



招商基金投资策略报告

2022 年·9 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	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
4 大类资产配置策略	19

招商基金 2022 年 9 月投资策略报告

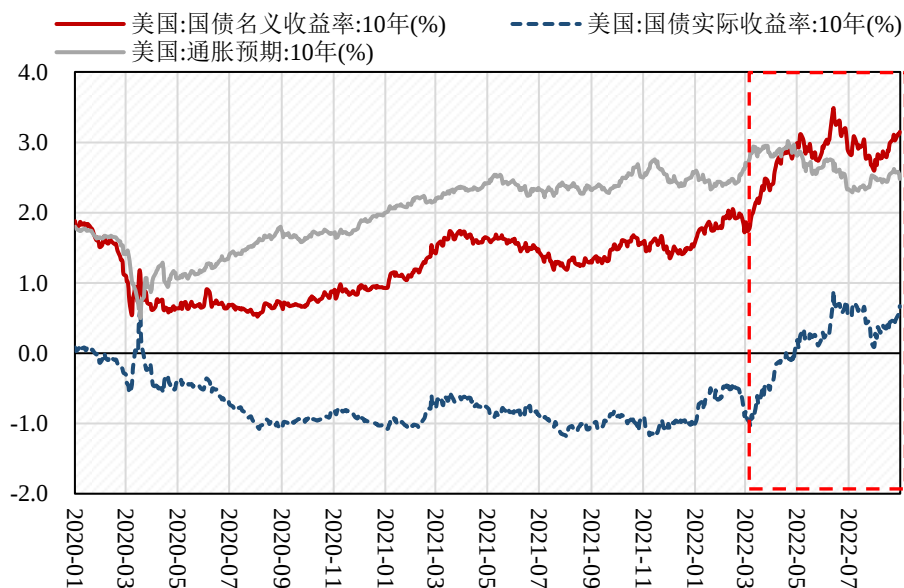
1 宏观经济环境

1.1 海外市场

8 月美国加息缩表鹰派预期抬升，美债收益率边际走强，8 月美股市场“倒 V 型”表现。鲍威尔在 2022 年全球央行年会上重申抗通胀的决心，鹰派表态加码，此前基于衰退担忧而逆转加息预期的博弈可能被证伪。鉴于“终点利率高+持续时间长”的预期得到强化，美股对此反应最为剧烈。美国 GDP 连续两个季度负增长，已经进入技术性衰退。但目前，美国劳动力市场依然紧张，失业率稳中有降，打破了过去 60 年“经济弱、失业升”的历史规律。强劲的劳动力市场使得美国经济目前尚未进入“产出下降、失业率上升、收入减少、消费疲软、产出进一步下降”的恶性循环，美国谘商会同步指标仍处在上升通道当中。当前美国经济出现总产出与劳动力市场走势背离的原因在于疫情对劳动力市场的影响。**随着美联储加息，需求走弱，劳动力市场开始边际趋松，美国经济软着陆的通道现在已经变得较为狭窄。**从指数表现上来看，8 月美股纳斯达克指数下跌 4.64%，标普 500 指数和道琼斯工业指数分别下跌 4.24% 和 4.06%。

海外宏观经济展望：（1）即使短期未必快速加息，但海外大概率迎来更长的加息周期和更高的终点利率水平。全球“比差”的大背景下，各大类资产均感受到“鹰意”，反应程度上美股>黄金>美元>美债；（2）美股在各主要资产中调整最大，是因为前期对美联储鹰派态度定价不足，美债则是因前期已有所反映加之市场用债券对经济衰退风险进行对冲，调整程度小于美股；（3）鉴于美联储的货币政策态度仍未明确转向，全面转向宽松交易仍然为时过早，而对经济衰退的定价可能尚不充分，目前将近 20 倍的美股估值水平仍然偏贵。美联储较大幅度的加息、利率水平高点的推迟，可能致使经济衰退幅度更大、持续时间更长，当前企业盈利增速的乐观预期可能会下调。**整体来看，在不确定性仍高的背景下，美股或存在较大的波动可能，需要提防二次探底风险。**

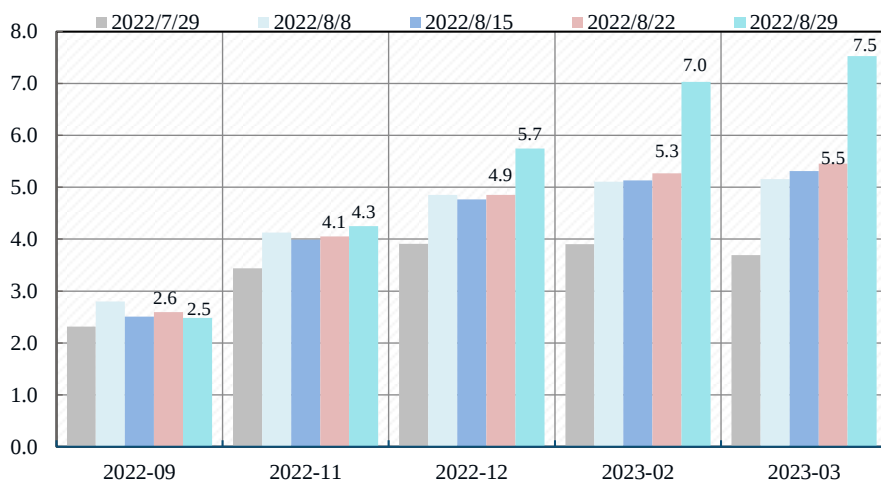
图：高通胀+鹰派担忧下，美债收益率再次抬升



数据来源：Bloomberg，招商基金

图：美联储加息预期再次抬升

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

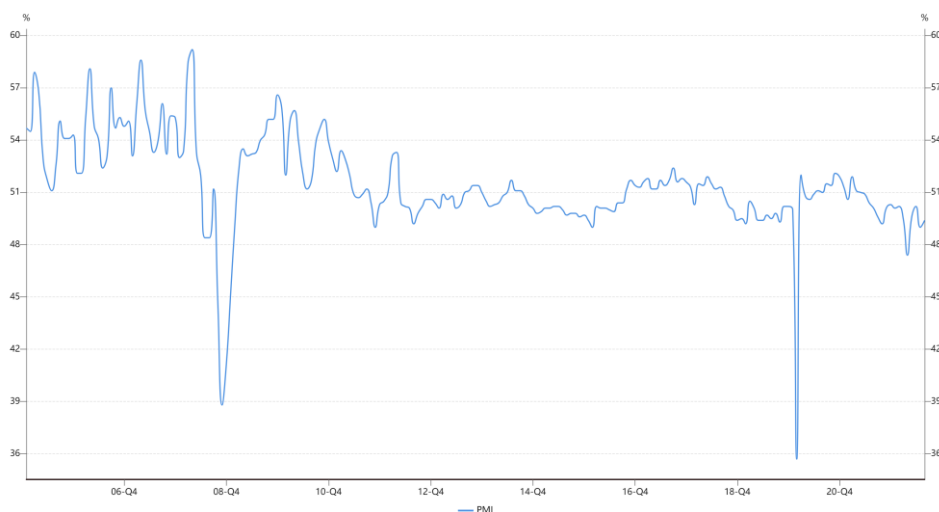
国内：整体来看，实体经济数据有弱复苏迹象，但整体依然处在收缩态势中。流动性整体依然维持在合理充裕的区间内，通胀水平依然在合理区间内。

7 月份实体经济数据较弱，但投向实体的信用中枢有所抬升，且企业中长期贷款增速近一年内首次回升。

8 月份制造业 PMI 较上月有所改善，但依然在枯荣线以下，录得数据 49.4%。从 PMI 分项来看，基建与制造业领域呈现弱复苏态势，但服务业受疫情影响成为拖累。投资数据方面，固定资产投资、房地产投资、

基建投资、制造业投资均持续下滑。社会消费品零售总额增速由于疫情反复，较上月有所下滑，录得数据 2.7%。出口方面依然保持强劲的较高增速，最新一期录得数据 23.89%。

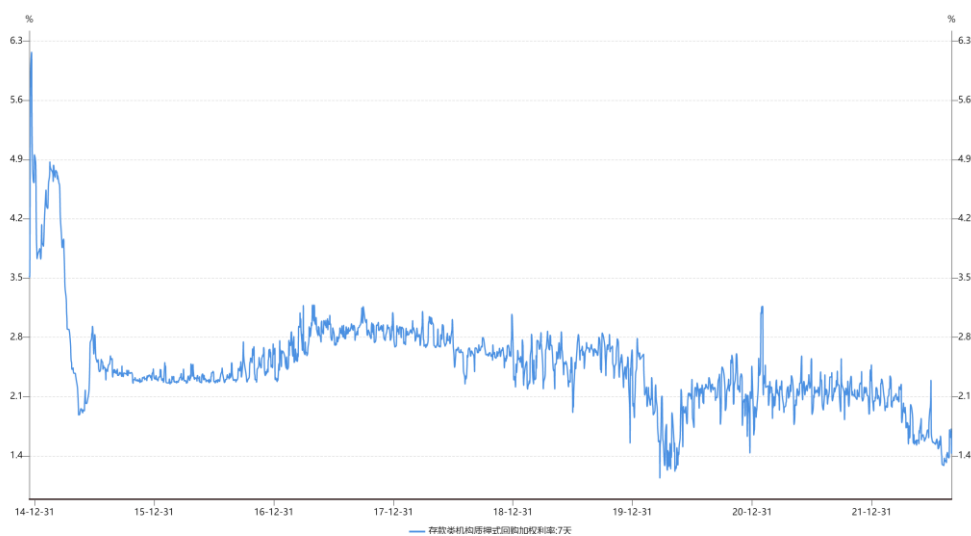
图：8 月制造业 PMI 较上月有所上升，但依然在枯荣线以下



数据来源：Wind，招商基金

银行间 7 天存款类金融机构间的债券回购利率（DR007）目前整体在低位徘徊，依然保持在合理充裕的区间内。

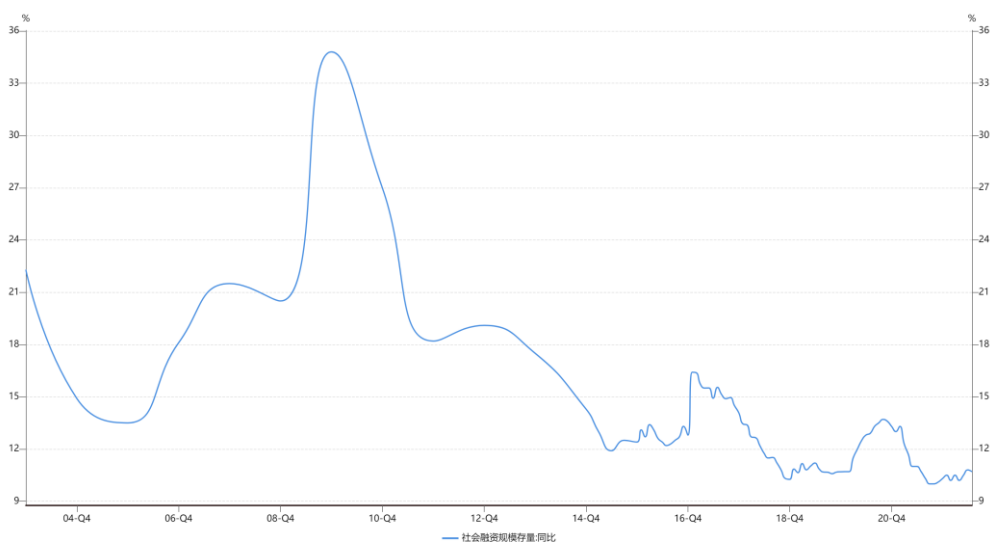
图：DR007 在低位徘徊，整体仍保持在合理充裕区间内



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 7 月份略下滑，录得数据 10.7%，但依然在当前平台位置的范围内。社融两年 CAGR 增速整体来看同样在当前平台位置小幅波动。企业中长期贷款同比较上月小幅反弹后，当月小幅下滑至 11.7%。

图：社融存量在当前平台位置小幅波动



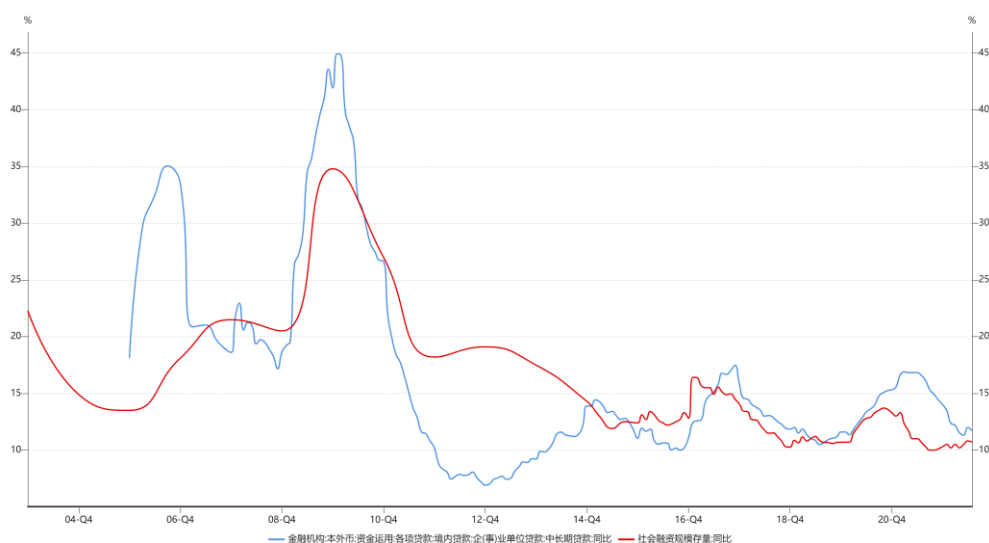
数据来源：Wind，招商基金

图：社融存量 2 年 CAGR 当前平台位置小幅波动

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
2022 年 5 月	10.5	10.75
2022 年 6 月	10.8	10.90
2022 年 7 月	10.7	10.70

数据来源：Wind，招商基金，单位：%

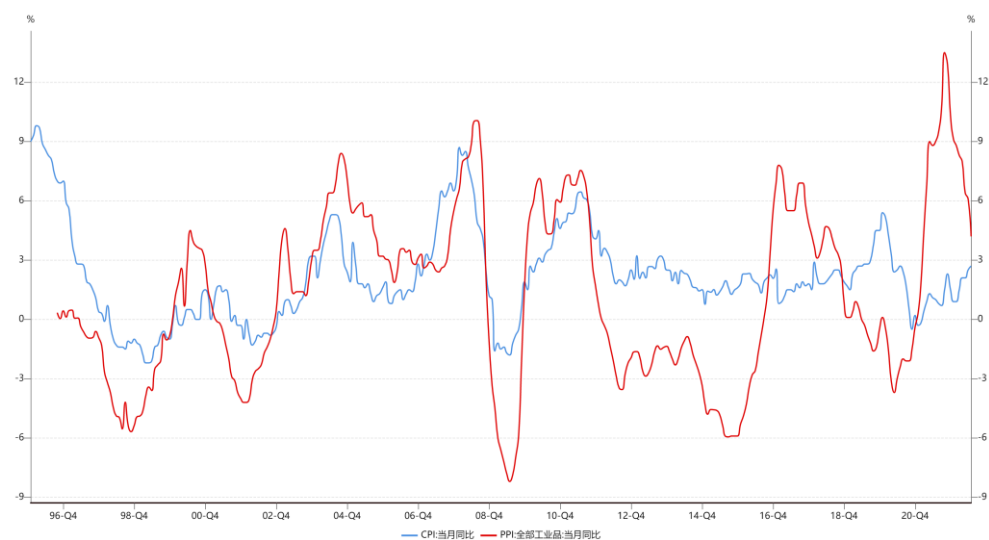
图：企业中长期贷款当月小幅下滑



数据来源：Wind，招商基金

通胀方面，PPI 持续回落，7 月录得数据 4.2%；CPI 持续小幅攀升，录得数据 2.7%，依然保持在正常区间内。

图：PPI 继续回落，CPI 有所攀升但仍保持在正常区间内



数据来源：Wind，招商基金

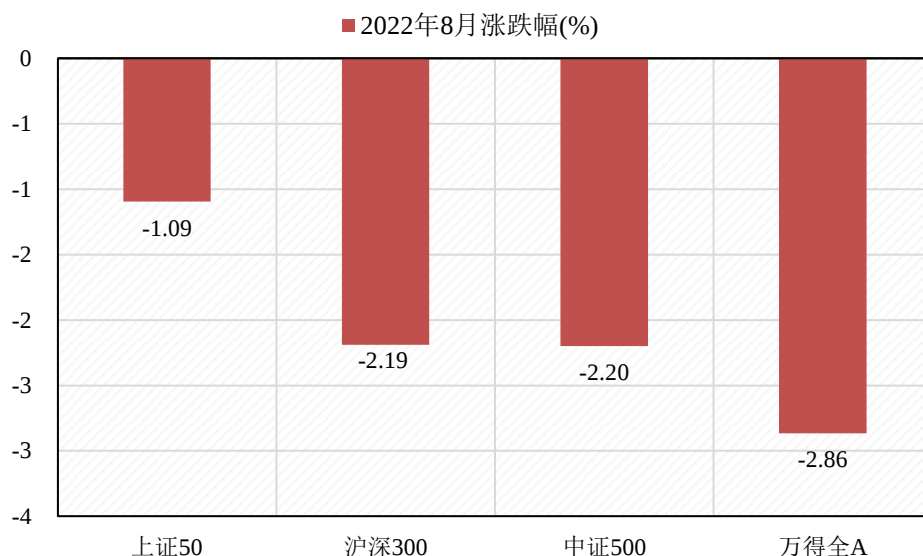
2 大类资产观点

2.1 A 股市场

8 月 A 股回顾：窄幅震荡，回报率下降。由于地产风险的出现以及国内疫情的反复，投资者对经济增长的预期以及风险偏好出现了持续下修，因此我们看到了人民币汇率、利率、股票中的权重板块出现同向性的变化，市场的超额回报与赚钱效应也随之下降。

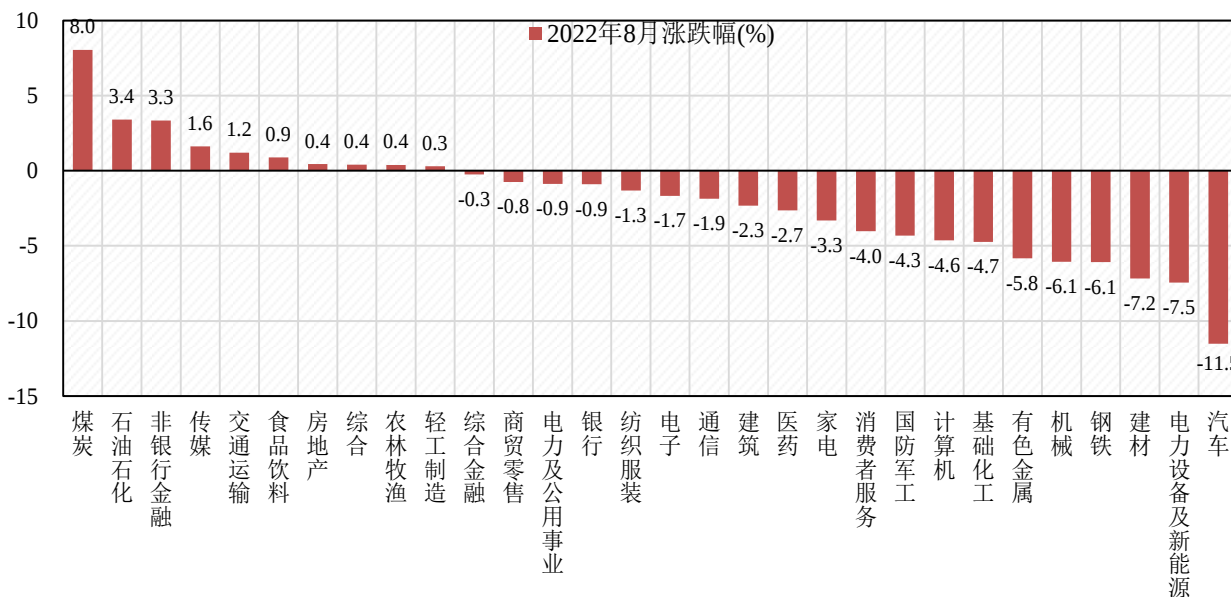
A 股展望：战线收缩，重回业绩。经济政策边际的积极响应在一定程度上有望缓解投资者当下对风险预期的升温。考虑以上证 50 和沪深 300 为代表的权重板块已有一定程度的跌幅，且估值水平再次临近历史低位，政策相较于 7 月的边际效应令权重板块进一步大幅调整的空间相对有限，上证指数仍然处于横盘震荡的区间。但是需要注意的是，在预期和交易调整的过程中，没有业绩支持的主题炒作短期内或将面临一定压力。

图：2022 年 8 月主要股指涨跌幅（%）



数据来源：Wind，招商基金

图：2022 年 8 月份行业涨跌幅（%）



数据来源：Wind，招商基金。过往情况不代表未来表现。

2.2 债券市场

8月债券市场延续前期强劲走势，主要受益于央行超预期下调 MLF 和 OMO 利率。超预期的利率下调使得债市利率中枢再度下移，其中以长期限和超长期限债券的利率水平下行幅度较大。隔夜和 7 天利率进一步创新低。国股存单 6M 和 1 年期收益率小幅下行。

展望后市，众多债市利好已大多兑现，而宽信用等部分利空因素有待发酵，债市收益率短期或低位徘徊震荡，但中长期仍存在进一步下行的空间。

2.3 港股市场

8月港股市场回顾：8月恒生指数下跌 1.0%，恒生国指下跌 0.3%，在全球主要股指中表现居中。具体来看，（1）小型股（-2.8%）领跌，大型股（-1.0%）表现优于中型股（-1.7%）；（2）香港本地/外资股（-4.2%）表现弱于中资股（+0.3%）；（3）行业方面，恒生能源业（+7.2%）、恒生资讯科技业（+3.2%）和恒生电讯业（+2.7%）表现较佳，恒生工业（-7.8%）、恒生医疗保健业（-4.7%）和恒生地产建筑业（-4.1%）表现较差。

截至 2022 年 8 月 31 日，恒指 PE（TTM）为 7.60 倍，恒生国指 PE（TTM）为 6.37 倍，较 7 月底的 7.68 倍、6.38 倍略有下调。

恒生 AH 股溢价指数较 7 月底有所上升。截至 2022 年 8 月 31 日，AH 溢价指数为 145.04，高于 7 月底的 144.41。8 月份，南向资金净流入规模达到 68.12 亿元人民币（84.00 亿港元）。

港股展望：近期国内流动性进一步放松，经济基本面修复仍有压力。海外方面，虽然美国基本面仍未迈进衰退，但在欧洲能源危机的推动下，全球通胀仍在高位，美联储大概率不会放慢加息步伐。**短期疫情的反复仍压制着市场的风险偏好，叠加海内外均步入政治敏感期，市场波动有所放大，港股市场大概率呈现震荡行情，高股息板块或为较好的配置选择。**

配置方面，港股市场整体偏震荡，目前我们关注的板块：（1）**必选消费板块**。①肉类：短期来看，双节临近，需求上升，终端走货转好。同时，受高温及部分地区限电政策影响，部分养殖场存在提前出栏现象，但价格仍能维持较高水平。而后续随着前期产能去化逐步兑现到供给端，以及需求旺季到来，猪价有望持续景气；②软饮以及包装食品：所受益于居家囤货场景的增加，包装类食品需求大幅上升，如方便面。受制于疫情，出行场景减少，软饮料业务有所承压。但下半年，原材料成本环比回落，均受益；③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”，同时原奶价格企稳，降低乳企毛利率压力。（2）**水泥板块**。新增专项债券 6 月发行完毕，通常专项债从发行到完成基建投资约相隔一个季度，这意味着三季度末基建投资环比明显上升，拉动水泥板块需求。其次，2-

3 季度疫情导致实物工作量下降，后续施工量上升带动水泥板块需求弹性超过投资增速。水泥等低端制造业或面临常态化限电，叠加能耗双控影响，板块供需矛盾将缓解，有利于水泥价格修复。2022 年全国各省区 8 月错峰停窑计划继续执行，部分省份企业实际停窑天数超过错峰计划天数。（3）**油运板块**。需求端来看，随着疫情缓解，全球原油消费逐步恢复，IEA（国际能源机构）预计年内恢复至疫情前水平。而目前，OECD（经济合作与发展组织）原油库存已低于 5 年平均水平，补库需求有望推动油运景气度上行。供给端来看，VLCC（超大型油轮）在手订单较少，且未来两年船台紧张，运力弹性有限。其次，老旧船舶占比高，其中 20 年以上船龄运力占比达到 7.5%。随着船舶拆解年限到来，部分老旧船舶将相继退出市场。

2.4 美股市场

8 月美股市场回顾：道指 8 月下跌 4.06%，标普 500 指数下跌 4.24%，纳指下跌 4.64%。美联储表示将持续加息直到抑制通胀。美联储主席鲍威尔表示，央行将“有力地使用工具”来打击仍接近 40 多年来最高水平的通胀，利率上升、增长放缓和劳动力市场状况疲软会降低通胀，也会给家庭和企业带来一些痛苦，这些都是降低通胀的不幸代价，但未能恢复价格稳定将意味着更大的痛苦。

政策预期推动美债收益率上扬，挂钩短期利率的 2 年期美债盘中突破 3.5% 关口再创 2007 年以来新高，基准 10 年期美债涨 8.6 个基点至 3.196%，30 年期美债 7.9 个基点至 3.299%。

美联储缩表节奏开始加速，按照此前公布的计划，美联储将把每月到期的国债和抵押贷款支持证券（MBS）额度上限分别提高到 600 亿美元和 350 亿美元，同时在息票到期额度低于每月上限时，将使用 3260 亿美元的国库券持仓来补充，其对市场流动性的冲击不容小觑。

美股展望：展望 9 月，关注美国通胀回落程度及预期变化。考虑到 9 月议息会议前仅剩 8 月这一次通胀数据的发布，更加凸显 8 月通胀数据的重要性。而在这之前，美元、美债利率更多呈现高位窄幅震荡格局，美股继续偏弱整理。美股短期市场的调整更多源于折现率的波动的影响。鉴于夏末交易量清淡，且对美联储更激进地加息可能放缓美国经济的担忧挥之不去，波动风险不容忽视。

此外，8 月中美双方主管部门宣布签署审计监管合作协议：如果后续合作可以满足各自监管需求，则有望解决中概股审计监管问题，从而避免自美被动退市。PCAOB（美国公众公司会计监督委员会）预计将于 9 月中旬开展实地检查和调查活动，后续持续关注合作框架执行过程中能否满足双方要求。

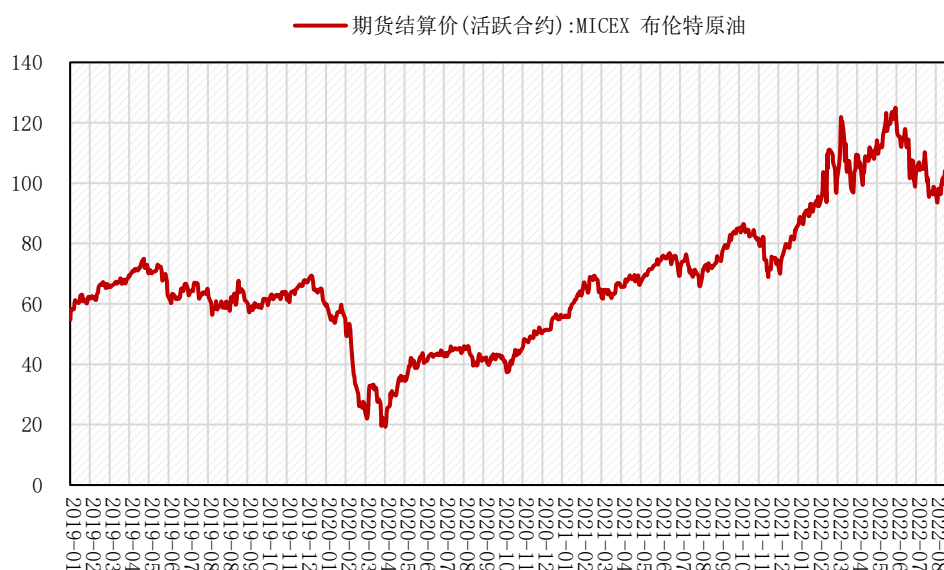
美股中兼具多重反弹优势特征的板块值得关注：如有盈利能力、能够抵抗周期的医疗板块，基本面优质的中概股，公用事业和必需消费品板块。

2.5 原油市场

原油：国内外油价或将维持宽幅振荡走势，后市仍需关注通胀数据

8 月原油市场回顾：国内外原油期货价格出现分化背离。随着 OPEC+产油国 8 月完成增产目标，叠加美国供应趋增，而全球两大能源机构纷纷调低今明两年的原油需求前景，此前原油市场供应偏紧的优势逐渐丧失。在油市供需预期转弱的背景下，8 月国内外原油期货价格走势出现分化背离。其中美国 WTI 原油价格弱势下行，期价自 98.46 美元/桶稳步回落至 90 美元/桶下方，布伦特原油期货价格从 103.43 美元/桶稳步走低至 95 美元/桶附近。而国内原油期货因为目标中东阿曼原油，在海外地缘冲突加剧的背景下，欧洲能源转向中东，令中东油价持续坚挺，从而导致中国原油期货价格大幅走强，主力 2210 合约自 620 元/桶稳步上涨至 709.6 元/桶。目前宏观层面氛围略有趋暖，此前偏悲观的情绪释放后，在美联储加息幅度放缓预期下，宏观利空打压减轻。不过受全球经济下行拖累，原油需求预期或被直接削弱。**因此从中长期的角度来看，未来全球原油供需过剩压力依然存在，预计后市美国油价缺乏反弹动力，而国内原油有望继续维持偏强格局。**

图：布伦特原油价格（美元/桶）



数据来源：Wind、招商基金

原油市场展望：国内外油价或将维持宽幅振荡的走势。

对于 2022 年 9 月国内外原油期货市场而言，虽然美国 7 月通胀数据见顶回落，不过依然维持高位水平，后市仍需关注 8 月通胀数据，届时可能会对 9 月美联储议息会议结果产生重要影响。同时欧洲 7 月通胀数据仍旧维持攀升趋势，预计 9 月欧洲央行将继续采取超常规加息措施。转向国内市场，受益于国内“稳经济”政策持续出台，虽然 7 月各项经济指标增速出现回落，但四季度有望继续维持平稳态势。

从原油供需平衡方面来看，随着 OPEC+产油国逐月增加原油产能，三季度 8 月全面履行增产计划后，

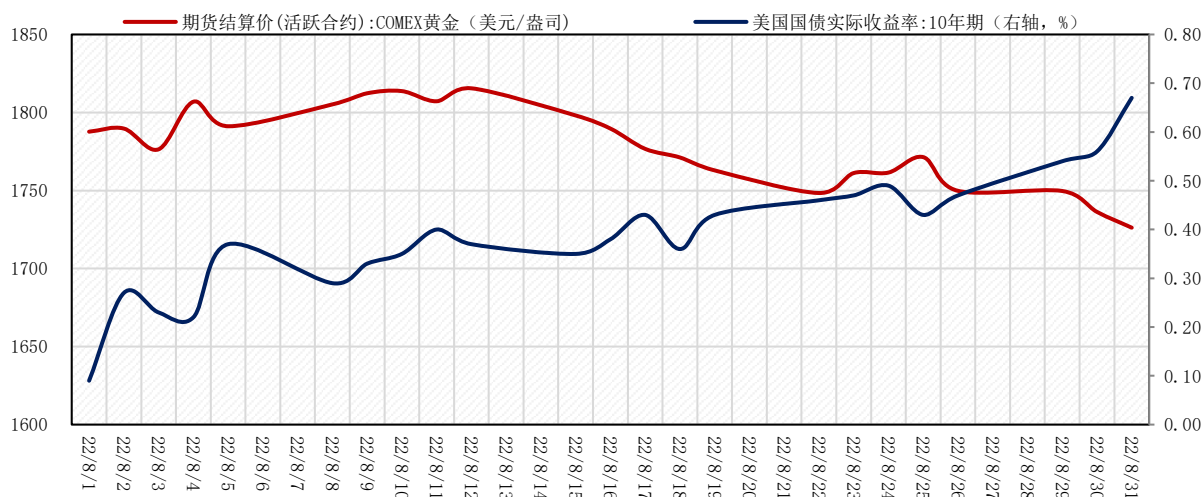
OPEC+产油国产能将恢复至 2020 年疫情以前的水平，供应偏紧优势丧失。而需求则受到全球经济衰退拖累，从而导致原油需求预估被不断调低。展望 2023 年，由于美联储和欧洲央行持续加息，全球通胀水平有望得到遏制，或将从高油价时代转入中油价时代，需求预期有望回暖，届时原油市场将可能维持供需略微过剩的平衡状态。综上所述，预计 2022 年 9 月份国内外油价或将维持宽幅震荡的走势。

2.6 黄金市场

黄金：8 月金价先升再降，9 月美联储利率会议以前金价预计将维持区间弱势震荡。

8 月金价回顾：8 月黄金期货价格呈现先上行后下行的趋势，COMEX 黄金月初价格位于 1787.70 美元/盎司，后持续上升，并于 8 月 12 日达到 8 月最高价格 1815.50 美元/盎司，随后呈现下跌趋势，于 8 月 31 日跌至 8 月价格最低点 1726.20 美元/盎司。8 月中旬，因能源价格下跌，美国 CPI 和 PPI 略有放缓，市场一度乐观地认为通胀可能已经见顶，并开始预期美联储会放缓加息步伐；此外，美联储鹰派表态加剧对经济衰退的担忧、地缘政治局势紧张等因素支撑金价。中短期来看，市场目前聚焦于美联储的货币政策，金价维持区间震荡。8 月底，美联储主席鲍威尔发表讲话，表示美国将继续采取措施强力抑制通胀，市场对于美联储大幅加息的预期再度升温。受鲍威尔讲话影响，美元指数扭跌为涨，进一步刷新超 20 年高点，进一步打压黄金市场。

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

金价展望：7 月以来美国经济维持韧性，薪资水平增速对核心通胀有所支撑，叠加近期石油等能源价格反弹导致高物价风险未能完全解决，美联储官员强调需持续加息来压低通胀甚至不惜牺牲经济来达到目标。市场对维持美联储紧缩步伐预期再次加强，实际利率和美元维持坚挺使投资者青睐美元、美债等资产，从而对冲加息影响，在此背景下，贵金属行情短期内难有起色。

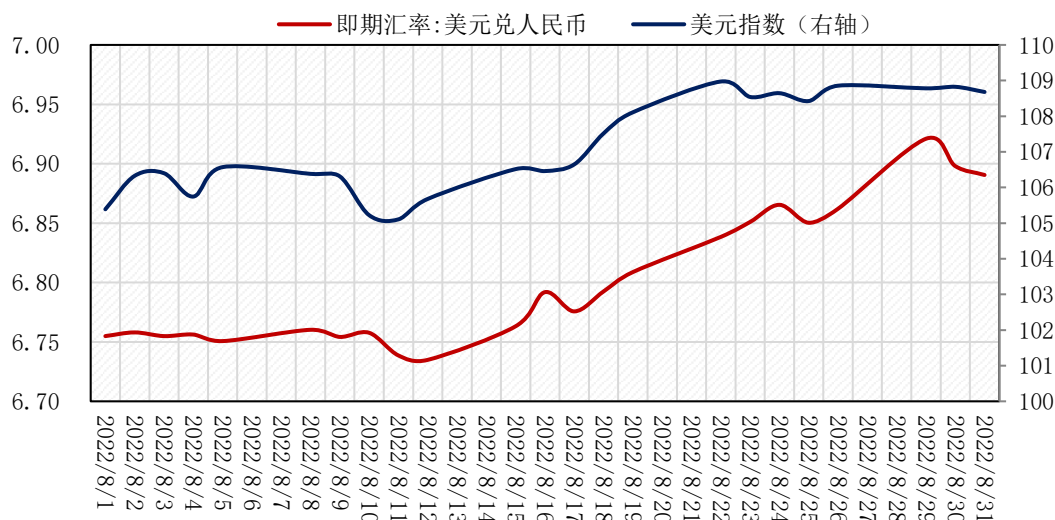
2.7 汇率市场

汇率：8月人民币持续贬值，9月贬值压力依然存在，但贬值速度将会放缓。

8月汇率市场回顾：7月美元整体维持高位运行，汇率中枢呈上行态势，全月走势先上后下。8月美元整体维持高位运行，汇率中枢呈上行态势，全月走势整体上升。美元指数月初位于105.39，8月中下旬维持高位，最高曾上至108.97，全月呈现震荡上行态势。人民币兑美元走势整体跟美元指数走势互相契合，月初位于6.75，后一路走高，最高曾上至6.92，月末收至6.89。

8月中旬以来人民币的快速走贬是多种因素导致：其一，美元指数快速上行带来贬值压力。美元指数自8月11日的阶段性低点105.1最近上升到最高108.86，上行幅度3.6%，美元的升值幅度超过人民币的贬值幅度；其二，8月中旬央行超预期下调MLF利率，中美基准利率倒挂加深，加大债券市场的资本外流压力；其三，8月公布的经济金融数据不及预期，人民币通过快速走弱释放基本面疲弱带来的压力。

图：8月美元及人民币兑美元汇率走势



数据来源：Wind、招商基金

汇率市场展望：短期来看，人民币贬值压力依然存在，但贬值速度或将放缓。

人民币的贬值压力来自：其一，美元仍将是强势货币。8月26日鲍威尔在全球央行的会议表态改变了此前市场的乐观预期，市场交易再次转为紧缩交易。鲍威尔表示，联邦公开市场委员会（FOMC）的重中之重是将通胀降低至2%的目标。美联储未来可能会一定程度牺牲经济增长来控制通胀，打破了此前市场预期美国经济陷入衰退可能导致美联储转为降息。此外，欧元区内部碎片化风险和能源危机仍悬而未决，这将拖累欧元，导致美元被动保持强势。其二，国际收支格局边际恶化。国际收支的边际恶化，一方面来自中国出口增速下滑导致经常账户顺差规模收窄，另一方面来自资本账户的资本流出。在本次国内超预期降息之后，中美无论短端基准利率还是长端利率都出现不同程度的倒挂，这种倒挂导致我国债券市场今年一直面临着资本流出。而股票市场的资本流动具有较强的高波动性，尤其是在经济存在下行压力和股票市场承

压时，容易出现资本外流。

人民币汇率贬值速度将会放缓，这主要源自：其一，政策当局可能会出台预期管理政策。自 2020 年疫情以来，央行对人民币汇率一直既不希望人民币快速升值也不希望人民币快速贬值，防止汇率出现超调。在人民币快速贬值期间，中间价的大幅偏离通常意味着报价行可能重启了逆周期因子，用以降低外汇市场的顺周期性。从过去经验来看，6.8 是 2015 年 811 汇改以来至今人民币兑美元汇率的平均水平，6.8 这个点位也是 2018 年 8 月政策当局将远期售汇风险准备金率升到 20%（贬值期间）和 2020 年 10 月降到 0（升值期间）的位置。所以，在人民币汇率快速偏离 6.8 时，不排除政策当局出台预期管理政策（截至本报告发布，央行于 9 月 5 日决定将自 2022 年 9 月 15 日起，下调金融机构外汇存款准备金率 2 个百分点）。其二，美元指数虽然保持强势，但短期内难以继续大幅攀升。当前美元指数的上行已经较为充分反应美联储的紧缩政策和对欧元区担忧导致的欧元弱势，后市如果没有进一步的利空出现，当前做多美元已经较为拥挤，美元继续大幅攀升的动力不足。其三，8 月经济环比改善，有助于稳定市场预期。人民币汇率对 7 月经济金融数据不及预期带来的贬值压力已经部分释放，展望 8 月经济数据来看可能会边际改善。

3 股债投资策略

3.1 A 股投资策略

1、政策面：内经济增长持续“去需求化”，增长模式以“生产”推动为主。这导致政策更加关注供给，传统宏观调控政策效力下降，政策结构化特征加强。模式的变化，源自政策的“不可能三角”。新模式或将持续利好科技制造，变局点要往年底看。

今年全年经济增速目标在 3% 附近，四季度压力不减。即便出口有韧性，“生产-出口”模式也不足以维持就业目标，因此政策优先级未来会动态变化。下半年，财政发力在“存量”，货币发力在“价格”，利率下行和流动性淤积没有结束。

地产和出口两只靴子还没落地。地产“保交楼”整体推进缓慢，资金缺口较大，且地产长周期的问题依然没有解决。出口的压力在四季度会开始加剧，中间品和资本品的出口动力逐渐减弱。靴子落地会带动政策目标的变化。

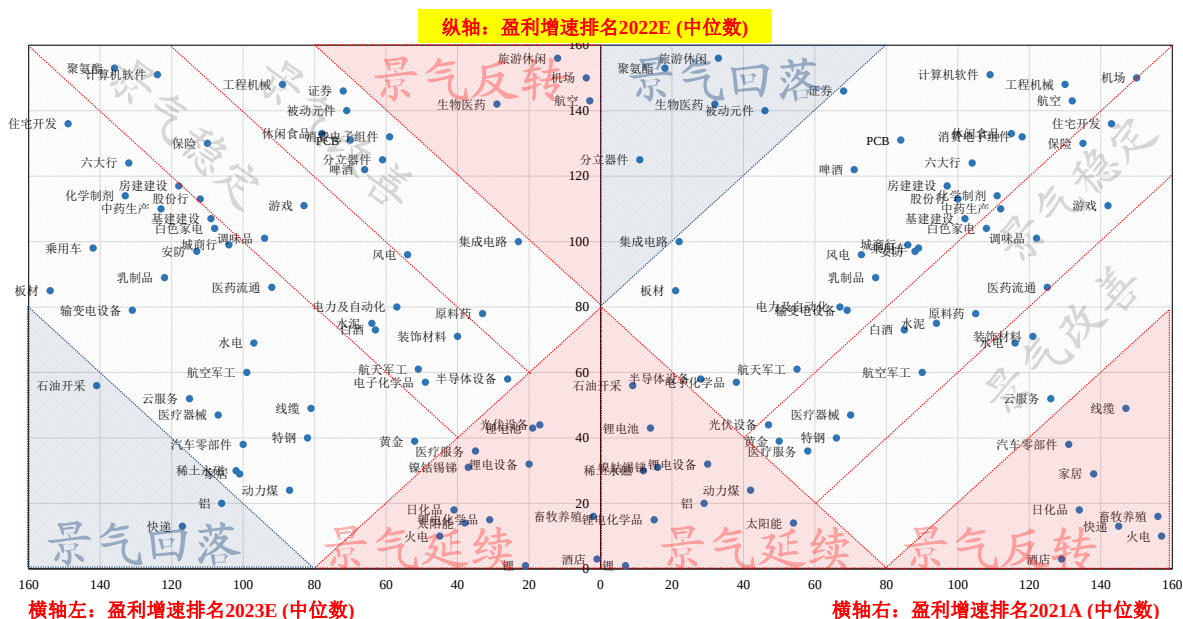
2、基本面：本轮经济和企业盈利的修复斜率相比 2020 年会明显偏缓。目前企业经济预期转弱，处在主动去库阶段，疫情冲击导致去库周期进一步拉长。此外，本轮疫情导致上游成本始终挤压下游利润，高成本压力下，需求修复的难度也进一步上升。缺乏足够的、显性的、可持续的信用扩张着力点是当前股票市场不能顺畅地进入交易趋势反转以及未来还会有反复的核心原因，这也是当下 A 股见到估值底部区间后，走势与 2018 年底部（2440 点）、2020 年底部（2660 点）后反转不可比的重要内在逻辑。稳住需求，是当

前股票投资的前提。

3、盈利端：总量仍弱，经济修复的预期有所承压。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。从中报数据来看，2022 年二季度全 A 两非（剔除金融和石油石化）业绩增速转负，毛利下降且费用缩减；其中，全 A 归母净利润单季同增 0.45%，累计同比 1.30%，增速低位回落；全 A 两非二季度单季同比-3.17%，累计同比-0.51%，增速转负且回落压力更明显。风格上，不同行业间的业绩增速差异收敛，周期增速大幅回落，成长增速小幅下降，消费、金融负增幅度收窄。大小差异上，沪深 300 盈利韧性凸显，中证 500 大幅下降，中证 1000 小幅回落。此外，行业间的业绩增速差异收敛，行业内差异分化。新能源、新材料与资源品业绩高增，科技制造与农业改善幅度居前。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季度末、四季度。

结构上，从行业盈利预期自下而上的角度看，我们预计最新的景气分布与表现：①2022 年具备景气反转的有：汽车零部件、生猪、火电、酒店等；②2022 年延续高景气的有：光伏设备、锂矿、锂电池、石油开采、动力煤；③景气改善/稳定的主要有：白酒、黄金、云服务、航空军工等。

图：A 股细分行业景气度分布（增速排名分布）



数据来源：Wind，招商基金。过往情况不代表未来表现。

后市展望：

1、方向与区间：战线收缩，上证指数维持区间震荡。在前期 5-7 月流动性宽松以及风险偏好提升的行情中，行情结构不断扩散和轮动，但当下经济预期的下修以及风险偏好不再提升，下一阶段要重视交易的宽度和战线开始收缩，主题和概念类的股票预期回落，重点重新回到业绩增长确定、业绩预期提升的标的上来。

2、风格判断：阶段性再平衡，成长仍是中期主线，尚不具备大的切换条件。权重股票的前期调整以及政策的边际响应为全市场提供了安全边际，短期市场的风格进入阶段性平衡的时期，但是并不意味着价值类的权重板块在当前阶段预期收益会显著提升，投资者当下仍难以回避的一点在于已有的政策不足以扭转与经济周期相关的价值类板块业绩预期的系统性改善，在诸如地产政策、出口压力、疫情政策等关键判断因素上仍处在“看不清”、“挤牙膏式的放松”的预期路径不明确时期，因此阶段性风格再平衡并不意味着成长风格会向价值风格系统性切换。在传统经济预期还难以显著提振的当下，对于投资者而言更重要的仍然是市场调整之后配置的方向。**我们认为，由于不同投资者对当前经济增长预期分化拉大（尤其是体现在新/旧经济）以及风险偏好两端走，成长仍是中期主线。在有渗透率、进口替代、出海、动力缺口几条逻辑的成长行业，市场会给估值溢价。**

3、行业配置：聚焦估值具优势的科技制造与中高风险特征的消费品。关注：（1）估值具优势的科技制造：光伏/风电/电动车/机械设备/通信/电子/军工/汽车零部件/新材料。（2）中高风险特征的消费品，关注啤酒/酒店服务/化妆品。（3）围绕能源供给和有效发电不足的传统领域机遇：电力/煤炭。

图：主要 A 股指数估值水平

主要指数		2022/8/31	最大值	最小值	中位数	当前估值所处百分位(2010年以来)
绝对估值PE(TTM)	Wind全A	17.25	35.18	11.51	18.10	41.30%
	Wind全A(剔除金融、石油石化)	26.47	73.70	17.81	29.06	37.50%
	上证50	9.75	23.75	6.94	10.20	36.60%
	沪深300	11.78	28.24	8.01	12.51	35.20%
	中证500	21.84	91.34	15.58	29.77	13.10%
	中证1000	29.91	144.82	18.94	42.22	11.60%
	中小100	31.15	64.61	18.53	31.65	46.80%
	创业板指	48.62	137.86	27.04	53.23	36.50%
	中小综指	47.03	96.75	22.67	41.48	71.10%
	创业板综	58.24	174.93	28.10	63.61	39.80%
海内外相对估值PE(TTM)	恒生AH股溢价指数	7.14	23.31	7.10	9.53	0.00%
	上证沪港通AH溢价指数	6.90	10.29	2.98	4.48	55.80%
	上证指数/标普500	0.61	1.60	0.36	0.63	42.10%
相对估值PE(TTM)	创业板指/沪深300	4.13	8.15	2.42	4.18	47.60%
	创业板综/沪深300	4.94	14.08	2.74	5.46	43.50%
相对估值PB(LF)	创业板指/沪深300	4.05	6.33	1.53	3.48	58.90%
	创业板综/沪深300	2.91	5.45	1.37	2.91	50.10%

数据来源：Wind、招商基金

4、增长政策对后续市场的可能影响。秋季重要会议之后，下一步，影响市场最关键的变量有：房地产、防疫、出口、汇率、地缘政治等。（1）当前房地产相关风险事件与销售、回款、完工的负反馈链条仍未被打断；如需阻断“负循环”，防止风险进一步扩散，当前 2000 亿纾困政策的体量可能仍需扩容，尤其是考虑到政策落地流程可能较长。（2）防疫政策目前较难预判，秋冬季节更是病毒传播的关键时期。（3）出口逐级下行，汇率年底之前面临贬值破 7 压力。（4）地缘政治上，中美金融、科技等领域的脱钩趋势难以逆转。整体上，重要会议之后，可能会有政策的提振，时间窗口看 12 月份的政治局会议及中央经济工作会议。

此外，财政强调“存量”，货币强调“价格”，政策难见大开大合。财政从一般公共预算来看，上半年实际赤字（预算支出-预算收入）的使用进度达到 41.5%，比财政同样前置的 2019 年还高近 5 个百分点。各省区市专项债限额余额与对中央财政净贡献正相关，与上半年 GDP 增速负相关，意味着经济发达省份用足用好专项债限额，是下半年经济实现稳固复苏的必由之路。

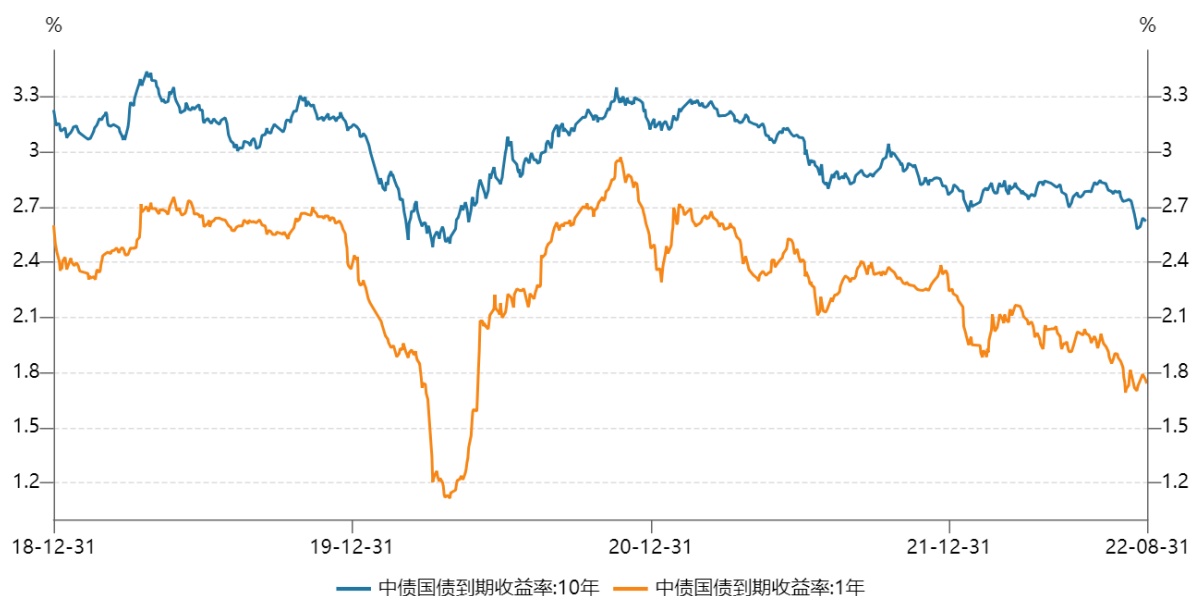
对股票市场而言，如果后续推动经济进入常态化，重回经济建设为中心，并给出较强的政策刺激（地产、防疫），那么与经济周期相关的传统价值板块会迎来明显修复。

3.2 债券投资策略

3.2.1 利率产品

8 月债券市场各期限各品种收益率为单边下行趋势。利率债方面，1 年国债全月下行 12.5bp 收于 1.74%，5 年国债下行 10.7bp 收于 2.41%，10 年国债下行 13.4bp 收于 2.62%；5 年国开下行 19.3bp 至 2.50%，10 年国开下行 12.8bp 收于 2.80%。信用债方面，各主流期限收益率均下行，等级利差小幅压窄，期限利差变动不大。公开市场操作方面，7 月央行公开市场操作净回笼 2060 亿（包括国库现金），MLF 续作但缩量 2000 亿，MLF 和 OMO 利率下降 10bp，1 年期 LPR 下调 5bp，5 年期 LPR 下调 15bp。

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

展望后市，众多债市利好已多数兑现，而宽信用等部分利空因素有待发酵，债市收益率短期或低位徘徊震荡，中长期仍看好。

具体而言：（1）短期看，外围鹰派美联储导致的汇率压力和下半年通胀压力影响下，资金面进一步下行可能性偏低，这制约了中短端债券下行的空间，但货币政策整体宽松格局不会有大的改变；（2）近期国常会宣布增加 3000 亿元以上政策性开发性金融工具额度，依法用好 5000 多亿元专项债结存限

额，这将支持9月和四季度的中长期信贷和社融增速，对债市是小利空；（3）9月经济基本面应较7-8月有所修复，主要是高温期逐渐过去，电力供应缓和、居民活动、户外开工等将逐步修复；（4）房地产迎来“灵活运用阶段性信贷政策和保交楼专项借款”的增量政策支持，一定程度上恢复居民部门购房信心，但具体效果仍有待观察；（5）8月末受疫情影响的城市和区域有所增加，如果后续新增确诊人数仍高，则可能对中秋国庆假期的消费产生不利影响，进而影响基本面修复。

利率债投资策略：

（1）MLF和OMO降息后，10年国债收益率水平突破低点，长期限信用债、超长利率债都表现较好，中长期而言整体债市行情的趋势不变，可维持中性偏高水平的久期，10年国债调整至2.7%以上时，根据各类资产相对价值可考虑配置；

（2）绝对收益率水平低，杠杆策略效果一般，且短期来看，投资者对流动性形成收敛预期，加之目前债市缺乏有效的催化剂，短期内杠杆可维持中低水平；

（3）目前曲线结构偏陡峭，1-2年期收益率水平极低，2-3年期利率债是相对凸点。信用债相对价值偏弱，以票息策略为主，如因资金面收紧信用利差走阔10bp以上可考虑配置。

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8月全市场信用债总发行额为近五年次高水平（总发行11559亿元）但由于总偿还规模较大，导致净发行量（净发行1335亿元）处于近五年最低水平。其中8月公司债、企业债及中票相较7月水平也有所提升（合计发行金额为6744亿元，净融资额2023亿元），因为总发行量上升而导致净融资额明显上升。

二级市场方面，进入8月以来，信用债二级市场收益率全线下行，其中长端产品下行幅度相对较大。以AAA级中短期票据为例，8月1年期中短期票据收益率下行6bp，3年期中短期票据收益率下行7bp，5年期中短期票据收益率下行9bp，期限利差小幅收窄，中短端利差与中长端利差均收窄2bp。信用利差走势分化，短端产品信用利差收窄，中长端产品走阔，以AAA级中短期票据为例，1年期信用利差较上月末收窄1bp，处于历史3.0%分位水平，3年期信用利差较上月末走阔7bp，处在历史8.8%分位水平；5年期信用利差较上月走阔10bp，处在历史44.8%分位水平。

短期融资券

一级市场方面，今年8月短期融资券总发行量为4176亿元，净融资额为-685亿元，其中总发行量环比减少86亿元，净融资额环比减少280亿元，短融总发行量处于近五年历史同期中间水平，但因偿还量较高导致净融资量均位于近五年历史同期最低水平。

二级市场方面，8月短融收益率全线走低，其中低等级品种下行幅度较大，其中AAA等级品种收益率下行8bp，AA+等级品种收益率下行8bp，AA等级品种收益率下行13bp。信用利差方面，8月各品种信用利差全线收窄，1年期AAA等级短融信用利差收窄4bp，处于历史2.0%分位水平，1年期AA+品种利差收窄

4bp，处于历史 1.0%分位水平，1 年期 AA 信用利差收窄 9bp，接近历史最低点，处于历史 0.4%分位水平，**8 月市场短端各等级品种信用债收益性价比皆有一定程度下降。**

信用债投资策略：

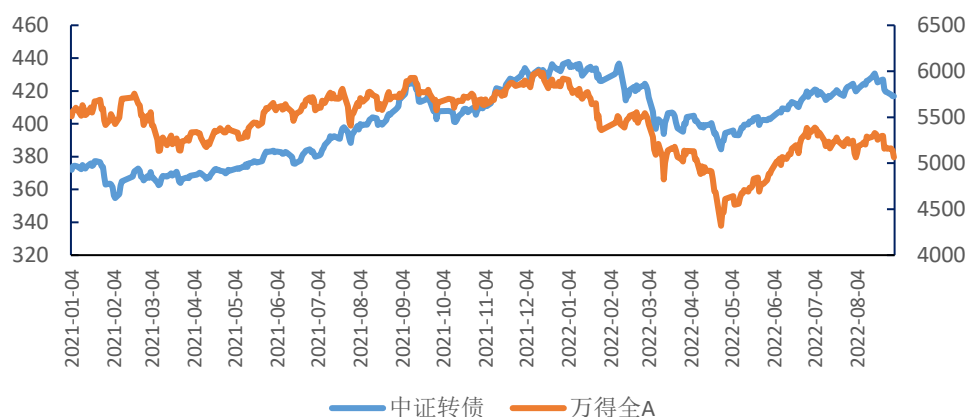
城投债方面，在当前机构普遍欠配的“资产荒”背景下，城投信用利差处于历史较低分位数，2022 年 7 月底财政部通报了新的违规举债问责案例，地方政府对城投平台的监管较难松绑，叠加地方财政卖地收入大幅下滑，现阶段城投拉长久期性价比比较低，预计发生负面事件或弱财政的个别地区城投信用利差或走阔，近期某城投债的技术性风险事件也同样值得关注。**产业债方面**，煤炭债经历一轮挖掘后性价比已较为有限，前期钢铁企业持续亏损甚至出现减产，盈利及现金流持续承压，可关注行业内整合带来的投资机会。**9 月信用债投资仍以严控信用风险为前提，坚持票息策略，努力增厚组合收益。**

3.2.3 可转债

8 月份转债市场与 A 股市场双双下跌，截至 8 月 31 日，万得全 A 下跌 2.86%，中证转债下跌 2.53%，转债市场表现略好于股票市场。8 月前半月在海外通胀好于预期、国内流动性宽松的背景下，市场呈现以成长股为主的结构行情；后半月部分地区限电限产、央行超预期降息“利好落地”，市场有所回调。分板块看，8 月煤炭、石油石化、非银行金融和传媒板块涨幅居前；汽车、电力设备及新能源、建材和钢铁板块跌幅居前。风格上，价值板块表现好于成长板块，大盘股表现强于小盘股。转债估值 8 月整体先上后下。分平价看，平价 130 以上转债溢价率下行 2.33%，平价 110-130 区间转债溢价率上行 0.26%，平价 90-110 区间溢价率下行 3.09%，平价 90 以下区间转债溢价率上行 1.37%。上半月在央行超预期降息、市场流动性充裕背景下转债市场估值继续在高位上行；下半月以个别转债超预期强赎为催化剂，市场担忧转债估值相对正股透支涨幅、未来公司赎回预期增加，市场整体估值快速回落。

展望后市，正股层面，目前宏观经济修复偏弱、流动性宽松的整体局面没有改变。LPR 非对称性调降指向政府对地产行业风险的担忧较强，往后看“稳增长”政策预期有所上升。同时考虑到国内部分地区限电限产，中游制造业受到一定负面影响，新能源等部分成长赛道业绩增速和估值不匹配等原因，**结构上可以适当由成长向价值切换。**转债估值层面，8 月月中转债估值因赎回风险和止盈情绪加剧有所回调，但长期看在流动性宽松、权益市场无系统性风险背景下持续回调概率不大。**目前转债性价比仍明显低于正股，高价偏股性转债估值在回调后性价比有所上升**，可关注基建、农业、消费等防守板块和受益宽信用的券商板块。

图：可转债市场表现



数据来源：Wind、招商基金

4 大类资产配置策略

资产类别	短期	中期
A 股	7 月以来经济弱修复，流动性充裕是支撑当下行情的主要逻辑。站在当前时点，判断成长板块的结构性情行处于阶段性顶部，风险收益比下降，而以沪深 300 为代表的大盘指数在经济下行压力下再次回落至相对低位区间。从政策角度看，8 月以来的“稳增长”政策与执行力明显加强，所以市场整体下行风险较小，可考虑适度均衡配置	在经济缓慢复苏、政策友好积极的背景下，叠加市场估值仍处合理水平，股权风险溢价具备明显配置价值，市场整体风险相对可控，中期维度 A 股胜率、赔率均有一定吸引力
港股	随着利空风险的释放，在基本面与市场预期差逐渐修复的背景下，判断港股风险偏好短期会迎来一定程度的修复机会	中长期视角看，随着监管不确定性的降低以及经济缓慢复苏带动企业盈利的逐步改善，叠加极具吸引力的估值水平，港股优质板块具备较高的配置价值
美股	美股估值仍处相对合理水平，但市场对盈利的担忧在逐步加强，通胀、货币政策、经济基本面的变化均可能引发市场震荡，短期美股仍处于高波阶段，配置性价比一般	中期预计美股盈利会持续下调，且美股估值从全球维度比较，性价比一般
国债	当前债市对降息后经济悲观预期以及流动性维持充裕等诸多利多因素充分定价，未来一段时间需要防范随着政策落地，经济环比修复以及资金面边际收敛带来的市场调整风险，短期而言对债市中性偏谨慎	宏观环境仍处于“宽货币-弱信用”阶段，“稳增长”政策仍在加码，在宽信用实际见效前，债市上行风险有限。另外弱复苏基准情形下，判断货币宽松态势可以维持，对利率形成支撑，中期角度来看债市仍有机会，组合可考虑保持一定的久期水平
美债	Jackson Hole 会议上鲍威尔的“鹰派”讲话定调了美联储未来一段时间抗通胀的决心，美联储紧缩持续的幅度和时长或超预期，预计市场对此会进一步强化，判断 10 年期美债 3-3.5%或是阶段性合意区间	中期看，美债收益率见顶回落的概率较大，3-3.5%的 10 年期美债并非常态，具备中长期配置价值

资产类别	短期	中期
大宗	当下国内国际形势均面临较大的不确定性，在国内新冠疫情反复、国际地缘冲突、中美贸易摩擦、美联储加息缩表、欧洲能源问题等多重因素影响下，大宗商品的价格波动明显加剧，性价比不高	长期看，供给周期是核心影响逻辑，该背景下能源价格的重心会抬升，但阶段性会受到地缘政治、经济变化、能源需求等因素影响而波动加剧
黄金	短期美债实际利率仍有上行可能，黄金价格在当前位置会有反复	黄金价格大概率已经见到底部，未来随着避险需求增加将对黄金价格形成底部支撑

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.cmfcchina.com
 电子邮箱：cmf@cmfcchina.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。