



招商基金投资策略报告

2022 年·下半年



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	8
2.5	原油市场	9
2.6	黄金市场	10
2.7	汇率市场	11
3.	股债投资策略	12
3.1	A 股投资策略	12
3.2	债券投资策略	15
3.2.1	利率产品	15
3.2.2	信用产品	17
3.2.3	可转债	19

招商基金 2022 年下半年投资策略报告

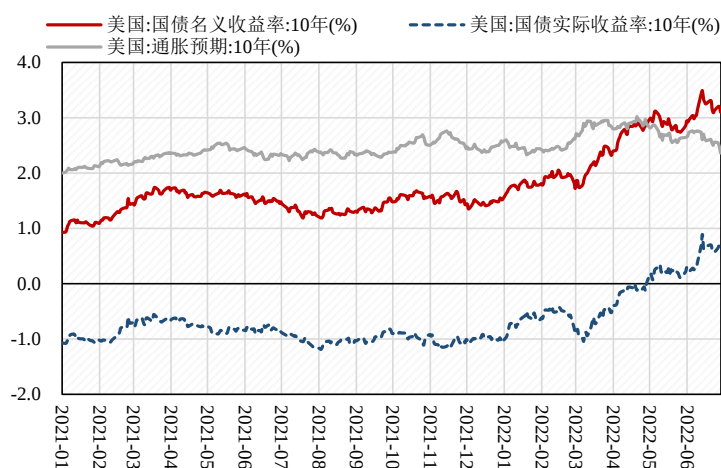
1. 宏观经济环境

1.1 海外市场

上半年美股回顾：美联储结束 QE（量化宽松政策），加息缩表节奏加强，美债利率加速上行，上半年美股市场震荡下行。2022 年 3 月美联储结束量化宽松政策，经历了上半年的三次 FOMC 会议后，联邦基金利率上调至 1.5%-1.75% 区间。美联储宣布在 6 月 1 日开始缩表，初始缩表速度为最高 475 亿美元/月，并在 3 个月后加速为 950 亿美元/月。相较于上一轮缩表（2017-2019 年），本轮缩表在规模和节奏上均显著提升。受加息预期推动，10 年期美债利率同样快速上升，一度触及 3.5% 的水平，截至 6 月 30 日，十年期美债利率为 2.98%。从指数表现上来看，2022 上半年美股纳斯达克指数累计下跌 29.51%，标普 500 指数和道琼斯工业指数上半年分别下跌 20.58% 和 15.31%，三大股指上半年整体趋势下行。继一季度美国 GDP 环比折年率转负之后，上半年的高频数据和前瞻性经济指标继续显示经济正在进一步放缓。具体来看：1）美国 6 月 Markit 制造业、服务业、综合 PMI 分别为 52.4、51.6、51.2，均不及预期和 2021 年 12 月数值，呈现出“年初至 3 月 PMI 上涨、3 月至 6 月 PMI 持续下行”的趋势；2）6 月第四周首次申请失业救济人数为 23.1 万人，与年初 1 月第一周的 23 万人相近；3）密歇根大学消费者信心指数更是进一步下行至 50.2，已经是 1980 年以来的新低；4）过高的通胀已经严重压制了美国消费者的需求，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，是担心美联储在控制通胀的同时无法不伤害增长。

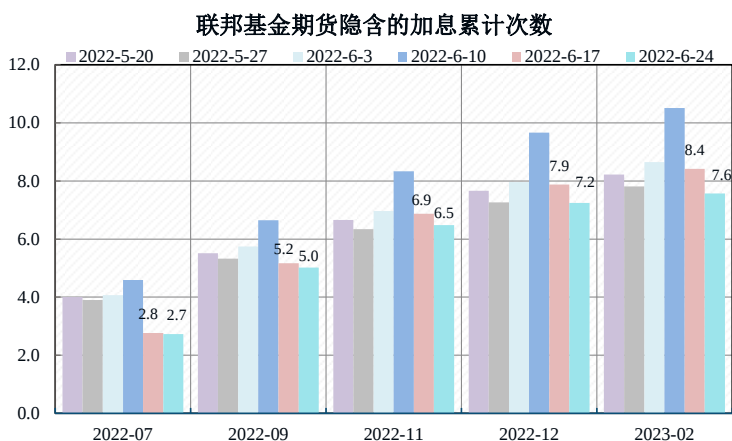
下半年美股展望：1）6 月会议公布的利率点阵图显示，至 2022 年底，联邦基金利率区间将上升至 3.25%-3.50% 的水平，即 6 月会议后还有 175bp 的加息空间，但考虑到美联储为遏制通胀而采取的“前置加息”策略，以及会后众多联储官员的表态，7 月会议上加息 75bp 的概率不断提高；2）美债实际利率持续上行，意味着实际融资成本提高，高估值和成长风格的表现将有所承压；3）盈利层面，高基数叠加整体需求回落，盈利增速或继续趋弱；4）估值层面，标普 500 估值已降至长期中枢，ERP（企业资源计划）同样如此。但在金融条件收紧下，中性估值不足以提供支撑。整体来看，在不确定性仍高的背景下，美股存在较大的波动性。

图：美债反映的实际利率较快攀升



数据来源：Wind，招商基金

图：美联储加息预期边际回落



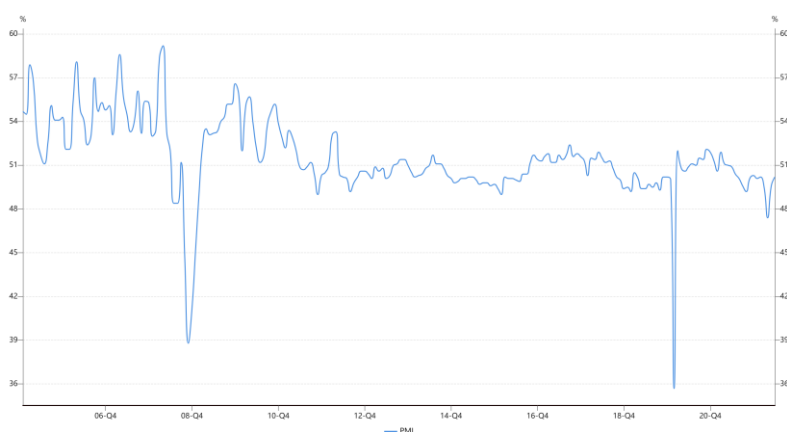
数据来源：Bloomberg，招商基金

1.2 国内市场

国内：整体来看，上半年经济先抑后扬。5月份以前主要受疫情影响，经济数据明显走弱。随着疫情影响消除，经济持续恢复中。流动性在上半年有所波动，但整体维持在合理充裕的区间内。

上半年经济整体先抑后扬。投向实体的信用在底部窄幅波动，企业中长期贷款增速在整个上半年均持续回落。上半年制造业PMI数值走出V字型，5-6月份持续回升，6月份录得数值50.20，恢复至年初水平。投资方面，固定资产投资、房地产投资、制造业投资、基建投资均持续下滑。社会消费品零售总额同样走出V字型，但5月份数值依然同比为负，录得-6.7%。出口数据恢复较为强劲，最新一期录得数据15.31%。

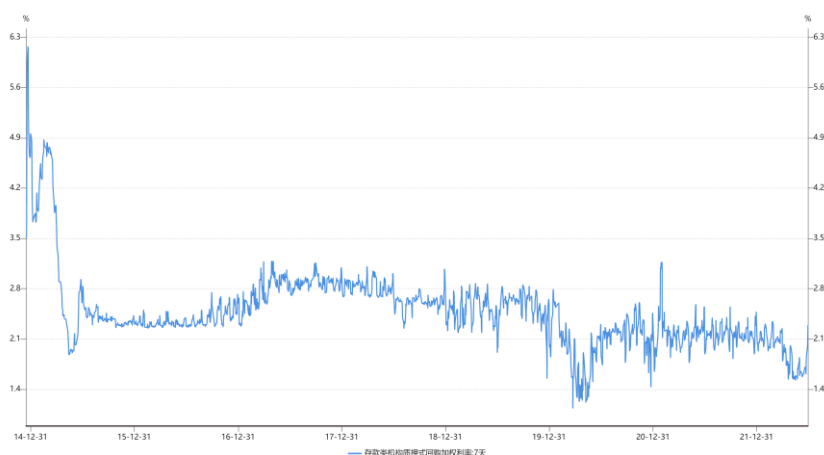
图：半年制造业 PMI 走出 V 字型



数据来源：Wind，招商基金

银行间市场七天期回购利率（DR007）在上半年也走出了 V 字型。此前受疫情扩散影响，企业信贷需求收缩，加上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 4-5 月份 DR007 不断走低。近期随着疫情影响逐步消除，加上上半年末 MPA 考核因素、地方债加速发行等因素影响，DR007 在筑底后快速回升。但整体来看，依然保持在合理充裕的区间内。

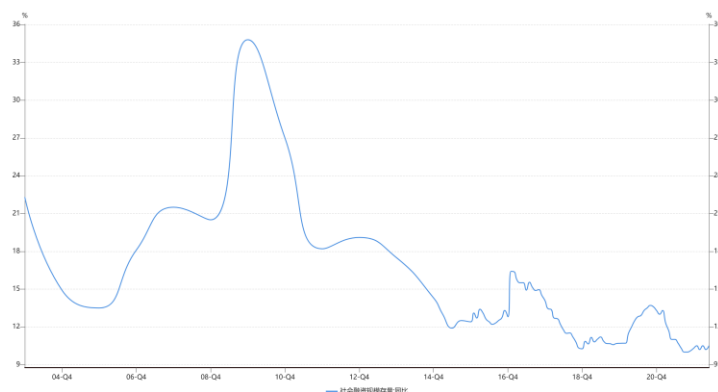
图：DR007 上半年整体先松后紧，整体仍保持在合理充裕区间内



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整个上半年均在底部窄幅震荡，两年年化增速上半年持续走弱，企业中长期融资持续回落。

图：社融存量在底部窄幅震荡



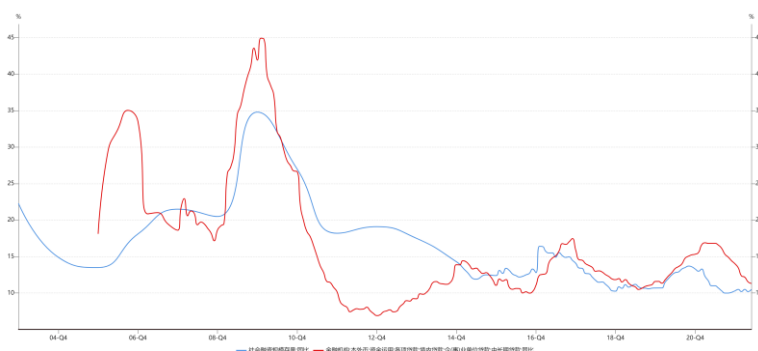
数据来源：Wind、招商基金

图：社融存量 2 年 CAGR 持续下滑

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	11.9
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	10.5	11.40
2022 年 4 月	10.2	10.95
2022 年 5 月	10.5	10.75

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，上半年 PPI 持续回落，最新一期录得数据 6.4%。CPI 整体保持在正常区间内，5 月份录得数据 2.1%。

图：上半年 PPI 持续回落，CPI 仍保持在正常区间内



数据来源：Wind，招商基金

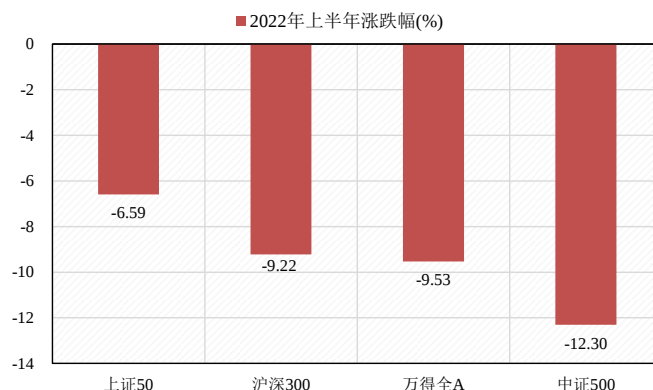
2. 大类资产观点

2.1 A 股市场

上半年 A 股回顾：从恐慌避险到逐级反弹。股票预期与经济是一个反复追赶的关系，上半年行情主要分为两个阶段：1) 2022 年 1~4 月份，实物资产（上游）通胀与经济需求的通缩，在股票定价上则体现为投资者盈利预期的下降与贴现率预期的抬升，既杀盈利又杀估值。2) 4 月底以来，“稳增长”政策落地叠加疫情冲击逐步消退，基本面预期最悲观时刻已然过去，A 股市场拾级修复。

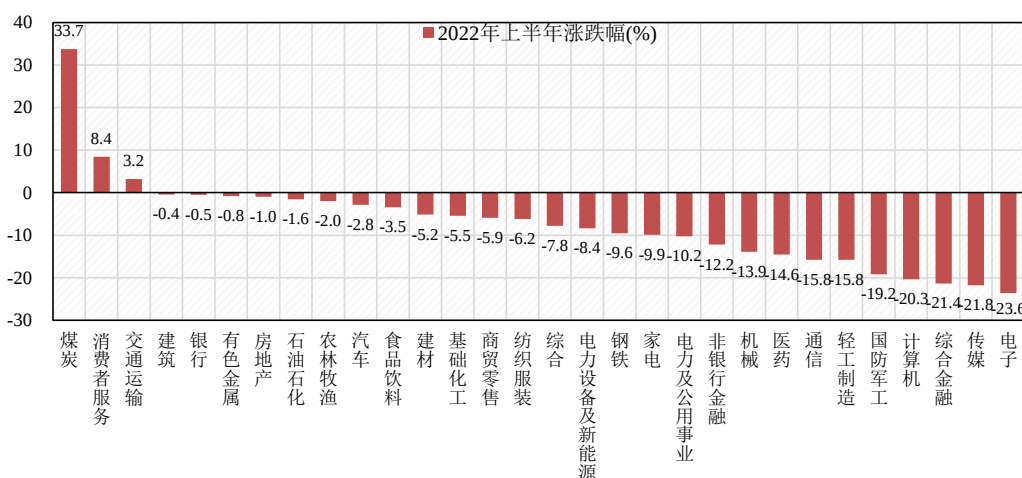
下半年 A 股展望：市场运行区间上移，回调或是配置良机。“稳增长”政策落地叠加疫情冲击逐步消退，基本面预期最悲观时刻或已然过去。展望下半年，经济预期上修，风险偏好与风险评价积极变化，对 A 股判断转向乐观，上修上证指数运行区间，回调或是配置良机。基于 DDM 视角来看：1) 盈利端：下半年 A 股盈利环比逐步改善，盈利预期的上修将是市场的积极支撑；2) “稳增长”政策持续加码与疫情防控发生积极变化，风险偏好与风险评价亦有驱动；3) 无风险利率：有下行空间，但幅度相对有限，非市场下阶段的核心驱动。

图：2022 年上半年主要股指涨跌幅（%）



数据来源：Wind，招商基金

图：2022 年上半年行业涨跌幅（%）



数据来源：Wind，招商基金

2.2 债券市场

2022 年上半年，债券市场窄幅震荡。1 月债市整体走强，1 月 MLF 和 OMO 利率调降 10bp，同时央行表态对货币政策持宽松态度，10 年国债下行约 10bp；2-3 月，在各地房地产政策放松、1 月金融数据偏强、1-2 月经济数据超预期、3 月降准降息预期落空等因素综合影响下，10 年国债收益率回升至 1 月初水平。4-5 月，受疫情影响，经济增速再度回落，资金利率再度放松至新低水平，债市走出阶段性行情。6 月，疫情逐步控制，“稳增长”政策效果逐步显现，股债跷跷板效应显现，利率债重新调整至年内收益率偏高水平，但资金利率宽松背景下，信用债收益率水平多数较年初有所下行。

市场展望：当前及未来一段时间，对债市利空的因素主要有经济基本面的温和复苏、“稳增长”一揽子政策（包括“宽信用”、“宽财政”）的推进和落地、偏紧的外围货币政策环境，但因为疫情对经济的影响仍在，且防控政策较为严格，因此疫后复苏也面临居民资产负债表修复、供应链打通等多方面问题，经济增长的高度仍受限，所以我们认为：（1）一方面债市总体有所承压，另一方面债市较大调整的可能性也较小；（2）三季度若市场调整，则是年内较好的配置机会。

2.3 港股市场

港股市场 2022 年上半年整体震荡下行，期间恒生指数、恒生国企指数分别下跌 5.42%、5.31%。恒生科技跌幅较大，约为 11.1%。具体来看，大型股（-7.6%）表现明显好于小型股（-13.6%）和中型股（-10.9%）。行业上来看，能源业和电讯业逆势上行，涨幅分别为 19.3%和 4.3%，工业、医疗保健和公用事业跌幅最大，跌幅分别为 19.6%、16.8%和 18.2%。

港股年初在稳经济的预期下大幅上涨。2 月中旬至 3 月中旬，港股出现流动性冲击，期间海外地缘冲突的爆发引发了市场关于中美关系及中国被潜在制裁的担忧。3 月 10 日，美国 SEC 将 5 家中概股列入预定退市名单，进一步加剧了外资对港股的非理性抛售。3 月 16 日国务院金融委会议的召开是重要市场转折点，会议指出“关于中概股，目前中美双方监管机构保持了良好沟通，已取得积极进展”，“关于香港金融市场稳定问题，内地与香港两地监管机构要加强沟通协作”，预示政策底的出现，此背景下港股出现明显反弹。

进入二季度，港股市场波动较大，呈现“N”型走势。4 月，国内新冠疫情的再度反复和蔓延是最重要的影响因素，叠加中概股退市风险以及美联储加息等因素干扰，港股持续回调。5 月初，港股延续下跌，主要受到海外市场持续调整所拖累。但 5 月中旬起至 6 月末港股持续回暖，主要因为国内复工复产稳步推进，叠加政策端积极发力，如 5 年期及以上 LPR 的下调。

展望下半年，港股在二季度出现明显反弹属于国内流动性充裕与基本面拐头向上的共振结果。在防控政策明显放松的催化下，港股市场仍处于上升通道。但需要关注下半年美联储超预期的加息节奏，虽然美国基本面仍未迈进衰退，但居民生活质量下降抬升了中期选举压力，对应通胀是季度的核心点。预计在海外流动性收紧与国内经济修复的对冲下，港股大概率呈现震荡上行的走势。

主要的风险点在于：1）美联储超预期收紧货币政策；2）地缘冲突进一步升级；3）国内产业监管或针对境外上市企业的监管措施加严。

配置方面，我们将重点关注板块：1）**内循环消费板块**。重点关注疫情修复的可选消费，以及具有增长确定性的必选消费，如汽车、啤酒、乳制品以及餐饮与连锁酒店。2）**信息通信板块**。数字经济催化软件与服务需求，叠加互联网板块监管逐渐放松，迎来困境反转。3）**碳中和主题板块**。国内新能源汽车产销有望保持 40% 的年增长，产业链部分环节的格局已较清晰，上中下游也开始逐步显现投资价值。其次，风电、光伏等新能源装机和发电有望加速，带动产业链上下游发展。4）在香港二次上市的**稀缺新经济龙头**。

2.4 美股市场

回顾 22 年上半年，美股持续下跌。道琼斯、标普 500 和纳斯达克指数分别下跌 15.31%、20.58%、29.51%。行业方面，能源股领涨、公用事业小幅上涨，其他行业跌幅较大，信息技术、电信服务和可选消费行业跌幅均在 20%以上。

3 月初以来，市场预期美联储货币紧缩，大宗商品价格由于海外地缘冲突导致上涨，美股市场的表现反映了投资者对滞胀的担忧。5 月以来，疫情的快速扩散，5 月中旬以来北美日新增病例维持在 10 万例以上，造成通胀预期的持续回落。疫情的再度爆发也是今年上半年推动市场不确定性增加的原因之一。虽然数据显示，北美消费和就业保持稳定增长，但部分指标已向市场预告，美国经济增速或于下半年放缓。今年上半年，美国耐用品和非耐用品的实际消费都已出现连续同比负增长，最新的 6 月份消费者信心指数已回落至有历史数据以来的最低点。美国零售业公司沃尔玛和塔吉特今年一季报显示库存同比增速分别高达 43% 和 32%，零售商销售面临不小压力。去年年底以来，美国居民可支配收入同比增速持续下滑，个人储蓄率也降至 2008 年 9 月金融危机爆发时的水平。

越来越多迹象表明，美国有可能即将面临经济衰退，通胀压力在去年四季度开始释放，今年 5 月的 CPI 增速更是接近 1975 年滞胀时期的水平，导致市场对于美联储货币紧缩的担忧进一步发酵，造成美股上半年表现不佳。

展望下半年，若实体经济数据进一步恶化，市场预计美联储有可能放缓加息脚步，甚至可能在明年进行降息的操作。美联储的货币紧缩政策，在短期内并不能快速压制油价和租金价格带来的通胀上涨，若下半年实体经济超预期走弱而通胀回落尚不及预期，不排除美联储或被迫上调通胀跟踪目标，以缓解实体经济增长和金融体系稳定性的压力。

疫情爆发以来，美国的财政和货币合计投放量超过 10 万亿美元，大放水所造成的通胀压力导致今年以来美联储维持其鹰派的货币紧缩立场。目前普遍的市场预期，到明年 2 月，美联储还将加息 225bp，且从今年 6 月起持续缩表，至 2024 年底美联储的总资产规模将缩减 3 万亿美元至 6 万亿美元。

在货币紧缩叠加经济衰退担忧的双重冲击下，机构投资者的资金自 4 月以来持续流出股市，同时散户也在加速离场。估值方面，今年以来，标普 500 和纳斯达克指数的动态 PE 分别收窄 21% 和 27%，但其 18.0 倍和 25.4 倍的动态 PE 还是分别处于历史分位数的 63.2% 和 97.5%（2015 年-2019 年）。在情绪冲击下，短期美股整体估值尚有超调的可能性。在市场预期衰退、甚至滞胀预期下，下半年美股业绩预期或仍有下调空间。

配置方面，在高通胀和低消费的预期下，交易经济衰退将是美股市场下半年的主题。因此推荐具备防御属性的必选消费板块，重视消费降级板块。此外，在油价短期居高不下的前提下，产油国产能暂时无法提升，关注能源板块可能会有比较好的表现。预计在今年四季度或年底，随着市场对美联储过度紧缩的担忧开始逐渐减弱，流动性预期边际转暖或带动优质科技企业再度走强。

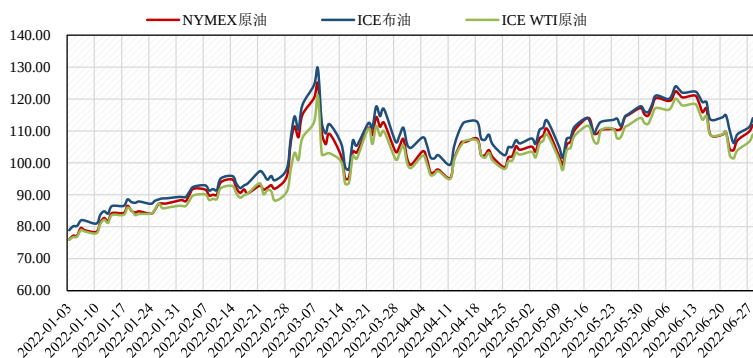
2.5 原油市场

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 年上半年原油市场回顾：供需平衡打破，油价高位震荡。回顾 2022 年上半年的原油市场，一季度因为海外地缘冲突的边际扰动，全球原油价格快速飙升。从 3 月起美国为了控制通胀而进行了 3 次加息，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，原油期货价格呈现震荡上行趋势，经历调整后也能强势上涨，呈现较强的反弹动能。截至 6 月 30 日，油价全面收涨，WTI 主力合约收涨于 103.50 美元/桶，今年以来涨幅为 38.22%；Brent 主力合约收盘 109.20 美元/桶，今年以来涨幅为 40.40%；NYMEX 原油期货以 106.01 美元/桶收盘，今年以来涨幅为 40.95%。

图：2022 上半年全球原油价格表现（美元/桶）



数据来源：Wind、招商基金

2022 年下半年原油市场行情展望：供需紧平衡，预计油价维持震荡偏强走势。

综合展望 2022 年下半年的原油市场，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。

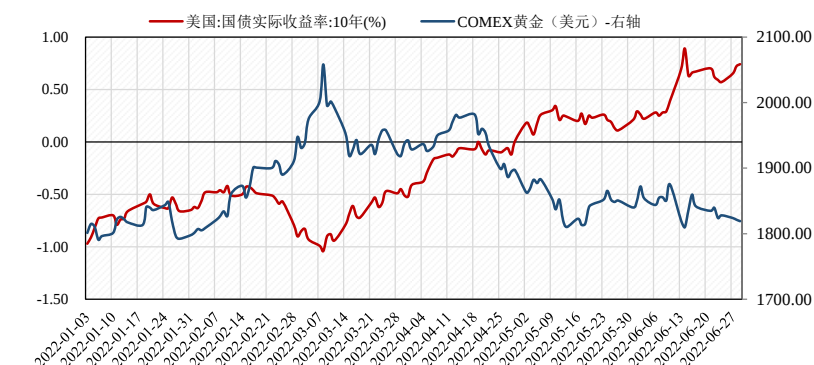
油价中枢上行的根本原因在于长期 CAPEX（资本性支出）投入的不足导致供给端缺乏弹性；即使没有海外地缘冲突，油价中枢抬升也是必然事件。2022-2023 年高油价确定性较强，只是 2023 年的具体价格中枢需结合 2023 年美国油气产业供给弹性及高价对需求的冲击来判断。而 2022 年供给端缺乏弹性。OPEC 闲置产能释放将低于预期，欧洲石油公司转型，而美国石油公司面临严重的供应链问题；预计 2022 年原油价格中枢可能接近 100 美元/桶。同时如果地缘政治事件超预期，不排除油价的进一步上行风险。结合近期欧美对俄罗斯的制裁升级，每减少 100 万桶/天的供应可能对应增加 20 美元/桶的价格上行风险。2023 年需要持续跟踪美国油气产业的供给弹性，如果供给缺乏弹性则不排除中枢进一步上移的可能性。即使高价消灭部分需求，再平衡的原油价格中枢将提升。

2.6 黄金市场

黄金：上半年金价呈现倒 U 形，预计下半年仍有压力。

2022 年上半年金价回顾：上半年黄金价格整体呈现倒 U 形态势，COMEX 黄金年初价格位于 1830 美元，3 月初一度飙升至 2078 美元，此后逐步震荡回调，截至 6 月 30 日收于 1808 美元，上半年呈现震荡态势。节奏上来看，上半年黄金先是受海外地缘冲突爆发和美国通胀高企影响，COMEX 黄金价格突飞猛进，在 3 月初一度逼近 2020 年的历史高点，之后受美债实际收益率阶段性上升以及海外地缘冲突边际影响减弱影响，COMEX 黄金价格持续回落至年初水平。

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 年下半年金价展望：展望下半年，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。总体上，黄金面临两大已经摆在明面上的利空：一是美元指数从年初以来上行的幅度非常大；二是全球利率中枢上行，美国 TIPS（五年期通胀保值国债）实际利率转正。比价上看黄金更像是抗通胀的零利率资产，那么 TIPS 实际利率转正后，相比于之前负利率的时段，黄金的优势已经消失了。

地缘政治冲突仍在，风险偏好仍有掣肘。俄乌危机方面，5 月 19 日，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危机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；美国方面，每日新增确诊病例处于 10-20 万例左右，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，7、9 月份加息幅度仍可能是 50bp 或 75bp，同时开启缩表进程。

点阵图预计 2022 年加息至 3.5%，最快 2023 年 Q1 结束加息、2024 年进入降息周期，结合鲍威尔略显宽松的政策表述，6 月议息会议美联储整体政策立场相较市场预期更为鸽派。但是，在通胀年内可能再破前高的背景下，7 月加息幅度大概率仍是 75bp；9 月预计加息 50bp，进入 Q4 后加息力度可能回至 25bp。相较点阵图，未来加息预期的演变可能呈现出加息力度前置化的特征。在沃尔克思想的指引下，“大刀阔斧”加息对打压通胀的作用明显优于“钝刀割肉”。

2.7 汇率市场

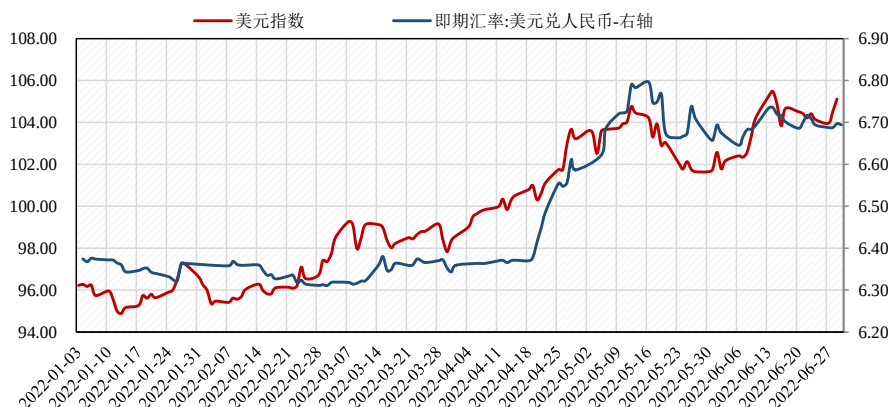
汇率：上半年美元震荡上行，下半年美元指数或冲高回落。

2022 年上半年汇率走势回顾：上半年美元整体震荡上行，呈现“推土机行情”。美元指数年初位于 89.2，上半年最高曾上行至 105.8，5 月中旬起震荡加剧，截至 6 月 30 日收盘于 104.7。人民币兑美元走势整体跟美元互相契合，年初位于 6.37，上半年最低曾贬值至 6.80，6 月底调整至 6.69。

上半年美元持续走强（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，一是俄乌危机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”。

图：美元兑人民币汇率走势



数据来源：Wind、招商基金

2022年下半年汇率走势展望：展望下半年，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，美元仍有进一步上行空间，不排除进一步冲击年内前高的可能性，对应人民币兑美元汇率可能再次回贬至 6.8 附近。考虑到美元指数的本质反映的是美国经济名义增长的强度，下半年通胀预期的降温、美国经济增速的回落以及美联储调整货币政策立场后紧缩预期的回退都将驱动美元指数回落（回落逻辑的本质与美债收益率较为一致），年末预计美元指数位于 98-100 附近。

俄乌危机方面，5月19日，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危机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；美国方面，每日新增确诊病例处于10-20万例左右，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，7、9月份加息幅度仍可能是50bp或75bp，同时开启缩表进程。

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空间。

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。5月份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。

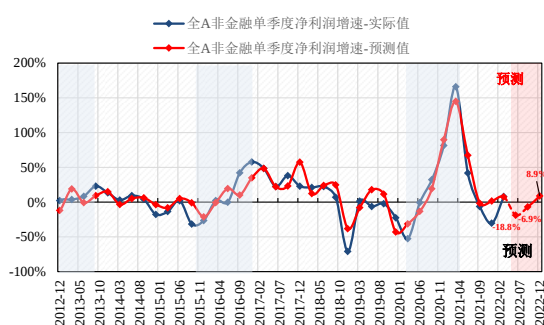
考虑到当前财政政策以保市场主体为导向，提振经济的效果存在不确定性。如今重申“努力实现全年经济社会发展目标”，意味着随着疫情冲击逐渐消退，下半年增量财政政策可能过渡到精准提升经济增速。具体包括：①加大存量资金盘活力度、使用结余资金基本能够弥补财政少收导致的收支缺口。②调增政策性银行信贷额度，负债端可能主要来自金融债。③重启 PSL（抵押补充贷款）也存在一定可能性。

央行政策边际转松，最新的二季度例会统稿显示，周期性货币政策加入疫情考虑，明显向“稳增长”倾斜，而对宏观杠杆率的重视程度暂时下降；结构性货币政策更加注重支持基建和制造业，尤其是产业升级以及能源食品安全。往前看，货币宽松还需财政、地产等政策相配合。总体来看，后续还会有一揽子刺激政策落地，包括货币政策趋松、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。

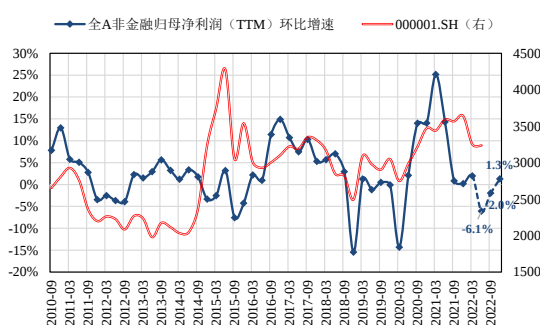
2) 基本面：“稳增长”政策初见成效，经济动能边际修复。6 月 PMI 生产、新订单、新出口订单指数均大幅回升，各项开工率指标环比均呈现上升趋势，这表明随着疫情逐步得控与复工复产的推进，经济动能开始向上修复。考虑到上海全面复工复产复市，供应链仍将继续恢复，同时乘用车购置税减免等重磅“促消费”政策将于 6 月集中发力，未来经济修复预期有望进一步增强。往后看，由于本轮疫情冲击压制较强，积压经济活动短期释放，可能带来经济短期修复的弹性加大，服务业、传统经济短期都会有不俗表现，而持续性与确定性更强的领域集中在新经济领域。

3) 盈利端：A 股下半年盈利增速有望逐季改善。当前市场正从政策发力期逐步迈向政策见效期，宏观经济预期的修复有望带动盈利预期的明显改善。基于自上而下盈利预测定量测算，预计今年二季度至四季度全 A 非金融单季度归母净利润同比增速为-18.8%/-6.9%/8.9%，二季度盈利增速将面临大幅下滑，今年三、四季度单季增速逐步修复。环比视角下，亦可观察到盈利的积极变化。从环比视角来看，预计 Q2-Q4 全 A 非金融归母净利润（TTM）环比-6.1%/-2.0%/1.3%，盈利环比出现积极变化。从信用-盈利的时滞来看，亦指向下半年 A 股实际盈利动能的逐步改善。

图：下半年盈利增速逐季改善



图：环比视角亦可观察到盈利的积极变化



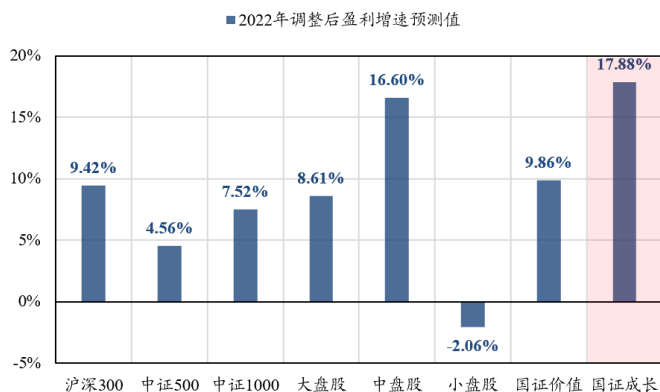
数据来源：Wind，招商基金

后市展望

方向与区间：“稳增长”政策持续加码叠加疫情负面冲击逐步消退，基本面预期最悲观时刻已然过去。展望下半年，投资者对经济的预期明显好转，风险偏好底部回升。

结构配置：机会在低风险特征的股票。从避险追逐业绩确定性，转向需求边际改善的盈利高增长板块。随着经济底与市场底确认，“稳增长”政策落地，投资人从恐慌避险转向适度接受风险，投资风格从仅强调业绩确定性类现金资产转向需求边际改善的盈利高增长板块，关注受益于政策支持、增量经济带来的需求恢复弹性较大的板块。

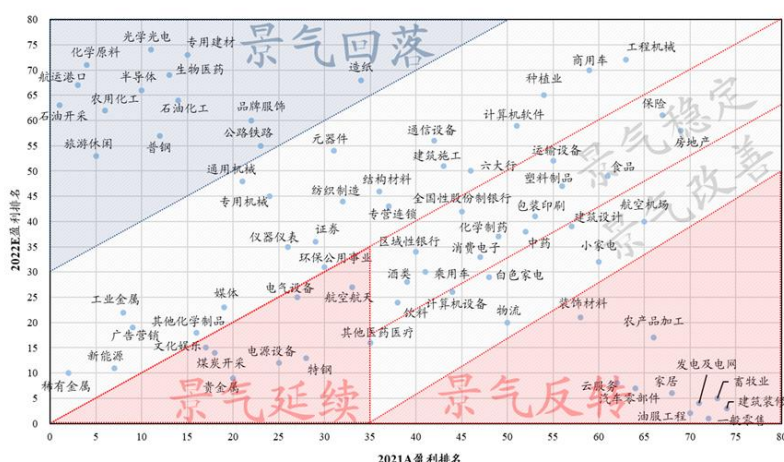
图：高盈利增速具备稀缺性



数据来源：Wind、国君策略、招商基金

行业配置：聚焦确定性改善的成长和消费。当前市场对经济的预期从极度悲观中逐步向上恢复，风险预期收敛下呈现反弹。考虑海外流动性压制缓释和国内经济预期向好带来积极的风险评价变化，投资重在盈利改善的确定性。下个阶段行业配置主线，应聚焦于前期调整较大但当前改善确定性更强的成长和消费板块。

图：A 股细分行业景气度分布



数据来源：Wind、招商基金

图：主要 A 股指数估值水平

主要指数		2022/6/30	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	18.3	32.2	11.6	18.1	0.5						√				
	WIND全A(剔除金融、石油石化)	27.8	64.2	18.2	28.7	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	13.0	25.2	8.1	12.6	0.6						√				
	中证500	21.1	80.3	16.2	29.7	0.1		√								
	中证1000	30.3	125.5	20.0	42.6	0.1		√								
	中小板100指数	34.9	59.2	18.7	31.5	0.8										
	创业板100指数	56.1	123.1	27.8	52.6	0.6							√		√	
	中小板综合	49.3	85.8	23.3	41.0	0.8									√	
海内外相对估值PE(TTM)	创业板综合	64.0	174.9	28.9	63.1	0.5						√			√	
	恒生AH溢价指数	8.0	20.9	7.5	9.6	0.1	√									
	上证沪港通AH溢价指数	7.7	9.9	3.0	4.4	0.7							√			
	上证指数/标普500	0.7	1.2	0.4	0.6	0.7								√		
	相对估值PE(TTM)	创业板100指数/沪深300	1.9	1.9	0.6	1.3	1.0									
	创业板综合/沪深300	2.1	3.7	0.9	2.0	0.6						√				
相对估值PB(LF)	创业板100指数/沪深300	4.4	6.0	1.6	3.6	0.7									√	
	创业板综合/沪深300	3.0	5.3	1.4	3.0	0.5						√				

数据来源：Wind、招商基金。指数过往情况不代表未来表现。

3.2 债券投资策略

3.2.1 利率产品

2022 年上半年债市走势回顾

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。4-5 月，上海疫情和全国散发疫情下，经济增速再度回落，资金利率再度放松至新低水平，债市走出一波小牛市。6 月，疫情逐步控制，“稳增长”政策效果逐步显现，股债跷跷板效应显现，利率债重新调整至年内收益率偏高水平，但资金利率宽松背景下，信用债收益率水平多数较年初有所下行。

2022 年二季度利率产品展望

基本面方面，6月高频数据显示楼市车市环比改善明显，行业开工率涨跌不一，工业品价格有所回落。

生产方面，全国 247 家钢铁高炉开工率 6 月均值好于 5 月，但第四周因行业亏损加剧有所回落；焦化企业开

工率第四周也明显回落；PTA 江浙织机负荷率走低；山东地链开工率环比 5 月末上行 7.9 个百分点。全国石油沥青装置开工率环比 5 月末回升 1.4 个百分点。汽车半、全钢胎开工率 6 月均值高于 5 月，同样是第四周略低。需求方面，30 大中城市 6 月日均销售面积明显好转，达到 53.8 万平，同比降幅收窄至-10.4%；汽车需求上，6 月 1-26 日，乘用车市场零售 142.2 万辆，同比去年增长 27%，较上月同期增长 37%；乘用车厂商批发 150.4 万辆，同比去年增长 40%，较上月同期增长 34%。

景气指数上，6 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 50.2%、54.7%和 54.1%，高于上月 0.6、6.9 和 5.7 个百分点，均升至扩张区间。生产、新订单等主要分项均有回升。

海外方面，欧美先行指标大幅减速，美国制造业和服务业 PMI 降至 2020 年 7 月以来低位，市场对欧美增长减速甚至“衰退”担忧加大。美国 6 月 Markit 制造业、服务业 PMI 分别环比下跌 4.6、1.8 个百分点；欧元区制造业、服务业 PMI 分别环比下跌 2.6、3.3 个百分点。通胀问题成为焦点，美国 6 月通胀数据再度超预期，同时美联储 6 月加息 75bp，鲍威尔表示“即便面临衰退风险，也要强力控通胀”。

展望下半年，对债市利空的因素主要有经济基本面的温和复苏、“稳增长”一揽子政策（包括“宽信用”、“宽财政”）的推进和落地、偏紧的外围货币政策环境，但因为疫情对经济的影响仍在，且防控政策较为严格，因此疫后复苏也面临居民资产负债表修复、供应链打通等多方面问题，经济增长的高度仍受限，所以我们认为：（1）一方面债市总体有所承压，另一方面债市较大调整的可能性也较小；（2）三季度若市场调整，则是年内较好的配置机会。建议关注以下几点，并进行交易判断：（1）目前资金面水平仍处在极低的状态，也导致信用利差压窄，如果因为信贷需求增加，资金面有小幅抬升但不至于令市场感觉紧张，则信用利差有重定价的可能。（2）从基数效应看，去年因拉闸限产、地产调控等因素，3 季度下行较大，这有利于三季度的同比数据好转。（3）从部分高频数据看，地产销售有所好转，如果能够持续好转，则债市需要警惕。（4）国常会提出政策性、开发性金融工具，通过发行金融债券等筹资 3000 亿元，用于补充重大项目资本金或为专项债项目资本金搭桥。中央财政予以适当贴息。结合此前提出调整政策性银行 8000 亿信贷额度，政策拉基建，稳就业的意图较为明显，这也将带来可观的长期限政金债供给和中长期贷款需求。（5）从绝对收益水平和相对估值看，债券安全边际一般。

投资策略：

（1）调整后的利率逐步进入配置区间，可根据调整幅度考察各期限利率债的相对价值进行配置；

（2）债券的总体绝对收益率水平偏低，票息策略作用有限，建议维持一定的组合杠杆，维持组合弹性，可在市场调整至配置区间后择机增加杠杆；

（3）目前曲线结构陡峭，3 年和 7 年是相对凸点，5 月末至 6 月末调整后利率债基本回到年内高点，利率债相对价值好于信用债。信用利差拉大至今年 3 月末水平时可择机增仓相应期限和等级的信用债。

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

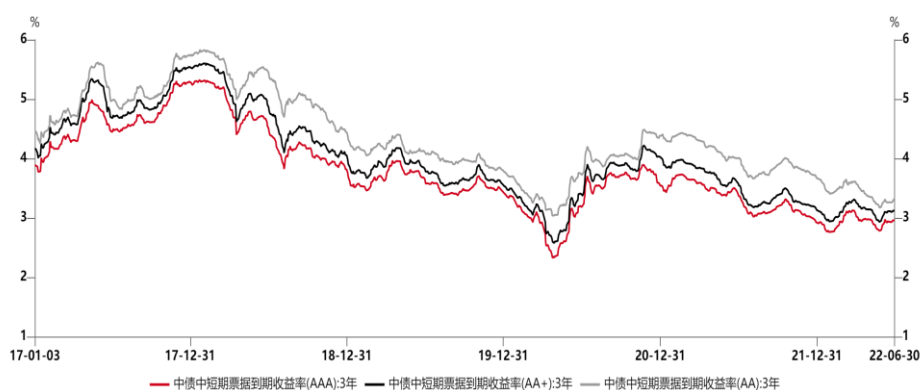
地产方面，近期弱二线以下的政策放松力度较大、持续时间较长，但从主流房企的销售来看依然没有起色，市场对于房企的远期基本面预期悲观，砸盘已经波及混合所有制企业，整个民企债价格体系继续下移。4月下旬以来资金淤积在金融体系叠加信用债供给不旺，资产荒背景下市场对城投债的情绪一致偏乐观，将城投信用利差压到了历史 20%分位以下，特别是 1y 中低等级城投已经低于历史 10%分位，但考虑到低层级弱资质城投的融资端未见实质性改善，加之土地出让收入大幅下滑导致地方财政现金流持续紧绷，我们认为在当前点位下沉城投性价比相对有限。**2022 年下半年信用债投资仍以严控信用风险为前提，坚持票息策略，努力增厚基金收益。**

企业债/公司债/中期票据

一级市场方面，今年 1-6 月全市场信用债发行情况较往年同期表现较好，总发行额处于近五年次高水平，其中总发行 61604 亿元，净发行 15333 亿元，相较往年同期水平，总发行量上升明显使得净发行额处于近年来次高水平。其中公司债、企业债及中票合计发行金额为 31377 亿元，净融资额 10675 亿元，相较于去年同期水平，因为总偿还量收缩而使得净融资额明显上升。

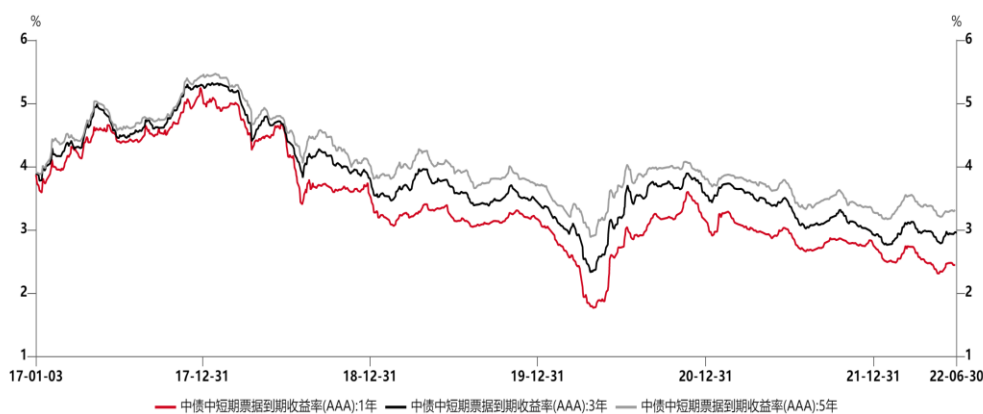
二级市场方面，今年上半年信用债二级市场收益率走势分化，其中中长端产品收益率小幅上行，短端产品收益率下行。以 AAA 级中短期票据为例，上半年 1 年中短期票据收益率下行 30bp，3 年中短期票据收益率上行 4bp，5 年中短期票据收益率上行 7bp。期限利差方面，期限利差全线走阔，1-6 月中短端期限利差走阔 35bp，中长端期限利差走阔 2bp。信用利差有所走阔，其中长端产品走阔幅度较大，以 AAA 级中短期票据为例，1y 信用利差较 1 月初走阔 1bp，处于历史 22%分位水平，3y 信用利差较 1 月初走阔 1bp，处在历史 18.4%分位水平；5y 信用利差较 1 月初走阔 6bp，处在历史 68.6%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



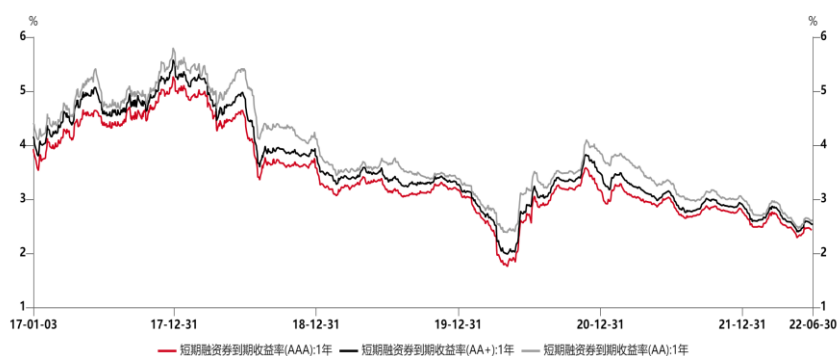
数据来源：Wind、中国债券信息网、招商基金

短期融资券

一级市场方面，2022 年上半年短期融资券总发行量为 26129 亿元，净融资额为 4253 亿元，其中发行额同比减少 286 亿元，净融资额同比增加 2577 亿元，短融总发行量处于近五年中间水平，由于总偿还量规模同比有所下降，导致净发行量达到近年来次高水平。

二级市场方面，上半年短融收益率全线走低，其中高等级品种下行幅度较大，AAA 等级品种收益率下行 31bp，AA+ 等级品种收益率下行 31bp，AA 等级品种收益率下行 36bp。信用利差方面，2022 年上半年中高等级短融信用利差与年初基本持平，AA 等级品种信用利差收窄 5bp，处于历史 5.80% 分位水平。等级利差方面，中高等级利差与年初基本持平，中低等级利差收窄 5bp。

图：短期融资券到期收益率（各等级一年期）走势图



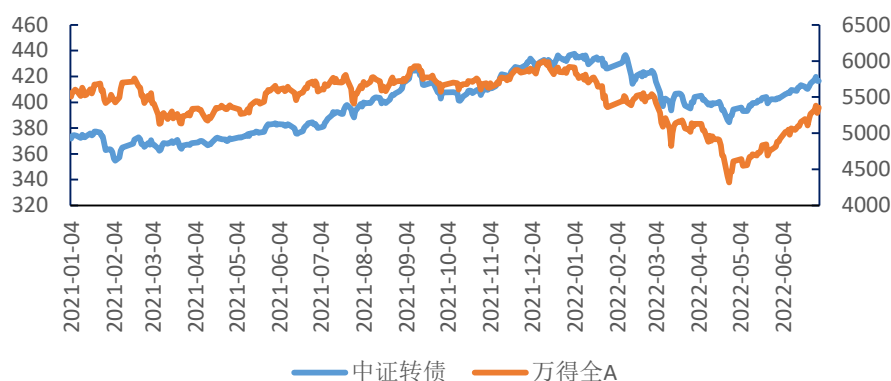
数据来源：Wind、中国债券信息网、招商基金

3.2.3 可转债

2022年上半年A股市场与转债市场整体呈现“V型”走势，截至6月30日，上半年万得全A下跌9.53%，中证转债下跌4.07%，转债市场表现强于股票市场。具体来看，权益市场上半年走势可分为三个阶段：从年初到2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。2月中旬到4月下旬为第二阶段，在海外地缘冲突不断升级、全球大宗商品价格快速上涨、国内疫情反复以及美联储加息超预期背景下，A股与转债市场整体进入快速下跌通道。4月底到6月底为第三阶段，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，权益市场从估值绝对底部进入快速上行修复通道。转债估值方面，目前全市场转股溢价率均值53.37%，较年初大幅上行19.13个百分点，处于2017年以来98.2%分位数水平。

展望后市，正股层面，一方面在疫情持续好转，复工复产率持续上升、疫情管控存在边际放松趋势以及5月经济数据好于预期下情绪逐渐好转；另一方面，也面临中报业绩压力、前期获利盘获利了结以及海外市场的压制。后续直接开启全面牛市概率较低。建议考虑保持中性仓位，注重结构性机会。估值层面，各平价区间转股溢价率均处于高位。虽然流动性充裕以及A股情绪逐渐回暖为转债高估值提供保障，但目前估值脆弱性也在不断加大。短期看，可转债监管新政或对转股溢价率有阶段性压制，但长期看影响十分有限，且新规中对炒作的限制实质利好主流机构投资品种。**后续策略上或可配置适当均衡，关注中报确定性强的军工板块以及受益于疫情恢复的航空、消费板块。**

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。