



招商基金投资策略报告

2022 年·8 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	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	17
4	大类资产配置观点汇总	18

招商基金 2022 年 8 月投资策略报告

1 宏观经济环境

1.1 海外市场

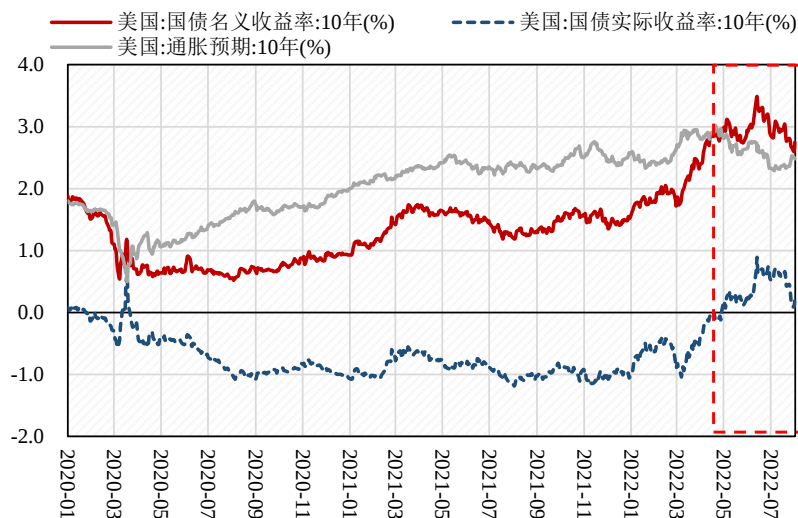
7 月美国加息缩表短期钝化，美债收益率边际回落，7 月美股市场集体反弹。7 月 FOMC 会议宣布加息 75bp，联邦基金期货隐含的剩余加息预期次数下调，整体显示加息预期小幅回落。具体来说，最新的联邦基金利率期货隐含的 2022 年 9 月预期加息次数回落至 2.3 次，2022 年底预期加息次数回落至 3.9 次。加息预期见顶回落的主要原因，是近期美国经济数据进一步表现出减速迹象。美国 GDP 连续两个季度负增长，已经进入技术性衰退。但目前，美国劳动力市场依然紧张，失业率稳中有降，打破了过去 60 年“经济弱、失业升”的历史规律。强劲的劳动力市场使得美国经济目前尚未进入“产出下降、失业率上升、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极为狭窄。总体上，美联储紧缩最快阶段可能接近过去。**从指数表现上来看，7 月美股纳斯达克指数上涨 12.35%，标普 500 指数和道琼斯工业指数分别上涨 9.11% 和 6.73%，三大股指月度显著反弹。

海外宏观经济展望：市场关注美国通胀回落及预期变化。由于上游大宗商品此前整体回调，加上美国成品油价格显著回落，通胀预期未来的变化具有很大的不确定性。美联储 7 月议息会议纪要强调近期消费和生产的趋弱，货币政策上不会给未来提供清晰锚定的路径指引，同时也需要一段时间低于潜在增速的增长来抑制通胀。考虑到 8 月是议息会议空窗期，从月初开始，各项经济数据与联储官员讲话都可能会给市场预期带来波动。美债方面，通胀问题解决之前仍难以趋势性下行，只是在欧洲能源危机、美国衰退担忧、博弈通胀拐点和美联储加息放缓等因素扰动下，波动区间的下沿可能有所下移。

7 月 28 日，美国公布二季度 GDP 年化环比降至 -0.9%，一季度 GDP 年化环比已下滑 1.6%，表面上符合了市场连续两个季度负增长的“技术性衰退”定义。但从更为严格界定经济衰退的 NBER（National Bureau of Economic Research，美国国家经济研究局）所用指标看，经济衰退仍有距离。NBER 主要考察的指标包括：扣除转移支付后的个人实际收入、非农就业、家庭调查就业、实际个人消费支出、实际制造与贸易销售、以及工业生产。综合观察上述指标，对比历史衰退区间的情况，虽然距离衰退有一定距离，但增长放缓是不争的事实，二季度 GDP 也凸显了经济增长的压力，美国经济最终走向衰退或将成为大概率事件。高通胀

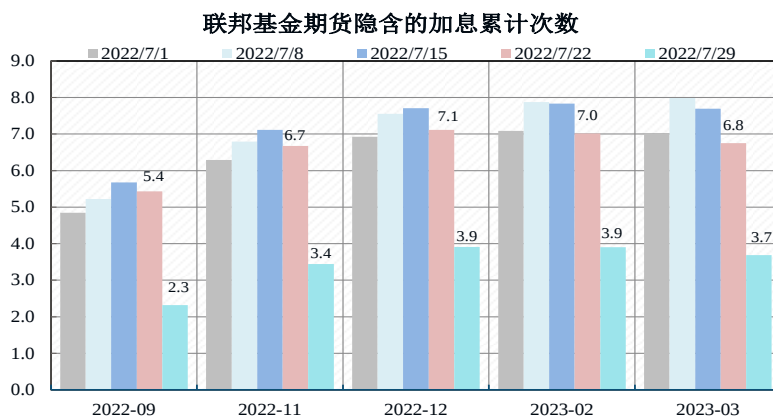
到加息再到对经济衰退的担忧，或会导致美国股票市场持续波动。

图：衰退担忧下，美债收益率波动区间下沿回落



数据来源：Bloomberg，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

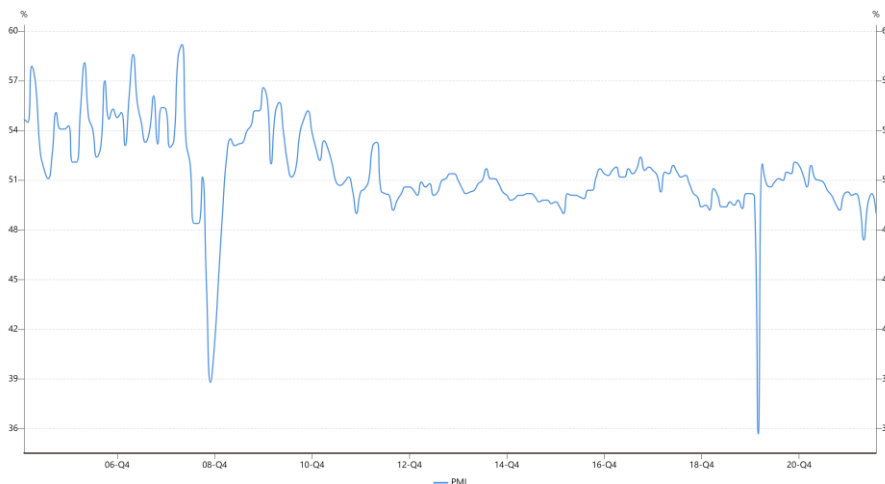
国内：整体来看，实体经济数据偏弱但实体信用数据方面出现积极信号。流动性整体依然维持在合理充裕的区间内，通胀水平也依然在合理区间内。

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。

7 月份制造业 PMI 较上月拐头向下，录得数据 49%，下降至枯荣线以下且低于预期。投资数据方面，基建投资增速连续三个月上升，政府对经济托底意图明显。固定资产、房地产、制造业投资均持续下滑。疫情对社会消费品零售总额的负面影响减弱，恢复至正增长，录得数据 3.1%。出口增速数据持续强劲，最新

一期录得数据 22.2%。

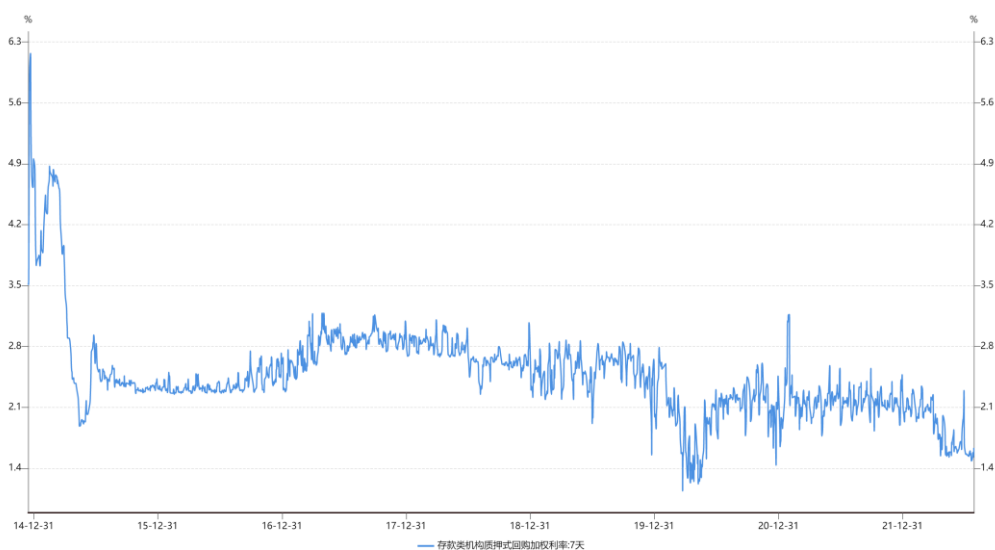
图：7 月制造业 PMI 较上月拐头向下



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）经历前期由于疫情影响消除、半年末 MPA 考核、地方债加速发行等因素带来的明显走高后，近期随着半年度因素影响消除等原因，流动性又出现了短暂淤积，目前回到较低水平。整体来看，债券市场流动性依然保持在合理充裕的区间内。

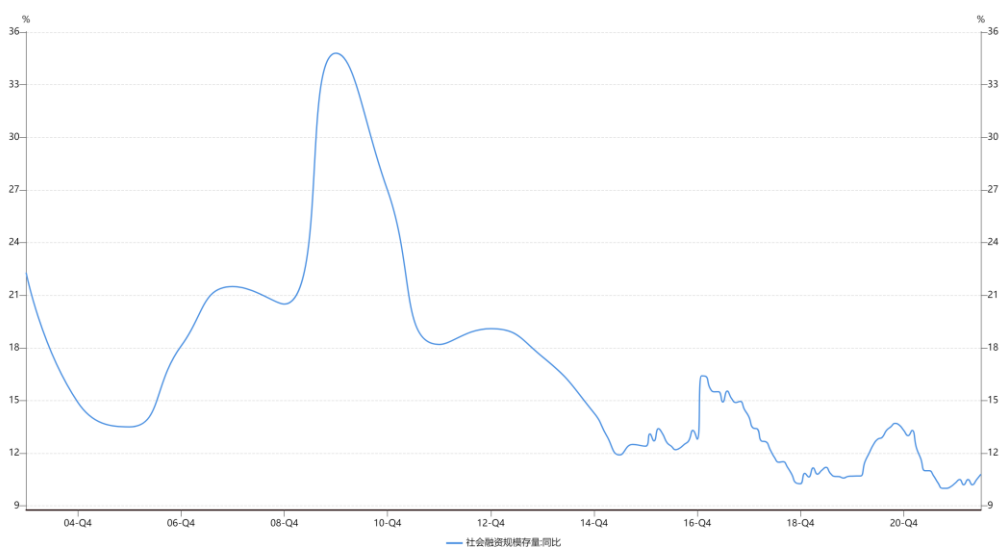
图：DR007 目前回到较低水平，整体仍保持在合理充裕区间内



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 6 月份持续小幅回升，录得数据 10.8%。社融两年 CAGR（复合年均增长率）增速有筑底迹象。企业中长期贷款同比增速近一年来首次回升，录得数据 11.99%。

图：社融存量中枢有所抬升



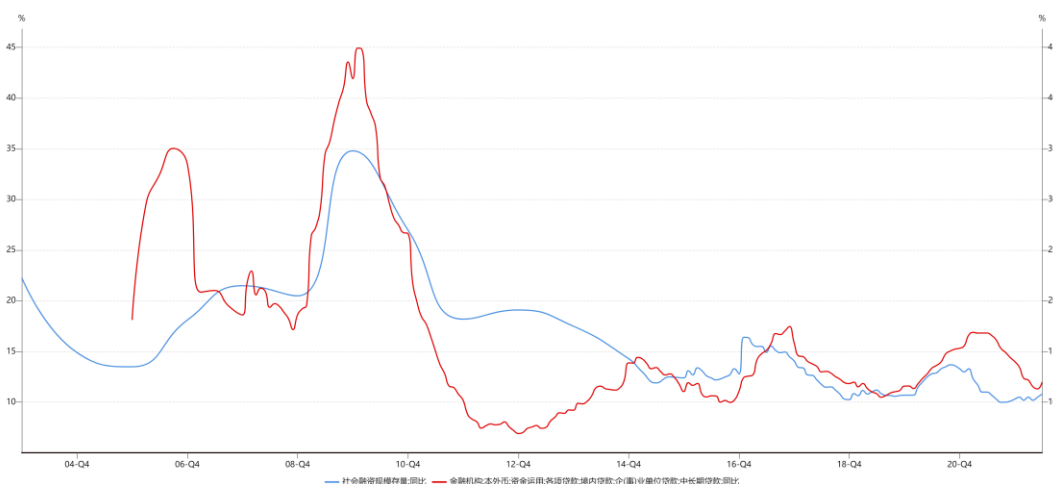
数据来源：Wind，招商基金

图：社融存量 2 年 CAGR 有筑底迹象

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

数据来源：Wind，招商基金，单位：%

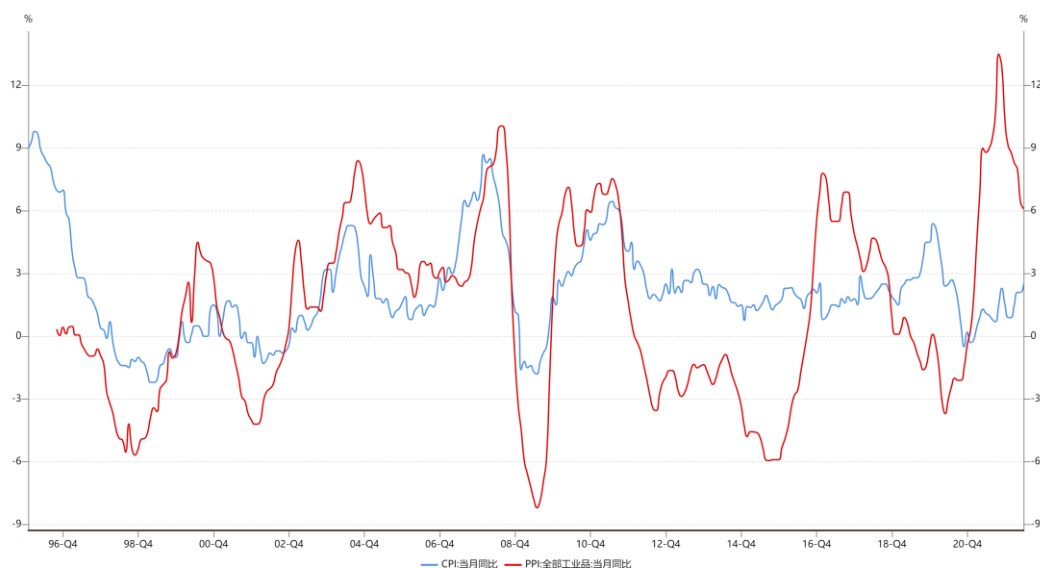
图：企业中长期贷款同比近一年来首次回升



数据来源：Wind，招商基金

通胀方面，PPI 持续回落，6 月录得数据 6.1%。CPI 持续小幅攀升，录得数据 2.5%，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

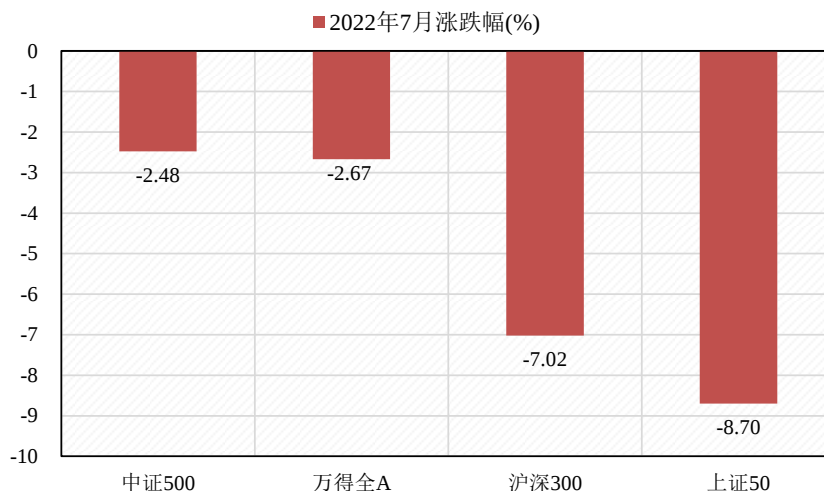
2.1 A 股市场

7 月 A 股回顾：市场震荡调整，风格分化。7 月宏观波动正在放大，市场逐步进入调整。部分投资者担心经济改善的持续性与力度，观望情绪升温，两市成交也有所降低。

A 股展望：预计继续维持区间震荡，成长或相对好于价值。伴随投资者对 7 月政治局会议关于增量经济

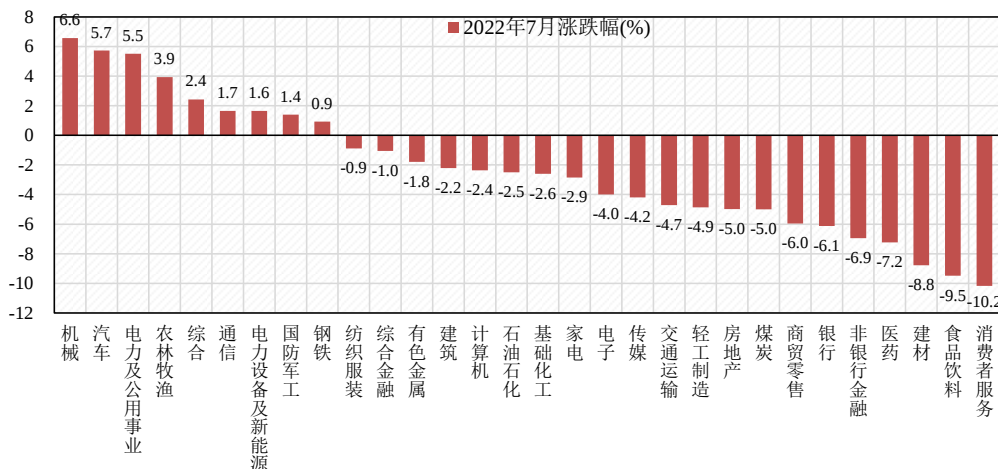
政策和房地产刺激预期的落空，实体经济（如 PMI）和信用环比改善速率的放缓，市场短期或将对包括政策预期、盈利预期、流动性预期在内的多项预期进行修正。在预期修正期内，经济周期相关的价值板块获得系统性改善的难度较大，行情或将走向进一步的分化，成长板块或有相对较好的表现。

图：2022 年 7 月主要股指涨跌幅（%）



数据来源：Wind，招商基金

图：2022 年 7 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。

风险提示：上述观点、看法和思路根据当前市场情况判断做出，今后可能发生改变，不构成投资推荐或建议。

2.2 债券市场

7 月债市回顾：7 月债券市场走势转强，各期限利率品种、各等级信用品种收益率均有所下行。跨半年度后，隔夜和 7 天利率明显回落，且进一步创新低；6 月期和 1 年期国股存单收益率在此前低位的基础上再度下行。7 月债市快速上涨，央行月初减少国债逆回购操作量并没有改变资金利率宽松局面，资金利率进一步下行、高频数据走弱、未有明显财政刺激政策出台等因素主导了 7 月债市走势。

债市展望：短期来看，在诸多利好因素下，债市仍将有可能继续处在走强势头中，但绝对收益率水平

偏低或是较大阻碍。考虑到疫后经济修复和宽信用的持续发力、通胀预期抬升以及当前债市的绝对收益水平、信用利差水平，若 10 年国债继续下行到低于 2.7% 的位置，则应当保持谨慎。中期来看，地产销售的持续性有待验证、防疫对经济（尤其是消费）的扰动仍存，同时外需走弱的迹象会逐渐增强，我们判断经济复苏需要的时间可能会更长、节奏或更缓慢。此外，经济弱复苏的情形下，货币政策大概率依然维持宽松，暂未出现明显收紧信号，对债市形成支撑。策略上，杠杆和票息策略依然占优，另外，在长债调整过程中，可适度在高位拉长久期进行波段操作，但需及时止盈。

2.3 港股市场

7 月港股市场回顾：7 月恒生指数下跌了 7.8%，恒生国指下跌了 10.2%，在全球主要股指中表现靠后。具体来看，（1）中型股（-8.9%）领跌，大型股（-8.6%）表现弱于小型股（-7.4%）；（2）香港本地/外资股（-2.7%）表现优于中资股（-6.5%）；（3）行业方面，仅恒生电讯业（+1.3%）上涨，恒生地产建筑业（-13.4%）、资讯科技业（-12.0%）和非必需性消费业（-8.8%）表现相对较差。

截至 2022 年 7 月 29 日，恒指 PE（TTM）为 7.4 倍，恒生国指 PE（TTM）为 6.3 倍，较 6 月底的 8.1 倍、6.8 倍有所下调。

恒生 AH 股溢价指数较 6 月底有所上升。截至 2022 年 7 月 29 日，AH 溢价指数为 144.41，高于 6 月底的 141.89。7 月份，南向资金净流入规模达到 17.7 亿元人民币（20.2 亿港元）。

港股展望：近期国内流动性仍处于充裕阶段，经济基本面处于弱复苏。海外方面，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，应对通胀是三季度核心。**短期市场对于国内外基本面以及流动性具有较为充分的预期，港股市场在中报调整后，大概率呈现震荡行情，可适当关注高股息板块。**

配置方面，港股市场整体偏震荡，目前我们关注的板块：（1）**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。（2）**火电运营商板块**。需求端来看，今夏气温偏高，各地用电负荷屡创新高。供给端来看，水电超发的现象褪去，火电利用小时数或将明显提升，因而板块三季度的业绩环比、同比改善趋势明显。中期来看，火电具备持续盈利能力的新共识或将形成。同时“火转绿”加快带动绿电装机占比，且火电调峰、储能作用更加迫切，火电公司估值中枢也将提升。

（3）**传统能源板块**。近年来由于传统化石能源资本开支增速明显下滑，传统能源（尤其是煤炭行业）供给明显受限。国内外催化剂：欧盟的能源禁令已产生效果，叠加海外地缘冲突，供需失衡支撑煤炭价格维持高位；国内新批产能有限，且短时无法贡献产量，环保和安检趋严限制了存量扩产。在供需失衡的情况下，

长协要求大幅抬升了煤炭盈利中枢。（4）长期或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板块的相关机会。

2.4 美股市场

7月美股市场回顾：回顾7月，三大指数普遍收涨。纳指涨12.35%，创2020年4月以来最大月涨幅。标普涨9.11%，道指涨6.73%，均创2020年11月以来最大月涨幅。

美股展望：盈利层面，高基数叠加整体需求回落，美国上市企业盈利增速或继续趋弱。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，估值可能继续承压，且当前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，在不确定性较高的背景下，美股仍存在较大的波动性。**

美股目前向上突破箱型震荡区间，标普500突破4000点，多头已经占据强势地位。三季度CPI或难创新高，且期间没有FOMC会议、没有业绩期，市场缺乏下行催化剂，三季度美股或将有一轮反弹。未来或可关注估值修复空间大、商业模式抗滞胀、增长预期高、前期超跌的板块，可重点关注兼具多重反弹优势特征的板块，如软件业SaaS、新能源车、半导体等。

2.5 原油市场

原油：需持续关注美联储加息政策，供应不足背景下预计原油期价呈现宽幅震荡走势

7月原油市场回顾：供应失衡支撑油市，需求忧虑抑制空间。2022年7月，国际原油价格震荡走弱，受欧美重要国家加息的影响，7月中上旬国际原油走势偏弱。伴随着全球持续的高通胀，市场对经济衰退的担忧有所升温，叠加美国汽油库存增加，全球对后续原油的需求感到担忧，价格呈现大幅回落的局面。7月中旬一度跌至94美元/桶左右。在利空消息面消化之后，国际原油小幅反弹，在100-105美元/桶附近波动。从目前情况来看，原油基本面仍为“供不应求”。7月中下旬，欧盟对俄罗斯实施石油制裁方案，伊朗核问题谈判进展缓慢，俄罗斯削减通过北溪一号管道输送欧洲的天然气供应，供应忧虑支撑油市，国际原油震荡回升，上海原油期价反弹回升，处于600-690元/桶区间波动。上海原油主力合约期价与阿曼原油现货贴水呈现走阔，上海原油主力合约处于贴水20至贴水48元/桶区间。

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：供应结构性失衡，预计原油期价呈现宽幅震荡走势。

8 月，需要持续关注美联储加息政策，下半年美联储持续加息应对美国国内的高通胀或成为大概率事件，但是美国的单纯加息手段很难长期打压高油价，供应不足或成为 8 月对油价影响的另一个重要因素。目前美国原油产能释放不足和 OPEC 的减产协议导致目前能源市场供应无法满足市场需求。

欧美央行采取紧缩政策遏制通胀，经济衰退及需求放缓忧虑增强，加剧金融市场波动幅度。8 月 OPEC+ 将正式结束减产协议，预计延续稳健增产政策，产能瓶颈制约增产幅度。北半球处于夏季出行高峰，欧美制裁俄罗斯石油导致供应结构性失衡支撑油市；而欧美央行紧缩政策，经济放缓抑制需求预期等因素压制油价上行幅度；预计原油期价将呈现宽幅震荡走势。我们预计 WTI 原油主力合约价格处于 88 美元/桶至 105 美元/桶区间波动，布伦特原油主力合约价格处于 95 美元/桶至 110 美元/桶区间运行；上海原油对布伦特原油贴水走阔，预计上海原油期货主力合约处于 620-730 元/桶区间运行。

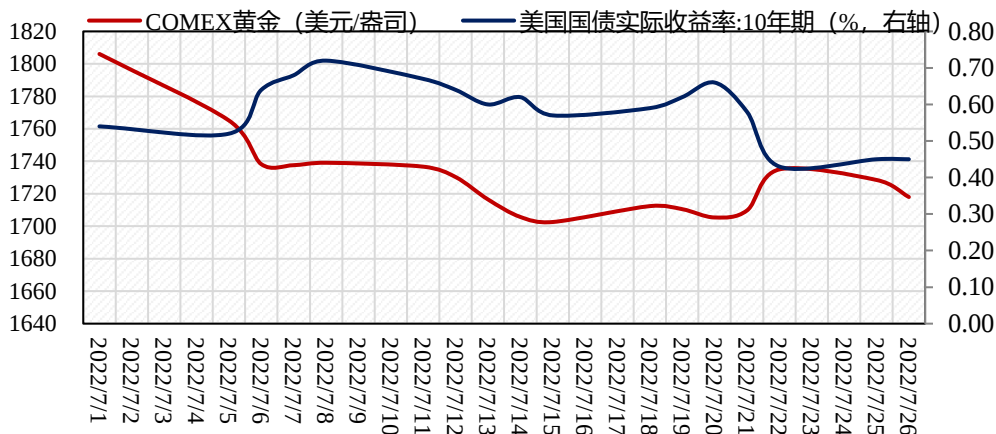
2.6 黄金市场

黄金：7 月金价整体震荡下跌，预计 8 月金价短期维持中性趋势。

7 月金价回顾：7 月黄金整体呈震荡下跌态势，COMEX 黄金月初价格位于 1806 美元/盎司，后持续下跌，月中最低曾下探至 1702 美元/盎司。7 月上旬，大宗商品市场下跌为主，整体波动加剧，欧元兑美元跌破 1，为 20 年来首次，美元指数创新高，金价继续承压下行。7 月中旬，沪金与 COMEX 黄金均呈现触底反弹的走势，主要受益于美元指数回落。欧洲央行宣布加息 50bp，推升欧洲利率走高，带领着欧元兑美元反弹，因此出现美元指数回落 107 下方、金价同步反弹的走势。7 月下旬，黄金市场资金离场，金价小涨，因

美国公债收益率回落和美元下跌，在经济风险持续存在的情况下，黄金的避险吸引力加强，迎来六周以来的首次周线上涨。美元走低、成长股下跌和收益率下挫，都有助于黄金价格上涨。

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：鲍威尔在加息 75 基点后发表措辞偏鸽派的言论，促使市场预期对美联储加息将放缓，加之美国 GDP 数据意外萎缩，PCE 指数显示通胀持续高涨，这些因素刺激金价大涨。8 月投资者将迎来美国非农就业报告，预计将再度引发黄金市场行情。因此需要密切关注美联储利率决议及政策声明以及美联储主席鲍威尔召开的货币政策新闻发布会。另外，重点关注美国二季度实际 GDP 数据、二季度 GDP 价格指数、二季度核心 PCE 物价指数等。美国通胀预期、经济增速、美联储加息路径和地缘政治局势是判断未来金价走势的关键。

综合来看，在金价连续两周走高后，对未来短期金价持中性看法。要想下降趋势出现更持久的转变，金价需要收在 1785 美元/盎司上方。

2.7 汇率市场

汇率：7 月美元整体宽幅震荡，8 月预计美元仍有进一步上行空间。

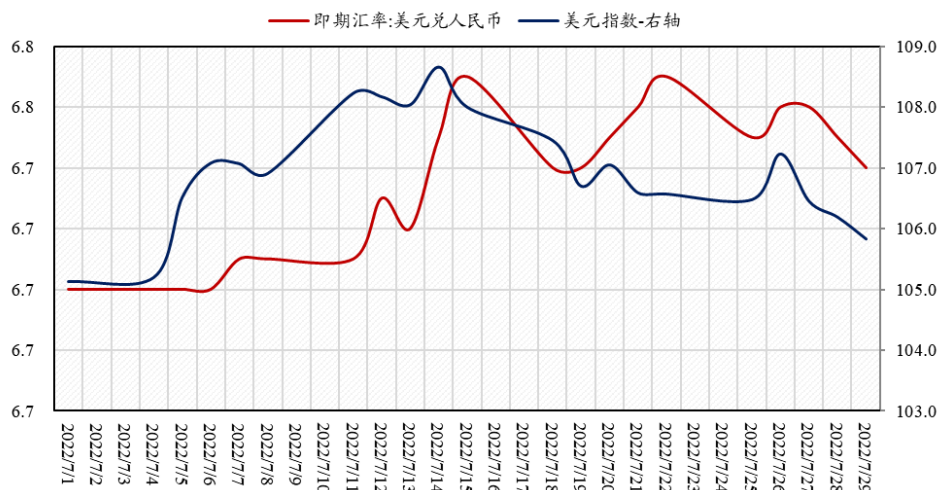
7 月汇率市场回顾：7 月美元整体维持高位运行，汇率中枢呈上行态势，全月走势先上后下。美元指数月初位于 105.12，月中最高曾上至 108.64，7 月中下旬起逐渐下行，截至月末已回落至 105.84，全月呈现震荡上行态势。人民币兑美元走势整体跟美元指数走势互相契合，月初位于 6.69，月末收至 6.74。

7 月上旬美元走强（人民币兑美元汇率走弱）主要归因于美联储紧缩预期增强：7 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”。

7 月中下旬开始，美国多项经济数据不及预期（二季度 GDP 增速同比下降 0.9%，连续两个季度出现负增长），同时通胀指标核心 PCE 指数 2022Q2 同比增长 4.4%，与市场预期一致，市场预期高通胀压力有望得

到缓解，市场开始定价美国长期衰退预期并质疑美联储年内大幅加息的政策空间（基本面无法承受），短期加息预期回落带动美元回落。另外，7月下旬欧洲央行宣布11年以来的首次加息，欧元走强驱使美元指数走弱。

图：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：展望8月，我们认为美联储在面临高通胀压力下加息周期仍面临较大的不确定性，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，考虑到美联储货币政策由引导市场走势转向放弃前瞻指引，8月CPI同比增速能否符合市场一致预期将成为美联储后续加息节奏的重要变量，若核心通胀指标仍继续恶化，美元指数及美元兑人民币汇率不排除进一步冲击年内前高的可能性。

3 股债投资策略

3.1 A股投资策略

1、政策面：经济增长虽然弱化具体数字目标，但仍要力争实现最好结果。7月政治局会议要求“力争实现最好结果、有条件的省份要力争完成经济社会发展预期目标”，再次明确“合理区间”，更重要是“稳就业稳物价”。但不追求高增速不等于不需要增长，稳就业仍要稳经济，政策思路是“扩大投资以工代赈”。上半年政策重心是保市场主体，下半年转向扩大内需，重点通过广义财政（政策性金融与专项债）扩基建。

保增长紧迫性相对4月政治局会议有所下降。7月政治局会议提出经济运行要“力争实现最好结果”，相比4月“努力实现全年经济社会发展预期目标”有所变化。由于疫情冲击，今年二季度实际GDP增速降为0.4%，导致全年GDP增长实现5.5%的目标可能难度加大。

图：7月政治局会议及近期对比

	2022年7月28日	2022年4月29日
经济形势	国际环境更加复杂严峻，国内改革发展 稳定任务 艰巨繁重，当前经济运行面临一些突出矛盾和问题	新冠肺炎疫情和乌克兰危机导致风险挑战增多，我国经济发展环境复杂性、严峻性、不稳定性增加
总体要求	全面落实疫情要防住、经济要稳住、发展要安全的要求，巩固经济回升向好趋势，着力稳就业稳物价，保持经济运行在合理区间， 力争实现最好结果 。经济大省要勇挑大梁，有条件的省份要 力争完成 经济社会发展预期目标（ 努力完成改为力争完成，且仅要求部分省份完成经济社会发展预期目标，5.5%GDP增长率目标要求边际放缓 ）	加大宏观政策调节力度，扎实稳住经济， 努力实现 全年经济社会发展预期目标
政策基调	坚持稳中求进工作总基调，保持经济运行在合理区间	稳住经济，保持经济运行在合理区间
财政政策	财政货币政策要有效弥补社会需求不足。用好地方政府专项债券资金， 支持地方政府用足用好专项债务限额	加快落实已经确定的政策，实施好退税减税降费等政策
货币政策	货币政策要保持 流动性合理充裕 ，加大对企业的信贷支持，用好政策性银行新增信贷和基础设施建设投资基金。	用好各类货币政策工具
攻坚战/防风险	要保持金融市场总体稳定，妥善化解 地方村镇银行风险	要更有效管控重点风险，守住不发生系统性风险挑战
内需	宏观政策要在扩大需求上积极作为。财政货币政策要有效 弥补社会需求不足 。支持 中西部地区改善基础设施 和营商环境。	要全力扩大国内需求，发挥有效投资的关键作用。全面加强基础设施建设，要发挥消费对经济循环的牵引带动作用
民生	扎实做好民生保障工作。要着力保障困难群众基本生活，做好高校毕业生等重点群体就业工作	要切实保障和改善民生，稳定和扩大就业，组织好重要民生商品供应，保障城市核心功能运转，稳控安全生产形势，维护社会大局稳定
房地产	要稳定房地产市场，坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，因城施策用足用好政策工具箱，支持刚性和改善性住房需求， 压实地方政府责任，保交楼、稳民生	要坚持房子是用来住的，不是用来炒的定位，支持各地从当地实际出发完善房地产政策，支持刚性和改善性住房需求，优化商品房预售资金监管，促进房地产市场平稳健康发展
三农	要压实安全生产责任，全方位守住安全底线，强化粮食安全保障	—
碳中和	提升 能源资源供应保障能力 ，加大力度规划 建设新能源供给消纳体系	—
科技与产业	做好技术、外资引进工作	要坚持办好自己的事，加快构建新发展格局，坚定不移深化供给侧结构性改革，用改革的办法解决发展中的问题，加快实现高水平科技自立自强，建设强大而有韧性的国民经济循环体系
改革开放	要以改革开放为经济发展增动力。要继续实施 国企改革三年行动方案 。要积极促进进出口、扩大进口，做好技术、外资引进工作，推动共建“一带一路”高质量发展	要坚持扩大高水平对外开放，积极回应外资企业来华营商便利等诉求，稳住外贸外资基本盘
资本市场与监管	要保持金融市场总体稳定，妥善化解地方村镇银行风险，严厉打击金融犯罪。要推动平台经济规范健康持续发展，完成平台经济专项整治，对平台经济实施常态化监管， 集中推出一批“绿灯”投资案例	要及时回应市场关切，稳步推进股票发行注册制改革，积极引入长期投资者，保持资本市场平稳运行。

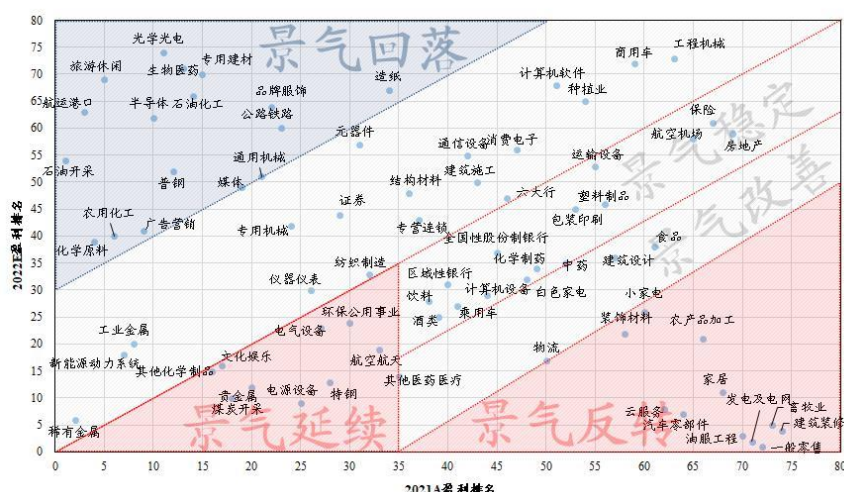
数据来源：招商基金整理

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，下半年逐级修复。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，我们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涨跌分别为-18.8%/-6.9%/8.9%，二季度盈利增速将面临砸坑，三、四季度单季增速逐步修复，但实际盈利动能仍较为羸弱。进一步从环比视角来看，我们预计今年二季度至四季度全A非金融归母净利润（TTM）环比涨跌分别为-6.1%/-2.0%/1.3%，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或不在二季度而更有可能在三季度末、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，最新的景气分布与表现：（1）2022年具备景气反转的有：汽车零部件、生猪、发电及电网、油服工程等；（2）2022年延续高景气的有：电源设备（光伏设备、储能等）、电气设备、煤炭开采、航空航天等；（3）景气改善/稳定的主要有：白酒、乘用车等。

图：A 股细分行业景气度分布（增速排名分布）



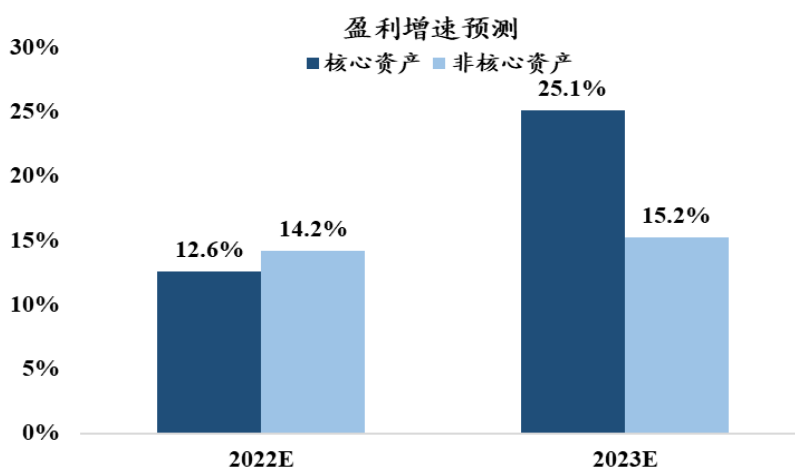
数据来源：Wind，招商基金。过往情况不代表未来表现。

后市展望：

1、方向与区间：指数区间震荡。本轮市场风险偏好的上升不是所有投资者都提升，不同类型的投资者对待当前宏观环境的态度是截然不同的，低风险偏好的投资者由于担心风险，担心经济恢复的可持续性会进一步压降价值板块；而高风险偏好的投资者明显偏好具有更高景气和更好发展势能的新经济成长板块。伴随投资者对7月政治局会议关于增量经济政策和房地产刺激预期的落空，实体经济（如PMI）和信用环比改善速率的放缓，市场短期或将对包括政策预期、盈利预期、流动性预期在内的多项预期进行修正。

2、结构配置：行情继续分化，成长好于价值。在预期修正期内，经济周期相关的价值板块获得系统性改善的难度较大。配置上，一方面在成长中寻找扩散与下沉的投资机会，尤其是在细分赛道当中受益于需求快速扩张、技术进步、国产替代的中小市值隐形冠军公司，即泛新能源的投资机会。另一方面，在疫情冲击和经济波动下，诸多传统领域尤其是消费和制造均出现了明显的供给侧收缩和出清优化。在弱复苏和信用宽松的环境下，龙头公司的竞争优势是提升的，具备在弱复苏当中提升净利率与加杠杆的能力。2023年龙头盈利预期高于非龙头，即传统赛道增长可能是缓慢的，但并不意味着龙头改善缓慢。此外，传统赛道龙头白马经过一年半的调整已较为充分，股价底部也相对清晰，回调中值得增配。

图：从中期角度看，核心资产远期盈利改善幅度或将高于非核心资产



数据来源：Wind、招商基金

3、行业配置：景气成长中找隐形冠军，传统赛道里寻龙头白马。下一个阶段，两大投资主题有望继续走出超额，第一类是转型背景下新能源、数字经济、自主可控等科技新经济成长股；第二类要重视中期角度存量经济下竞争优势扩大，并且股价已充分调整的赛道龙头股。推荐：（1）高景气成长：电动车、光伏、风电、军工、信创等；（2）消费医药等赛道龙头股：食品饮料、酒店、生猪、医药生物等。

图：主要 A 股指数估值水平

主要指数		2022/7/29	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	17.63	35.18	11.51	18.16	45.10%
	Wind全A(剔除金融、石油石化)	27.11	73.70	17.81	29.26	41.80%
	上证50	10.00	23.75	6.94	10.22	43.80%
	沪深300	12.09	28.24	8.01	12.54	41.50%
	中证500	20.41	91.34	15.58	29.85	8.30%
	中证1000	30.86	144.82	18.94	42.48	13.80%
	中小100	33.27	64.61	18.53	31.57	62.60%
	创业板指	53.31	137.86	27.04	53.35	49.80%
	中小综指	48.37	96.75	22.67	41.45	73.90%
	创业板综	63.21	174.93	28.10	63.77	48.90%
海内外相对估值PE(TTM)	恒生AH股溢价指数	7.32	23.31	7.15	9.55	0.10%
	上证沪港通AH溢价指数	7.08	10.29	2.98	4.45	57.10%
	上证指数/标普500	0.63	1.60	0.36	0.64	47.30%
相对估值PE(TTM)	创业板指/沪深300	4.41	8.15	2.42	4.18	62.30%
	创业板综/沪深300	5.23	14.08	2.74	5.50	46.70%
相对估值PB(LF)	创业板指/沪深300	4.23	6.33	1.53	3.51	62.40%
	创业板综/沪深300	3.02	5.45	1.37	2.90	54.80%

数据来源：Wind、招商基金

风险提示：上述观点、看法和思路根据当前市场情况判断做出，今后可能发生改变，不构成投资推荐或建议。

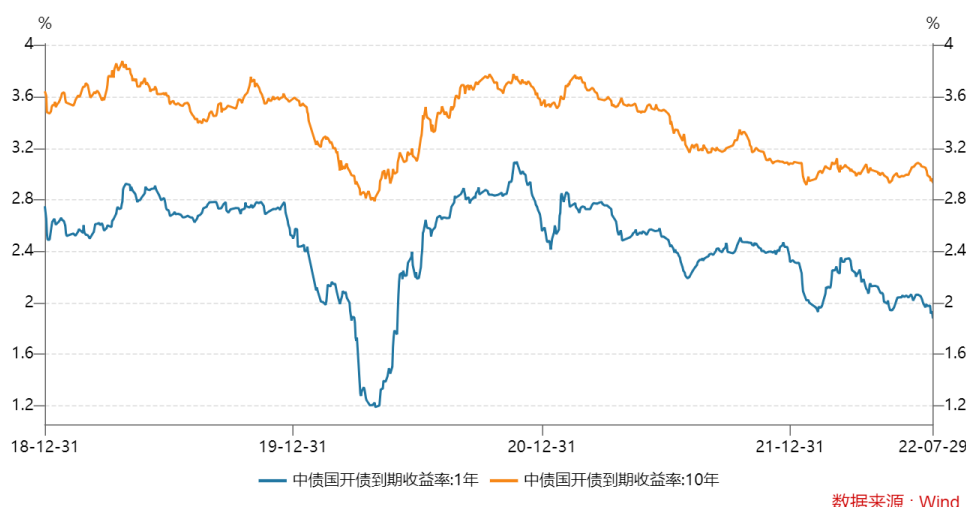
3.2 债券投资策略

3.2.1 利率产品

7月债市快速上涨，央行月初减少国债逆回购操作量并没有改变资金利率宽松局面，资金利率进一步下行、高频数据走弱、未有明显财政刺激政策出台等因素主导了7月债市走势。利率债方面，1年国债全月下行8.8bp收于1.86%，5年国债下行13.9bp收于2.51%，10年国债下行6.5bp收于2.76%；5年国开下行10bp至2.69%，10年国开下行12.1bp收于2.93%。信用债方面，各主流期限收益率均下行，等级利差期限利差变

动不大。公开市场操作方面，7月央行公开市场操作净回笼3940亿（包括国库现金），MLF等量续作，LPR未作调整。

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

短期来看，在诸多利好因素下，债市仍将在走强的趋势中，绝对收益率水平偏低或是最大的阻碍，10年国债低于2.7%后应当谨慎。**债市增量利好因素：**（1）年中分析经济形势的政治局会议召开，货币和财政均未有增量刺激政策，地产政策维持保交楼表态，但仍偏市场化解决和地产政府负责，并无中央层面的资金支持和安排，如居民部门购房信心恢复缓慢，这可能将拖累基本面恢复进程；（2）7月全国疫情仍有反复，从生产和消费高频数据看，也受到了疫情影响，疫后恢复仍较为曲折。**但债市风险因素也同样存在：**（1）资金面水平仍处在极低的状态，也导致信用利差压窄，如果资金利率从极低到中低水平，则信用利差有望拉开；（2）三季度经济仍在恢复通道，而货币政策放松空间有限，基本面见底意味着债市收益率向下空间不大；（3）从绝对收益水平和相对估值看，债券安全边际一般。

中期来看，地产销售的持续性有待验证、防疫对经济尤其是消费的扰动仍存，同时外需走弱的迹象会逐渐增强，判断经济复苏需要的时间会更长、节奏或更缓慢。此外经济弱复苏的情形下，货币政策大概率依然维持宽松，暂未出现明显收紧信号，对债市形成支撑。策略上，杠杆和票息策略依然占优，另外在长债调整过程中，可适度在高位拉长久期进行波段操作，但需及时止盈。

利率债投资策略：

（1）目前10年国债收益率水平再度逼近年内低点，大部分信用品种则已创年内低点，更多的可以考虑择机获利了结。10年利率债低于2.7%时，考虑降低仓位或降低组合久期。

（2）绝对收益率水平偏低，票息策略作用有限，可考虑维持中低的组合杠杆，维持组合弹性。

（3）目前期限结构曲线偏陡峭，主要是1-2年收益率水平很低，利率债3年和7年是相对凸点，或可考虑提高3年和7年的比例。

（4）信用债相对价值偏弱，若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。

（5）银行资本债与其他普通信用债的利差水平仍处在偏高水平，相对价值尚在，可维持略高的长久期银行资本债券配置。

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 7 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次高水平，其中总发行 9958 亿元，净发行 340 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五年最低水平。其中 7 月公司债、企业债及中票合计发行金额为 5228 亿元，净融资额 824 亿元，相较 6 月水平，因为总偿还量上升而导致净融资额下滑严重。

二级市场方面，进入 7 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，7 月 1 年中短期票据收益率下行 26bp，3 年中短期票据收益率下行 26bp，5 年中短期票据收益率下行 28bp，期限利差基本维持上月水平，中短端期限利差持平上月，中长端期限利差走阔 5bp。信用利差全线收窄，其中中短端收窄幅度相对较大，以 AAA 级中短期票据为例，一年期信用利差较上月末收窄 13bp，处于历史 3.2%分位水平，三年期信用利差较上月末收窄 13bp，处在历史 3.0%分位水平；五年期信用利差较上月收窄 10bp，处在历史 14.4%分位水平。

短期融资券

一级市场方面，今年 7 月短期融资券总发行量为 4234 亿元，净融资额为-433 亿元，其中总发行量环比增加 285 亿元，净融资额环比减少 129 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最低水平。

二级市场方面，7 月短融收益率全线走低，其中中高等级品种下行幅度较大，其中 AAA 等级品种收益率下行 27bp，AA+等级品种收益率下行 27bp，AA 等级品种收益率下行 22bp。信用利差方面，7 月各品种信用利差全线收窄，一年期中高等级短融信用利差收窄 13bp，处于历史 3.1%分位水平，一年期 AA+品种利差收窄 13bp，处于历史 1.7%分位水平，一年期 AA 信用利差收窄 8bp，接近历史最低点，处于历史 1.5%分位水平，7 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，目前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，未来城投债或面临估值调整风险。地产债方面，当下房企信用分层明显，地产销售还没有达到右侧的状态，预计民企地产债风险短期内较难解除，信用利差将继续走阔。**产业债方面**，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，钢铁债性价比整体不及煤炭债，可关注行业内整合带来的投资机会。**8 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

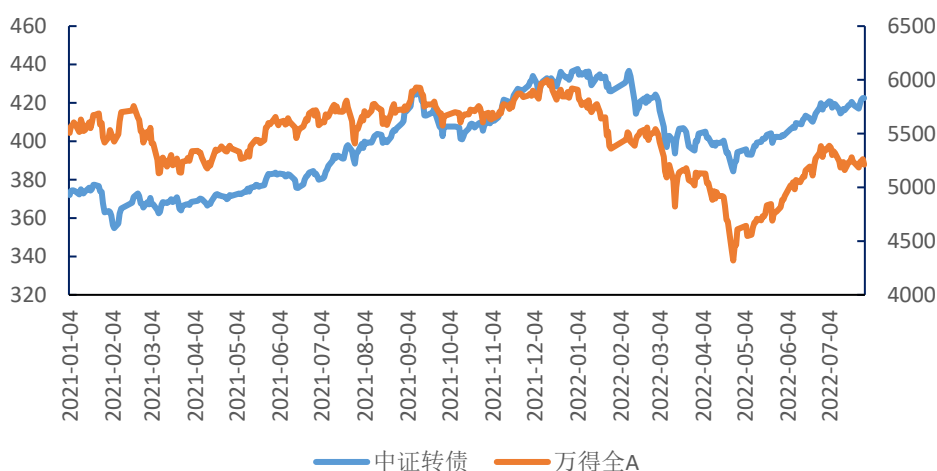
7 月份转债市场与 A 股市场涨跌不一，截至 7 月 29 日，万得全 A 下跌 2.67%，中证转债上涨 1.03%，

转债市场表现强于股票市场。7月以来，在国内经济弱复苏、国外通胀超预期、海外衰退使国内出口预期转弱的背景下，股票市场震荡调整。分板块看，本月机械、汽车、电力及公用事业和农林牧渔板块涨幅居前；消费者服务、食品饮料、建材和医药板块跌幅居前。转债估值本月整体小幅上行。分平价看，平价130以上转债溢价率上行0.15%，平价110-130区间转债溢价率上行0.89%，平价90-110区间溢价率下行0.61%，平价90以下区间转债溢价率上行1.89%。尽管权益市场短期缺乏热点主线，风险偏好有所下降，但在流动性仍较为宽松背景下，转债配置需求旺盛，估值水平仍维持在高位。

展望后市，正股层面，目前市场仍处于国内经济弱复苏、流动性较为宽松格局，但同时也面临海外潜在衰退带来的出口下行压力、国内房地产信用风险、疫情及收入下行压制下消费回升疲软等不利因素，后续大概率呈现结构性行情。转债估值层面，目前各平价区间转股溢价率均处于高位，历史分位数（2017年以来）均在95%以上。**往后看若流动性继续保持宽松、权益市场无整体系统性风险，转债估值或维持高位，转债性价比弱于正股。**

后续建议关注成长行业中景气度提升同时估值仍有上行空间的军工、汽车电子和医药行业，以及受益于成本改善的航空和造纸行业。

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	4月底以来流动性推升下的估值修复行情相对充分，未来进一步的上行需要盈利改善和经济复苏的验证配合，判断市场短期仍以结构性行情为主，指数层面的β机会有限。	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，整体风险不大，资产配置角度，A股中期胜率、赔率均有吸引力。

资产类别	短期	中期
港股	国内经济仍处于复苏阶段，但欧美经济衰退风险和美联储紧缩预期将持续对市场形成扰动，但当前位置不悲观。	中期核心矛盾还是在于中国经济，若国内经济企稳回升，估值更具性价比的港股，预计反弹幅度更强，具备战略布局价值。
美股	美股估值快速回落至相对合理水平，但市场对盈利的担忧在逐步加强。而且通胀、货币政策、经济基本面的变化均可能引发市场震荡，短期市场仍处于高波阶段，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	考虑到疫后经济修复、中美利差倒挂、流动性很难更加宽松、通胀预期抬升以及当前债市的绝对收益水平、信用利差水平等因素，若 10 年国债继续下行到低于 2.7% 的位置，则应当谨慎但“弱复苏”的基本面也使得回调幅度有限。	经济“弱复苏”仍是基准情形，货币政策难以收紧，对债市形成支撑。若出现调整，则存在机会。
美债	未来 1-2 个月内预计仍是预期管理和实际操作最为鹰派的时刻，短期伴随加息预期的波动，美债利率仍有上行可能。	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。
大宗	面对通胀压力，外围主要经济体仍处于加息周期，经济衰退压力加重，全球定价的能源及金属价格短期判断依然会偏弱。	中长期角度原油供应紧张问题暂时难解，判断整体能源价格重心会抬升。
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.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。