然以亏损为主。下文阐述对后市结构的看法。

红利和科技是未来中长期两大主要配置方向。高质量发展的新时代，未来整个国家的固定资产投资增速将下行，绝大多数传统行业的资本开支将有不同程度的收缩，新增的资本开支将主要集中在高技术含量的重点行业。**这一宏观逻辑对应到股票市场投资则有两条主线。第一**，科技行业是具备长期产业政策支持的成长性行业，包括新质生产力的方向，也包括数字经济的方向，从一级行业来看，主要集中在电子、计算机、通信、创新药等新兴成长行业。**第二**，传统行业里的高股息方向值得长期重视。传统行业投资力度降低后，供给出清

将加快，行业竞争格局将改善。虽然资本开支降低，将导致产业增速系统性降低，但投资效率会提升，现金流会好转，分红力度将加大。传统产业里低估值、高分红、能够持续给投资者回报的龙头企业，投资价值将提升。

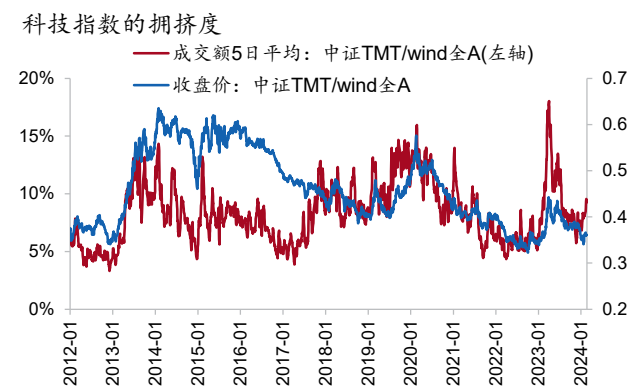
从短期来看，红利和科技均存在一定瑕疵。科技方向，今年半导体销售周期虽在修复，但年初以来不时传出科技医药重点公司被美欧制裁的信息，同时特朗普参选美国总统获得党内支持，也加剧了市场对中美脱钩的担忧，这使得A股的科技股走势弱于美股科技股。红利方向，由于今年主要赛道均下跌，且高股息的逻辑越来越被市场认可，资金转向高股息的迹象已愈加明显，从成交占比来看，目前已略显拥挤。我们认为，高股息方向短期或转向震荡，拥挤度调整后仍有机会，且这种拥挤度调整相比1月份的小盘股调整要温和很多，高股息的资金以险资等中长期资金为主，并非量化机构的短期资金。

图 27：当前红利指数拥挤度偏高



资料来源：Wind、招商银行研究院

图 28：当前科技股拥挤度偏低



资料来源：Wind、招商银行研究院

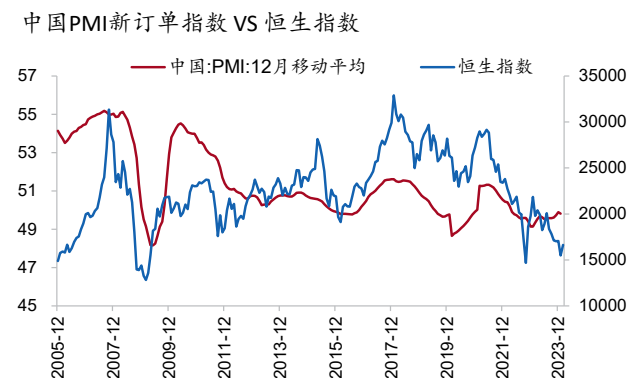
结构配置上，我们认为红利和科技这两大方向可均衡配置，以应对市场轮动的不确定性。年报中我们关注高股息、电子、医药和微盘股等四方向，高股息方向偏大盘价值，而后三者风格和股价走势与科技股具有较大相似性，均偏小盘成长。配置重要的是高胜率资产的低相关性组合，我们认为，现阶段大盘价值和小盘成长可适当均衡配置。

3、港股：底部震荡

港股A股化的趋势较为明显，恒生指数近期走势和上证指数基本一致，1月份下跌后2月份迎来反弹，开年至今整体仍然负收益。港股偏弱的原因，主因是中国经济预期持续偏弱，次因是市场对美联储的降息预期有所弱化。展望未来，我们认为在中国经济好转之前，在美联储转向宽松之前，港股大盘仍将底部震荡为主。

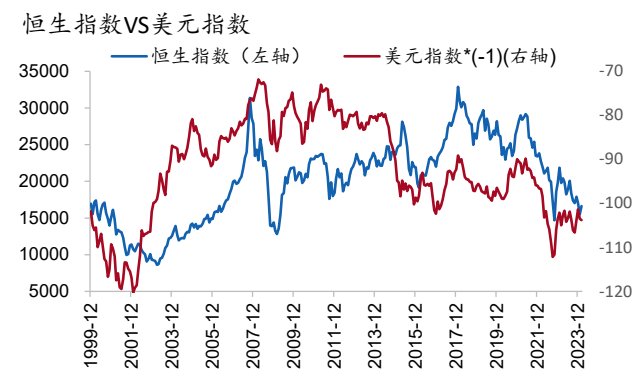
恒生科技，现阶段和A股消费股类似，和总量经济强相关，在经济预期好转之前弹性不大。

图 29：恒生指数和中国经济走势高相关



资料来源：Wind、招商银行研究院

图 30：恒生指数和美元指数负相关



资料来源：Wind、招商银行研究院

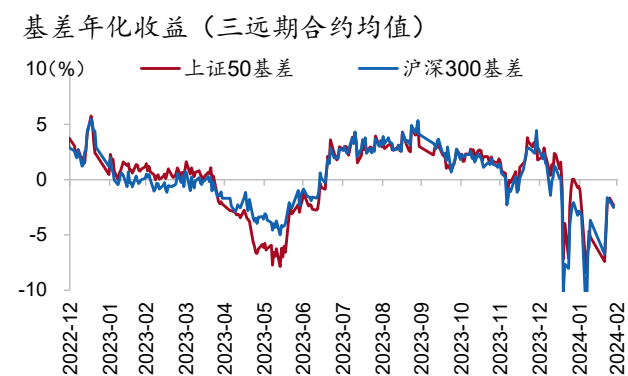
4、权益投资建议：注意均衡配置

权益仓位：战略型配置，可维持中高配。战术性配置，现阶段保持保守型仓位，待中长贷增速好转后再加大配置。

权益产品：红利和科技两大方向，均衡配置。

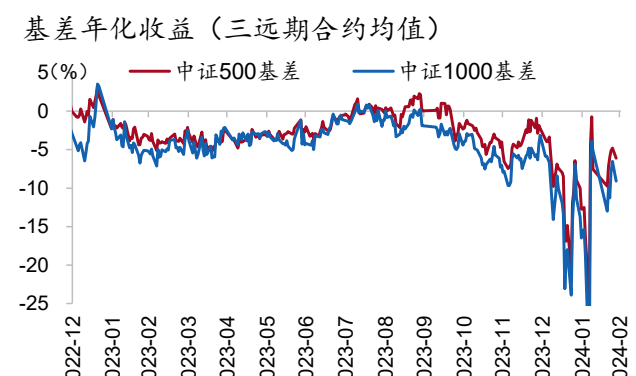
对冲基金：中性产品当前仍非申购良机。今年中性产品最大回撤普遍在 5% 附近，截至 2 月底仍普遍亏损约 2%。当前对冲成本虽有修复，但仍处于较高水平。此外，由于对冲成本较高，中性产品尤其是杠杆类产品的平仓行为还在继续，小微盘的风格暴露仍在收缩，现阶段获取超额收益并不容易。

图 31：上证 50 和沪深 300 对冲成本收敛但仍偏高



资料来源：Wind、招商银行研究院

图 32：中证 500 和 1000 对冲成本收敛但仍偏高



资料来源：Wind、招商银行研究院

四、资产配置策略：股债均衡配置，重视结构性机会



对于未来 6 个月的大类资产配置，我们主要从各资产的胜率、盈亏比两个维度进行策略推荐，具体逻辑如下：

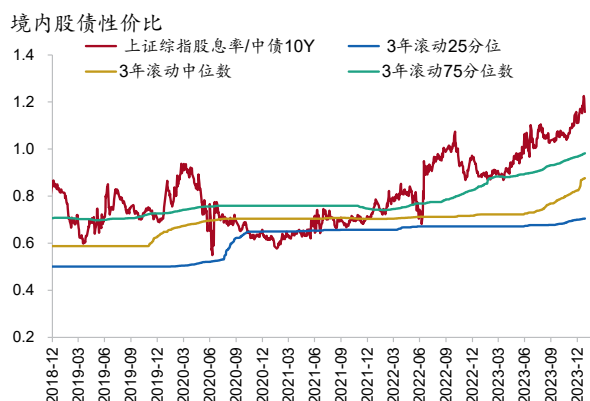
（一）胜率：黄金胜率较高

综合前文对各资产的前瞻预判，总结各资产胜率如下：黄金胜率较高，A 股、港股科技股、国内固收、美股、美债胜率中等。

（二）盈亏比：境内股票高于债券

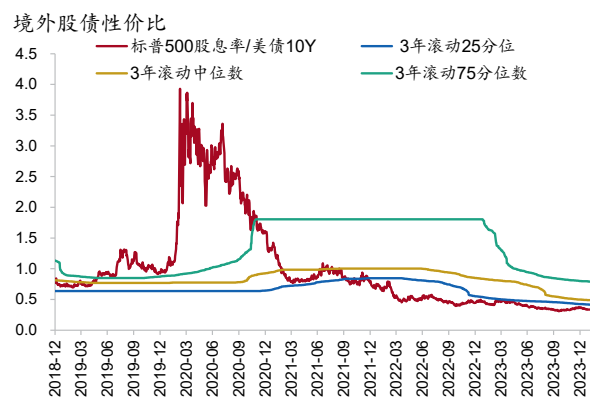
1) 跨资产来看，目前境内股债性价比处于高位，股票相对便宜。境外股债性价比处于低位，美股相对美债偏贵。

图 33：上证综指 vs 中债 10Y 股债性价比



资料来源：Wind、招商银行研究院

图 34：标普 500 vs 美债 10Y 股债性价比



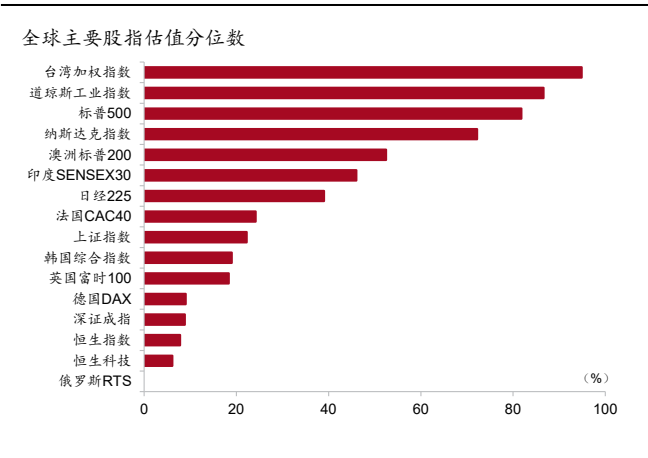
资料来源：Wind、招商银行研究院

2) 资产内部对比来看：

权益：A 股在全球市场中估值属于较低水平。横向对比来说，A 股在全球权益市场中估值分位数较低。

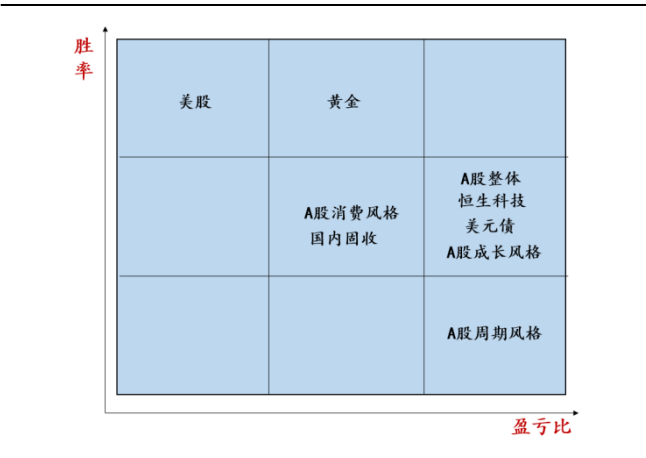
固收：美债>中债。中债利率目前处于 2.4% 附近的位置，盈亏比中等。美债利率在 4.3% 附近，盈亏比较高。

图 35：横向比较下，A 股在全球市场中过去 10 年估值分位数属于较低水平



资料来源：Wind、招商银行研究院

图 36：“胜率—盈亏比”九宫格



注 1：胜率越高代表未来获正回报的概率越高，盈亏比越高代表估值越低

资料来源：招商银行研究院

（三）结论：相对看好美元债、黄金、A 股、港股-科技的配置价值

根据市场研判与分析，我们对未来 6 个月的大类资产配置做如下建议：高配：美元债。中高配：黄金、A 股、港股科技股、A 股的成长风格、A 股的消费风格、A 股高股息策略、日元、美股纳斯达克。标配：中国国债、信用债、美股、美元、人民币、欧元和英镑。中低配：A 股的周期风格。

表 4：大类资产配置及投资策略建议表

资产类别		市场趋势及配置建议			投资策略			
		月度趋势	配置建议 (未来 6 个月)	配置变化	投资策略	策略标的	起始时间及期间表现	执行/终止及其原因
汇率	美元	偏强震荡	标配					
	欧元	偏弱震荡	标配					
	人民币	偏弱震荡	标配					
	日元	偏弱震荡	中高配		做多日元	日元兑美元	2023 年 12 月 -4.3%	执行
	英镑	偏强震荡	标配					
贵金属	黄金	偏弱震荡	中高配		做多黄金	伦敦金	2022 年 12 月 13%	执行
固收	中国国债	偏强震荡	标配		中短久期	中债国债及政策性银行债（1-3 年）指数	2021 年 12 月 6.7%	执行
	中国信用债	偏强震荡	标配		下沉评级	中债短融 AA 指数	2021 年 4 月 11%	执行
	美元债	偏弱震荡	高配		做多美元债	中资美元债指数	2022 年 12 月 4%	执行
权益	A 股	震荡	中高配			微盘股指数	2023 年 12 月底 -21%	执行



	—消费	震荡	中高配		医药	医药生物（申万）	2023 年 12 月底 -11%	执行
	—周期	震荡	中低配					
	—成长	震荡	中高配		科技	电子（申万）	2023 年 4 月底 -13%	执行
	—高股息	偏强震荡	中高配		高股息策略	中证红利指数	2023 年 12 月底 8%	执行
	港股-科技	震荡	中高配		配置恒生科技	恒生科技指数 ETF	2022 年 4 月底 -17%	执行
	美股	震荡	标配					
	—纳斯达克	偏强震荡	中高配		增配美股科技板块	纳斯达克 100ETF	2023 年 3 月底 44%	执行

注：“配置变化”比较基准为资本市场月报（2024 年 2 月）配置策略

资料来源：招商银行研究院

表 1 风格注释：

- 1) 稳定风格包含以下中信三级行业：火电,水电,其他发电,电网,建筑施工Ⅲ,公路,铁路,公交,港口,机场,电信运营Ⅲ。
- 2) 周期风格包含以下中信三级行业：其他化学制品,石油开采Ⅲ,炼油,油品销售及仓储,其他石化,动力煤,无烟煤,炼焦煤,焦炭,其他煤化工,黄金,铜,铅锌,镍钴,锡锑,铝,长材,板材,特钢,铁矿石,贸易流通,氮肥,钾肥,磷肥,复合肥,农药,涤纶,维纶,氨纶,粘胶,锦纶,树脂,纯碱,氯碱,无机盐,氟化工,有机硅,磷化工,聚氨酯,其他化学原料,日用化学品,民爆用品,涂料涂漆,印染化学品,橡胶制品,玻璃Ⅲ,陶瓷,造纸Ⅲ,工程机械Ⅲ,矿山冶金机械,纺织服装机械,锅炉设备,机床设备,起重运输设备,基础件,其他通用机械,铁路交通设备,船舶制造,其他运输设备,仪器仪表Ⅲ,金属制品Ⅲ,电站设备Ⅲ,一次设备,二次设备,乘用车Ⅲ,卡车,客车,专用汽车,汽车零部件Ⅲ,汽车销售及服务Ⅲ,摩托车及其他Ⅲ,服装用纺织品,家用纺织品,产业用纺织品,化学原料药,航运,航空,半导体Ⅲ,塑料制品。
- 3) 成长风格包含以下中信三级行业：油田服务Ⅲ,稀有金属Ⅲ,环保,水务,燃气,供热或其他,建筑装修Ⅲ,新型建材及非金属新材料,其他专用机械,风电,核电,光伏,航空军工,航天军工,兵器兵装Ⅲ,其他军工Ⅲ,生物医药Ⅲ,其他食品,种子,物流,PC 及服务器硬件,专用计算机设备,广播电视,电影动画,互联网,整合营销,电子设备Ⅲ,其他元器件Ⅲ,动力设备,系统设备,其他,通信终端及配件,网络覆盖优化与运维,网络接配及塔设,线缆,增值服务Ⅲ,基础软件及套装软件,行业应用软件,IT 外包服务,系统集成及 IT 咨询。
- 4) 消费风格包含以下中信三级行业：印刷,包装,其他轻工Ⅲ,百货,超市,连锁,贸易Ⅲ,景区,旅行社,酒店,餐饮,白色家电Ⅲ,黑色家电Ⅲ,小家电Ⅲ,照明设备,其他家电,服装Ⅲ,服饰Ⅲ,化学制剂,中药饮片,中成药,医药流通,医疗器械,医疗服务,白酒Ⅲ,啤酒,葡萄酒,黄酒,其他饮料Ⅲ,肉制品,调味品,乳制品,果蔬饮料,农产品加工及流通,饲料,动物疫苗,畜牧养殖,林木及加工,水产养殖,海洋捕捞,商业地产,平面媒体。
- 5) 金融风格包含以下中信三级行业：国有银行Ⅲ,股份制银行,城商行,证券Ⅲ,保险Ⅲ,信托,其他非银金融,住宅地产,园区,房地产服务Ⅲ。

免责声明

本报告仅供招商银行股份有限公司（以下简称“本公司”）及其关联机构的特定客户和其他专业人士使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本公司可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经招商银行书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“招商银行研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

未经招商银行事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

招商银行版权所有，保留一切权利。

招商银行研究院

地址 深圳市福田区深南大道 7088 号招商银行大厦 16F（518040）

电话 0755-22699002

邮箱 zsyhyjy@cmbchina.com

传真 0755-83195085



更多资讯请关注招商银行研究微信公众号
或一事通信息总汇