



招商基金投资策略报告

2021年12月



长期 | 价值 | 责任

目 录

1	宏观经济环境	3
1.1	海外市场	3
1.2	国内市场	4
2	大类资产观点	7
2.1	A股市场	7
2.2	债券市场	8
2.3	港股市场	9
2.4	美股市场	10
2.5	原油市场	11
2.6	黄金市场	12
2.7	汇率市场	13
3	股债投资策略	15
3.1	A股投资策略	15
3.2	债券投资策略	16
3.2.1	利率产品	16
3.2.2	信用产品	17
3.2.3	可转债	19

招商基金 2021 年 12 月投资策略报告

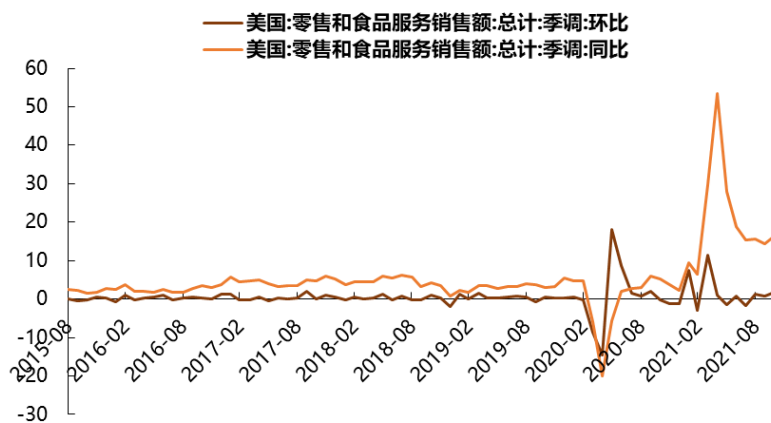
1 宏观经济环境

1.1 海外市场

应对新冠疫情，中美开出了不同的“处方”。带来的结果是：中国的制造业不断升级，美国的经济需求旺盛。中国借助于较好的疫情防控和全球产能紧缺的背景，加大了对于先进制造业的投入，促进了制造业的升级。美国借助于美元霸权，在现代货币理论的体系下，采用货币政策提升了国内的需求。

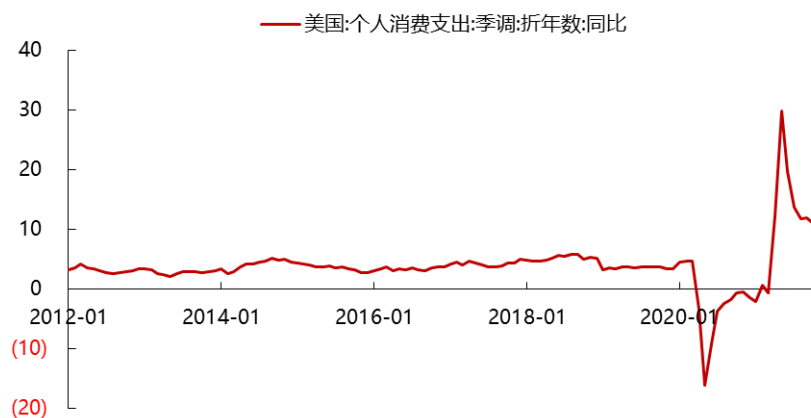
最近数据显示，美国的居民部门、劳动力市场、信贷市场的数据均走强，产能利用率提升。很重要的一个原因是美国国内的消费旺盛。从数据中可以看到。零售和食品服务销售额环比提升，个人消费支出增速环比提升。

图：美国零售和食品服务销售额



数据来源：Wind，招商基金

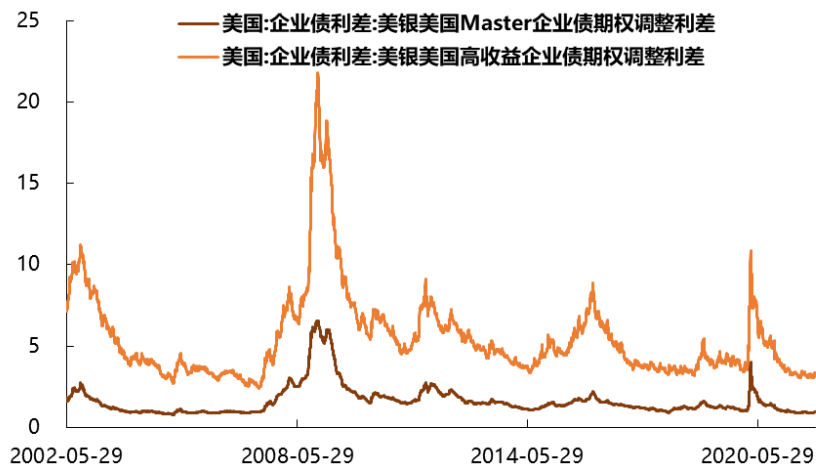
图：美国个人消费支出情况



数据来源：Wind，招商基金

从企业经营的层面来看，美国中小企业经营情况较好，主要体现在企业债利差下降等方面。从利率的维度来看，美国抵押贷款利率仍然处于低位。较低的抵押贷款利率，有助于企业经营活动的正常推进。

图：美国企业利差情况



数据来源：Wind，招商基金

图：美国抵押贷款利率情况



数据来源：Wind，招商基金

1.2 国内市场

国内：11 月份经济数据有所好转，货币整体维持相对宽松

11 月份经济数据有所好转。从流动性情况来看，短端货币市场依然维持宽松。投向实体的信用继续回落，企业中长期贷款增速继续回落。

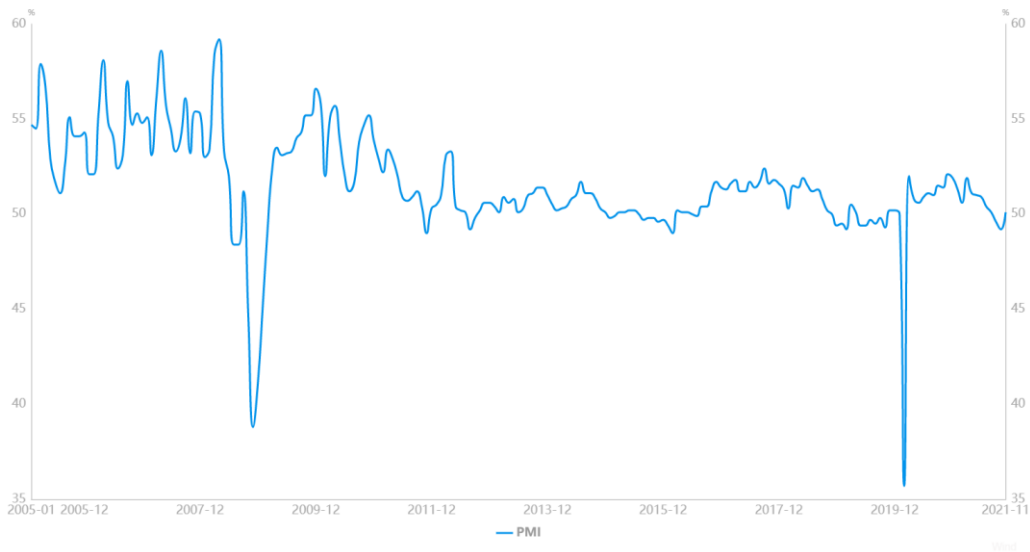
11 月份制造业 PMI 数值有所回升。11 月份制造业 PMI 在 9 月份、10 月份连续回落至荣枯线以下后，11 月份回升至荣枯线以上，录得 50.1。从需求结构上看，固定资产投资、地产投资、基建投资、制造业投资增速继续全面回落。其中制造业投资增长依然相对韧性较强，回落幅度最小且依然维持在 10% 以上的较高增速。基建投资增速仍然继续下滑，并未开始发力。除此之外，社会消费品零售总额继续小幅回升。10 月份出口增速维持 9 月份的回升态势，录得 20.33%。整体来看，11 月份经济数据有所好转。

表：10月固定资产投资、房地产开放投资、基建投资、制造业投资增速继续回落

指标名称	2020年 9月	2020年 12月	2021年 6月	2021年 7月	2021年 8月	2021年 9月	2021年 10月	2021年6 月近两年 CAGR	2021年7 月近两年 CAGR	2021年8 月近两年 CAGR	2021年9 月近两年 CAGR	2021年 10月两年 CAGR
固定资产投资完成额:累计同比	0.8	2.9	12.6	10.3	8.9	7.3	6.1	4.5	4.2	4.2	4	3.9
房地产开发投资完成额:累计同比	5.6	7	15	12.7	10.9	8.8	7.2	8.3	7.9	7.7	7.2	6.8
基础设施建设投资:累计同比	2.4	3.4	7.15	4.19	2.58	1.52	0.72	3.5	2.7	2.3	2	1.9
制造业投资:累计同比	-6.5	-2.2	19.2	17.3	15.7	14.8	14.2	2.6	2.6	3.1	3.6	4

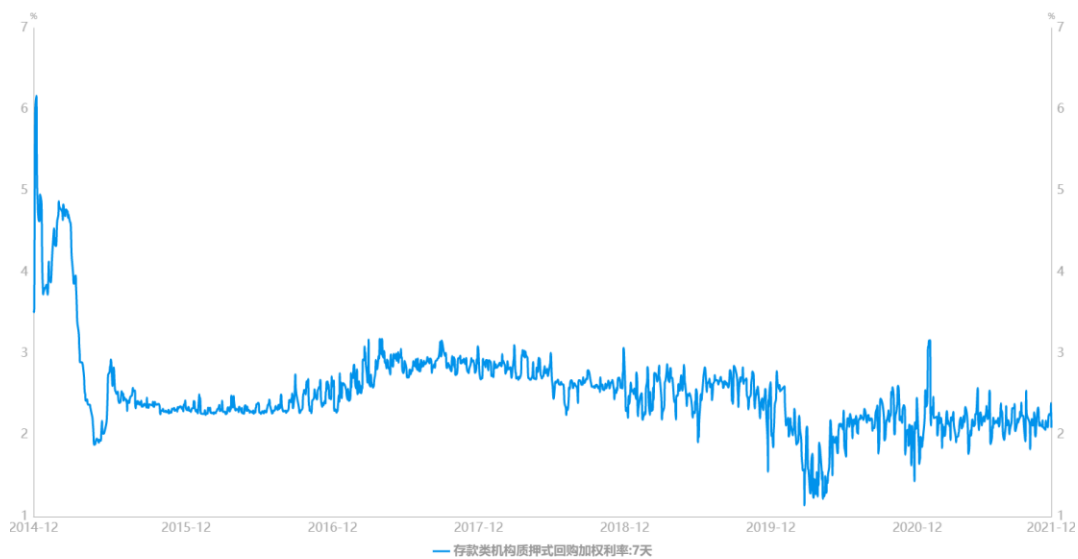
数据来源：Wind，招商基金；注：CAGR为年复合增长率（Compound Annual Growth Rate）

图：制造业 PMI 回升至荣枯线以上



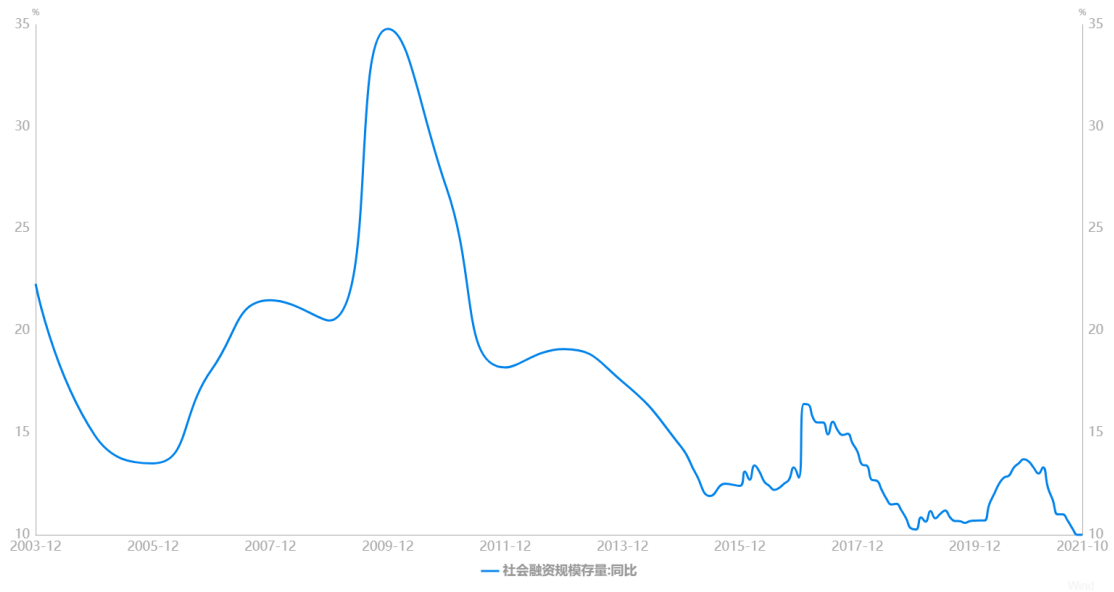
数据来源：Wind，招商基金

图：DR007 依然维持窄幅波动的格局，且中枢依旧平稳



数据来源：Wind，招商基金

从投向实体经济的流动性角度看，代表性指标社融存量与上月持平，暂时止住连续下跌趋势。从两年年化增速来看，整体呈现温和螺旋式下滑的形态。从社融和信贷结构来看，挂钩企业投资的中长期融资，还在继续回落。

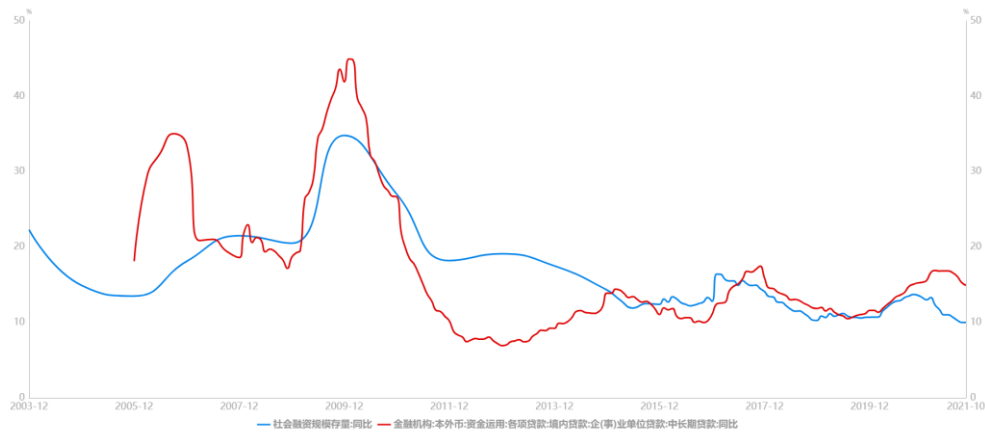
图：社融存量与上月持平


数据来源：Wind、招商基金

图：社融存量 2 年 CAGR 呈现温和螺旋式下滑的形态

指标名称	社会融资规模存量:同比	社融存量 2 年 CAGR
2020 年 1 月	10.7	
2020 年 2 月	10.7	
2020 年 3 月	11.5	
2020 年 4 月	12	
2020 年 5 月	12.5	
2020 年 6 月	12.8	
2020 年 7 月	12.9	
2020 年 8 月	13.3	
2020 年 9 月	13.5	
2020 年 10 月	13.7	
2020 年 11 月	13.6	
2020 年 12 月	13.3	
2021 年 1 月	13	11.84
2021 年 2 月	13.3	11.99
2021 年 3 月	12.3	11.9
2021 年 4 月	11.7	11.85
2021 年 5 月	11	11.75
2021 年 6 月	11	11.90
2021 年 7 月	10.7	11.79
2021 年 8 月	10.3	11.79
2021 年 9 月	10	11.74
2021 年 10 月	10	11.83

数据来源：Wind，招商基金

图：企业中长期贷款同比继续回落


数据来源：Wind，招商基金

通胀方面，10 月份 PPI 再创年内新高，且继续创下历史新高。一方面考虑到 10 月份以来，政府对能源的保供稳价工作确实取得了成效，大宗商品价格普遍大幅回落；另一方面考虑到需求整体进入下滑周期，我们判断，10 月份 PPI 有可能将是未来半年至一年的高点。CPI 仍保持在正常区间内。

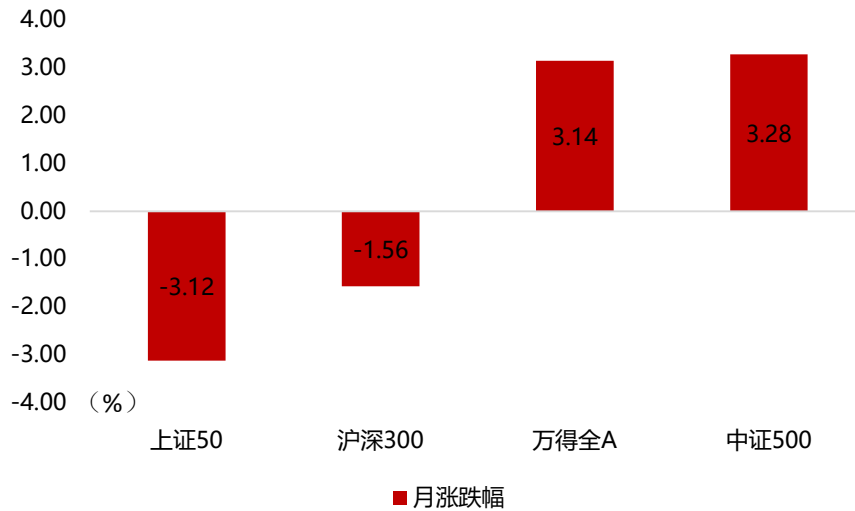
图：10 月 PPI 再创新高，CPI 仍保持在正常区间内


数据来源：Wind，招商基金

2 大类资产观点

2.1 A 股市场

依旧看好 A 股的投资价值。2022 年 A 股或无需担忧外资的流出，在全球经济双强格局下，外资的持续流入确定性高。在 2021 年，人民币是为数不多对美元保持强势的货币之一。中国债券市场在 2021 年的表现一枝独秀。2021 年至今，创业板指表现仅次于纳斯达克和标普 500。以上，显示了全球资金对于中国经济的认可。结合当前 A 股较为合理的估值水平，预计在 2022 年将对全球资金产生较大的吸引力。

图：2021年11月份主要股指涨跌幅


数据来源：Wind，招商基金

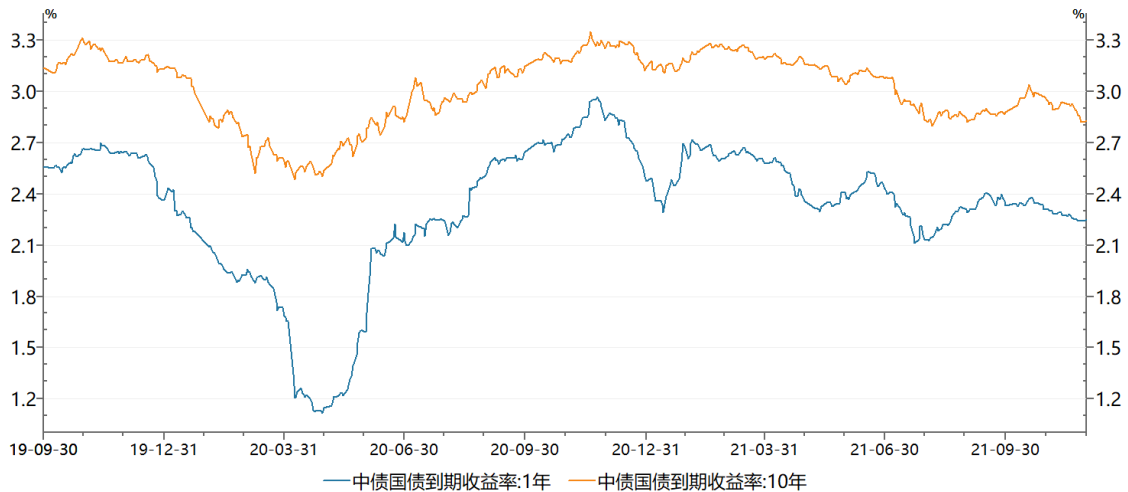
图：上证指数市盈率情况


数据来源：Wind，招商基金

中国制造业的投资价值仍在，预计短期内市场风格以制造业为主。从工业增加值、固定资产投资增速中可见，新能源车、风电、集成电路、工业机器人、电气机械等先进制造业的景气度高。从社零数据中可见，汽车、通讯设备、家电等工业产品的消费环比提升。甚至在疫情的背景下，工业品的消费对于烟酒等日用品的消费有了一定的“跷跷板效应”。

2.2 债券市场

2021年11月，债券市场走势为震荡后走强。资金面维持宽松，全月看R001和R007月度平均值较上月基本持平，国股存单6M和1年期收益率月末较10月回落。11月债市各期限品种收益率基本为下行，信用利差各期限基本呈走阔趋势。

图：中债国债到期收益率走势图


数据来源：Wind、中国债券信息网、招商基金

展望未来，债市的整体环境仍然较为友好。 基本面，房住不炒调控思路，地产销售、地产投资继续下行，疫情反复持续影响消费和服务业，出口-制造业链条对经济的拉动逐步减弱；GDP 的季度走势推测看，2022 年 GDP 走势大体为先下后上，上半年对债市仍较为友好；政策面，目前“货币政策宽松不改+宽信用极其缓慢恢复”的政策或仍将维持，虽然社融增速有望小幅恢复，但依然是低位水平且恢复主要是基数原因。**预计未来债市或因宽信用、通胀、海外央行货币政策边际收紧等因素，有一定调整，但是调整空间有限，收益率中枢大概率仍将下行。**

2.3 港股市场

11 月恒生指数下跌了 7.5%，恒生国指下跌了 6.6%，在全球主要股指中表现靠后。具体来看，1) 大型股（跌 6.4%）领跌，中型股（跌 2.8%）表现好于小型股（跌 3.4%）；2) 香港本地/外资股（跌 5.4%）表现弱于中资股（跌 3.3%）；3) 行业方面，除恒生工业外，港股主要行业均下跌，恒生资讯科技业、能源业和综合业表现靠后。

国内方面，三季度 GDP 两年复合增速 4.9%、较二季度增速大幅下滑 0.6 个百分点。结构上，出口韧性较强，投资、消费均大幅回落，其中投资走弱与地产调控加码下房企投资收缩有关；消费持续疲弱，与疫情反复，居民消费倾向持续下降有关；出口受到价格因素和海外疫情反复的支撑，短期有韧性，但在新订单持续回落下，中期仍有压力。货币方面，应对中小企业经营压力，国常会进一步加大助企纾困力度，将在今年四季度对制造业中小微企业实施阶段性税收缓缴措施。习近平主席同美国总统拜登举行视频会晤，就事关中美关系未来的战略性问题，以及双方共同关心、关切的重要问题坦诚、深入、充分交换意见。

海外方面，10 月 PPI 同比增长 8.6%，符合市场预期，核心 PPI 同比增长 6.8%。而受供应短缺和强劲消费需求的推动，美国 10 月 CPI 同比增长 6.2%，核心 CPI 同比增长 4.6%，均高于预期。其中，CPI 增速为 1990 年 11 月以来最高值，核心 CPI 增速为 1991 年 8 月以来最高值。11 月初，美联储维持利率在 0%-0.25% 不变，符合市场预期。同时宣布缩减购债，将每月减少购买 100 亿美元的美国国债和 50 亿美元的机构住房抵押贷款支持证券（MBS），预计 2022 年中旬终止净购债。

- 1、截至 11 月 30 日，恒指 PE (TTM) 为 9.5 倍，恒生国指 PE (TTM) 为 7.5 倍，较 10 月底的 10.2 倍、8.0 倍有所下滑。
- 2、截至 11 月 30 日，离岸人民币兑美元汇率本月上升 0.64%，美元兑离岸人民币汇率为 6.3648。11 月 30 日人民币 3 个月无本金交割远期汇率与即期汇率的点差为 564bp，高于 10 月底的 446bp，显示 11 月份人民币贬值压力上升。
- 3、恒生 AH 股溢价指数较 10 月底有所上升。截至 11 月 30 日，AH 溢价指数为 146.06，高于 10 月底的 144.33。11 月份，南向资金净流出规模达到 47.6 亿港元，较上月有所下滑。

展望 12 月，国内经济增长边际放缓，缺乏明确刺激政策，海外流动性边际收紧，海外新冠病毒再次变异，港股市场大概率仍在底部震荡。 板块配置上，（1）清洁能源板块中，港股新能源运营公司普遍估值偏低。而且作为一种清洁能源具备“碳中和”概念。而且短期新能源装机难以弥补供给缺口，电力供需格局将持续趋紧。行业中部分优质的火电公司逐渐提高可再生能源的装机比例，而且近期煤价收到国家严格管控。（2）汽车与汽车零部件板块。汽车芯片短缺或于 2021Q4 开始缓解。从库存预警指数来看，经销商的补库需求较大，将带动汽车零部件的需求。（3）消费电子板块。目前消费电子利空因素逐渐边际改善。智能手机历经三年销量下滑后，同比增速已经转正，带动相关设备镜头需求提升。汽车越智能安全等级越高，需要的镜头及激光雷达成倍数提升。AR/VR 的核心零部件是镜片及光机，在解决网络传输、用户体验等问题后预计将迎来高速增长，在消费、工业等领域均有望大幅应用。（4）城市燃气公司对年底旺季的需求已做提前准备，天然气价格逐渐回落。在保供压力下，上游油气企业通过天然气交易中心向下游传导进口 LNG 现货成本，而国产气和进口气按门站基准小幅上浮，那么大部分气价成本由上游油气企业承担了。城市燃气企业被过度担忧毛差，随着价格回来，估值将修复。（5）部分优质的新经济公司在本次调整后配置价值凸显。

2.4 美股市场

11 月美股市场表现回顾

11 月，道琼斯指数跌-3.37%，纳斯达克指数涨 0.25%，标普 500 跌-0.83%。11 月共有 8 只半导体公司涨幅超 20%，元宇宙和抗疫概念股火爆。11 月美股半导体板块强势上涨，据统计，11 月共有 8 只市值过百亿美元的半导体公司涨幅超 20%。另外，借助美国假期消费季，相关企业股票涨幅较大，屡创新高。抗疫概念近一周再度火爆，部分医药在 11 月末均获较大涨幅。

尽管市场面临着对 Omicron 新冠病毒变种的担忧和更鹰派的美联储，一些投资者仍在衡量 12 月份美股是否会延续其强劲表现的历史趋势。由于人们担心新型病毒变体可能影响全球经济增长，以及美联储主席鲍威尔周二表现出的鹰派态度，今年 11 月的涨幅在最后几天出现逆转，导致该指数当月下跌 0.8%。标准普尔 500 指数今年迄今已上涨 21.6%，仍接近历史高点。尽管上述风险不太可能在短期内消散，但如果从历史表现来看，今年美股股市可能

仍会表现强劲。

经济基本面及后续展望

对于科技股而言，有关美联储将采取更鹰派立场的预期可能是一个不受欢迎的事态发展。科技股在标普 500 指数中的权重过大，曾推动该指数今年创下纪录高位。此外，鲍威尔周二表示，经济非常强劲，通胀压力较大，因此美联储考虑结束资产购买，将在即将召开的会议上讨论这个问题。受此消息影响，美股股市大跌，美国国债收益率上升。然而，通常在市场预期美联储政策将更为鹰派后，美债收益率上升削弱了股市对部分投资者的吸引力，并可能令估值较高的股票承压，因为其有可能侵蚀其长期现金流的价值。标普 500 指数信息技术板块的未来 12 个月预期市盈率为 27.5 倍，而历史平均水平为 20.8 倍。随着政策的潜在变化即将到来，市场参与者应该预计在这个未知领域，市场将出现更多波动。此外，一波大规模感染导致封锁的“下行”情景可能会使全球经济增速在 2022 年第一季度放缓至 2%，比目前的预测低 2.5 个百分点。然而，许多投资者认为股市将继续上涨。市场一直在寻找抛售的借口。然而，强劲的企业业绩和经济扩张的可能性应能防止股市大幅下跌。建议关注互联网及硬件科技公司，注意中国概念股面临的相关政策风险。

2.5 原油市场

原油：Omicron 变异病毒冲击市场，12 月操作建议偏谨慎

2021 年 11 月原油市场回顾：变异病毒冲击市场，油价大幅震荡下跌

11 月原油市场受南非变异病毒冲击出现大幅震荡和下跌，油价回落至三季度以来的低点，其中 WTI 跌幅最大超 18%，国际原油创下自去年 4 月以来最大跌幅。11 月上中旬主要是围绕着高油价震荡，OPEC+ 在月度会议上仍维持 12 月增产 40 万桶/日的小幅增产决议，而已美国为首的石油消费国开始联合释放战略储备，原油震荡小幅回落。月内主要跌幅集中在 11 月 26 日，南非发现新病毒变异情况，多国重新对其封锁、市场恐慌情绪蔓延，国际原油暴跌单日跌幅超 10%。

从供应端来看，截止 11 月 28 日美国活跃石油钻机数从月初的 444 座，持续增加到 467 座，创疫情后新高。活跃石油钻机数持续增长，但美国原油产量没有明显增长，11 月美油产量一直维持在 1140-1150 万桶/日。这主要是由于在高油价背景下，生产成本较高的美国小型页岩油私企受到刺激开始逐步发力增产。但由于该类企业生产效率相对较低，且产量占比较小，导致虽见钻机数增加，但不见产量增长。主要大型页岩油上市公司目前仍遵守资本开支纪律，并未明显增产。美国页岩油即使在高油价下也增产缓慢，这也使得 OPEC 在供应端方面影响力更为显著，定价话语权更为巩固。

从需求端来看，欧洲疫情卷土重来，南非更是发现新型变种毒株，全球经济以及需求的复苏又遇难题。对于各国可能的重新封锁管制政策，引发了市场对于需求端增长预期的担忧。同时，此前一直讨论的欧洲能源危机刺激原油替代需求的猜想目前未得到验证，仍需等待冬季温度情况证实或证伪。但是下游成品油需求情况仍然旺盛，天然

气高价导致汽油加氢成本上升，叠加柴油本身处于消费旺季，成品油裂差仍处于相对高位，不过近日受变种病毒消息影响受挫有所下行。

图：布伦特原油价格（美元/桶）



数据来源：Wind、招商基金

12月原油市场行情展望：疫情冲击下油价将围绕供需平衡波动，关注 OPEC+会议

长期来看，疫情反反复复，疫情或与全球各国长期并存，可能持续至 2023 年。同时疫情对于油价冲击将边际减弱。全球经济长期将缓慢复苏，需求增速缓慢上行，油价重心随之缓慢抬升，但可预见在未来仍会有不断的大大小小的冲击使其受挫。同时，宏观方面全球各主要国家均在逐步退出量化宽松，全球资产流动性在未来 1-2 年可预见性缩紧，但在此之后又将迎来经济周期的上行。

短期来看，原油需求端受到冲击，12 月初美伊谈判以及 OPEC+会议给供应端增添变数，全球原油供需平衡表亟待重新评估。同时，此前预计的冬季原油替代需求增长目前并未兑现，仍需关注。预计目前全球原油供应缺口仍在 200 万桶/日左右，但目前新变种毒株对于需求端影响程度暂未知，后续供应缺口需重新评估。综上所述，原油长期价格重心将缓慢抬升，短期将围绕供需平衡大幅波动。重点关注即将举行的美伊核谈判和 OPEC+月度产量会议，在结果落地之前建议观望为宜。

2.6 黄金市场

黄金：11月金价宽幅震荡，预计12月金价维持震荡走势。

2021年11月金价回顾：

黄金价格在 2021 年 11 月整体呈现宽幅震荡走势。

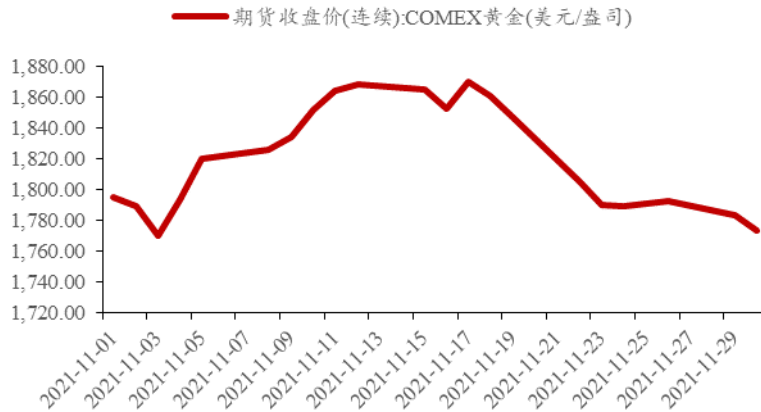
11 月 COMEX 黄金价格整体呈现上涨再下跌的走势。在 3 日短暂下跌到 1770.10 美元后上升到 17 日的最高点 1869.50 美元，紧接着开始下降，一直下落到 24 日的 1788.70 美元，26 日小幅上涨到 1792.30 美元后继续呈现下降趋势。

11 月上旬金价大幅走强主要源于通胀预期大幅强化，并于 11 月上旬美国 CPI 数据公布前到达情绪高点。美、

欧等大型经济体通胀水平平均大幅超出市场预期，美国 CPI 同比增速再次突破前高升至 6% 以上。一方面黄金作为抗通胀资产将明显受益；另一方面当前市场已经形成“通胀超预期--加息预期增强--长期复苏预期恶化--实际利率下行”的定价逻辑，通胀超预期反而使得长端实际收益率走低，美债收益率曲线进一步扁平化，继而驱动金价走强。

通胀预期和黄金做多情绪在 11 月上旬到达极值后，美元的持续性走强开始打压金价。美元在 11 月下旬屡创新高对金价形成明显压制，最终黄金基本回吐上旬的涨幅，全月来看呈现宽幅震荡走势。

图：纽约商品交易所（COMEX）黄金价格 11 月份宽幅震荡（美元/盎司）



数据来源：Wind、招商基金

2021 年 12 月金价展望：

我们认为 COMEX 黄金将继续维持宽幅震荡，中枢可能小幅上行。从 11 月驱动金价上行的两条逻辑来看：

一是 Omicron 病毒大概率输入美国并引起美国疫情反复。拜登于 11 月 30 日的讲话中同样指出：“避免新病毒传入美国的难度极高”，美国就业市场短期可能修复乏力；薪资价格可能持续上行使得通胀压力短期难以退烧。在此情况下，实际利率可能有进一步小幅下行空间，但可能伴随疫情反复出现大幅波动。对应金价宽幅震荡，中枢小幅上行。

二是美元短期进一步上行空间或有限。年内来看，美元指数进一步上行的空间有限但可能维持高位震荡，主要源于加息预期的定价已临近极致；2022 年伴随美国通胀下行并证伪加息预期和欧洲补库的启动美元指数可能重新下探至 90 美元以下，整体呈现前高后低走势。从 12 月走势来看，对金价的作用相对中性。

2.7 汇率市场

汇率：预计 12 月人民币兑美元和美元指数均维持高位震荡。

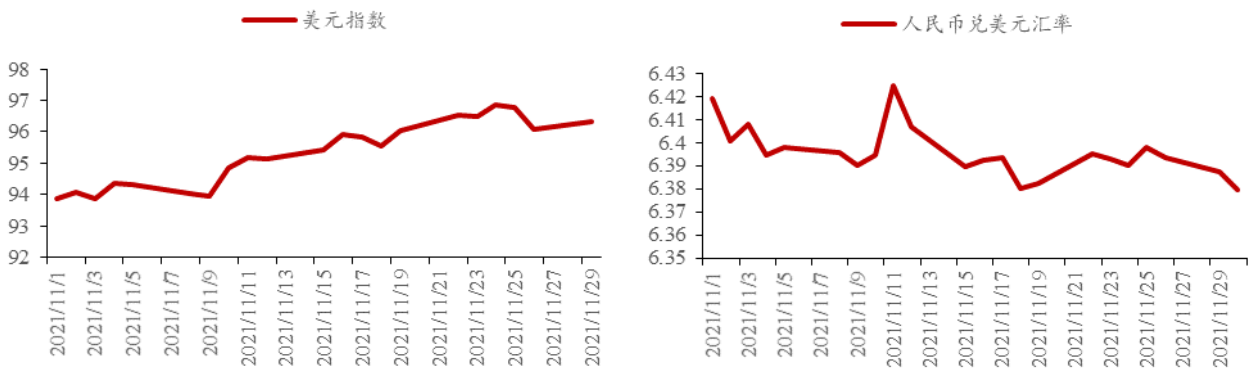
11 月汇率走势回顾：美元指数大幅走强，人民币兑美元汇率高位震荡。

11 月美元指数总体呈上升态势，从 1 日的最低点 93.879 一直上涨到 24 日的 96.875，11 月 25 日开始有小幅下降，在 26 日触及低点 96.089 后又恢复上涨，直到 29 日的 96.341。11 月以来美元的大幅上行主要源于两项驱动因素。一是美国通胀超预期上行并带动经济名义增长和加息预期强化。受益于 CPI 环比增速的快速上行，美国经济的名义增速同样将明显受益并提振短期美元走势。从货币政策来看，美国通胀高烧难退进一步强化当前市场对于美

联储 2022 年的加息预期和美欧货币政策的背离幅度。当前联邦基金利率期货定价的 2022 年 6 月加息 1 次的概率已超过 70%、9 月加息 2 次的概率接近 60%；反观欧洲，拉加德已经提前“缴械”提出欧央行 2022 年加息概率较小，美欧利率水平的背离也进一步强化美元走势。另一方面，欧洲疫情的阶段性复发也助推了美元走势。

11 月人民币兑美元汇率维持高位震荡态势，从 1 日的 6.4192 一路波动下降到 9 日的 6.3903，然后反弹到 11 日的最高点，为 6.4245，紧接着回落到 15 日的 6.3896 并保持波动。11 月在美元持续强势的背景下，人民币兑美元汇率依然维持高位震荡在很大程度上源自于中美政经关系的改善。

图：美元兑人民币汇率走势图



数据来源：Wind、招商基金

12 月汇率走势展望：预计 12 月人民币兑美元和美元指数均维持高位震荡。

近期南非发现新冠病毒新变种 Omicron，未来新病毒存在进一步向全球范围扩散的可能。新病毒的产生将明显冲击全球需求的修复预期，大类资产价格也将根据疫情演变对经济增长预期进行修正。如果未来新病毒加剧传播并导致美国疫情再度爆发可能导致 11 月以来驱动美元走强的两项因素反转。

一是欧美货币政策的背离将收敛。美国方面，7-10 月以来影响美国就业修复的核心制约因素是疫情。7 月起各州失业救济金的逐步停发已明显改善居民就业意愿，但对疫情的忧虑仍在制约居民返岗就业的速度。美国当前疫情虽然仍处于高发状态，每日新增确诊病例（MA7）位于 8 万例附近，但新增确诊数从本轮疫情的高点 11 月 16 日起已呈现明显回落态势。如果未来新型毒株传播至美国，可能使得疫情再次出现复发并导致劳动力市场修复进一步放缓，从“胀”的角度给予联储政策压力；当前美国在面对“滞胀”压力时双线作战的特征比较明确，政府重在应对通胀；美联储重在应对就业和增长。当双目标出现互斥时，未来美联储的政策重心仍将聚焦于“滞”而非“胀”，如果新病毒在美爆发可能进一步降低联储退出速度。表现为：一是此前逐渐升温的 Taper 加速预期或可能被证伪；二是加息预期可能延后，从隔夜市场的表现来看，CME 加息概率已出现明显回落，市场对 2022 年 12 月联邦基金利率的加权预期从上一个交易日的 0.72% 降至 0.55%，如果未来新病毒向美国传导，加息预期可能进一步回落退烧。

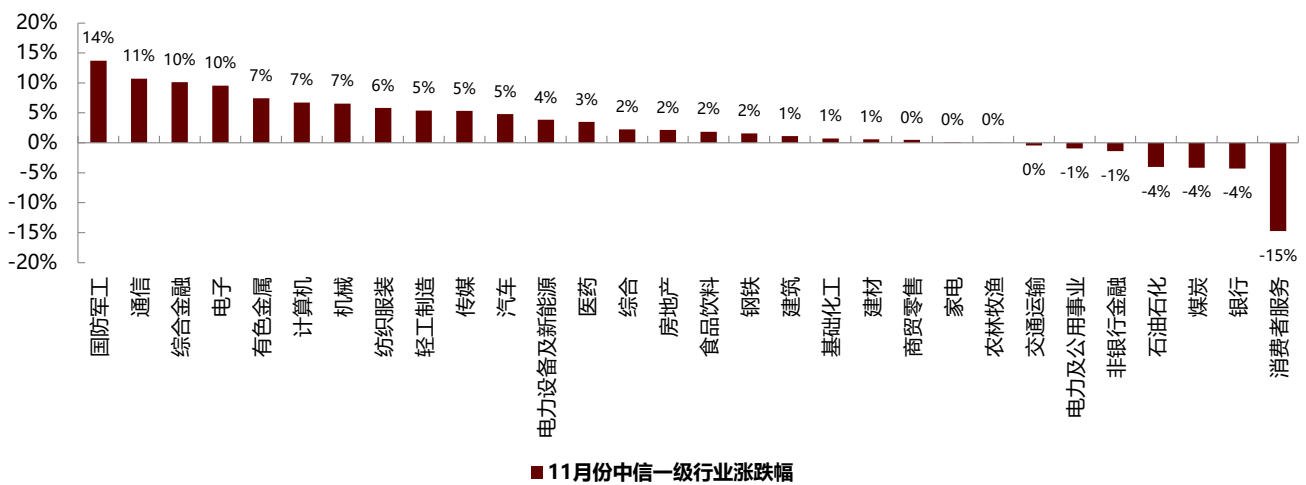
二是美国疫情一旦复发相对欧洲的优势将不复存在。在此背景下，即便未来新病毒入侵美国等发达国家，美元也较难出现大幅上涨，短期之内可能维持高位震荡。2022 年伴随美国通胀下行并证伪加息预期和欧洲补库的启动美元指数可能重新下探至 90 美元以下。在中美关系改善计价较为充分且美元持续位于高位的情况下，预计人民币兑美元汇率同样高位震荡，如果中美关系改善幅度超出预期，则中枢可能小幅上行。

3 股债投资策略

3.1 A 股投资策略

从行业周期来看，当前阶段很难断言新能源产业链行情的转向，预计未来一段时间内的表现或仍较强势，但须关注其超额收益的逐渐消退的可能性。当前依旧处于强劲的基本面数据和股价表现互相验证加强的阶段，但从持续时间以及基数的逐渐扩大的情况来看，估值的下行和盈利增速的下行是大概率事件，因此带来收益风险比的逐渐降低。虽然从历史情况来看，由于持仓结构等原因，年底前出现风格的大幅切换的可能性较低，但在新能源产业链收益风险比降低的前提下，寻找高风险收益比的行业亦是明智选择。

图：2021 年 11 月份行业涨跌幅（%）



数据来源：Wind、招商基金

在疫情得到控制这一大概率事件的背景下，股市展现出领先指标的特征，即相关疫情受损行业的股价表现将会领先于基本面的变化。从长远来看，餐饮、酒店、零售、教育、旅游景点等线下消费行业注定不会消亡，那么，寻找便宜的筹码，在具备安全边际下进行投资就显得尤为重要。

从资金流向的情况来看，预计受政策压制明显的行业难以持续吸纳资金的流入。除非出现重大的变量因素，受政策压制明显的行业当前依旧处于政策压制、业绩下滑、股价疲弱——这三者的互相验证反映中。未来股价的上行将更多依赖于盈利的上行，即通过盈利的上行来改变投资者的预期，意味着依赖于行业的出清情况。

从高频数据来看，PPI 拐头向下可能是大概率事件。钢铁、煤炭、有色等工业品的价格均出现了不同程度的回落。预计家电行业将同时受益于 PPI 下行和消费提振。若 PPI 继续下降，将大幅缓解 CPI 的上行压力。

图：主要 A 股指数估值水平

主要指数	2021/11/30	最大值	最小值	中位数	当前估值所处历史的百分位 (2010年以来)															
					百分位	10%	20%	30%	40%	50%	60%	70%	80%	90%	100%					
绝对估值PE(TTM)	WIND全A	19.7	32.2	11.6	18.0	0.7														
	WIND全A(剔除金融、石油石化)	32.4	64.2	18.2	29.4	0.6														
	A股整体剔除金融服务	22.6	30.4	11.9	17.1	0.8														
	上证50	10.7	20.9	7.0	10.2	0.6														
	沪深300	12.9	25.2	8.1	12.6	0.6														
	中证500	20.6	80.3	16.2	30.2	0.1	√													
	中证1000	38.7	125.5	20.0	46.9	0.3					√									
	中小板100指数	36.1	59.2	18.7	31.2	0.9														
	创业板100指数	65.9	123.1	27.8	52.4	0.9														
	中小板综合	41.0	85.8	23.3	41.0	0.5														
创业板综合	92.3	174.9	28.9	62.8	0.8															
海内外相对估值PE(TT)	恒生AH股溢价指数	7.9	20.9	7.5	9.6	0.1	√													
	上证沪港通AH溢价指数	7.2	9.9	3.0	4.3	0.6														
	上证指数/标普500	0.5	1.5	0.4	0.6	0.2														
相对估值PE(TTM)	创业板100指数/沪深300	1.7	1.8	0.6	1.1	0.9														
	创业板综合/沪深300	2.4	3.7	0.9	1.8	0.8														
相对估值PB(LF)	创业板100指数/沪深300	5.4	6.0	1.6	3.2	1.0														
	创业板综合/沪深300	3.8	5.3	1.4	2.8	0.8														

数据来源：Wind、申万宏源、招商基金

3.2 债券投资策略

3.2.1 利率产品

市场回顾

11月债券市场上中旬震荡下旬转而走强。利率债方面，1年国债全月下行6.4bp收于2.25%；5年国债下行15.2bp收于2.69%；10年国债下行14.82bp收于2.83%；5年国开下行18.4bp收于2.93%，10年国开下行18.5bp收于3.11%。信用债方面，各期限品种收益率均为回落，3年期信用品种收益率回落更大，AAA和AA+品种收益率下行幅度更大。公开市场操作方面，11月央行公开市场操作净回笼5700亿（包括国库现金），MLF等量续作。

未来展望

基本面方面，根据最新宏观经济数据，经济特征为“整体低位徘徊+地产指标继续下探”，基本符合逻辑判断。由于供给约束的减退，工业、消费低位企稳，略好于上月，但工业部分改善集中于采矿和公用事业，制造业几乎低位持平；消费扣除价格之后的实际消费增速甚至不及上月。同时，疫情影响下的服务业生产指数继续走低；前期承压的地产销售、新开工指标继续大幅走弱。

季度视角看，目前“货币政策宽松不改+宽信用极其缓慢恢复”的政策仍将维持。从金融数据看，虽然政府债券净发行，但是社融增速仍然走平，并未回升，低于预期，说明实体经济需求低于季节性。需要尤为关注地产的走势，尤其是政策动向，从地产细分数据、高频数据看仍不乐观，地产作为周期之母，短期来看，尚没有企稳的迹象，其对GDP的影响还没有完全显现。GDP的季度走势推测看，2022年GDP走势大体为先下后上，上半年对债市仍较为友好。基于此，预计货币政策仍有宽松空间。债市的整体环境仍然较为友好。

投资策略

(1) 短期来看，债市交易情绪较好。货币宽松状况预计仍可维持，组合杠杆维持中高水平。

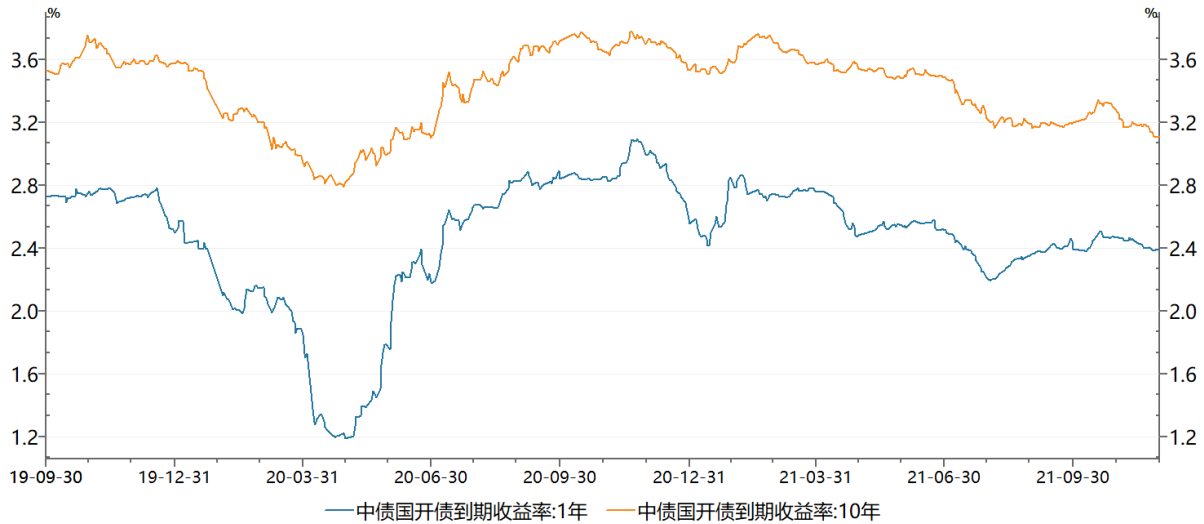
(2) 10年国债收益率接近2.8%时可适度降低久期，回升至2.9%以上时可适度加仓；利率债，5-7年国债国开有相对价值；国开-国债利差极窄，隐含税率历史分位值偏低，利率持仓可适度调仓国债。

(3) 信用利差水平偏低，相对价值不高，未来空间可能需要利率债收益率下行带动。配债节奏上，信用利差极低时，重点调整持仓结构，提升组合静态；信用利差走阔时，把握加仓机会，选择收益率创出新高的品种。

(4) 关注一级供给结构的变化，因短期供求失衡而带来的一二级套利机会。11-12月，应关注企业永续债的供给，或是年内较好的配置窗口。3年企业永续相对价值好于3年股份制银行永续。

(5) 银行永续债和二级债，在10月末银行理财整改完后，二级资本债和永续债的估值达到新平衡，资本利得空间不大，可待利差拉开后再行介入。

图：中债国开债到期收益率走势图



数据来源：Wind、中国债券信息网、招商基金

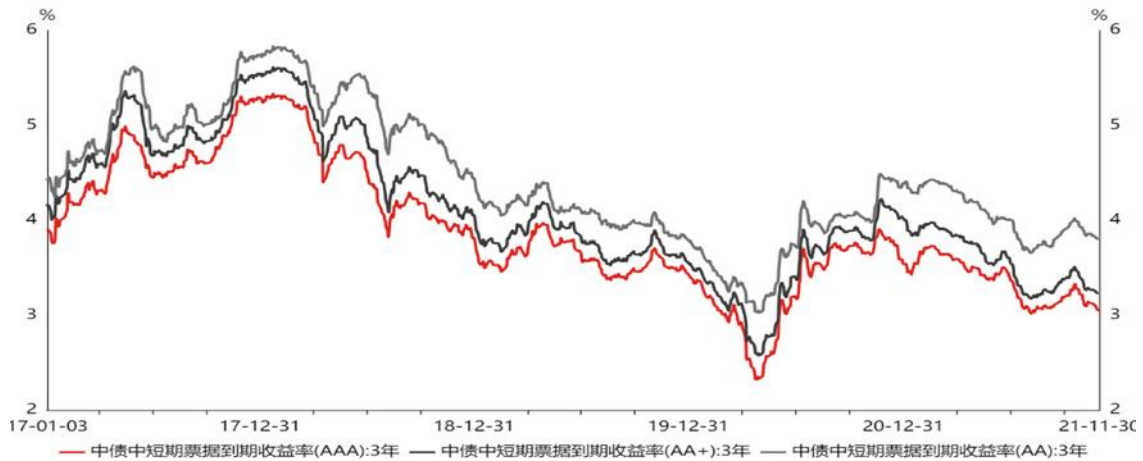
3.2.2 信用产品

企业债/公司债/中期票据

一级市场方面，今年11月全市场信用债发行情况较往年同期表现强势，总发行和净融资均处于近五年最高水平，其中总发行11692亿元，净发行3017亿元，由于总发行规模较大，导致净发行量达到近年来最高水平。其中11月公司债、企业债及中票合计发行金额为6518亿元，净融资额1491亿元，相较10月长债净融资规模有较大幅度提升，信用债一级市场的有效供给明显扩张。

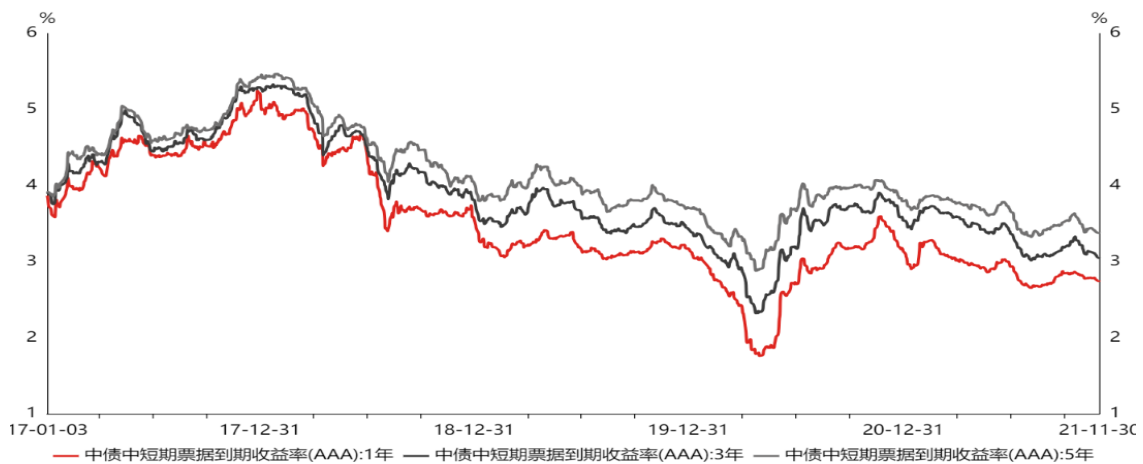
二级市场方面，进入11月以来，信用债二级市场收益率整体呈下行走势，中长端下行幅度相对较大。以AAA级中短期票据为例，11月1年中短期票据收益率下行7BP，3年中短期票据收益率下行16BP，5年中短期票据收益率下行11BP，期限利差走势亦相对分化，中短端期限利差收窄9BP，中长端期限利差走阔5BP。从信用利差来看，以AAA级中短期票据为例，信用利差整体走阔，且长端走阔幅度更大，短端信用利差较上月末走阔1BP，处于历史13%分位水平，3y信用利差较上月末走阔2BP，处在历史20%分位水平；5y信用利差较上月走阔6BP，处在历史45%分位水平。

图：中债中短期票据到期收益率（3 年期各等级）走势图



数据来源：Wind、中国债券信息网、招商基金

图：中债中短期票据到期收益率（AAA 等级各期限）走势图

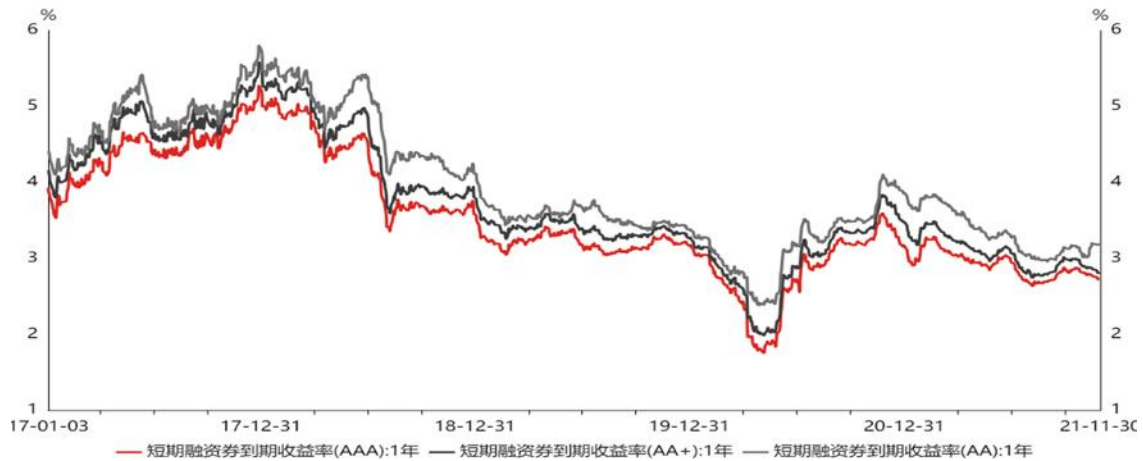


数据来源：Wind、中国债券信息网、招商基金

短期融资券

一级市场方面，今年 11 月短期融资券总发行量为 4306 亿元，净融资为 1297 亿元，环比分别减少 124 亿元和增加 726 亿元，无论是短融总发行量还是净融资量，均位于近五年历史同期最高水平，对信用债净融资有较大推进作用。

二级市场方面，11 月短融收益率整体走势分化，中高等级品种收益率下行，低等级品种收益率上行，等级利差走势分化。AAA 短融收益率下行 8BP，AA+短融收益率下行 9BP，AA 短融收益率上行 12BP。目前 1 年期中高等级短融信用利差均处于历史 10%分位以下，其中 1yAA+品种利差已接近历史最低点，短端性价比进一步降低，1yAA 信用利差则升至历史 20%左右分位水平，反映出在 11 月市场总体行情向好背景下，机构风险偏好有所提高，市场上低等级品种信用债遇冷。

图：短期融资券到期收益率（各等级一年期）走势图


数据来源：Wind、中国债券信息网、招商基金

对于市场较为关注的地产行业，我们认为目前已经初步出现政策底特征，市场博弈政策底也比较明显，不过展望未来地产市场演变趋势，整体还是不太乐观，表现在目前除了按揭贷边际放松、RMBS 四季度发行确定性放量保证按揭腾挪空间外，其他融资渠道似乎并无好转，窗口指导新增大概率会使国企、央企拿到融资，对于民企的政策扶持力度偏弱，后续在没有超预期事件出现的情况下，民营房企依然可能出现暴雷，长期看国家更有可能采取国企进行收并购兼并民营企业、城投公司参与拿地转型房地产的方式重塑整个行业，但这样的举措花费时间漫长，短期内对行业风险事件的解决可能意义不大。

总之，信用债投资方面，我们仍将以严控信用风险为前提，坚持票息策略，努力追求增厚投资收益。

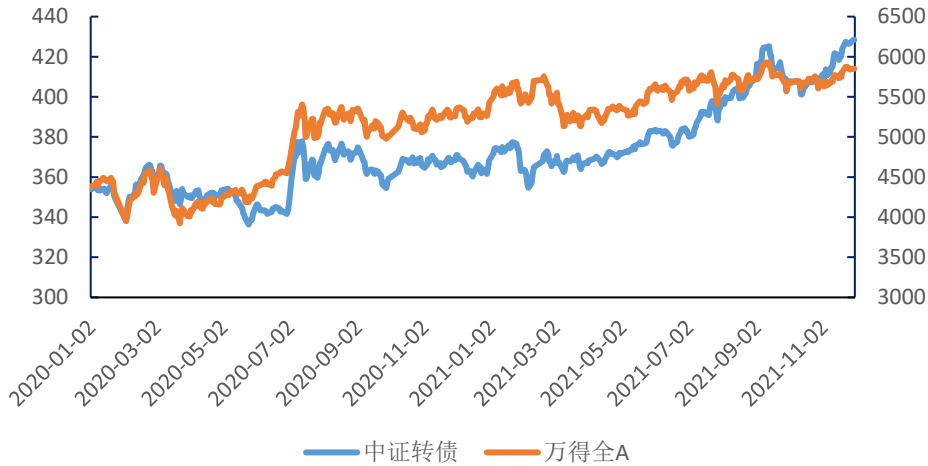
3.2.3 可转债

11 月份转债市场与 A 股市场双双上涨，截至到 11 月 30 日，万得全 A 上涨 3.14%，中证转债上涨 5.12%，突破前期新高，转债市场表现明显强于股票市场。权益市场在本月进入业绩空窗期后，市场对政策稳增长和流动性有望边际放松产生预期，除少数板块外市场呈现普涨格局。分板块看，本月国防军工、通信、电子和有色金属板块涨幅居前；消费者服务、石油石化、煤炭和银行板块跌幅居前。风格上，成长板块涨幅大于价值板块，小盘股涨幅大于大盘股。转债估值本月整体有小幅下降，目前全市场平均转股溢价率 37.25%，较上月末下降 0.15 个百分点，目前处于 2017 年以来 97.9%分位数水平。但分结构高平价转债溢价率本月明显拉升，指向市场对高景气的高价转债交易热情高涨。目前转股溢价率并不处于舒适区间，但短期难以看到大幅压缩风险。央行三季度货政报告删去“不搞大水漫灌”表述，市场关于流动性进一步放松预期或阶段性继续抬高转债估值。

展望后市，在经济增长动能偏弱，国内通胀压力可控背景下，A 股市场在 2022 年预期仍是以自下而上的结构性行情为主。在目前转债持续高估值的背景下，以股票视角做转债投资成为主流，目前应从行业维度筛选优质个券。建议关注高景气制造方向的头部公司，具体行业包括新能源发电侧的光伏设备和海上风电、用电侧的新能源车、半

导体芯片以、创新药以及军工。同时，从赔率和胜率的角度出发，建议关注目前价格处于历史较低位，景气度有望回升的消费、农林牧渔等板块，可以考虑适当左侧网格化布局。

可转债市场表现



数据来源: Wind

风险提示: 以上投资观点、看法及思路仅为根据当前市场情况判断做出，未来可能发生变化改变。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。基金投资需谨慎。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，须注明出处为“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、复制或有悖原意的删改。