



# 招商基金投资策略报告

2022年·二季度



长期 | 价值 | 责任

## 目 录

|          |               |           |
|----------|---------------|-----------|
| <b>1</b> | <b>宏观经济环境</b> | <b>2</b>  |
| 1.1      | 海外市场          | 2         |
| 1.2      | 国内市场          | 3         |
| <b>2</b> | <b>大类资产观点</b> | <b>5</b>  |
| 2.1      | A股市场          | 5         |
| 2.2      | 债券市场          | 7         |
| 2.3      | 港股市场          | 7         |
| 2.4      | 美股市场          | 8         |
| 2.5      | 原油市场          | 10        |
| 2.6      | 黄金市场          | 11        |
| 2.7      | 汇率市场          | 12        |
| <b>3</b> | <b>股债投资策略</b> | <b>12</b> |
| 3.1      | A股投资策略        | 14        |
| 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 年二季度投资策略报告

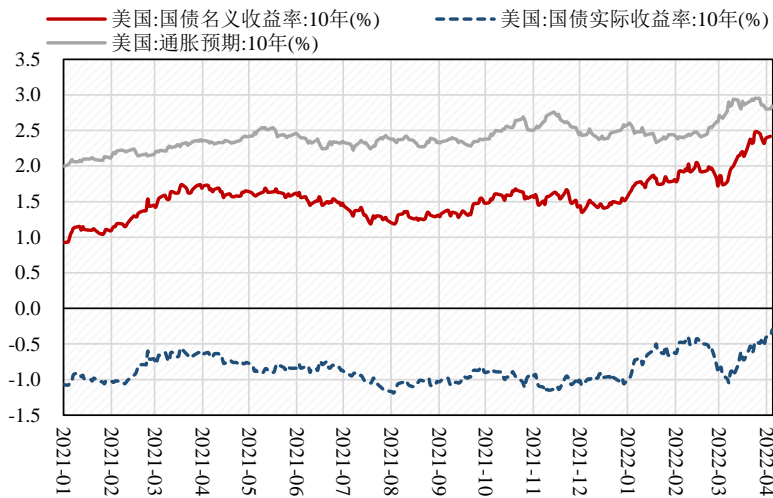
## 1 宏观经济环境

### 1.1 海外市场

**一季度美股回顾：**受通胀高企与联储加息预期影响，叠加国际局势紧张，一季度美股市场出现一定的调整。从指数表现上来看，美股纳斯达克指数累计下跌 9.10%，标普 500 指数累计下跌 4.95%，道琼斯工业指数累计下跌 4.57%，三大股指一季度均累跌逾 4%。随着地缘局势不确定性的持续，以及美国通胀预期的走高，美股波动率上升。

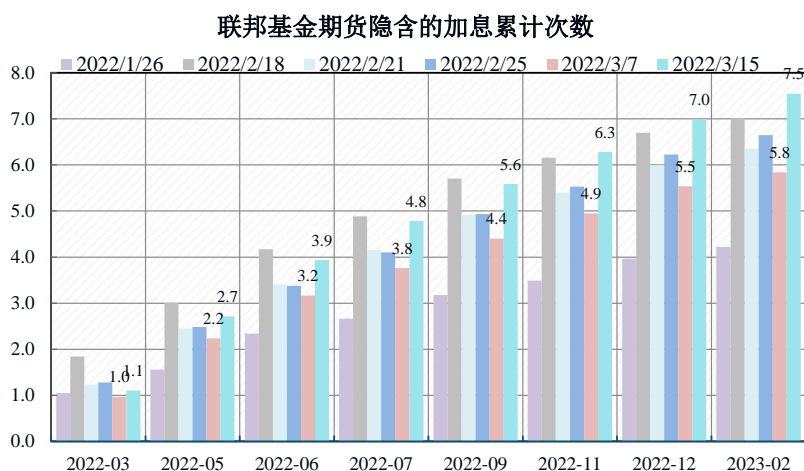
**二季度美股展望：**1) 美联储 3 月份 FOMC 会议大幅下修经济增长预期，同时上修通胀预期，经济“滞胀”预期发酵，鉴于短期冲击，会议表态对市场并未明显超预期，联储当前预计全年加息 7 次、最快 5 月开启缩表，长期利率中枢预期进一步抬升。从 FRA-OIS 利差、LIBOR-OIS 利差、商业票据利差、美国债互换利差等等多个指标维度来看，近期流动性已明显趋紧，但尚未达到 2020 年疫情初现时的极端情况。2) 俄乌冲突之下，短期看，以原油为代表的国际大宗商品价格显著抬升，进而推动通胀压力的上行延续，全球主要市场的加息与缩表进程难以扭转。同时，在外部不确定性提高的背景下，资产价格波动率上升。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。从季度层面看，高收益债和投资级债较 2021Q4 均值均边际抬升。整体看，在不确定性仍较高的背景下，美股的高波动还将延续。

图：美债利率持续攀升



数据来源：Wind，招商基金

图：美联储加息预期仍处高位



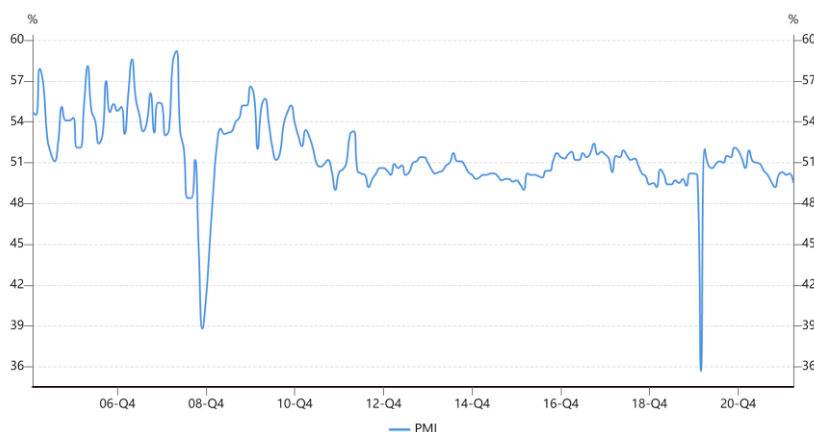
数据来源：Bloomberg，招商基金

## 1.2 国内市场

国内：一季度经济情况从已公布数据来看，好于预期，货币整体维持相对宽松。

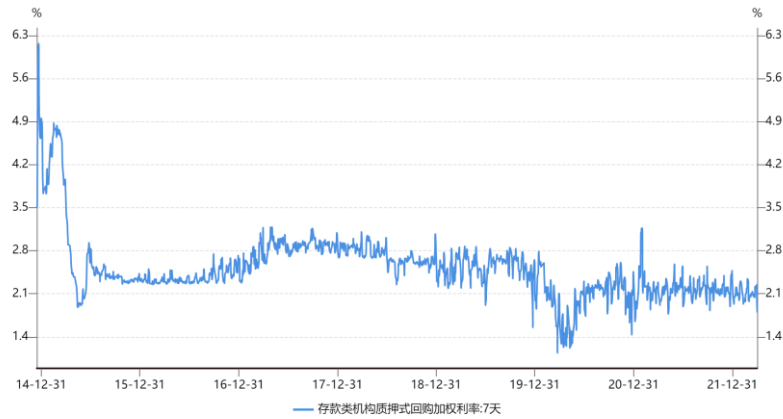
一季度经济情况好于预期。从流动性情况来看，短端货币市场依然维持宽松。投向实体的信用小幅回落，企业中长期贷款增速继续回落。3月份制造业 PMI 数值回落至荣枯线以下，录得数据 49.5。PMI 数据曾在 2021 年 11 月回升至荣枯线以上并维持到 2022 年 2 月份。投资数据方面，受中央经济工作会议稳投资政策影响，各地方重大项目积极开工，除房地产开发投资表现平平以外，固定资产投资、基建投资、制造业投资均实现开门红，增速明显加快。另外，社会消费品零售总额一改之前从 2021 年 8 月份延续至 2021 年 12 月份的颓势，2022 年 2 月份增速明显回升至 6.7%。一方面受益于春节和冬奥会消费带动，此外，大宗商品价格上涨也是社零总额增速明显回升的主要推手之一。出口数据由于春节停工因素，较 2021 年明显回落，录得数据 4.09%。

图：制造业 PMI 回落至枯荣线以下



数据来源：Wind，招商基金

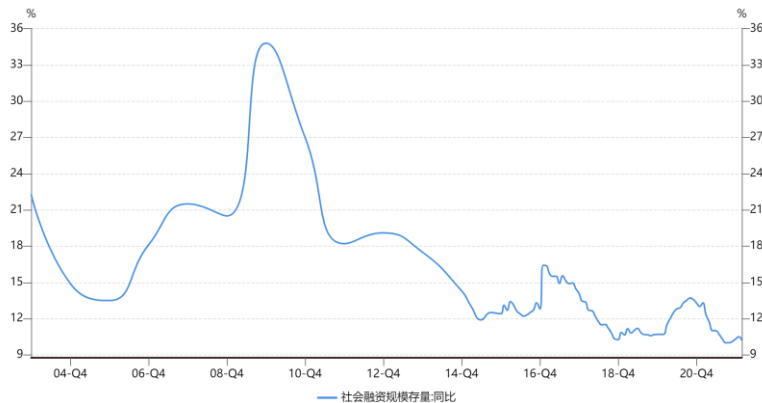
图：DR007 总体依然维持窄幅震荡格局，狭义流动性依然相对宽松



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较上月小幅回落。社融存量数据继 2021 年 9-10 月份触底后持续小幅回升，回升至 2022 年 1 月份的 10.5。2022 年 2 月份有所回落，录得数据 10.2。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。

图：社融存量小幅回落



数据来源：Wind、招商基金

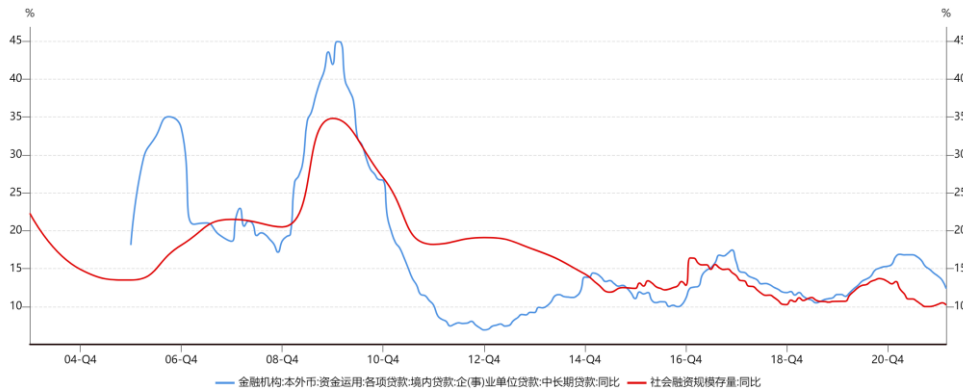
图：社融存量 2 年 CAGR 呈现温和螺旋式下滑的形态

| 指标名称        | 社会融资规模存量:同比 | 社融存量 2 年 CAGR |
|-------------|-------------|---------------|
| 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         |

| 指标名称        | 社会融资规模存量:同比 | 社融存量 2 年 CAGR |
|-------------|-------------|---------------|
| 2021 年 11 月 | 10.1        | 11.84         |
| 2021 年 12 月 | 10.3        | 11.79         |
| 2022 年 1 月  | 10.5        | 11.74         |
| 2022 年 2 月  | 10.2        | 11.74         |

数据来源: Wind, 招商基金, 单位: %

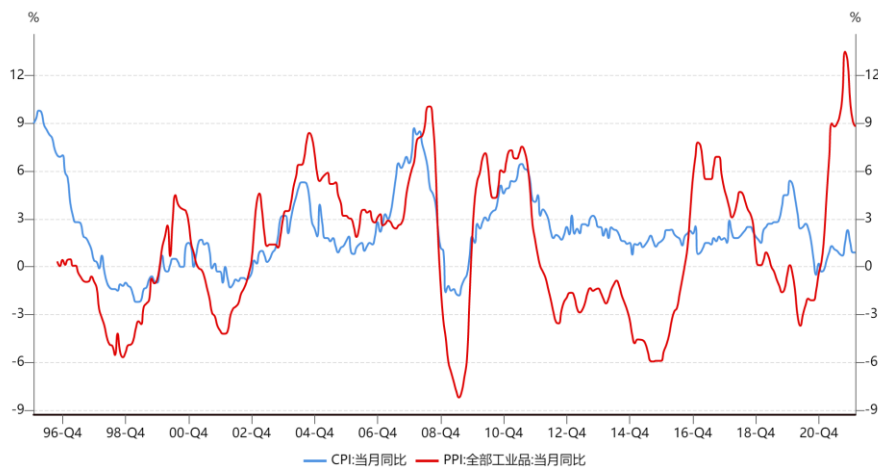
图: 企业中长期贷款同比继续回落



数据来源: Wind, 招商基金

通胀方面, 2 月份 PPI 继续回落, 录得数据 8.8%。考虑到需求整体处在回落趋势中, 虽中间会有所波动, 我们判断 PPI 整体将继续回落。CPI 仍保持在正常区间内。

图: 2 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

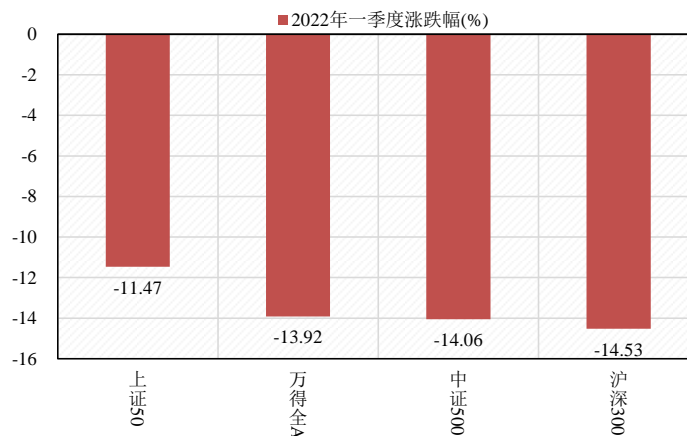
### 2.1 A 股市场

**一季度 A 股回顾: 盈利与估值双杀, 悲观预期快速释放。**从 2021 年 Q4 以来, 对于稳增长预期以及 CPI-PPI 剪刀差收敛的共识表达了投资者对经济复苏的期待。但模糊的需求侧政策与疫情的反复, 我们所面临的

宏观环境则是上游通胀加剧以及经济动能加速放缓。股票投资的维度，投资者盈利预期仍然在“寻底而不知底”、贴现率预期“寻顶不知顶”的状态。市场的定价状态已从 2021 年的“通胀+绿色转型”快速进入定价“类滞胀”，即实物资产通胀与企业盈利预期快速恶化，股票进入既杀盈利又杀估值的阶段。

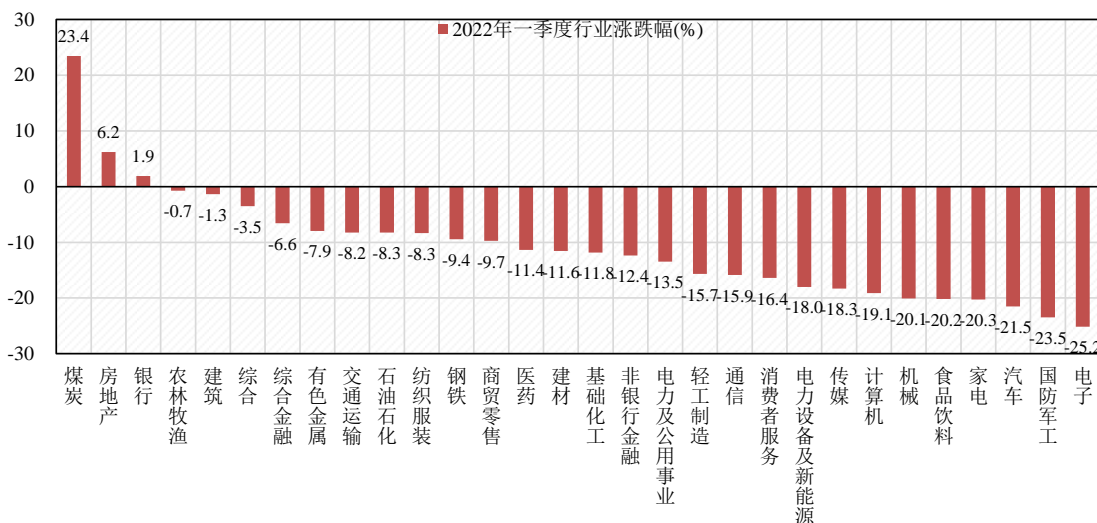
**二季度 A 股展望：大盘或维持 3100-3400 点区间横盘震荡。**国内总量支持政策的后置、海外缩表的预期叠加地缘政治的黑天鹅，股票杀估值最剧烈的时候可能已见到，但是盈利见底时间和程度的不确定性仍然是困扰股票市场的核心因素。经济需求放缓的预期以及未来信用缺乏有效载体的制约，这使得交易市场的反转还需要更多的信号和路标的指引。同时，不能忽视的另一个重要因素在于交易结构层面，投资者无风险利率的抬升正在令 A 股进入缩量博弈：1) 对于居民部门而言，疫情的管控+就业市场的波动+生活成本的抬升，居民部门对于流动性和现金的需求在上升；2) 对于企业部门而言，尤其是面向终端需求的企业，需求的放缓以及政策的相对迟滞，实际利率也在边际提升。总体而言，股票市场的无风险利率上升，叠加外资流出，市场逐步进入缩量博弈阶段。因此，我们认为短期而言市场还是以横盘震荡为主，区间或处于 3100-3400 点。

图：2022 年一季度主要股指涨跌幅（%）



数据来源：Wind，招商基金

图：2022 年一季度行业涨跌幅（%）



数据来源：Wind，招商基金

## 2.2 债券市场

2022年一季度债市走势回顾：1-3月，债市收益率整体走出了“V”型震荡行情，中美货币政策动向主导了债市走势。1月中国央行即进行了货币宽松操作，下调OMO、MLF和LPR利率，同时表态降准空间不大但仍有空间，债市收益率下行。2月春节后，受1月社融增速快速回升、国内各地地产政策放松明显、美联储鹰派表态、同业存单利率回升等因素影响，债市整体调整回1月初水平。3月债市窄幅震荡，利多因素主要为疫情影响宏观经济和金融数据走弱，利空因素为央行降准降息落空、两会全年经济增速目标超出市场预期、美联储开启加息周期等。

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：展望二季度债市，更可能反映的是经济从3月疫情冲击走出逐步回升，宽信用缓慢见效，宽货币（继续降准降息）有不达预期的可能。所以目前来看近期债市收益率还会在低位，但未来1-2个季度有可能会较目前收益率水平有所抬升。**

## 2.3 港股市场

港股市场一季度回调明显，恒生指数和恒生国企指数分别下跌6.0%和8.6%。具体来看，1）小型股（-12.2%）领跌，大型股（-8.1%）表现好于中型股（-10.8%）；2）中资股（1.6%）表现好于香港本地（-4.7%）；3）从行业来看，能源业表现较好，医疗保健业、非必需性消费业、工业和资讯科技业表现较弱。

港股1月至2月中旬呈震荡上行走势，2月中下旬起开始大幅下跌，并在3月15日跌至一季度最低点。期间大幅下修的主要因素：香港疫情、俄乌冲突、美联储加息预期、中概股重挫、美国问责制法案出台、国内经济数据低预期、以及国内监管政策趋严等负面因素叠加，影响了外资对于港股的风险偏好，港股资金持续流出。国内互联网严监管和美国SEC《外国公司问责法案》对中概股形成较大冲击，投资者避险情绪上升，带动港股科技、医药和消费类等指数大幅回调。与此同时，由于俄乌地缘政治冲突下，商品供应链扰动和资



产避险需求使得全球能源品价格大涨，港股能源业表现较为突出。3月下旬，随着俄乌冲突有所和缓、美联储加息落地，多家中概股宣布回购，港股出现大幅反弹并逐渐企稳。

进入二季度，我们认为，一季度港股市场大幅下跌基本反映了大部分利空消息，而且港股近期大幅反弹也显示出韧性，后续随着国内稳增长刺激政策持续发力，以及年报业绩数据密集披露，市场焦点重新回到经济修复和盈利上涨中。但由于外部政治事件以及美联储加息节奏仍有不确定性，市场大概率仍偏震荡。事实上，经过一季度的调整，港股估值处在历史低位置，具备较高的配置价值。

主要的风险点在于：1) 俄乌形势恶化；2) 中美谈判进程和全球贸易的不确定性；3) 疫情在全球范围出现大规模复发；4) 人民币汇率波动；5) 全球通货膨胀超预期。

配置方面，我们将重点关注：1) **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。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) **通信运营商**的营收增势转好，2019 年 Q4 提速降费政策不再提及，2021 年一季度行业通信服务收入开始明显上涨。由于 5G 建设的前期投资基本完成，行业 capex 开始回落，利润端以及自由现金流将逐渐改善。5G 应用将推动 C 端业务移动用户 APPU 逐渐回升，而 B 端创新业务，如 DICT、物联网业务有望持续快速增长。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。(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高、低估值的优势明显。长期看好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

**一季度美股市场表现回顾：**纳指累计下跌 9.1%，标普 500 指数一季度跌 5%；道琼斯工业平均指数一季度跌 4.6%。从具体行业板块看，能源股一季度涨幅最多，而公用事业股则是除此之外唯一上涨的板块。相比之下，非必需消费品股和科技股则在当季表现最差。与此同时，价值股在第一季度表现整体优于成长股，但相对表现在 3 月触及 2021 年 5 月以来的最高点后，成长股在近期正开始逆势崛起。

一季度全球权益市场波动较为剧烈，各主要经济体中除英国，巴西和南非外，权益资产价格均有不同程度的回调。一方面是由于美联储加息预期临近，引发全球权益市场估值回调。另一方面地缘政治冲突的爆发催生资金短期避险情绪，减配风险资产。具体来看，美股较非美权益市场更为抗跌，美联储加息预期和短期避险需求使得美元资产短期受到青睐。但随着美联储加息预期的落地，全球权益市场临近季末出现明显反弹，

部分修复年初以来跌幅。从风格来看，一季度价值表现强于成长。

美国经济基本面仍将较为坚挺。当前无论是居民消费数据以及劳动力市场的表现均可印证美国经济在大周期上仍处于过热阶段。美国 2 月 ISM（供应管理协会制造业指数和供应管理协会非制造业指数）环比上升 1 个百分点至 58.6%，结束了之前连续 3 个月的环比下降，稳定维持在荣枯线上方。投资方面，去年四季度美国私人投资季调环比增长折年化增加 33.5%，增幅明显走扩。库存投资大幅增加，且从当前的库销比来看后续仍有进一步补库空间。2 月美国房屋新开工进一步增加。预计二季度美股整体 ROE 水平仍可维持高位。

从历次美联储加息周期内权益资产的变化来看，加息对美股冲击最大的时刻一般出现在每轮加息周期的末端以及首次加息之前。其余时间内美股整体走势仍受较强的基本面支撑，首次加息落地后往往会出现预期落地后的止跌反弹。背后主要逻辑是加息周期多处于美国经济过热时候，企业盈利的高景气可抵消流动性趋紧导致估值的回落。本次加息前后，美股的表现也符合这一规律。本次上调联邦基准利率 25BPS 符合市场预期，该预期之前已被市场充分计价，三大股指从高点回调幅度超过 15%，与上一轮加息之前的调整幅度大体一致。随着加息的靴子落地，美股迎来短期快速修复。尤其是前期杀估值更为明显的纳斯达克指数，反弹幅度居前。

**展望 2022 年二季度：**当前的美债期限利率结构制约美联储后续的加息节奏。美联储后续将更多地尝试通过较为鹰派的预期管理对通胀形成压制，随着地缘政治冲突对油价影响的边际减弱，后续通胀压力可能有所缓解。届时美联储将有较为充分的理由减缓加息节奏。预计 2022 年实际加息 4 次，每次 25BPS，大体与 2018 年的加息力度一致。但今年受地缘政治冲突影响，美元资产吸引力相对更强，离岸美元的回流将在一定程度减轻在岸美元流动性收紧对美股的冲击。在上半年美股 ROE 将维持高位，美国权益资产价格仍具韧性，甚至有望修复前期跌幅。美股的下行压力在下半年将逐步增加，当前高通胀已开始对居民的消费信心形成抑制。2 月美国消费者信心指数环比进一步下降 4.4 至 62.8。已经连续 5 个月环比下降。同时随着美联储加息次数的不断增加，抵押贷款利率的抬升将使得美国房地产市场逐步降温。美国权益市场下半年的波动将更为剧烈。

当前标普 500 信息技术板块、纳斯达克 100 指数的动态 PE 均约 30×，基本处于过去 5 年期均值 10% 上方附近。分子板块看，费城半导体(SOX)指数动态 PE 为 18×，位于历史均值附近，前期跌幅居前的软件板块，当前动态 PS 为 8.6×，处于过去 5 年期均值(9.6×)10% 下方。经历了过去四个月以来的持续调整，目前美股科技板块整体估值基本回到了相对合理的位置。从美联储政策预期来看，利率期货市场目前已反映了美国年内 8-9 次(假定每次 25 基点)的加息预期(对应美联储基准利率 2%~2.25% 区间)。作为美国权益资产重要定价依据的美国 10yr 国债收益率，目前已经上行至 2.4% 附近，假定按照当前市场主流预期(年底上行至 2.7%~2.8% 水平)，我们测算，后续加息和缩表，带来的美股科技板块年内估值收缩的幅度预计在 10% 以内，足以通过年内板块自身业绩增长进行消化。

今年以来的美股市场表现，基本都反映了一个共同的逻辑：市场风险偏好明显收敛环境下，美股市场对于业绩确定性高、低估值个股的相对偏好，以及对于个股业绩容错空间的极低容忍度。展望二季度，虽外部宏观因素的扰动可能将持续，但市场振幅或不断收窄，基本面亦将逐步成为后续股价走势的主要影响变量。配置建议上，建议关注数据中心、汽车电子，旅游出行，大金融等相关板块。

## 2.5 原油市场

**原油：供需错配以及俄乌冲突下油价创新高，预计维持中性偏强。**

**2022 年一季度原油市场回顾：疫后修复下短期供需错位、叠加俄乌冲突，油价创 2008 年以来新高。**全球疫情后供需恢复的节奏错位使得市场维持偏短缺局面，原油库存也随之降至近几年低位。而二月下旬突发的俄乌局势引发了新的供应减产预期，叠加低库存背景，俄罗斯原油供应中断的担忧成为原油市场的交易主线，全球油价在风险溢价的带动下逐步脱离基本面驱动持续创新高。回顾一季度油价强势上行，外盘 Brent 原油期货主力合约收报 106.60 美元/桶，3 月上旬盘中一度逼近 140 美元大关，当季累计涨幅 36.77%，一季度均价 97.70 美元/桶，外盘 WTI 原油期货主力合约收报 103.49 美元/桶，且一度站上 130 美元/桶关口，创 2008 年中以来新高，当季累计涨幅 37.16%，一季度均价 95.05 美元/桶。

从需求端来看，一季度全球原油需求整体平稳。从疫情角度欧美各国疫情逐渐平稳、多国宣布取消全面防疫措施，欧美疫情好转以及防疫政策放松或利好原油终端需求预期向好、为油价提供有利支撑。从供给端来看，一季度原油供应端同样整体维持平稳，市场供应偏紧预期持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。

一季度俄乌冲突下地缘政治因素对能源价格构成显著扰动，俄罗斯对乌克兰采取军事行动后油价出现大幅推升。日前俄乌双方已举行第五轮谈判，俄国防部决定大幅减少在基辅和切尔尼戈夫方面的军事行动。但美国方面认为此举或为重新部署军队而非撤出，英国方面亦表示不会仅凭停火协议就取消制裁。目前俄乌局势尚未完全明朗，若冲突再度升级，油价仍存短线冲高可能性。

图：布伦特原油价格（美元/桶）



数据来源：Wind、招商基金

### 2022 年二季度原油市场行情展望：继续关注俄乌冲突局势，预计油价维持中性偏强。

展望 2022 年二季度的原油市场，地缘政治因素对市场情绪产生较大扰动，在基本面偏紧的供应预期下将继续为油价起到核心支撑的作用。从国际宏观面来看，美联储 QE 靴子落地且加息幅度符合市场预期，未对油价构成显著扰动。

从地缘政治角度而言，俄乌双方已进行第五轮谈判，虽然俄国防部决定大幅减少在基辅和切尔尼戈夫方面的军事行动，但美国方面认为此举或为重新部署军队而非撤出。西方各国对俄罗斯实施制裁，英美已对其能源出口出台禁令，而欧盟内部则对此存在分歧。目前俄乌局势尚未完全明朗，若二季度乌克兰局势继续僵持或再度升级，不排除油价短线冲高可能。若东欧局势明确趋缓叠加伊核协议谈判重启并达成协议，油价或短期大幅回调，但在基本面偏紧格局支撑之下预计下方空间相对有限。

从供应角度而言，OPEC+维持 40 万桶/日产量政策，但一季度减产执行率逐月抬升，加之俄罗斯产量受地缘局势影响或出现下挫，导致市场对于其后续增产空间或相对有限的预期持续升温。在当前高油价之下，需警惕外部压力及潜在内部矛盾，但结合中东财政因素综合考量，OPEC 产量政策预计整体仍以稳固市场为主要逻辑。美国原油产量一季度基本维持在 1160 万桶/日水平，考虑到美国能源政策导向以及页岩油生产商受 2020 年负油价事件影响，预计二季度大幅增产可能较小。伊朗方面伊核协议谈判陷入停滞，若二季度谈判重启并达成最终协议，或对油价构成一定短期利空压力，建议持续关注美伊关系走势。从需求端角度而言，欧美防疫措施已逐步趋宽，国内部分地区疫情虽出现反弹，但整体形势可控，全球需求向好趋势较为稳固。虽然目前油价行至高位，短期而言对于需求的抑制作用尚不明显，但若油价持续高企，需警惕其对需求的负反馈效应。

综合来看，今年二季度原油价格的预期整体中性偏强、但不排除大幅回调可能，预计 Brent 原油均价在 95-100 美元/桶区间。若地缘矛盾解决、疫情显著趋紧或伊核协议谈判取得突破性进展，Brent 原油价格或短暂下探至 90-95 美元/桶区间。

## 2.6 黄金市场

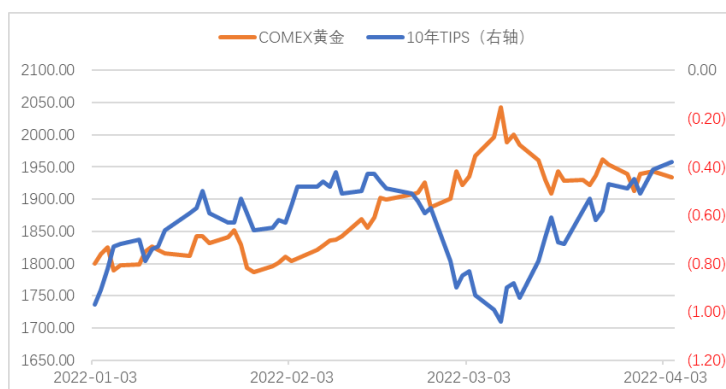
### 黄金：一季度金价整体呈上行走势，预计二季度先跌后续小幅反弹。

**2022 年一季度金价回顾：**一季度金价整体呈上行走势，COMEX 黄金开年价格位于 1830 美元，3 月 31 日收于 1942 美元，整体呈现先上后下走势，核心驱动逻辑是俄乌冲突的发酵与常态化。俄乌冲突压制市场风险偏好，避险情绪驱动金价最高于 3 月 8 日上行至 2079 美元；此后俄乌冲突逐步常态化后避险情绪消退，大类资产逐步回归主线逻辑，美联储 3 月议息会议后年内加息 7 次、5 月缩表的预期强化，实际利率大幅上行超过 30BPS，实际利率上行预期驱动金价下行。利率方面，鲍威尔于 3 月议息会议指出“未来持续的加息将是合适的操作”，对应 3 月联储公布的利率点阵图中 2022 年底的利率预测中值位于 1.75%-2.0% 区间，隐

含了年内每次议息会议均加息 25BPS 的预测。会后声明中，鲍威尔进一步指出如果未来通胀进一步恶化，联储也可能更快加息，这也意味着单次议息会议加息 50BPS 的窗口并未完全关闭，5、6 月存在加息 50BPS 的可能性。

缩表方面，美联储本月正式完成 Taper，4 月不再购债；同时声明指出“预期在即将到来的议息会议上启动缩表”；对应会后鲍威尔的表述同样是“最快”在 5 月份宣布启动缩表。除此之外，鲍威尔会后声明指出本轮缩表速度将快于上一轮（上一轮缩表的初始速度为 100 亿美元/月，历时 1 年升至 500 亿美元/月封顶）。

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 年二季度金价展望：**近期俄乌关系出现重大进展，乌克兰和俄罗斯官员先后发声表示停火协议接近达成，虽然冲突结束较难一蹴而就，但未来的事件大方向应逐步趋向缓和。未来黄金走势仍将回归年内的主线逻辑，即美联储货币政策节奏。短期之内美联储货币政策紧缩节奏仍有线性强化的空间：

一是加息力度 5、6 月加息幅度可能达到 50BPS，鲍威尔于 3 月 21 日的国情咨文声明中进一步强化这一预期，一旦未来美国通胀持续超预期，联储可能加大紧缩力度。

二是缩表力度，根据 2017 年的缩表经验，期初缩表速度为每月 100 亿美元，而后每季度增加 100 亿美元并在缩表速度升至每月 500 亿美元后封顶，500 亿美元/月的速度维持超过半年后下调至 350 亿美元，此后在 4 个月后结束缩表。考虑当前美联储资产规模和通胀压力均显著大于 2017 年，本轮缩表一旦启动，速度将渐进式提升，封顶速度可能位于 1000-1200 亿美元/月之间，高于当前市场的预期。

在此背景下，二季度紧缩预期的强化将进一步驱动实际利率上行，金价 4-5 月仍有回调压力；5 月议息会议后，市场对于紧缩节奏的分歧将基本得以确认，实际利率进一步上行的动力衰竭，金价将逐步止跌并小幅反弹，6 月对金价保持乐观。

## 2.7 汇率市场

**汇率：**一季度美元指数整体呈上行走势，二季度预计美元仍将维持高位震荡。

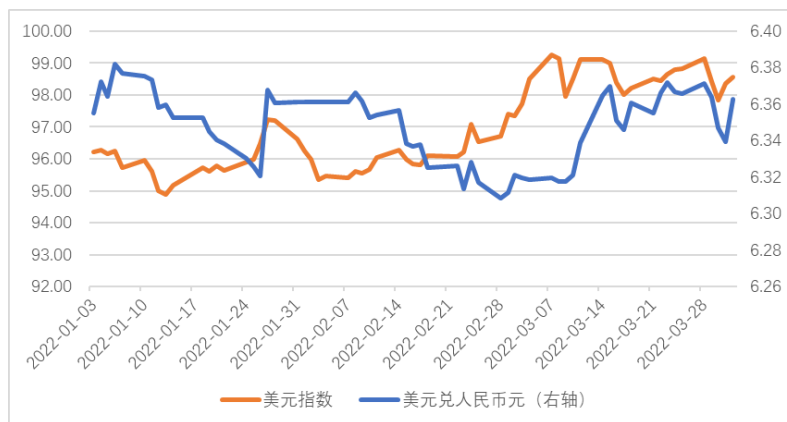
**2022 年一季度汇率走势回顾：**一季度美元指数整体呈上行走势，美元指数开年位于 96.2，3 月 31 日上

行至 98.36，整体呈现趋势性上行态势。核心驱动逻辑是俄乌冲突的发酵与常态化。俄乌冲突逐步常态化后，避险情绪消退，美元小幅回落，此后美联储紧缩预期接力再次驱动美元上行。美联储 3 月议息会议后年内加息 7 次、5 月缩表的预期强化，实际利率大幅上行超过 30BPS，实际利率上行预期驱动金价下行。利率方面，鲍威尔于 3 月议息会议指出“未来持续的加息将是合适的操作”，对应 3 月联储公布的利率点阵图中 2022 年底的利率预测中值位于 1.75%-2.0% 区间，隐含了年内每次议息会议均加息 25BPS 的预测。缩表方面，美联储最快可能在 5 月份宣布启动缩表。除此之外，鲍威尔会后声明指出本轮缩表速度将快于上一轮。

人民币兑美元汇率在 3 月前与美元背离，与美元共同走强，开年人民币兑美元汇率为 6.36，2 月末进一步上行至 6.31，在此期间美元同样大幅走强。人民币与美元背离的核心驱动逻辑与疫情存在较大关联。1 月末起，美欧国家逐步进入“疫情共存”模式，各项管控措施逐步取消，新增确诊病例持续高发；国内疫情控制稳定，1-2 月出口增速仍然保持高增；整体 1-2 月经济数据表现同样超预期，相较全球的基本面优势使得 1-2 月人民币兑美元汇率持续强势。

3 月后与美元趋同，人民币兑美元由 3 月初的 6.31 回调至 6.36。主要源于 3 月起国内疫情再次大面积复发，欧美国家疫情则逐步区域稳定，1-2 月驱动人民币与美元背离的核心因素出现反转，人民币走势逐步与美元趋同，伴随美元的走强而回落。

图：美元兑人民币汇率走势



数据来源：Wind、招商基金

**2022 年二季度汇率走势展望：** 二季度预计美元仍将维持高位震荡，预计运行区间仍在 95-100 区间。核心逻辑是美联储货币政策紧缩节奏仍有线性强化的空间：一是加息力度 5、6 月加息幅度可能达到 50BPS，鲍威尔于 3 月 21 日的国情咨文声明中进一步强化这一预期，一旦未来美国通胀持续超预期，联储可能加大紧缩力度。二是缩表力度，本轮缩表一旦启动，速度将渐进式提升，封顶速度可能位于 1000-1200 亿美元/月之间，高于当前市场的预期。

二季度预计人民币兑美元汇率将面临下行压力。一是美元指数走强将对人民币兑美元汇率施加下行压力。二是国内疫情暂未见缓解，进入 4 月以来每日新增确诊进一步升至 1000 例以上；无症状感染者升至 15000 例

以上，短期之内我国仍将对疫情坚持动态清零策略，疫情高发区域仍将面临封锁压力，消费仍将受明显影响，预计二季度社零增速将阶段性转负，基本面压力将驱动人民币兑美元汇率下行。三是本轮海外通胀预计将于二季度见顶，此后全球通胀增速将逐步回落，价格因素对出口的推动作用也将逐步衰减，出口下行压力加大将驱动人民币兑美元汇率走弱。

## 3 股债投资策略

### 3.1 A 股投资策略

**1) 政策面：稳定预期，纠正市场悲观预期。**3月以来内外负面冲击不断，海外地缘冲突、大宗价格上涨、通胀持续抬升，国内信用数据不及预期、疫情快速蔓延，市场预期持续走弱，最终悲观预期与股价下跌逐渐形成负向螺旋。3月金稳会最为关键的表态是，“对资本市场产生重大影响的政策需要事先与金融管理部门协调，必要时金融委可进行问责”，这一表态有效降低了市场之前对各部门政策不确定性的担忧，使市场近期剧烈波动的悲观预期重新找到了坐标系，稳定了投资者浓厚的悲观情绪、释缓了交易结构踩踏的压力。随着疫情3月中下旬大幅升温，PMI供需两端均受到冲击，进一步加剧了需求端下行压力。本轮稳增长政策除财政定调较高外（基建），货币以及地产定调和操作都未明显上量，面对进一步增大的经济压力，稳增长政策“两波走”，第二波发力关注先地产后消费的节奏跟进。

**2) 基本面：风险挑战仍多，稳增长将持续发力。**1-2月经济数据有所超预期，同时市场预期的MLF降息也落空，两者综合的结果是市场对于后续政策发力预期的进一步下修。但另一方面，纠偏后的经济修复以及价格因素的支撑也在变强，数据逐渐向好在“情理之中”。我们认为政策发力依然有确定性，一方面本轮疫情扰动持续，另一方面就业压力仍然存在，全年稳增长将持续发力。考虑到风险挑战仍多，稳增长将持续发力。其一，数据内部结构可能存在隐忧。生产与发电量、用电量不完全匹配，排除节奏后的季调环比与PMI生产端扩张放缓反而比较一致。其二，宏观与微观数据存在一些不一致。如地产、基建强，水泥生产弱；30大中城市、居民中长期贷款明显弱于全国商品房销售；工业增加值强于主要产品产量以及高频生产数据。其三，宏观数据与金融数据表现不完全吻合。社融同比多增主要来自政府债和企业债，而企业、居民中长期贷款大幅少增，表明企业融资需求和居民消费、购房需求都处在偏弱的状态。最后，当前的就业环境可能并不乐观。若经济读数如果不能转化成就业向好，稳增长政策还需继续发力，最终实现投资发力-就业改善-消费提升-内循环不断畅通的经济正向循环。

**3) 盈利端：全年增速大幅回落，二季度压力较大。**从经济基本面映射至上市公司盈利端，2021年盈利对全A贡献较大，但2022年预计将大幅回落。1)从全A收益的贡献拆分来看，2020年在全球流动性大宽松的环境下，估值保持大幅正贡献。2021年随着流动性周期的逐步放缓，估值贡献已快速回落，但盈利高增

贡献下，市场仍能保持正收益。2) 展望 2022 年，全 A 盈利增速将大幅回落，从指数的收益来源拆分来看，盈利对指数的贡献将较 2021 年大幅回落。

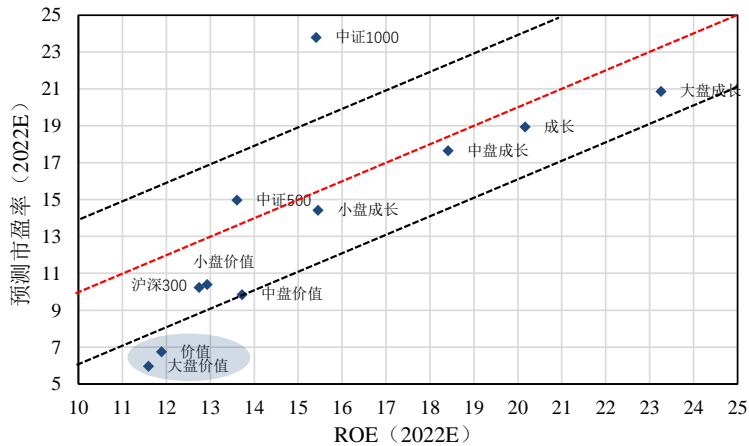
后市展望

**方向与区间：盈利预期下降+贴现率预期上行，市场未到趋势反转的时机，上证指数或维持 3100-3400 横盘震荡。**在需求侧政策和信用宽松的效果清晰之前，保持“空杯”心态。1) 分子端：二季度盈利负增压力进一步提升，盈利见底的时间与节奏能见度下降。2) 无风险利率：实物资产通胀叠加经济需求通缩，企业与居民部门实际无风险利率提升。3) 不确定性提升，投资者风险偏好快速下降。

**结构配置：机会在低风险特征的股票。**1) 风险偏好下降，投资思路要转换：从追逐风险到厌恶风险，投资的机会不在高风险特征的板块，而在低风险特征的板块。2) 不再是用望远镜看公司，而是要用显微镜看公司。选股的关键在盈利的确定性高，估值相对合理的板块，价值股优于成长股，高股息、低估值的红利策略占优，但是低风险特征与确定性的范围可以更广。

**行业配置：稳增长、上游通胀和消费板块三条主线。**年初以来市场估值下杀，投资上重点应该聚焦于低风险特征股票，关注低估值与 EPS 改善的交集，看好稳增长、上游通胀和消费板块。

图：价值/大盘价值性价比凸显



数据来源：Wind、招商基金

图：主要 A 股指数估值水平

| 主要指数           | 2022/3/31         | 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            | 17.6  | 32.2  | 11.6 | 18.1                   | 0.5 |     |     |     |     |     |     |     |     |      |  |  |  |  |  |  |
|                | WIND全A(剔除金融、石油石化) | 26.4  | 64.2  | 18.2 | 29.0                   | 0.4 |     |     |     |     |     |     |     |     |      |  |  |  |  |  |  |
|                | A股整体剔除金融服务        | 22.6  | 30.4  | 11.9 | 17.1                   | 0.8 |     |     |     |     |     |     |     |     |      |  |  |  |  |  |  |
|                | 上证50              | 10.2  | 20.9  | 7.0  | 10.2                   | 0.5 |     |     |     |     |     |     |     |     |      |  |  |  |  |  |  |
|                | 沪深300             | 12.3  | 25.2  | 8.1  | 12.6                   | 0.5 |     |     |     |     |     |     |     |     |      |  |  |  |  |  |  |
|                | 中证500             | 18.1  | 80.3  | 16.2 | 30.0                   | 0.0 | √   |     |     |     |     |     |     |     |      |  |  |  |  |  |  |
|                | 中证1000            | 30.2  | 125.5 | 20.0 | 46.0                   | 0.1 |     |     |     |     |     |     |     |     |      |  |  |  |  |  |  |
|                | 中小板100指数          | 29.3  | 59.2  | 18.7 | 31.5                   | 0.4 |     |     |     |     |     |     |     |     |      |  |  |  |  |  |  |
|                | 创业板100指数          | 52.0  | 123.1 | 27.8 | 52.6                   | 0.5 |     |     |     |     |     |     |     |     |      |  |  |  |  |  |  |
|                | 中小板综合             | 34.6  | 85.8  | 23.3 | 41.0                   | 0.2 |     |     |     |     |     |     |     |     |      |  |  |  |  |  |  |
| 创业板综合          | 68.3              | 174.9 | 28.9  | 63.2 | 0.6                    |     |     |     |     |     |     |     |     |     |      |  |  |  |  |  |  |
| 海内外相对估值PE(TTM) | 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       | 7.6   | 9.9   | 3.0  | 4.3                    | 0.7 |     |     |     |     |     |     |     |     |      |  |  |  |  |  |  |
|                | 上证指数/标普500        | 0.6   | 1.2   | 0.4  | 0.6                    | 0.3 |     |     |     |     |     |     |     |     |      |  |  |  |  |  |  |
| 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    | 4.4   | 6.0   | 1.6  | 3.5                    | 0.7 |     |     |     |     |     |     |     |     |      |  |  |  |  |  |  |
|                | 创业板综合/沪深300       | 3.1   | 5.3   | 1.4  | 2.9                    | 0.5 |     |     |     |     |     |     |     |     |      |  |  |  |  |  |  |

数据来源：Wind、招商基金



## 3.2 债券投资策略

### 3.2.1 利率产品

一季度债券市场围绕着宽货币和宽信用的博弈展开，国债收益率也随着 1 月降息政策的意外落地、2 月宽信用信号和政策的推出，以及 3 月进一步的货币宽松预期落空而形成了 V 型走势。

**第一阶段，开年后至 1 月底，偏弱的总量数据和意外降息带动债市收益率快速下行。**2021 年 12 月偏弱的金融数据揭晓、房地产市场持续下滑，市场对经济增速下行的担忧加剧，而 2022 年 1 月 17 日 MLF 超预期降息引爆了市场的做多情绪，10 年期国债收益率水平自 2.82% 下行 14BPS，创下年内低点 2.68%。

**第二阶段，1 月底至 2 月中下旬，**2021 年底降准和 2022 年初降息等靠前发力的稳增长政策连续落地，市场普遍预期宽信用，同时票据利率大幅回升、1 月信贷开门红、多地出台房地产松绑政策等多种信号并发，10 年期国债收益率水平回升至 1 月降息前的 2.83%。**第三阶段，2 月中下旬至 3 月底，债券市场陷入多空交织博弈的震荡行情。**利多因素包括 2 月金融数据结构较弱、国内多地散发疫情等引发经济修复进程中断，同时乌克兰局势激化也引发了市场避险情绪；利空因素包括 1-2 月经济数据超预期、输入性通胀担忧、股票市场快速下跌引发固收+产品赎回潮导致流动性高的债券被抛售等。但是货币政策进一步宽松预期落空，10 年国债收益率仍然在 2.77%-2.85% 区间震荡。

2022 年二季度利率产品展望：**基本面方面，3 月高频数据显示疫情影响下终端需求仍弱，但生产领域尚可。**生产方面，全国 247 家高炉开工率录得 78.2%，大致回升至去年同期水平；焦化企业开工率环比回升；中游化工如 PTA 江浙织机负荷率、山东地炼开工率、苯乙烯开工率同比走低；下游汽车半钢胎开工率 2 月中旬后逐步回升，超过去年同期。第四周全钢胎开工率为 59.2%，显著高于 2 月最后一周的 52.8%，低于去年同期的 78.0%。需求方面，楼市回暖差于季节性，汽车销量同比增速仍为负值。3 月 30 城地产销售回落至 2012 年以来同期新低，日均成交面积为 30.6 万方，同比为-49%。3 月土地成交溢价率低迷。汽车销售方面，3 月前 27 日，乘联会口径乘用车日均零售量 3.9 万台，同比回落 18%（2 月全月同比 10%）。

景气指数上，3 月份，制造业采购经理指数、非制造业商务活动指数和综合 PMI 产出指数分别为 49.5%、48.4% 和 48.8%，低于上月 0.7、3.2 和 2.4 个百分点，**三大指数均降至临界点以下，经济总体景气水平有所回落。**服务业受到本轮疫情影响显著，商务活动指数为 46.7%，分别低于上月和上年同期 3.8 和 8.5 个百分点，服务业市场活跃度转弱。从行业情况看，铁路运输、航空运输、住宿、餐饮等接触性聚集性行业受疫情影响较大，业务活动明显减少，商务活动指数均下降 20.0 个百分点以上，企业经营压力加大。

**资金面方面，维持此前判断，当宽信用尚未达到目标，预计央行不会收紧货币政策，也就意味着资金面暂不会收紧，但即使宽松力度可能也比较有限。**

展望后市，债市的利空因素较多，利多因素则具有一定不确定性：（1）全国的奥密克戎疫情终会过去，地方财政预算和专项债额度下达，基建投资可期；（2）原油高涨，美联储加息，外围环境制约中国货币政策工具继续宽松；（3）从今年经济增速目标看，未来三个季度的 GDP 增速预计将有所回升；（4）二三线城市均出现了地产政策的放松，预计疫情好转后销售和投資会有改善。

从近期债市运行来看，即使面对3月全国较为严峻的疫情局面，10年国债收益率也并未大幅回落，而是在2.8%附近震荡。目前收益率水平也仅比此前收益率低点高10-15BPS，绝对收益率水平偏低。展望二季度债市，更可能反映的是经济从3月疫情冲击走出逐步回升，宽信用缓慢见效，宽货币（继续降准降息）有可能不达预期。所以目前来看近期债市收益率还会在低位，但未来1-2个季度有可能会较目前收益率水平有所抬升。

### 投资策略：

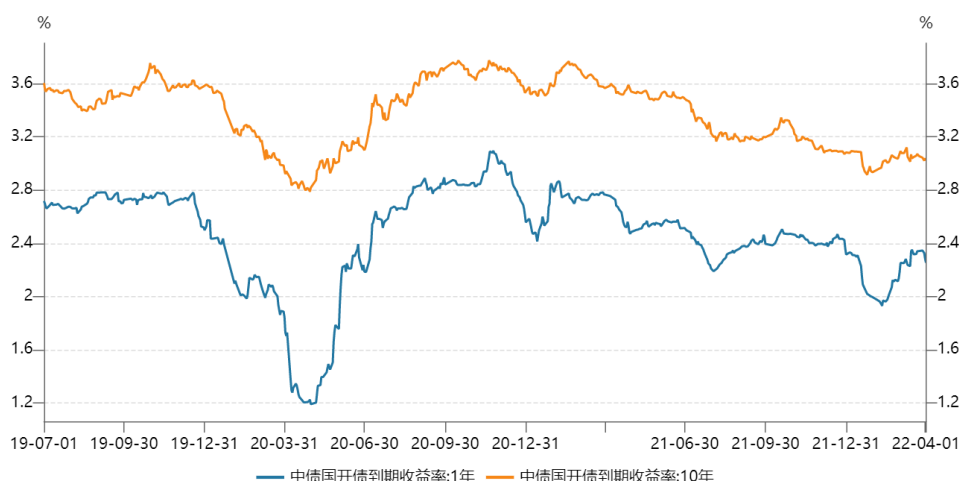
(1) 目前收益率向下空间不大，但向上的顶部也有经济运行长期逻辑影响，在此点位上，以票息策略为主，以债券绝对收益率水平为准进行配置，减少对利率走势的博弈。

(2) 5年AAA和AA+品种在近期调整后具有一定性价比，银行资本债券方面，5年品种相对3年利差较高，相对价值上二级资本债略优于永续债。

(3) 维持中性杠杆比例，适当留出调整后增持的空间，不过分下注。

(4) 转债方面，估值层面，经过前期充分回调后目前不必过于担心。从结构上看中高平价转债估值压缩程度较为充分。增持方向关注医药、绿电板块，以及价格和溢价率双低的转债。

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，今年一季度全市场信用债发行情况较往年同期表现较强，总发行额处于近五年最高水平，净融资额处于近五年次高水平，其中总发行32474亿元，净发行11173亿元，由于总发行规模相较往年有一定幅度增长，导致净发行量达到近年来次高水平。其中一季度公司债、企业债及中票合计发行金额为15383亿元，净融资额5934亿元，相较上季度由于偿还量大幅降低导致长债净融资规模有明显涨幅，信用债一级市场的有效供给有较大回升。

**二级市场方面，今年一季度以来，信用债二级市场收益率整体呈震荡上行趋势，且中长端上行幅度更大。**

以AAA级中短期票据为例，一季度1年中短期票据收益率下行3BPS，3年中短期票据收益率上行17BPS，5年

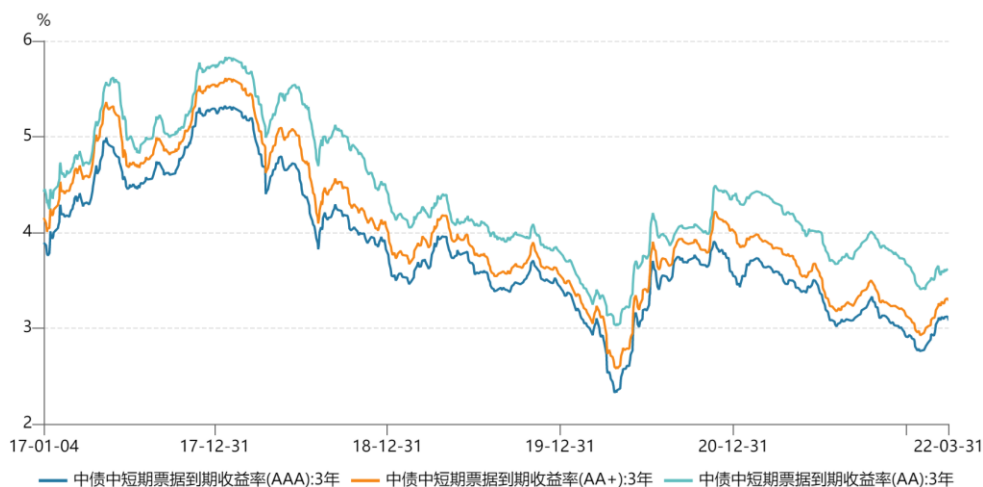
中短期票据收益率上行 22BPS，期限利差整体走阔，3-1y 期限利差走阔 20BPS，而 5-3y 期限利差相对走阔 4BPS。从信用利差来看，以 AAA 级中短期票据为例，各期限品种信用利差整体走阔，短端信用利差走阔 2BPS，处于历史 22%分位水平，3y 信用利差较 12 月末走阔 13BPS，处在历史 55%分位水平；5y 信用利差较 6 月末走阔 20BPS，已接近历史 90%分位水平。

图：3 年期各等级中短期票据到期收益率走势



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，今年一季度短期融资券总发行量为 14587 亿元，净融资为 4770 亿元，环比分别增加 1510 亿元和 3350 亿元，短融总发行量和到期偿还量均位于近五年历史同期次高水平，对整体信用债净融资有较大推进作用。

二级市场方面，一季度短融收益率整体呈现震荡下行趋势，等级利差走势分化，其中 AAA 短融收益率下行 10BPS，AA+短融收益率下行 11BPS，AA 短融收益率上行 11BPS。反映在一季度市场因多因素作用而走势震荡的行情背景下，机构博弈持续进行，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

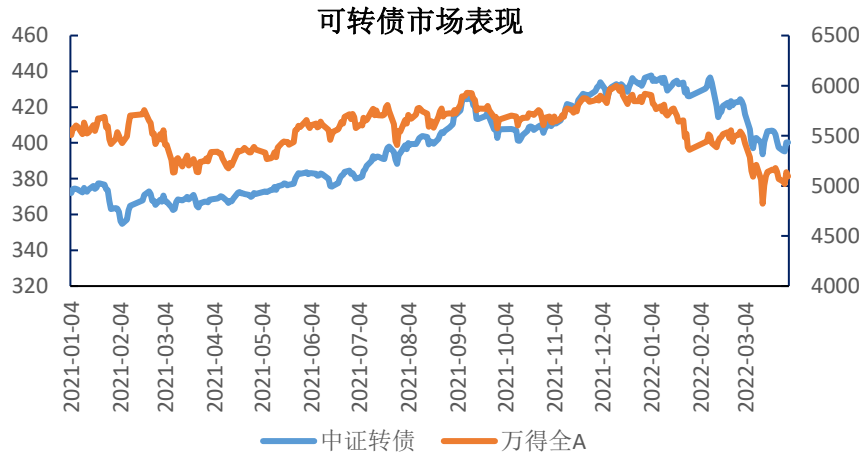
**整体而言，近一个季度信用债收益率呈现震荡行情。**对于市场关注度最高的房地产行业，近期各地因城施策放松地产政策频出，但销售情况依然并未改善，预售资金监管对国企和民企存在明显分化，目前银行端对房企的融资放松较为明显，债券市场对民营房企信心仍未恢复，龙光事件进一步加剧了对民营房企担忧，民营房企目前处境依然艰难，新增融资更多依靠优质资产出售抵押以及实控人自身偿债意愿和私人关系，并购票据和并购贷推行短期内对解决民企资金压力也不应给予较高期待。**考虑民企在地产行业内资产规模占比近半，在民企普遍暂停拿地、国企拿地随行就市情形下，依靠国企撑起拿地和投资规模难度较大。基于上述分析，2022年二季度信用债投资仍以严控信用风险为前提，坚持票息策略，努力追求增厚收益。**

### 3.2.3 可转债

一季度A股市场与转债市场表现弱势，截至3月31日，一季度万得全A下跌13.92%，中证转债下跌8.36%，转债市场表现强于股票市场。具体来看，从年初到二月上旬为第一阶段，在A股市场整体表现弱势下，转债市场在高转股溢价率支撑下高位横盘。结构上稳增长板块表现明显好于成长板块。二月中旬到三月底为第二阶段，在俄乌冲突不断升级、全球大宗商品短期持续上涨导致市场对滞涨产生担忧背景下，A股与转债市场整体进入快速下跌通道。截至3月底，平价90以下、90-110、110-130、130以上转债平均转股溢价率分别为58.49%、25.10%、11.10%和5.47%，较年初分别压缩3.99%、5.11%、6.22%和7.21%。

展望后市，正股层面，近期国内外多重不利因素导致指数大幅下跌，在金融委会议释放积极政策预期后情绪有所缓解。目前随着俄乌冲突边际缓解，油价高位回落，市场对滞涨的预期边际减弱。且随着美国首次加息落地，美股反弹，外围对A股边际影响减弱。目前股市估值已处于底部，继续杀估值的概率较低。在估值风险不大的情况下，目前更应关注企业利润水平，年初大宗上涨挤压制造业利润以及疫情对订单影响可能使得一季度企业盈利增速不及预期，需要在4月发布一季报时予以验证。转债估值层面，市场整体转股溢价

率经过前期充分回调后目前不必过于担心。从结构上看中高平价转债估值压缩程度较为充分，超低平价转债估值暂时仍处于高位。因此但从转债估值角度出发，目前高价弹性和“双低”转债性价比较优，低平价高溢价率的偏债型转债处于较为尴尬的位置，配置上短期建议向前者倾斜。



数据来源：Wind、招商基金

**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，请注明出处为“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、复制或有意删改。