



招商基金投资策略报告

2022 年·年度



长期 | 价值 | 责任

目 录

1	宏观经济环境	2
1.1	海外市场	2
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	9
2.3	港股市场	10
2.4	美股市场	11
2.5	原油市场	13
2.6	黄金市场	15
2.7	汇率市场	18
3	股债投资策略	18
3.1	A股投资策略	20
3.2	债券投资策略	23
3.2.1	利率产品	23
3.2.2	信用产品	26
3.2.3	可转债	29

招商基金 2022 年年度投资策略报告

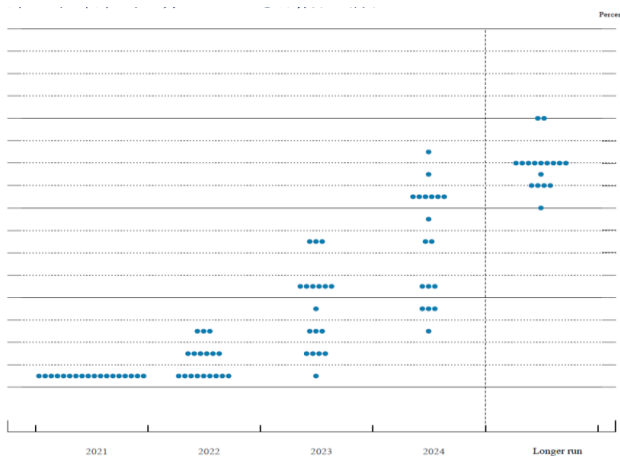
1 宏观经济环境

1.1 海外市场

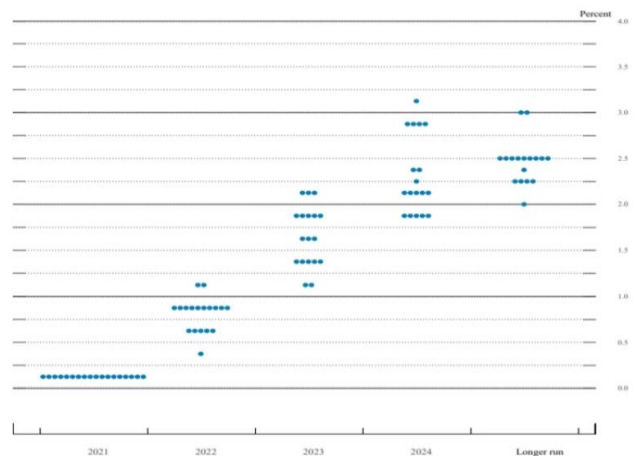
关注海外加息节奏超预期可能带来国内流动性预期收紧的信号。海外流动性收紧格局已至。随着国内宽松预期的逐步充分，应重视加息节奏超预期带来的国内流动性预期收紧风险。此次 FOMC（美联储议息会议）点阵图信息显示超半数委员认为 2022 年和 2023 年将至少分别加息三次，但这可能仅是联储官员的个人观点，而非官方意志。FOMC 在发布 SEP 时，始终强调预测仅代表联储官员的个人观点，2015 年及此前的 SEP（经济展望概要 Summary of Economic Projection）的文件标题中甚至都写明了为个人预测（Individual Projections）。且从历史经验看，点阵图对后续实际加息路径指引有限。同时后续疫情和经济不确定性仍存，美联储加息节奏有待进一步确认。

12 月 FOMC 会议美联储已向鹰派转变：Taper 确认加码，加息预期提前。 12 月 FOMC 会议声明五大看点：**1) 通胀预期更高：**强调供求失衡导致通胀上升，并删除“通胀暂时性”表述，上调今后三年通胀预期，其中将 2022 年通胀预期中值由 9 月的 2.2% 提升至 2.6%。**2) 就业预期更乐观：**增加“就业稳健增长，失业率大幅下降”表述。**3) Taper 提速，预计将于 2022 年 3 月结束：**宣布考虑通胀因素和就业改善情况，联储决定于 2022 年 1 月起将资产购买计划每月削减的速度翻倍至 300 亿美元。**4) 点阵图显示加息预期提前：**点阵图显示委员态度明显向鹰派转变，超半数委员认为 2022 年和 2023 年将至少分别加息三次。**5) 政策目标更重通胀，预计 Taper 结束到加息间隔较短。**鲍威尔称，美国的高通胀是加速缩减购债的原因。缩减购债结束和开始加息之间不会间隔太长时间，可能在实现充分就业前加息。

图：9 月 FOMC 议息会议点阵图



图：点阵图显示：预计 2022 年美国将加息 3 次



数据来源：美联储，招商基金

美联储转向影响不在当下，短期来看影响有限。当前联储转向对 A 股影响有限，一方面当前加息预期本身处于过热阶段，海外资产价格表现反应未来加息预期回落的可能。另一方面，“以我为主”政策基调下，国内宽松预期仍处发酵节奏中，海内外节奏错配下难形成合力。12 月 20 日 LPR 下调 5bps 基本符合市场预期，是宽货币政策的再确认，预示着降息周期正式打开，后续政策利率调整可期。

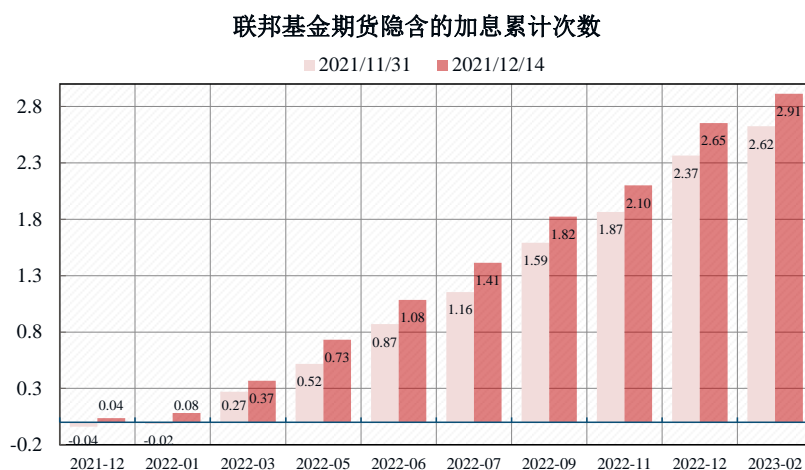
但警惕 2022 年内外流动性负面预期形成的共振。往后看，2022 年上半年宽松预期渐次兑现后，伴随下半年 CPI 通胀超预期的可能与稳增长政策的逐步见效，国内流动性预期将逐渐向中性收缩。彼时需警惕内外流动性负面预期形成共振，进而放大对权益市场的冲击。

表：11 月后，美联储官员频频释放偏鹰信号

人员	核心表态	官员讲话
美联储主席鲍威尔	放弃通胀暂时性，提前加快 Taper 是合适的	关于通胀，该放弃“暂时”这个词了；通胀持续上升的威胁越来越大；可以考虑提前几个月完成 Taper。讨论是否提前完成 Taper 是合适的；将在下一次会议上讨论加速 Taper 的问题；但 Taper 不一定会对市场造成破坏性影响
美联储副主席克拉里达	提前加快 Taper 是合适的，2022 年底加息是合适的	预计通胀的前景有上行的风险，美联储距离加息还有一段距离， 预计加息条件有可能在 2022 年底前达成 ，供应不平衡会随着时间的推移而消失。12 月 FOMC 会议上讨论加快 Taper（资产购买缩减）的进程是合适的
美国圣路易斯联储主席布拉德	提前加快 Taper 是合适的，支持 2022 年加息两次	支持美联储加快 Taper 的步伐。2022 年第一季度完成 Taper 给美联储提供政策选择；希望美联储会议很快就会有加息的消息，仍然支持 2022 年加息两次
美国克利夫兰联储主席梅斯特	提前加快 Taper 是合适的，2022 年加息几次是合理的	对 FOMC 考虑加速 Taper 持非常开放的态度。 支持美联储在 2022 年一季度或二季度前期完成 Taper。 如有必要，美联储应当可以在 2022 年加息几次
美国亚特兰大联储主席博斯蒂克	提前加快 Taper 是合适的，有能力应尽快加息	应当对 考虑加速 Taper 持开放态度 。如果需要的话，美联储应该有能力尽快加息
美联储理事沃勒	提前加快 Taper 是合适的	如果就业增长保持强劲，通胀率远高于美联储 2% 的目标，美联储可能 不得不加快 Taper 进程（购债缩减） ，并尽快调整政策利率
美国旧金山联储主席戴利	提前加快 Taper 是合适的	支持加快 Taper。 如果形势继续这么发展，预计会更快 Taper

数据来源：美联储，招商基金

图：12 月以来，市场预期首次加息时间已明显提前



数据来源：Bloomberg，招商基金

1.2 国内市场

国内：2021 年国内经济整体呈现倒 U 型，货币全年维持相对宽松

2021 年国内经济整体呈现倒 U 型。从流动性情况来看，短端货币市场全年维持相对宽松。投向实体的信用以及企业中长期贷款增速全年也呈现倒 U 型。

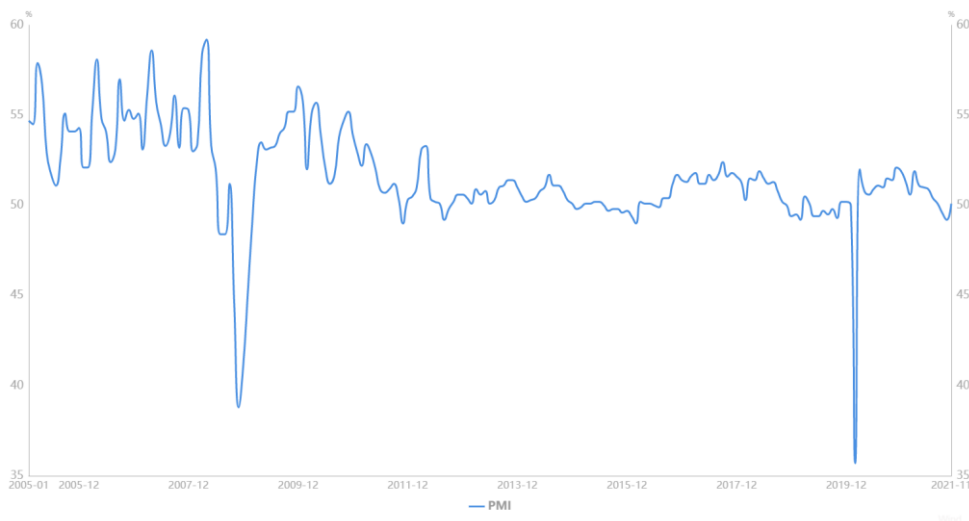
2021 年制造业 PMI 数值在 3 月份见顶后呈现持续回落态势，11 月份有所回升，录得 50.1。从需求结构上看，固定资产投资、地产投资、基建投资、制造业投资增速均在 2 月份录得全年最高点后，持续回落。11 月份数据继续全面回落，且基建投资转负。除此之外，社会消费品零售总额当月同比全年整体持续走弱，11 月份数据继续下滑，录得 3.9%。出口增速全年虽有所波动，但整体维持强势，11 月份当月同比值为 16.57%。

表：固定资产投资、房地产开放投资、基建投资、制造业投资增速在 2 月份录得高点后持续回落

指标名称	2021 年 6 月	2021 年 7 月	2021 年 8 月	2021 年 9 月	2021 年 10 月	2021 年 11 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 月近两 年 CAGR	2021 年 11 月近两 年 CAGR
固定资产投资完成额:累计同比	12.6	10.3	8.9	7.3	6.1	5.2	4.5	4.2	4.2	4	3.9	3.9
房地产开发投资完成额:累计同比	15	12.7	10.9	8.8	7.2	6	8.3	7.9	7.7	7.2	6.8	6.4
基础设施建设投资:累计同比	7.15	4.19	2.58	1.52	0.72	-0.17	3.5	2.7	2.3	2	1.9	1.6
制造业投资:累计同比	19.2	17.3	15.7	14.8	14.2	13.7	2.6	2.6	3.1	3.6	4	4.7

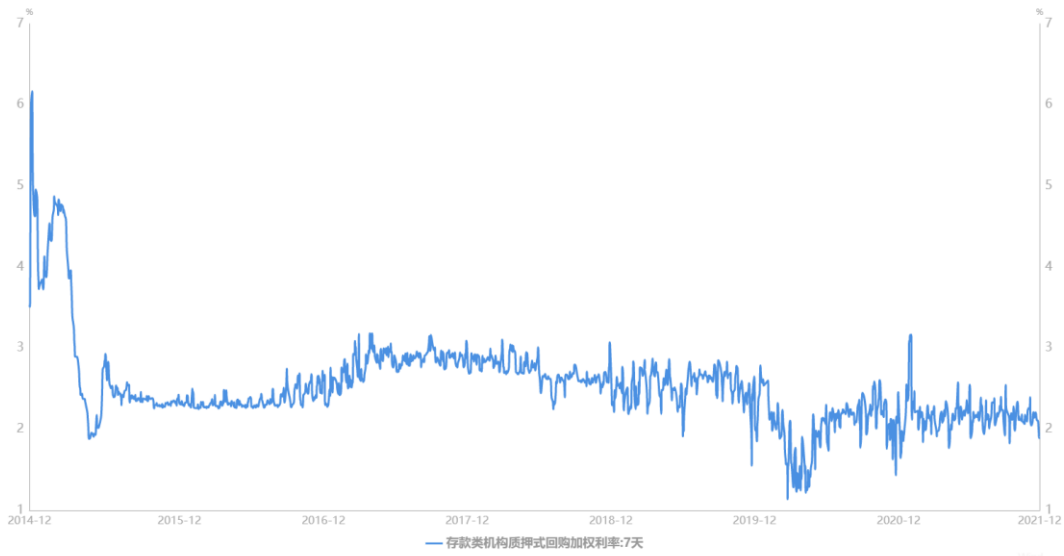
数据来源：Wind，招商基金；单位：%，注：CAGR 为年复合增长率（Compound Annual Growth Rate）

图：制造业 PMI 全年呈现倒 U 型



数据来源：Wind，招商基金

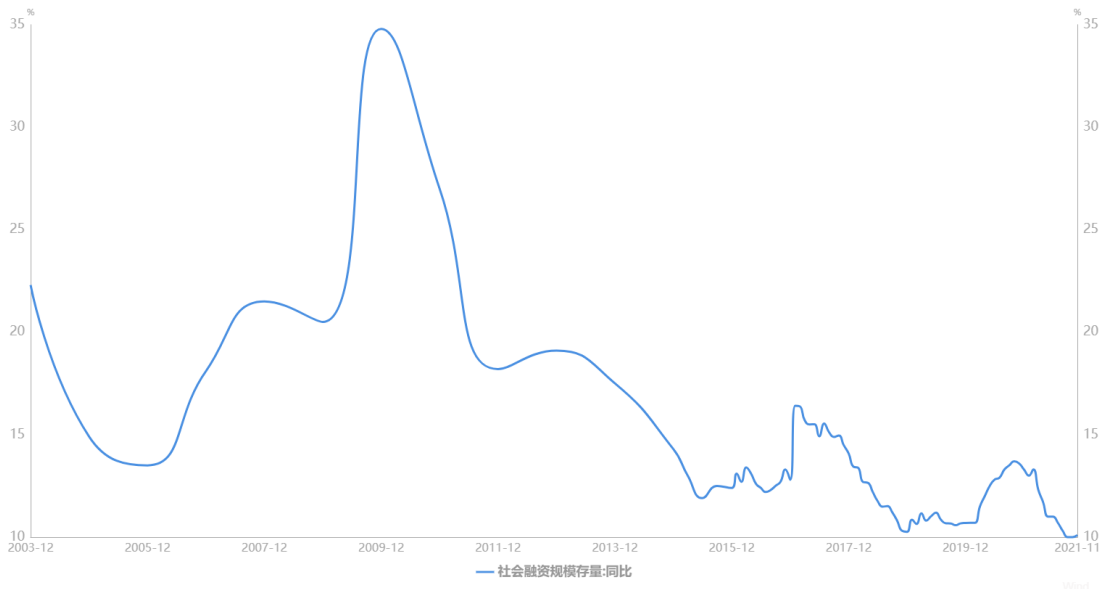
图：DR007 依然维持窄幅波动的格局，且中枢依旧平稳



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全年整体呈现下滑态势，11 月份有企稳迹象。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，全年呈现倒 U 型，11 月份数据继续下滑。

图：社融存量全年呈现下滑态势



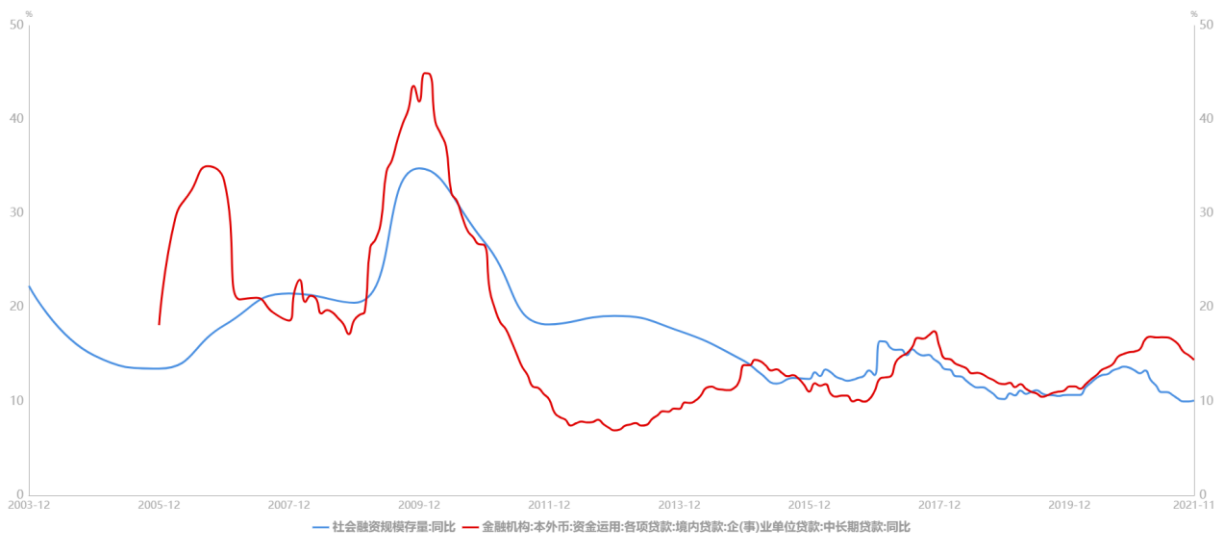
数据来源：Wind、招商基金

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	11.9
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
2021 年 11 月	10.1	11.84

数据来源：Wind，招商基金，单位：%

图：企业中长期贷款呈现倒 U 型



数据来源：Wind，招商基金

通胀方面，PPI 与 CPI 全年均整体呈现上升态势。其中 PPI 全年直线上升，并在 10 月份创下历史新高。CPI 上升相对缓和，11 月份录得数据 2.3%。考虑到经济目前整体处在回落周期，以及 PPI 对 CPI 的滞后传导，预计 PPI 后续将开始回落，CPI 将继续上升。

图：PPI 与 CPI 整体呈现全年上升态势



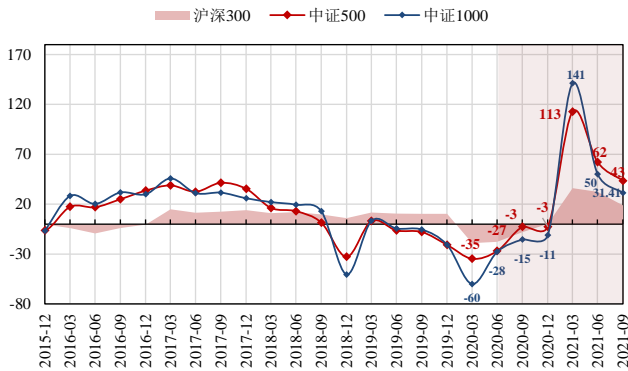
数据来源：Wind，招商基金

2 大类资产观点

2.1 A 股市场

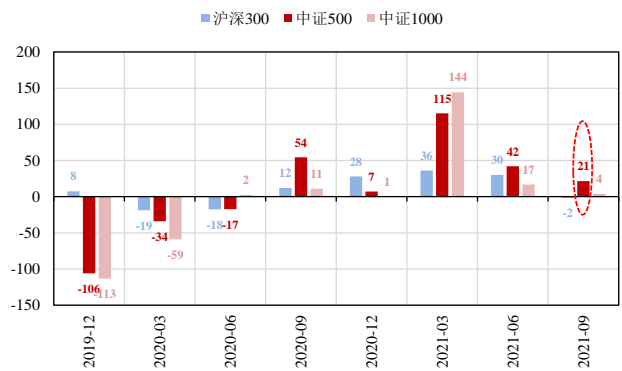
2021 年中盘凭借优异的盈利优势，全年跑赢大盘风格。以成分股无重叠的中证系列指数的盈利表现衡量规模与盈利的关系，比较沪深 300、中证 500 指数和中证 1000 指数成分股的盈利增速。2021 年 Q3 沪深 300、中证 500、中证 1000 指数的归母净利润增速较 Q2 均有所回落，沪深 300 降幅尤为明显。但中证 500 仍具备明显优势，沪深 300、中证 500 与中证 1000 三季度归母净利润增速分别为-3.62%、23.69%和 3.31%，较沪深 300 与中证 1000 优势明显。从 2021 前三季度来看，中证 500 较沪深 300 和中证 1000 亦明显更优：2021 年前三季度累计沪深 300、中证 500、中证 1000 指数的归母净利润增长率分别为 22.00%、42.83%和 30.14%。

图：归母净利累积增速：中盘下行斜率较缓



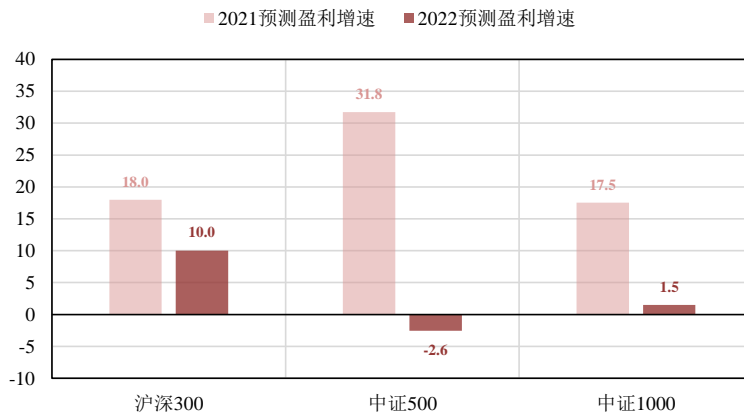
数据来源：Wind，招商基金

图：归母净利单季增速：中盘相对优势保持



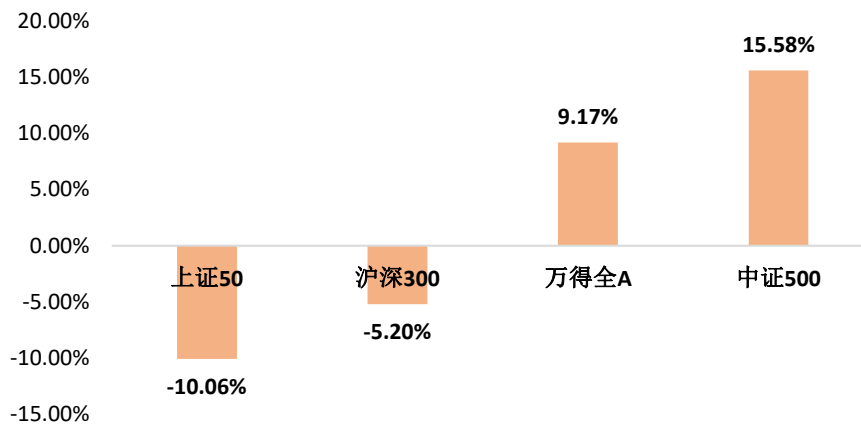
2022 年全年来看大盘风格或将更为占优。一方面，2022 年经济下行压力加大的环境下市场将进一步追求盈利稳定性，而 2022 年大盘盈利预期较为稳定，但小盘盈利预期较 2021 年大幅下行优势不再。另一方面，经历了 2021 年的持续上行后，中小盘估值性价比已有所下降，而大盘在经历持续震荡后估值性价比逐渐提升，且筹码结构已恢复相对合理。

图：2022 年大盘盈利增速或保持稳健，中盘快速回落



数据来源：Wind，招商基金

图：2021 年主要股指涨跌幅

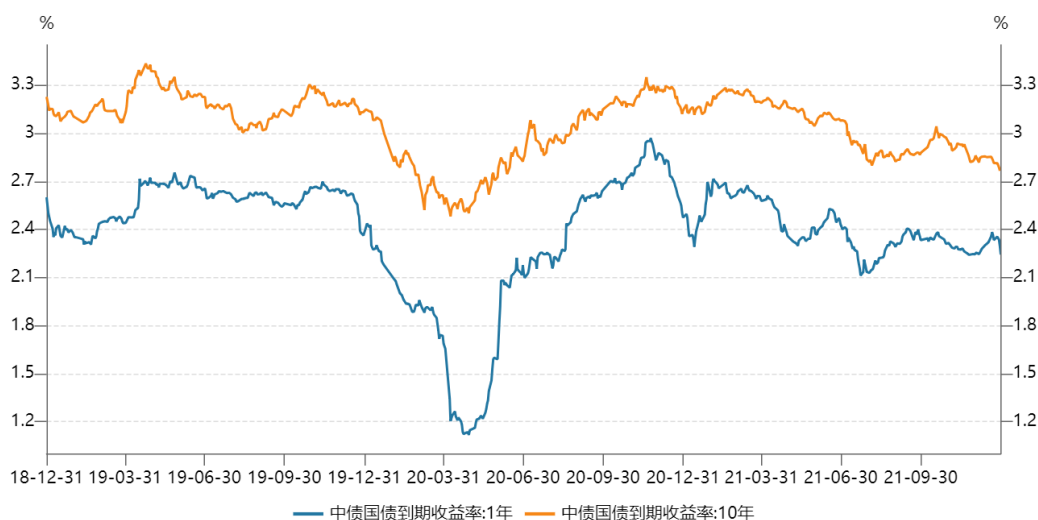


数据来源：Wind，招商基金

2.2 债券市场

2021年度，债券市场震荡走强，以10年国债收益率来看，全年约在2.8-3.3%区间，波动区间50bps，年初10年国债受央行OMO（公开市场操作）不及预期资金面小幅收紧、疫情恢复预期下全球风险资产和大宗商品价格上涨等因素影响，小幅调整至年内高点，随后伴随资金面宽松、资产荒压力、经济下行压力凸显、央行降准等利好因素，债市收益率一路震荡下行。

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 2022 年，我们认为影响债券全年趋势的主线是两个逻辑的碰撞，即短期政府希望拉回潜在经济增速的决心和 3-5 年中国经济潜在增速下台阶。这也意味着债市在目前收益率偏低水平状态下，一方面收益率波动会有所加大，另一方面收益率中枢或进一步下移。债市的波段操作较为重要。

具体看，上半年 GDP 同比增速大概率仍为下行，下半年有望转为回升。在此背景下，资金利率对于利率债非常重要。2022 年上半年，由于经济增速仍然有一定压力，而地产行业难有如 2015-2016 年的放松。央行出于支持产业结构调整尤其是支持绿色产业发展的思路，预计会通过释放一定低成本的资金予以支持。资金面仍将维持较为宽松的格局，如果消费、地产未能企稳，而出口再度下行，总量上，在 12 月降准的基础上，2022 年一季度在利率层面上予以适度宽松的可能性较大。如此在 2022 年上半年资金利率中枢有望在目前水平进一步下行，带动一波债市行情。

政策层面上，中央经济工作会议对稳增长表态极为明确，在 2018 年经济工作会议后于 2021 年重提“坚持以经济建设为中心是党的基本路线的要求”和“六稳”、“六保”，指出“要保证财政支出强度，加快支出进度”、“适度超前开展基础设施投资”，“宽信用”的信号愈加明显。货币政策继续宽松，央行在 12 月推出了年内第二次降准。财政部提前下达 2022 年新增专项债限额 1.46 万亿元。在宽信用已经关注到地产和基建的阶段下，如果 MLF、OMO 和 LPR 利率迟迟不调，则债市也会存在阶段性的回调。

2.3 港股市场

2021年，恒生指数下降14.08%，恒生国企指数下降23.3%，在全球主要股指中表现较差。具体来看，1）大型股（-16.7%）领跌，小型股（-8.9%）表现好于大型股和中型股（-11.5%）；2）中资股（2.6%）表现弱于香港本地股（6.4%）；3）行业方面，能源业、公用事业、原材料业表现较好，资讯科技业、互联网科技业、医疗保健业、地产建筑业、必需性消费业表现差；4）恒生公用事业类在在港股主要指数中表现最好（17.6%），而恒生科技跌幅最大（-32.7%）。

2021年，港股表现明显弱于A股和美股，主要是产业政策影响市场对港股的风险偏好。2021年以来，价值股表现整体优于成长股，且板块内部分化明显。价值股中能源业、公用事业和原材料业2021年以来累计涨幅居前，涨幅分别为20.5%、17.6%和9.4%。而医疗保健业、地产建筑业、必需性消费业则大幅下跌，跌幅分别为27.8%、18.8%和18.0%。而恒生科技指数大幅下跌32.7%，其中恒生资讯科技业、互联网科技业分别32.3%和31.6%。

2021年以来，新冠疫情持续冲击全球供应链，全球经济增长乏力。供需错配下，大宗商品价格持续大幅上涨。能源业和原材料行业利润明显提升，行业指数涨幅居前。而与经济密切相关的消费、金融和地产行业跌幅明显。受互联网行业反垄断政策影响，板块年内跌幅居前。2021年以来，沪深港通南向资金净买入3802亿元人民币，较2020年的5967亿元有所下降。从港股通行业资金流向看，近一年来，金融业、非必需性消费、地产建筑业、必需性消费、工业和资讯科技行业资金净流出居前，分别为7993亿元、3045亿元、1550亿元、1549亿元、1137亿元和1028亿元。

展望2022年，我们认为，随着国内稳经济政策实施、全球大宗商品价格回落、反垄断措施落地，市场盈利和风险偏好有望得到修复。基本面方面，消费行业有望受益于疫情冲击的边际减弱以及国内稳增长政策的实施，盈利迎来回升。风险偏好方面，一方面此前美联储加息的预期已经在市场中有所反映，负面情绪已被定价。另一方面，互联网行业经过过去一年的强监管，2022年有望迎来政策底。此前受压制的风险偏好未来也将得到一定程度的修复。国内流动性方面，国内强调“以我为主”和“稳增长”，2022年货币政策保持中性偏宽松。国际流动性方面，主要国家地区如美国、欧洲等在高通胀压力下，货币政策开始收紧，或给港股流动性造成一定压力。

主要的风险点在于：1）疫情蔓延超预期；2）美联储加息节奏超预期；3）国内稳增长政策不及预期；4）产业监管政策超预期；5）人民币汇率波动。

配置方面，我们建议重点关注：1）互联网板块。产业政策影响逐渐缓解，行业龙头的地位稳固，长期配置价值凸显。2）生物医药板块。港股市场上聚集了国内优秀领先的创新药企。创新药的国际化在稳步推进，CXO行业景气依然。3）先进制造业板块。新能源车带动的汽车电动化、智能化，拉动了核心器件的需求；国产替代的背景下，一批有实力的企业将在新应用场景拓展过程中创造价值。4）新兴消费——国潮消费、家电

出海、潮玩消费。国货品牌随着研发投入的提升，产品实力强势崛起。智能家居渗透率处于快速爆发前期。中国出口跨境电商快速成长，中国制造成为海外智能家居的重要参与者。5) 高息股板块。港股市场中不乏股息收益率不俗、估值具吸引力的价值股，值得关注。

2.4 美股市场

回顾 2021 年

数据显示，2021 年年初迄今，标普 500 指数创下了 66 个历史新高。2021 年，尽管疫情依然存在，但随着疫苗的普及，美国经济稳步复苏，美股市场依然强势。

从三大指数来看，美股总体呈现震荡向上的趋势。2021 年上半年，美国科技股出现走势疲软迹象，在经济复苏的背景下，传统价值股与周期股一度领涨。能源、钢铁等股票强势上涨，而相关高估值成长股的涨势则受到压制。新冠疫情不是主宰美股市场走势的主要因素，“通胀高企”与美联储“减码与加息”的预期成为左右 2021 年市场行情的主要因素。

具体而言，2021 年上半年，能源股表现较好。随着全球逐步推进接种新冠疫苗，欧美多个国家逐渐开始放开封锁，大宗商品需求回暖，能源需求快速升温，布伦特原油成为上半年表现最佳的大类资产，收益率达到 44.32%。在此背景下，油气、海运、钢铁等板块涨幅居前。下半年，在大型科技公司业绩上涨的驱动下，大型科技股成为主要上涨动力。然而，科技股内部的走势分化也更加明显。一方面，大型科技股出现“逼空式”上涨，带动指数不断创下新高；但另一方面，成长股却迎来大幅回调，主要是部分疫情受益股。

进入 2021 年下半年，对利率走向的敏感使得科技股出现分化，业绩保持高增长势头的科技巨头们依旧受到资本青睐。四季度，随着“元宇宙”概念的诞生，Facebook 率先改名为“Meta”，科技巨头纷纷进军“元宇宙”赛道，“元宇宙”相关个股表现抢眼。

美股表现

根据标普各行业指数表现，能源板块涨幅在各大主要板块中居首，此外，金融、医疗保健、非必需消费品、工业等涨幅靠前。在通胀高企的背景下，投资者纷纷转向能源、金融和房地产等抗通胀板块寻求避险。

美股中概股表现

受宏观经济环境、监管政策和反复的疫情影响，多个行业、企业都表现低迷，互联网、科技金融、教育、餐饮、快消品等板块受影响较大。

展望 2022 年

美联储将加速缩债，压制通胀水平，市场将引来加息预期落地。疫情仍未结束，致死率不断下降，疫苗接种率在不断提升。供应链供需失衡状况有缓解迹象，但在需求大增的趋势下，供给面的恢复尚需时日。展望 2022 年，新冠防疫和抗通胀仍是市场主题。

美国国内市场，补助救助金终止发放并未显著影响消费信贷规模增速，各州政府正着手吸引重新就业，预计就业市场将积极向好。经济复苏前景日趋明朗，市场情绪有所回升。美联储积极控制通胀水平，有望助力经济修复进程。顺周期板块获资金大额流入，同时上市公司回购活动强势回升，有望助力指数行情上行。

美联储 2022 年将加息，但实际利率仍将保持在历史低位，预计股票依然会受到投资者青睐，企业盈利将增长并提振股价，美股牛市有望继续。通胀将正常化，供应链压力将缓解，劳动力市场参与度将回升。

预计随着美联储退出宽松货币政策的速度快于其它一些主要央行，美元在未来一年将进一步走强。市场焦点也可能转向，投资者需要重新考虑了久期较长的资产的估值和风险。眼下债市的大幅抛售潮，与 2021 年年初时的市场情况类似：美债收益率的飙升导致美国科技股遭遇重挫。美联储加息的阴霾、美债市场的抛售，正在降低整个市场的风险偏好，2021 年经过暴涨的高估值板块在 2022 年会受到一定的压制。

预计未来一年最大的风险是“加密货币”和科技行业中的高估值成长板块。投资者需考虑对手中权益头寸做好防御措施，警惕投机股，重视盈利稳定的防御型资产。此外，中国长期增长故事还没有结束，大部分风险已经释放，中概股的市盈率和人气从低水平回升的机会值得期待。

重点关注行业

1、新能源汽车产业链：

拜登政府发布电动汽车扶持政策并签署行政命令，期望 2030 年电动汽车销售占比达成 50% 目标。2015-2020 年，全美电动汽车销售量稳步增长，五年复合年增速为 8.80%。其中，2020 年全美电动汽车销量达到 76.31 万辆，同比提升 8.64%。当前全美电动汽车渗透率仅为 2.2%，低于欧洲和中国。2021 年以来，在政策环境和市场需求的催化下，美国电动汽车行业的景气度正缓步回升。美国本土汽车厂商纷纷发力，拓宽电动汽车领域未来投资。预测到 2025 年，美国汽车行业将在汽车电动化领域投资约 3300 亿美元。

2、半导体产业链

2021 年全球半导体行业的资本支出预计将达到约 1500 亿美元，同比增长 30.43%，创下历史新高。旺盛的市场需求是支撑半导体行业提高资本支出的动力。2020 年受益于新冠疫情所致的供应链中断，全球半导体销售额达到 4404 亿美元，同比增长 6.8%。预计 2021 年全球半导体的销售额将达到 5530 亿美元，同比增长 25.6%。东南亚的疫情一度使得全球半导体供应链短缺雪上加霜。然而 2021 年 10 月份，受“Delta”疫情影响而中断晶圆厂生产的马来西亚宣布晶圆厂已全面恢复生产。

3、大金融板块

2021 年以来，美国金融机构趋于放宽信用卡和个人贷款资格限制，在美国联邦政府的财政刺激和失业救助计划下，消费者的信贷偿还能力并未受到大幅影响。2021Q1，30% 的美国银行放宽了信用卡贷款限制，20% 的美国银行放宽了车贷限制。全美消费信贷规模的季调年化增长率为 4.6%。其中，循环贷规模同比增长 7.8%，非循环贷规模同比增长 3.7%。自 2020Q4 起，非循环贷款规模的增长趋于加速。2021Q2 增长 1.4 个百分点，

反映出 2021 年以来美国房价上涨趋势下美股市场房地产板块的高热度。

主要风险

建议关注以下风险点：一是 Omicron 变异毒株自美传播后防疫形势又趋于严峻，圣诞节前后欧美国家人流动更为频繁，不确定性尚存。二是美国通胀水平若无法按预期受控，或致使美联储提前结束缩减购债，加快加息步伐。三是美国供应链瓶颈及限制无法顺利缓解，经济复苏进程若无法按预定轨道行进，长短端利率曲线或更加平坦化，甚至出现倒挂情形，经济或进入衰退区间。

2.5 原油市场

原油：预计供需缺口逐渐收窄，油价节奏仍需关注经济修复进度。

2021 年原油市场回顾：经济修复推动油价上涨，多轮变异疫情造成扰动。

回顾 2021 年原油市场仍然处于波动较大的状态。在全球仍然维持宽松的流动性大背景下，大宗商品市场一度有形成超级周期的上行趋势，在全球经济复苏的背景下油价在 2021 年上半年走出一轮明显上涨行情，虽然三季度油价出现了幅度比较大的回落，但随后在能源危机情绪催化带动下油价年内最大涨幅一度突破 70%、油价上涨至近七年的高位。而另一方面 2021 年全球经历多轮新冠疫情冲击和全球不断推动疫苗接种的博弈下，油价表现起起伏伏，而十一月底出现的南非变异毒株 Omicron 让油价再次出现剧烈下挫，并且将油价引入了一年来最弱的阶段。

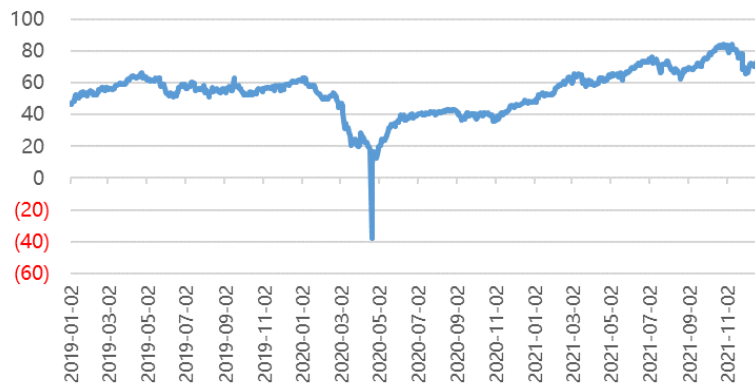
从具体分季度行情来看，在年初沙特宣布额外减产 100 万桶/天，美原油库存反季节下滑，全球供需趋于紧张，在进入三月份后欧洲暴发第三轮疫情以及苏伊士航道受阻，多空因素交错下油价波动加剧。二季度欧美原油期货继续上行。整个二季度油价跟随石油需求恢复的脚步上涨，其中四月下旬由于印度疫情持续恶化、以及伊美核谈判进展顺利，油价在四月底至五月下旬震荡下滑，此后美国驾车旅行高峰季节开始，对石油消费乐观，支撑油价强势走高。三季度油价呈现“V”型走势，七月初 OPEC+会议争端，阿联酋拒绝签署协议，担忧价格战再起。随后德尔塔变异病毒全球蔓延、以及流动性收紧预期，美元走强，油价持续下滑。直至八月底飓风艾达登陆，美湾产能恢复缓慢，美原油库存连续七周下滑石油供应明显趋紧，油价快速反弹。进入十月后煤、石油、天然气能源危机共振，OPEC+会议维持慎增产，冷冬天气加剧石油供需矛盾，欧美原油期货在十月底上涨至年内最高水平。进入十一月下旬，欧洲新冠疫情恶化、南非发现新型变种病毒 Omicron 油价开始暴跌。在进入十二月后市场对于 Omicron 变种病毒的担忧缓解，油价开始从低位反弹。

图：布伦特原油价格（美元/桶）



数据来源：Wind、招商基金

图：美国西德克萨斯中级轻质原油(WTI)现货价格



数据来源：Wind、招商基金

2022 年原油市场展望：预计供需缺口逐渐收窄，油价节奏仍需关注经济修复进度

展望 2022 年的原油市场，随着主要产油国供应逐渐回归、OPEC+结束减产，原油在全球的供需缺口将逐渐缩窄，油价上涨的速度可能也将逐步放缓，具体节奏仍需跟踪在疫情扰动下的全球经济修复情况。

从供给端来看，欧佩克+近期会议保持 40 万桶/天增产计划，未来按照每月增产 40 万桶/天增产，直至 2022 年 9 月份结束从去年 5 月份开始的天量级减产计划，OPEC+产油国也表示会根据市场情况调整产量计划。美国市场近期产量增速加快，达到年内最高水平，但 2021 年整体上游投资增长放缓，主要受绿色能源政策影响。预计 2022 年美国原油产量维持缓慢增长态势，一方面目前美国油井处于历史低位水平，很难继续释放产能，另一方面也受到碳中和政策和上游投资的掣肘。

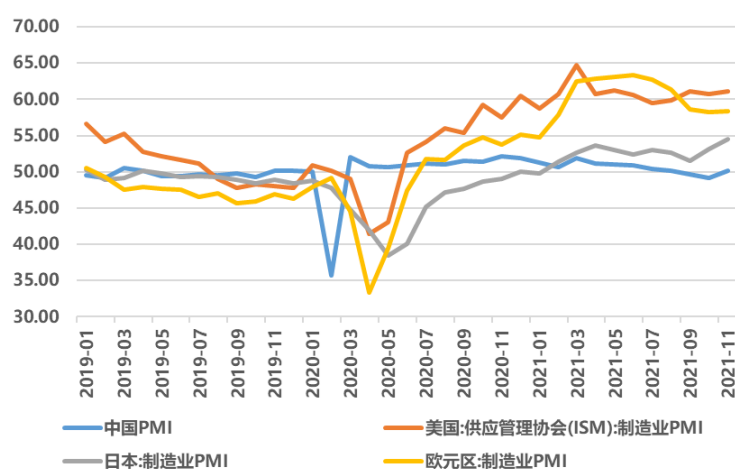
而从需求上看，全球石油需求恢复预期仍然向好，但变异病毒的出现可能打乱石油恢复的节奏，特别需要关注因疫情反复所带来的区域石油需求的变化。美国极端天气带来的阶段性供应短缺以及能源危机，使得全球石油库存处在低位运行状态，加之 2022 年来自石油消费大国补充战略储备的需求，低库存驱动逻辑仍维持不变。油代气发电需求边际走弱、欧洲天然气供应偏紧状态将持续。

另外在宏观层面，随着美联储缩减购债以及加息的推进，流动性收紧预期使得金融溢价走弱。疫情爆发

之后为了拯救经济，全球各国量化宽松扩表共计超过八万亿美元，接近此前十年的总和。欧美日的广义货币增速也创近年来新高，大规模刺激的结果就是到 2021 年下半年，美国欧洲等都不得不将控制通胀压力作为头等大事来应对。而当时间进入到 2022 年显然这些国家不得不面对如何权衡控通胀和脆弱的经济继续恢复的难题。目前来看美联储的态度已经非常明确，只要条件允许将加速缩债并为 2022 年提前加息提供条件，流动性收紧是大势所趋，这也让宏观层面推涨大宗商品价格的因素逐步消退。

综合供给需求以及宏观等诸多因素，预计 2022 年原油市场缺乏持续大幅上涨的条件，在中性假设下预计 2022 年油价中枢略微下移，全年油价大致在 55-85 美元之间波动，乐观假设下油价中枢或为 72 美元附近，悲观假设下油价中枢在约 60 美元附近。

图：全球主要经济体 PMI



数据来源：Wind、招商基金

2.6 黄金市场

黄金：2021 年金价宽幅震荡，预计 2022 年金价或将呈上行趋势

2021 年金价回顾：

Q1 金价大幅下行，财政刺激和疫苗注射推进大幅抬升实际利率拖累金价：一是财政刺激力度增加催动经济增长预期，2021 年 3 月，1.9 万亿美元的“美国救援计划”通过财政调解的方式落地，经济复苏预期进一步抬高。二是疫苗注射稳步推进，拜登上台后疫苗注射明显提速，Q1 美国疫苗接种数接近 1 亿剂，覆盖率接近 45% 领跑全球发达经济体，经济复苏预期增强利空金价。Q1 实际利率大幅上行 46bps，对金价形成明显拖累。

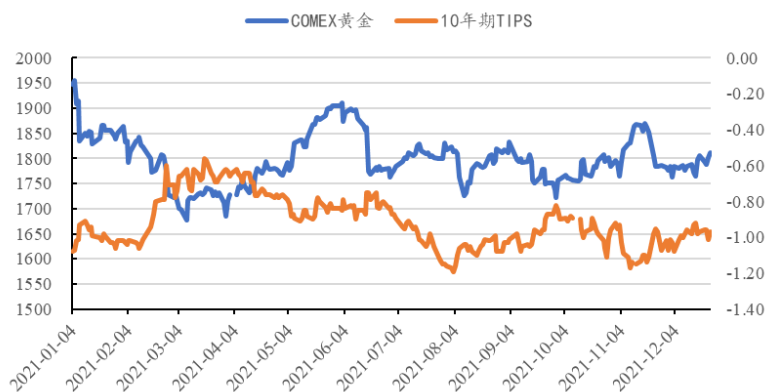
Q2 金价重拾升势，核心驱动因素是海外疫情明显复发，疫苗注射速率放缓使得经济复苏的预期弱化，实际利率回落。4 月和 5 月海外疫情复发导致经济复苏前景弱化；此外，受疫情和失业救济金发放过量影响，美国二季度非农就业修复明显低于预期。流动性方面，美联储 3 月 31 日后对 SLR 的约束加严，银行逐步表

失扩表意愿并拒绝揽存。大量流动性在银行“遭拒”后涌入货币基金市场，市场回购利率挑战利率走廊下限使得逆回购屡创天量，连续多个交易日突破升至 8000 亿美元以上。流动性的泛滥也明显压低了实际收益率并拖累金价。

Q3 金价宽幅震荡，主要受疫情反复影响。7 月全球疫情再次出现反复，全球每日新增确诊（5 日移动平均）已从 6 月下旬不足 35 万例的低点反弹至 50 万例以上。欧美发达国家疫情的复发推升了市场避险情绪，黄金价格因此走强。各国疫情在 8 月下旬收缓，且欧美国家决定推进加强针。随后，全球疫情担忧逐渐消退。

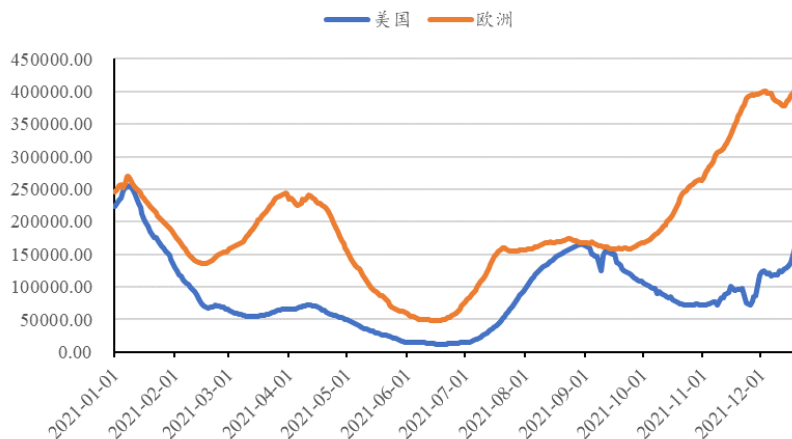
Q4 金价延续震荡走势，主导因素是疫情和美国加息预期。Q4 以来，美、欧等大型经济体通胀水平均大幅超出市场预期，美国 CPI 同比增速再次突破前高升至接近 7% 水平。一方面黄金作为抗通胀资产将明显受益；另一方面当前市场已经形成“通胀超预期--加息预期增强--长期复苏预期恶化--实际利率下行”的定价逻辑，通胀超预期反而使得长端实际收益率走低，美债收益率曲线进一步扁平化，继而驱动金价走强。通胀预期和黄金做多情绪在 11 月上旬到达极值后，美元的持续性走强开始打压金价。此外，Omicron 病毒出现前期，直至后期阶段性症状表现较轻也加剧了基本面预期的反复和金价的波动。

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

图：美欧疫情 2021 年走势



数据来源：Wind、招商基金

2022 年金价展望：

在美元中枢整体下行、美债实际收益率全年反弹后期乏力的情况下，预计 2022 年金价整体呈上行趋势并再次突破 2000 美元关口。在上半美元实际收益率反弹、美元高位震荡的背景下，黄金难有强势表现；Q2 后段实际收益率和美元双双进入下行轨道后黄金将逐步上行，Comex 黄金价格可能突破 2000 美元关口，并挑战 2089 美元的历史新高。

美元中枢整体下行的逻辑在于：从通胀及加息预期来看，预计 2022 年美国 CPI 将呈现前高后低走势，1 季度仍将面临明显的通胀压力，CPI 同比增速可能继续维持在 5% 以上，此后将逐季回落并在年末回归至 3%-3.5% 区间。一旦 2022 年通胀下行的趋势确认，美联储实际无需加息，反而更应该在平均通胀目标制的框架下谨慎呵护通胀预期，防止过快加息导致长期通胀预期继续跌入 2% 以下形成与实际通胀互相拖累的负向循环。美国加息预期的证伪将使得市场对欧美货币政策定价的背离幅度逐步收敛，继续驱动美元走弱（当前市场对于美联储加息节奏的定价已经较为极致，隐含预期是 2022 年 4 月 Taper 结束当月立刻开展首次加息，反观欧洲拉加德已明确提出 2022 年加息的概率极低）。从实际经济增长的角度来看，预计美国商品和新房补库均可能在 2022 年上半年渐进尾声，全年来看对美国资本开支及经济的拉动作用将逐季走弱；而欧洲的补库至今仍未启动，预计将在 2022 年滞后发力，并会同碳中和相关投资带动欧洲经济呈现出相较美国的增长优势。综上，2022 年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。Q1 美国通胀仍然面临阶段性压力，加息预期短期难以证伪；叠加 Q2 美股可能迎来大幅回调（2022 年上半年需警惕美股在强加息预期、经济下行压力加大的背景下因估值和盈利端的双重压力而大幅回调），市场可能呈现阶段性 Risk Off，美元将持续高位震荡。二季度下半场起欧洲方面补库逻辑发酵、全球实现群体免疫贸易规模抬升均将利好欧洲经济；美联储加息预期也将逐渐证伪，二者将共同驱动美元指数回落。

美债实际收益率前高后低的逻辑在于：Taper 预期在 2021 年内落地后美债收益率上行动力不足，上半年高位震荡的主要原因在于就业和经济的进一步修复将驱动实际收益率上行，CPI 增速逐渐下行将驱动通胀预期回落，二者在接力的过程中美债收益率将整体呈现震荡走势，期间经济数据超预期或通胀回落慢于预期可能导致美债收益率出现短暂性摸高。Q2 后段起通胀压力逐步消除、加息预期被证伪后将带动通胀预期继续回落，GDP 逐季回落和就业修复放缓同样将使得实际收益率承压，预计美债收益率下半年逐步下行，可能冲击 1.2% 的前低位置。

2.7 汇率市场

汇率：美元指数预计见顶回落，人民币汇率波动加大。

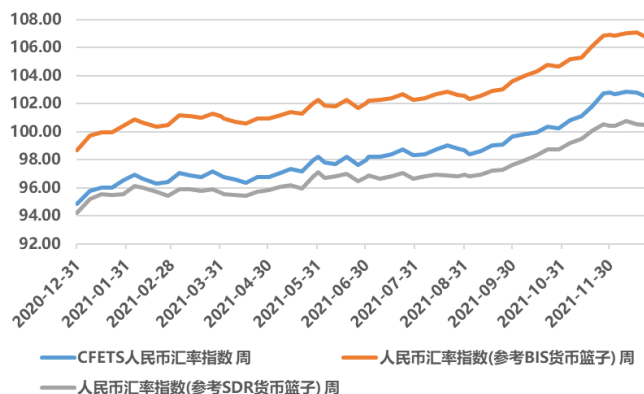
2021 年汇率市场回顾：人民币小幅升值，美元指数年中后持续走强。

回顾 2021 年，人民币汇率整体波动幅度相对较小，利率波动区间维持在 6.35 到 6.60 之间，三大人民币汇率指数均整体上涨，和美元兑人民币汇率整体走势相呼应，体现人民币汇率具有更强韧性。具体来看，2021 年的人民币走势呈现了四季分明的态势，除了二季度有一定波动、先走强后走弱外，其余的几个季度运行趋势都比较明朗、呈现单边向上或向下的明显趋势。

一季度受美元指数阶段性走强影响，人民币汇率贬值幅度达到了 1.43%，在贬值最剧烈的时候在岸人民币汇率和离岸人民币汇率分别跌至 6.3607 和 6.5750。由于美国的疫苗接种率具有一定领先优势，市场对于美国经济复苏的预期较为乐观、叠加美国国债收益率阶段性快速上行，共同支撑美元指数强势运行。而国内方面，前期起到支撑作用的经济基本面以及中美利差对人民币汇率的支撑力量相对减弱。二季度时在岸和离岸人民币先升值后贬值，整体小幅升值。在岸人民币汇率和离岸人民币汇率升值幅度分别为 1.74% 和 1.66%，在升值最高时在岸和离岸人民币汇率分别达到 6.3607 和 6.3598。二季度美联储官员频繁喊话为市场加息预期降温，美联储认为美国当前通胀仍处于正常水平，美元指数阶段下行、人民币持续升值到年内低点，但从六月份之后美国通胀数据持续大超预期、美联储利率决议开始偏鹰，市场对于美联储收紧流动性的担忧升温，美元指数开始反弹、人民币汇率逐渐回落。三季度人民币汇率小幅升值、整体波动较小。四季度人民币汇率和美元走势分化，尽管美元指数在流动性收紧预期下强势上涨，但人民币仍然走出了震荡升值的独立行情。人民币四季度升值主要动力来自于国内出口超预期，海外疫情虽有好转但供给仍未有效修复，外需强劲对出口增速形成支撑，人民币汇率仍然维持强势。

回顾 2021 年的美元指数行情，美元指数从年初以来走出一波三折的“N”字型走势，并且从六月份以来持续走强。美元指数主要衡量的是美元对一揽子货币汇率的变化程度，由于欧元、英镑等欧洲和欧元区国家货币占比最高，美欧经济的相对强弱便成为美元指数的核心驱动逻辑。由于疫情在全球各国之间的防控形势和演进并不同步，导致汇率走势受到不同国家疫情形势的影响，尤其是美欧间疫情形势的比较。在一季度时美国接种疫苗速度和比例好于欧洲，美元指数从 89.4 持续上升至 93 左右，而二季度欧洲的疫苗接种速度节奏加快、美元指数从 93 回落至 90，然后从六月中旬以后持续震荡抬升，最高涨至 96.8，年中以后美元指数的两波快速抬升分别发生在 Delta、Omicron 病毒出现后，资金避险情绪和经济政策预期发生变化的阶段。

图：2021年三大人民币汇率指数走势



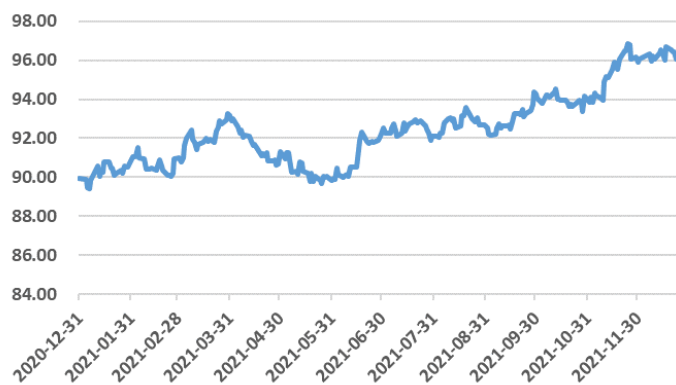
数据来源：Wind、招商基金

图：美元兑人民币汇率走势



数据来源：Wind、招商基金

图：美元指数走势



数据来源：Wind、招商基金

2022年汇率市场展望：预计美元指数见顶回落，人民币汇率波动加大。

预计2022年美元指数见顶回落，随着疫情逐渐变为“流感化”趋势，以及药物有效性提升和疫情防控更加科学有效，美欧等全球经济体经济活动或将加快回归正常，欧洲和其他非美经济体修复的弹性可能更大，美元将逐渐见顶进入弱势通道。

年中以来的Delta、Omicron变异病毒虽然传染力惊人、但感染病例中以轻症患者居多、致死率处于低位，疫情“流感化”的趋势越发明显。并且药物的有效性提升和技术发展，以及疫情防控手段的更加科学、有效，

也在加速疫情“流感化”的进度。从疫情初期的简单入院治疗，发展到化学小分子靶向药、再到疫苗和口服药结合等，都在降低疫情对正常经济活动的干扰程度。美欧等主要经济体经济活动或将加快回归正常化，欧洲及其他非美经济体修复弹性或更大。美国私人实际商品消费增速开始逐步回落，但仍远高于疫情前的水平，实际私人服务消费增速开始逐步回升，但仍远低于疫情前水平，而 2022 年二者或将进一步加快回归。随着财政刺激政策的退出，以及美联储加速 Taper 和加息，美国经济增长最快的时候或已过去。疫情期间受损较深的非美经济体，在疫后经济修复的受益程度或更高。美欧经济体疫情防控政策差异明显，在拜登上任初期，美国疫苗注射速度较快，但从四月份之后有所减慢。而欧洲则后来居上稳步推进，随着第三针加强针的注射，欧洲的疫苗注射进度起步晚、速度快。照此节奏推演，结合美联储加息预期的节奏影响等综合考虑，未来一个季度到半年期间美元见顶走弱可能性较大。

展望 2022 年人民币汇率可能将是区间震荡、波动加大的一年。我们认为人民币汇率将主要受以下几点因素共同影响。从政策层面来看，央行将更倾向于让市场力量对人民币汇率发挥作用，但若人民币汇率被高估或低估，央行将有充足的工具来使其保持在合理均衡区间。从疫情因素来看，我们预计疫情仍将继续反复干扰全球经济，但整体影响较过去两年逐渐淡化，因此全球经济将在慢节奏下逐渐修复，美元和欧元相对走强对人民币形成一定压力。并且中美经济之间的节奏错位在下半年会给人民币带来一定压力，政策差也将影响中美利差倾向于逐步收窄。综合以上判断依据，预计 2022 年人民币汇率将在 6.25 到 6.75 的区间波动，整体趋势偏弱。

3 股债投资策略

3.1 A 股投资策略

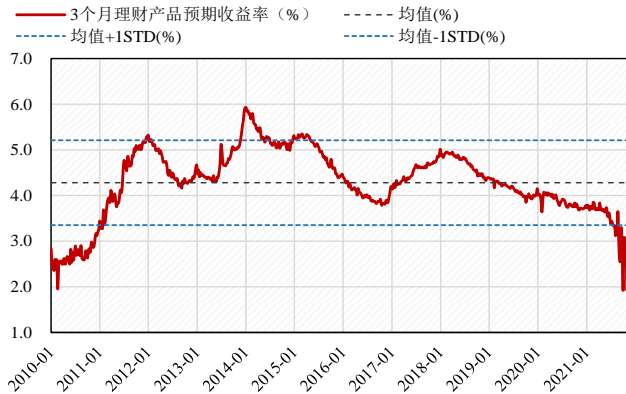
第一，流动性方面，在中期视角下，权益市场或仍将持续迎来增量资金。当前以银行理财产品预期收益率表征的无风险收益率仍持续下滑。同时，在“房住不炒”的地产政策总基调下，随着地产融资的收缩以及房产税的推出，市场对房价的悲观预期或将延续，“资产荒”现象加快凸显，民众资产配置向权益市场转移将成为长期趋势。随着注册制、退市制度等资本市场制度的改革与完善，权益市场将逐步发挥优胜劣汰功能，优质权益资产将日趋丰富，投资产品将不断创新，投资风险对冲工具亦将不断完善，吸引海内外投资者增配 A 股权益资产。**短期来看，2022 年权益市场增量资金将可能较 2021 年小幅回落。结构上公募基金与北上资金回落明显，私募仍保持较高增量，其余保险类资金和银行理财预计将小幅提速。**

公募增量资金回落明显：在经济与居民收入增速放缓与 CPI 上行环境中生活成本抬升的背景下，中低收入群体的无风险利率将小幅抬升。与之相对应，2022 年公募资金流入预计放缓。

私募增量仍较高：随着房产税改革的推进，房地产价格下行预期或将延续，高收入人群的无风险利率继

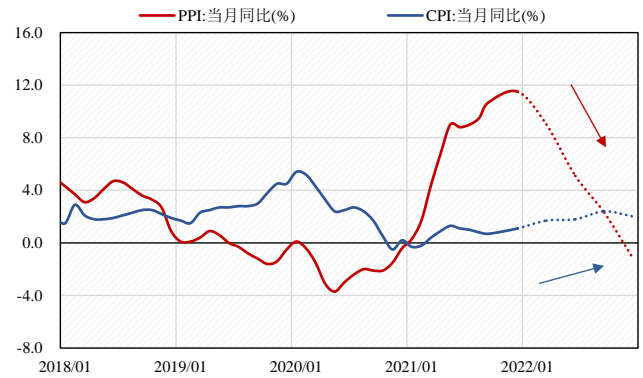
续下行。自 2019 年起，私募证券投资基金资产净值同比增速开始逐渐抬升，尤其自 2021 年以来，在高净值客户人群财富管理需求的不断抬升下，1-9 月私募基金规模同比增速均值高达 77%。往后看，在“资产荒”背景下，高净值人群加速配置权益资产的势头或将延续，但在高基数影响下，预计规模增速将有所收敛。

图：以理财收益率表征的无风险利率持续下行



数据来源：Wind、招商基金

图：PPI 向 CPI 传导在途，生活成本抬升



全球流动性拐点上北上资金流入放缓：当前国际指数对 A 股扩容暂无新计划，海外增量资金的核心驱动力从被动增配转向主动配置。伴随全球流动性拐点的到来，全球资本扩张预计将逐渐收敛，北上资金净流入也将随之放缓。

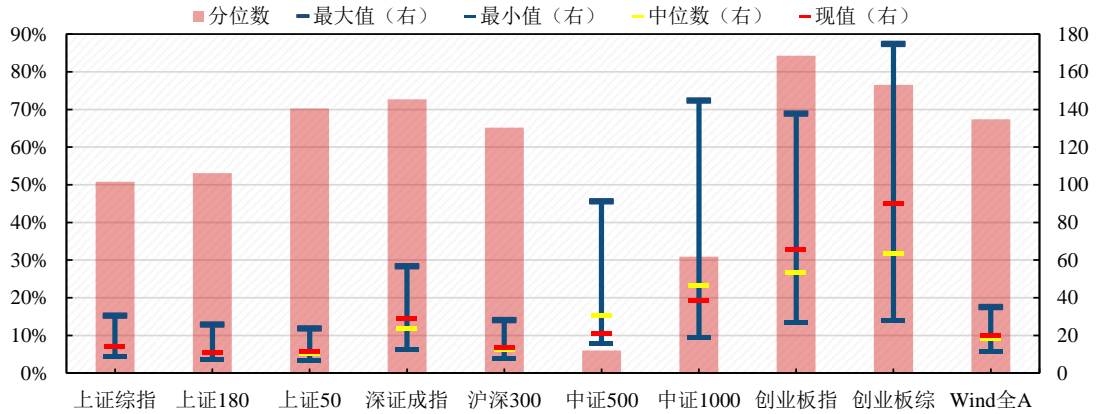
图：当前国际指数对 A 股扩容计划暂告一段落



数据来源：Wind、招商基金

第二，估值方面，当前上证指数估值已回落至中枢以下，对市场形成支撑。2021 年年初因基金集中持股形成蓝筹股泡沫，最终市场微观结构恶化导致泡沫破裂，随后市场开始调整。随着市场的持续震荡调整，市场主要宽基指数估值水平已经回落至估值中枢附近。对比 A 股其中重要指数，上证指数历史分位处于相对低位。具体来看，当前上证指数已明显低于估值中枢，对市场形成支撑。

图：对比 A 股其他重要指数中，上证指数历史分位处于相对低位



数据来源：Wind、招商基金

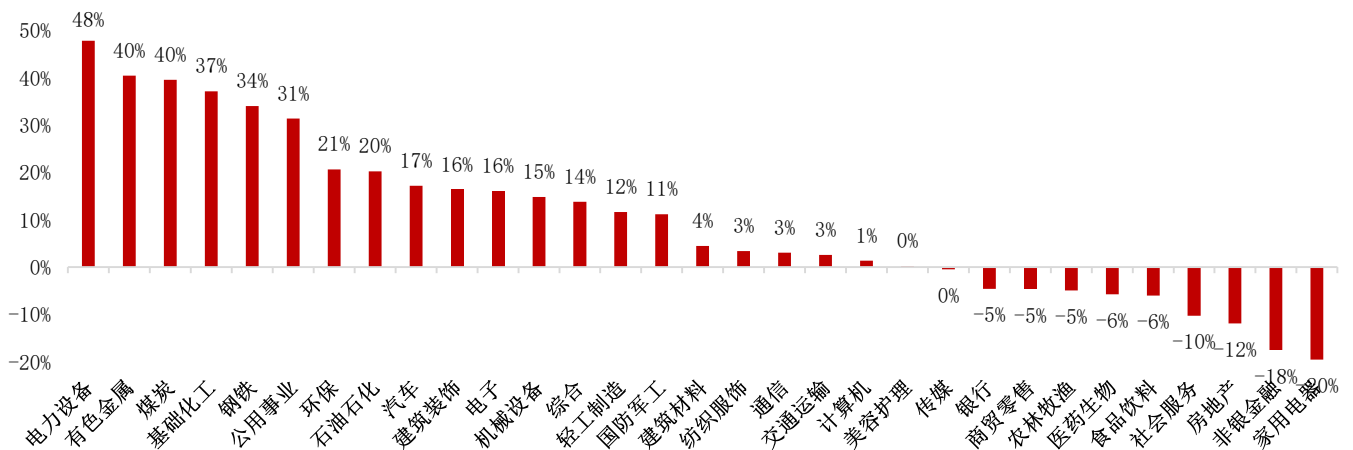
图：主要 A 股指数估值水平

主要指数	2021/12/27	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	19.8	32.2	11.6	18.1	66%														
	WIND全A(剔除金融、石油石化)	31.6	64.2	18.2	29.5	58%														
	上证50	11.4	20.9	7.0	10.2	74%														
	沪深300	14.0	25.2	8.1	12.6	72%														
	中证500	20.2	80.3	16.2	30.1	6%	√													
	中证1000	36.0	125.5	20.0	46.7	21%														
	中小板100指数	36.7	59.2	18.7	31.3	88%														
	创业板100指数	62.7	123.1	27.8	52.6	76%														
	创业板综合	40.9	85.8	23.3	41.0	49%														
海内外相对估值PE(TT)	恒生AH溢价指数	8.0	20.9	7.5	9.6	9%	√													
	上证沪港通AH溢价指数	7.6	9.9	3.0	4.3	64%														
	上证指数/标普500	0.5	1.5	0.4	0.6	19%														
相对估值PE(TTM)	创业板100指数/沪深300	1.7	1.8	0.6	1.2	99%														
	创业板综合/沪深300	2.4	3.7	0.9	1.8	79%														
	创业板100指数/沪深300	4.9	6.0	1.6	3.2	89%														
相对估值PB(LF)	创业板综合/沪深300	3.3	5.3	1.4	2.9	63%														

数据来源：Wind、申万宏源、招商基金

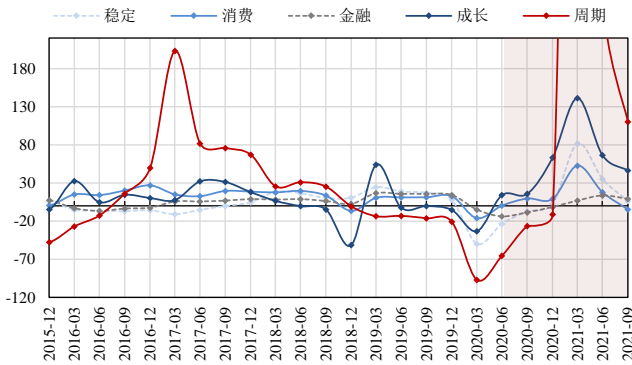
第三，行业配置方面。在 2021 年大类行业中，周期与成长表现较优。2021 年大类行业风格更多取决于盈利弹性。从归母净利润累计增速看，截止到 Q3，周期和成长板块是大类行业风格中增速最高的两大板块，而对应到行情表现上亦能发现两者领涨，周期板块年涨跌幅领涨各板块，而科技板块年涨幅位居第二。从归母净利润单季增速看，Q1、Q2 周期业绩领衔，Q3 周期回落，成长保持高增，盈利表现亦能与行情表现相对应。

图：2021 年至今行业涨跌幅 (%)



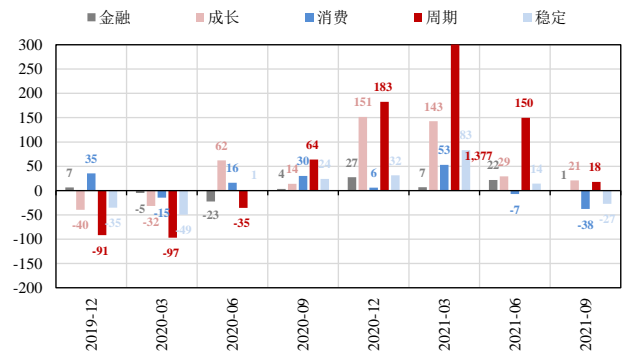
数据来源：Wind、招商基金

图：归母净利累积增速：周期具备盈利弹性



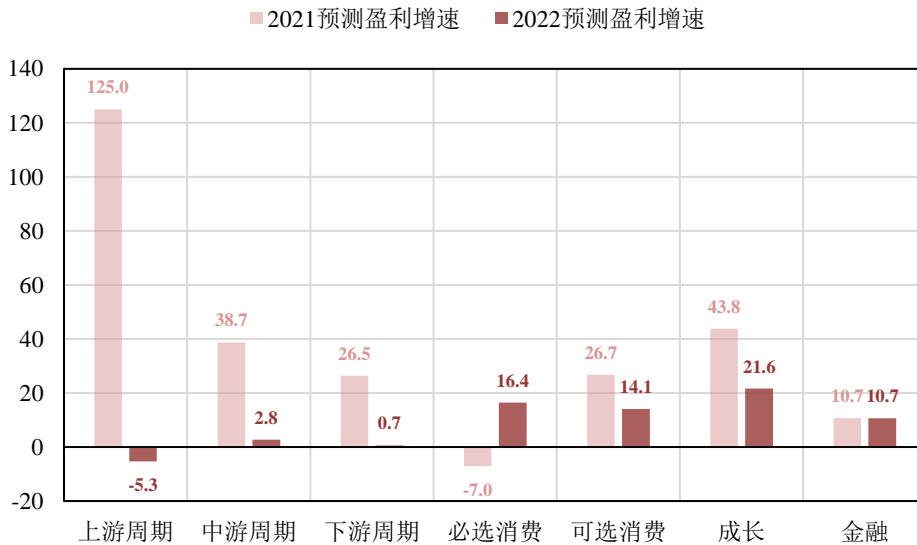
数据来源：Wind、招商基金

图：归母净利单季增速：周期与成长维持高增



2022年配置的重心在消费与成长：消费盈利或反转，成长维持高景气。从2022年各大类行业的盈利预测情况来看，2022年的盈利亮点在消费与成长。消费中，必选消费2022年快速修复，边际抬升明显。成长板块则延续2021年的高增速，在所有大类板块中增速排名第一。

图：预测2022年周期增速大幅回落，消费盈利反转，成长维持高景气



数据来源：Wind、招商基金

3.2 债券投资策略

3.2.1 利率产品

利率债市场回顾

2021年债市收益率前高后低，全年收益率中枢震荡下行。上半年主线是资金面从紧到宽和资产荒，下半年主线是基本面回落超预期和货币政策降准降息。全年债市运行大体可以分为五个阶段：

第一阶段，1月初-2月中旬，债市调整，10年国债收益率从3.15%左右上升至3.3%左右。主要是春节前，央行对春节流动性的货币政策工具操作不及市场预期，资金利率大幅回升，春节期间，海外权益市场、大宗商品大涨，节后债市收益率再度回升。

第二阶段，2月下旬-6月末，债市震荡走强，10年国债收益率从3.3%左右下行至3.05%。主要原因是资金面开始转松，股市下跌部分资金转向债市，此前机构认为的利率债供给冲击迟迟未至，社融增速逐步回落，金融机构欠配压力显现。

第三阶段，7月初至8月初，央行超预期降准，债市快速走强，10年国债收益率从3.05%下行至2.8%区间。7月7日国常会年内首次提及降准，7月9日降准落地，此时，债市开启交易，国内宏观基本面将从改善转向下行，同时货币政策开启新一轮宽松周期。

第四阶段，8月中旬至10月中旬，多部委释放宽信用信号，房地产政策纠偏，供给侧因素导致煤炭价格上涨，PPI快速回升，10月中旬央行的金融数据新闻发布会释放信号明显偏向宽信用，降准预期落空后10年国债收益率再度回升至3.1%左右。同时，债市摊余成本法理财整改冲击银行二级债资本债和银行永续债。

第五阶段，10月下旬至12月底，主要是央行重新加大公开市场操作，资金利率回落，同时12月再度开启降准和降LPR的操作，10年国债收益率回落至2.8%以下。

图：2021年1-12月债市走势回顾：



数据来源：Wind 资讯、中国债券信息网、招商基金

利率债未来展望

我们从国内外经济形势、财政货币政策、市场走势等方面对2022年进行展望。

国外经济形势：分化的全球经济体恢复速度。根据IMF对2022年全球主要经济体的预测，中国和美国复苏领先全球，2022年将基本达到新冠疫情爆发前的趋势增长水平；欧洲经济落后于美国，英国落后于欧元区；除中国以外的新兴市场（如印度）落后于发达市场。具体来看，2022年美国经济增长可达5.2%，显著高于疫情前2.5%左右的“正常”水平。

美国经济仍是发达经济体的领先者，但外溢效应将有所减弱。受益于服务消费复苏、地产和基建投资（拜登政府的基建计划）拉动、供应链的趋势性恢复，预计2022年美国仍会实现缓慢但持续的恢

复。但美国对全球尤其是中国外需的拉动将有所减弱，主要是复苏的主要方向是服务性消费，这对以商品出口为主的中国拉动力是偏弱的，另外，虽然美国的零售库存处于低位，但制造商和批发商的库存已经回归趋势增速，合计总库存增速也基本回到趋势增速，说明零售库存低主要是运输物流环节的暂时受阻。补库存需求的下滑，也将削弱美国经济复苏对全球商品需求的外溢性。

全球货币政策焦点在于美联储货币政策边际收紧。美联储 12 月 FOMC 会议决议声明于 16 日公布，美联储删除了通胀暂时论的说法，转变为认为通胀水平已经在一段时间内高于 2%，供需失衡持续推升通胀。美联储将开启加息动作的条件集中于对美国实现充分就业的目标，并将 Taper 计划加速。预计 2022 年，结合通胀条件、就业数据、拜登政府中期选举压力，美联储将收紧货币政策，加息 2-3 次。

国内经济形势：预计 2022 年中国经济增速前低后高，但上半年经济增速超预期可能性大，经济预期差直接影响国内债市走势。我们对拉动经济的三驾马车投资、消费、净出口分别分析。净出口，预计伴随美国经济对中国出口外溢性减弱，新兴经济体的供给释放，净出口对经济的拉动将有所减弱；消费，中国疫情防控较为严格，我们认为继 Delta 和 Omicron 毒株之后，可能仍会有下一波，这可能意味着服务性消费仍然是一个非常不确定的变量，社零消费在疫情后出现了增速中枢下台阶的趋向；投资可能是 2022 年经济增速的重要支撑力量，基建投资和双碳产业投资将是主要抓手，宽信用政策继续支持制造业投资，房地产投资不再继续下行。通胀方面，中国货币并没有超发，全面的通胀没有可能，预计 CPI 小幅回升，PPI 高位回落。

财政货币政策：政策层面上，中央经济工作会议对稳增长表态极为明确，在 2018 年经济工作会议后于 2021 年重提“坚持以经济建设为中心是党的基本路线的要求”和“六稳”、“六保”。财政政策上，政府提出“要保证财政支出强度，加快支出进度”、“适度超前开展基础设施投资”，“宽信用”的信号愈加明显。货币政策继续宽松，央行在 12 月推出了年内第二次降准。财政部提前下达 2022 年新增专项债限额 1.46 万亿元。货币政策上，央行四季度货币政策例会给出了更直接的线索，宽货币和宽信用均有表达：增强前瞻性、精准性、自主性，发挥好货币政策工具的总量和结构双重功能，更加主动有为，加大对实体经济的支持力度；结构性货币政策工具要积极做好“加法”。

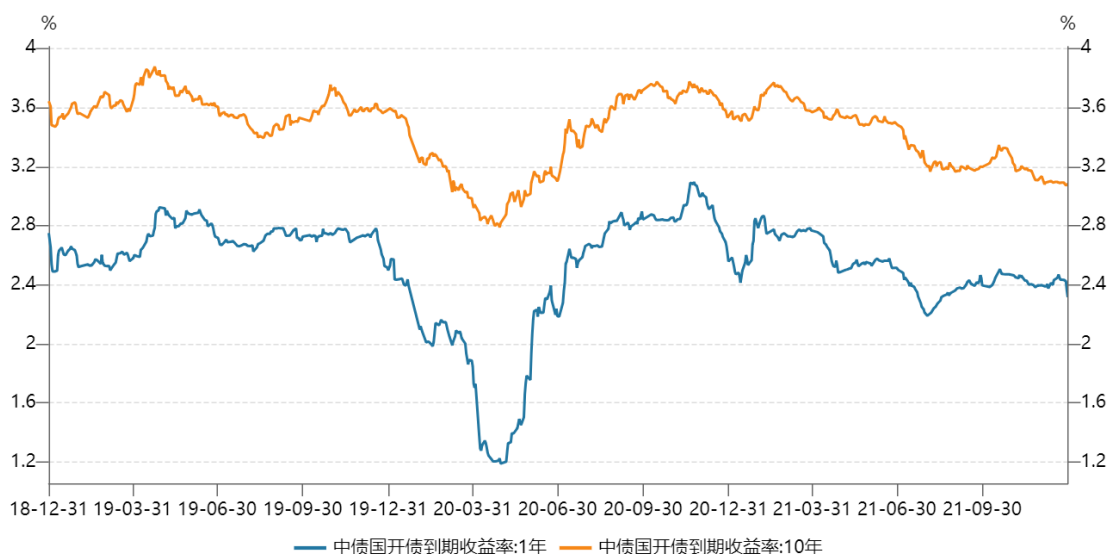
利率债投资策略：2022 年我们将更加关注政策节奏和应对。

货币政策在 2022 年初仍有发挥余地，在中央对经济发展的表态下，预计央行在 2022 年一季度有较大的降低 MLF 和 OMO 利率的空间，只要没有实际操作，则债市对货币政策的宽松仍在，在此之前债市仍可能行情持续。

做好一次防守，防守后将是难得的配置机会。上半年，需要更关注财政政策和基建投资会否有超预期表现，如果有，叠加偏低的利率水平、市场普遍偏高的久期持仓、可能的货币政策降息利好出尽，很容易触发一波调整，此时应做好防御，考虑降低久期至 2.5 以下的水平。但调整也或带来债市投资机会。10 年国债调整 20bps 至 3%或以上水平，信用利差拉开后，或是阶段性配置的较好时机，此时可以适当拉长久期。

理财净值化趋势下，理财交易模式与传统交易结构趋同性增强，市场波动性会相应放大，债券投资应当尤为注意这一结构性变化。

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

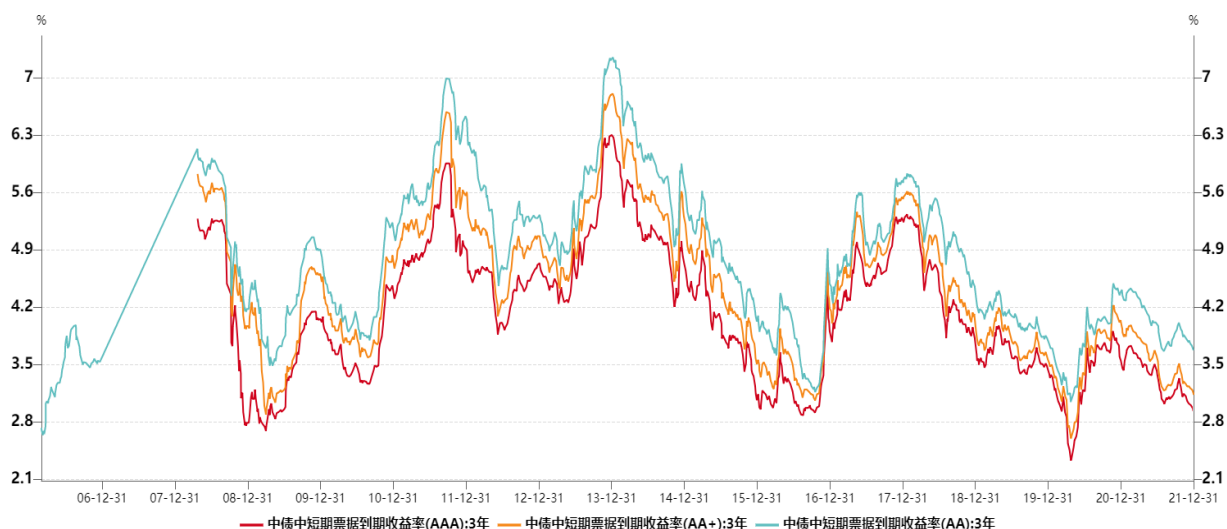
3.2.2 信用产品

企业债/公司债/中期票据

一级市场方面，2021 开年伊始，全球新冠病毒仍在肆虐，而我国疫情率先得到控制，经济不断修复，出口数据表现较为亮眼，经济稳增长压力相对较小，因此在 4 月底的中央政治局会议中则提出了要抓住经济稳增长压力小的窗口期，解决国内面临的中长期问题。其中就包括了地方政府的隐性债务问题、房企降杠杆的问题等，直接对信用债市场中的两大主流行业参与方带来了直接的融资冲击。可以看到 2021 年全市场信用债毛发行 125396 亿元，绝对规模上虽较上年增加了 7273 亿元，且单年毛发行量创了历史新高，但与上年 2.65 万亿的绝对增加量相比增幅明显减少。全市场信用债净发行 19986 亿元，较上年下降 10148 亿元，在毛发行量增幅下降且到期偿还量迎来高峰的双重因素叠加下，信用债净融资规模降幅明显。2021 年公司债、企业债及中票合计发行金额为 64458 亿元，总偿还额为 49761 亿元，净融资额 14698 亿元，毛发行较上年上升 3379 亿元，净发行较上年下降 13231 亿元，主要是净偿还量大幅增加所致。

二级市场方面，2021 年全年各期限收益率均呈震荡下行走势。以 3 年中短期票据为例，AAA 等级到期收益率下行 63bps，AA+ 等级到期收益率下行 89bps，AA 等级到期收益率下行 73bps。以 AAA 等级中短期票据为例，1 年期收益率下行 39bps，3 年期收益率下行 63bps，5 年期收益率下行 52bps。利差方面，1 年期利差收窄 15bps，3 年期收益率利差收窄 22bps，5 年期收益率利差收窄 4bps。总体看，8 月信用债收益率经历了一波触底反弹后，至 10 月底结束反弹行情，11、12 两个月份收益率一路下行，已到达 2020 年中以来新低，现阶段配置性价比相对较低。

图：中债中短期票据到期收益率（3 年期各等级）走势图



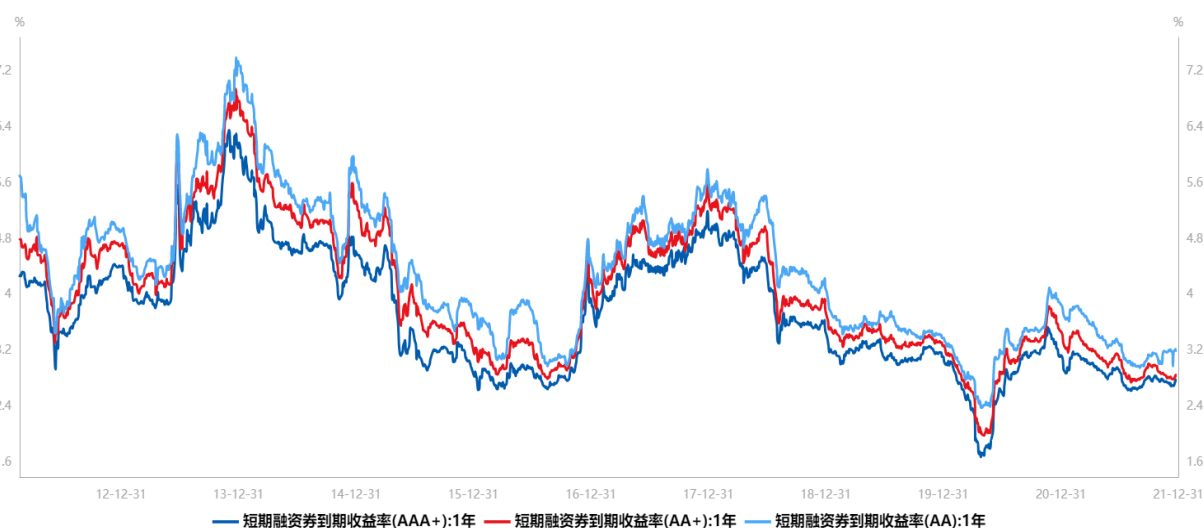
数据来源：Wind、中国债券信息网、招商基金

短期融资券

一级市场方面，2021年短期融资券总发行量为52277亿元，净融资为2975亿元，环比分别上升2290亿和1927亿，可以看到在2021年短期融资依然起到了重要的作用。结构上看，短融中AAA主体毛发行量占比依然较高，达51%，但较上年82%的占比来看有所下降。

二级市场方面，全年看短融收益率呈震荡下行趋势，且高评级短融收益率下行幅度低于中低评级，等级利差收窄，其中1年期AAA级短融收益率在2021年下行41bps，AA+级短融收益率下行65bps，AA级短融收益率下行67bps。

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

信用债市场回顾

回顾2021年，全年信用收益率呈现震荡下行的趋势。年初资金较为宽松，信用债收益率延续下行趋势，信用利差主动压缩。1月下旬因资金面紧张，引发节前利率快速调整，信用利差被动压缩。春节后至5月末

信用债净融资较弱，尤其是 5 月受年报数据更新以及城投债交易所发行审核趋严等因素影响，信用债净融资转负，叠加资金维持宽松，信用债收益率大幅下行，期间相关主体信用事件出现使得 3-4 月份信用局部分化，地产和过剩偏弱，城投区域抱团，同时商业银行二级资本债、永续债等受到市场追捧，品种利差大幅压缩。6 月受评级新规落地影响，信用债遭遇一波密集的评级下调，某些国企负面舆情引发市场关注，叠加资金面边际收敛，6 月中旬信用利差短暂出现一波快速走阔。7 月降准后信用债收益率快速下行，期间大宗商品价格上涨，过剩产能债估值大幅修复。9 月以来随着房企流动性危机愈演愈烈，市场风险偏好下降，叠加理财净值化整改、利率小幅调整、资金面边际收敛等因素，信用债市场整体转弱，信用利差以震荡为主。

信用债未来展望

展望 2022 年，2021 年景气度较高的煤炭、有色等上游周期行业需求端可能面临一定收缩，但碳中和、能耗双控带来的供给约束仍然较强，价格或仍有一定支撑；中下游行业由于成本和需求的双向挤压，景气度改善需要进一步观察，产业链上下游分化或将持续。

对于重点行业，我们 2022 年的信用策略如下：

煤炭行业，煤炭供需处于紧平衡状态，煤炭价格整体呈上升趋势并于 10 月达到历史高位，同时随着煤企盈利水平大幅提升，信用环境逐步走出前期偏紧状态，净融资在下半年逐步由负转正。当前煤价虽有回落但仍保持高位运行，随着产能释放，预计 2022 年煤炭供需有望逐步趋于平衡，价格中枢可能较前期高点有所回落。目前中高等级煤企的信用利差已经压缩至历史较低水平，而对于部分资质偏弱的煤企，考虑经营现金流改善及本地金融机构支持的逻辑，短期仍存在挖掘价值，但中长期依然保持谨慎，需关注基本面能否持续改善以及资产负债表是否得到真实修复。

钢铁行业，钢铁行业景气度处于长周期的中等偏上水平，但呈价格和成本双高特点，预计 2022 年钢价震荡下行概率较大，钢企盈利能力环比走弱。不过对于钢铁发债主体而言，随着钢铁企业的重组整合不断推进，弱资质钢企逐渐被龙头钢企合并，钢铁行业集中度持续提升，预计行业信用风险整体可控，我们认为中低等级钢企仍有少量挖掘空间，可重点关注钢铁行业整合带来的投资机会。

地产行业，当前时点我们认为地产销售端政策大幅放松的可能性较低，融资端边际放松难以惠及所有主体，预计 2022 年房企的信用资质分化将进一步加剧，地产信用环境企稳需要等待融资实质改善以及投资者情绪修复，因此建议对仓位和久期保持谨慎，同时规避前期发展过于激进、表内外债务庞大的房企，适度在经营稳健、存在一刀切错判的地方国企上挖掘超额收益机会。

城投方面，稳字当头以及政府换届的背景下，中央对防范地方债务风险高度重视，各地政府陆续表态，预计 2022 年城投信用环境整体稳定，但在隐债监管趋严、卖地收入下滑和再融资政策收紧的背景下，预计城投平台的分化格局将延续，我们将控制久期且不过度下沉，规避债务压力大的尾部城投，严控信用风险。

总之，2022 年我们将继续坚持价值投资理念，信用债投资考虑维持中性久期，在严控信用风险的前提下，

以票息策略为主，努力追求增厚收益。

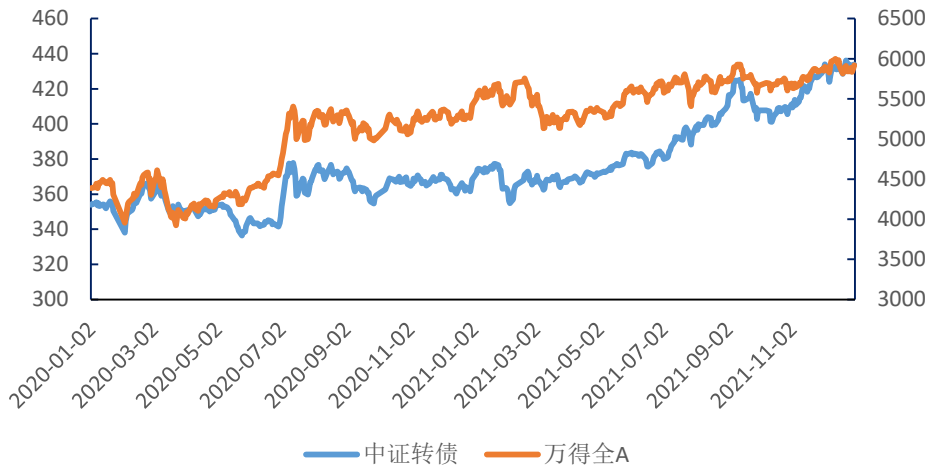
3.2.3 可转债

回顾 2021 年全年，转债市场在股票市场结构性行情和转股溢价率拉升的带动下表现亮眼。全年转债市场仅有两次阶段性大幅回撤。第一次在 1 月底，由于流动性突然收紧，叠加年前个别企业违约导致市场对转债信用风险担忧，转债市场短期快速下跌；第二次在 9 月相关房产企业事件发酵、部分地区限电限产压制制造业企业利润的情况下，市场情绪悲观，正股和转股溢价率双杀。其余时间在货币政策持续宽松、纯债票息下行使得机构对转债配置需求不断上升以及中小盘股票表现强势背景下，转债市场持续稳步上涨。截止到 12 月 31 日，2021 年万得全 A 指数上涨 9.17%，中证转债指数上涨 18.48%，全市场转股溢价率均值 36.92%，较年初提升 9.43 个百分点。

展望 2022 年，在转债高估值成为新常态、正股结构性机会仍在的背景下，我们对转债市场保持谨慎乐观。转债估值层面，目前全市场转股溢价率处于历史 90%分位数以上水平，高平价转债转股溢价率中枢不断上行，转债估值并不属于舒适区间。但是纯债票息处于低位，替代机会成本较低使得固收市场参与者对转债的配置需求与日俱增，若流动性不大幅收紧，转股溢价率中枢保持高位并缓慢抬升或成为长期趋势。阶段性需关注的风险点在于海外高通胀导致美联储 Taper 进程超预期对国内利率的负向传导。正股层面，2022 年宏观经济仍面临一定下行压力，但随着疫情对经济冲击逐渐减弱，政策端释放强烈稳增长信号，经济结构转型升级不断推进落地，权益市场仍将出现较多的结构性机会。

未来或可关注三方面的机会：**第一方面是银行、基建、公用事业等行业中低价偏债型转债。**中央经济工作会议提出 2022 年财政发力适当前置，专项债发行进度加快，宽信用预期下顺周期行业基本面边际支撑力度强。同时这几个板块正股估值处于较低位，转债相对价格较低，作为底仓配置安全边际或较强。**第二方面是 2021 年景气度下行而表现较弱、2022 年景气度回升的消费电子、食品饮料以及生猪养殖板块转债，**目前处于赔率较高、胜率不断提升的阶段，长期持有性价比较高。**第三方面是长期逻辑清晰、景气度持续处于高位的光伏、风电、新能源车以及半导体等板块中一二线龙头转债标的，**此类转债通常正股估值和转股溢价率双高，需要不断跟踪验证标的成长能力以及市场情绪，严格控制仓位与回撤。

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、复制或有意原意的删改。