



招商銀行
CHINA MERCHANTS BANK

研究院
Institute



私人银行 季度投资观点

二零二二年 第二季度

2022年二季度配置策略

政策发力可期

2022年一季度已经过去，在国内经济面临增长的三重压力：需求收缩、供给冲击和预期转弱背景下，变异毒株管控持续对经济带来负面影响，叠加美联储于一季度开启加息进程，俄乌战争对全球供应链造成冲击下通胀预期持续攀升等海外宏观环境转变，当前市场面临诸多不利因素挑战。面对复杂多变的宏观环境，投资者应如何布局，如何进行资产配置？带着这些思考，与您分享我们对2022年二季度资产配置的最新观点。

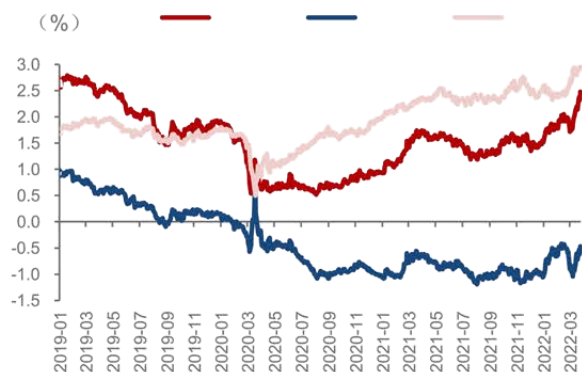
■ 2022年一季度大类资产表现回顾：境外股强债弱，境内股市下跌

回顾2022年一季度，境内外市场在通胀及战争冲击等宏观事件影响下呈现同步弱势走势，境外股债一季度分化，股市呈V型走势，而境内市场呈现债稳股弱的特征（见表1）。其中，权益市场方面，海外主要股指表现优于境内市场，A股主要股指呈现同步较大幅度下跌走势（见图1）。债券市场方面，美债收益率持续上行至2.5%关口，对全球资产定价均带来压力，国内10年期国债收益率保持稳定，仍维持在相对较低的利率水平。境内外经济基本面及货币政策仍呈现一定程度错位是一季度影响资本市场走势主要原因。

境外资产方面，市场继续呈现“股强债弱”行情，美股三大股指一季度呈V型走势，美债十年期利率则继续上行并冲击2.5%关口，黄金冲高回落最终仍然上涨，美元维持强势。3月，俄乌冲突继续，欧美对俄罗斯的制裁措施导致了大宗商品价格冲高，全球风险偏好短期回落，避险情绪升温；但随着制裁措施落地，市场逐步恢复理性，欧美股市有所反弹。其中市场对美国企业盈利预测不断上调，对美股基本面的预期更加乐观，美股上涨幅度超预期。美联储流动性收紧继续发酵符合预期，虽收紧幅度超出预期，但并不影响对美债利率趋于上行、以及美元走强的判断。

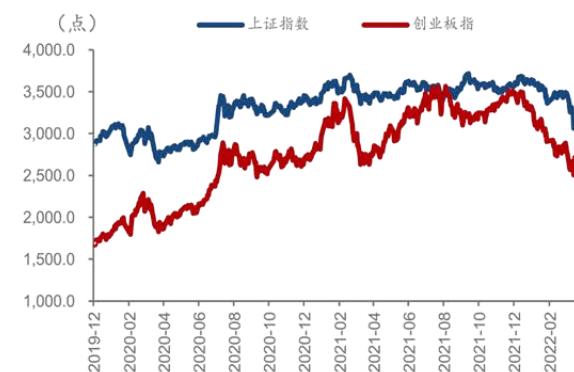
境内资产方面，中国10年期国债利率基本持平，A股一季度以来调整幅度较大，行业风格普跌。国内疫情反复，经济下行压力加大，美国流动性加速收紧，A股面临的基本面环境比预期的更为恶劣，A股实际表现为较大幅度调整。A股行业风格普跌，金融板块表现较好，低估值稳增长板块仍为目前较为确定方向。金融数据不及预期，3月降准降息落空，中国国债利率季末略有上升。

图1：境外市场美债利率大幅冲高



资料来源：Wind，招商银行研究院

图2：A股市场跌幅较大



资料来源：Wind，招商银行研究院

2022年二季度配置策略

表 1：主要资本市场表现

		2022一季度表现 (%)	2021年全年表现 (%)	最新收盘价
境内股市	上证综指	-10.65	4.80	3,252.20
	深圳成指	-18.44	2.67	12,118.25
	创业板指	-19.96	12.02	2,659.49
	沪深300指数	-14.53	-5.20	4,222.60
	中证100（偏大盘）	-13.79	-10.55	4,131.76
	中证500（偏小盘）	-14.06	15.58	6,324.96
境内债市	中证国债	0.61	5.97	206.98
	中证企业债	0.62	5.11	245.03
	中证转债	-8.36	18.48	399.90
境外股市	美国-纳指	-9.10	21.39	14,220.52
	美国-标普500指数	-4.95	26.89	4,530.41
	英国-富时100指数	1.78	14.30	7,515.68
	德国-DAX指数	-9.25	15.79	14,414.75
	中国香港-恒生国企	-8.63	-23.30	7,525.89
	中国香港-恒生	-5.99	-14.08	21,996.85
商品	铜	6.66	46.58	10,336.85
	黄金	5.89	-3.60	1,936.90
	白银	6.93	-11.57	24.97
	布伦特原油	37.94	50.46	107.29
外汇 (以美元为基准)	澳元	2.97	-5.52	0.75
	英镑	-2.86	-0.99	1.31
	欧元	-2.66	-6.93	1.11
	日元	5.73	11.42	121.70

数据来源：Wind，数据截至 2022/03/31

2022 年二季度大类资产配置展望：通胀、疫情、利差主导各资产，A 股震荡磨底

展望 2022 年二季度，大类资产配置策略建议需提高组合防御性，主要资产配置建议如表 2 所示。具体判断如下：

对于境外资产，关注美国经济走弱风险，目前市场并未反映这一风险，美债利率上行趋势不变，但预计先上后下，顶点大概率出现在二季度，黄金短期以震荡偏弱为主，中期随着通胀见顶黄金将出现补跌。

对于境内资产，4 月债券利率趋于震荡，但 5-6 月上行的压力会加大，A 股政策底信号明确，但二季度依然面临业绩下滑、资本外流和美联储紧缩等重要的潜在风险点，可能处于震荡磨底的阶段。

表 2：主要资产配置建议汇总表

资产类别	配置建议					配置变化
	高配	中高配	标配	中低配	低配	
贵金属			●			
固收				●		
			●			
权益			●			
			●			
					●	
			●			↓
			●			
			●			

定稿日期：2022/4/8

招商银行私人银行部、招商银行研究院联合出版

目 录

一、2022 年二季度宏观经济主线：“滞胀”压力下的政策分化	4
■ 主线一：地缘政治矛盾尖锐，“滞胀”压力明显上升	4
■ 主线二：新增疫情扰动，国内信用扩张时间延后	5
■ 主线三：警惕经济政策的“非意图后果”	6
二、主要市场研判：高波动后各资产以震荡为主	7
■ 境内固收：短期震荡之后，中期将再迎调整	7
（一）利率债展望：利率短期趋于震荡，中期将再次上行	7
（二）信用债展望：票息策略可以延续，精选年内基本面修复的行业	8
（三）固收产品具备配置价值	10
■ 境内权益：震荡磨底，保持耐心	10
（一）趋势性机会仍需等待，二季度风格偏价值	10
1、影响 A 股大盘的关键因素	10
2、风格回归均衡尚未结束，二季度更重视价值	13
（二）A 股配置方向建议	13
（三）权益产品均衡配置，更侧重价值型产品和优秀 FOF	14
（四）港股：科技股仍需等待政策风险出清	14
（五）对冲：边际改善，维持标准配置比例	14
■ 美股：关注美国经济下行风险	15
■ 美债：利率上行趋势不变	16
■ 黄金：金价趋向于偏弱震荡	17
三、资产配置策略：境内大类倾向于股略优于债	18
■ 胜率：国内固收资产胜率下降	18
■ 盈亏比：境内股票跌出一定性价比	19
■ 结论：权益资产性价比不突出，中国国债调至中低配	19

2022 年二季度宏观经济主线：“滞胀”压力下的政策分化

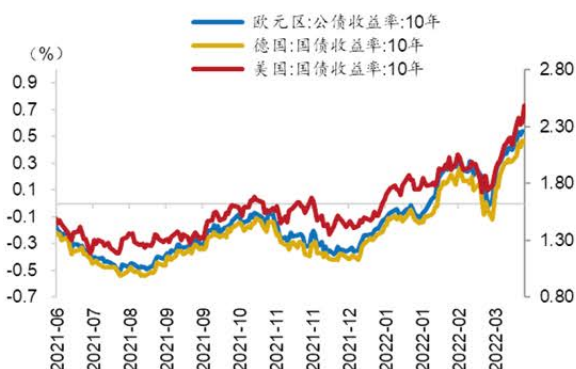
当前，我国的宏观经济形势面临极为复杂的局面。俄乌冲突、疫情发展和政策应对“三条主线”纠缠在一起，市场预期仍不稳定，外围不确定性进一步上升。在这三条逻辑主线的复杂演绎下，悲观和乐观心态交织出现，资本市场势必大幅波动。

■ 主线一：地缘政治矛盾尖锐，“滞胀”压力明显上升

俄罗斯的意图是通过一场小规模的快速的军事行动，正如 2014 年占领克里米亚一样，一方面打击乌克兰的亲西方势力，另一方面拉拢亲俄的民众，从而实现遏制北约东扩、保障俄罗斯国家安全的目的。现在看起来，俄罗斯的战略意图没有实现，军事冲突有拖延下去的迹象。俄乌冲突对全球政治和经济的发展，将产生持久而深刻的影响，加大了我国所面临的外部地缘政治风险。

首先，应该高度关注西方经济制裁工具的演变。历史上，国家之间的主要制裁工具是贸易禁运，停止货物贸易的往来。此次俄乌冲突以来，西方阵营采取了力度空前的金融制裁措施，包括冻结俄罗斯央行和商业银行的海外资产，禁止俄罗斯参与国际支付清算交易等等，意图孤立俄罗斯，限制俄罗斯的对外经济活动。从全球看，金融制裁的影响，显然比贸易制裁更大。目前来看，这些制裁措施对俄罗斯造成了巨大冲击，股市暴跌、卢布大挫，主权债务面临违约。其次，应该警惕滥用金融制裁的延伸伤害。以美元为主的国际清算体系，为金融制裁提供了长臂管辖的可能，西方正在以此胁迫其它国家中断与俄罗斯之间的经济往来。不能排除西方国家以中国支持俄罗斯为借口，进而制裁中国的可能性。这一国别风险的存在，将加大外资对中国市场的担忧，刺激外资进一步流出中国。

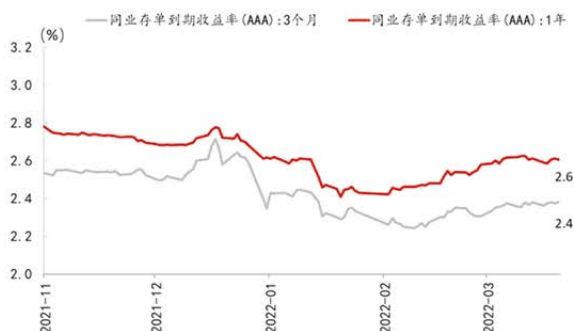
图 3：美债、欧债利率均出现快速攀升



资料来源：Wind，招商银行研究院



图 4：3 月同业存单利率出现阶段性回落



资料来源：Wind，招商银行研究院

当然，我们也不能低估传统的贸易禁运对大宗商品价格的影响。虽然俄罗斯在全球贸易中的占比不到 2%，却占据了全球原油和天然气供给的 11%和 17%。近来，俄罗斯出口量较大的原油、煤炭、小麦、有色金属等大宗商品价格迅速上涨，3 月初油价一度突破 125 美元/桶。大宗商品价格攀升将对全球经济复苏造成显著拖累。一方面，主要机构纷纷下调对全球增长的预期，对全球 GDP 增速的预测中位数下调了 0.3 个百分点至 4%，对美下调 0.2 个百分点至 3.5%；另一方面，上调对全球通胀的预测，全球通胀的预测上调 0.6 个百分点至 5.1%，对美上调 1.1 个百分点至 6.2%。全球经济出现“滞胀”的风险上升。

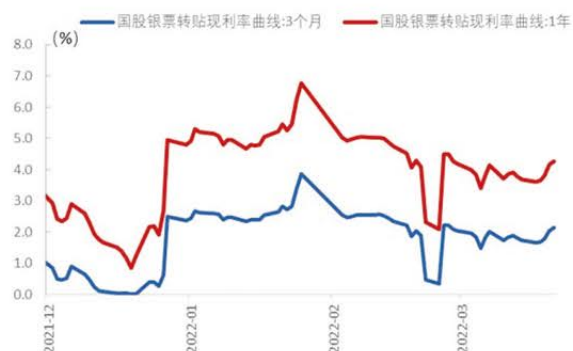
面对通胀与经济增长，美欧央行集体选择优先遏制通胀，并加速了流动性收紧的步伐。美联储在 3 月的议息会议上开启了首次加息，并且向市场传达出会尽快缩表、全年加息 7 次、以及不排除单月会议加息 50BP 的可能，在此影响下，美债利率已经突破了 2.5%的整数位关口（见图 3）。同样，欧央行也加快了货币政策正常化的脚步。考虑到美欧央行遏制通胀的决心，超预期的缩表速度可能加速带动长端利率走升，需留意股票、商品市场波动性的上升风险。

■ 主线二：新增疫情扰动，国内信用扩张时间延后

近来，奥密克戎变种病毒在国内多点散发，疫情防控压力明显加大，深圳、上海等沿海核心城市实行部分封控管理，对正常的经济生活造成一定的影响。一季度的经济增速，可能低于 5%。

如何以最小代价实现最大的防疫效果，减少对经济活动的影响，是当前面临的主要矛盾之一。放在全球背景下观察，我国目前防疫强度的经济代价是巨大的。我国采取的是“动态清零”策略，欧美采取的是疫苗接种下的“自然免疫”策略。过去两年，由于我国疫情管控较好，经济恢复比较强劲；

图 5：3 月票据利率走低，月末有小幅反弹



资料来源：Wind，招商银行研究院

现在情况可能逆转，今年欧美逐步放开疫情管控，经济的恢复和就业情况可能比国内来得更加强劲。

今年 1-2 月，我国宏观经济数据超出预期，其中工业增加值同比增速较去年 12 月提升 3.2 个百分点。不过，有三点值得注意：一是考虑到环比数据和统计口径，工业增加值数据可能夸大经济的增长速度；二是疫情反弹加大了就业的压力，城镇调查失业率由去年 10 月的 4.9% 连续四个月上行至今年 2 月的 5.5%，当前我国就业市场岗位流失大于岗位创造，今年的就业形势不容乐观；三是疫情影响下，信贷投放放在企业端和个人端都表现出疲弱的状态，3 月前四周，高频指标同业存单利率阶段性走低，票据利率持续回落（见图 4、5），同期 30 城大中城市商品房销售面积未见改善，与 2 月基本持平，显示出个人抵押贷款增长依旧偏弱，贷款总量增长和结构未有明显好转。

初步推断，这一轮疫情最早会在 4 月中上旬能够被基本控制，经济活动会有序地放开。所以，预计最早在 4 月中下旬，我们能够观察到更多宽信用和经济增长边际回暖的信号。在没有出现更多经济回暖信号之前，预计债券利率偏震荡，A 股稳增长板块和价值风格更占优势。

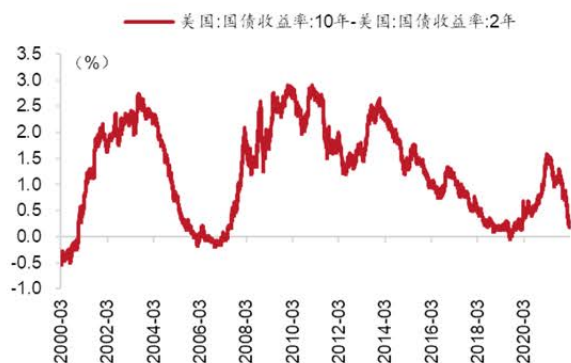
除疫情受控的因素以外，考虑到稳增长政策加大发力的力度，叠加二季度是传统开工旺季，我们认为在二季度中期看到信用扩张和经济回暖的概率在增大，届时风险偏好会有一定程度的提高，债券利率将震荡向上，A 股市场成长风格也可能会转暖。

■ 主线三：警惕经济政策的“非意图后果”

当下美联储的货币政策，可能会产生“非意图后果”，即政府的经济政策有可能陷入“事与愿违”的陷阱之中。持续的高通胀正驱动美欧央行货币政策加速转向，而考虑到当前的通胀压力更多来自供给侧，作为需求管理工具的货币政

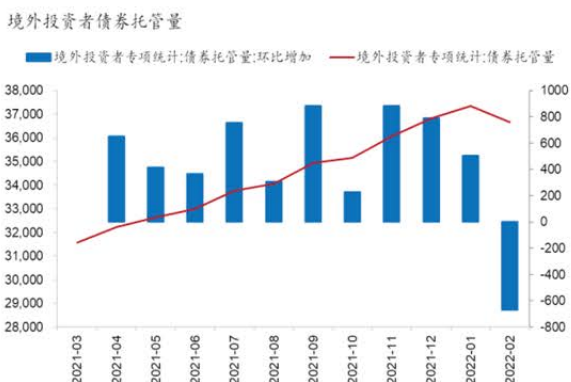


图 6：美债 10-2Y 利差接近倒挂预示经济衰退风险



资料来源：Wind，招商银行研究院

图 7：外资单月大幅抛债



资料来源：Wind，招商银行研究院

图 8：北向资金出现单月明显净流出



资料来源：Wind，招商银行研究院

策应对效果存疑，反而可能推动经济陷入衰退的境地。从历史上看，高通胀与货币紧缩、经济衰退如影随形。目前，美国的国债收益率曲线已经走平，继续加息可能导致倒挂（见图 6）。所以，盯住通胀目标而不断加息，经济衰退的可能性上升。

去年底，中央经济工作会议提出我国经济面临“三重压力”，今年要稳经济、保增长。今年的《政府工作报告》对经济增长提出了极高要求，5.5%左右的目标增速位于市场预期上限。一是传递中央“稳增长”的决心，表明政府以经济建设为中心的意愿。二是实现中长期远景目标的客观要求。要实现 2035 年经济总量相较 2020 年翻番，未来 14 年年均增速需达 4.5%。第三，进取的增长目标，也是实现保就业的必然要求。

展望未来，中美在二季度仍然分别面临着“滞”和“胀”的约束，中美货币政策的分化预计也将愈演愈烈，甚至不排除中美利差出现倒挂的可能性。在极窄的利差压力下，外资的流出压力、流出规模可能会比一季度更高，国内资产预计均将受到负面冲击，市场波动性的上升恐怕不可避免。对于股债市场来说，尽管外资的持股、持债规模并非市场主力，但仍可能阶段性放大市场的悲观情绪（见图 7、8），令市场一度呈现“股债双杀”的局面。

主要市场研判：高波动后各资产以震荡为主

■ 境内固收：短期震荡之后，中期将再迎调整

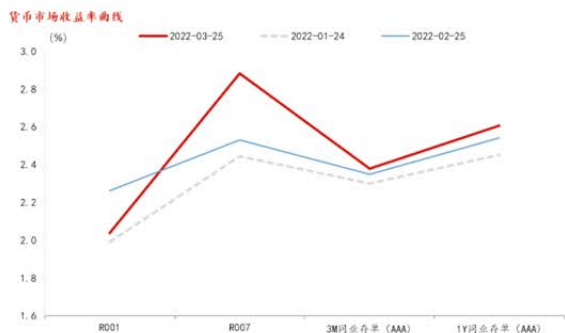
（一）利率债展望：利率短期趋于震荡，中期将再次上行

展望 2022 年二季度，利率运行位置大概率会停留在全年的中部区间，即 2.8-3.0%。4 月趋于震荡，但 5-6 月利率上行的压力会加大，中期需关注利率上行风险。

银行间流动性方面，对债券市场整体利好。考虑到目前

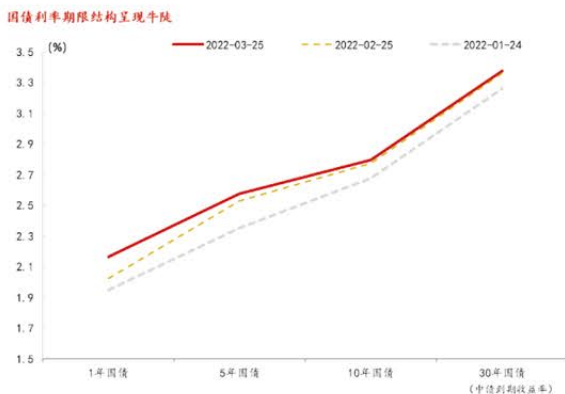
主要市场研判

图 9：3 月银行间资金利率小幅上行



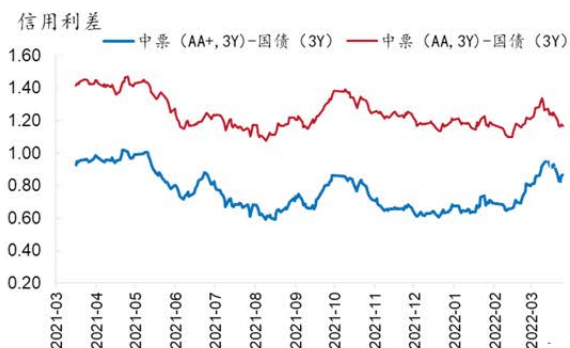
资料来源：Wind，招商银行研究院

图 10：3 月国债利率小幅上行，曲线走平



资料来源：Wind，招商银行研究院

图 11：3 月中票信用利差回落



资料来源：Wind，招商银行研究院

经济还需稳增长，信用扩张还疲弱，二季度流动性环境将保持宽松状态（见图 9）。4 月央行仍有可能降准，释放流动性，缓和资金缺口，此后 5-6 月份大概率将尽力维持资金面稳定。

信用环境方面，可能对债券收益率带来一定上行压力。信用扩张短期疲弱，中期仍有望好转。考虑到疫情的负面影响，预计等到 4 月中下旬，才会看到信用扩张速度好转，届时市场对信用和经济增长的预期从低点向上修复。

市场情绪方面，有利于短端利率保持低位。考虑到货币政策维持偏宽松的确定性较大，投资者们认为短端债券调整幅度不会太大，且还会维持在中低位水平一段时间，所以现阶段投资者继续积极参与短债行情。不过投资者对长债行情的分歧较为明显（见图 10），一方在博弈宽信用不及预期，另一方继续博弈宽信用可以扩张。

利率债配置策略方面，建议以攻带守，在 10 年期国债利率上行至 2.9% 之上时积极配置；在 10 年期国债利率下行至 2.75% 以下时，适当止盈。以短债为主，用杠杆换久期，保证安全性。

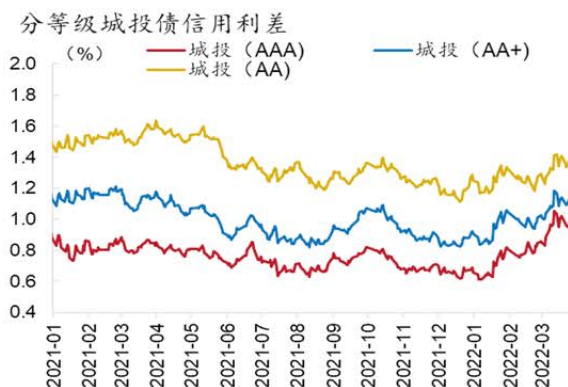
（二）信用债展望：票息策略可以延续，精选年内基本面修复的行业

展望二季度，流动性保持宽松，但长端利率可能震荡向上，流动性溢价有震荡向上压力。同时，稳增长政策力度再次加强，叠加疫情好转，会逐步使得信用扩张边际好转，有望进一步推动经济增长修复预期回升，最终使得信用风险溢价从高位回落（见图 11），信用债的收益回报有望提升。

信用风险方面，3 月金融委会议之后，地产引发的系统性风险有望下降。但地产信用风险尚未完全化解，个别地产民企的流动性压力还在，仍然需要警惕个券违约的风险，等待化解地产风险政策的细则出台。其他行业券种目前风险未见异常，基本可控。

主要市场研判

图 12：3 月城投债信用利差震荡走高



资料来源：Wind，招商银行研究院

配置策略方面，票息策略可继续维持，保持中短期限，不建议大幅拉长久期。品种上以中高等级城投为主，搭配精选产业债。行业配置跟随行业盈利情况逐渐进行调整，看重行业结构分配，在基建，高端制造业、双碳等板块进行挖掘。同时，沿着 PPI 同比下行、CPI 同比上行为主线，做好行业比例调节，适当降低上游周期行业的配置，逐步增加下游农林牧渔、休闲服务、食品饮料行业的配置。

城投债：净融资回升，信用利差震荡向上。相比于产业债，城投债净融资情况更好，与基建靠前发力的趋势基本一致。信用利差方面，影响城投信用利差最主要的因素是流动性溢价，考虑到二季度利率震荡偏上行，城投信用利差可能震荡上行（见图 12）。风险方面，上半年经济较弱，经济难以承受城投信用风险快速扩大，在维稳政策压力下，预计城投风险暂时可控，不过也需要尽量规避弱资质城投。策略而言，优质城投仍然是安全资产，打底为主。

强周期债：信用利差或继续低位盘桓，挖掘仍有利差压缩的个券。强周期债供需均进入双旺时期，4 月之后是传统开工旺季，后续将进入到季节性发电高峰期，需求会走高。供给已经在 3 月中旬之后陆续恢复正常。供需层面将从供给大于需求进入到供需平衡层面，行业基本面将更加稳定，信用利差有望向下修复。中期看，在没有更好的票息资产配置之前，可在钢铁煤炭行业挖掘仍有利差压缩空间的个券。

地产债：地产民企风险仍在出清，维持谨慎。2-3 月政策继续在需求端加大刺激力度，包括各地下调贷款利率，放松限购、限贷等。尽管政策继续发力，但是行业基本面表现依然疲弱，30 城商品房销售数据、70 城商品房价格指数，均延续去年下半年以来的下滑趋势（见图 13）。交易层面，受政策松动程度加大影响，地产债一季度交投较为活跃，中低等级地产债信用利差显著下行（见图 14）。不过，民营房企债务违约风险依然延续，一季末出现了阳光城违约、融创

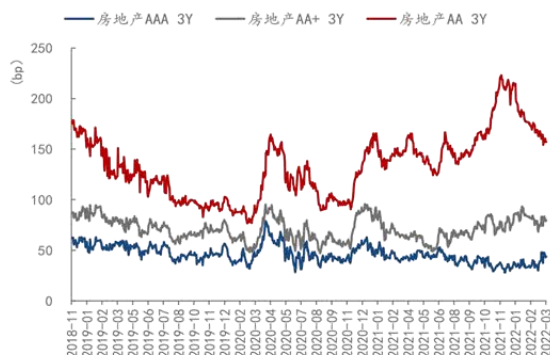
图 13：商品房成交面积和价格延续下滑



资料来源：Wind，招商银行研究院

主要市场研判

图 14：低等级地产债信用利差一季度大幅下行



资料来源：Wind，招商银行研究院

宣布 40 亿元债务展期等。考虑到民企地产风险仍在出清，短期或者中期都需要谨慎对待。

（三）固收产品具备配置价值

回顾一季度，纯债产品方面，债券利率先下后上，波动增加，但利率并未大幅走高，所以回撤控制较好的基金业绩不差。受到权益资产、可转债、二级资本债下跌影响，固收+产品一季度业绩普遍受损，仅有部分权益仓位偏低、行业配置均衡或者板块偏稳增长风格的产品回撤相对较小。

展望二季度，固收资产仍具有一定配置价值，需结合风险偏好进行选择。纯债产品方面，虽然疫情拉长了经济修复的进度，但利率向上的可能性在增加，产品波动增加，策略上可以逐步从交易型产品向票息型和信用型产品切换。对于今年求稳、放弃择时的投资者而言，可以向 1 年期以上的定期存款型产品转移。需要注意的是，存款类产品提前支取将损失大部分收益，收益和流动性难以兼顾。如果选择该类产品，则投资收益目标也应同步转换为回避波动、侧重安全但降低收益预期。固收+方面，在权益市场没有明显转好信号前，仍然建议关注风格为“攻守兼备”、行业配置偏均衡的产品。

■ 境内权益：震荡磨底，保持耐心

（一）趋势性机会仍需等待，二季度风格偏价值

1、影响 A 股大盘的关键因素

影响 A 股的关键因子包括业绩增速、流动性、风险偏好、估值水平和政策等。今年国内各方面政策预期都较强，但 A 股依然面临业绩增速下滑、资本外流和美联储紧缩等重要的潜在风险点。

1）疫情反弹，导致一二季度业绩增速下滑压力加大。

三月境内多地爆发疫情，深圳、上海、吉林等重量级城市和省份实行部分封控管理，加大了宏观经济的下行压力。后续国内疫情仍可能反复，市场对与疫情长期共存的担忧持续存

主要市场研判

图 15：A 股利润增速预测



资料来源：Wind，招商银行研究院

在，对如何以最小代价实现最大防疫效果也存在担忧。预计本轮疫情反弹将使得上市公司业绩压力明显加大，一二季度仍将快速下行（见图 15），同时预计三季度随着疫情防控得当和稳增长政策的持续推进，政策效果或有所体现，业绩下滑压力将有所缓解。

2) 宏观流动性虽偏宽松，但国别风险的存在和中美利的差收窄可能使得资本外流，引发股票市场微观流动性阶段性承压。三月召开的两会和金融委会议对货币政策的表述都较积极，这与去年四季度以来的基调总体保持一致。不排除中国央行 2 季度有继续降准的可能，但同时对宽松政策也不宜过度乐观，美联储紧缩和中美利差收窄在一定程度上对中国央行造成掣肘，中国“房住不炒”和“不搞大水漫灌”的底线思维也仍将维持。总体而言，在两会 5.5% 的 GDP 增速目标下，期待基建和地产政策实质性放松有合理性，货币政策结构性宽松仍具有持续性，和 A 股估值相关性较高的 M1 等货币增速有可能逐步好转。

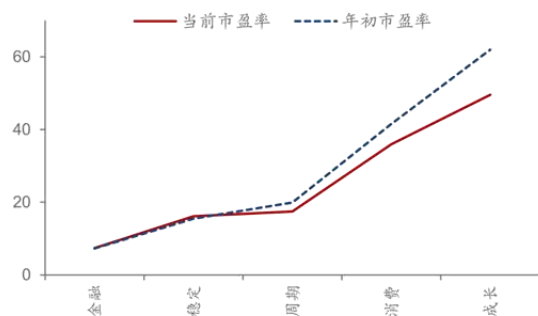
值得注意的是，除了国内宏观流动性，资本外流或成为今年股市微观流动性的重要影响因素。中美货币政策分化，中国央行宽松和美联储紧缩已成明牌，随着中美利差的持续收窄，外资出售资产的行为或将持续。此外，大国博弈背景下，资金外流的风险可能加剧。目前中国与西方国家在对待俄罗斯的态度上存在明显分歧，中美本就在多个领域存在较为严重的矛盾，如果西方国家借此认为中国“站队”俄罗斯，制裁升级有可能蔓延殃及中国。只要有这种国别风险存在，就有可能刺激外资进一步流出中国市场。俄乌战争爆发后的一个月，北上资金流出约 560 亿元，单月流出量位居陆港通开通以来第二名。

3) 海外滞胀紧缩风险加剧，对全球权益市场风险偏好造成较大压力。回顾 90 年代以来美联储四轮加息周期，首次加息后 A 股表现都较弱。关注美联储 5-7 月即将密集召开

主要市场研判

图 16：风格指数估值曲线

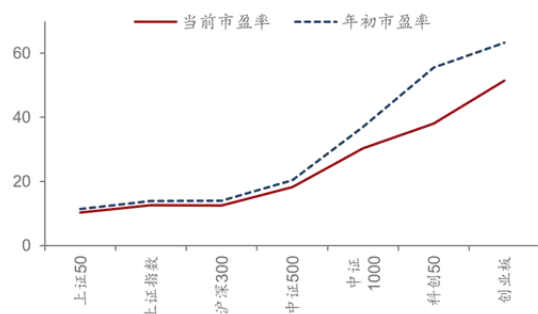
当前市盈率VS年初市盈率



资料来源：Wind，招商银行研究院

图 17：宽基指数估值曲线

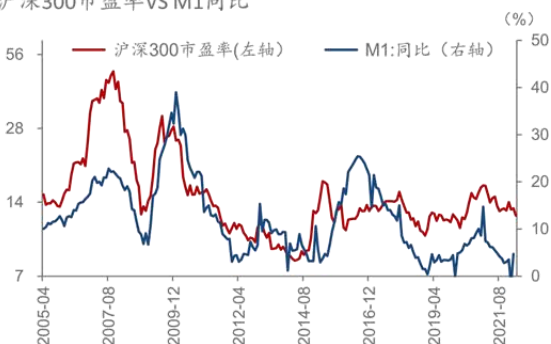
当前市盈率VS年初市盈率



资料来源：Wind，招商银行研究院

图 18：信用货币和估值高相关

沪深300市盈率VS M1同比



资料来源：Wind，招商银行研究院

的三次议息会议，市场对此可能尚未完全定价，届时可能对包括 A 股在内的全球权益市场形成冲击，尤其是对成长股的估值冲击（见图 16）。

4) 上证指数估值较低，但基金重仓板块仍在中位数附近（见图 17）。上证指数历史 5 年的估值分位数为 11%，处于较低水平；上一轮熊市 2018 年底最低估值为 10.99 倍，目前为 12.37 倍。考虑到 4 月份年报和一季报披露后盈利有所增长，估值水平将非常接近 2018 年底的最低水平。我们在年度展望中判断上证指数下限为 3000 点，就是参照了 2018 年底估值的极端位置。值得注意的是，食品饮料、电力设备及新能源、创业板指等基金重仓的板块，过往 5 年的估值分位数分别为 60%、56%、46%，仍然不算便宜。

5) 金融委会议政策底信号明确，但未必是市场底。2018 年 10 月 19 日刘鹤副总理就当时经济金融热点问题接受采访，A 股当天及次日大幅反弹，随后震荡调整两三个月，完成二次探底后，于 2019 年初迎来大涨。本次金融委会议和彼时的确存在诸多相同点，但也存在三方面差异：首先，美联储今年后续加息缩表力度预期远强于 2018 年四季度，彼时美联储处在加息缩表的尾声，今年加息刚刚启动，缩表尚未开启（见图 18）。其次，2018 年四季度 A 股业绩增速见底，今年业绩底市场预期时点在三季度附近。最后，上证指数的估值目前虽然在历史底部附近，但全 A 的估值仍然比 2018 年四季度高 25-30%。因此，当前 A 股所处的外部环境和内生业绩估值方面都比 2018 年要弱，政策底到市场底或仍需时间。

综上，我们认为 A 股政策底信号明确，上证指数 3000 点下方的空间不大，但二季度依然面临业绩下滑、资本外流和美联储紧缩等重要的潜在风险点，二季度上证指数可能处于震荡磨底的阶段。趋势性的机会可能在业绩预期见底和美联储加息缩表落地之后出现，这个时间点或在三季度附近。

主要市场研判

图 19：主要宽基和风格指数业绩预测（wind 一致预期）及估值水平

行业	指数类型	2021 预测增速	2022 利润增速	2023 利润增速	市盈率 TTM	市净率	PE 5年分位	PB 5年分位
上证50	宽基	26	10	8	10	1.3	38	57
上证指数	宽基	26	10	9	12	1.4	13	19
沪深300	宽基	22	13	11	12	1.5	27	29
中证500	宽基	40	6	8	17	1.7	3	8
中证1000	宽基	46	21	17	30	2.6	15	49
科创50	宽基	62	55	21	40	5.1	0	0
创业板	宽基	20	41	34	51	6.3	47	63
金融	中信风格	12	7	7	7	0.8	1	1
稳定	中信风格	14	6	10	15	1.2	52	25
周期	中信风格	113	21	10	17	1.8	8	58
消费	中信风格	-1	29	22	35	3.6	66	49
成长	中信风格	66	53	25	49	3.7	22	52
基建	产业链	41	34	10	18	1.4	37	48
上游	产业链	139	15	16	14	1.6	2	74
TMT	产业链	48	35	16	35	2.6	1	7
中游	产业链	62	19	17	26	2.9	29	70
下游	产业链	8	34	24	39	3.6	66	63

资料来源：Wind，招商银行研究院

2、风格回归均衡尚未结束，二季度更重视价值

价值股相比成长股在估值、政策和利率等角度仍有相对优势（见图 19）：1）过往三年成长板块和价值板块的分化较为严重，经过年初以来的调整，分化有所缓解但依然有较大裂口，价值板块在估值上仍具有优势。2）今年宏观政策最大的边际变化是稳增长，基建地产等受益于政策方向的行业基本属于低估值行业，未来稳增长政策还将继续发力，从政策角度看价值股的业绩更具弹性。3）美联储紧缩路径仍存在不确定性，若市场调整成长板块压力仍可能“首当其冲”。综合上述因素，我们认为风格回归均衡的过程尚未结束，二季度价值股比成长股仍具备优势；三季度业绩风险和美联储紧缩风险释放之后，成长板块或有表现。

（二）A 股配置方向建议

根据前述判断，结合估值、景气度和产业政策做综合选择，具体板块配置可重点关注以下方向：

第一个方向：信用扩张早期，重点关注基建地产银行等低估值稳增长板块。目前低估值板块的估值水平在历史低位附近，其行情更依赖于国内经济能否企稳，对信用比较敏感，该板块在时间上或领先于其它板块获得超额收益。

第二个方向：信用扩张中后期，大盘企稳后，重点关注数字基建和新能源基建等高成长板块。成长板块估值整体在历史中位数附近，该板块更依赖于国内外流动性预期好转和风险偏好的提升，二季度之后美联储紧缩预期或有所减弱，届时配置价值或提升。

第三个方向：食品加工等必需消费子行业。受疫情等因素影响目前估值也在历史低位附近，这些行业需求和盈利能力相对稳定，但目前原材料成本尚较高，二季度之后随着 PPI 持续降低，业绩或迎来好转，届时配置价值或提升。

除上述三个方向之外，农林牧渔中受益于今年中后期猪

主要市场研判

图 20: A 股各行业 2021-2023 年预测增速 % (wind 一致预期) 及估值水平

行业	所属风格	2021 预测增速	2022 利润增速	2023 利润增速	市盈率 TTM	市净率	PE 5年分位	PB 5年分位
银行(中信)	金融	11	8	8	5	0.6	1	1
石油石化(中信)	周期	166	11	5	11	1.0	4	22
建筑(中信)	周期	17	14	13	10	1.0	37	40
房地产(中信)	金融	-8	17	-9	13	1.0	77	10
非银行金融(中信)	金融	14	4	9	12	1.2	1	0
钢铁(中信)	周期	120	-5	-3	8	1.2	18	45
商贸零售(中信)	消费	10	154	5	87	1.4	93	8
交通运输(中信)	周期	1120	68	5	21	1.5	43	18
煤炭(中信)	周期	95	7	14	10	1.6	54	91
通信(中信)	成长	24	37	16	29	1.7	0	0
电力及公用事业(中信)	周期	-20	30	6	28	1.7	86	61
综合(中信)	周期	157	199	-56	0	1.8	0	56
综合金融(中信)	金融	-12	137	-38	0	1.8	0	25
建材(中信)	周期	37	11	16	12	1.9	21	10
纺织服装(中信)	消费	19	17	15	27	1.9	19	44
传媒(中信)	成长	480	95	6	83	2.1	64	8
轻工制造(中信)	消费	23	16	11	21	2.3	10	6
汽车(中信)	消费	39	43	20	35	2.3	65	57
机械(中信)	周期	26	19	13	29	2.6	0	46
家电(中信)	消费	13	12	13	16	2.7	11	9
农林牧渔(中信)	消费	-115	409	163	0	3.3	0	33
有色金属(中信)	周期	180	32	34	26	3.3	3	82
基础化工(中信)	周期	130	22	21	24	3.3	22	82
计算机(中信)	成长	26	129	24	110	3.7	53	18
国防军工(中信)	成长	16	38	13	61	3.7	18	68
电子(中信)	成长	86	25	19	36	3.8	10	35
电力设备及新能源(中信)	成长	48	42	29	47	4.1	56	85
医药(中信)	消费	34	16	18	38	4.3	33	51
消费者服务(中信)	消费	499	63	21	115	4.7	73	62
食品饮料(中信)	消费	14	21	17	37	7.0	60	63

资料来源: Wind, 招商银行研究院

周期好转的子行业也可阶段性关注; 疫情如若好转, 机场、餐饮旅游、休闲服务和商贸零售等可选消费行业也可能迎来估值修复机会(见图 20)。

(三) 权益产品均衡配置, 更侧重价值型产品和优秀 FOF

在震荡磨底的市场格局下, 权益类基金更加关注持仓偏低估值的价值型绩优管理人, 此类选手在持续多年的成长风格中目前已非常稀缺。同时, 对景气轮动有深入研究的基金经理也要保持长期关注。

此外, 中长期业绩得到证明的 FOF 也可加强关注。今年市场整体缺乏机会, 类似过去几年基金业绩普遍较好的情况将难以出现, 基金选择的难度将加大, 让更专业的人帮助自己选择基金不失为一项好的选择。

(四) 港股: 科技股仍需等待政策风险出清

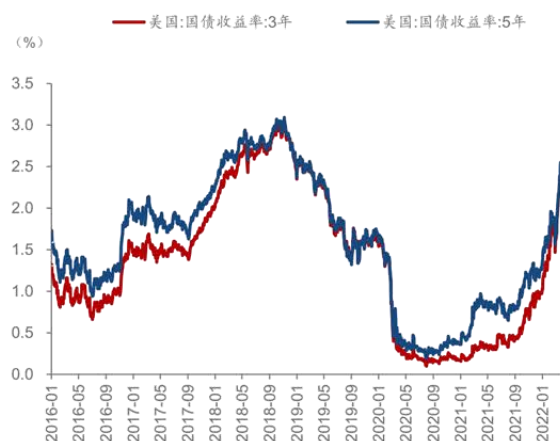
3 月 16 日刘鹤副总理主持召开金融委会议, 会议研究了 5 个具体问题, 其中中概股、平台经济治理、香港金融市场稳定等 3 个问题直接关乎香港市场。我们在年度展望中, 重点强调港股科技股的主要风险在中美监管风险。本次金融委会议后, 监管风险有所降低, 但中概股审计底稿问题尚未真正解决, 仍然存在不确定性。

目前港股科技股估值虽然比较便宜, 机会仍需等到监管风险真正出清之后; 同时对估值修复的空间不宜抱太大期望。互联网流量红利见顶, 主要互联网巨头的业绩增速难以回到过往的高增长阶段, 在找到新的增长点之前预计难以大涨, 以反弹行情为主。

(五) 对冲: 边际改善, 维持标准配置比例

对冲环境一季度以来持续表现较好, 相较四季度回升明显。截止三月底, 对冲市场环境分值处于 2016 年以来 95.81% 分位, 两市成交额保持万亿左右均值波动, 成交量持续位于高位区间, 市场流动性及结构分布均位于较好区间状态, 股

图 21：美债中期利率迅速走高



资料来源：Wind，招商银行研究院

指波动率一定程度上行也有利于量化交易运行。目前 IC 各合约的平均年化贴水均在 10% 以内，对冲成本处于中等偏低水平，综合来看对冲市场环境依旧处于理想区间。展望二季度，在目前对冲超额收益边际回暖态势下有望继续趋稳，目前仍处于量化选股超额的红利期，应积极把握优质管理人的额度。

产品方面，维持对冲类产品标准配置比例。股票中性策略产品适合风险偏好中等的投资者进行配置，中性策略边际改善趋势明显；股票多空策略产品需要承担一定市场波动风险，适合积极型的投资者，在当前市场环境下波动可能加大。CTA 策略产品收益主要来自商品市场，商品市场高位震荡，但与传统股债资产相关性较低，可维持一定配置比例。

■ 美股：关注美国经济下行风险

美股标普 500 指数 3 月份有所反弹。未来，美股仍然面临货币紧缩、估值较高等不利因素，而经济下行风险也值得关注。具体来看：

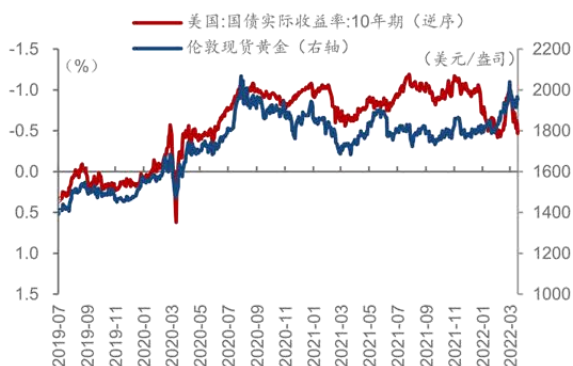
一是，美联储货币政策收紧预期再度升温，将对经济不利。由于美国通胀水平居高不下，俄乌冲突进一步加剧了大宗商品上涨压力。美债利率已冲高到 2.5% 附近，5 月份面临加息 50bps 和启动缩表。未来数月将是美国货币政策紧缩加速最快的时期，而美国货币紧缩后，将对经济产生不利影响。当前美国 10 年和 2 年期国债利率已接近倒挂，历史规律显示，当利率倒挂后，通常将伴随经济衰退。

二是，美国企业盈利预期有所上升，但未来存在隐忧。今年以来，分析师不断上调美股盈利预测，尤其 3 月份上升较快，2022 年标普 500EPS 增速从年初的 5% 左右上升到最近的 7%，显示出分析师对企业盈利的前景较为乐观。消费是美国经济和企业营收中最大的组成部分，从消费者信心指数下降、高通胀、美国 PCE 实际商品消费等数据来看，美国消费能力和消费意愿退潮，商品消费已经实现天量并透支。

主要市场研判

图 22：黄金与美债实际利率负相关

黄金vs美债10Y实际利率



资料来源：Wind，招商银行研究院

在后续疫情缓解、局部供应好转下，美国商品消费量短期可能还有脉冲，但在未来将难以持续。

三是，美股估值仍偏高，而利率上升不利于估值。由于美债利率上升，标普 500 风险溢价（1/市盈率-美国 10 年期国债利率）下降至过去 10 年 23% 分位数（风险溢价低代表着股票估值高），市盈率则在过去十年均值附近。未来货币紧缩将继续压制美股估值水平。

整体来看，由于货币紧缩，美股估值将收缩，而美股企业盈利小幅上行。全年来看预计估值收缩的幅度与盈利增长的幅度相当，中期美股将维持震荡走势，投资者需要降低收益预期。未来主要关注美国经济走弱风险，目前市场并未反映这一风险。从配置的角度而言，我们仍建议维持标配美股。

■ 美债：利率上行趋势不变

短期来说（1-3 个月），考虑到通胀中枢抬升到货币政策加速收紧的逻辑仍在主导美债的变化，预计美债 10Y 利率上行趋势不变，波动区间上限位置上调至 3%（见图 21）。但中期来说（6 个月），预计美债利率将先上后下，顶点大概率出现在二季度。

从影响美债利率的经济、通胀、货币政策等主要因子来看，目前呈现经济中性、通胀上行以及货币政策加速收紧的格局，对美债较为不利。具体分析如下：

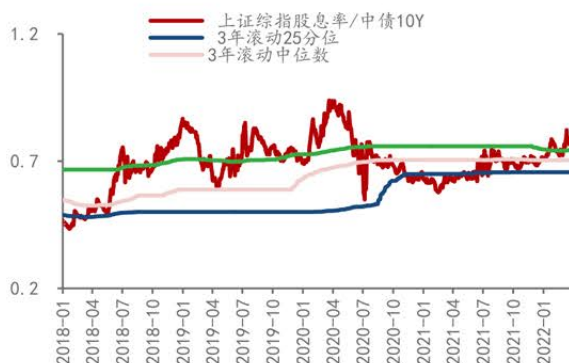
经济状况：中性。从 PMI 数据来看，美国经济状况仍然偏稳，对美债利率的方向性影响暂时不大，可不作为主要变量观察。但中期来说，随着加息紧缩步伐的加快，经济层面的压力预计会逐渐显现，对利率的上行也将构成限制。

通胀水平：利空。在俄乌战争未爆发之前，市场对通胀走势的全年形态预测为先上后下。随着近期大宗价格的超预期走高，尽管大概率不会改变通胀的形态，但将抬升原有的通胀读数，因此我们也提高了美债利率的波动上限，从年报

主要市场研判

图 23：上证综指 vs 中债 10Y 股债性价比

境内股债性价比



资料来源：Wind，招商银行研究院

的 2.4%修正至 3%。

货币政策：利空。考虑到上半年通胀水平的进一步高增，预计美联储全年加息步伐将呈现“上半年快，下半年慢”的节奏。对于美债来说，货币政策对利率上行的压力预计将主要集中于上半年（顶点位置有可能出现在二季度），而下半年随着通胀的回落以及经济层面的压力，利率或将逐步出现回落。

■ 黄金：金价趋向于偏弱震荡

短期来说（1-3 个月），在基准情景下市场仍将处于流动性收紧与高通胀的拉锯之中，伦敦金将以偏弱震荡行情为主。但是在风险情景下，如果西方国家对俄罗斯的制裁进一步加强，可能会成为黄金继续上涨的强助推力。中期来说（6 个月），随着通胀预期的见顶回落，预计黄金将出现补跌，整体趋势趋向于走弱。

从影响黄金的实际利率、美元、市场情绪以及持仓情况等主要因子来看，目前呈现轻度利空的局面，具体分析如下：

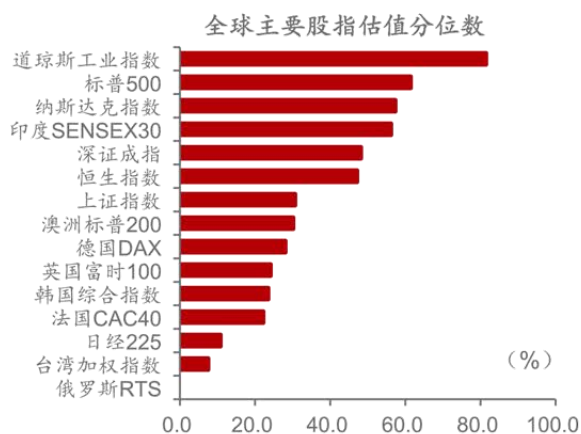
实际利率：小幅利空。预计高通胀与美联储加速收紧货币政策在二季度将继续演绎，名义利率上行的同时，通胀预期也可能维持高位，实际利率上行幅度不会太大，对金价的压制也将较为有限。但考虑到黄金市场在俄乌冲突爆发阶段已经对超预期的通胀有所定价，未来在面临流动性加速收紧时，金价大概率会走出一个偏弱震荡的格局。

美元指数：小幅利空。考虑到美欧在货币政策的收紧路径上仍有不小差距，预计美元指数将以偏强震荡的走势为主，对黄金也存在一定的利空作用。

市场情绪：中性。从近两周的市场表现来看，黄金对俄乌战争所带来的避险情绪定价已经基本告一段落。但需要留意的是，如果俄乌战争再次恶化，市场避险情绪上升对黄金的助推也将再次卷土重来。

资产配置策略

图 24：横向比较下，A 股在全球市场中估值分位数属于中间水位



资料来源：Wind，招商银行研究院

持仓情况：中性。黄金期货的投机净多单处于历史相对较高的位置，但尚未触及历史峰值，对金价的短期影响趋于中性。

在黄金策略上，建议投资者对黄金产品进行标配，可布局挂钩黄金的结构型理财等黄金产品。

资产配置策略：境内大类倾向于股略优于债

对于 2022 年二季度的大类资产配置逻辑，在对权益资产机会保持耐心等待情况下，固收类资产中期面临调整可能的判断使得收益承压，二季度将需要从权益资产内部发掘结构性的机会以寻求反击，整体而言，倾向于权益资产略优于固收资产。具体逻辑如下：

■ 胜率：国内固收资产胜率下降

1) 跨资产对比来看，总结 2 点特征：

第一，对于境外资产来说，美国流动性收紧预期升温，但基本面仍显稳定，预计固收资产的胜率相较权益市场来说更低。第二，对于境内资产来说，A 股面临较大的盈利下行压力，叠加境外目前存在较多风险扰动，而固收资产也面临稳增长政策加码等影响，股债的胜率均有所下降（见图 23）。

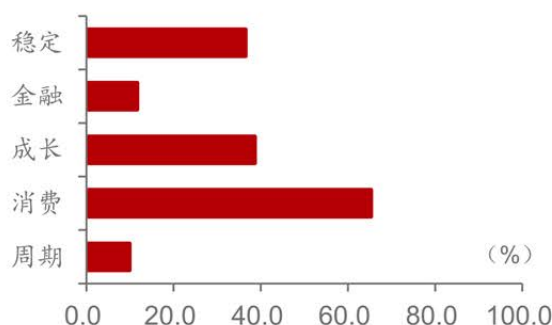
2) 从资产内部对比来看：

权益：A 股=港股（科技）=美股。对于 A 股来说，二季度依然面临业绩下滑、资本外流和美联储紧缩等重要的潜在风险点，指数可能处于震荡磨底的阶段；对于港股来说，科技股在政策风险出清之后或有估值修复机会；对于美股来说，由于货币紧缩，美股估值将收缩，而美股企业盈利小幅上行，估值收缩的幅度略高于盈利增长的幅度。

风格：成长=消费>周期。成长、消费风格在中期来说，横盘宽幅震荡的概率加大。而周期风格未来可能面临供给修复、通胀下行、美联储加息和业绩下滑的四方面的共同风险，配置胜率较低。

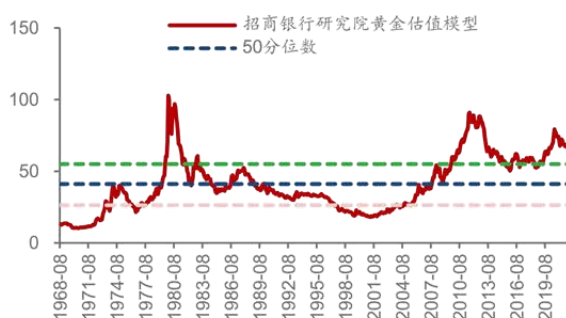
资产配置策略

图 25: A 股消费风格偏贵



资料来源: Wind, 招商银行研究院

图 26: 黄金估值偏贵



资料来源: Wind, 招商银行研究院

图 27: 大类资产“胜率-盈亏比”九宫格



资料来源: Wind, 招商银行研究院

固收: 中债相较美债胜率更高。境内外货币政策仍将延续 K 型格局, 中国进入宽货币周期, 而美国则进入收紧周期, 做多中债的确定性相对更高。

■ 盈亏比: 境内股票跌出一定性价比

1) 跨资产来看, 目前境内股债性价比处于偏高水平, 股票相对便宜。

2) 资产内部对比来看:

权益: A 股在全球市场中盈亏比属于中性水平。横向对比来说, A 股在全球权益市场中估值不高也不低, 盈亏比属于中间水平 (见图 24)。

风格: 周期>成长>消费。A 股中消费风格估值明显偏高, 处于历史 65% 分位数的水平, 成长风格的估值水平则较为中性, 周期风格估值水位较低 (见图 25)。

固收: 美债盈亏比高于中债。中债利率目前处于 2.8% 附近的位置, 盈亏比较为中性。但美债利率上行到 2.5% 附近, 盈亏比正在逐渐升高。

黄金: 盈亏比极低。根据我们构建的黄金相对比价的估值模型来看, 目前伦敦金估值高于历史 90 分位数的水平, 盈亏比极低 (见图 26)。

■ 结论: 权益资产性价比不突出, 中国国债调至中低配

根据胜率的“高一中一低”3 档以及盈亏比的“高一中一低”3 档, 我们构建了“胜率—盈亏比”九宫格, 并将各类资产放入相应的档位当中, 以供投资者参考 (见图 27)。需要说明的是, 胜率越高代表基本面越好, 盈亏比越高则代表估值越低。

根据市场研判与分析, 我们对未来 6 个月的大类资产配置做如下建议: 黄金、信用债、A 股、A 股的消费风格、成长风格、港股 (科技)、美股标配, 中国国债中低配, A 股的周期风格低配。

重要免责声明

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，本公司力求报告内容和引用资料和数据客观与公正，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保，据此投资，责任自负。

本报告版权归本公司所有，未获得本公司事先书面授权，任何机构和个人不得对本报告进行任何形式的复制、发表或传播。如需引用或获得本公司书面许可予以转载、刊发时，需注明出处为“招商银行”。任何机构、个人不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

本公司以往报告及本报告的内容及其准确程度不应作为日后任何报告的样本或担保。

招商银行版权所有。保留一切权利。



环保纸



招商银行私人银行 助您家业常青 是我们的份内事



扫码了解更多
“私人银行”详情

招商银行私人银行汇聚“1+N”专家团队的经验和智慧，遵循独特严谨的“螺旋提升四步工作法”，为您提供财富管理方案，并打造“开放式产品平台”助您捕捉更多投资机会。成立15年来，屡获业界国内外权威机构和媒体的认可，让我们倍受鼓励，载誉前行。

当您的金融资产在1000万人民币以上，希望拥有“1+N”专家团队的私人银行服务，敬请垂询。

请致电95555，或登录cmbchina.com

 **招商银行**
CHINA MERCHANTS BANK

Private Banking
私人银行

