



招商基金投资策略报告

2022年·2月



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	3
2	大类资产观点	6
2.1	A股市场	6
2.2	债券市场	8
2.3	港股市场	8
2.4	美股市场	9
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	13
3.1	A股投资策略	15
3.2	债券投资策略	17
3.2.1	利率产品	17
3.2.2	信用产品	18
3.2.3	可转债	20

招商基金 2022 年 2 月投资策略报告

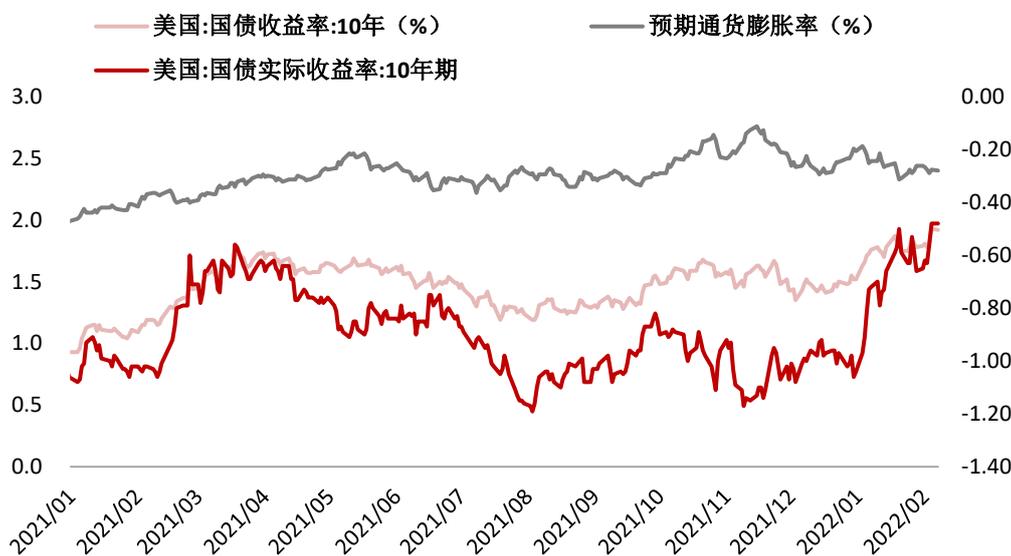
1 宏观经济环境

1.1 海外市场

1 月美股回顾：1 月份以来美股市场出现明显的调整，从指数表现上来看，美股纳斯达克指数累计下跌 10.41%，标普 500 指数累计下跌 5.92%，道琼斯工业指数累计下跌 3.43%。美股近期调整与 A 股逻辑基本一致，流动性预期的变化是核心因素，美股加息预期快速升温同时节奏明显提前。

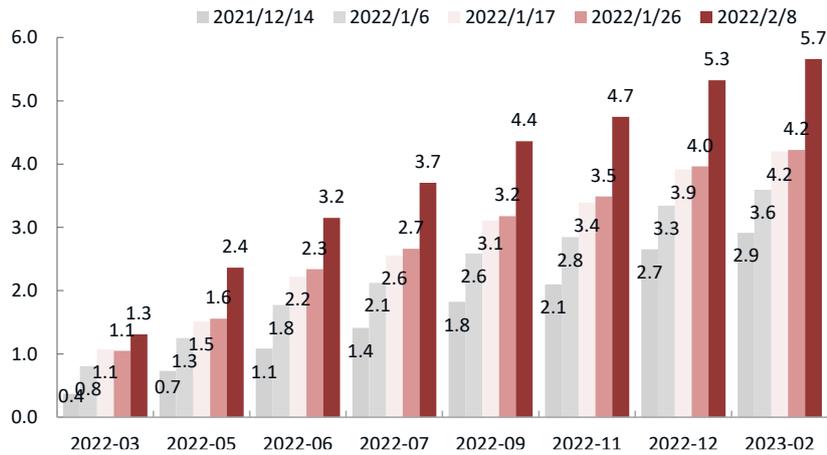
2 月美股展望：美股无大跌风险，但流动性收紧之路上科技成长波动将持续放大。春节期间美股企稳回升，本周道琼斯工业、标普 500 与纳斯达克指数分别上涨 1.89%、1.55% 与 1.05%。1) 从美股整体表现来看，市场的逐步回暖体现投资者对美联储加息的担忧情绪阶段性释缓。往后看，尽管 3 月美联储加息 50bps 概率进一步抬升，且全球主要央行均加快收紧步伐，2 月 3 日英国央行宣布加息 25bps，但流动性预期对美股负面冲击的尖峰时刻正在逐步过去。同时当前美股基本面表现仍较为强劲，美股不存在大跌的风险。从美股结构来看，近期科技股波动较大、分化明显，反映出在流动性预期持续收紧的环境中，科技成长风格波动放大，且市场对其分子端的要求也加更为苛刻。

图：美债利率 1 月快速上升



数据来源：Wind，招商基金

图：加息预期抬升幅度趋缓
联邦基金期货隐含的加息累计次数



数据来源：Bloomberg，招商基金

1.2 国内市场

国内：12月份经济数据忧多喜少，货币整体维持相对宽松

12月份经济数据忧多喜少。从流动性情况来看，短端货币市场依然维持宽松。投向实体的信用有所回升，企业中长期贷款增速继续回落。

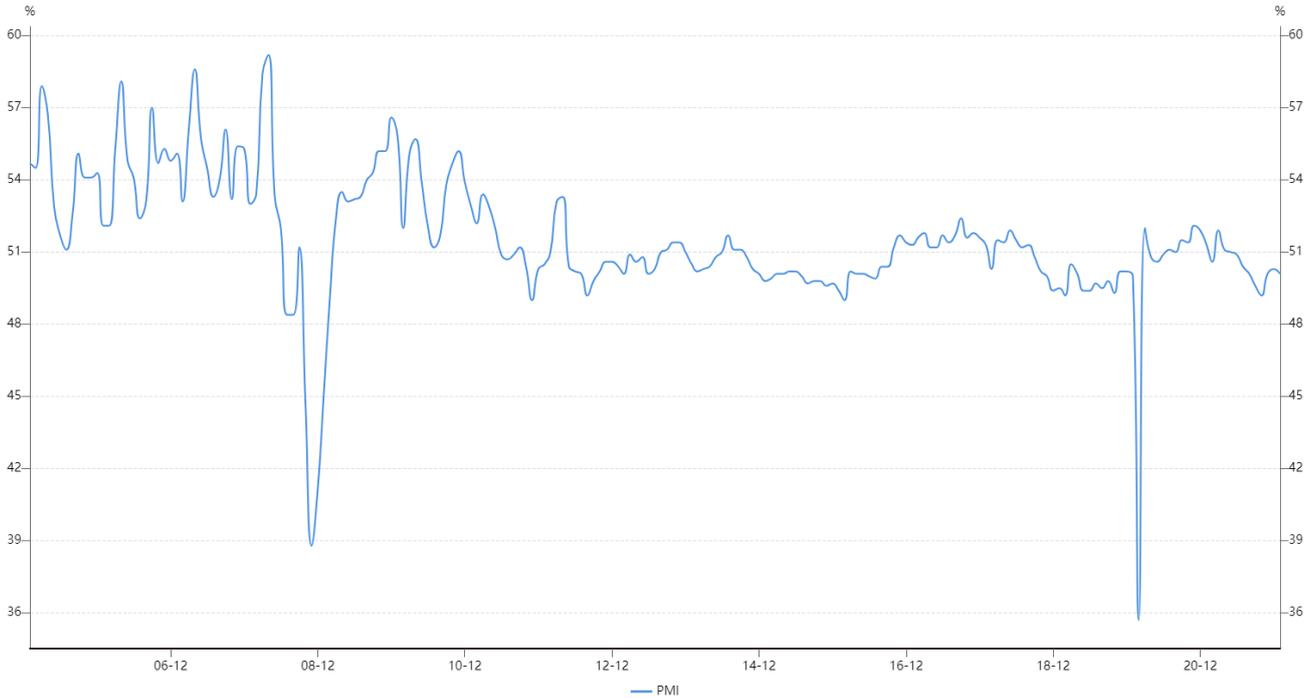
12月份制造业PMI数值继上个月明显回升至荣枯线以上后，有所回落，但依然在保持在荣枯线以上，录得数据50.1。从需求结构上看，固定资产投资、地产投资继续下滑，基建投资、制造业投资增速继续有所回升。其中制造业投资增长依然相对韧性较强，依旧保持在13.5%的较高增速。除此之外，社会消费品零售总额增速继续下滑，录得数据1.7%。12月份出口增速依旧相对强劲，录得数据17.26%。整体来看，12月份经济数据忧多喜少。

表：12月固定资产投资、房地产开发投资继续下滑，基建投资、制造业投资增速有所回升

指标名称	2021年	2021年	2021年	2021年	2021年	2021年	2021年7	2021年8	2021年9	2021年	2021年	2021年
	7月	8月	9月	10月	11月	12月	月近两年	月近两年	月近两年	10月近两年	11月近两年	12月近两年
							CAGR	CAGR	CAGR	年CAGR	年CAGR	年CAGR
固定资产投资完成额:累计同比	10.3	8.9	7.3	6.1	5.2	4.9	4.2	4.2	4	3.9	3.9	3.9
房地产开发投资完成额:累计同比	12.7	10.9	8.8	7.2	6.0	4.4	7.9	7.7	7.2	6.8	6.4	5.7
基础设施建设投资:累计同比	4.19	2.58	1.52	0.72	-0.17	0.21	2.7	2.3	2	1.9	1.6	1.8
制造业投资:累计同比	17.3	15.7	14.8	14.2	13.7	13.5	2.6	3.1	3.6	4	4.7	5.4

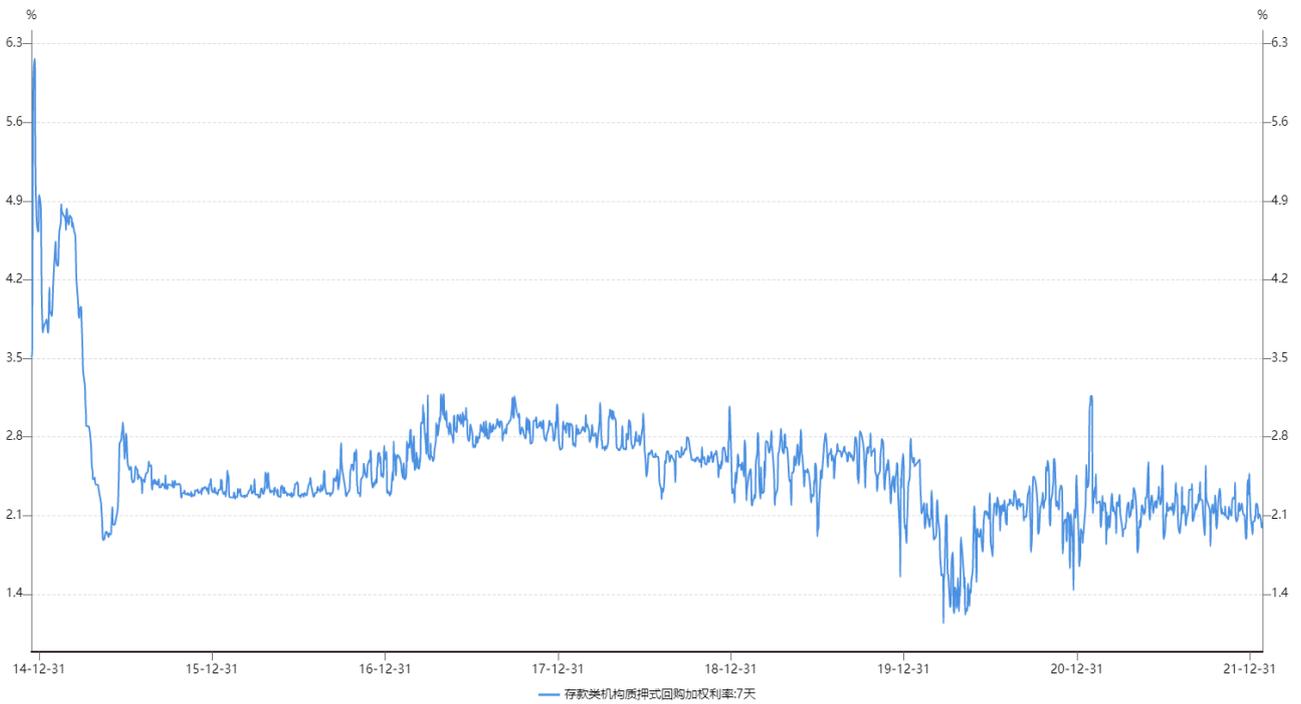
数据来源：Wind，招商基金；单位：%，注：CAGR为年复合增长率（Compound Annual Growth Rate）

图：制造业 PMI 有所下滑



数据来源：Wind，招商基金

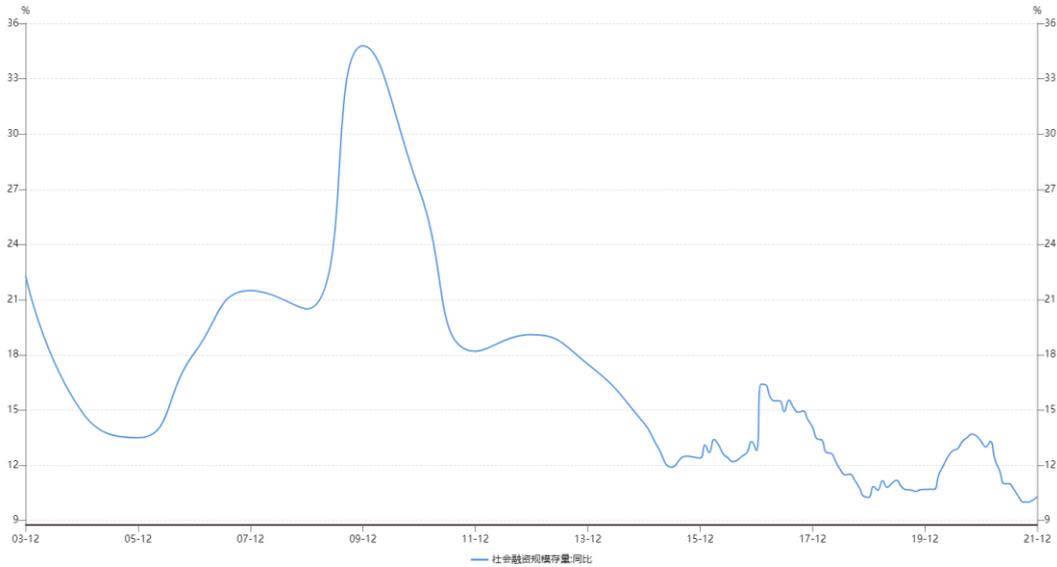
图：DR007 依然维持窄幅波动的格局，且中枢依旧平稳



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小幅回升。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：社融存量继续小幅回升



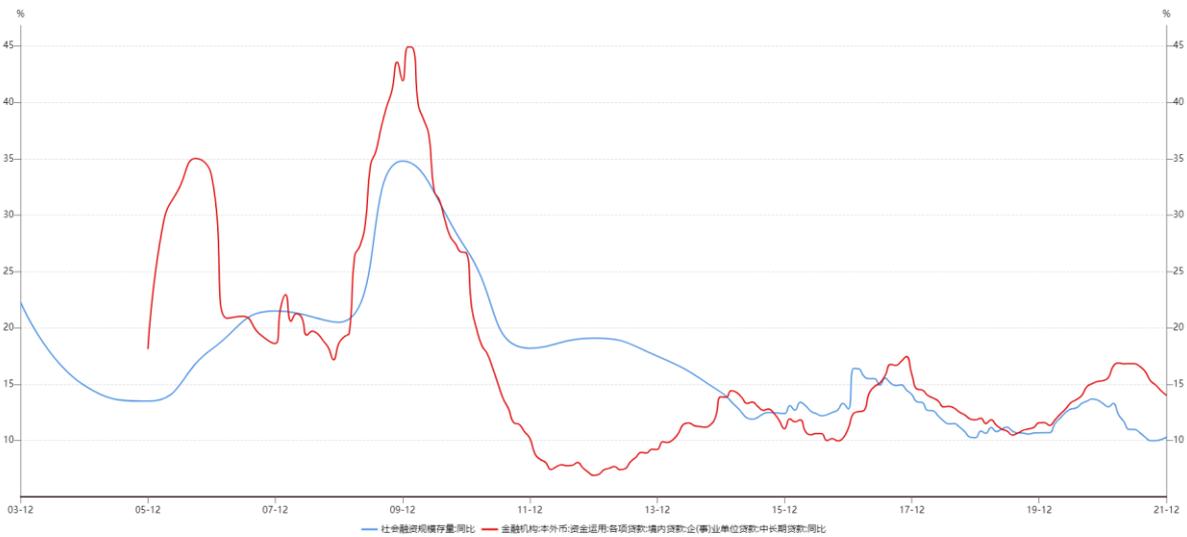
数据来源：Wind、招商基金

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
2021 年 11 月	10.1	11.84
2021 年 12 月	10.3	11.79

数据来源：Wind，招商基金，单位：%

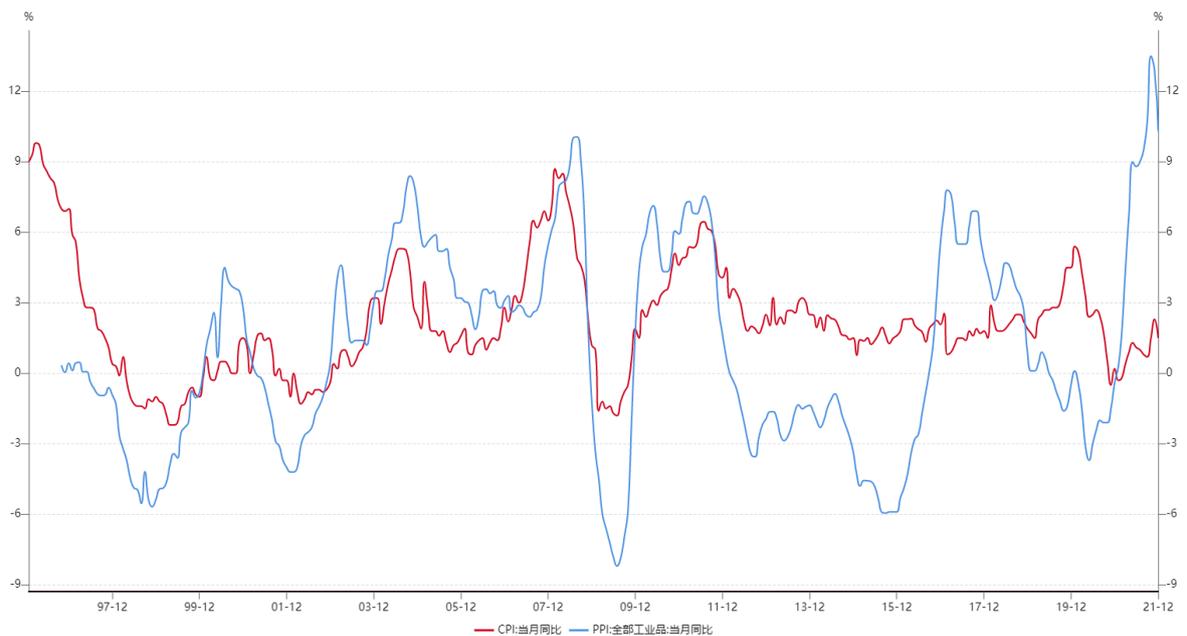
图：企业中长期贷款同比继续回落



数据来源：Wind，招商基金

通胀方面，12月份PPI明显回落。考虑到需求整体进入下滑周期，我们判断，未来PPI整体趋势有可能将继续回落。CPI仍保持在正常区间内。

图：12月PPI明显回落，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

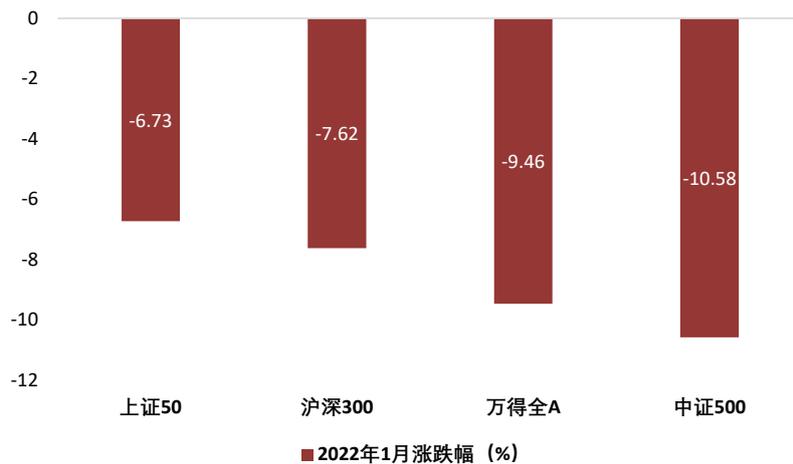
2.1 A股市场

1月A股回顾：市场普跌，分子端与分母端均持续面临考验。 1) 分母端负面冲击密集：一方面，在当前

国内宽货币预期一致的基础上，美联储加息缩表预期提前带来的冲击边际放大。另一方面，市场风险偏好受地产信用风险等压制本已处低位，而俄乌冲突加剧全球权益市场波动性，全球避险情绪浓厚，海外传染下进一步对 A 股风险偏好带来负面影响。2) 分子端信心不足：稳增长的方向确定，但市场对稳增长的力度与效果仍有明显分歧，并对宽货币向宽信用的过渡仍较为担忧。3) 交易层面亦有扰动：2022 年春节时间较早、节前赚钱效应差以及净值波动引发以追求绝对收益为核心的资金减仓。

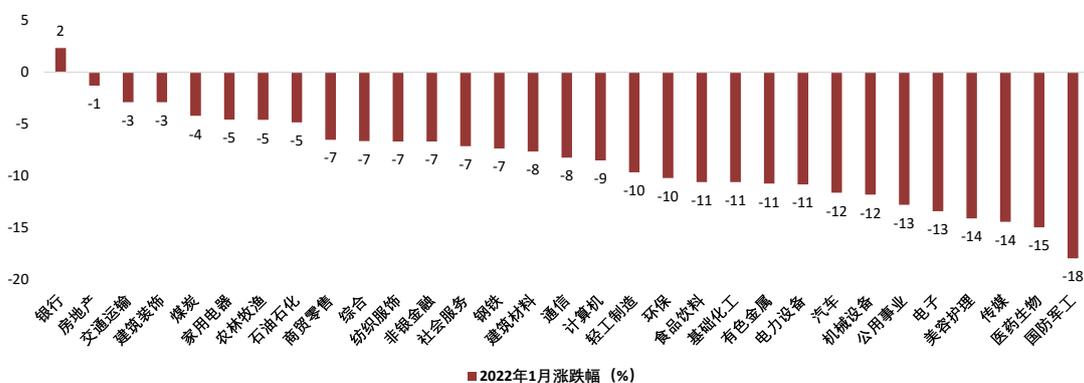
2月 A 股展望：春回大地，开年渐暖。我们认为节前负面因素已在逐步弱化，市场将随着积极因素的上修逐渐回温，开年积极加仓。1) 站在当前时点，节前的负面因素已显著弱化。节前美联储加息预期持续加码，全球权益市场出现持续调整。但春节期间，随着流动性预期负面影响的消化美股企稳回升。同时考虑到节前 A 股已对流动性预期变化逐步定价，未来海外流动性预期的负面影响边际上将持续弱化。此外风险偏好方面，海外俄乌地缘冲突缓解，国内地产信用风险亦将逐步落地，分母端负面因素正显著弱化。2) 积极因素将逐步向上修正。随着 3 月全国两会的临近，稳增长政策将加速推进与发力。3) 此外，从日历效应来看，亦能观察到历年春节后市场的表现总体上要略好于春节前。综合来看，春节后市场有望逐步回温。

图：2022 年 1 月主要股指涨跌幅



数据来源：Wind，招商基金

图：2022 年 1 月份行业涨跌幅 (%)



数据来源：Wind，招商基金

2.2 债券市场

2022年1月，债券市场走势为震荡后走强。经历跨年后，资金面再度回归宽松，全月看 R001 和 R007 利率恢复至 2021 年 10-11 月水平，跨春节资金宽松。全国性股份制商业银行存单 6M 和 1 年期收益率自 1 月中 OMO 和 MLF 降息 10bps 后快速下行 15-20bps。1 月债市各期限品种收益率均为下行，信用利差大体小幅走阔。

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

市场展望：宽货币仍是债市走强的重要支撑，但由于绝对收益率水平偏低，向下空间有限。本轮货币政策宽松中，并没有伴随房地产的恢复，尤其是房价并没有上涨，物价增速高点已过，货币政策工具进行宽松的国内掣肘因素相对较少。在宽信用没有形成持续企稳回升趋势前，预计资金利率水平仍会维持偏低水平。季度视角看，受益于资金利率宽松，债市收益率水平大概率会维持在一个偏低的中枢。

2.3 港股市场

1 月恒生指数上涨 0.7%，恒生国指下跌 0.3%，在全球主要股指中表现靠前。具体来看，1) 小型股(-7.3%) 领跌，大型股(-0.3%) 表现好于中型股(-5.5%)；2) 香港本地/外资股(+0.1%) 表现弱于中资股(+4.9%)；3) 行业方面，恒生能源业、电讯业、综合业、金融业表现较佳，恒生医疗保健业、非必需性消费业和工业表现较差。

国内方面，月初全国财政工作会议召开，指出落实好积极的财政政策，积极推出有利于经济稳定的政策，政策发力适当靠前。月中，稳增长政策继续落地。1 年期 MLF 利率下降 10bps 至 2.85%、5 年期 LPR 随后下调 5bps 至 4.60%，1 年期 LPR 下调 10bps 至 3.70%。央行发布会释放更“直白”的宽松信号。

海外方面，月初美联储公布的去年 12 月议息会议纪要显示，美联储官员考虑在更早的时间点，以更大幅度开始加息。美国四季度实际 GDP 年化季环比初值 6.9%，高于预期。美参议院司法委员会投票通过推进反垄

断议案核心“美国创新与选择在线法案”，法案对部分个股影响尤大。乌克兰地缘政治事件升温，导致全球避险情绪上升，能源价格暴涨。1月26日美联储公开市场委员会 FOMC 公布 1 月份利率决议，释放了今年 3 月的会议就可能决定开始加息的强烈信号，鲍威尔表示不排除 FOMC 每次会议都加息的可能，需要大规模缩表，可以避免金融系统崩溃。

- 1、截至 2022 年 1 月 28 日，恒指 PE (TTM) 为 9.4 倍，恒生国指 PE (TTM) 为 8.7 倍，与 2021 年 12 月底的 9.3 倍、8.8 倍基本持平。
- 2、截至 2022 年 1 月 28 日，离岸人民币兑美元汇率本月下跌 0.1%，美元兑离岸人民币汇率为 6.3710。2022 年 1 月 28 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 434bps，高于 11 月底的 330bps，显示 1 月份人民币贬值压力上升。
- 3、恒生 AH 股溢价指数较 2021 年 12 月底有所下降。截至 2022 年 1 月 28 日，AH 溢价指数为 139.2，低于 12 月底的 147.0。1 月份，南向资金净流入规模达到 438.3 亿港元。

展望 2 月，虽然美联储超预期的表述短期影响了港股的市场情绪，但是美联储加息的节奏已经在市场中有所反映。后续随着国内稳经济逐渐企稳、全球大宗商品价格回落，港股市场盈利有望迎来回升。此外，产业政策经历过去一年的强监管，2022 年或有可能迎来政策底。港股市场风险偏好有望得到修复。

配置方面，看好从稳增长受益板块逐渐调整至回调较多且具备持续高增长板块，以及具备“均值回归”的板块：（1）电力工程与设备板块。电源侧的风光投资持续提升，带动电网侧投资与用户侧储能的投资。三方的投资均催化电力工程与设备板块的收入高增。（2）信息通信板块。数字经济催化软件与服务需求，叠加互联网板块困境反转。企业数字化将需要更多云服务支持，企业上云的过程将会成为国内软件企业重要的发展机遇。（3）食品饮料板块。过去一年餐饮、啤酒、乳制品等细分领域回调较深，将迎来跌深反弹、均值回归机会。疫情反复扰动的预期已经隐含，意味着餐饮最悲观的阶段或已过去。啤酒板块在成本下降以及结构升级等因素催化下将迎来利润拐点。乳制品板块的估值已经反应了疫情冲击以及行业低增长等悲观预期，而行业继续抢占外资市场份额、逐渐高端化弥补销售量的趋势不变，有望保持较高的盈利能力。（4）新兴消费（国潮消费、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。（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

1 月美股市场表现回顾

1 月，标普 500 指数累跌 5.30%，纳斯达克综合指数跌 8.98%，道琼斯指数累跌 3.32%。在 1 月，资金从增长型股票流出到周期性股票。估值方面，标普 500 指数 23.10X，纳斯达克指数 32.91X，道琼斯工业指数 23.26X。

近期的多重利空因素导致美国股市承压。美联储主席鲍威尔表示可能会进行三年多以来的首次加息，以应对的高通胀。市场目前预计 2022 年将至少加息 125 个基点，若每次加息 25 个基点会加息 5 次。这推动了科技股更猛烈的抛售潮。俄乌之间的地缘政治紧张局势也正在左右美股的走向。即使此次俄乌没有发生正面冲突，但是西方国家对俄罗斯可能采取的经济制裁也将推高全球能源价格，致使通胀水平继续上行，加剧各国央行收紧货币的压力。乌克兰紧张局势使得投资者开始转移方向，从对利率敏感的板块转向避险领域，导致科技股首当其冲，疲软态势随即蔓延至大盘走势。

经济基本面及后续展望

经过近期快速回调后，标普 500 指数 12 个月动态估值一度回到 19.3 倍，处于长期历史均值上方 1 倍标准差附近，与 2020 年疫情前水平（19.4 倍）基本相当。考虑到 10 年美债利率基本回到疫情前水平（1.9%）而增长则高于当时（1 月 ISM 制造业 PMI 为 57.6%，疫情前 51.4%），这一水平基本合理。

整体看，美股企稳修复基本符合预期，即市场估值经过回调后基本合理，市场对美股的担忧主要源自流动性逐渐撤出后估值虚高无法得到支撑。相比疫情前，以标普 500 指数为例，2021 年 EPS 较 2019 年增长 27.7%，同期指数上涨 42.3%，估值扩张 11.4%；纳斯达克 EPS 增长 46%，指数上涨 58%，估值扩张 8%，市场的上涨是以盈利贡献为主，非市场担忧的估值虚高。

美国疫情拐点已经出现且快速回落。本轮 Omicron 疫情因为传播速度很快，因此在其快速升级过程中对需求和供给都造成了瞬时的冲击、冲击幅度甚至要高于去年夏天死亡率更高的 Delta 疫情，这一点从 12 月零售消费、高频的消费和出行指标、1 月 PMI、创纪录的请病假人数等供需两方面的指标中都可以得到体现。随着疫情快速回落，对于需求、供给和就业扰动也或将逐步消退，而供给和修复弹性更大，进而或有助于缓解部分价格压力。当前困扰市场的价格压力有改善空间，从商品端开始再到服务和就业。

近期陆续披露的美股四季度业绩大多数依然好于市场预期（超预期公司数占比 77%，盈利意外幅度 8.3%，与三季度基本持平）。不过部分公司业绩不达预期、特别是管理层指引的下调依然引发了股价波动和市场担忧。在利率抬升、估值偏高的背景下，盈利趋势的好坏是决定资产价格表现的关键，如果盈利出现拐点的话，可能对市场中期趋势产生更大的压力。短期来看，盈利的压力主要来自成本项的增加（如原材料、工资等）。

在联储年内明确加息四次、3 月开启缩表、通胀预期居高不下的情况下，今年标普 500 的 EPS 预计仍能实现高个位数增长，盈利风险来自于联储过度紧缩对经济需求和企业盈利的冲击。若加息预期并未驱动美债收益率进一步走高，市场情绪偏乐观，企业盈利温和扩张，则 SPX 在当前位置的预期收益率或可能接近 7%。经济下行期，大盘股往往比小盘股表现更好，不过目前大盘股的风格演绎已经较为极致了，未来超额收益可能并不明显。PMI、通胀预期均已见顶回落，利率对成长股的压制可能要在二季度后才会结束。行业上，我们将重点关注防御类股票，包括通讯、公用事业、必需消费品。

2.5 原油市场

原油：多因素共振下油价强势上涨，预计将维持偏强格局运行

22年1月原油市场回顾：受OPEC增产不及预期、俄乌地缘政治等多因素共同影响，油价持续强势上涨。

自从2022年1月以来，虽然OPEC+产油国继续执行每月增加40万桶/日的恢复产能计划，但部分产油国闲置产能不足，未能达到规定增产额度。在产油国增产不及预期、以及地缘因素持续共振的背景下，油市供应端不确定性显著增强。而奥密克戎病毒传播未能显著阻碍交通用油需求预期，在供需前景从此前的略微过剩转向偏紧的提振下，2022年1月国内外原油价格整体呈现强势单边上涨的走势。其中美国WTI原油价格从75美元/桶以下稳步回升至86.41美元/桶，累计涨幅达到15.21%。布伦特原油期货价格从77美元/桶大幅上涨至89.05美元/桶，累计涨幅15.65%。

俄罗斯天然气供给下降将进一步加剧欧洲天然气供应紧张的局面，但冬季天然气需求旺季已经接近尾声，预计整体影响有限。而俄罗斯原油产量在1000万桶/日左右，约四分之三的产量用于出口，但美国对俄罗斯原油实施极限打击的可能性较小，俄乌冲突或更多地在情绪面上影响油价走势。

OPEC+减产执行率维持高位，产量恢复不及预期加剧原油供应偏紧局面。2021年下半年以来，OPEC+减产执行率持续维持在110%上下，这意味着OPEC+产量恢复整体不及预期，这也加剧了原油市场供应偏紧的局面。而2022年产油国原油供给将逐步回归正常且再度调整的可能性较小。一方面，2020年5月以来在产油国持续减产以及石油消费逐步恢复下，全球原油供需结构逐步修复，同时油价整体也在回升，在此背景下，市场对产油国供给的调节需求将进一步下降。另外一方面，美国方面在中东的影响力已经下降，从2021年底OPEC拒绝美国增产的要求就可以看出端倪，同时基于经济复苏以及财政平衡考虑，产油国在2022年主动调整产量政策的可能性较低。

图：布伦特原油价格（美元/桶）



数据来源：Wind、招商基金

2022年2月原油市场行情展望：预计油价将维持偏强格局运行

综合展望 22 年 2 月原油市场，从宏观基本面的角度来看，随着美联储和欧洲央行鹰派观点持续增强，加息节奏料将加快，流动性趋紧以及无风险利率提高将迫使商品资产价格面临考验和重估。由于国内稳增长政策助力，一季度我国经济预计保持平稳，有助于商品需求修复，宏观氛围整体维持中性。

从原油基本面来看，虽然 OPEC+产油国依然维持有序增产节奏，但闲置产能不足，导致产油国未能完成份额内的增持目标，供应增量不及预期。叠加 2022 年 1 月出现东欧和中东地区的地缘政治冲突事件，导致油市供应紧张的预期显著增强，预计后市原油供应偏紧优势仍将再度凸显。而在需求端方面，随着后疫情时代疫苗接种率不断提高，新冠肺炎疫情对经济冲击不断减弱，原油需求也逐渐恢复。虽然新的变体奥密克戎可能对 2022 年 Q1 需求产生影响，这取决于任何进一步的封锁措施和不断上升的住院率对劳动力的影响，但对经济增长的预测仍然强劲。预计 2022 年全球石油需求增长 415 万桶/天，总需求平均为 10079 万桶/天。预计 2022 年一季度油价仍将维持高位振荡整理的走势，二季度开始在通胀压力不断增加的情况下，美联储缩表和加息的动作使得流动性持续收紧，原油金融溢价将有所回落，叠加原油基本面边际转弱的预期，2022 年油价运行中枢存在下行预期。

综上所述，预计 2022 年 2 月份国际油价仍将维持偏强格局运行。预计美国 WTI 油价将维持在 75-90 美元/桶，布伦特油价预计维持在 80-95 美元/桶。国内原油主力合约预计将维持在 520-560 元/桶。

2.6 黄金市场

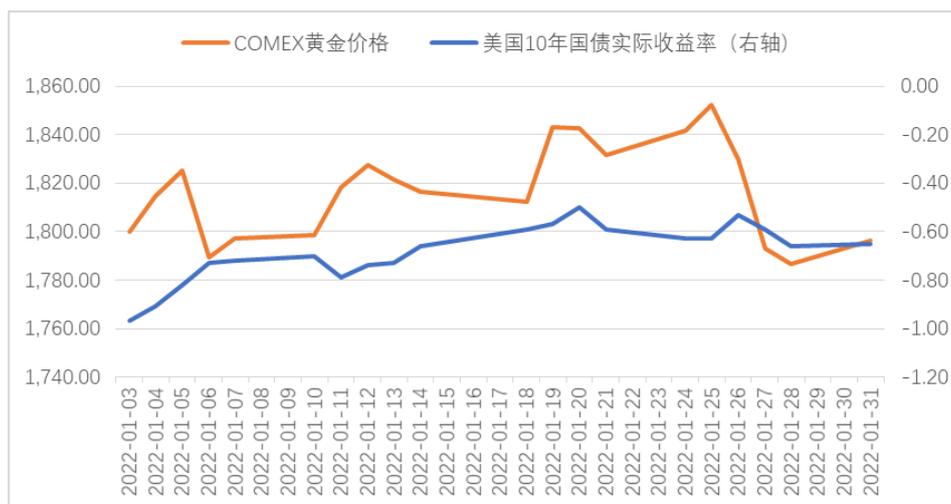
黄金：1 月金价整体下行，预计 2 月金价呈现弱势震荡走势。

2022 年 1 月金价回顾：

1 月金价整体下行，开年 COMEX 金价位于 1829，月末收于 1796，整体下行趋势符合此前预测。金价下行主要受实际利率上行驱动，1 月以来美国 10 年期国债实际收益率由 -1.04% 大幅上行至 -0.65%，上行幅度近 40bps。

实际利率的上行主要受到联储紧缩预期影响。当前联储态度迅速转鹰的核心原因仍是出于控制通胀预期的考虑，12 月美国 CPI 同比增速触及 7% 且尚未见顶，预计 1、2 月同比增速仍将进一步上行，在实际通胀远超管理目标且通胀预期居高不下的背景下联储需要通过鹰派的态度管理通胀预期。在 Q1 通胀压力难消的背景下，可预见联储对于货币政策的表态将进一步加紧转鹰，联储官员鹰派表态将频频出现。鲍威尔在 1 月议息会议中：一是提出“通胀持续高于 2% 且就业市场强劲，预计加息的条件将很快成熟”，从这一表述来看预计 3 月宣布加息并加息 25bps 的概率较大；会后记者问答中，鲍威尔也明确提出将于 3 月首次加息。二是会后声明中，鲍威尔较为鹰派的指出“不排除每次议息会议都加息的可能”，这一表述的鹰派程度也超出市场预期，金价也在 1 月下旬出现大幅下行。

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

2022 年 2 月金价展望：

预计 2 月金价整体呈现弱势震荡走势，中枢可能仍有小幅下行。

一是从实际利率的走势来看，短期之内市场对于紧缩预期的定价已经定价到了较为极致的状态，短期仍有进一步发酵的可能但空间有限，实际利率的上行可能进一步驱动金价小幅向下。一方面源于市场对于 3 月首次加息幅度的预判；另一方面源于市场对年内加息次数的预期（极值为 7 次，当前市场定价幅度约为 5 次）。一旦通胀持续超预期，美联储可能给予更为严厉的紧缩指引并进一步推升实际利率上行。

二是从风险事件的冲击来看，乌克兰局势短期之内大幅度发酵的概率较低，避险情绪对金价的驱动或将逐渐消除。

2.7 汇率市场

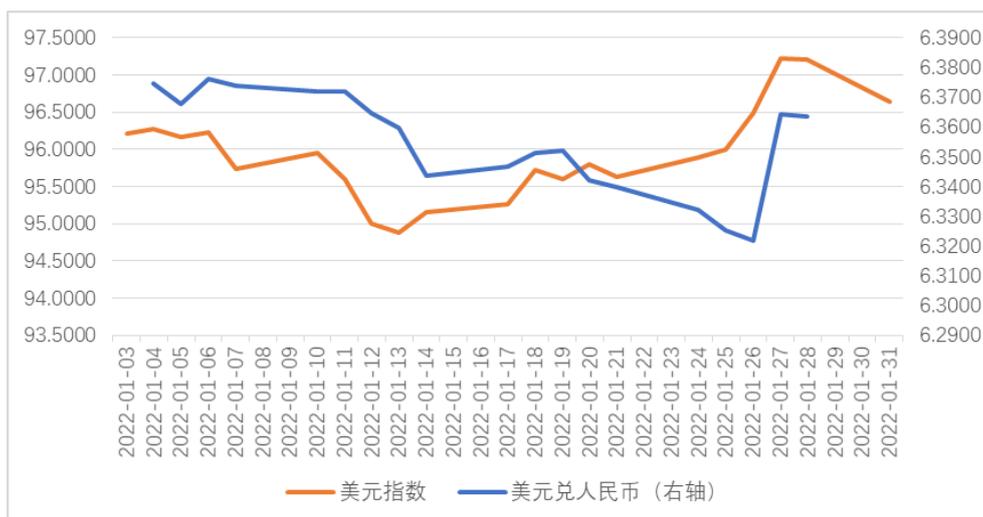
汇率：1 月汇率整体呈现震荡走势，2 月美元维持高位震荡的概率较大。

2022 年 1 月汇率走势回顾：

1 月人民币兑美元汇率走势整体呈现震荡走势，中枢小幅走高，开年人民币兑美元汇率约 6.37，月末收于 6.36，整体走势与美元指数保持一致。美元指数方面，开年 96.2，月末收于 96.6，整体同样呈现震荡走势。美元的高位震荡主要源于两方面因素：一是美国疫情虽然高发，但对于疫情的管控已基本趋于常态化、流感化（当前对于注射两针疫苗的人群而言，确诊新冠后死亡率已低于流感），疫情对经济及就业的约束也大幅下降。1 月美国非农数据也基本印证这一趋势，一方面，劳动参与率大幅改善，1 月美国劳动参与率环比修复 0.3% 至 62.2%，修复幅度创 2021 年以来新高；另一方面，娱乐和酒店行业 1 月新增就业 15.1 万人，是修复幅度最大的子行业，符合疫情流感化后的行业特征。二是紧缩预期的增强，当前联储态度迅速转鹰的核心原因仍是出于控制通胀预期的考虑，12 月美国 CPI 同比增速触及 7% 且尚未见顶，预计 1、2 月同比增速仍将进

一步上行，在实际通胀远超管理目标且通胀预期居高不下的背景下联储需要通过鹰派的态度管理通胀预期。在 Q1 通胀压力难消的背景下，可预见联储对于货币政策的表态将进一步加紧转鹰，联储官员鹰派表态将频频出现。鲍威尔在 1 月议息会议中：一是提出“通胀持续高于 2% 且就业市场强劲，预计加息的条件将很快成熟”，从这一表述来看预计 3 月宣布加息并加息 25bps 的概率较大；会后记者问答中，鲍威尔也明确提出将于 3 月首次加息。二是会后声明中，鲍威尔较为鹰派的指出“不排除每次议息会议都加息的可能”。

图：美元兑人民币汇率走势



数据来源：Wind、招商基金

2022 年 2 月汇率走势展望：

我们认为 2 月美元维持高位震荡的概率较大，运行中枢大概率仍位于 95% 以上。一是疫情流感化后 2 月就业数据仍将继续修复；二是短期紧缩预期可能进一步增强，但欧美国家将保持同向而动。美元高位震荡对应人民币兑美元汇率同样将于 6.3-6.4 区间震荡。

关于紧缩预期：美国方面，紧缩预期一方面源于市场对于 3 月首次加息幅度的预判；另一方面源于市场对年内加息次数的预期（极值为 7 次，当前市场定价幅度约为 5 次）。一旦通胀持续超预期，美联储可能给予更为严厉的紧缩指引并进一步推升实际利率上行。

欧洲方面，紧缩预期在通胀压力下也进一步增强。英国央行 2 月议息会议中宣布加息 25bps，整体呈现较强的鹰派导向。当前货币市场对于年底英国央行基准利率定价已达到 1.5%（当前利率水平为 50bps）。欧央行 2 月议息会议按兵不动，但拉加德的表态出现边际变化。本次议息会议不再强调“2022 年不加息”；通胀方面，拉加德认为“通胀压力高于此前预期，仍预计通胀将在今到缓解，但欧央行也做好了适时调整所有工具的准备。”相较此前坚定 2022 年不加息的态度，拉加德的态度出现边际软化。整体来看，欧央行态度的边际转变较大程度也是源自于对通胀的预期管理，实际加息的必要性仍然较低，主要原因在于欧洲并未面临广谱的涨价压力，一旦能源价格回落，欧洲通胀的压力将迅速降低。从 CPI 结构差异来看，欧元区的 CPI 压力主要源自于能源价格，虽然 CPI 增速高企但核心 CPI 同比增速 2.6% 尚且可控；美国则面临较为广谱的通

胀压力，核心 CPI 同比增速已触及 5.5%。欧美通胀压力结构的差异主要源于财政刺激路径的差异，美国财政刺激规模更大且直接发向居民的比例更高（占比 35.1%），这使得居民可以在不就业的情况下维持较高需求，放大供需缺口。

我们认为在欧洲并未面临广谱通胀压力的情况下，实际加息的必要性较低，但短期之内加息预期将增强，欧美紧缩预期双双加强的背景下，对美元的作用相对中性。

3 股债投资策略

3.1 A 股投资策略

1) 政策面：货币财政双发力，节奏预计将提前。 货币政策方面，1 月 18 日央行副行长刘国强表示，当前重点的目标是稳，政策的要求是发力，一是充足发力，把货币政策工具箱开得再大一些，保持总量稳定，避免信贷塌方；二是精准发力，要致广大而尽精微；三是靠前发力，前瞻操作，走在市场曲线的前面。从央行近期加码 OMO 投放，以及前期降准降息节奏来看，当前稳增长已经逐渐启动，叠加央行近期表态货币政策将“稳字当头、稳中求进”，2 月资金面整体压力不大。在 2022 年经济下行动力仍持续的过程中，并不能排除一季度再度降准的可能性。财政政策方面，2 月 5 日发改委负责人接受采访表示，当前宏观调控重点在三个方面发力，一是突出稳字当头，宏观政策要稳健有效。二是强化政策统筹协调，形成稳增长合力。三是围绕经济平稳开局，政策发力要适当靠前。

图：1 月以来货币政策持续发力

日期	来源	内容
2021/12/27	央行货币政策委员会四季度例会	稳健的货币政策要灵活适度，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，保持流动性合理充裕，增强信贷总量增长的稳定性，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配，保持宏观杠杆率基本稳定，增强经济发展韧性，稳定宏观经济大盘。
2022/1/1	央行官网	自 2022 年 1 月 1 日起实施普惠小微企业贷款延期支持工具和普惠小微企业信用贷款支持计划两项直达工具接续转换。
2022/1/17	央行官网	调降 MLF 和 7 天逆回购利率 10bps
2022/1/18	央行新闻发布会	把货币政策工具箱开得再大一些，保持总量稳定。
2022/1/20	央行官网	2022 年 1 月 20 日，LPR1 年期报 3.7%，前值 3.8%，调降 10bps；5 年期报 4.6%，前值 4.65%，调降 5bps。而在 1 月 19 日晚间，为使得 LPR 报价与金融市场运行时间更好衔接，央行将 LPR 发布时间由每月 20 日上午 9:30 调整为 9:15。
2022/1/21	央行官网	自 1 月 24 日起，常备借贷便利（SLF）利率隔夜品种为 2.95%，7 天期品种为 3.10%，1 个月期品种为 3.45%，均下调 10bps。

数据来源：Wind、招商基金

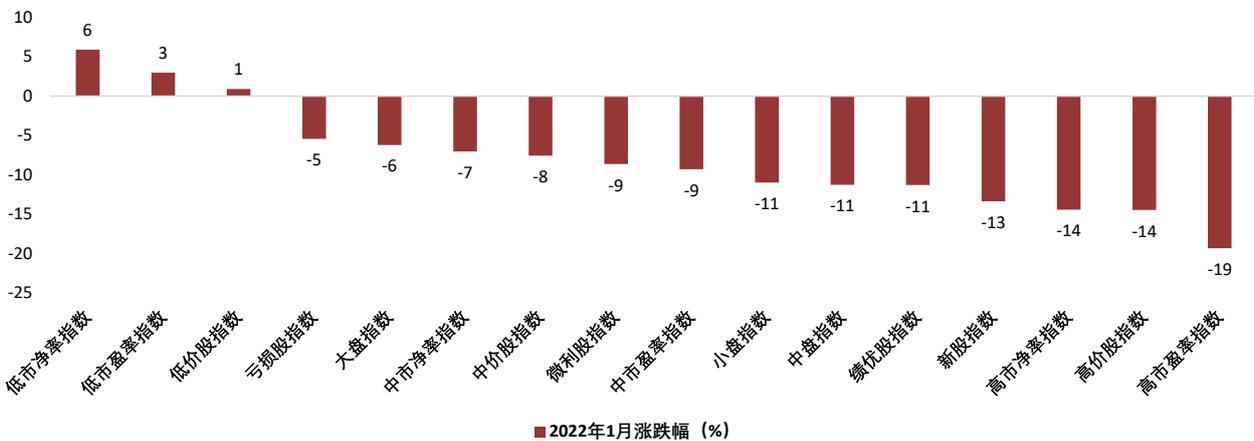
2) 基本面：稳增长诉求强烈，政策将持续发力。 1 月地方两会相继召开，稳增长诉求强烈，其中多地政府上调 2022 年固定资产投资目标增速，基建与制造业将成为重要抓手。随着 3 月全国两会的临近，稳增长政

策将加速推进与发力。随着稳增长进入实效期，市场聚焦信用投放的改善与基建投资的反弹。对于信用投放的改善，一季度信贷投放大概率会迎来开门红，社融斜率拐点在3月份会逐渐清晰。此外，重点观察2月18号MLF续作，央行态度对于稳增长发力的信号也会进一步清晰。对于基建投资反弹，当前资金来源、项目储备、地方意愿三个维度都在发生积极的边际变化。

3) 技术分析：短期底部出现。随着节前大跌，上证指数已经跌破年线、60周均线和2646-3312趋势线等三个重要支撑位，同时导致月线MA5下穿MA10的情景，自2020年6月以来的上升趋势已被打破。但从公募基金自购情况，多指数出现30分钟底背离以及筹码分布来看，上证短期底部已经出现。

后市展望：1) 方向：逐步向上回温。随着负面因素的逐步收敛，市场底部逐渐清晰，往后看将随着积极因素上修而逐步回温。**2) 结构配置：重视盈利反转与边际改善方向，核心沿低估值发力。**回归起点，当前在投资者面前重新出现了两条路。一方面，赛道型公司在经历了持续调整后，性价比逐步抬升。另一方面，稳增长预期升温下，消费与基建等低估值方向的配置价值抬升。我们认为，2022年A股的流动性考验未完，这使得估值端不具备全面抬升的基础，故更应聚焦具备估值修复的方向。而基本面的正反馈机制将进一步决定估值修复的斜率，重视盈利反转或边际改善的方向。当前以消费与基建链为核心的低估值板块具备上述优势，往后看市场或仍将水往低处流，风格加速向低估值风格切换。而赛道型公司的机会还需要等待风险偏好的回暖。

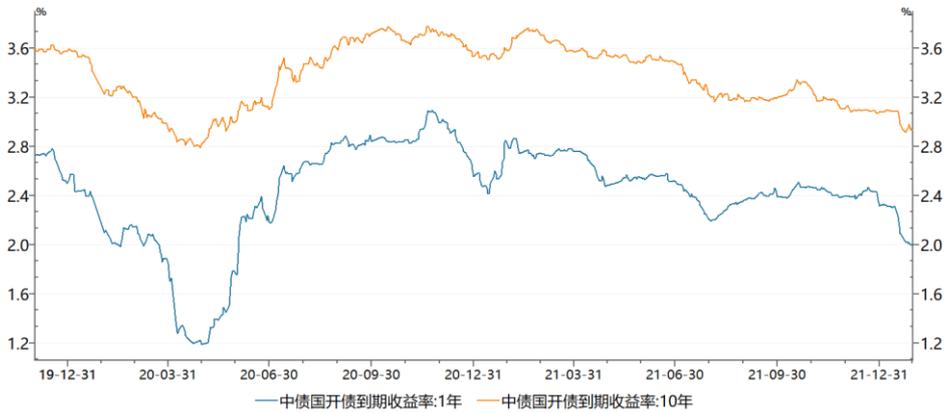
图：12月以来，低估值风格相对优势明显



数据来源：Wind、招商基金

3) 行业热点：把握消费与基建链。行业配置上，按照稳增长的发力先后顺序、盈利的边际改善程度，关注方向：1) 消费：加速迈出预期底部，关注业绩有支撑且负面预期淡化的生猪、家电、家具以及社服/旅游、白酒等方向；2) 基建：基建投资改善，助力“兴基建”未来或超预期，关注建材、建筑、电力运营等方向；3) 金融：券商、银行；4) 消费电子。

图：中债国开债到期收益率走势图



数据来源：Wind 资讯、中国债券信息网、招商基金

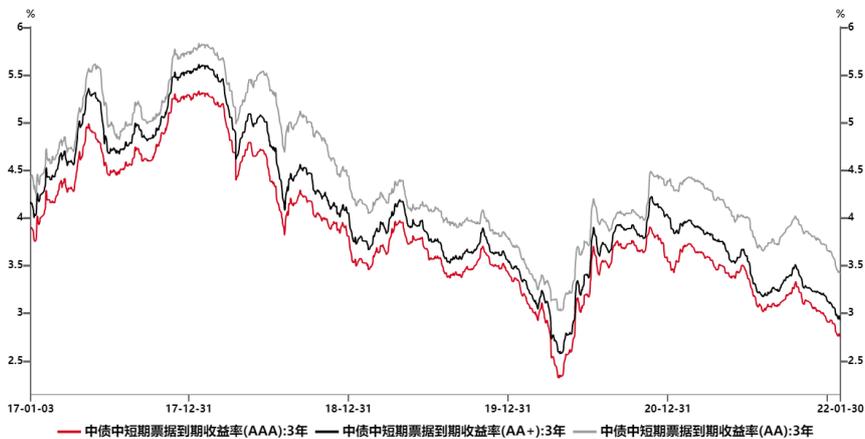
3.2.2 信用产品

企业债/公司债/中期票据

一级市场方面，今年 1 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 12336 亿元，净发行 5048 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 1 月公司债、企业债及中票合计发行金额为 5868 亿元，净融资额 2705 亿元，相较 12 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。

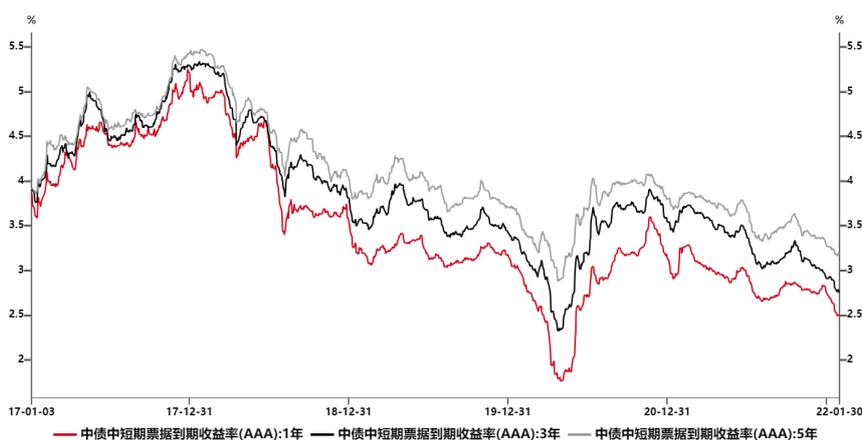
二级市场方面，从绝对收益率方面看，以 AAA 级中短期票据为例，进入 1 月以来，信用债二级市场收益率整体呈下行走势，其中中短端下行幅度相对较大。具体看，1 月 1 年中短期票据收益率下行 25bps，3 年中短期票据收益率下行 14bps，5 年中短期票据收益率下行 8bps。从信用利差来看，以 AAA 级中短期票据为例，信用利差整体走阔，且长端走阔幅度更大。具体看，短端信用利差较上月末走阔 6bps，处于历史 45%分位水平，3y 信用利差较上月末收窄 1bps，处在历史 17%分位水平；5y 信用利差较上月走阔 8bps，处在历史 80%分位水平；期限利差走势亦相对分化，中短端期限利差收窄 8bps，中长端期限利差走阔 6bps。

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



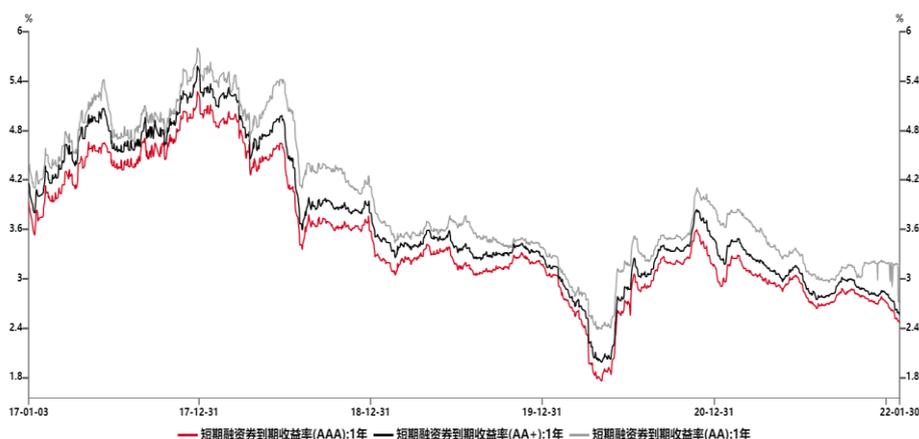
数据来源：Wind、中国债券信息网、招商基金

短期融资券

一级市场方面，今年1月短期融资券总发行量为5356亿元，净融资为2065亿元，环比分别增加1116亿元和2515亿元，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，1月短融收益率整体呈下行趋势。AAA短融收益率下行23bps，AA+短融收益率下行24bps，AA短融收益率下行48bps。从信用利差来看，AAA短融信用利差走阔8bps，处于历史39%分位水平；AA+短融信用利差走阔8bps，处于历史19%分位水平；AA短融信用利差收窄17bps，处于历史10%分位水平，反映出在1月宽信用政策持续推进的情况下，资金面宽松，信用债利差被动走阔。

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

整体而言，1月降息落地带动信用债收益率呈现下行走势，二级买盘较为火爆，低估值成交居多，主流票息资产的性价比降至低位，具体来看，银行资本补充工具1月上旬出现小幅调整，但降准后重新受到追捧且存在下沉城商行的趋势，钢铁债、煤炭债的成交活跃度也有所改善，城投债的久期策略与下沉策略并存，地产债分化依旧存在。基于上述情况，2月信用债投资我们仍将考虑以严控信用风险为前提，坚持票息策略，努力追求增厚基金收益。

3.2.3 可转债

1 月份转债市场与 A 股市场双双下跌，截至 1 月 28 日，万得全 A 下跌 9.46%，中证转债下跌 2.36%，转债市场表现明显强于股票市场。转债抗跌原因一方面是债基参与资金仍较为充裕，另一方面是占权重大头的银行、交运、基建等板块个券表现较好所致。年初以来成长与周期发生了较为明显风格反转。分板块看，本月银行、煤炭、建筑和房地产板块涨幅居前；国防军工、医药、传媒和电子板块跌幅靠前。风格上，价值板块表现好于成长板块，小盘股表现略强于大盘股。转债估值本月整体上行，目前全市场平均转股溢价率 36.87%，较上月末上升 2 个百分点，处于 2017 年以来 94.6%分位数水平。对资金敏感度较高的低/高平价转债均未发生明显估值压缩，利率水平、资金成本仍是短期影响转债方向的核心要素，价高、估值贵、轮动快仍然是转债市场特征。未来影响转债整体估值的关键因素在于流动性的边际变化。

展望后市，正股充分回调后估值可能进入舒适配置区间，且在宽货币政策下转股溢价率不存在大幅压缩空间。后续关注两条主线。第一是银行板块转债。在稳增长政策支撑下，上半年宽信用力度或有保证，银行营收增速有望保持较好水平。目前银行板块 PE、PB 都处于历史绝对低位，在风格切换格局下性价比较高；第二是充分回调后的电子、军工等成长板块转债。两者国产替代的长期逻辑清晰，目前因为市场风格部分优质个券估值已经回调到历史 50%分位数以下水平，可以考虑适当逢低配置。



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。基金投资须谨慎。投资者在投资基金前请认真阅读《基金合同》《招募说明书》《产品资料概要》等基金法律文件，全面认识基金产品的风险收益特征，在了解产品情况及听取销售机构适当性意见的基础上，根据自身的风险承受能力、投资期限和投资目标，对基金投资做出独立决策，选择合适的基金产品。



地址：深圳市福田区深南大道7088号招商银行大厦28层
邮编：518040 总机：0755-83196666 传真：0755-83196467
公司网址：www.cmfchina.com
电子邮箱：cmf@cmfchina.com
客户服务热线：400-887-9555（免长途费）

重要声明：本投资报告并非基金宣传推介材料，仅作为重要客户和渠道客户经理服务内容之一，供投资者参考，不构成任何投资建议或承诺，基金投资涉及风险。本投资报告所用信息均出于已公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。我公司亦有可能持有报告中所提到的公司所发行的证券或进行相关交易。我公司可能在本投资报告公开前已经使用或了解其中的信息。本报告版权归我公司所有，如需引用、刊发，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。