



招商基金投资策略报告

2022年·6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.....	11
2.7	汇率市场.....	12
3	股债投资策略	13
3.1	A股投资策略.....	13
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.....	18

招商基金 2022 年 6 月投资策略报告

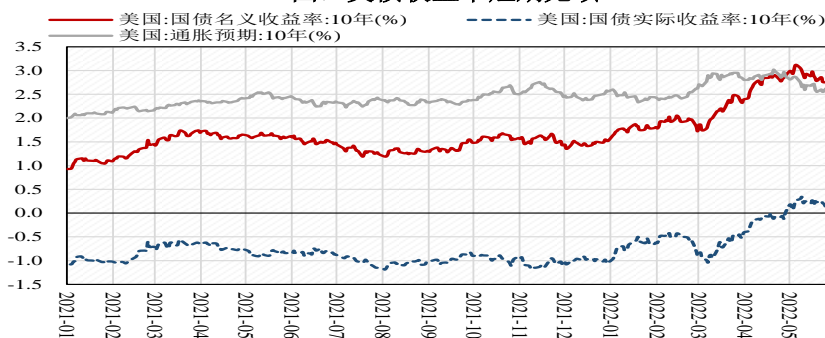
1 宏观经济环境

1.1 海外市场

5月美股回顾：加息缩表短期钝化，美债收益率短期见顶，5月美股市场呈V型反弹。5月FOMC会议后，市场短期加息预期连续三周下修并短暂企稳，近期加息预期延续下修。从指数表现上来看，5月美股纳斯达克指数下跌2.05%，标普500指数和道琼斯工业指数分别微涨0.01%和0.04%，三大股指月内V型反弹，整体颓势较4月有所缓和。加息预期见顶回落的主要原因，是近期美国经济数据进一步表现出减速迹象。继1季度美国GDP环比折年率转负之后，4-5月的高频数据和前瞻性经济指标继续显示美国经济正在进一步放缓。具体来看：（1）美国5月Markit制造业PMI初值57.5、服务业PMI初值53.5、综合PMI初值53.8，均不及预期和4月数值；（2）5月第二和第三周首次申请失业救济人数分别为21.8万人和21万人，升至1月中旬以来最高水平；（3）美股一季报的爆雷情况和企业对未来的业绩指引愈发悲观。总体上，市场的波动调整本质上是对美国经济和企业盈利增长前景的担忧，是担心美联储可能无法在“恰当好处”地控制通胀的同时又不影响经济增长。

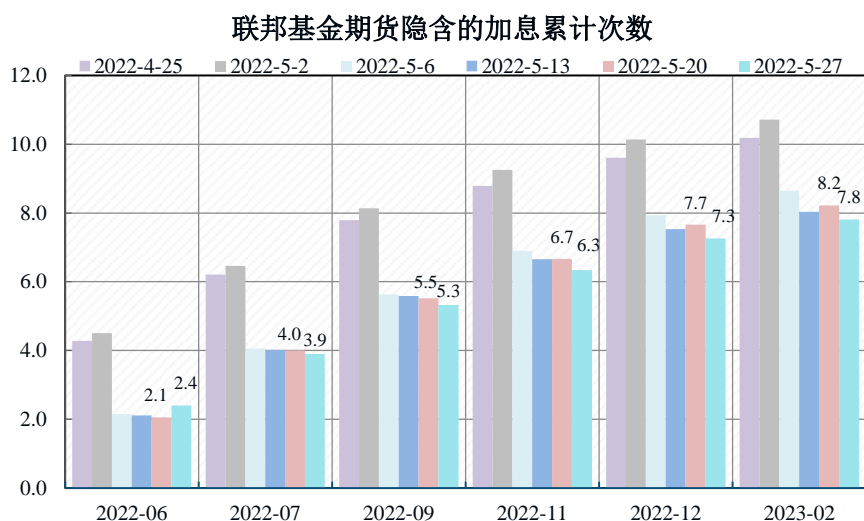
6月美股展望：（1）美联储5月议息会议纪要显示，与3月纪要反复强调控通胀、向市场“明确”紧缩决心不同，联储本次更希望保留未来政策的灵活性——虽然短期将继续如期快速加息，但未来政策或有必要根据供给瓶颈、劳动参与率等因素的变化调整立场；联储或在边际上更多关注经济和劳工市场动能减弱的信号，并对俄乌冲突及中国疫情等外部因素带来的不确定性更为“顾忌”，可能暂时“不再比市场预期鹰派”。（2）美债实际利率转正，意味着实际融资成本转正，高估值和成长风格的表现将有所承压。（3）盈利层面，高基数叠加整体需求回落，盈利增速或继续趋弱。（4）估值层面，在当前整体货币紧缩和金融条件继续收紧的背景下，估值可能仍将有压力，且这一算不上极端的水平也难以在情绪低迷的时候提供有效支撑。**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：美债收益率短期见顶



数据来源：Bloomberg，招商基金

图：美联储加息预期下修



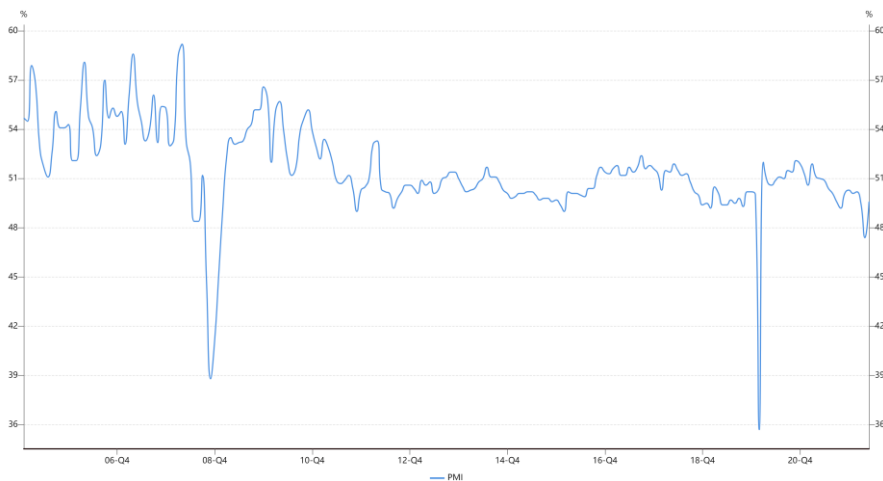
数据来源：Bloomberg，招商基金

1.2 国内市场

国内：主要受疫情影响，5 月份经济数据明显走弱。随着疫情影响出清，预计后续经济将有所恢复。货币整体依然维持在合理充裕的区间内。

5 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，近期回归至正常水平，且依旧维持在合理充裕的区间内。投向实体的信用走弱，企业中长期贷款增速继续回落。5 月份制造业 PMI 数值有所回升，录得数据 49.6%。投资数据方面，固定资产投资、房地产投资、制造业投资、基建投资均走弱。另外，受疫情影响，4 月份社会消费品零售总额增速明显下滑，录得负值-11.1%。4 月份出口数据同样受疫情影响较大，录得增长数据 1.92%，较 3 月份明显下滑。随着疫情影响逐渐消除，预计 6 月份经济将明显恢复。

图：5 月制造业 PMI 明显回落



数据来源：Wind，招商基金

此前受疫情扩散影响、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DR007不断走低。近期随着疫情影响逐步消除，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。

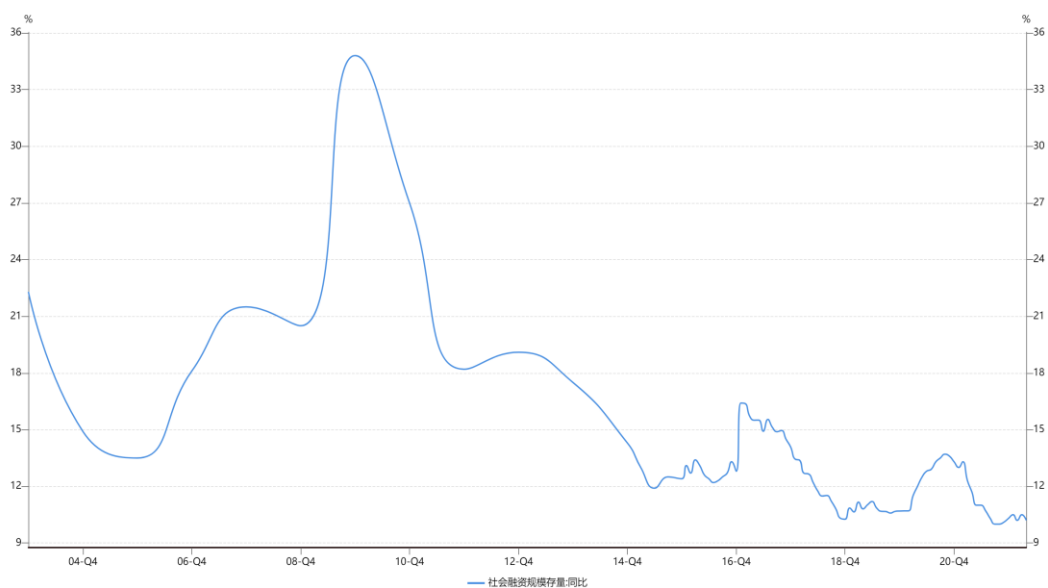
图：随着疫情影响持续减弱，DR007有所回升，仍保持在合理充裕区间内



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走弱，主要因其分项新增信贷受疫情影响走弱，4月底规模存量326.46万亿元，录得同比增长10.2%。社融存量两年年化增速明显走弱。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：社融存量有所下滑



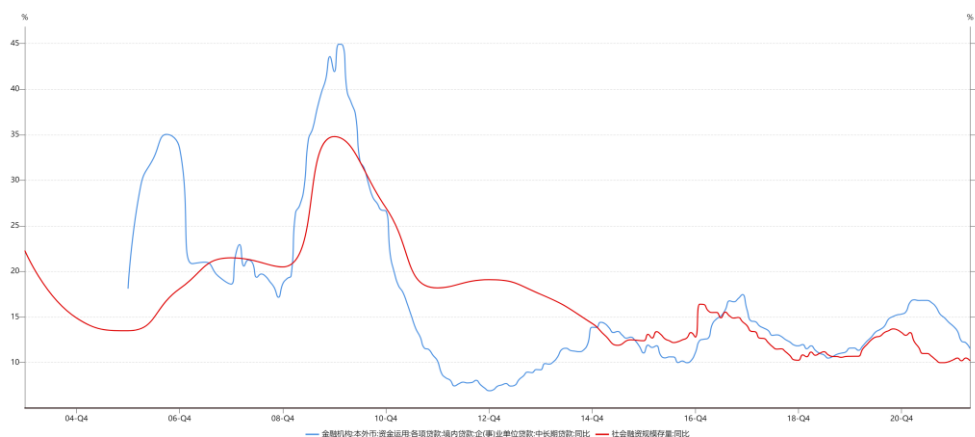
数据来源：Wind，招商基金

图：社融存量 2 年 CAGR 明显下滑

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	11.90
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	10.5	11.40
2022 年 4 月	10.2	10.95

数据来源：Wind，招商基金，单位：%

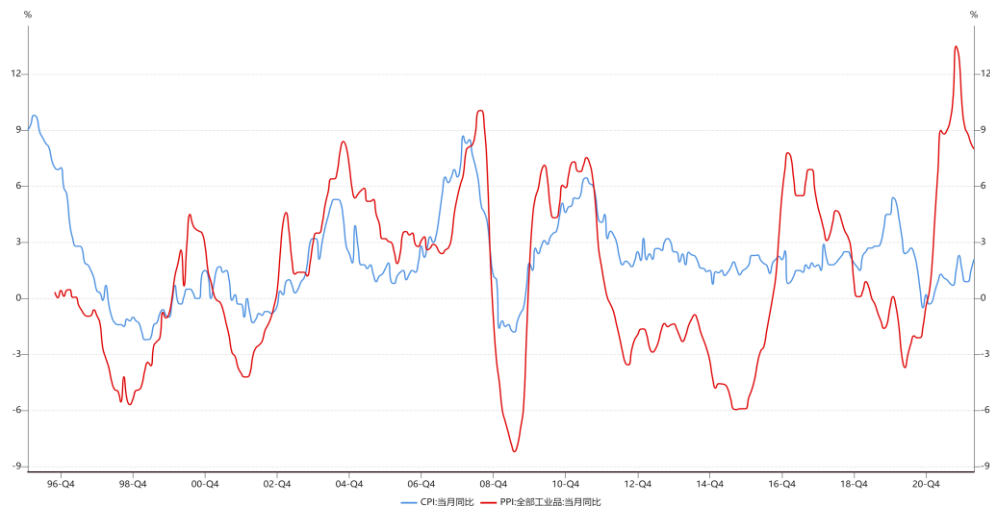
图：企业中长期贷款同比继续回落



数据来源：Wind，招商基金

通胀方面，4 月份 PPI 继续回落，录得增长数据 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 继续小幅抬升，但仍保持在正常区间内。

图：4 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

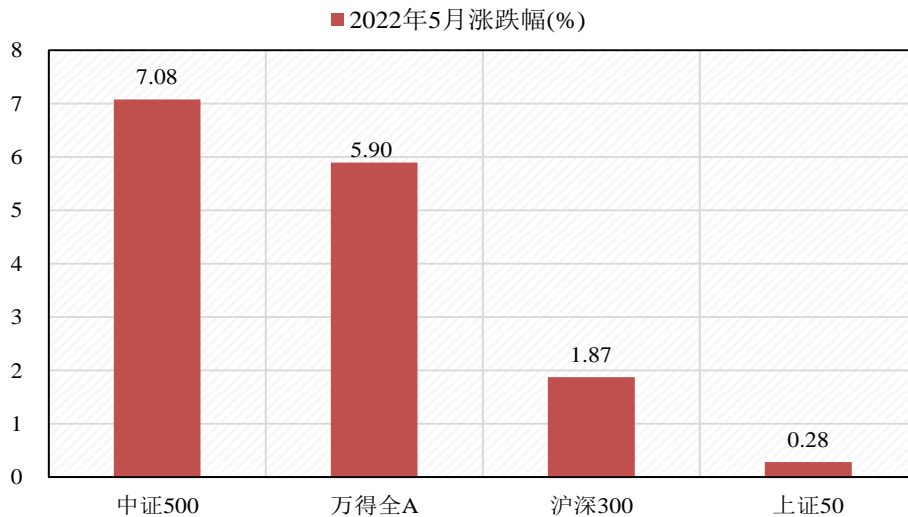
2 大类资产观点

2.1 A 股市场

5 月 A 股回顾：“吃饭”行情，阶段性反弹。反弹原因主要在于：（1）在极低的估值水平，进一步杀估值的动能较低，意味着抛压减小；（2）上海进入复工复产阶段，供应链修正的预期边际改善；（3）一季报业绩已经披露完毕，市场对二季度业绩预期已经处于相对低的水平。

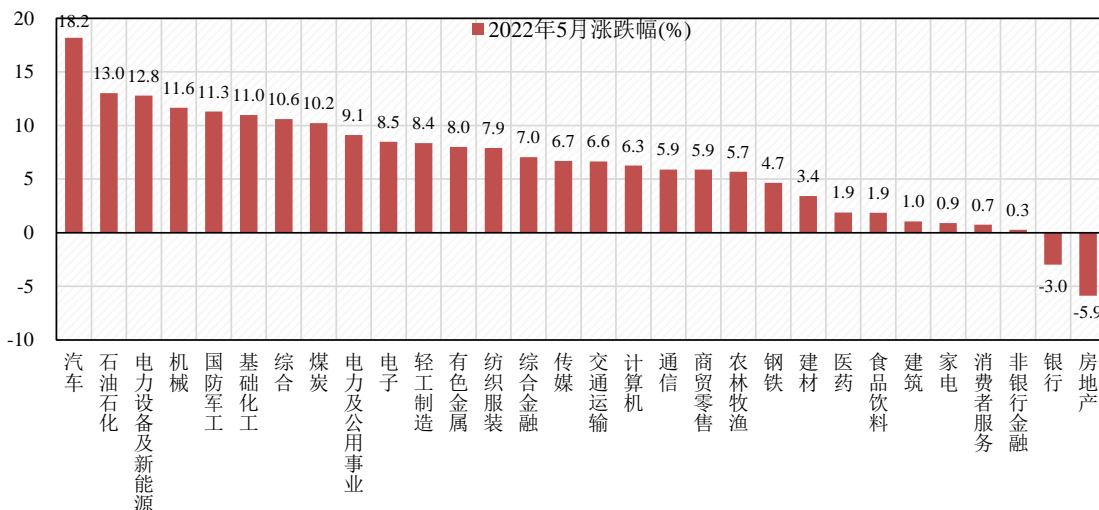
6 月 A 股展望：“吃饭”行情进入下半场，仓位结构的切换是重点。本轮“吃饭”行情与基本面并无直接的联系，更多来自于对前期可预期风险认识的修正（比如疫情影响、美债利率、政策空间等）。A 股市场在反弹之后，对风险认识的修正尤其是政策是否聚焦“稳增长”的预期已经从分歧走向了一致，但对政策效果的分歧还很大。可以看到本轮反弹行情中，融资融券交易者的参与意愿极低，前期反弹强势的品种开始走弱，这表明“吃饭”行情已经进入下半场，6 月中上旬后，需求判断或会重新主导行情走势。

图：2022年5月主要股指涨跌幅（%）



数据来源：Wind，招商基金

图：2022年5月份行业涨跌幅（%）



数据来源：Wind，招商基金

2.2 债券市场

2022年5月，债券市场走强，各期限利率信用品种收益率均下行。资金宽松，R007 平均利率下行。国股存单 6M 和 1 年期收益率较 4 月末有明显回落。5 月债市短端品种表现好于长端，信用表现好于利率。

市场展望：5 月债市运行再度跟随着宽松的资金面，并反映了偏弱的经济基本面。理财需求恢复，信用债再度出现结构性资产荒，资金涌入中短信用债，部分较弱主体的信用利差有所收窄。**短期看我们认为债市需谨慎，尤其其中短端品种继续走强的空间或较为有限。短期看，疫后复苏、专项债供给压力、基建发力、地产政策持续放松、财政增量政策（如特别国债）等因素均可能对债市形成利空。**

2.3 港股市场

5月恒生指数上涨1.5%，恒生国指上涨1.6%，在全球主要股指中表现居中。具体来看，（1）大型股（1.4%）领涨，中型股（+0.8%）表现优于小型股（-0.6%）；（2）香港本地/外资股（+1.3%）表现优于中资股（+0.8%）；（3）行业方面，恒生能源业（+7.9%）、工业（+7.3%）、非必需性消费业（+2.6%）表现较佳，恒生电讯业（-3.0%）、原材料业（-2.7%）和地产建筑业（-2.2%）表现相对较差。

截至2022年5月31日，恒指PE（TTM）为7.7倍，恒生国指PE（TTM）为6.6倍，较4月底的7.6倍、6.5倍有所上调。

截至2022年5月31日，离岸人民币兑美元汇率本月下跌0.45%，美元兑离岸人民币汇率为6.6714。2022年5月30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-833bp，低于4月底的634bp，显示5月份人民币贬值压力有所下降。

恒生AH股溢价指数较4月底有所下降。截至2022年5月31日，AH溢价指数为137.17，低于4月底的138.49。5月份，南向资金净流入规模达到398.6亿元人民币（464.2亿港元）。

展望6月，市场对美联储上半年加息节奏定价较为充分，市场表现基本走在了经济基本面的之前，超跌反弹阶段性结束。而大面积的复工复产在即，市场情绪明显会提振。虽然市场仍有担心“稳增长”政策受到疫情的掣肘，但港股基本企稳，后续能否持续上行，需要等待政策的多样化以及实施效果的验证。

配置方面，内循环属性的消费以及“稳经济”受益板块可重点关注，目前我们关注的板块：（1）**内循环消费板块**。挑选疫情修复的可选消费，以及具有确定性增长的必选消费。汽车板块：得益于疫情和物流恢复，5月零部件厂和整车厂复工复产顺利，而阶段性减征部分乘用车购置税的政策将刺激需求。连锁餐饮：在疫情修复下，行业弹性较显现，而且疫情期间板块快速出清，仍能稳定扩张的餐饮连锁企业将有望长期受益。啤酒板块：提价将推动短期业绩拐点，而产能优化、结构升级以及高端化为代表的长期驱动力，将进一步提升板块的利润率。乳制品板块：龙头企业持续布局高端产品，挖掘低温鲜奶、奶酪等新品，提升市占率，加固自身“护城河”；原奶价格企稳，降低乳企毛利率压力。（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。（3）**通信运营商板块**。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。（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。从中长期的角度来看，港股中资股的盈利确定性相对高、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

5月美股市场表现回顾：回顾5月，标准普尔500指数上涨0.01%，纳斯达克综合指数下跌2.05%，道琼斯工业指数上涨0.04%。风格层面出现分化，北美及欧洲市场价值股表现较好，成长股承压。

经济基本面及后续展望：全球滞胀格局延续，短期迎来阶段修复。从年初至今，俄乌局势、美国经济数据与联储政策预期导致全球持续演绎滞胀困局。短期，美国通胀数据见顶叠加经济韧性给滞胀下的经济带来了阶段修复，但是考虑到高通胀因素的顽固与美国经济衰退的前景，当前滞胀的修复并不具备很强的持续性。若今夏欧洲电力供应出现紧张，抑或夏秋全球出现粮食危机，或寒冬爆发能源危机，全球的滞胀格局将得到进一步的深化。

美股近期反弹或难演绎为反转，提前交易衰退引发短期波动。年初以来，美股显著下跌，经历了前期的“杀估值”和5月中旬开启的“盈利冲击”。近期在尚具韧性的基本面叠加联储“紧缩顶”预期的发酵背景下，美股迎来企稳反弹。但考虑到高通胀的供给端冲击因素并没有得到减轻，联储“紧缩顶”也并未显性化，加上美国经济衰退前景可能在半年后上演，美股当前的反弹难以演化为迭创新高的强势反转。而对于美债来说，利率回落最顺畅的阶段可能已经过去，后续高位震荡才是常态。

欧央行加息预期的抬升促使欧元兑美元汇率的企稳回升和美元指数的冲高回落。不过由于欧洲经济的滞胀风险大于美国，所以欧央行紧缩政策的徘徊、犹豫和变幻也会多于美联储，导致欧央行很难继续释放更加鹰派的信号，这将限制欧元兑美元的反弹空间，也会弱化美元指数的回落动能。

大宗商品或迎阶段性反弹。自3月初俄乌局势升温以来，大宗商品整体呈现高位震荡、略有回落的走势。从不同品类看，贵金属随美债实际利率上行而显著回落，工业金属随着全球经济的需求弱化叠加内地疫情下需求回落而有所下行，农产品维持震荡但也有随乌克兰港口库存被俄方释放而小幅回落，能源化工则随着油价调整出现弱化。但是，需求面弱势有望在内地疫情退坡以及复工复产的加速而获得阶段性修复，同时美国实际利率也有构筑顶部回落迹象，农产品的短期利空更多是一次性的，后续大宗整体有望迎来阶段反弹。从弹性上看，能源化工和工业金属更强，而从持续性上看，农产品和贵金属的上涨持续性更强。

随着对衰退的担忧在美国股债市场内蔓延，联储官员对6-7月之后的加息路径看法开始出现分歧。5月第4周，CME“美联储观察”显示，全年加息预期维持在10.3次附近，6月加息50bp和6-7月两次加息100bp的概率都没有明显变化，目前都在90%以上。10Y美债利率自高位回落，收于2.74%。10年期盈亏平衡通胀预期已经从3%以上的高点回落至2.6%附近，4月CPI、PCE、核心PCE等通胀指标都已经看到同比增速的拐点，通胀压力放缓的路径逐渐清晰。

5月第4周，美债期限溢价较上周上升（20%分位）。信用溢价较上周下跌（46%分位），美国投机级与投资级的信用溢价下跌（41%分位和51%分位）。目前信用环境相对中性，后续如果信用溢价再次快速回升，需要关注信用风险上升的可能性。

前期美股的大型连锁百货一季度业绩不及预期引发了市场对美国消费、进一步到美国经济的担忧，衰退预期刺激市场急跌。5月第4周，随着相关高端百货商店和折扣连锁店公布一季报，业绩的相对强劲边际缓解了前期的悲观预期。但我们需要注意的是，前期拖累连锁百货业绩的利空因素，例如高油价、运输成本、高库存仓储压力等，目前来看Q2相较Q1似乎没有好转甚至仍在恶化，对美股业绩的拖累还没有结束。

5月第4周，道琼斯、纳斯达克指数和标普500均录得涨幅，主要是加息预期放缓、美债利率回落带来的情绪修复，VIX（芝加哥期权期货交易所市场波动性指数）由上周的30左右震荡回落至26。但在业绩压力下，经济衰退预期仍要消化。未来随着加息预期和通胀预期缓和，美债利率将进入回落阶段。美股只有充分消化悲观业绩预期之后，才会进入情绪和估值的修复阶段。三大美股指的风险溢价出现小幅下降：标普500和道琼斯的风险溢价处于中性偏高位置（处于1990年以来的64%历史分位和52%历史分位），估值中性偏便宜；纳斯达克风险溢价小幅下降至40%分位，估值中性偏贵。

2.5 原油市场

原油：仍需关注俄乌局势演变，供需基本面偏强格局下预计后市维持震荡上涨

2022年5月原油市场回顾：供需偏强格局下整体收涨，呈现较强的反弹动能。回顾2022年5月的原油市场，在月初美国为了控制通胀而进行加息，美国货币政策收紧下造成美股下跌，同时带动了油价回调。在全球原油供需基本面依然偏强的格局下，伴随市场下跌情迅速修复后原油价格继续上涨，呈现较强的反弹动能。油价在5月份整体收涨，WTI主力合约收涨于115.07美元/桶，月度涨幅超10%，布伦特主力合约收盘115.32美元/桶，月度涨幅为8.71%，SC2207以735.9元/桶收盘，月度涨幅为9.28%。

图：布伦特原油价格（美元/桶）



数据来源：Wind、招商基金

2022年6月原油市场行情展望：供需双强，预计油价维持震荡偏强走势。

综合展望 2022 年 6 月的原油市场，在供需两端共同推动下价格有望走出震荡偏强走势，而潜在压力来自于联储加息缩表节奏对于欧美经济需求的压制影响。

从供给端来看，欧盟对于俄罗斯的能源出口制裁政策尚未定论且不断反复，如果欧盟后续对俄罗斯的能源出口有超预期制裁政策出台，将在一定程度上加重石油供给的压力，叠加 OPEC+ 实际增产不及预期、美国原油产量增加缓慢，为油价进一步上涨提供动力。从需求端来看，由于供应的持续紧张带动燃料价格不断攀升，随着夏季能源需求高峰来临，燃料预计将维持供不应求状态，对油价形成支撑。此外国内疫情的反复对原油需求形成较大干扰，后期疫情的边际向好或释放良好的需求回暖信号。同时随着通胀压力增大、联储加息缩表节奏加快，市场反复交易宏观衰退担忧，但随着宏观氛围转好、交易者风险偏好的回升，经济增长压力对石油需求的冲击或有减弱。

综合来看，预计 6 月份国内外油价维持震荡偏强走势，预计美国 WTI 原油或在 100-120 美元/桶区间内振荡，布伦特原油或在 100-120 美元/桶区间内振荡。

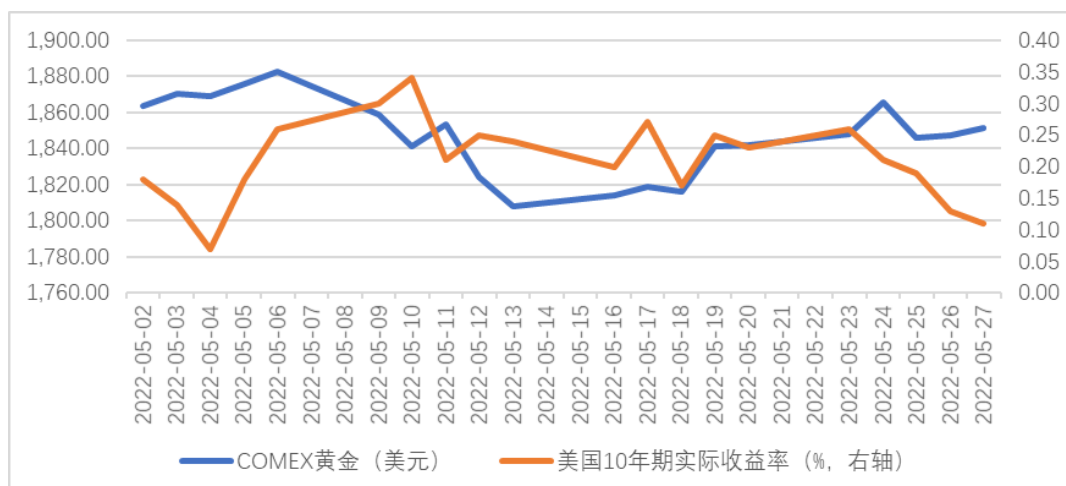
2.6 黄金市场

黄金：5 月金价整体维持震荡，预计 6 月仍有小幅下行空间。

2022 年 5 月金价回顾：本月黄金整体维持震荡态势，COMEX 黄金月初价格位于 1863 美元，月中最低曾下至 1808 美元，5 月下旬起逐渐上行，截至报告日收于 1851 美元，全月呈现震荡态势。5 月上旬金价走强主要源于紧缩预期增强驱动实际利率走强并带动金价走弱，5 月美联储议息会议的声明中明确提出当前通胀领域两大潜在的上行风险，一是俄乌冲突及其衍生事件对通胀产生的上行风险，二是“中国疫情管控措施导致的供应链不确定性”。5 月上旬两大风险的阶段性恶化增强了紧缩预期：（1）俄乌冲突衍生影响增加供给的不确定性：一是欧盟委员会提案不再购买俄罗斯原油，欧盟委员会在第六轮对俄制裁的一揽子措施中提出希望在 6 个月内逐步淘汰俄罗斯原油的供应（匈牙利和斯洛伐克等对俄油依赖度较大的国家可能获得豁免，禁运的生效时间可以延长至 2023 年）。（2）海外对中国疫情管控理念出现误读：我国在政治局委员会通稿中提出“毫不动摇坚持‘动态清零’总方针”，明确中国应对疫情的大政方针，也使得海外市场对中国疫情管控措施出现一定程度的误读。

5 月下旬开始，美国多项经济数据不及预期，同时美国零售巨头代表业绩显著不及预期，增强了市场对于衰退预期的担忧，市场定价开始反映美国长期衰退预期，同时市场对美联储年内大幅加息的政策空间提出质疑，认为经济基本面无法承受这样的加息力度。短期加息预期回落叠加衰退预期驱动实际收益率走弱，金价走强。

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6月金价展望：展望6月，我们认为美联储关注的两大通胀风险短期仍存在较大不确定性，紧缩预期仍有进一步增强可能性，实际收益率仍有进一步上行空间，黄金可能仍有小幅下行空间。

俄乌冲突方面，近期美国再次签署400亿针对乌克兰的军援法案，乌克兰作战能力增强后，俄乌冲突的不确定性再次增加。疫情方面，全球范围疫情近期再次出现复发，南非进入第四轮疫情高峰；美国每日新增确诊病例也回归到20万例附近，本轮疫情的传播主力是OMICRON的BA.4和BA.5变异毒株，未来全球以及中国疫情和供应链问题仍存不确定性。在通胀问题仍有可能反复的情况下，联储的紧缩预期也可能对应增强，在政策利率触及中性水平以前不能完全排除后续议息会议加息75bp的可能性。一方面，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；另一方面，这一节奏可以使得美联储迅速在短期内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时间空间（虽然有衰退风险，但当前通胀是首要目标，基本面的下行压力不构成对货币政策的制约）。

2.7 汇率市场

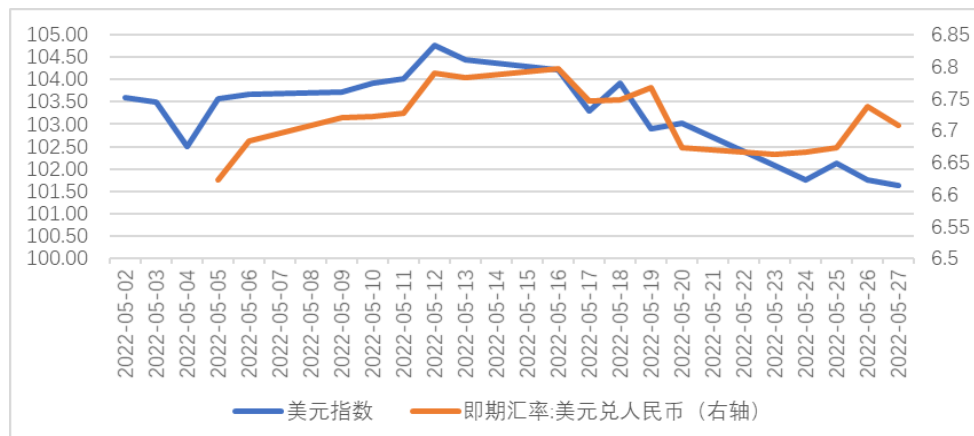
汇率：5月美元整体宽幅震荡，6月预计美元仍有进一步上行空间。

2022年5月汇率市场回顾：5月美元整体宽幅震荡，中枢下行态势，全月走势先上后下。美元指数月初位于103.6，月中最高曾上至104.8，5月下旬起逐渐下行，截至报告日已回落至101.6美元，全月呈现震荡态势。人民币兑美元走势整体跟美元指数互相契合，月初位于6.62，月中最低曾贬值至6.8，月末再次回至6.71。

5月上旬美元走强（人民币兑美元汇率走弱）主要源于美联储紧缩预期增强，5月美联储议息会议声明中，美联储明确提出当前通胀领域两大潜在的上行风险，一是俄乌冲突以及其衍生事件对通胀产生的上行风险，二是“中国疫情管控措施导致的供应链不确定性”。

5月下旬开始，美国多项经济数据不及预期，市场定价开始反映美国长期衰退预期，同时市场对美联储年内大幅加息的政策空间提出质疑，认为经济基本面无法承受这样的加息力度，短期加息预期回落带动美元回落。

图：美元及人民币兑美元汇率走势



数据来源：Wind、招商基金

2022年6月汇率市场展望：展望6月，我们认为美联储关注的两大通胀风险短期仍存在较大不确定性，紧缩预期仍有进一步增强的可能性，美元仍有进一步上行空间，不排除冲击年内前期高点和5月高点(104.8)的可能性，对应人民币兑美元汇率可能再次回贬至6.8附近。

我们看到，目前仍然存在较多的因素会促使美联储加息。第一个是俄罗斯和乌克兰的战争情况，粮食和能源的价格走高会进一步加剧美国国内的通胀情况；另外一个美国为了应对前期的超发货币所带来的国内商品价格的上涨，可能会采取紧缩的手段。如果美国经济的通胀情况继续，将会对美国国内的就业率形成巨大的压力。美国的通胀预期使得美联储会较快加息，从而使得美元可能继续保持强势，对人民币的汇率形成一定的压力。基于未来的巨大不确定性，我们认为，人民币和美元之间的汇率总体上或呈现震荡走势。

3 股债投资策略

3.1 A股投资策略

1、政策面：“稳增长”第二波升温。近期稳定宏观经济大盘的会议明确，未来政策发力点主要包括六个方面：（1）保市场主体：通过制造业留抵退税（增加退税1400亿）、暂缓社保的方式（缓缴3200亿），为企业进行减税降费；（2）消费刺激：阶段性减征部分汽车购置税（600亿）；（3）投资刺激：重大项目金融支持加强，水利工程、新能源等领域投资进一步增加；（4）扩就业：做好失业保障、低保和困难群众救助等工作；（5）保供应：加强粮食、能源安全以及供应链保障支持；（6）稳外贸：畅通国际航线和关税优化。

央行政策边际转松，保持“不搞大水漫灌”、“不发生系统性金融风险底线”前提下，货币政策发力点更多在敦促信贷发放以及结构性货币政策工具做“加法”，如对普惠小微企业、居民消费复苏、绿色清洁领

域的支持。总体来看，已有政策仍难以有效提振经济，我们认为后续或许还会有一揽子刺激政策落地，包括特别国债发行、专项债提前批、汽车家电下乡、防疫策略微调、地产政策持续放松等。

图：5月23日国常会6大方面政策部署

经济形势	当前经济下行压力持续加大，许多市场主体十分困难。
发展目标	按照总体思路和政策取向采取一揽子针对性强、有力有效的区间调控举措，稳住经济基本盘。
主要措施	财政 增加退税 1400多亿元 ；社保等缓缴 3200亿元 。 专项债 8月底前 基本使用到位，支持范围扩大到新型基础设施等。 国家融资担保基金再担保合作业务新增 1万亿元 以上。
	金融 将今年普惠小微贷款支持工具额度和支持比例增加 一倍 。 汽车央企发放的 900亿元 商用车贷款。 将商业汇票承兑期限由 1年缩短至6个月 。
	稳产业链供应链 优化复工复产政策。 保障货运通畅，取消来自疫情低风险地区通行限制。 增加 1500亿元 民航应急贷款，支持航空业发行 2000亿元 债券。
	促消费和有效投资 放宽汽车限购，阶段性减征部分乘用车购置税 600亿元 。 因城施策支持刚性和改善性住房需求。 优化审批，新开工一批水利特别是大型引水灌溉、交通、老旧小区改造、地下综合管廊等项目，引导银行提供规模性长期贷款。启动新一轮农村公路建设改造。 支持发行3000亿元铁路建设债券 。
	保能源安全 落实地方煤炭产量责任，调整煤矿核增产能政策，加快办理保供煤矿手续。 再开工一批水电煤电等能源项目。
	保障基本民生 做好失业保障、低保和困难群众救助等工作。 视情及时启动社会救助和保障标准与物价上涨挂钩联动机制。

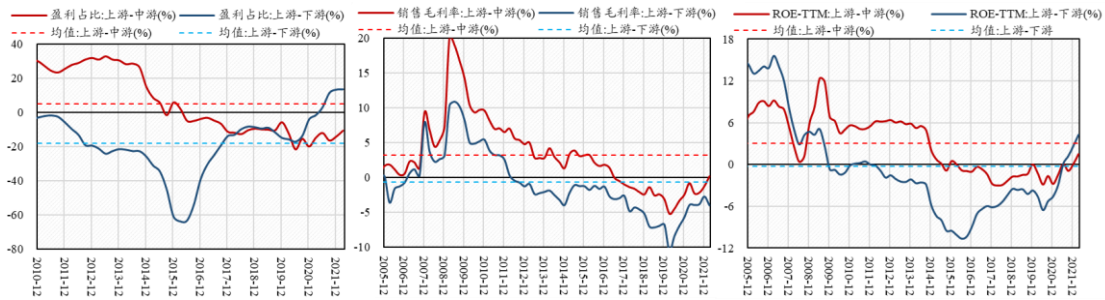
数据来源：招商基金整理

2、基本面：本轮经济和企业盈利的修复斜率相比 2020 年会明显偏缓。目前企业经济预期转弱，处在主动去库阶段，疫情冲击导致去库周期进一步拉长。此外，本轮疫情导致上游成本始终挤压下游利润，高成本压力下，需求修复的难度也进一步上升。缺乏足够的、显性的、可持续的信用扩张着力点是当前股票市场不能顺畅地进入交易趋势反转以及未来还会有反复的核心原因，这也是当下 A 股见到估值底后，走势与 2018 年底部（2440 点）、2020 年底部（2660 点）后的反转不可比的重要内在逻辑。稳住需求，是当前股票投资的前提。

3、盈利端：总量仍弱，盈利的边际在上游周期。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 年预计将大幅回落。基于盈利预测定量测算，当前 A 股盈利总量层面仍弱，边际改善斜率缓慢。同比视角来看，预计 Q2-Q4 全 A 非金融单季度归母净利润同比增速为-22.3%/-9.4%/0.5%，二季度盈利增速砸坑后，下半年受 2021 年同期低基数影响读数有所抬升，但实际盈利动能仍较为羸弱。进一步从环比视角来看，预计 Q2-Q4 全 A 非金融归母净利润（TTM）环比-7.3%/-2.7%/0.1%，盈利环比改善较为缓慢，分子端的负面影响仍将带来持续掣肘。总量的困顿意味着结构上广谱性的弱势，本轮企业盈利周期真正见底的时间点更有可能在三、四季度。

结构上，从分行业分析师盈利预期自下而上的角度看，5 月份煤炭、钢铁与有色金属行业盈利继续上修，结构改善的边际锋芒仍集中在上游资源品。除此以外，仅商贸零售、银行与公用事业有小幅上修，其余大部分行业盈利预期则延续下修。值得注意的是，在下修的行业中，建筑、石化、基化等行业下修幅度较小且伴随着分歧的下降，结合上游资源品的强势，进一步映射当前大类板块中周期盈利的相对胜势。

图：盈利分配视角来看，上游仍然占优



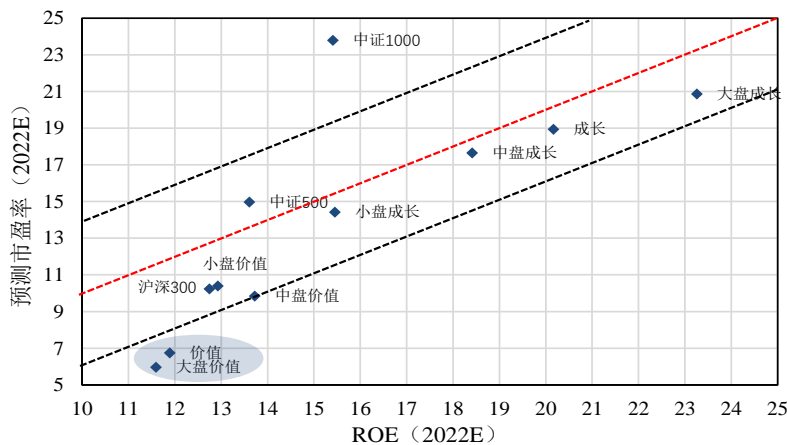
数据来源：Wind，招商基金

后市展望：

1、方向与区间：“吃饭”行情进入下半场。4月底以来的反弹行情与基本面并无直接的联系，更多的来自于市场对前期可预期风险认识的修正（比如疫情管控、美债利率、政策空间等）。股票市场在反弹之后，对风险认识的修正尤其是政策是否聚焦“稳增长”的预期已经从分歧走向了一致，但对政策效果的分歧还非常高。可以看到本轮反弹行情中，融资融券交易者的参与意愿极低，前期反弹强势的品种开始走弱，这表明“吃饭”行情已经进入下半场，6月中上旬后，需求判断可能会重新主导行情走势。

2、结构配置：稳住需求才是当下投资的前提，接下来仓位结构的切换是重点。缺乏足够的、显性的、可持续的信用扩张着力点是当前股票市场不能顺畅地进入交易趋势反转以及未来还会有反复的核心原因，这也是当下A股见到估值底后，走势与2018年底部（2440点）、2020年底部（2660点）后反转不可比的内在逻辑。在2011-2012年泥泞式的调整过程中，“稳增长”效果难以立竿见影，造成了除基建、地产以外的A股全面盈利下滑以及2012年9月见底后反复磨底的过程。与市场共识认为成长板块能够独立于经济周期不同，我们通过研究发现，不论是业绩预期、渗透率一阶导，甚至股价都与经济周期高度关联。在当前，广谱性的成长板块两年复合增速预期并未上修，反而在未来存在下修的可能。“吃饭”行情大概率进入下半场，“稳增长”价值或将回归主导地位。

图：价值/大盘价值性价比凸显



数据来源：Wind，招商基金

3、行业配置：投资机会在低风险特征的个股，即低估值、有业绩支撑且业绩较为确定的品种。在前期的调整后，大多数行业的股票估值已经处于历史相对低位，加上投资人对市场底部相对看得更为清晰，因此投资情绪已与1-4月恐慌大有不同，我们判断在接下来的行情中，指数机会乏善可陈，但个股的机会将更活跃。

图：主要 A 股指数估值水平

主要指数	2022/5/31	最大值	最小值	中位数	百分位	当前估值所处历史的百分位 (2010年以来)														
						10%	20%	30%	40%	50%	60%	70%	80%	90%	100%					
绝对估值PE(TTM)	WIND全A	17.0	32.2	11.6	18.0	0.4														
	WIND全A(剔除金融、石油石化)	25.6	64.2	18.2	28.7	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	12.2	25.2	8.1	12.6	0.5														
	中证500	20.2	80.3	16.2	29.9	0.1	√													
	中证1000	30.1	125.5	20.0	44.1	0.1		√												
	中小板100指数	41.5	59.2	18.7	31.5	1.0														
	创业板100指数	48.3	123.1	27.8	52.4	0.4														
	中小板综合	44.6	85.8	23.3	41.0	0.7														
创业板综合	57.7	174.9	28.9	63.0	0.4															
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	0.5														
相对估值PE(TTM)	创业板100指数/沪深300	1.6	1.8	0.6	1.3	0.8														
	创业板综合/沪深300	1.9	3.7	0.9	2.0	0.5														
相对估值PB(LF)	创业板100指数/沪深300	4.0	6.0	1.6	3.6	0.6														
	创业板综合/沪深300	2.8	5.3	1.4	2.9	0.5														

数据来源：Wind、招商基金

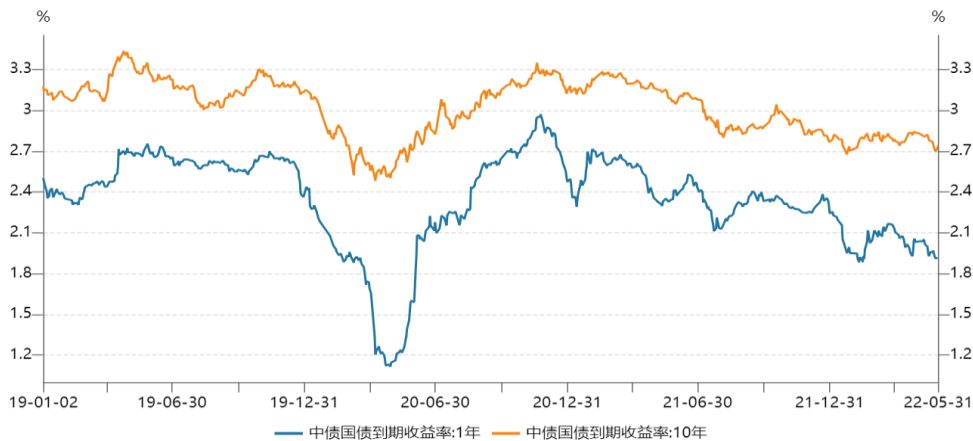
3.2 债券投资策略

3.2.1 利率产品

利率债市场回顾

5月债券市场各期限、各品种收益率整体呈现单边下行趋势。利率债方面，1年国债收益率下行12.6bp 收于1.92%，5年国债下行7.4bp 收于2.55%，10年国债下行8.4bp 收于2.74%；5年国开下行5bp 至2.75%，10年国开下行5.2bp 收于2.97%。信用债方面，各主流期限收益率下行，等级利差变动不大。公开市场操作方面，5月央行公开市场操作净回笼100亿（包括国库现金），MLF等量1000亿续作。5年期LPR下调15bp，1年期LPR不变。同时人民银行和银保监会发通知，首套房贷利率有所放松，即对于贷款购买普通自住房的居民家庭，首套住房商业性个人住房贷款利率下限调整为不低于相应期限贷款市场报价利率减20个基点。

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

利率债未来展望：

短期看我们认为债市仍需谨慎，尤其是短端品种继续走强的空间或较为有限。利空因素主要有：（1）4-5月是上海北京等地疫情影响最大的时期，经济基本面和市场对经济预期最弱阶段或已过去；（2）“稳增长”政策加码，国务院发布《扎实稳住经济的一揽子政策措施》，专项债发行提速，要求6月底发完、8月底使用完毕，基建投资高增速上半年可期，且6月专项债供给量较大；（3）地产政策明显松动，人行、银保监会降低首套房贷利率下限，同时5月下调5年LPR利率，地产销售有望环比好转，且未来LPR进一步下调刺激有效投资的可能性较大；（4）“稳增长”政策未来或还有加码空间，特别国债和央行重启PSL（抵押补充贷款）也存在一定可能；（5）即使在稳经济大盘需求如此迫切情况下，央行货币政策也并没有降低MLF和OMO利率，而是采取降低信贷加点和推出其他宽信用政策，可见央行对于宽松的利率局面仍保持了控制力和定力；（6）从估值来看，10年国债收益率曾下探至2.7%以下，充分反映了4-5月经济基本面，未来的定价则更可能去反映经济基本面的疫后改善。

但债市单边快速大幅调整的可能性也不大。原因有二：一是疫情仍有不确定性，经济修复或相对缓慢；二是目前暂时还未看到足够力度的积极宏观政策（如足够规模的PSL操作或特别国债），这将决定下半年政府加杠杆稳经济的力度。

利率债投资策略：

（1）做好止盈和防守反击，把握节奏较为重要，若10年国债收益率下行至2.7%则尤其需要谨慎；疫情防控政策未有大变动，则基本面缓慢恢复的节奏未改，如遇债市短期调整过多时，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，应维持中低的组合杠杆。

（3）目前曲线结构陡峭，利率债期限上的凸点是2-3年和7年，同时4-5月债券市场行情中，利率债走势相对弱，相对于信用债，利率债的安全性相对更优，可适当构建哑铃组合。

3.2.2 信用产品

企业债/公司债/中期票据

一级市场方面，5月全市场信用债发行情况较往年同期表现一般，其中总发行6784亿元，净发行-73亿元。相较往年水平，由于总发行量明显收缩、总偿还量规模较大，导致净融资额严重下滑。

二级市场方面，5月信用债二级市场的中长端下行幅度相对较大。以AAA级中短期票据为例，5月1年中短期票据收益率下行13bp，3年中短期票据收益率下行15bp，5年中短期票据收益率下行16bp，期限利差基本维持上月水平，中短端期限利差收窄3bp，中长端期限利差持平上月。信用利差走势分化，以AAA级中短期票据为例，短端信用利差走阔，而中长端信用利差收窄，1年信用利差较上月末走阔6bp，处于历史24%分位水平，3年信用利差较上月末收窄8bp，处在历史8.5%分位水平；5年信用利差较上月收窄10bp，处在历史50.8%分位水平。

短期融资券

一级市场方面，5月短期融资券总发行量为2918亿元，净融资为-826亿元，环比分别减少3169亿元和

1354 亿元，短融总发行量处于近五年历史同期次高水平，但因偿还量较高导致净融资量均位于近五年历史同期中间水平。

二级市场方面，5 月短融中低等级品种下行幅度较大，其中 AAA 等级品种收益率下行 13bp，AA+ 等级品种收益率下行 13bp，AA 等级品种收益率下行 15bp。信用利差方面，5 月各品种信用利差水平有不同程度上升，目前 1 年期中高等级短融信用利差均处于历史 21% 分位水平，其中 1 年期 AA+ 品种利差处于历史 12% 分位水平，1 年期 AA 信用利差依然接近历史最低点，处于历史 2% 分位水平，5 月市场短端各等级品种信用债收益性价比皆有一定程度提升。

信用债投资策略：

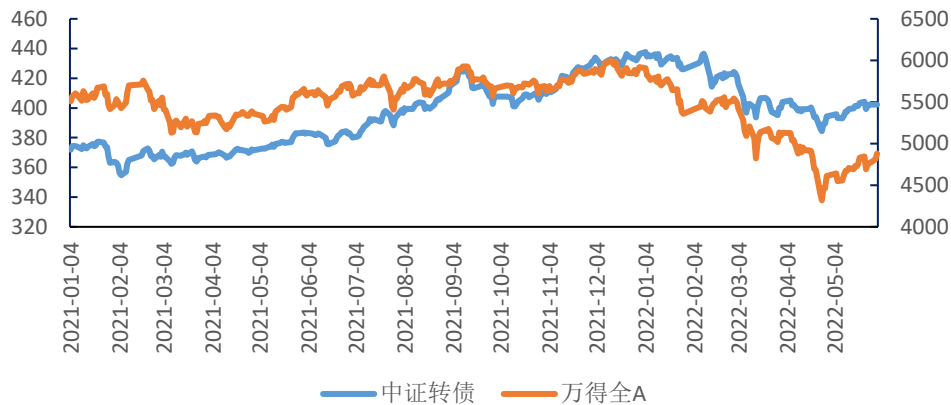
整体而言，近一个月资金面延续宽松，在机构资产荒的背景下信用债票息优势凸显，尤其是短端的信用债行情演绎极致，利差迅速压至历史低位，在机构对地产债普遍规避的情况下，城投债备受关注，天津、苏北弱平台以及中部省份核心热门平台受到市场追捧，部分弱平台的一级认购倍数也创新高，而**我们对城投债谨慎乐观，将关注风险收益比。2022 年 6 月信用债投资仍以严控信用风险为前提，坚持票息策略，努力增厚基金收益。**

3.2.3 可转债

5 月份转债市场与 A 股市场双双上涨：截至 5 月 31 日，万得全 A 上涨 5.90%，中证转债上涨 2.26%，转债市场表现不及股票市场。5 月以来随着上海等地疫情逐渐缓解，企业复工复产有序推进，全球大宗商品价格高位回落，企业成本端压力有所改善，叠加不断出台的积极政策，权益市场出现持续反弹。分板块看，本月汽车、石油石化、电力设备及新能源和机械板块涨幅居前；房地产、银行、非银金融和消费者服务板块跌幅居前。风格上，成长板块表现好于价值板块，小盘股表现强于大盘股。转债估值本月整体上行，其中平衡型转债估值快速拉升。分平价看，平价 130 以上转债溢价率下行 0.17%，平价 110-130 区间转债溢价率上升 5.47%，平价 90-110 区间溢价率上升 6.60%，平价 90 以下区间转债溢价率上升 4.79%。

展望后市，正股层面，一方面，上海疫情逐渐得到控制，复工复产将推动经济得以逐渐修复，4 月金融与经济数据或是全年的低点，后续经济有望逐月修复；另一方面，宏观政策进一步加大经济托底力度，5 月 23 日国常会进一步部署“稳经济”一揽子措施，努力推动经济回归正常轨道、确保运行在合理区间。4 月金融数据不及预期已被市场定价，且 4 月实体数据继续探底，市场信心有望逐渐修复。转债估值层面，目前转股溢价率较上月末整体快速拉升，各平价区间转债估值已回到 3 月以来高位。虽然在流动性宽松、固收缺资产背景下，转债估值中枢系统性抬升，但后续若权益市场继续调整、货币政策边际收紧，转债估值层面仍有一定调整压力。目前转债性价比仍弱于股票。后续我们将继续关注汽车产业链、受益于疫情改善的食品饮料和航空板块，若后续市场普涨 Beta 较高的券商板块转债。

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、复制或有意篡改。