招商基金
CHINA MERCHANTS FUND

招商基金投资策略报告

2022 年•四季度

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 14
3.1 A 股投资策略 14
3.2 债券投资策略 17
3.2.1 利率产品 17
3.2.2 信用产品 19
3.2.3 可转债 21
4 大类资产配置策略 22

招商基金 2022 年四季度投资策略报告

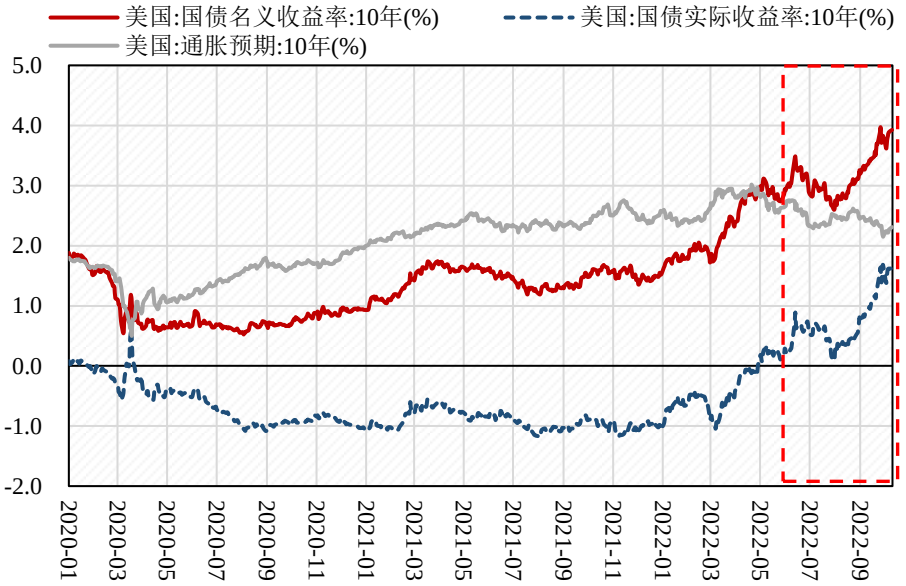
1 宏观经济环境

1.1 海外市场

三季度美股回顾：鹰派预期反复扰动，美债收益率持续走强，三季度美股市场呈“倒 V 型”态势。美联储 9 月议息会议中再次加息 75bp，鲍威尔鹰派表态加码，可能未来还会继续分阶段再加息 100 或 125bp，具体取决于美国国内的就业和通胀表现，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，美股对此反应较为剧烈。同时，9 月新增非农就业超过市场预期达 26.3 万人，失业率降低到 3.5%，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。美国三季度制造业 PMI 数据呈现出下行态势，由 7 月的 52.8 下降至 9 月的 50.9 接近荣枯线，主要是由于下游需求减弱导致，反映出美国经济进一步出现衰退的可能。随着美联储持续加息，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，三季度美股纳斯达克指数下跌 4.11%，标普 500 指数和道琼斯工业指数分别下跌 5.28% 和 6.66%，三大股指三季度表现负收益。

四季度美股展望：（1）随着美国本土疫情影响边际趋缓，失业率持续保持较低水平，居民收入状况开始改善，美国消费者支出有可能会进一步增加，需求可能不会过快地衰退。三季度美债收益率出现大幅度上扬，但市场可能已经充分定价了 11 月之后还会继续加息的预期，美国股市估值或存在一定的修复空间；（2）鉴于联储的货币政策态度仍未明确转向，叠加 OPEC+会议提出的 200 万桶/日的原油减产计划以应对能源需求衰退、地缘冲突进一步升级，未来通胀水平下行空间可能有限，全面转向宽松交易仍然为时过早，而衰退定价可能尚不充分。目前，美国部分零售企业、制造商已经出现了库存攀升和劳动力成本持续提高等不利因素影响，可能会带来现金流的困难而导致公司采取收缩战略，当前较为乐观的 EPS 增速可能有下调空间。美股市场将于 10 月中旬开启为期一个月的三季度业绩期，不论从高频的制造业 PMI 数据、还是一些企业的微观情况看，盈利下修可能仍将是大方向。**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。**

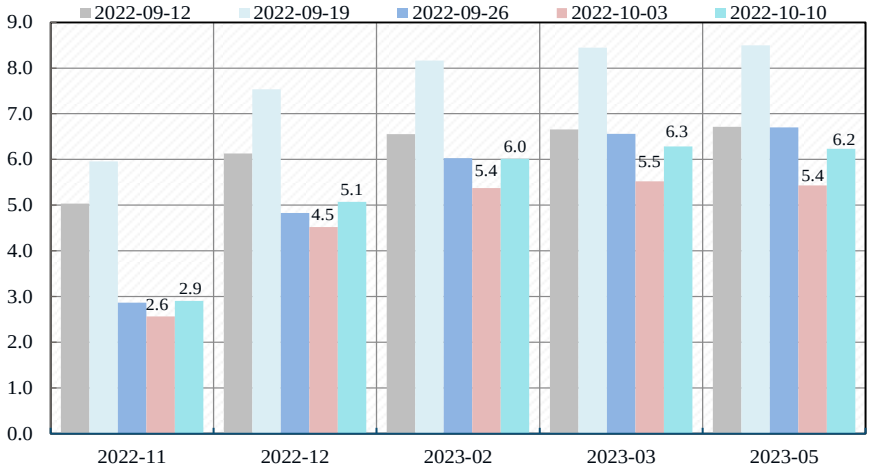
图：高通胀+加息缩表下，三季度美债收益率再创新高



数据来源：Wind，招商基金

图：美联储加息预期变化

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

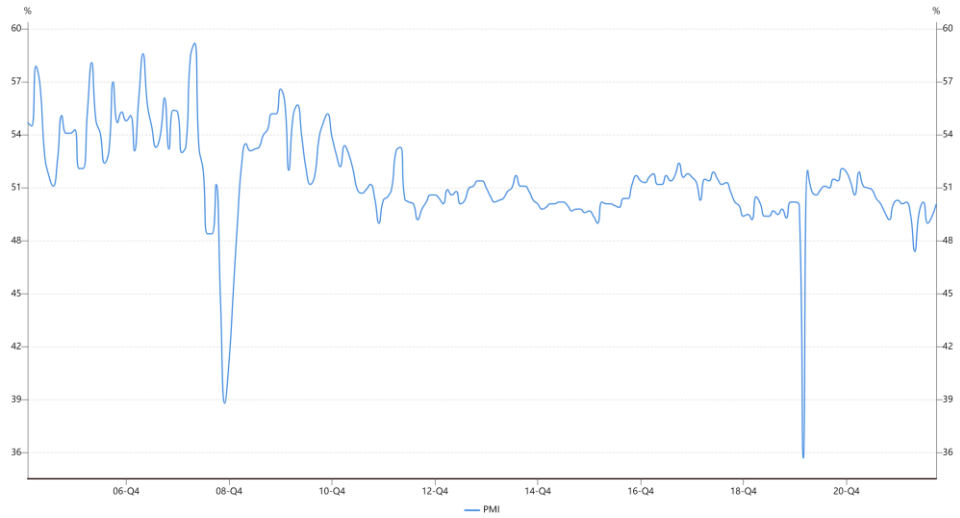
国内：实体经济数据继续弱复苏，但整体依然处在收缩态势中。流动性整体依然充裕，通胀水平依然在合理区间内。

实体经济数据继续弱复苏，但整体依然处在收缩态势中

9 月份制造业 PMI 继续小幅改善，且上行至枯荣线以上，录得数据 50.1%。投资数据方面，除地产投资外，8 月份固定资产投资、基建投资、制造业投资均小幅上行，但两年 CAGR 数据普遍还处在下行阶段中。社

会消费品零售总额增速小幅反弹，录得数据 5.4%。出口方面增速明显下滑，最新一期录得数据 11.78%。

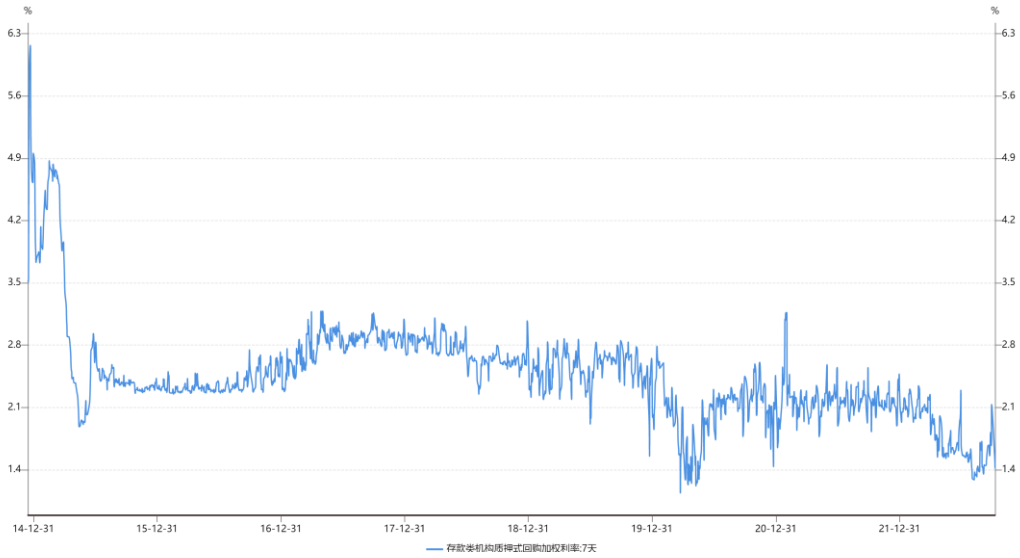
图：9 月制造业 PMI 继续小幅改善，且上行至枯荣线以上



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）受季度末以及国庆长假影响，在 9 月末时有所抬升，但迅速回落。目前依然处在低位，保持在充裕区间内。

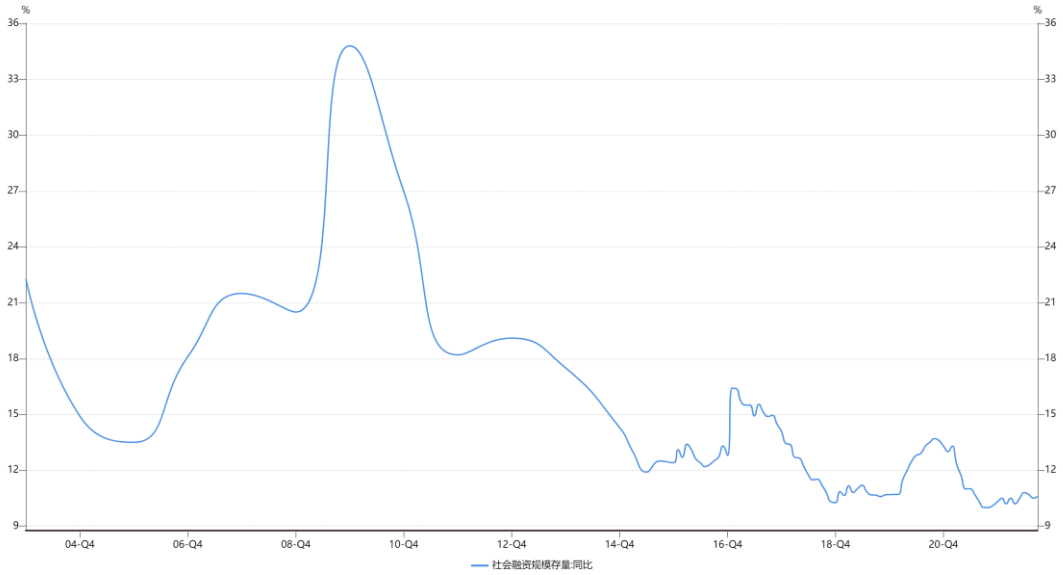
图：DR007 冲高后迅速回落，整体仍保持在充裕区间内



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 9 月份略增长，录得数据 10.6%。目前依然在当前平台范围内小幅波动。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，也呈现出在当前平台范围内小幅波动的态势。

图：社融存量在当前平台位置小幅波动



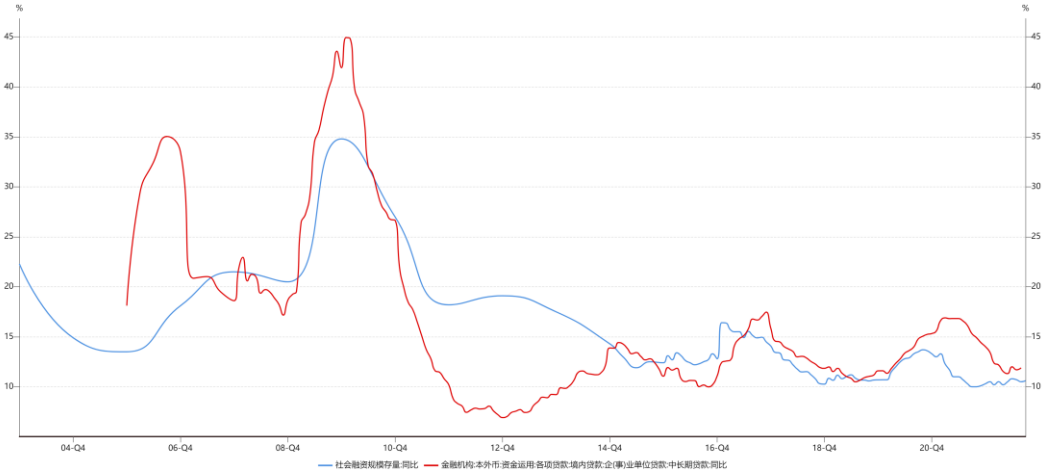
数据来源：Wind，招商基金

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
2022 年 8 月	10.5	10.40
2022 年 9 月	10.6	10.30

数据来源：Wind，招商基金，单位：%

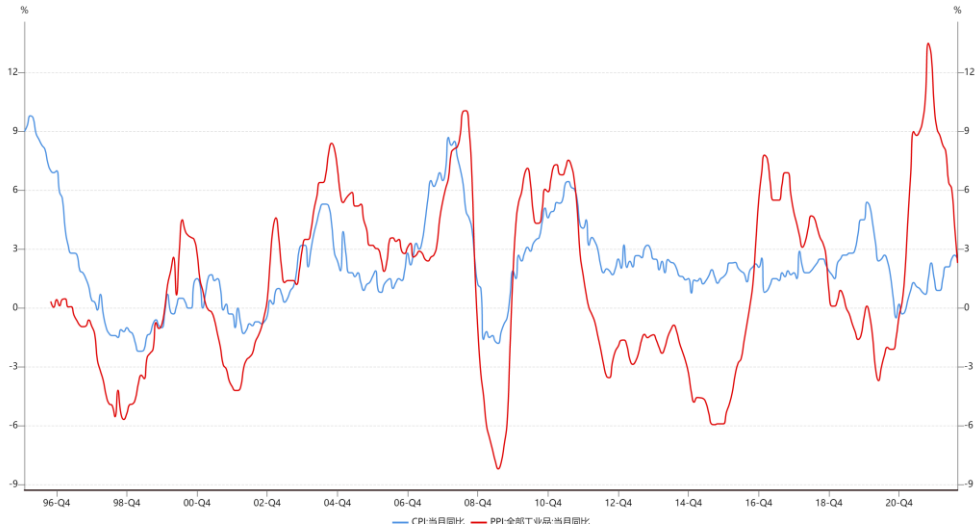
图：企业中长期贷款当月小幅上升



数据来源：Wind，招商基金

通胀方面，PPI 持续回落，最新一期录得数据 2.3%；CPI 在连续小幅攀升后有所回落，8 月份录得数据 2.5%，保持在正常区间内。

图：PPI 继续回落，CPI 保持在正常区间内



数据来源：Wind，招商基金

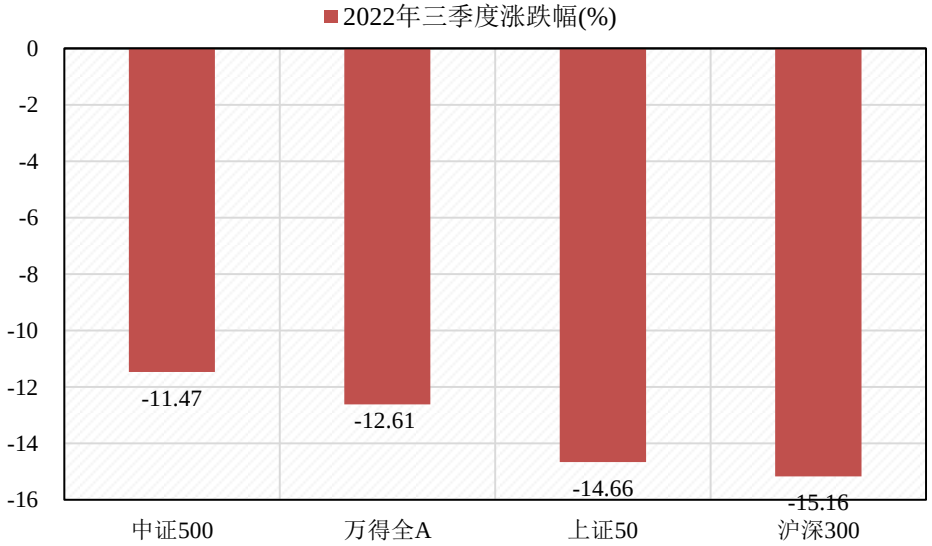
2 大类资产观点

2.1 A 股市场

三季度 A 股回顾：三大股指均震荡下行，沪深 300 指数跌幅达 15.16%。由于上市公司经营和业绩表现的不及预期和国内疫情的反复，投资者对经济增长的预期以及风险偏好出现了持续下修，居民部门持币意愿的明显提高，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继续下降。

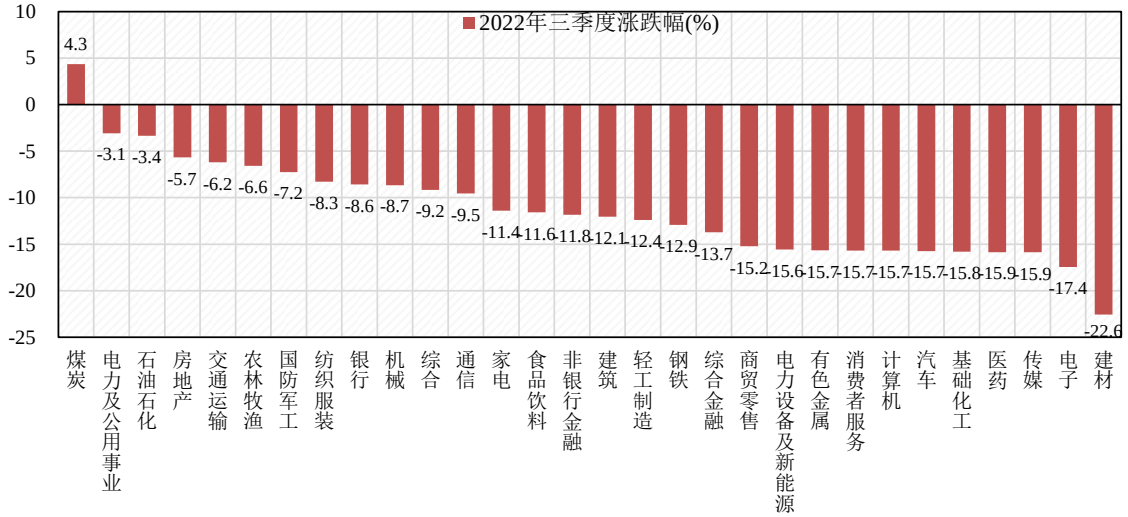
四季度 A 股展望：战线收缩，重回业绩。经济基本面来看，目前企业经济预期转弱，处在主动去库阶段，疫情冲击导致去库周期进一步拉长。此外，本轮疫情导致上游成本始终挤压下游利润，高成本压力下，需求修复的难度也进一步上升。缺乏足够的、显性的、可持续的信用扩张着力点是当前股票市场不能顺畅地进入交易趋势反转以及未来还会有反复的核心的原因。且基于盈利预测定量测算，当前 A 股盈利总量层面仍弱，边际改善斜率缓慢。但也要看到，上证 50 和沪深 300 为代表的权重板块已有较深跌幅、估值水平再次临近历史低位，政策相较于 7 月的边际响应令权重板块进一步大幅调整的空间相对有限。同时需要注意的是，在预期和交易调整的过程中，没有业绩支持的主题炒作短期将面临一定压力。

图：2022 年三季度主要股指涨跌幅（%）



数据来源：Wind，招商基金

图：2022 年三季度行业涨跌幅（%）



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

2022 年 3 季度，债市收益率总体先下后上。具体来看，7 月，因地产销售数据未延续 6 月末的改善态势，同时政治局会议并未有增量的总量刺激政策，债市走强；8 月中旬 OMO 和 MLF 利率下调 10bp，超出市场预期，同时LPR1年期下调5bp，5年期下调15bp，债市快速走强，但随后诸多宽信用政策也随之出台，债市收益逐步筑底；9 月受地产政策进一步放松、人民币汇率压力、市场担忧央行收紧、外围市场美债收益率上行、美联储货币政策收紧等影响，债市转向调整。

展望后市，我们认为债市短期大概率维持震荡，但调整空间不大；中长期仍然相对看好，同时总体波动会加大。债市新出现的利空因素尚未完全释放完毕，包括美联储加息美债收益率上行对人民币汇率影响、地产政策进一步放松对地产销售的拉动效应有待时间确认、基本面能否在基数效应影响下逐步回升等，故短期债市情绪不佳，震荡概率不低。中长期看，经济修复的弱势或难说扭转，宽松货币政策仍会维持，10 年国债收益率中枢向上空间较为有限。

2.3 港股市场

三季度港股市场回顾：港股市场三季度继续调整，恒生指数和恒生国企指数分别下跌 14.0%和 13.6%。具体来看，（1）从市值看，小型股（-15.7%）领跌，大型股（-14.2%）和中型股（-14.4%）表现相当；（2）从行业看，电讯业的相对收益最为突出，必需消费、地产、金融、能源等板块表现相对较好，互联网科技业、医疗保健业和工业等板块表现较弱。

港股 7 月初到中旬快速下修，提前反应美联储加息预期。随着 7 月下旬美联储议息会议结束后，港股呈现低位震荡走势。8 月下旬，美联储主席鹰派发声后，港股再次加速下跌，且期间叠加国内经济较弱，市场对于国内经济复苏预期担忧上升。进入 9 月，俄乌冲突再次升级，市场避险情绪上升，9 月下旬，美联储加息步伐如期而至，叠加美国通胀数据仍超预期，市场对流动性进一步收紧再次担忧，港股市场在 9 月期间持续下跌。

港股展望：展望四季度，我们认为，三季度港股市场的下跌已经很大程度上消化了中国经济复苏压力和海外加息超预期等利空因素，**中概股回归的压力也得到缓解，港股市场进入筑底阶段，具有较高的配置价值。**但四季度，国内外受到政治因素影响，叠加美联储加息节奏仍有不确定性，市场波动或加大。

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，全球原油消费逐步恢复，IEA（国际能源机构）预计年内恢复至 19 年同期水平。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，而且浮仓释放基本完成，运力弹性有限。（2）**火电运营商板块。**预计

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将形成。同时火转绿加快带动绿电装机占比提升，且火电调峰、储能作用更加迫切，火电公司估值中枢有望提升。（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，传统能源供给明显受限，尤其是煤炭行业。国内外催化剂：欧盟的能源禁令已产生效果，叠加俄乌冲突，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，环保和安检趋严影响了存量扩产。在供需失衡的情况下，大幅抬升了煤炭盈利中枢，估值属性可能从周期股改为公共事业股。（4）**高股息板块。**在波动率放大的市场中，高股息板块具备类“债券”的防御属性，且股息率较高，具有配置性价比。（5）部分优质的**新经济公司**在这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

三季度美股市场回顾：回顾三季度，道琼斯指数、标普 500 指数和纳斯达克指数的跌幅分别为 5.04%、3.83%和 2.64%。市值最高的大型科技股表现不振，是拖累主要指数的重要原因。截至 9 月 30 日，美股市场整体估值水平如下：标普 500 指数预测市盈率为 16.1 倍，位于 1990 年以来的中位数水平和 1/4 分位数之间。纳斯达克指数预测市盈率为 23.8 倍，位于 2002 年以来的中位数水平和 3/4 分位数之间。中概股预测市盈率为 26.9 倍，低于 2015 年以来的 1/4 分位数。

由于美联储加息，以及美元潜在收益率持续上升的预期，资金正在流向收益前景更佳的资产，包括美元和大宗商品，例如供应紧缺的石化能源。美联储今年内已加息 3 个百分点，并预计会加息到 2023 年，目标利率或最高达 4.6%，美元指数今年以来上涨 17.26%。市场对美联储加息的展望变得更加倾向于 11 月和 12 月分别加息 75bp 和 50bp，年末到达 450bp 的情况。

总体上，美股和欧股今年上半年均经历了大跌，在此弱势基础上，三季度的跌势相对缓和。全球股市各板块在三季度的表现均不太理想，仅能源股仍具有一定韧性。

美股展望：随着三季度财报季拉开帷幕，四季度对美国股市来说依然难言乐观。在通胀高企、美联储大举加息、2023 年经济衰退风险不断上升的情况下，第三季度财报季对整体市场和个别公司都至关重要。进入这个财报季后，市场对公司收益的预期很低，预计公司收益同比增长不到 3%。影响收益的项目与上季度相同，包括经济增长放缓、劳动力和投入成本上升、俄乌冲突、供应链和强势美元。

由于市场对不断恶化的经济前景和成本压力的严重担忧，前瞻指导将至关重要。企业能否通过提价来保护利润率，仍将是一个关键变量。投资者将对企业盈利情况有一个更加清晰的了解，也将重新评估股票估值和企业利润的持久性。从投资者近日的激烈反应来看，即将发布的财报可能会加剧市场的波动。未来几周公布财报的公司将让投资者了解美联储的行动将如何影响整体经济。加息会提高企业和家庭的借贷成

本，从而给需求降温，但这些效果需要一段时间才能显现出来。

最新的 9 月就业报告所显示的劳动力市场弹性不太可能缓解对成本上涨的担忧。尽管这一数据将低于 6 月份 9.1%的水平，但持续的通胀水平可能仍将维持高位。物价上涨速度快于工资上涨是导致通胀后需求下降的原因之一，这会增加经济增长的压力。持续强劲的劳动力市场或将让美联储在 11 月加息 75 个基点。海外业务的收益将受到美元持续走强的负面影响，由于标普 500 指数成份股公司约 40%的销售额来自国际市场，来自美元强势的负面拖累可能会持续下去。

短期来看，美联储加息周期或正走到中段，欧洲央行短期内有可能扩大加息步伐，今年第四季度乃至明年上半年，“鹰”气依然存在，转机有可能出现在加息周期尾声的时候，即通胀转弱，欧美市场经济活动有所放缓的时候。

据 FactSet 数据，预计能源行业将斩获最大同比增长，第三季度每股收益大幅飙升 115.7%。预计工业部门第三季度每股收益显著增长 24.2%，排名第二。航空公司、航空航天与国防集团领涨。同时，通信服务，非必选消费，金融，科技等板块将面临较大下行压力。

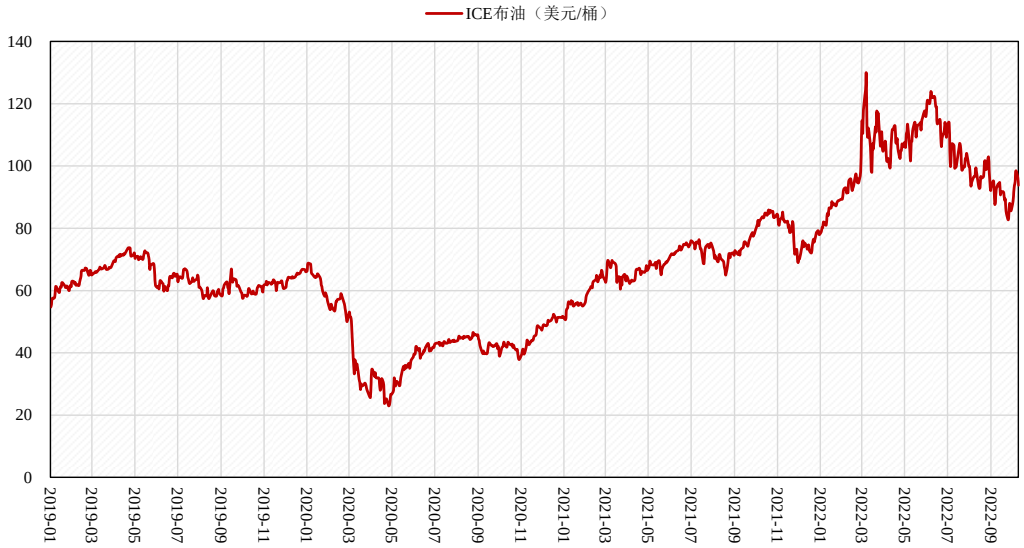
行业配置上，或可关注价格强劲的能源板块以及基本面改善明显的航空板块。

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

三季度原油市场回顾：国内外原油期货价格出现分化背离。受 OPEC+产油国供应偏紧优势逐渐丧失，叠加美国供应压力趋增，而全球两大能源机构纷纷调低今明两年的原油需求前景。在油市供需预期转弱的背景下，三季度国内外原油期货价格走势出现分化背离，其中美国 WTI 原油价格整体下行，自 7 月初 108.43 美元/桶回落至 9 月末 79.79 美元/桶；布伦特原油期货价格自七月初 111.86 美元/桶回落至九月底 87.96 美元/桶。在俄乌冲突加剧的背景下，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/桶一线稳步上涨至 709.6 元/桶。三季度美国通胀大幅度超出市场预期，9 月下旬美联储加息 75bp 落地加剧宏观利空打压态势，且受到全球经济下行影响，原油需求预期被削弱。

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 年四季度国内外原油期货市场而言，考虑美国三季度末就业数据继续强劲，9 月下旬美联储议息会议落地推进加息进程，预计年末美联储大概率维持加息节奏，美国宏观经济承压显著。同时，7 月以来欧洲通胀数据继续保持攀升态势，9 月议息会议欧央行加息 75bp 以防范通胀预期持续上行，预计本年四季度欧央行货币政策将继续从紧。转向国内市场，考虑“稳增长”政策推动国内经济平稳运行，虽然三季度主要经济指标增速出现回落，但四季度有望继续维持平稳态势。

原油供需方面：就供给端看，俄乌冲突形势加剧背景下欧美制裁进一步制约俄罗斯原油供给，叠加全球油气上游勘探企业资本支出减少引起剩余产能不足，OPEC+内部减产压力增加，原油供给或进一步受限；就需求端看，伴随通胀高企和各国央行加息进程推进，全球经济预期转弱对石油消费需求形成负面冲击，加之俄罗斯在乌东地区战事不利增加冲突长期化概率，以及当前中国国内疫情反复可能持续影响需求端，引起原油需求预期调低。

综上而言，预计 2022 年四季度原油价格大概率将偏强宽幅振荡，具体分析还需关注未来原油供需情况变化和市场情绪转向。

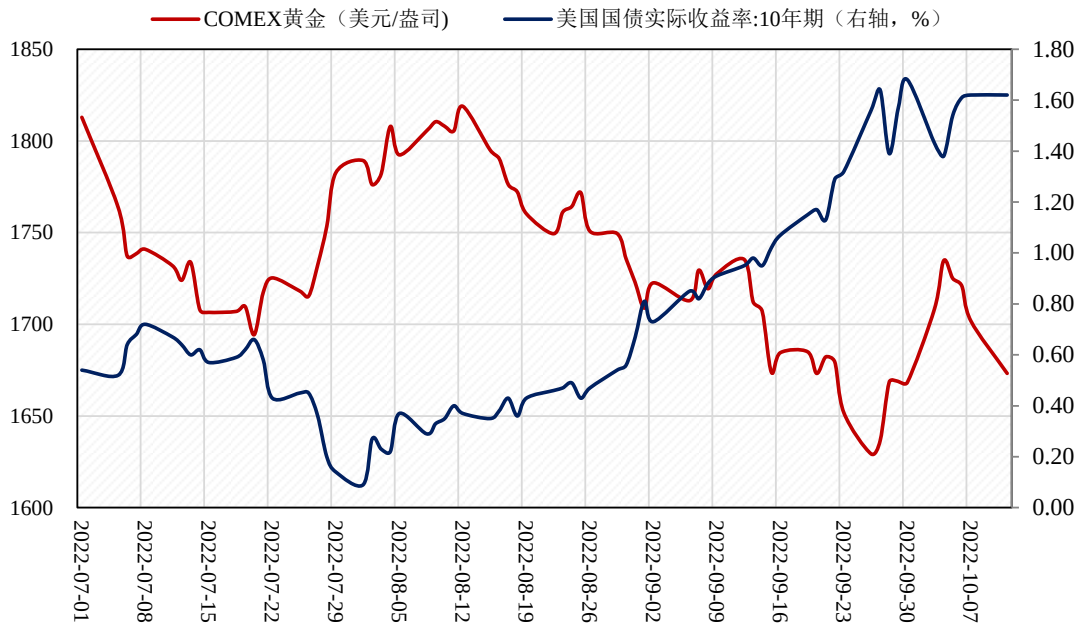
2.6 黄金市场

黄金：三季度金价先扬后抑，整体金价维持弱势震荡

三季度金价回顾：三季度黄金期货价格呈现出先扬后抑的态势。COMEX 黄金 7 月初价格位于 1787.70 美元/盎司，后上升在 8 月 12 日达到 8 月最高价格 1815.50 美元/盎司，后呈现下跌趋势，并于 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。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。9 月 23 日后加息 75BP 落地，美联储重申抗通胀、紧货币的决心，美元指数异常高企和美债收益率上行使得市场情绪转向看空黄金。9 月 26 日 COMEX 黄金期货结算价格跌至 1633.40 美元/盎司，月底收至 1672.00 美元/盎司，一度击穿 2 年来 1700 美元/盎司支撑位。

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

四季度金价展望：三季度以来在美联储加息进程下，金价短期震荡下行。展望四季度黄金市场，考虑公布的非农数据显示美国劳动力市场就业数据继续强劲，预期美联储将保持鹰派态度，叠加美元指数和美国国债收益率攀升，给黄金带来巨大压力，因而预计短期内金价小幅震荡下行压力较大。

然而放眼长远，考虑美国多轮货币宽松政策引起美国债务规模不断扩大，以及美国通胀依旧高企，未来货币的实际购买力不断减弱，黄金下方支撑位依然较强；加之未来地缘政治升温可能引发避险情绪上升，从而可能削弱黄金市场的看空信号。因此，在长周期视角下，金价或依然维持整体上行态势。

2.7 汇率市场

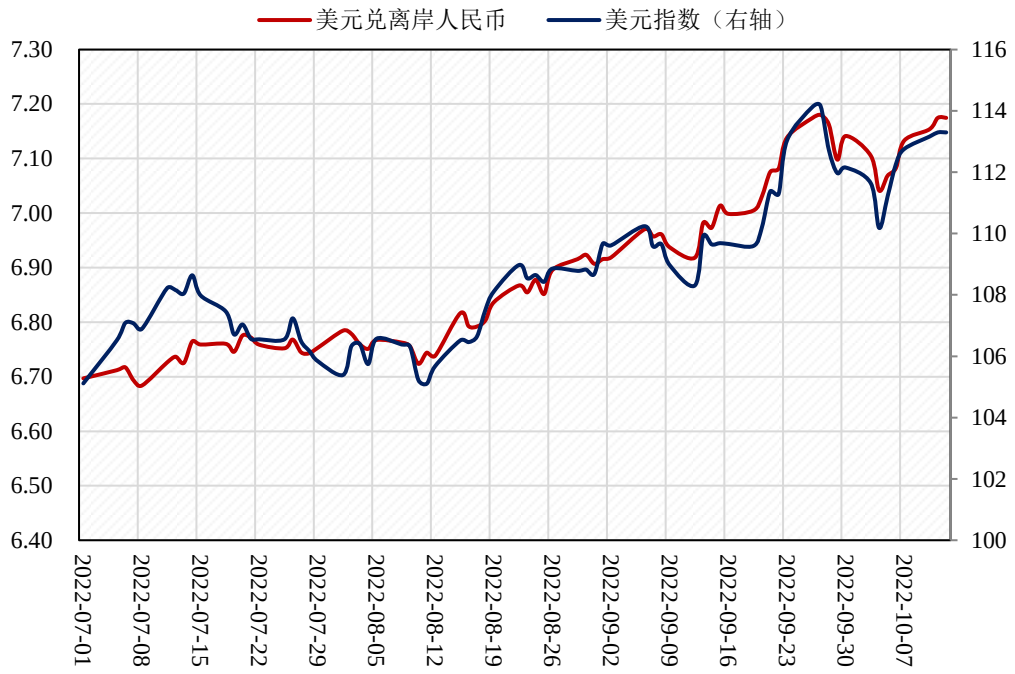
汇率：三季度人民币持续贬值，未来四季度贬值压力依然存在，但贬值速度将会放缓

三季度汇率市场回顾：三季度美元继续保持高位运行，汇率中枢整体呈现上行态势，全季整体上升幅度较大。美元指数 7 月初位于 105.39，至 9 月中下旬起继续维持高位，最高曾至 114.16，三季度呈现震荡上

行态势。美元兑人民币走势整体与美元指数走势互相契合，9 月以来，美元兑人民币一路上行，月初位于 6.90，随后一路走高，9 月 28 日破“7.2”逼近过去十年历史最高位，月底回落至 7.09。

三季度以来人民币对美元的持续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。伴随 9 月美联储加息会议落地，9 月 22 日美联储加息 75BP 整体符合市场预期，带动美元指数冲破 113，创近 20 年来新高。受其影响，人民币对美元汇率有所贬值，但贬值幅度为同期美元升值幅度的一半，其他非美货币同步贬值，相比之下人民币汇率贬值幅度相对较小。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；其三，三季度以来国内疫情多点散发，影响整体经济复苏，加之外贸形式不明，体现在数据面即主要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。综上，外部因素与内部因素叠加引起人民币汇率波动。

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

四季度汇率市场展望：短期来看，人民币贬值压力依然存在，但贬值速度将会放缓，人民币在国际主要货币中走势整体稳健。

人民币对美元贬值的压力来自三个方面：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。这意味着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。伴随 9 月下旬美联储继续落实加息，美元指数走到 110 以上，致使美元兑人民币汇率带到接近 7.1 附近，强外汇情况下人民币贬值压力继续存在。其二，超预期降息加大中美利差收窄直至倒挂。我国经济下行压力存在，疫情冲击形势下

国内地产、投资走弱，面对经济下行压力央行主要采用降成本、宽信用的货币政策执行方式，对内超预期降息拉大了中美息差，进而加大中美利差收窄直至倒挂。其三，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或将会放缓，主要原因有三：其一，政策当局可能会出台预期管理政策。在利差加大的背景下，央行可能会对贬值速度进行一定的干预，如使用逆周期因子减缓贬值速度。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，人民币汇率保持基本稳定拥有坚实的经济基础，在全球大宗商品大幅上涨的背景下我国 CPI 保持 2.5%，国内物价水平基本稳定，对外出口贸易持续顺差并有望保持高位，保持正常的货币政策并预留充足的调控空间，伴随宏观政策效应在四季度进一步凸显，有助于进一步稳定市场预期，保持外汇市场基本面稳定。

人民币在国际主要货币中走势整体稳健。虽然人民币对美元下跌压力较大，但在美元指数创近 20 年新高的背景下非美元货币均承受被动的贬值压力，人民币对诸如欧元、英镑、日元等主要货币均呈现稳健态势。

3 股债投资策略

3.1 A 股投资策略

1、政策面：国内经济增长持续“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。

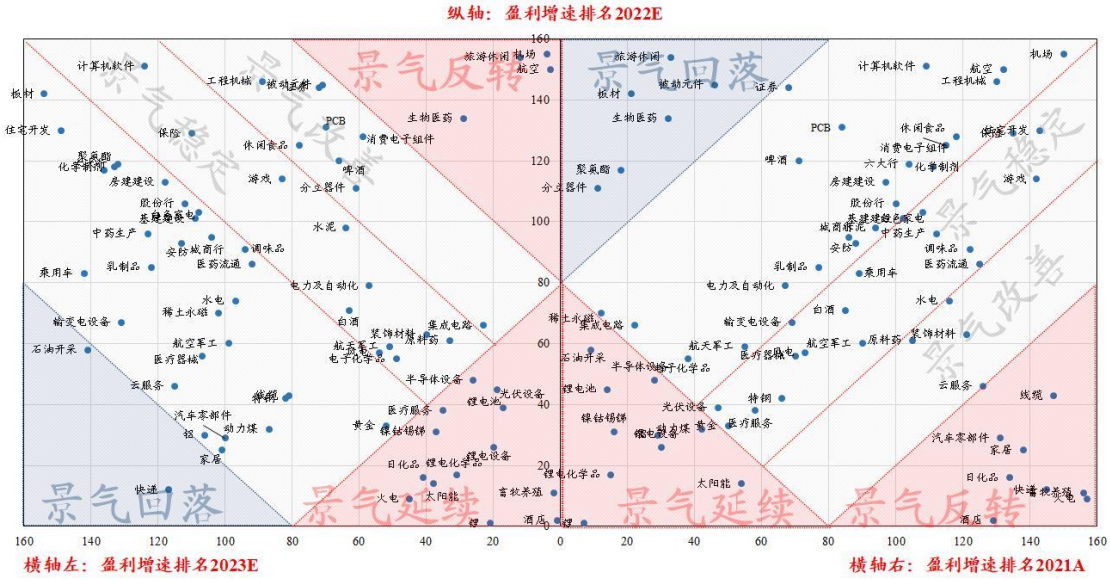
地产和出口两只靴子还没落地。（1）房企去金融化大背景下，地产企业融资能力下降导致的信用风险。地产“保交楼”整体推进缓慢，资金缺口较大，且地产长周期的问题依然没有解决。（2）出口的压力在四季度会开始加剧，中间品和资本品的出口动力逐渐减弱。靴子落地会带动政策目标的变化。

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的原因，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，预计最新的景气分布与表现：①2022 年具备景气反转的汽车零部件、生猪、火电、酒店、日化品等行业；②2022 年延续高景气的光伏设备、锂矿、锂电池、石油开采、动力煤等行业；③景气改善或稳定的白酒、黄金、云服务、航空军工等行业。

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。注：行业盈利预测截至 2022/9/30

后市展望：

1、方向与区间：战线收缩，观望为主。从全球角度看，包括中国股票在内的全球资产价格在定价逻辑上出现了同一性，经济因素或分子端盈利缺乏弹性，宏观政策又存在着各自的内在约束，海外是通胀，国内则是托而不举与严格防控；而在分母端，不论海外还是国内同样面临无风险利率上升（居民与企业部门更愿意持币，人民币存款增速上升）和风险偏好下降（地缘政治扰动）的冲击。在市场深度调整后，会有阶段性的反弹。但是展望下一阶段的股票策略，我们认为在需求、政策、风险路径明晰之前，还不宜激进，观望为主，等待时机。

2、风格判断：阶段性再平衡，重视确定性。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，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。再有渗透率、进口替代、出海、成长动力缺口几条逻辑的成长行业，市场会给估值溢价。

确定性的来源：实物资产通胀粘性更为广泛而持续。全球宏观环境已经从“低增长、低通胀、低利率”向“低增长、高通胀、高利率”切换，金融资产波动率显著上升，而在供给受限（生产国低资本开支、消费国低库存）之下实物资产通胀的粘性变得更为广泛而持续。OPEC 提出自 2022 年 11 月 OPEC+产量配额下调 200 万桶/日，并将限产延长至 2023 年底，与通胀相关的资产或将成为动荡的全球环境当中为数不多确定性较高的资产。对国内而言，宽松的流动性条件、低迷的增长需求与风险偏好，投资者面对滞胀风险的概率在进一步上升，大类资产的偏好正在从金融资产向实物资产转移，这来自于投资者在复杂环境下对预期收益确定性和资产价格低波动的需要，实物资产通胀也正成为受益于资源通胀型的公司提供景气和业绩确定性的重要来源。

3、行业配置：聚焦能源保供与政策供给。我们或将重点关注：（1）政策供给与产业趋势：军工、半导体、通信、高端装备、新材料等行业（2）能源保供与实物资产通胀：煤炭、石化等行业（3）托底发力点：基建等行业。

图：主要 A 股指数估值水平

主要指数		2022/9/30	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	16.22	34.50	11.55	18.05	31.90%
	Wind全A(剔除金融、石油石化)	26.09	73.88	18.18	29.33	33.70%
	上证50	9.36	22.89	6.97	10.19	25.00%
	沪深300	11.19	27.35	8.03	12.55	26.10%
	中证500	20.44	89.51	16.24	29.72	8.80%
	中证1000	27.25	144.82	19.36	42.15	8.70%
	中小100	28.60	64.61	18.72	31.57	33.70%
	创业板指	43.64	135.13	27.92	53.11	28.80%
	中小综指	43.10	96.75	23.18	41.59	56.10%
	创业板综	52.06	174.93	28.88	63.36	28.80%
海内外相对估值PE(TTM)	恒生AH股溢价指数	6.66	22.68	6.66	9.53	0.10%
	上证沪港通AH溢价指数	6.52	10.27	3.08	4.52	54.80%
	上证指数/标普500	0.64	1.56	0.36	0.63	52.50%
相对估值PE(TTM)	创业板指/沪深300	3.90	8.11	0.00	4.15	38.80%
	创业板综/沪深300	4.65	14.08	2.83	5.40	39.60%
相对估值PB(LF)	创业板指/沪深300	3.81	6.06	1.54	3.48	53.70%
	创业板综/沪深300	2.72	5.30	1.38	2.90	44.30%

数据来源：Wind、招商基金。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

三季度债市走势回顾：7 月众多地产风险事件先后发酵，地产销售数据则并未延续 6 月末的改善态势，同时政治局会议并未有增量的总量刺激政策，债市走强。8 月中旬 OMO 和 MLF 利率下调 10bp，超出市场预期，同时 LPR1 年期下调 5bp，5 年期下调 15bp，债市快速走强，但随后诸多宽信用政策也随之出台，债市收益逐步筑底。9 月债市转向调整，主要是受地产政策进一步放松、人民币汇率压力、市场担忧央行收紧、外围市场美债收益率上行、美联储货币政策收紧等影响。

四季度利率产品展望：基本面方面，9 月高频数据显示楼市车市走势整体改善，行业开工率大体走强，黑色产业链开工率回升，工业品价格大体回升。生产方面，9 月全国 247 家钢铁高炉开工率逐周回升；焦化企业开工率逐周走强且较为明显；PTA 江浙织机负荷率转向走强且较为明显；山东地链开工率环比 8 月末走高。汽车半、全钢胎开工率 9 月均值小幅弱于 8 月。需求方面，30 大中城市 9 月日均销售面积较 8 月回升，为 43.9 万平，同比-13.5%，同比降幅有所收窄；汽车需求上，9 月 1-25 日全国乘用车厂商市场零售 125.9 万辆，同比去年增长 15%，较上月同期下降 2%；全国乘用车厂商批发 144.3 万辆，日均 5.8 万辆，同比去年增长 33%，较上月同期增长 12%。

海外方面，欧洲经济体景气指标全面下滑，美国景气指标有所分化。美国 ISM 制造业指数回落至 50.9，但 Markit 制造业指数回升至 52。欧元区 9 月 Markit 综合 PMI 录得 48.1，连续第 5 个月下降；制造业 PMI48.4，前值 49.6；服务业 PMI48.8，前值 49.8。欧洲的工业、零售、消费者信心、Sentix 投资信心指数全面下滑。就业数据仍然较好，美国 9 月季调后非农就业人口增 26.3 万人，预期增 25 万人，前值增 31.5 万人；9 月失业率为 3.5%，预期为 3.7%，前值为 3.7%。9 月份欧美央行均大幅加息 75bp，美联储点阵图大幅抬升了未来利率中枢，大概率 10 月继续加息 75bp，12 月加息 50bp。

展望后市，**我们认为债市短期我们持大概率维持震荡看法调整，但调整空间不大、中长期仍然相对看好。短期来看，债市新出现的利空因素**（地产进一步放松、人民币汇率压力、市场担忧央行收紧、外围市场美债收益率上行、美联储货币政策收紧等）**尚未完全释放完毕。而中长期看，经济修复的弱势或难说扭转，宽松货币政策仍会维持，10 年国债收益率中枢向上空间较为有限。**

具体而言：（1）短期看，美联储加息后美元流动性收紧美债收益率上行，人民币汇率压力下股债均有影响，但我们认为 9 月末的资金收紧只是季节性现象，经济修复还需宽松货币环境，10 月初的大量公开市场操作和 MLF 到期央行也会合理应对。（2）继国常会宣布增加 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后，人民银行又宣布设立设备更新改造专项再贷款 2000 亿，专项支持金融机构以不高于 3.2%的利率向制造业、社会服务领域和中小微企业、个体工商户等设备更新改造提供贷款。预计四季度的中长期信贷和社融增速仍会修复，固定资产投资得到支持，利空债市。（3）从高频数据看，9 月经济基本面较 7-8 月修复，主要行业开工率回升。从基数效应看，四季度各项宏观数据有望同比回升。（4）房地产迎来新增的三大政策支持（符合条件的城市可 2022 年底自主决定下调或取消首套贷款利率下限，降低首套个人公积金贷款利率 15bp，换房个人所得税税收优惠政策），力度较之前有所加大，效果值得期待。（5）从绝对收益率水平看，目前各信用品种和利率品种较降息后的低位调整幅度一般，向下博弈空间有限，做多力量也有限。

利率债投资策略：

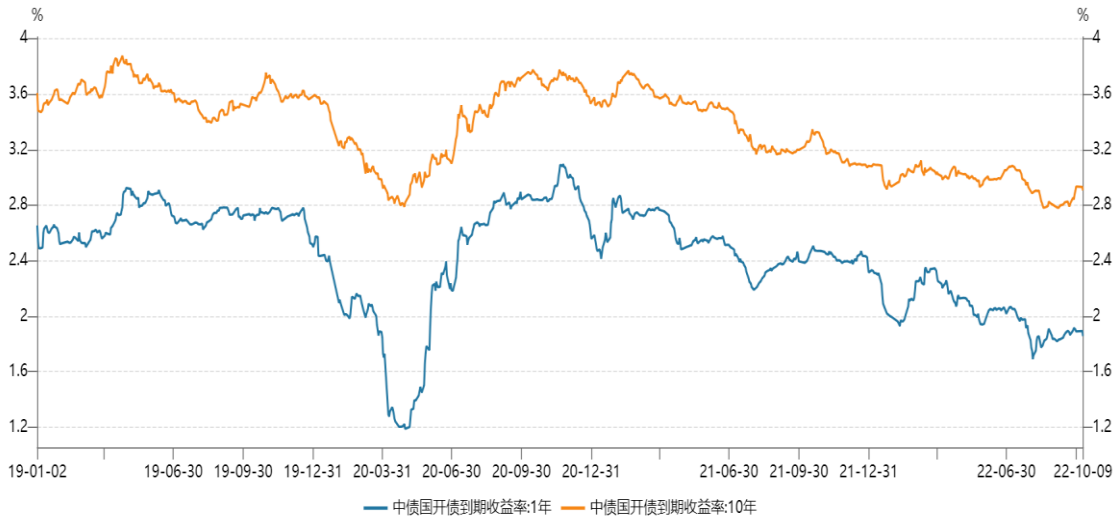
（1）总仓位方面，经历 9 月调整后，利率债收益率水平再度回到 8 月 OMO 和 MLF 降息之前的水平，若继续调整可考虑采取阶梯型加仓策略，需衡量各品种各期限相对调整幅度和价值，加仓进度需密切观察需求端地产销售、进出口和未来各政策是否有大的调整；

（2）杠杆方面，建议若逢调整可在阶梯型加仓过程中小幅抬升组合杠杆；

（3）目前曲线结构偏陡峭，利率债 3 年左右是相对凸点，3-5 年也是近期调整较大的期限。虽然整体调整，但信用债利差并未走阔，仍处在历史低位。相对价值利率债更占优，待信用利差走阔 10bp 后可考虑增持；

（4）3-5 年银行资本债券与其他普通信用债券的利差水平有所走阔，近期股市调整较大但二级债基对银行资本债券的抛售力度不大，故银行资本债券-普通债券利差未显现较大优势，谨慎增持银行资本债券；

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

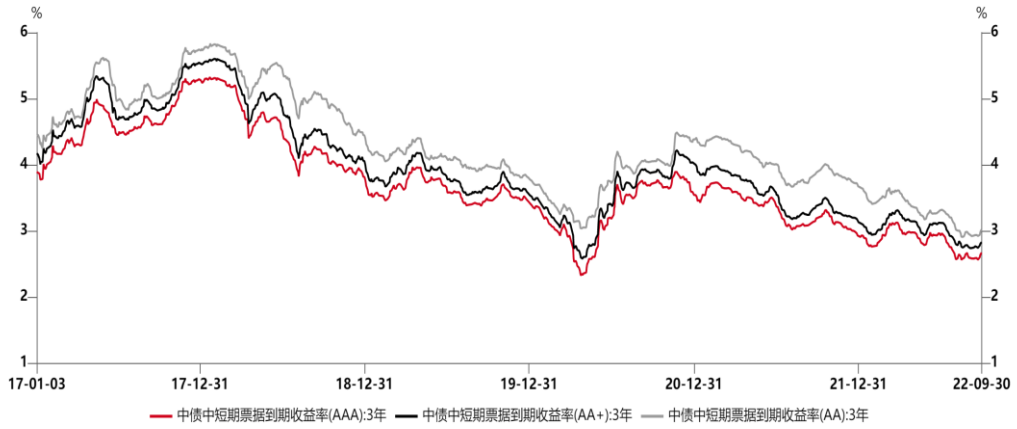
3.2.2 信用产品

企业债/公司债/中期票据

一级市场方面，今年三季度全市场信用债总发行额为近五年次高水平（总发行 31248 亿元），但由于总偿还规模较大，导致净发行量（净发行 768 亿元）处于近年来最低水平。其中公司债、企业债及中票相较于去年同期水平有所提升（合计发行金额为 17558 亿元，净融资额 3458 亿元），因为总偿还量上升而使得净融资额处于近年来次低水平。

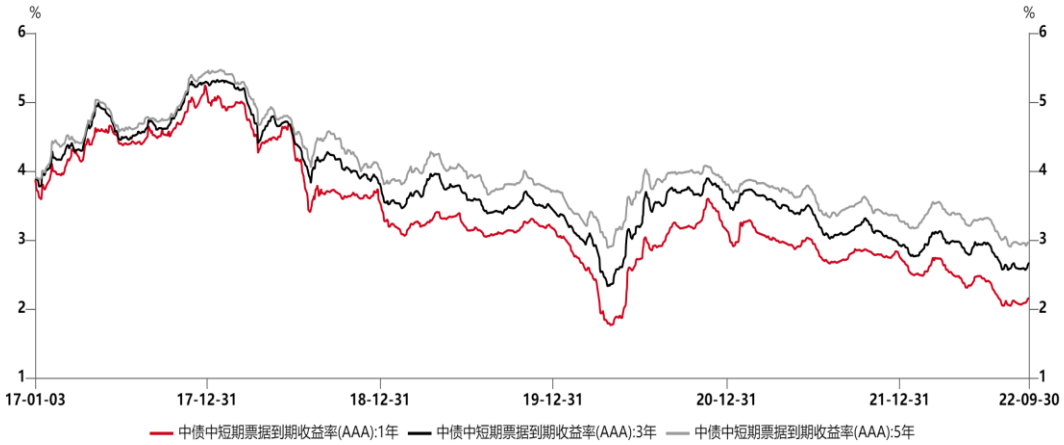
二级市场方面，今年三季度**信用债二级市场收益率全线走低，其中中长端产品收益率下行幅度较大。**以 AAA 级中短期票据为例，1 年期中短期票据收益率下行 25bp，3 年期中短期票据收益率下行 26bp，5 年期中短期票据收益率下行 32bp。期限利差方面，期限利差全线收窄，中短端期限利差收窄 2bp，中长端期限利差收窄 7bp。信用利差全线收窄，短端产品收窄幅度较大，以 AAA 级中短期票据为例，1 年期信用利差较 7 月初收窄 12bp，处于历史 3.7%分位水平，3 年期信用利差较 7 月初收窄 4bp，处在历史 8.2%分位水平；5 年期信用利差较 7 月初收窄 2bp，处在历史 9.5%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



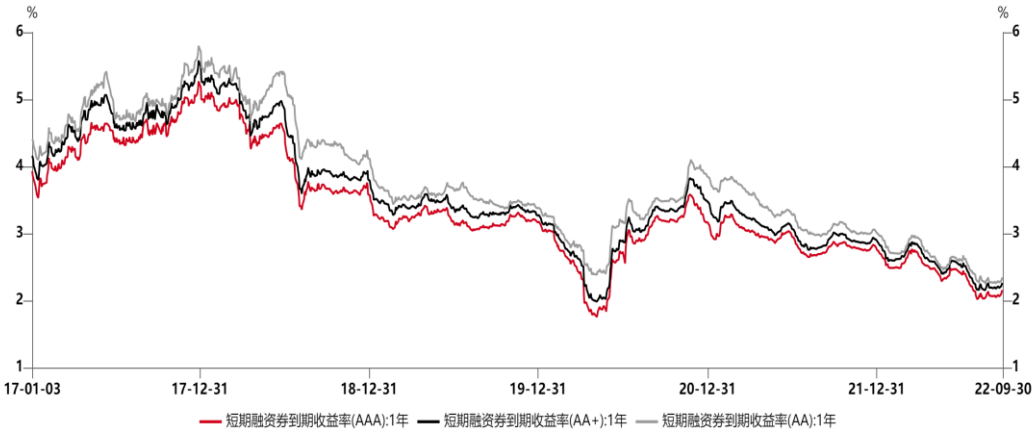
数据来源：Wind 资讯、中国债券信息网、招商基金

短期融资券

一级市场方面，今年三季度短期融资券总发行量为 12152 亿元，净融资额为-2325 亿元，其中发行额同比减少 658 亿元，净融资额同比减少 2230 亿元，短融总发行量处于近五年次高水平，但由于总偿还量规模达到 5 年内最高水平，导致净发行量达到近年来最低水平。

二级市场方面，今年三季度短融收益率全线走低，其中 AAA 等级品种收益率下行 26bp，AA+等级品种收益率下行 24bp，AA 等级品种收益率下行 26bp。信用利差方面，今年三季度短融信用利差全线收窄，其中 AAA 等级品种信用利差收窄 14bp，处于历史 3.3%分位水平；AA+等级品种信用利差收窄 12bp，处于历史 3.3%分位水平；AA 等级品种信用利差收窄 14bp，处于历史 1.3%分位水平。等级利差方面，中高等级利差与 7 月初相比走阔 2bp，中低等级利差收窄 2bp。

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 资讯、中国债券信息网、招商基金

信用债投资策略：

城投债方面，从利差的角度看，5 年期各品种利差明显收窄，配置性价比下降，其中 5 年期 AAA、AA+信用利差历史分位水平分别下降至 13%、12%，配置性价比显著下降，短期依然建议以严控信用风险为前提，坚持区域为王策略，可在有一定基本面支撑的中部省份及发达区域进行控制久期谨慎挖掘。**地产债方面**，信用利差走势分化，民企地产债利差再创新高，短期内民企地产债风险尚未解除，系统性右侧机会仍需等待。近期国企地产出现高估值成交，建议待估值稳定后再行介入。**煤炭债方面**，信用利差整体收窄，长期品种配置性价比下降明显，对山西大型煤企进行拉长久期需谨慎。**钢铁债方面**，信用利差走势分化，伴随着今年以来钢价下行，部分钢企半年报净利润下滑甚至出现亏损，短期内估值可能出现调整，建议待估值稳定后介入。**总之，2022 年四季度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。**

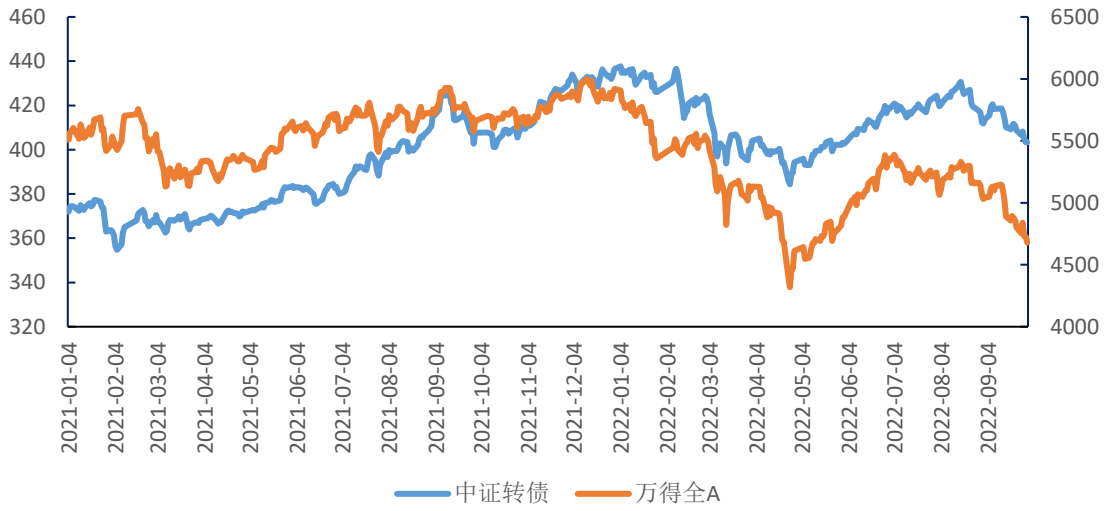
3.2.3 可转债

三季度转债市场先涨后跌，截至 9 月 30 日，中证转债下跌 3.82%。具体来看，7 月至 8 月中旬股票市场在海外通胀和国内地产扰动下整体呈震荡走势，转债市场在宽松的货币政策下主动拉升溢价率，走出独立行情。8 月下旬至 9 月底转债市场跟随股票市场持续回调。原因一方面来自地缘政治、疫情影响和汇率等压力，另一方面前期成长赛道股涨幅较多，高估值透支企业未来盈利增速。目前偏债型、平衡型和偏股型转债转股溢价率均值分别为 63.48%、20.81%和 13.06%，较二季度末分别上升 3.08、下降 1.94 和上升 2.67 个百分点，整体处于 2017 年来 93.9%分位数水平。

展望后市，正股层面，目前万得全 A 和创业板指的绝对点位和估值都已经接近今年 4 月市场较为悲观的低点，但目前的经济基本面和政策预期明显好于当时。短期市场或以结构性行情为主，行业层面呈现轮动格局，延续性较差，市场没有明确主线。机会可能会出现在前期回调较为充分，拥有长期自主可控和国产替代逻辑的电子、军工等板块。转债估值层面，虽然整体转股溢价率仍处在高位，但较前期有所缓解。平价在 130 元左右的转债平均转股溢价率目前为 11%，我们认为这一水平在目前流动性宽松、极低利率水平下处于合理偏高位置。如果后期权益市场情绪回暖，股性转债有一定估值提升空间。行业上可关注军工、

电子和银行板块。

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	9 月宏观因素扰动再次成为市场调整的主因，大盘指数回落至前期低点。当下主要风险未消退之前，判断市场仍处于“磨底”阶段，但从政策持续发力、估值吸引力、盈利逐步改善等角度综合考虑，市场下行风险可控，建议维持中性仓位，自下而上挖掘确定性个股机会	经过连续调整，权益市场风险溢价再次回到历史较高水平，中长期配置价值凸显，同时考虑到经济复苏斜率偏慢，货币财政政策仍会友好积极。在此背景下，中期维度 A 股胜率、赔率均有吸引力
港股	海外流动性持续紧缩、国内基本面偏弱持续压制港股风险偏好，短期仍难言企稳	中长期视角看，国内经济缓慢复苏带动企业盈利改善仍是核心变量，同时考虑美联储快速加息带来的负面冲击预期逐步减弱，叠加全球比较下极具吸引力的估值水平，港股优质板块具备相对较高的配置价值
美股	估值回落至均值下方，相对合理，但市场对盈利的担忧在逐步加强，短期急跌后或有反弹，但整体仍处于高波阶段，配置性价比一般	中期维度，加息对经济增长和盈利预期的冲击会逐渐显现，市场对此也会进一步强化，中期仍不乐观
国债	流动性很难更加宽裕、收益率处于较低水平，债市受海外加息和汇率快速贬值短期有调整压力，维持中性	中长期看，经济修复的弱势或难说扭转，宽松货币政策仍会维持，10 年国债收益率中枢向上空间较为有限
美债	9 月美联储再度加息 75bp，同时点阵图中位数大幅上调至 4.4%，使得利率中枢提升，判断 10 年期美债或在 3.5%-4%阶段性波动	货币收紧已有预期、同时经济增长放缓压力逐渐显现，6-12 个月维度来看，美债收益率见顶回落的概率较大，3.5%以上的 10 年期美债并非常态，具备中长期配置价值
大宗	多国央行跟随联储加息同步上调政策利率，经济衰退担忧再度升温，受此影响工业金属及能源价格大幅调整，短期仍将承压	但长期看，供给周期是核心影响逻辑，需求侧的放缓难以抵消供应风险溢价，该背景下能源价格的重心会抬升

资产类别	短期	中期
黄金	短期看，外围流动性继续收紧的压力依然存在，美元指数与美债实际收益率仍处在强势行情中，预计黄金价格仍将维持弱势	黄金价格大概率已经见到底部，未来美国 ISM 制造业指数或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。

招商基金 CHINA MERCHANTS FUND
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、复制或有悖原意的删改。