



招商基金投资策略报告

2022 年·3 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	7
2.3	港股市场	8
2.4	美股市场	9
2.5	原油市场	10
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	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 2022 年 3 月投资策略报告

1 宏观经济环境

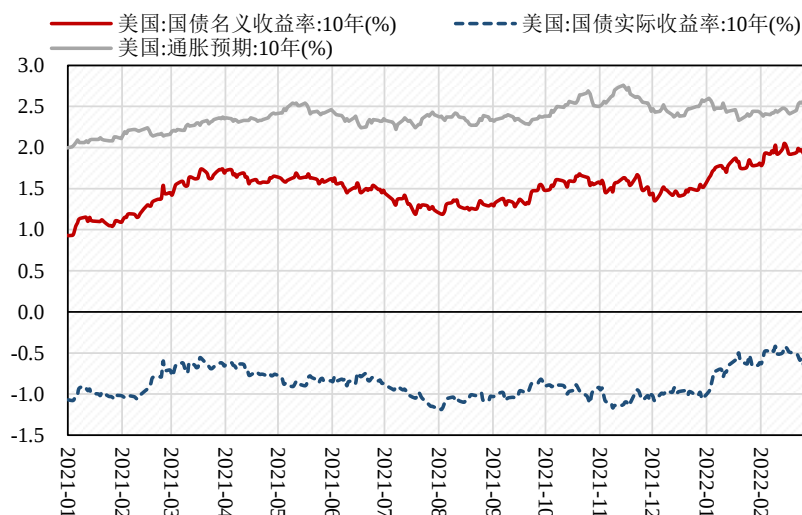
1.1 海外市场

2 月美股回顾：受通胀与联储加息预期影响，叠加国际局势紧张，2 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 3.43%，标普 500 指数累计下跌 3.14%，道琼斯工业指数累计下跌 3.53%，三大股指 2 月份均累跌逾 3%。随着地缘局势的不确定性出现，以及通胀预期的走高，近期美股波动率上升。

3 月美股展望：外围恐慌蔓延，加息预期降温。 1) 1 月 FOMC（美国联邦公开市场委员会）会议纪要表态相对温和，加息预期降温。会议纪要呈现鸽派，并未进一步明确政策路径，也并未就 3 月是否加息 50 个基点透露更多的线索。纪要发布后，加息预期降温，3 月 FOMC 会议加息 50bps 的概率从超过 90% 回落至 32%。2) 俄乌冲突之下，短期来看，以原油为代表的国际大宗商品价格显著抬升，进而推动通胀压力的上行延续，全球主要市场的加息与缩表进程难以扭转。同时，在外部不确定性的提高背景下，资产价格波动率上升。美国通胀超预期，货币政策加速收紧，使得成长板块的风险偏好明显受挫。3) 美国市场流动性风险边际抬升。从月度维度看，高收益债和投资级债较 1 月均值均边际抬升。整体来看，由于目前处于避险环境，全球投资者将资金转向避险资产，股市的波动还将延续。

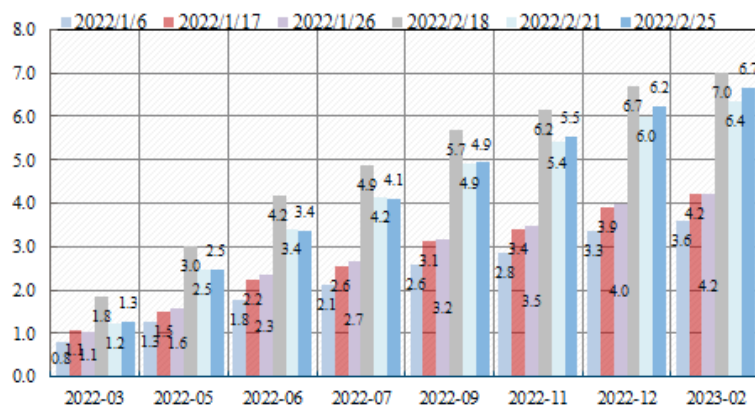
图：美债利率小幅回落



数据来源：Wind，招商基金

图：美联储加息预期有所降温

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：2月份经济情况从已公布数据来看，有所回暖，货币整体维持相对宽松

2月份经济情况从已公布数据来看有所回暖。从流动性情况来看，短端货币市场依然维持宽松。社融有所回升，企业中长期贷款增速继续回落。

2月份制造业PMI数值在经历1月份的小幅下滑后，有所回暖，且依然在保持在荣枯线以上，录得数据50.2。固定资产投资、地产投资、基建投资、制造业投资以及社会消费品零售总额、出口数据由于春节因素，需等3月中旬公布1-2月份合并数据后再作观察解读。

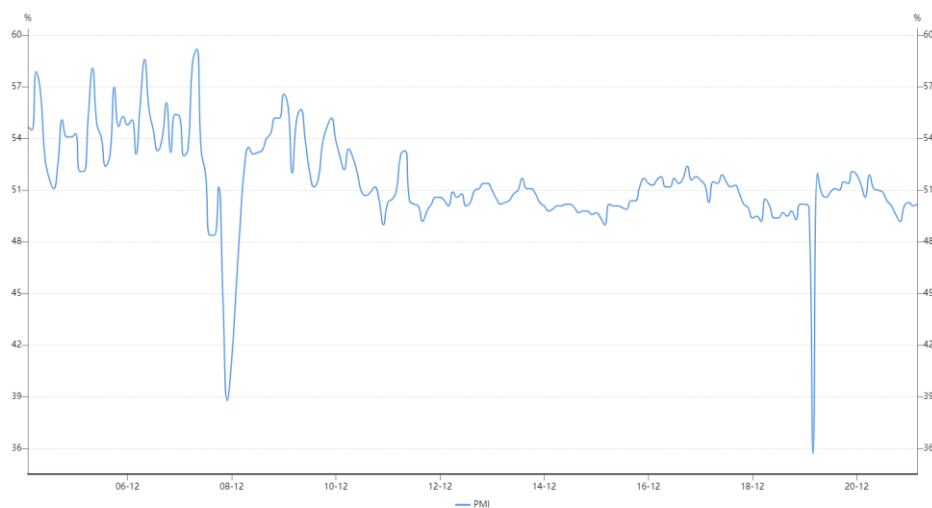
从投向实体经济的流动性角度看，代表性指标社融存量继2021年9-10月份触底后持续小幅回升，2022年1月份录得数据10.5。从两年年化增速来看，整体呈现温和螺旋式下滑的形态。从社融和信贷结构来看，挂钩企业投资的中长期融资，还在持续回落中。

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 7月	2021年 8月	2021年 9月	2021年 10月	2021年 11月	2021年 12月	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	2021年 12月近两 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

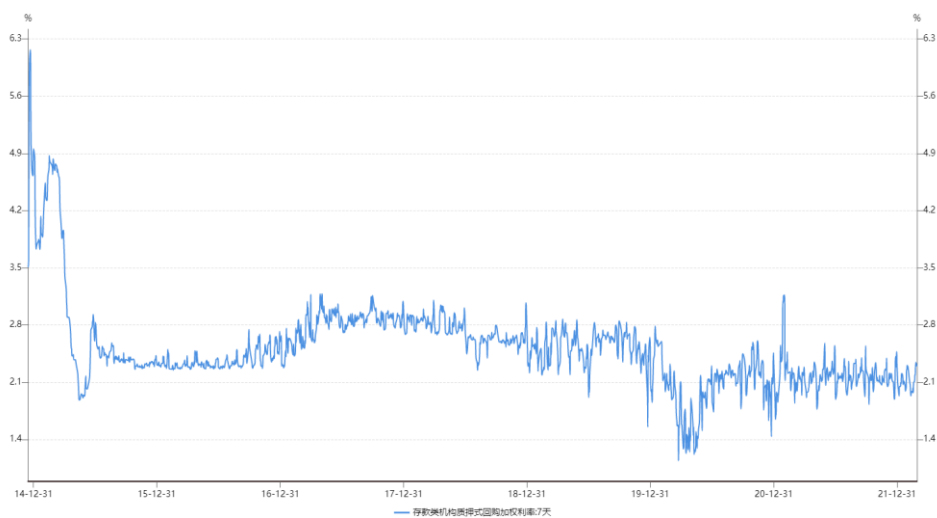
数据来源：Wind，招商基金；单位：%；注：CAGR为年复合增长率（Compound Annual Growth Rate）

图：制造业 PMI 小幅回升



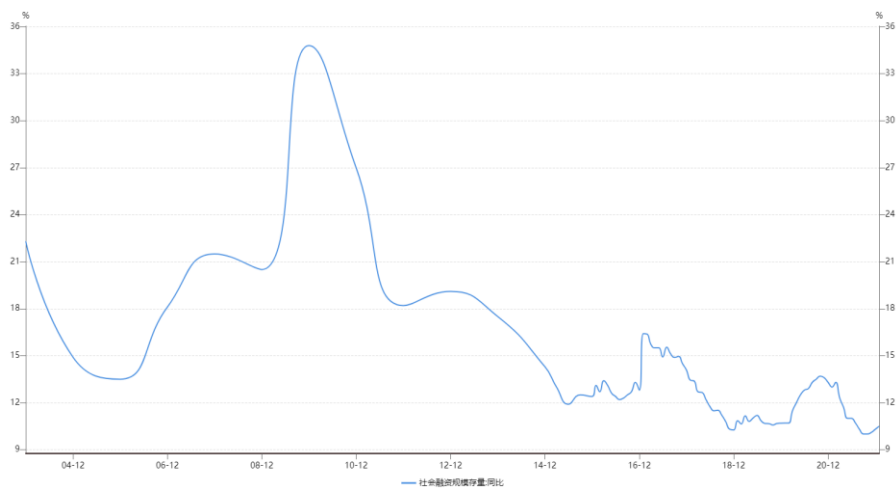
数据来源：Wind，招商基金

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

图：社融存量继续小幅回升



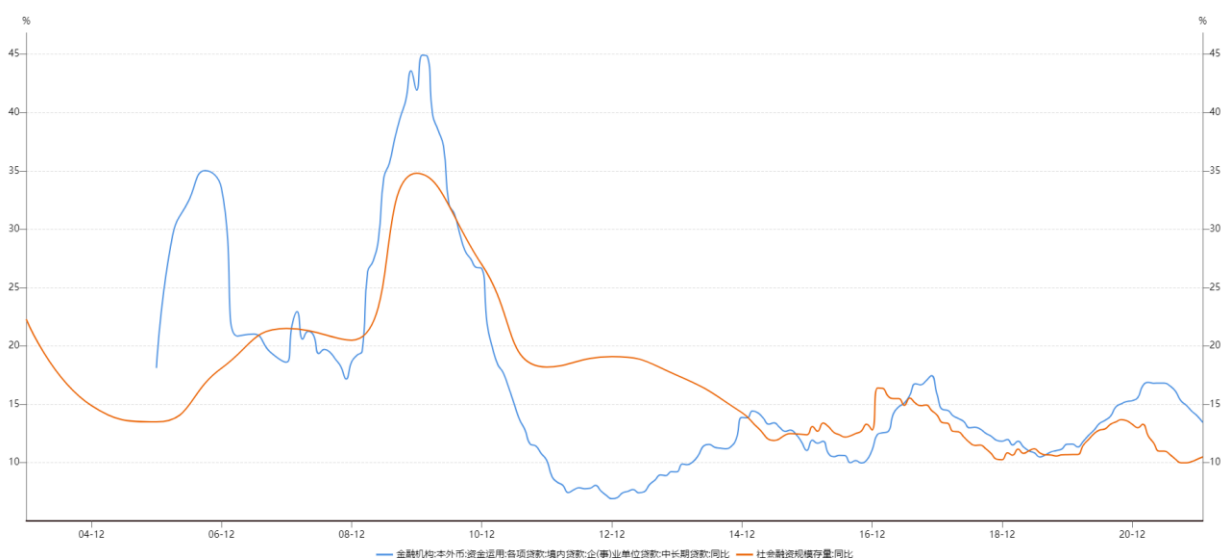
数据来源：Wind、招商基金

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
2022 年 1 月	10.5	11.74

数据来源：Wind，招商基金，单位：%

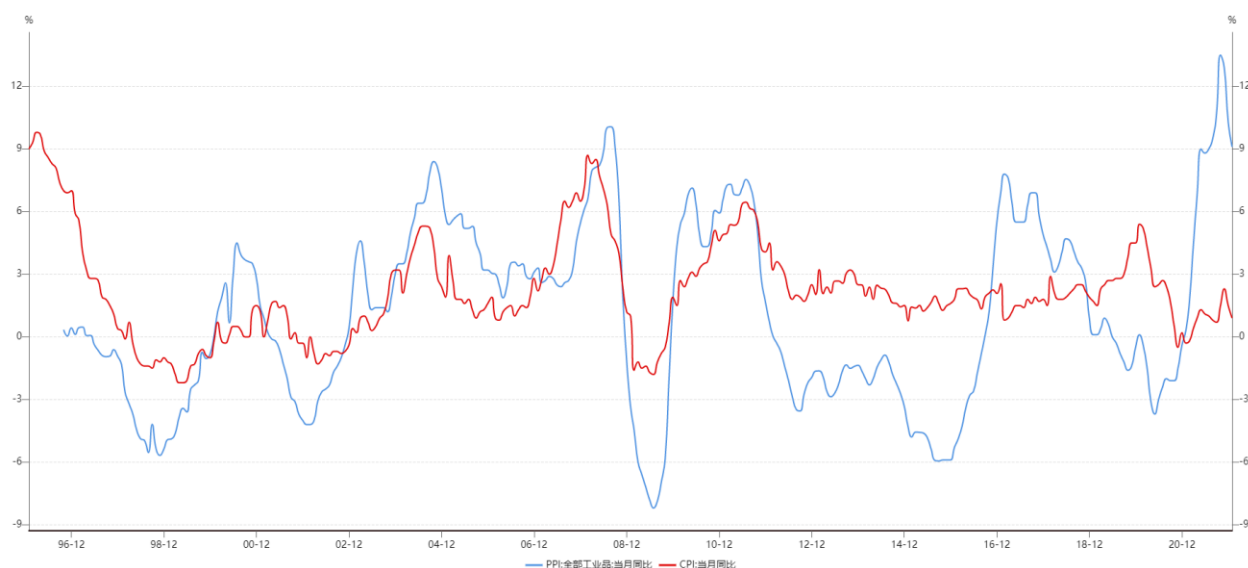
图：企业中长期贷款同比继续回落



数据来源：Wind，招商基金

通胀方面，1 月份 PPI 继续回落。考虑到需求整体依然处在下滑周期中，我们判断，未来 PPI 整体趋势有可能将继续回落。CPI 在 2021 年 9-11 月份短暂小幅冲高后，目前处在阶段性回落中，仍保持在正常区间内。

图：12 月 PPI 持续回落，CPI 仍保持在正常区间内



数据来源：Wind，招商基金

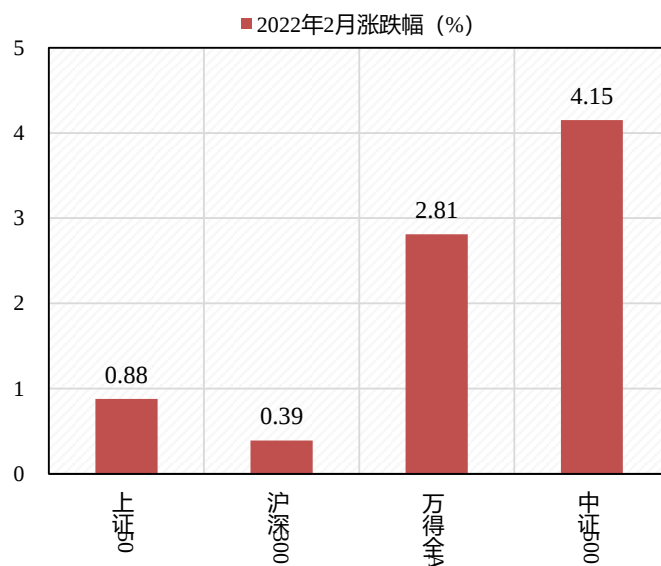
2 大类资产观点

2.1 A 股市场

2 月 A 股回顾：估值修复，拾级而上。在“稳增长”见效落地之前，市场处于弱修复状态。通胀数据反映内需疲弱，“稳增长”尚未见明显成效，货币政策仍处宽松窗口。年初以来，以主动偏股型为代表的公募基金赚钱效应不佳，亦难带动市场风险偏好。往后看，随着 3 月全国两会的召开，“稳增长”政策或将加速推进与发力，基建地产链的预期上修将催化复苏进程。

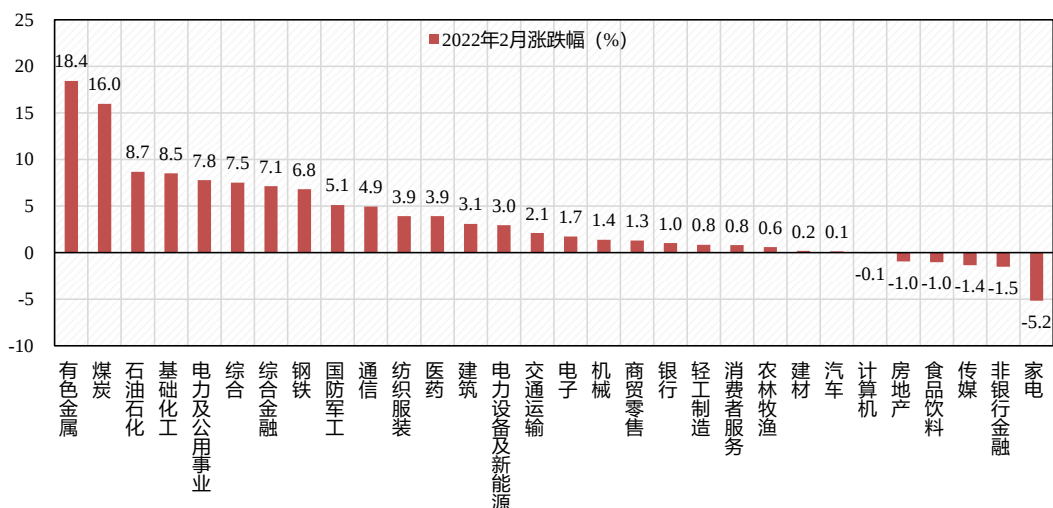
3 月 A 股展望：寻找低估值与盈利改善的交集，把握稳增长，布局消费。自 2021 年底中央经济工作会议以来，“稳增长”一直是市场关注的焦点。行至当下，投资者面临两种考量：一方面，“稳增长”预期升温，消费与基建等低估值方向的配置价值抬升。另一方面，赛道型公司景气优势仍在，且在持续调整后，性价比抬升。全球流动性拐点已现，中美货币政策异步窗口期正在收窄，这使得估值端不具备全面抬升基础，故更应聚焦具备估值修复的方向。当前以消费与基建链为核心的低估值板块具备上述优势，“稳增长”行情仍在途中。整体来看，当前市场偏低风险偏好、经济基本面仍未兑现之下，价值仍将阶段占优，而成长尤其是赛道型公司的机会还需要等待风险偏好的回暖。

图：2022 年 2 月主要股指涨跌幅



数据来源：Wind，招商基金

图：2022 年 2 月份行业涨跌幅 (%)

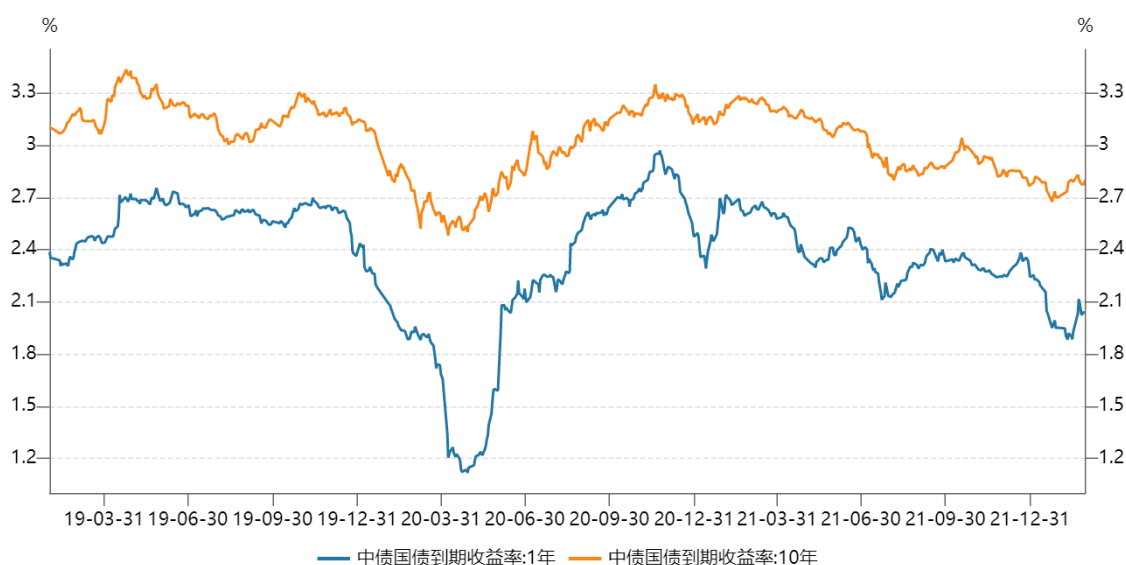


数据来源：Wind，招商基金

2.2 债券市场

2022 年 2 月，债券市场走势大体为震荡调整。跨春节后资金面仍然维持宽松局面，R007 月度平均利率下行。国股存单 6M 和 1 年期收益率自 2 月下旬各地出现地产政策放松后，开始抬升。2 月债市各期限品种收益率均为上行，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：伴随“稳增长”政策的推出，未来国内经济能否逐步抬升取决于地产政策放松能否带动地产销售改善和消费、服务业的恢复。我们认为整个政策传导或将以偏慢的节奏推进。在信贷社融超预期和部分城市地产需求政策放松的影响下，2月债市走出一波小调整，信用利差和期限利差小幅拉开，当前部分品种相对价值凸显。未来稳增长政策作用在经济上需要时间，货币政策宽松确定性强，金融机构配置需求仍强。季度视角看，债市收益率会维持在一个偏低的中枢，收益率继续向下可能性仍存。

2.3 港股市场

2月恒生指数下跌4.6%，恒生国指下跌3.9%，在全球主要股指中表现靠后。具体看，1）小型股（+0.7%）领涨，中型股（-0.3%）表现好于大型股（-4.4%）；2）香港本地/外资股（-4.1%）表现弱于中资股（+2.1%）；3）行业方面，恒生原材料业、能源业、必需性消费业表现较佳，恒生资讯科技业、地产建筑业和医疗保健业表现较差。

国内方面，月初公布的社融和信贷总量数据均好于此前市场预期，但结构来看，剔除季节效应后企业短贷冲量明显，居民贷与企业中长贷同比增量相对较弱，显示地产周期下行压力下，总体需求依然较弱。2月下旬，中共中央政治局会议召开，会议指出，今年工作要坚持稳字当头、稳中求进；要加大宏观政策实施力度，稳定经济大盘；要强化金融风险防控，坚决维护金融稳定大局。2月21日起，六家国有大行同步下调了广州地区房贷利率，一套房、二套房的优惠审批利率分别下调了20个基点至5.4%和5.6%。

海外方面，月初美联储公布1月份利率决议，释放了今年3月可能决定开始加息的强烈信号，并预计3月如期完成Taper，并表示不排除FOMC每次会议都加息的可能。2月下旬，俄罗斯对乌克兰采取的军事行动

超出市场预期。同时，拜登公布美国对俄出口管控等新制裁。目前局势还有相当的变数和不确定性，需要观察后续因制裁导致的连锁反应，可能会制裁俄罗斯原油出口，以及切断其与国际银行系统 SWIFT 的联系。

- 1、截至 2022 年 2 月 28 日，恒指 PE (TTM) 为 8.8 倍，恒生国指 PE (TTM) 为 8.3 倍，较 1 月底的 9.2 倍、8.7 倍有所下滑。
- 2、截至 2022 年 2 月 28 日，离岸人民币兑美元汇率本月上升 0.95%，美元兑离岸人民币汇率为 6.3109。2022 年 2 月 25 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 433bps，与 1 月底的 434bps 基本持平。
- 3、恒生 AH 股溢价指数较 1 月底有所上升。截至 2022 年 2 月 28 日，AH 溢价指数为 142.36，高于 1 月底的 138.36。2 月份，南向资金净流入规模达到 32.0 亿港元。

展望 3 月，在外部政治事件以及加息临近的扰动下，港股市场波动可能会加剧。但经过去年较大幅度的调整，港股市场基本消化了基本面与资金面最悲观的情绪。在稳增长带动下，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 年有望迎来政策底。港股市场风险偏好有望得到修复。

配置方面，由于短期海外地缘政治以及国内监管的不确定性导致的港股市场波动加剧，目前相对看好的板块：1) 在“稳增长”预期下，政策持续发力，包括下调部分城市首套房首付比率以及按揭利率，“稳增长”受益方向仍是 1 季度的主线，例如地产、金融板块，包括地产链的建筑、建材。2) 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。3) 电力运营商板块。发改委将煤炭中长期交易价格收窄至 570-770 区间，利好火电企业成本端下降。由于开年以来电力运营商板块回调较深，基本隐含了对短期业绩亏损、风电数据低预期以及煤炭价格较高等因素，板块配置价值凸显。板块仍具备成长性，而且补贴措施有望落地。4) 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。5) 高股息板块。在波动率放大的市场中，高股息板块具备类“债券”的防御属性，且较高的股息率具有配置性价比。长期看，港股高息股指数稳健上行，且高息股指数累计收益率跑赢恒生指数。6) 部分优质的新经济公司在此轮调整后估值回归合理，具备长期配置价值。从中长期的角度来看，港股中资股的盈利确定性相对较高、低估值的优势明显。长期可关注港股具有资产稀缺性的新经济板块，以及中概股回归受益的板块。

2.4 美股市场

2 月美股市场表现回顾

回顾 2 月，道琼斯工业平均指数跌 3.53%，纳斯达克综合指数跌 3.43%，标准普尔 500 指数跌 3.14%。2 月，市场关注高通胀和美联储加息预期。美国国债收益率自 2019 年年中以来首次超过 2%，并引发了看空股

票的热潮。接近月底，随着俄乌冲突升级，地缘因素迅速成为焦点，全球市场波动加剧。疫情方面，美国日均新增新冠肺炎确诊病例数呈下降趋势。截至到2月底，美国累计注射了5.52亿针剂疫苗，75.6%的美国人至少接种过一剂疫苗，64.2%的美国人被归类为完全接种。27.9%的人接受了加强针的接种。美国标准普尔 Core Logic Case-Shiller 12月房价指数上涨1.1%，高于预期，同比上涨18.6%；美国联邦住房金融局（FHFA）12月房价指数上涨1.2%，高于预期，同比涨幅为17.6%；美国2月份消费者信心指数为110.5，高于预期的110.0，而前值从最初报告的113.8下修至111.1；美国2021年第四季度GDP增长率初值为7.0%，与预期一致；美国2月份消费者信心指数初值为62.8，高于预期。

尽管失业率维持低位、2021年实际GDP增幅5.7%创下将近四十年来的最佳表现，但就业数据偏滞后，且从PMI及指数盈利来看，美国经济增速拐点或已出现；而同样创下四十年新高的还有通胀数据；面对如此形势，美联储强调很快就会适当地提高联邦基金利率，并表示将在加息后开始缩减资产负债表；在官员表态及数据的双重催化下，短期市场的加息预期一度迅速抬升，但从美国处于经济周期尾声的定位来看，市场或许反应过度。

经济基本面及后续展望

展望3月，通胀仍是投资者需要担心的因素，多种商品的供需平衡可能被打破。风险资产的轮动仍处于初期阶段，黄金占据了吸收这些资金流的独特位置。如果大宗商品价格飙升导致对发达市场大幅放缓的担忧，投资者可能会增加ETF的黄金持仓。俄罗斯与乌克兰冲突对亚洲信用市场的不利影响或将通过能源价格上涨以及短期避险情绪间接体现。

美联储部分理事支持3月加息并表示，如果经济数据依然强劲，那么3月份可能有理由加息50个基点，不过俄罗斯与乌克兰的冲突给本次展望增加了不确定性。乌克兰危机导致的全球股市下跌并不预示着下一次熊市的开始，相反，这后续提供了逢低买入的机会。虽然对俄罗斯有曝险的部分股票易受冲击，但是依然建议关注欧洲的银行股，估值仍然相对偏低，其未来盈利能力将有望受益于通胀。短期来看，恐慌式抛售已经结束，市场已经作出反应，黄金将开始回调，股市、比特币等风险资产价格正在上涨。

从估值来看，即使在最近的波动之后，美股估值仍然偏高：标普指数的股票预期市盈率中值仍为19倍。美股主要股指在最近几个交易日上扬，凸显了许多投资者对美联储行动的重视。投资者迅速转移了对欧洲局势及其可能如何影响美联储加息计划的押注，部分投资者预测3月份的加息幅度较小，这可能有助于提振股市。重点关注黄金、能源、其他大宗商品、航运、银行等行业。

2.5 原油市场

原油：俄乌冲突抬升油价，关注后续欧美对俄制裁后原油供应情况。

2022年2月原油市场回顾：受俄乌冲突影响、叠加基本面供应偏紧预期，油价高位震荡突破100美元/

桶，油价再创近七年来新高。

2 月原油价格高位宽幅震荡，乌俄冲突地缘政治因素对市场情绪构成较大扰动，而基本面供应偏紧预期继续为油价起到核心支撑作用。2 月中旬，油价再创七年以来新高，内盘 SC 油价（上海能源交易所原油期货）上市以来首次突破 600 元/桶，外盘 Brent 油价（布伦特原油期货）则站上 100 美元/桶高位。

2 月乌克兰局势继续对油价构成显著扰动，西方舆论于 2 月中旬渲染局势显著趋紧，导致市场多头情绪较为高涨，一度大幅推涨油价。但随着俄罗斯宣布自乌克兰边境撤回部分军队，加之始终未发生实质性冲突，东欧局势出现一定程度上的缓和。2 月下旬，俄罗斯宣布承认乌东顿涅茨克人民共和国和卢甘斯克人民共和国为独立国家，并实施军事行动，局势升级导致油价再度上涨。东欧局势再度趋紧大幅推涨油价，内盘 SC 原油期货主力合约 2 月 22 日收涨 5.59%，逼近 600 元/桶大关，外盘 Brent 原油期货主力合约 21 日收 4.07%，22 日盘中逼近 100 美元/桶大关。

从需求端来看，2 月原油需求端表现整体平稳；从疫情角度来看，欧美等国疫情逐步趋稳，多国宣布取消全面防疫措施。欧美疫情转好以及防疫措施放宽或利好原油终端需求预期向好，为油价提供有力支撑作用。从供给端来看，2 月原油供应端整体持稳，但供应预期偏紧预期继续为油价起到支撑作用。而随着油价逐步高企，美国或再度采取措施施压油价以应对高通胀压力，伊核协议谈判进程有望加快。OPEC+部长级会议于 2 月 2 日得出最新决议，延续此前产量政策，即 3 月继续增产 40 万桶/日。高油价之下 OPEC+始终未加大增产幅度，加之 1 月 OPEC 减产执行率高达 132%，环比增长 5%；OPEC 1 月石油产量约为 2801 万桶/日，仅环比增长 21 万桶/日，仍未达到计划增产量，导致市场对于其后续增产空间或相对有限的担忧情绪持续升温，为油价起到支撑作用。

图：布伦特原油价格（美元/桶）



数据来源：Wind、招商基金

2022 年 3 月原油市场行情展望：关注俄乌冲突对油价的后续影响。

综合展望 2022 年 3 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。

从需求端角度而言，欧美防疫措施逐步趋宽，市场需求预期整体持稳。从供应角度而言，OPEC 月产量仍未达计划值，且减产执行率继续抬升，市场对于其后续增产空间或相对有限的预期继续升温，为油价起到有力支撑作用，预计 OPEC+产量政策整体以稳固市场为主要逻辑。此外，美国原油产量仍未现明显反弹，预计短期之内大幅增产可能较小。

从地缘政治角度而言，开年以来乌克兰危机始终对油价构成显著扰动。目前来看，俄罗斯与西方国家之间的矛盾逐步升级，若后续演变为持续热战战争，或大幅推涨原油价格。若东欧局势逐步趋稳叠加伊核协议谈判取得突破性进展，油价或出现一定程度上的回调，建议持续关注乌克兰局势，警惕市场大幅波动风险，不排除短线冲高可能。

综合来看原油价格将呈现前高后低状态。中性假设下，我们预计 WTI 原油价格上半年在 90~110 美元/桶高位震荡，下半年随着供需逆转，油价回落至 80 美元/桶。但在油品库存低位的背景下，地缘政治风险催生的供应弹性脆弱将加剧原油市场的波动风险。

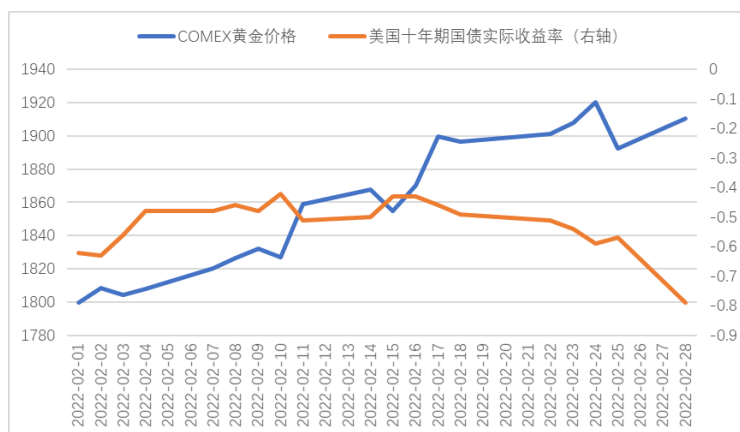
2.6 黄金市场

黄金：2 月金价单边上行，预计 3 月金价或整体下行。

2022 年 2 月金价回顾：

2 月金价主要受到俄乌冲突催生的避险情绪影响，2 月所有具备避险性质的大类资产均呈现普涨状态。

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 3 月金价展望：

预计 3 月金价或整体下行，避险情绪催生的金价上涨可能将逐步回吐。

黄金方面，短期发挥避险属性价格同样大幅上行，但未来地区冲突逐渐常态化后预计将从当前的高位回调，3 月对黄金持看空态度。但全年依旧相对看好黄金，尤下半年实际利率下行或将带动金价走高，全年伦敦金价格将有可能突破 2000 美元。

2.7 汇率市场

汇率：预计人民币小幅震荡回落，美元指数随加息预期见顶后回落。

2022 年 2 月汇率市场回顾：人民币延续升值势头，加息预期带动美元走强。

回顾 2022 年 2 月汇率市场走势，人民币汇率延续自去年四季度以来的升值势头，CFETS（中国外汇交易中心）人民币汇率指数上升 0.38%至 103.01，人民币兑美元汇率升值 0.78%。美元指数从 2021 年 2 月至 2022 年 2 月持续回升，从 89.4 震荡上行至 96 水平附近，整体上行幅度接近 7.4%，美元指数 2 月整体受加息预期强烈影响下小幅走强。

人民币走强的主要原因之一是强劲的出口以及结售汇需求的增加。美国宽松的财政政策叠加超宽松货币政策，使得美国需求旺盛。但由于海外疫情严峻，全球供应链未恢复，美欧等经济体出现“用工荒”，同时东南亚等国家受疫情影响，停工停产，致使出口受到影响。与此同时，由于我国疫情控制较好，供应链受疫情影响较小，因此我国出口一直保持高速增长，贸易顺差扩大，出口扩大带动出口企业的结汇需求增加，进而改变境内外汇市场的供求关系，人民币需求增加，人民币走强。

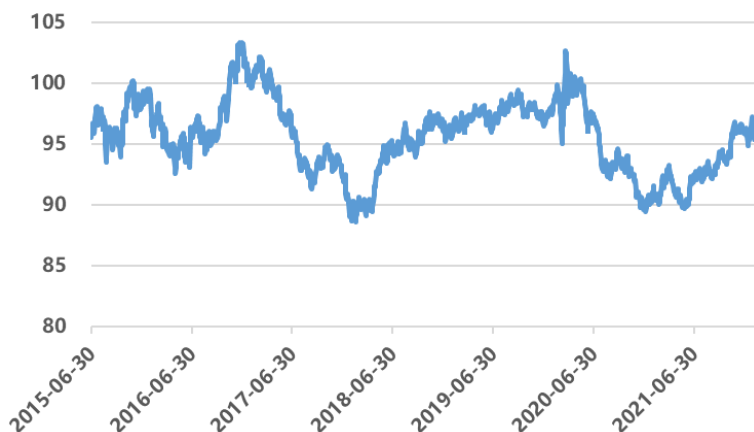
美元指数在加息前通常会进入上行阶段，联储 3 月加息的强烈预期带动美元指数 2 月走高。2022 年美联储将开始加息周期，从去年 12 月美联储公布的点阵图来看，利率预期大幅上移。所有票委都预期 2022 年开始加息，其中 18 位票委中有 12 位预期 2022 年至少加息 3 次。预计美联储从今年 3 月开始加息的概率较大，并且从美国历史加息周期看，加息期间美元指数大多数时间上行。美元指数在正式加息开始之前通常会进入一段上行区间，美元指数通常在正式加息开始时处于较高水平，美元指数在加息开始之后或将出现短暂下跌。

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 3 月汇率市场展望：预计人民币小幅震荡回落，美元指数随加息预期见顶后回落。

展望 3 月市场走势，我们认为人民币汇率将主要受到国内出口回落、中美利差收窄和全球避险情绪上升三方面的影响。国内出口预期将渐次回落、叠加美联储 3 月议息会议加息在即，在人民币贬值预期较强、俄乌冲突局势下，人民币避险属性初显，对人民币形成支撑。整体而言，人民币将呈现震荡小幅贬值的趋势，而美元指数预计将伴随联储加息靴子落地、加息预期见顶后逐渐回落。

出口回落带来结汇需求下滑，将对人民币形成贬值压力。2021 年四季度以来，国内出口同比增速已经出现回落迹象。外需方面，美国 1 月零售总额环比虽然反弹，但同比增速已成下降趋势。2 月份美国密西根大学消费者信心指数降至 62.8，为十年来低点水平。考虑到美联储加息在即，美国经济将进入紧缩通道，未来国内出口预期将延续下滑趋势。由于 1 月份出口数据暂未公布，但通过已公布的 1 月份结售汇数据可知，出口带动的结汇需求已经开始走弱，结汇率和即期净结汇均出现环比下降。出口回落带来的结汇需求下滑，将对人民币形成贬值压力。

中美利差预计继续收窄，将对人民币形成贬值压力。1 月份美联储关注的通胀指标 PCE（个人消费支出物价指数）同比上涨 6.1%，高于前值 5.8% 与市场预期的 6%，创 1982 年 2 月以来最大涨幅。高歌猛进的通胀数据使得美联储在 3 月份的议息会议上加息已成定局，唯一的悬念是选择温和加息 25bps 还是一次性大幅加息 50bps。但无论作何选择，中美经济周期错位导致的货币政策错位已成现实，联储一旦开启加息周期，人民币对美元汇率有望回归利差定价机制，人民币面临贬值压力。

而地缘政治不确定性加大，俄乌事态或将检验人民币避险新属性。俄乌军事冲突使全球避险情绪急剧上升。国内资产表现出较强吸引力，当周 A 股北上资金呈净流入趋势，带动人民币兑美元升值 0.3%，人民币呈现“避险货币”特性。考虑到俄乌军事冲突以及后续俄罗斯与西方国家的对峙短期之内仍看不到解决路径，地缘政治紧张或短期内边际利于人民币指数。但是由于美元的强避险属性，因此相对美元来讲，仍预计走势偏弱。

3 股债投资策略

3.1 A 股投资策略

1) 政策面：国内宽松仍在途，“稳增长”下政策力度不容小觑。货币政策方面，在当前经济面临需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力下，全年“稳增长”的政策意图明确，自 2021 年 12 月，市场迎来一系列降准降息，宽货币格局逐步显现。2 月 11 日，2021 年四季度货币政策执行报告发布，再次强调“需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力”，货币政策重提“不搞大水漫灌”，重点在宽信用和调结构。往后看，宽信用格局的形成和延续仍需宽货币的进一步支撑和配合，货币政策的宽松具备较高的确定性。财政政策方面，2 月 22 日，财政部部长表示“2022 年积极财政政策要适当靠前发力，用好政策工具箱，打足提前量，早出台政策，早落地见效。” **图：2 月货币政策继续支持稳增长**

时间	信息渠道	主要措施
2022/2/11	央行官网	2021 年四季度货币政策执行报告发布，再次强调“需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力”，货币政策重提“不搞大水漫灌”，重点在宽信用和调结构。
2022/2/22	Wind	自 2 月 21 日起，工商银行、农业银行、中国银行、建设银行、交通银行下调广州地区房贷利率。同时，邮储银行也于 21 日晚间宣布，自 2 月 22 日起下调房贷利率。
2022/2/28	央行官网	坚持稳字当头、稳中求进，根据形势变化和经济高质量发展的要求，灵活适度调节货币政策的力度、节奏和重点，引导金融机构有力扩大信贷投放，增强信贷总量增长的稳定性，促进降低企业综合融资成本。未来我国有能力、有条件可以有效应对外部冲击和国内下行压力，保持经济平稳运行和通胀总体稳定，稳定宏观经济大盘，继续成为全球经济的亮点。

数据来源：Wind、招商基金

2) 基本面：风险偏好的阶段性扰动。短期来看，在盈利下行压力尚未缓解、全球流动性拐点已至的背景下，风险偏好成为市场的主要扰动因子。关于俄乌冲突，其一，影响风险偏好，当前避险情绪占据主导地位；其二，通过影响能源等大宗商品的供给，进而抬升全球通胀预期。从中期视角来看，国内经济的复苏仍是核心。考虑到房地产领域边际放松（首付比例、限购限贷放宽），宽信用预期再次升温，“信用周期→盈利周期”的驱动将提振“稳增长”行情修复。

3) 技术分析：拥挤度初现底部抬升信号。春节之后，拥挤度初现底部抬升信号，微观交易结构转向积极状态。基于我们的研究显示，主要市场宽基指数 12 月以来的拥挤度水平不断降低，这反映市场交易热度趋降，投资主线尚未形成一致共识。而在开年后，各宽基指数拥挤度指标初现底部抬升信号，其中沪深 300 拥挤度水平抬升更为明显，反映微观交易结构开始逐渐转向积极状态，新的主线和共识正在逐步形成。

后市展望：1) 方向与区间：市场逐步回温，上半年上证指数运行区间预计维持在 3300-3600 点。随着 3 月份积极因素的上修，市场将逐步回温。预计 2022 年上半年上证指数将维持 3300-3600 点区间运行，下半年区间预计为 3300-3700 点。**2) 行业配置思路：相比前期“稳增长”明显跑赢，市场风格可能逐步走向相对均衡。**成长股在前期的大幅回调中风险已经有所释放，逐步在进入“逢低吸纳”的阶段；“稳增长”板块波动

加大，但后续可能仍有表现空间。而整体来说，市场风格相比前期“稳增长”跑赢，有可能逐步向相对均衡的阶段过渡。中期来看，产业升级、自主与“中国制造”；消费升级波折前行；数字化深化；绿色发展；共同富裕政策框架逐步形成。建议关注新能源汽车产业链、新能源光伏、科技硬件半导体和医药等年初以来调整较多的成长领域。

图：主要 A 股指数估值水平

主要指数	2022/2/28	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	18.8	32.2	11.6	18.1	0.5									
	WIND全A(剔除金融、石油石化)	28.7	64.2	18.2	29.2	0.5				√					
	A股整体剔除金融服务	22.6	30.4	11.9	17.1	0.8								√	
	上证50	10.9	20.9	7.0	10.2	0.7						√			
	沪深300	13.2	25.2	8.1	12.7	0.6						√			
	中证500	19.2	80.3	16.2	30.0	0.0	√								
	中证1000	33.7	125.5	20.0	46.4	0.1		√							
	中小板100指数	34.2	59.2	18.7	31.5	0.7							√		
	创业板100指数	57.8	123.1	27.8	52.6	0.6						√			
	中小板综合	38.5	85.8	23.3	41.0	0.4				√					
海内外相对估值PE(TTM)	创业板综合	78.3	174.9	28.9	63.1	0.7							√		
	恒生AH股溢价指数	8.1	20.9	7.5	9.6	0.1		√							
	上证沪港通AH溢价指数	7.7	9.9	3.0	4.3	0.7						√			
	上证指数/标普500	0.6	1.2	0.4	0.6	0.5				√					
相对估值PE(TTM)	创业板100指数/沪深300	1.7	1.8	0.6	1.3	1.0									√
	创业板综合/沪深300	2.3	3.7	0.9	1.9	0.7							√		
相对估值PB(LF)	创业板100指数/沪深300	4.5	6.0	1.6	3.3	0.7							√		
	创业板综合/沪深300	3.1	5.3	1.4	2.9	0.6					√				

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

2022年2月债市走势回顾：

2月债券市场上中旬调整，下旬企稳小幅走强。利率债方面，1年国债全月上行9bps收于2.04%，5年国债上行15bps收于2.51%，10年国债上行7.5bps收于2.78%；5年国开上行13bps至2.73%，10年国开上行10bps收于3.04%。信用债方面，各期限收益率均为上行，等级利差有所抬升，5年期信用品种收益率上行幅度更大，AA和AA+品种上行幅度小于AAA品种。公开市场操作方面，1月央行公开市场操作净投放1000亿（包括国库现金），MLF超量1000亿续作。LPR利率未作调整。

利率产品展望：债市走势仍然需要关注国内经济运行和“稳增长”政策，俄乌局势对金融市场的影响暂减弱。政策展望，整体上，加大宏观政策实施力度，稳定经济大盘，两会已为2022年制定5.5%的GDP增速目标。预计货币政策仍会维持宽松，进一步的降准降息空间仍在。需求侧房地产因城施策，地方层面，主要包括三类举措：下调首付比例，增加公积金贷款额度；降低房贷利率，其中广州、深圳等一线城市下调房贷利率具有重要标志性意义；房贷放款节奏加快。产业政策的抓手，预计围绕着数字经济、消费服务业、新基建展开。

伴随“稳增长”政策的推出，预计国内经济有望逐步见底，能否逐步抬升则要视地产政策放松能否带动地产销售改善和消费、服务业的恢复情况。预计这是一个偏慢的节奏。在信贷社融超预期和部分城市地产需求政策放松的影响下，2月债市走出一波小调整，信用利差和期限利差小幅拉开，当前部分品种相对价值凸显。未来稳增长政策作用在经济上需要时间，货币政策宽松确定性强，金融机构配置需求仍强。季度视角看，债市收益率会维持在一个偏低的中枢，收益率继续向下可能性仍存。

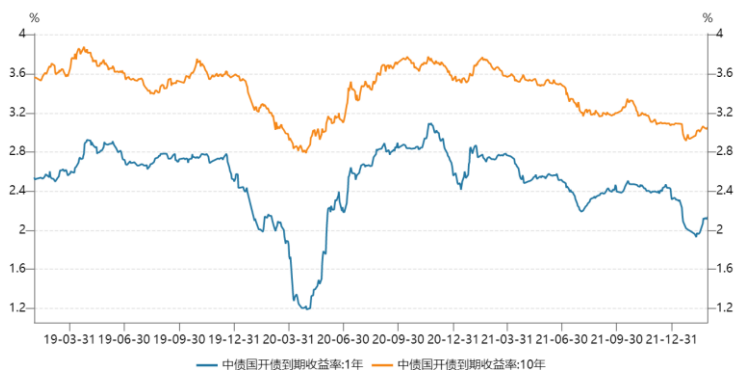
投资策略：

(1) 目前的债市绝对收益率水平有所反弹，较前期低点有 10-20bps 调整，为应对“稳增长”和宽信用，货币政策大概率维持宽松，据此组合可考虑开始增仓，并待资金利率回落带动中短债收益率回落，增仓节奏看组合性质相应调整。

(2) 震荡市期限利差择最厚的地方配置仍是较好的方式。目前曲线结构偏陡峭，利率债 2 年、7-10 年具有一定相对价值，5 年期品种相对价值较弱。利率债组合，哑铃结构或许比子弹结构更好。

(3) 经历调整后，信用债期限曲线较为陡峭，3-5 年配置价值有所凸显，建议适当调整增持。银行资本债调整接近 20bps，也具有一定相对价值，考虑其流动性也具有相对优势，应适当关注。债券配置节奏上，信用利差极低时，考虑重点调整持仓结构，提升组合静态收益率。

(4) 未来“稳增长”的抓手大概率仍是基建，两会召开预计仍会有一定政策引导，配置方向是“稳增长”基建相关和调整足够的高景气板块，规避高估值高溢价转债。

图：中债国开债到期收益率走势图

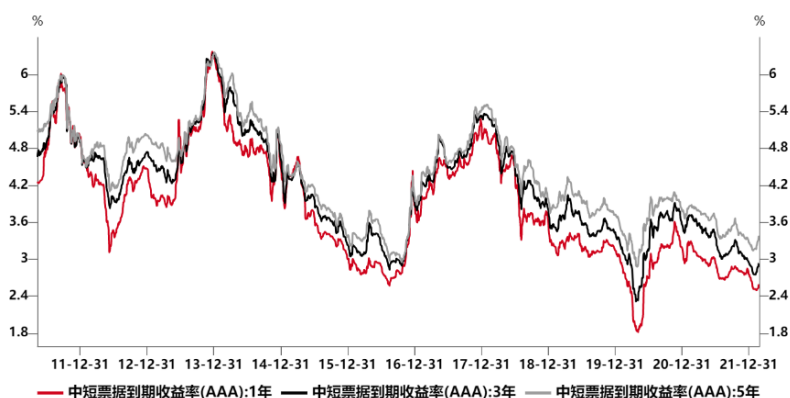
数据来源：Wind 资讯、中国债券信息网、招商基金

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 2 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次高水平，其中总发行 7268 亿元，净发行 3663 亿元，由于总发行规模较大，导致净发行量达到近年来次高水平。其中 2 月公司债、企业债及中票合计发行金额为 3345 亿元，净融资额 2024 亿元，由于春节假期原因相较 1 月长债净融资规模有一定程度下降，为近五年同期最高水平。

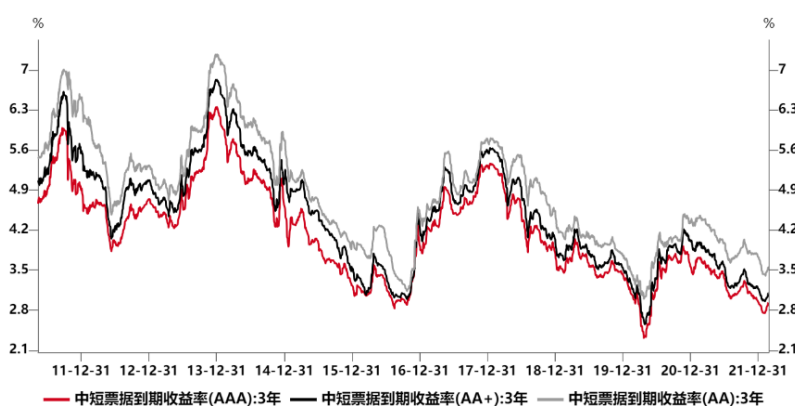
二级市场方面，从绝对收益率方面看，以 AAA 级中短期票据为例，进入 2 月以来，信用债二级市场收益率整体呈上行走势，其中中长端上行幅度相对较大。具体看，2 月 1 年中短期票据收益率上行 6bps，3 年中短期票据收益率上行 18bps，5 年中短期票据收益率上行 19bps。从信用利差来看，以 AAA 级中短期票据为例，信用利差分化，长端走阔幅度较大。具体看，短端信用利差较上月末收窄 9bps，处于历史 35%分位水平，3y 信用利差较上月末走阔 4bps，处在历史 28%分位水平；5y 信用利差较上月走阔 9bps，处在历史 90%分位水平；期限利差整体走阔，中短端期限利差走阔 12bps，中长端期限利差走阔 1bps。

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



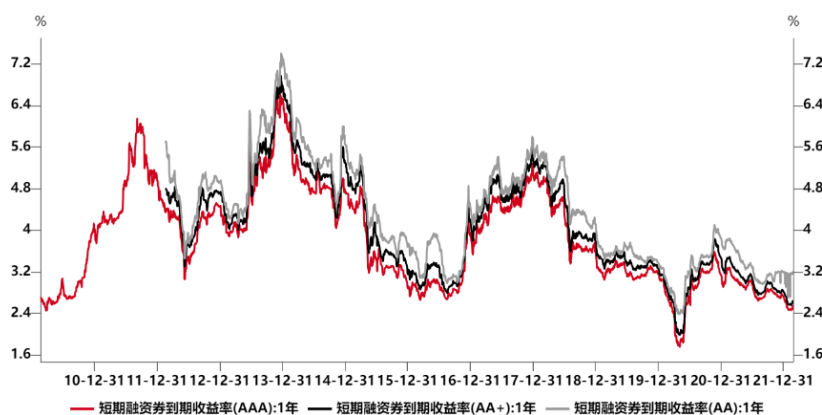
数据来源：Wind、中国债券信息网、招商基金

短期融资券

一级市场方面，今年 2 月短期融资券总发行量为 3554 亿元，净融资为 1510 亿元，环比分别减少 1802 亿元和 554 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次高水平，对信用债净融资有较大推进作用。

二级市场方面，2 月短融收益率整体呈小幅上行趋势。AAA 短融收益率上行 9bps，AA+短融收益率上行 8bps，AA 短融收益率上行 5bps。从信用利差来看，AAA 短融信用利差收窄 6bps，处于历史 29%分位水平；AA+短融信用利差收窄 7bps，处于历史 13%分位水平；AA 短融信用利差收窄 10bps，处于历史 56%分位水平，反映出在 2 月地产松绑预期升温情况下，资金面紧张，信用债利差收窄。

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，2月作为传统的信用债发行与到期小月，今年却延续了1月以来的供给放量趋势，可以适度关注一级供给机会。当前信用债各期限等级的绝对收益率全部位于历史10%分位以下，整体配置价值较低，其中短端和同业存单相比定价不够合理，性价比较低，长端中高等级小幅调整后配置价值有所提升。2022年3月信用债投资仍以严控信用风险为前提，考虑坚持票息策略，力争增厚基金收益。

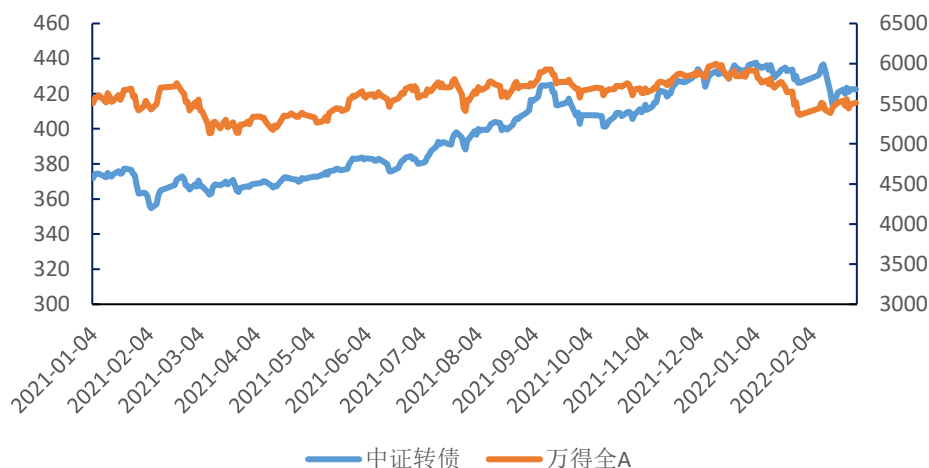
3.2.3 可转债

2月份转债市场与A股市场涨跌不一，截至到2月28日，万得全A上涨2.81%，中证转债下跌0.71%，转债市场表现明显弱于股票市场。正股端在上半月延续节前风格，“稳增长”仍为市场交易主线；下半月成长板块在前期充分回调后有所回暖。分板块看，本月有色金属、煤炭、石油石化和基础化工板块涨幅居前；家电、非银行金融、传媒和食品饮料板块跌幅居前。风格上，价值板块涨幅大于成长板块，小盘股涨幅大于大盘股。转债估值本月整体有明显回落，目前全市场平均转股溢价率38.76%，较上月末下降4.95个百分点，目前处于2017年以来96.9%分位数水平。权益市场情绪弱、转债价格高、以及个券层面的强赎风险，再叠加近两周纯债走弱，股债双杀导致了转股溢价率大幅压缩。同时市场认为近期“固收+”的产品面临赎回，以及银行理财子方面的止损需求也间接导致估值的短期快速下杀。

展望后市，正股层面，目前的核心问题是“稳增长”主线的可持续性和成长赛道何时能够迎来系统性修复。“稳增长”主线逻辑通畅，效果上除社融数据外，其余还在等待验证之中。预计在两会前后仍然是主线行情。成长板块回调普遍在20-30%，赔率角度看性价比逐渐提高。但是短期缺乏明显的催化因素，且全球利率上行对其估值提升不利，在整体增量资金有限情况下，短期难看到全面反转。转债估值层面，长期以来支撑转债高估值的两个逻辑为流动性宽松和低票息纯债替代成本低，若利率转向上行，整体估值端有压力。上周回调后整体估值水平仍处于历史90%以上分位数水平，但结构上部分股性转债转股溢价率已回到去年9月水平，同时考虑到对应正股回调较为充分，正股和转债的双重安全边际逐渐提高，可以逐渐布局。光伏、新

能车、电子等成长板块长期逻辑没有改变，利润端也符合预期，从去年 12 月至今回调也较为充分。从长期布局角度看，建议逢低配置，逐渐加仓。

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、复制或有任何原意的删改。