



# 招商基金投资策略报告

2022年·5月



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>6</b>
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	10
2.5	原油市场	11
2.6	黄金市场	11
2.7	汇率市场	13
<b>3</b>	<b>股债投资策略</b>	<b>14</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	18
3.2.3	可转债	20

# 招商基金 2022 年 5 月投资策略报告

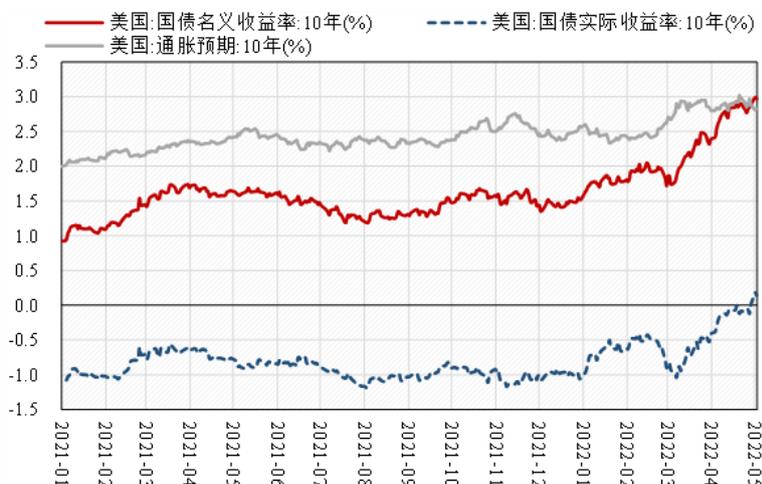
## 1 宏观经济环境

### 1.1 海外市场

**4 月美股回顾：加息预期不断升温，美债利率快速攀升，4 月美股市场出现一定的调整。**截至 4 月 29 日，联邦基金利率期货隐含的 2022 年上半年加息次数抬升至 4.5 次，2022 年全年的预期加息次数抬升至 10.1 次。从指数表现上来看，4 月美股纳斯达克指数下跌 13.26%，标普 500 指数下跌 8.80%，道琼斯工业指数下跌 4.91%，三大股指 4 月跌幅均超 4%。随着地缘局势不确定性的持续，叠加美国通胀预期的走高与流动性收紧的加剧，美股波动率上升。截至 4 月 29 日 VIX 指数为 33.4，处于 1990 年以来的 95% 分位数水平，全球风险溢价指数也处于历史相对高位。

**5 月美股展望：**1) 美联储 5 月 FOMC（美国联邦公开市场委员会）会议宣布加息 50bp，并从 6 月开始缩表，符合市场预期。暂时不考虑 75bp 及以上加息可能，打消市场顾虑。年中收紧预期峰值触顶，下半年鹰派信号将进一步减弱，加息预期大概率伴随通胀和基本面回落。美国 CPI 通胀基本见顶，基本面在二季度反弹后也将继续向潜在增速靠拢，并且市场已经预期本轮加息进程在 2023 年初停止。2) 从美银美林金融压力指数可以看到，近期流动性风险、市场风险和信用风险均较上期出现大幅抬升，同时，大类资产隐含的宏观风险预期边际抬升，全球资本流动持续收缩。3) 美债实际利率转正，意味着实际融资成本转正，高估值和成长风格的表现将继续承压。4) 盈利层面，俄乌局势和中国疫情可能带来的供应冲击值得关注，并有可能短期对供应链造成负面影响。整体来看，在不确定性仍高的背景下，美股存在较大的波动性。

图：美债利率持续攀升，实际利率已经转正



数据来源：Bloomberg，招商基金

图：美联储加息预期仍处高位



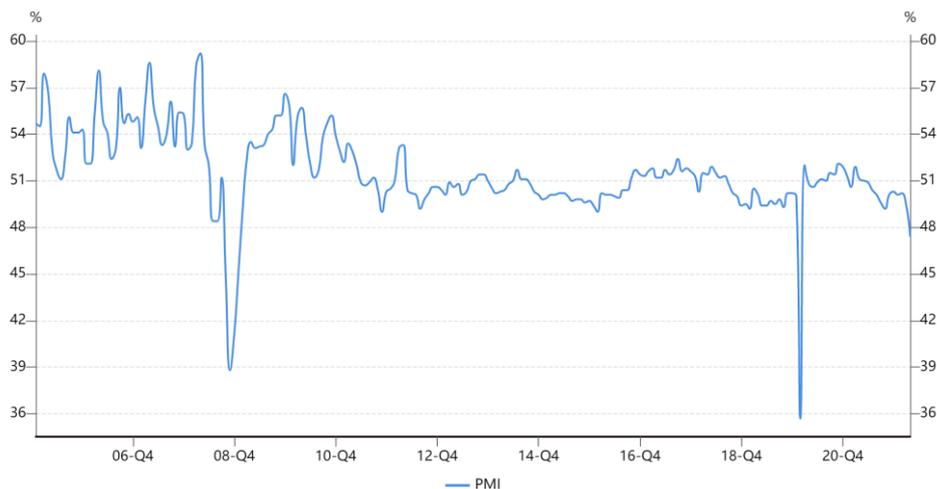
数据来源：Bloomberg，招商基金

## 1.2 国内市场

国内：4 月份经济受疫情影响明显走弱，货币整体依然维持在合理充裕的区间内

**4 月份经济受疫情影响明显走弱。从流动性情况来看，短端货币市场在经历短暂的流动性淤积后，目前依然维持在合理充裕的区间内。投向实体的信用小幅回升，企业中长期贷款增速继续回落。**4 月份制造业 PMI 数值继续回落，录得数据 47.4%。投资数据方面，除基建投资增速回升以外，固定资产投资、房地产投资、制造业投资均有所走弱。在需求整体阶段性下滑周期中，叠加疫情影响，中央对经济的托底意图明显。另外，3 月份社会消费品零售总额增速主要受疫情影响，录得负值-3.53%。3 月份出口数据好于预期，录得增长数据 12.93%，但考虑到疫情影响，预计 4 月份出口数据将走弱。

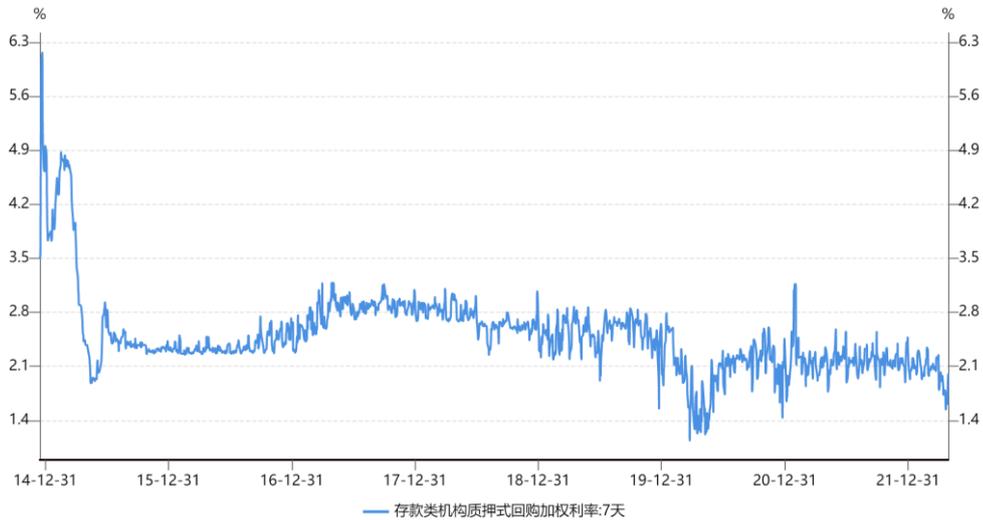
图：制造业 PMI 明显回落



数据来源：Wind，招商基金

受疫情扩散扰动、企业信贷需求收缩、留抵退税和央行加速上缴利润等因素影响，资金市场出现流动性淤积，导致4月份以来DR007不断走低。近期DR007有所回升。整体来看，狭义流动性依然保持在合理充裕的区间内。

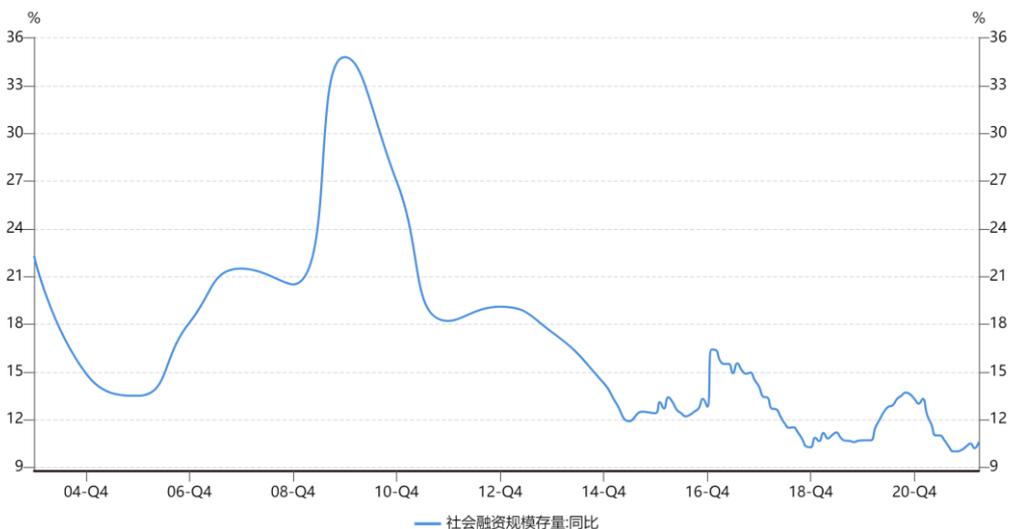
图：流动性淤积导致4月份以来DR007不断走低



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升，录得数据10.6%。从结构上看，表内信贷、表外融资、政府债券融资是带动3月社会融资规模增量多增的主要因素。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

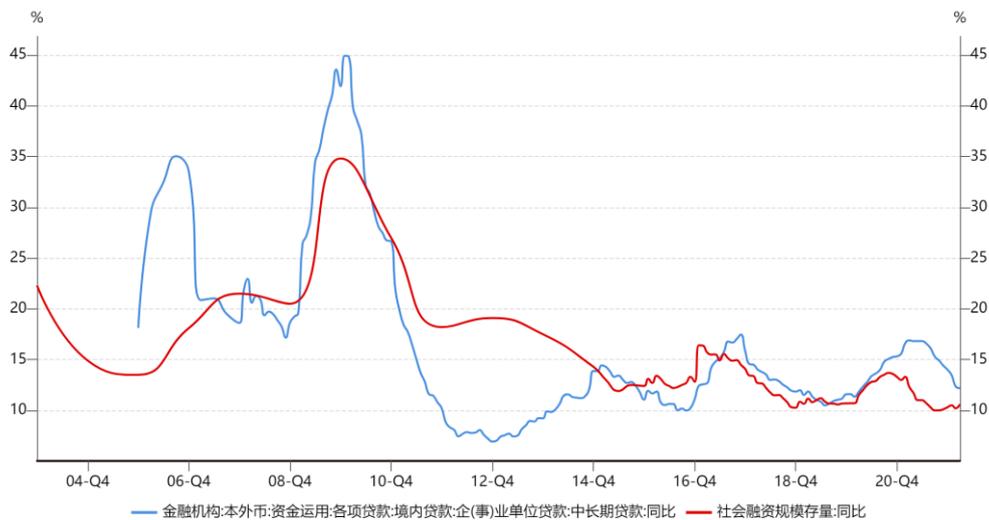
图：社融存量2年CAGR呈现温和螺旋式下滑的形态

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

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
2022年2月	10.2	11.74
2022年3月	10.6	11.45

数据来源：Wind，招商基金，单位：%

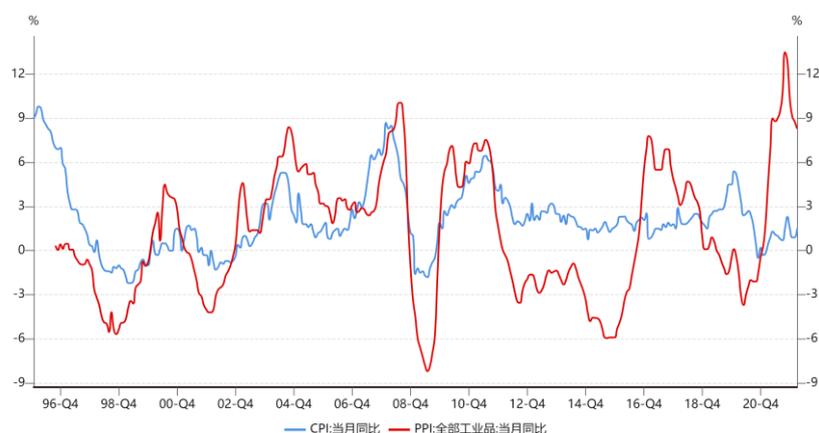
图：企业中长期贷款同比继续回落



数据来源：Wind，招商基金

通胀方面，3月份PPI增速继续回落，同比上涨8.3%（1月、2月同比上涨分别为9.1%、8.8%）。考虑到需求整体仍处在回落趋势中，我们判断PPI整体仍将继续回落。CPI小幅抬升，但仍保持在正常区间内。

图：3 月份 PPI 持续回落，CPI 仍保持在正常区间内



数据来源：Wind，招商基金

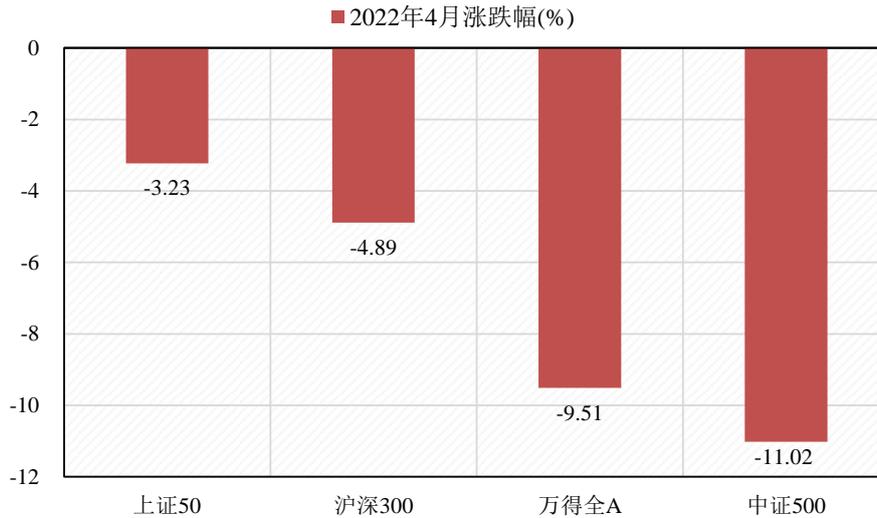
## 2 大类资产观点

### 2.1 A 股市场

**4 月 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，投资者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。

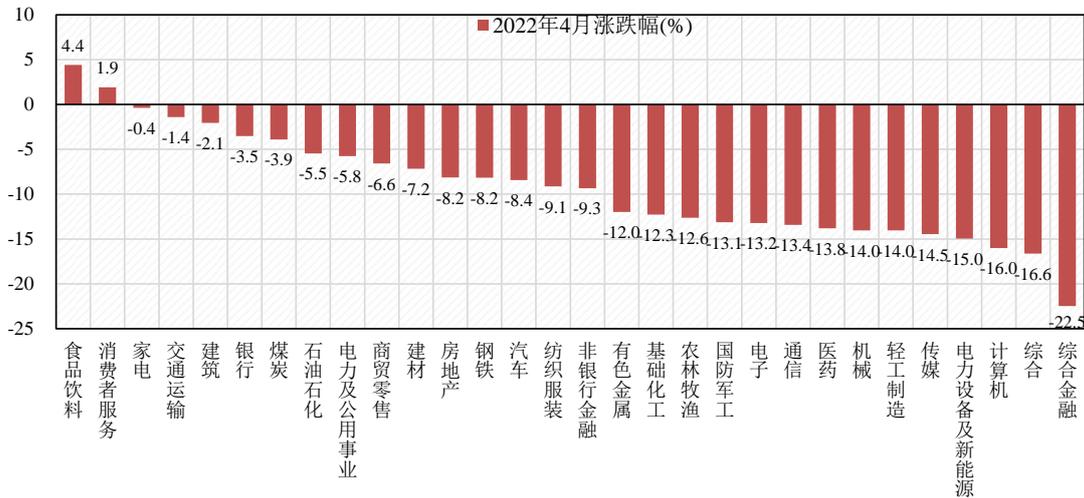
**5 月 A 股展望：战术上重视切换，而不是进攻。**随着短期边际因素的催化，包括上海有序开放与复工、美联储加息落地，展望 5 月，A 股有望迎来短期反弹。但是由于盈利前景以及信用宽松路径仍然模糊，A 股市场还未到反转时机，短期反弹之后仍以指数弱势整理和结构性的机会为主。在反弹当中，我们认为，战术重点不在进攻，而是在于风格切换，市场风格有望由成长切向价值。具体看，供应链供给能力的修正并不是当前市场的核心矛盾，市场的核心在于需求恢复的必要性以及通胀的趋势；成长风格在未来仍要面对盈利预期的下修以及拥挤的交易结构。因此，我们将重点关注低风险特征的股票，布局和“稳增长”相关的周期和消费。

图：2022年4月主要股指涨跌幅（%）



数据来源：Wind，招商基金

图：2022年4月份行业涨跌幅（%）

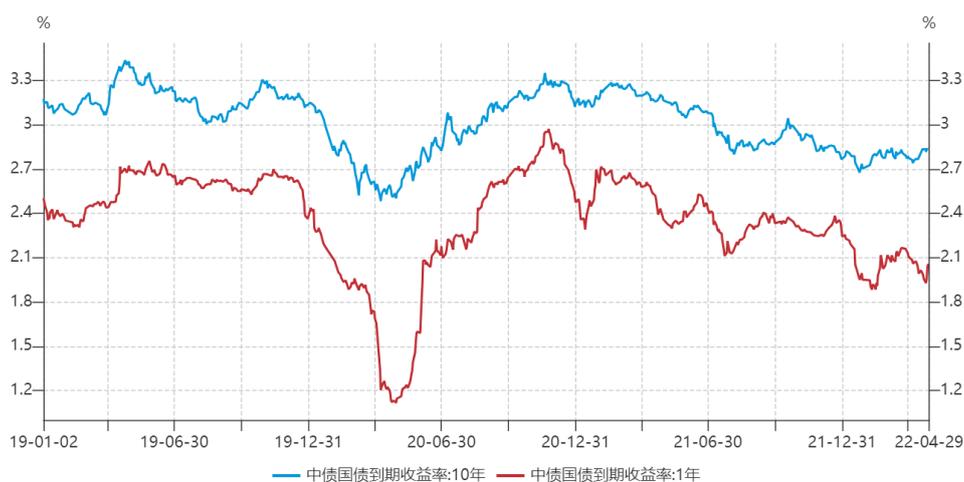


数据来源：Wind，招商基金

## 2.2 债券市场

2022年4月，债券市场走势大体走强，主流信用品种收益率下行。受益于央行降准，资金进一步宽松，R007月度平均利率下行。国股存单6M和1年期收益率较3月末明显回落。4月债市各期限品种收益率下行居多，上行较少，信用利差大幅收窄。

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：**从近期债市运行来看，债市结构充分反映了宽信用预期和宽裕资金面两大影响因子，即债市目前格局为中短端和长债收益率走势分化，期限利差偏陡。一季度分析经济形势的政治局会议和近期央行推出的货币政策，指向总量性质的降准降息货币宽松手段可能性较小，结构性再贷款政策（如支持宽信用的科技创新、普惠养老、煤炭清洁高效利用）可能会加快推出和落实，这事实上将助推宽信用，对债市影响偏负面。从估值角度，基于对目前极宽松资金环境不可持续的判断，无论从绝对收益率水平，还是和美债、A股比较的角度，中债均处在并不便宜的状态。我们认为未来1-2个季度债市收益率中枢可能会较目前水平有所抬升。

## 2.3 港股市场

4月恒生指数下跌4.1%，恒生国指下跌3.0%，在全球主要股指中表现居中。具体来看，1）大型股（跌3.8%）领跌，中型股（跌3.4%）表现弱于小型股（跌3.2%）；2）香港本地/外资股（跌5.7%）表现弱于中资股（跌0.9%）；3）行业方面，恒生能源业（涨0.7%）、必需性消费业（涨0.1%）表现较好，恒生医疗保健业（跌8.0%）、金融业（跌6.9%）和工业（跌6.8%）表现较差。

国内方面，由于国内疫情影响了经济节奏，国务院常务会议决定对特困行业实行阶段性缓缴养老保险费政策，加大失业保险支持稳岗和培训力度；部署适时运用货币政策工具，更加有效支持实体经济发展，具体措施包括增加支农支小再贷款、优化保障性住房金融服务、设立科技创新和普惠养老两项专项再贷款等。央行决定4月25日全面降准0.25个百分点，同时对符合条件的城商行和农商行再额外降准0.25个百分点，共计释放长期资金约5300亿元。

海外方面，美联储议息会议纪要显示，美联储官员普遍认为，每月缩减950亿美元资产上限可能是合适的，其中包括600亿美元美国国债和350亿美元抵押贷款支持证券（MBS），最早可能在5月份开始；多数美

联储官员认为，在未来的会议上，美联储进行一次或一次以上 50 个基点的加息可能是合适的，特别是通胀持续加剧的情况下。美联储主席鲍威尔也表示，美联储行动更快一点是合适的，在美联储 5 月 3-4 日会议上加息 50 个基点将是“选项之一”，鲍威尔的这番表态也被市场认为其已经彻底转鹰。

1、截至 2022 年 4 月 29 日，恒指 PE (TTM) 为 7.8 倍，恒生国指 PE (TTM) 为 6.9 倍，较 3 月底的 8.2 倍、7.2 倍有所下滑。

2、截至 2022 年 4 月 29 日，离岸人民币兑美元汇率本月下跌 4.32%，美元兑离岸人民币汇率为 6.6414。2022 年 4 月 29 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 634bp，高于 3 月底的 417bp，显示 4 月份人民币贬值压力上升。

3、恒生 AH 股溢价指数较 3 月底有所下降。截至 2022 年 4 月 29 日，AH 溢价指数为 138.49，低于 3 月底的 142.54。4 月份，南向资金净流入规模达到 86.55 亿元人民币（105.3 亿港元）。

**展望 4 月，国内经济短暫停滯，海外加息预期加码，港股已出现二次探底。往后看，从利率互换市场数据**显示，海外资金对美联储 9 月会议之前累计加息 200bp 的预期计价较为充分。其次，国内经济目标面临挑战，但稳经济的措施仍会推出，随着 2 季度疫情逐渐控制，基本面环比改善的预期将会重塑。目前，市场表现较为充分地反映悲观预期，叠加“稳增长”的信号仍在释放，而且互联网监管政策放松提升风险偏好，市场在二次探底后或将迎来反弹。

配置方面，港股市场估值调整基本反映了海内外悲观情绪，后续逐渐配置长期具备增长逻辑的板块，目前相对看好的板块：1) **互联网板块**。互联网强监管已取得阶段性效果，后续大概率将边际放松监管，促进互联网平台健康发展。2) **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 元区间，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。3) **电力工程与设备板块**，具备新基建概念。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。4) **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 Q1 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（资本性支出）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（用户平均利润）逐渐回升，而 B 端创新业务，如 DICT（大数据信息通信业务）、物联网业务有望持续快速增长。5) **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。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

**4月美股市场表现回顾：**回顾4月，标准普尔500指数和纳斯达克综合指数的回调幅度分别达到8.9%和13.3%。与此同时，美债利率再度上行至2.95%，美元指数维持在103的高位。

从微观上看，主要龙头科技股业绩或者管理层指引不及预期是拖累美股周五大跌的直接原因。在原本市场就因为加息临近、地缘局势，增长担忧较为紧张的情况下，盈利本来就是支撑市场主要甚至唯一的依靠，疲弱的盈利前景自然加大了市场的担忧。而龙头科技股不论是由于示范效应还是自身权重较大，都进而对整体市场情绪造成明显冲击。

从根本上看，估值收缩依然是美股回调的重要原因，盈利有小幅拖累并以纳斯达克为主。估值受紧缩预期下利率抬升和增长担忧情绪受损双重影响，目前回到5年均值下方和长期均值附近，但依然难以作为市场主要支撑。3月以来，在美联储多位官员和3月会议纪要的不断吹风下，市场加息预期不断升温，10年美债利率2个月时间从1.73%大幅上行120bp，进而引发了中美利差倒挂。无风险利率抬升压制估值，与此同时，市场对经济增长前景甚至衰退的担忧、地缘局势延续等因素也抑制了风险偏好，并通过股权风险溢价反映到估值水平上。

**经济基本面及后续展望：**市场前景本质上是通胀和增长拐点谁先到来的问题，5月将为市场提供几个关键验证点。近期市场的大跌便是在通胀还未见到拐点、进而对货币政策仍有约束的背景下，投资者担心盈利增长压力加大将使市场出现“戴维斯双杀”局面。相反，如果通胀拐点能逐渐出现，意味着美联储可以以相对从容和预设的方式继续推动收紧、至少不至于持续超预期推动美债利率加速上行，进而给估值留有喘息空间；由于此时盈利基本面尚有韧性，能够提供一段时间的过渡和支撑。

基于当前情形，倾向于通胀“表观”拐点还是有先到来的可能性，这虽不至于就此打断美联储紧缩节奏，但可以先缓解部分超预期的担忧，尤其是考虑到目前资产价格计入的紧缩预期已经过多，可能使得利率上行趋势阶段性趋缓。

5月可能为上述判断提供较为关键验证点，重点关注以下2个变化：

1、美国一季度业绩后半程表现，特别是管理层指引情况；

2、中国疫情5月中旬如果基本得到控制，将有助于缓和市场对疫情扰动的担忧。同时，一季度政治局会议传递了进一步明确且积极的“稳增长”信号，尤其是在房地产、平台经济、资本市场等领域，因此可以观察5月疫情逐步改善后，上述各项政策的具体兑现情况。

如果上述情况都能够得以兑现话，美国方面或将阶段性缓和通胀和紧缩预期的强度，中国方面或可以稳定市场情绪和增长预期，综合在一起将给市场提供一个相对缓和的环境。相反，如果未能兑现还明显超出预期的话，将继续给市场造成扰动，促使市场短期转向更谨慎。

## 2.5 原油市场

**原油：继续关注俄乌冲突局势，供给偏紧下预计油价维持高位震荡格局。**

**2022年4月原油市场回顾：俄乌冲突一波三折，油价走势先抑后扬。**3月底至4月上旬受俄乌双方谈判传出乐观信号，同时美国和国际能源署释放2.4亿桶战略储备原油库存，在地缘因素减弱以及抛储增加短期原油供应的影响下，国内外原油期货价格出现振荡下行的态势。其中美国WTI原油价格一度回撤至92.93美元/桶，布伦特原油期货价格一度下探至97.57美元/桶。但随着俄乌双方谈判破裂，冲突再度激化。同时原油市场消化掉抛储利空以后，在供需结构偏紧的支撑下，国内外原油期货价格再度走强，美国WTI原油价格重新回升至107.42美元/桶，布伦特原油期货价格走强至111.90美元/桶。

图：布伦特原油价格（美元/桶）



数据来源：Wind、招商基金

**2022年5月原油市场行情展望：继续关注俄乌冲突局势，供给偏紧下预计油价维持高位震荡格局。**

综合展望2022年5月的原油市场，地缘政治因素对市场情绪仍将持续产生扰动，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。

从供给端来看，OPEC+产油国稳步推进增产协议，并且在5月调增产油基准线的背景下，原油供应量有望加快增长，但是在俄罗斯受欧美国能源制裁导致出口下降的拖累下，二季度油市整体供应依然面临较大的缺口。从需求端来看，国际油价持续上行令原油消费国压力增大，各国进口量继续减少。与此同时，国内疫情发酵也对原油消费构成压制。在地缘冲突角度，俄乌双方边打边谈，地缘因素时强时弱，对于油价的边际效应逐渐递减、但仍将对油价产生持续扰动。综合来看，今年5月油价预计仍将维持高位震荡的走势。预计美国WTI原油维持在85-115美元/桶区间内振荡，布伦特原油格维持在85-120美元/桶区间内振荡。

## 2.6 黄金市场

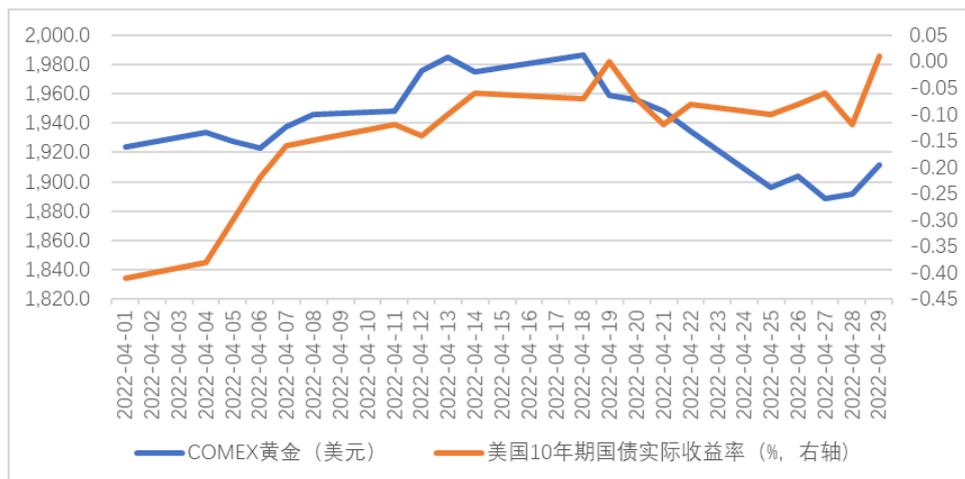
**黄金：4月金价整体呈下行走势，预计5月金价整体下行。**

**2022年4月金价回顾：**4月金价整体呈下行走势，月初价格为1923美元，4月末跌价至1912美元，盘

中最低曾下行至 1889 美元。本月黄金下行的核心逻辑是：美联储抗击通胀的决心日益增强，紧缩预期大幅强化带动实际收益率大幅上行，继而驱动黄金走弱。

结合 4 月鲍威尔在 IMF 研讨会以及 3 月参议院听证会中的讲话，当前鲍威尔对于通胀的态度为：一是应对通胀愿意采取任何必要的手段。二是愿意将后续多次加息的幅度提升至 25 bp 以上。三是愿意将货币政策立场调整至中性水平以上。紧缩预期的大幅增强驱动实际利率明显上行，10 年 TIPS（美国通胀保值债券）收益率由月初的-0.41%大幅上升至 0% 以上，单月上行幅度超过 40 bp。

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 5 月金价展望：**展望 5 月，紧缩预期将进一步增强，实际收益率或将进一步上行，黄金在 5 月将持续走弱：面对本轮高通胀，鲍威尔很有可能学习沃尔克采取超出市场预期的方式抑制通胀。沃尔克于 1979 年 8 月被任命为美联储主席。交易员出身的沃尔克坚信控制通胀预期是最核心的要义，最终以层层递进、加码式的紧缩策略成功控制通胀并树立联储信誉。综合考虑力度递进式的紧缩诉求+联邦基金目标利率回归至中性利率以上，联储后续政策的潜在路径或为 5 月加息 50 bp、6&7 月加息 75 bp，按此路径 7 月联邦基金目标利率的区间上限将触及 2.5% 并超过中性利率；此后加息进程将渐进弱化甚至不加息，主要原因是 8 月以后临近中期选举投票（11 月）可能对加息形成扰动。缩表方面，5、6、7 三个月缩表速度逐步提升至 950 亿美元之后将匀速持续至年底。上述节奏将有助于联储实现多重目标：

一是 Q2 紧缩力度层层递进有助于通胀预期尽快回落，将既有的加息计划加码、前置，这一做法对通胀预期的打压作用好过匀速的“钝刀割肉式”的加息。

二是这一节奏可以使得美联储迅速在 7 月将政策利率提升至中性利率及以上，从而为后续尤其是中选前货币政策立场的调整留有空间。

在此背景下，紧缩预期的强化将在 5 月进一步超预期强化，驱动实际利率上行和金价走弱。

## 2.7 汇率市场

### 汇率：海外流动性收紧下人民币走弱，短期贬值压力仍将持续

**2022年4月汇率市场回顾：联储开启缩表加息，海外流动性拐点下人民币快速贬值。**随着美联储对美元流动性的逐步收紧，美元指数站上100点关口，全月升值幅度超过5%。在此背景下非美货币出现一定程度贬值，其中人民币兑美元贬值幅度超过4%，美元兑人民币汇率升至6.6以上。美联储明确加强鹰派立场、多次重申控通胀的核心目标，强硬鹰派表述推动美元、美债名义及真实利率大幅上行，五月FOMC议息加息50bp基本确定。出于对联储可能连续大幅加息、最快从5月份就开始缩表的“恐慌”带动美元大幅走强、人民币等非美货币相对走弱。

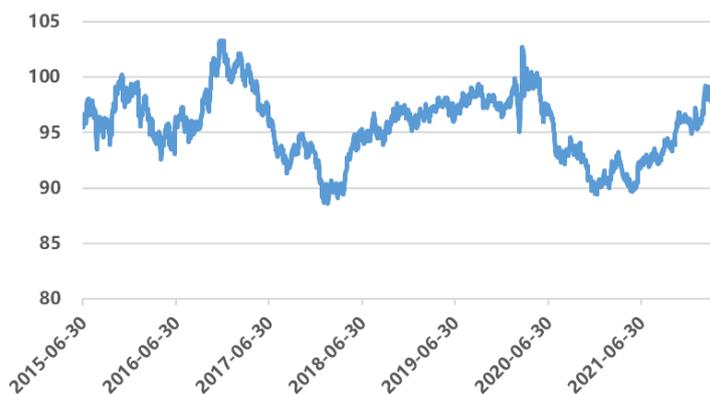
本轮人民币快速贬值的主要原因有两点：首先是美联储紧缩下美元的快速升值，但更重要的是国内经济在遭受疫情冲击、供应链受阻、出口订单回落等多重利空的影响下，内在增长动能在下降，资本难以对人民币计价的资产给予更高的定价。由于国内经济尚未正式确立底部，叠加美元升值空间较为确定，导致本轮人民币贬值幅度节奏较快。

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 5 月汇率市场展望：持续加息缩表下美元指数预计维持强势，短期人民币仍有贬值压力

展望 5 月市场走势，人民币汇率将主要受到美元强势、疫情拖累和出口回落三方面的影响，近期人民币贬值压力仍将持续。伴随联储收紧货币政策预期上升，地缘政治风险加强避险需求，美元指数近期仍有支撑。国内经济受新冠疫情反弹拖累，或令人民币兑美元短期承压。中长期而言，随着国内新冠疫情逐步受控，经济复苏进度预期仍将好于美国，美元指数继续上升空间有限。

## 3 股债投资策略

### 3.1 A 股投资策略

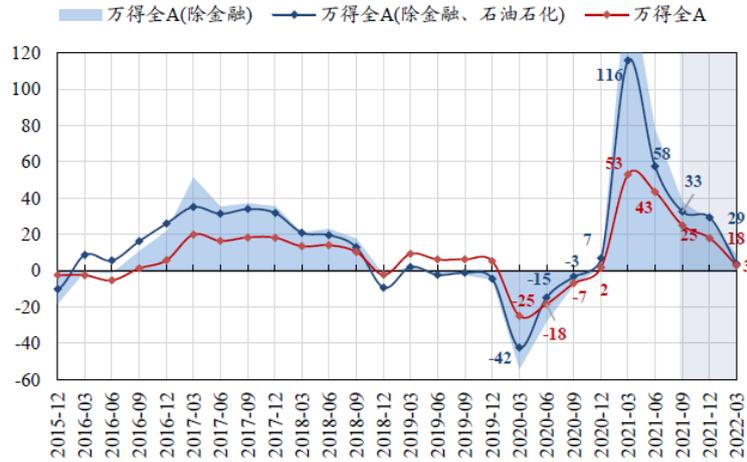
**1、政策面：政治局会议关注风险，明确“底线思维”。**近两周以来，投资者甩卖股票资产并且以低于 2018 年以及 2020 年 Q1 极限底部点位的估值定价来表达对经济增长失速前景的担忧。4 月 26 日中央财经委与 4 月 29 日政治局会议的表态重点在于明确“底线思维”，A 股重返 3000 点。政治局提出“疫情要防住、经济要稳住、发展要安全”的思路，并且“努力实现全年经济社会发展预期目标”和“防止各类‘黑天鹅’、‘灰犀牛’事件发生”，积极的表态在一定程度上有助于缓解投资者当下的紧张情绪。同时政治局表态“优化商品房预售资金监管”和“出台支持平台经济规范健康发展的具体措施”也有助于房地产行业现金流风险和平台经济监管风险的缓释，风险预期得以阶段性收敛。政策基调上，未延续过去货币政策“稳健”、“适度”的提法，而是调整为“抓紧谋划增量政策工具，加大相机调控力度”。同时，强调“要全力扩大国内需求，发挥有效投资的关键作用”，并“全面加强基础设施建设”。以上表述的变化或意味着在必要时尤其是风险冲击当中政策工具可以更为积极甚至激进，具备逆周期行动的能力。

**2、基本面：应该认识到当下宏观环境的复杂性与信用扩张动能的不足。**尽管政治局会议着重提及了基建投资“稳增长”，也明确了优化房地产预售资金监管，但是该举措仅有助于缓解地产公司现金流偿付的风险，在“房住不炒”以及缺乏高风险偏好的融资渠道（比如过去的影子银行）的约束下，房地产公司扩表拿地与新开工的意愿仍存在不确定性。叠加“疫情要防住”放在首要的位置，出口增长面临下行的压力以及居民与企业资本开支意愿的疲弱，当前经济增长与信用扩张的动能尚缺乏有效的支持。因此，投资者仍不可低估当下宏观的复杂性。

**3、盈利端：全年增速可能回落，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 正向贡献较大，但 2022 年预计将回落。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。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。从最新季报数据来看，2022Q1 全 A 与全 A 非金融归母净利润单季度同比

增速为 3.39% 与 4.56%，增长动能仍偏弱。

图：2022Q1 全 A 归母净利润单季度同比增速回落至 3.39%



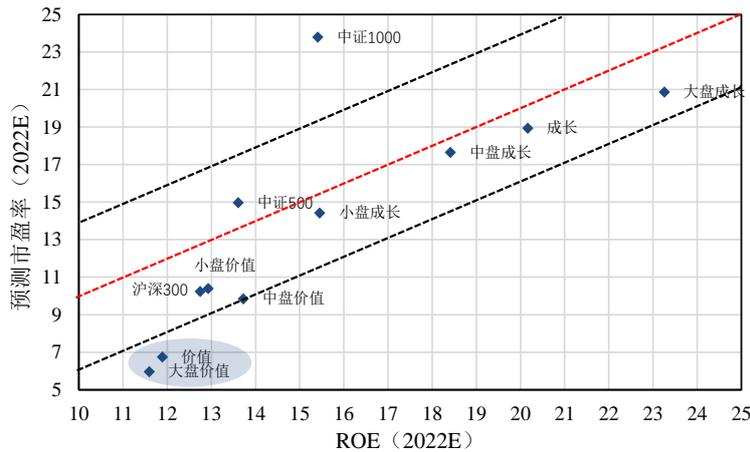
数据来源：Wind，招商基金

### 后市展望：

**1、盈利预期下降+贴现率预期上行，市场未到趋势反转的时机，上证指数横盘震荡。**当前股票定价的难点在于，经济增长与信用路径的不确定，带来盈利预期的模糊和风险偏好的下降。美联储政策表态、全球贸易活动的放缓以及疫情的冲击，市场已经步入底部阶段。A 股市场的动态估值已经计入了较多的悲观预期，上证估值已接近 2018 年时刻，距 2020 年疫情冲击低点估值也基本持平，表明随着市场的调整，中长期的配置价值正在开始显现。与前两轮估值底相较，国证价值更是被深度低估。**随着短期边际因素的催化，上海有序开放与复工、美联储加息落地，展望 5 月 A 股有望迎来一定反弹。**但是由于盈利前景以及信用宽松路径仍然模糊，反弹之后仍以指数弱势整理和结构性的机会为主。在反弹当中，战术重点不在进攻，而是在于风格切换，由成长切向价值。具体看，供应链供给能力的修正并不是当前市场的核心矛盾，市场的核心在于需求恢复的必要性以及通胀的趋势；成长风格在未来仍要面对盈利预期的下修以及拥挤的交易结构。因此，我们的投资的重点将关注在低风险特征的股票，布局和“稳增长”相关的周期和消费。

**2、结构配置：机会在相对低风险特征的股票。**部分投资者对低风险特征的认知存在一定偏差：第一，有投资者认为低估值=低风险，但基本面预期的不稳定同样会使得低估值安全性不足。第二，有投资者认为高景气=低风险，但忽略了高景气板块业绩增长往往需要宏观环境和需求的稳定。年初以来煤炭板块股票价格的弹性大于煤炭价格本身的弹性（这与 2021 年 8 月显著不同），表明当下业绩“增长的确定性”胜于业绩“增长”本身的价值。盈利预期下降和贴现率的高波动，低风险特征应聚焦于低估值、有业绩、业绩确定的股票，预期好的未必能够变得更好，预期不佳的未必变得更差。从策略的角度看，在不久的未来短期供给的修正（比如疫情的缓解、供应链的恢复）或带来前期估值剧烈收缩板块的反弹，但 2022 年真正相对低风险特征的主线并不在于供给修正，而是经济需求恢复的必要性和实物资产的通胀。

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	2022/4/29	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	16.1	32.2	11.6	18.1	0.3				√							
	WIND全A(剔除金融、石油石化)	24.0	64.2	18.2	28.9	0.3			√								
	A股整体剔除金融服务	22.6	30.4	11.9	17.1	0.8											√
	上证50	9.9	20.9	7.0	10.2	0.4					√						
	沪深300	11.9	25.2	8.1	12.6	0.4					√						
	中证500	16.9	80.3	16.2	29.9	0.0	√										
	中证1000	27.4	125.5	20.0	45.5	0.1	√										
	中小板100指数	26.7	59.2	18.7	31.3	0.3			√								
	创业板100指数	45.9	123.1	27.8	52.6	0.3				√							
	中小板综合	33.4	85.8	23.3	41.0	0.2			√								
创业板综合	54.1	174.9	28.9	63.1	0.3					√							
海内外相对估值PE(TTM)	恒生AH股溢价指数	7.8	20.9	7.5	9.6	0.1	√										
	上证沪港通AH溢价指数	7.3	9.9	3.0	4.4	0.6											
	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	0.9											√
	创业板综合/沪深300	2.0	3.7	0.9	2.0	0.5								√			
相对估值PB(LF)	创业板100指数/沪深300	3.9	6.0	1.6	3.5	0.5							√				
	创业板综合/沪深300	2.6	5.3	1.4	2.9	0.4					√						

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4月债市走势回顾：

4月债券市场各期限各品种收益率整体先跌后涨，全月看各期限品种涨跌不一。利率债方面，1年国债全月下行9.8bp收于2.03%，5年国债上行4bp收于2.61%，10年国债上行5.1bp收于2.84%；5年国开上行0.1bp至2.80%，10年国开下行0.6bp收于3.03%。信用债方面，各主流期限收益率均为下行，等级利差有所收窄，5年期信用品种收益率下行幅度更大，AA和AA+品种下行幅度大于AAA品种。公开市场操作方面，4月央行公开市场操作净回笼7100亿（包括国库现金），MLF等量1500亿续作。MLF和LPR利率未作调整。2022年4月25日央行下调金融机构存款准备金率0.25个百分点，释放长期资金5300亿。

**利率产品展望：未来债市的利空因素较多，利多因素则具有一定不确定性。**具体而言：1) 一季度

分析经济形势的政治局会议定调“疫情要防住、经济要稳住、发展要安全”，进一步夯实政策底，未来稳经济政策仍会推出；2）原油高涨，通胀压力加大，美联储加息步伐不改，汇率和资金流出压力已经引起中国央行关注；3）一季度疫情带动中国经济来到阶段性底部，预计未来三个季度的 GDP 增速预计将有所回升；4）全国一二三线城市均出现了地产政策的放松（包括但不限于放松限购限贷、降低房地产贷款加点水平等），预计未来地产销售和投資会有改善。

从近期债市运行来看，债市结构充分反映了宽信用预期和宽裕资金面两大影响因子，即债市目前格局为中短端和长债收益率走势分化，期限利差偏陡。一季度分析经济形势的政治局会议和近期央行推出的货币政策，指向总量性质的降准降息货币宽松手段可能性较小，结构性如支持宽信用的科技创新、普惠养老、煤炭清洁高效利用再贷款政策可能会加快推出和落实，这事实上将助推宽信用，对债市影响偏负面。从估值角度，基于对目前极宽松资金环境不可持续的判断，无论从绝对收益率水平，还是和美债、A 股比较的角度，中债均处在并不便宜的状态。我们认为未来 1-2 个季度债市收益率中枢可能会较目前水平有所抬升。

### 投资策略：

（1）综合考虑利多利空因素后，债市绝对收益率震荡上行趋势仍未改变，债市机会的把握应该是防守反击，把握节奏较为重要，整体应维持偏谨慎；疫情防控政策未有大变动，则基本面缓慢恢复的节奏未改，如有短期调整过多时，可以考虑适当加仓。

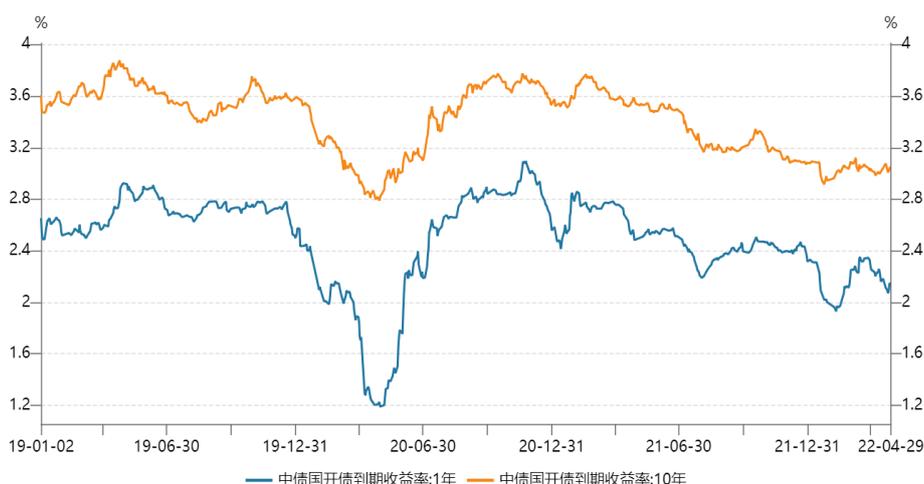
（2）绝对收益率水平偏低，票息策略作用有限，建议维持中低的组合杠杆。

（3）目前曲线结构偏陡峭，利率债 1-2 年品种并不便宜，3-5 年基本上是今年以来收益率新高。五一期间各地疫情又有一定蔓延，宽松的资金面预计还能维持，可考虑压缩 2-5 年期限利差。

（3）信用债期限曲线较为陡峭，无论绝对收益率分位值还是利差分位值，5 年高等级信用债具有较好相对价值。银行资本债券方面，中国人民银行 中国银行保险监督管理委员会《关于全球系统重要性银行发行总损失吸收能力非资本债券有关事项的通知》正式发布，意味着纳入全球系统重要性银行的四大行未来或即将推出总损失吸收能力（TLAC）非资本债券，这或意味着未来四大行二级资本债供给减弱，二级资本债存量价值有一定程度提升。

（4）转债方面，增持板块主要是基建（政治局会议和中央财经委员提及），航空、食品饮料（前期因疫情影响调整较大）；结合赔率和胜率角度，一些调整足够大但成长逻辑未改的高成长板块值得左侧布局。鉴于转债调整幅度已较深，可逐步加仓转债增加组合收益的弹性。

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

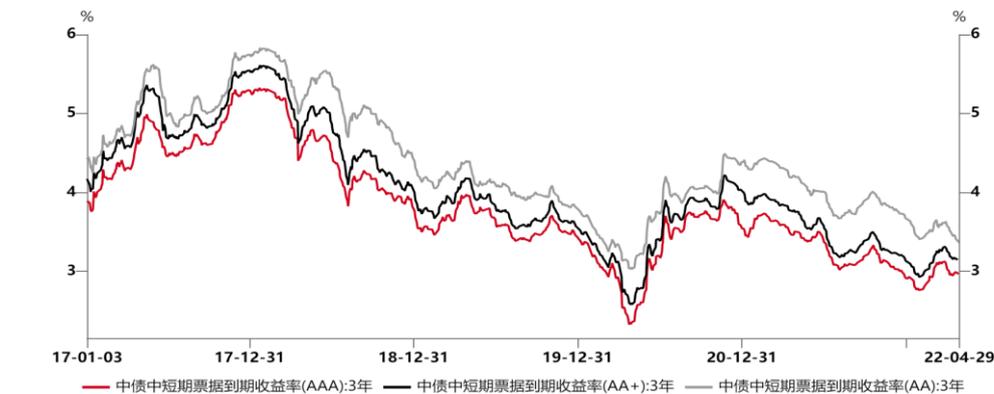
### 3.2.2 信用产品

#### 企业债/公司债/中期票据

一级市场方面，今年 4 月全市场信用债发行情况较往年同期表现一般，总发行额处于近五年中游水平，净融资额处于次低水平，其中总发行 12145 亿元，净发行 2458 亿元，相较往年水平，由于总偿还量规模较大，导致净发行量达到近年来次低水平。其中 4 月公司债、企业债及中票合计发行金额为 6821 亿元，净融资额 1919 亿元，相较 3 月水平，由于总偿还量规模下降使得净融资额小幅上升。

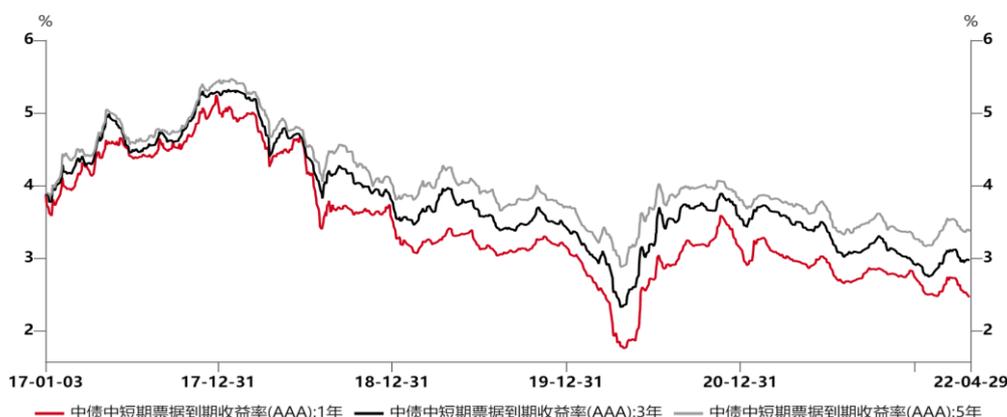
**二级市场方面，进入 4 月以来，信用债二级市场收益率全线下行，中短端下行幅度相对较大。**以 AAA 级中短期票据为例，4 月 1 年中短期票据收益率下行 21 bp，3 年中短期票据收益率下行 10bp，5 年中短期票据收益率下行 10 bp，期限利差整体走阔，中短端期限利差走阔 11 bp，中长端期限利差走阔 1 bp。从信用利差来看，以 AAA 级中短期票据为例，信用利差整体收窄，且长端收窄幅度更大，短端信用利差较上月末收窄 6 bp，处于历史 11%分位水平，3 年信用利差较上月末收窄 10 bp，处在历史 30%分位水平；5 年信用利差较上月收窄 10 bp，处在历史 79%分位水平。

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



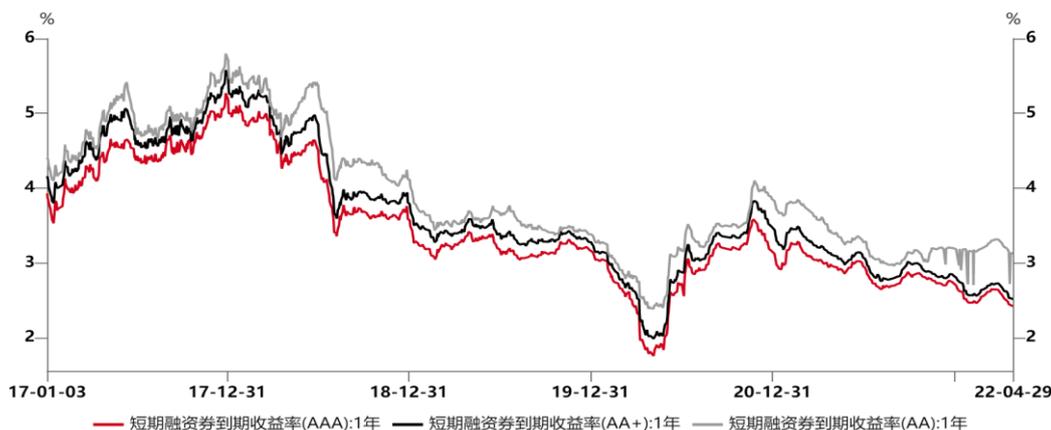
数据来源：Wind、中国债券信息网、招商基金

### 短期融资券

一级市场方面，今年4月短期融资券总发行量为4589亿元，净融资为1297亿元，环比分别减少124亿元和增加726亿元，短融总发行量和净融资量均位于近五年历史同期中间水平。

二级市场方面，4月短融收益率全线走低，其中中高等级品种下行幅度较大：AAA等级品种收益率下行20bp，AA+等级品种收益率下行20bp，AA等级品种收益率下行18bp。目前1年期中高等级短融信用利差均处于历史5%分位以下，其中1年AA+品种利差已接近历史最低点，短端性价比进一步降低，1年AA信用利差则降至历史43%左右分位水平，4月市场短端各等级品种信用债收益性价比皆有一定程度降低。

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

过去一个月，疫情冲击经济承压叠加资金面保持宽松，信用债收益率结束了2月以来的上行趋势、转为下行，且从下行幅度来看，1年期>3年期>5年期，低等级>高等级。目前各期限等级信用债的绝对收益率均处于历史20%分位以下，配置价值相对较低，其中5年期中高等级是唯一信用利差高于历史中位的品种，相对具有性价比。此外，4月以来大部分区域的城投利差在“稳增长”及23号文背景下普遍压缩10bp左右，仅个别区域如甘肃兰州、青海、云南城投利差出现上行，城投挖掘性价比进一步降低。总之，2022年5月信

用债投资仍以严控信用风险为前提，坚持票息策略，以求增厚收益。

### 3.2.3 可转债

4 月份转债市场与 A 股市场双双下跌，截止到 4 月 29 日，万得全 A 下跌 9.51%，中证转债下跌 1.40%，转债市场表现明显强于股票市场。在市场对俄乌冲突、美联储加息的负面影响已逐渐钝化时，4 月疫情扩散超预期以及城市疫情管控对产业链整体的影响导致股票市场大幅下跌。分板块看，4 月食品饮料、消费者服务、家电和交通运输板块涨幅居前；非银金融、综合、计算机和电力设备及新能源板块跌幅居前。风格上，成长板块跌幅大于价值板块，小盘股跌幅大于大盘股。转债估值本月整体呈现平价两头估值抬升，中间压缩趋势，分平价看，平价 130 以上转债溢价率上升 4.19%，平价 110-130 区间转债溢价率压缩 0.83%，平价 90-110 区间溢价率压缩 2.48%，平价 90 以下区间转债溢价率上升 8.89%。高平价转债估值上升原因在于其对应的正股跌幅较大，PE 已处于绝对低位，转债市场参与者基于未来正股的反弹预期给予部分转债估值溢价。

展望后市，正股层面，目前市场已经对疫情局部爆发、城市疫情管控对产业链影响、俄乌冲突以及美联储加息等不利因素进行定价，且定价一定程度反映出了对未来线性外推的悲观预期。若未来无超预期的增量利空，目前从正股估值角度已经进入赔率较高区间。目前胜率在最新政治局会议释放积极信号后逐渐提高，可以逐渐逢低配置。转债估值层面，目前转股溢价率较上月末整体有小幅抬升，处于 2017 年以来 88%分位数水平。往后看在中美利差倒挂、人民币贬值压力加大背景下，国内货币政策空间边际下降，同时考虑到持续弱势的正股情绪，转债估值不排除有小幅下行可能。从比价角度目前平衡型转债性价比较优。短期建议关注价格在 110-125 区间的成长转债。

可转债市场表现



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

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](http://www.cmfchina.com)  
电子邮箱：[cmf@cmfchina.com](mailto: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、复制或有意原意的删改。