

## 2022 基金配置展望：均衡配置 领略波动之美



回顾 2021 年，在经济方面，政府优先调结构的政策定调是超预期的，导致了 2021 年经济下行幅度超预期。反映到 A 股上，除了高景气度的新能源产业链以及 PPI 催生的周期板块，其他像地产产业链、基建、消费等资产均表现较差。映射到基金上，基金收益率延续了 2020 年的分化趋势，偏股型基金过去一年，超额收益率标准差持续在 20%以上，基金投资难度加大。债券市场方面，2021 年债市虽然一直在担心通胀的压制，但在宽信用受到抑制的情况下，2021 年债券市场大多数时间都在走牛。

### 2022 年经济预期向上

展望 2022 年经济，虽然 2022 年疫情仍然会反复，但是参照 2021 年，疫情对出口、消费的影响是可以相互对冲的，所以，不用太担心 2022 年疫情反复对整体经济的影响。

具体来看，同步指标 PMI 在 10 月触及 49.2 的低点后，11 月回升至 50.1，已经低位企稳；先行指标 M2 于 2021 年 4 月下行至疫情后的低点 8.1%后，开始缓慢回升，社融也在 9、10 月下行至 10.0%后开始筑底。

虽然房地产投资累计同比增长率（两年复合）从 5 月开始持续下行至 11 月的 6.4%，同时广义基建投资累计同比增长率（两年复合）也在 11 月下滑至

1.56%，但制造业投资累计同比（两年复合）21 年以来持续稳步上行至 11 月的 4.75%，消费（社零两年复合同比）也已经从 8 月份疫情反复造成的低位开始爬升至 4.45%。

2021 年经济下行幅度较大是政府主动调结构的结果，所以在政府意识到经济下行幅度较大后，2022 年宽信用、基建托底将是一个持续的过程。2021 年 12 月降准、1 年期 LPR 调降 5bp，表明这一进程已经开始。

## 2022 年债市震荡为主

2022 年宽货币、宽信用组合，对债券市场偏中性。虽然宽货币会增加债券市场资金供给，但宽信用直接增加资金需求，对债券收益率形成压力；如果 2022 年上半年的宽信用政策在下半年形成实物成果，那将会对债券市场带来持久的压力，尤其在目前债券收益率处于较低位置的情况下。

债市经过一年的牛市演绎，持有收益率变低，10 年期国债收益率从年初的 3.15%附近下行至目前的 2.85%附近，由于 12 月份央行流动性投放不如前期宽松，导致 1 年期国债收益率有所上行外，3 年期以上的利率债，以及 3A、2A+、2A 等较高等级信用债利率，均处于过去 5 年 5-10%分位的较低水平。只有 2A- 收益率较高，维持在 30-40%的分位水平，但此种债券信用主体多为地产、低等级城投等，有一定的信用风险。银行次级债利差分位数降至 20%左右，而永续债利差分位数更是降至 5%以下，未来一年对于债券市场应该放低收益预期。

## 2022 年股市结构性机会增多

2022 年经济转向将为股票市场带来一定的结构性机会。2022 年在经济预期向上，同时 PPI 成本压力向下游传导，地产政策边际缓和，财政基建提前到一季度都会为 A 股市场带来结构性机会。A 股结构分化已经在修复进程中，偏

股型基金的收益率分化也在缩窄，最新数据显示，过去一年基金分化率已经由最高值 26%降至 17%。

目前从基金经理调研来看，大家整体投资仍然偏好高成长，继续看好长期景气型资产。从基金长期的行业配置来看，基金资产大多配置在高景气资产新能源、半导体，或者长逻辑资产如医药、消费上。2021 年基金三季报显示，以申万一级行业为准，基金持股权重最高的 5 个行业分别是：医药生物 14.2%，食品饮料 13.0%，电子 12.8%，电气设备 11.9%，化工 8.5%。

12 月份以来 A 股结构调整持续加剧，没有增量资金的情况下，这不可避免的伴随着高抱团资产的调整。据 Wind 数据，截至 12 月 22 日，申万行业指数中的半导体、电力设备、国防军工最近 30 天的最大回撤分别达到了 9.74%、9.39%、6.13%。

从股票资产的短期边际变化和性价比角度，2022 年 A 股的投资机会相比 2021 年，丰富度有望提高：财政基建托底政策下，建筑、建材等低估值资产的估值回归，地产政策边际改善下的行业企稳；调整大半年的消费，在涨价预期下的逐步企稳；医药资产在集采大年过后的政策压力边际缓解。

## 2022 年基金投资更看好固收 + 基金

经过近几年的发展，固收+基金成为基金市场上的重要力量，通过在债券、转债、股票资产上的比例调配，以期获得较为稳健的收益。偏股型基金、固收+基金对股票资产的配置属于两种不同的思路。固收+基金中的股票资产大多从绝对收益出发，低估值是其配置股票资产的前提条件。目前债券类资产收益率处于低位，权益类资产正经历结构性调整，以低估作为配置原则的固收+资产是较好的配置选择。

在目前风格转换的阶段，偏股型基金可能会有负 alpha，例如 2021 年 2 月 10 日至 3 月 9 日期间，以贵州茅台为代表的核心资产出现回调，万得全 A 下跌 8.57%，而偏股型基金指数跌幅却达到了 14.59%。但拉长时间来看，偏股型基金配置的股票资产具有较为显著的 alpha。可转债经过一年的上涨，目前价格平均为 126.90、转股溢价率为 34.62%，分别为年内高点、次高点，在性价比上不如股票。

## 2022 年基金组合股债中性配置

综上，落脚到基金组合配置中，对于偏股型基金，仍然优选投研平台实力雄厚、投资经理认知能力强、alpha 获取能力较强的偏股型基金，同时注意规避规模过大的基金。原因是在市场风格调整的时候，此类基金由于规模较大，调仓速度比较缓慢。当然，这类规模较大基金其实是市场选择的结果，多为投研平台较强、投资经理优秀的基金，长期持有收益也不错，只是期间可能要承担较大的回撤幅度，投资体验会大打折扣。

债券型基金降低收益预期，选择债券投研能力较强、投资经理业绩优秀的基金；同时因为各种信用利差都处在较低水平，所以信用下沉策略性价比并不高。且在少数持有较高到期收益率债券的基金中，还需仔细甄别基金的信用定价能力，防范信用风险。在期限利差也较低的情况下，拉长久期策略性价比也不高。目前债券收益率降低条件下，可以选择一定比例的贝塔较低的固收+资产作为替代。

从股票、债券的性价比来看，虽然在经济预期趋于向上，股票资产占优，但鉴于大多数股票景气资产、长逻辑资产估值较高，有边际改善的顺周期资产表现时间、空间均有限，所以股票资产仍然适合中性仓位；同时债券资产虽然

收益率降低，但是在控制久期的情况下仍然可以带来稳定的票息，建议中性配置。

风险提示：本材料的信息均来源于已公开的资料，对信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本材料中的观点、分析仅代表公司研究团队观点，在任何情况下本文中的信息或表达的意见并不构成实际投资结果，也不构成任何对投资人的投资建议和担保。任何媒体、网站、个人未经本公司授权不得转载。

**中加基金管理有限公司**  
BANK OF BEIJING SCOTIABANK ASSET MANAGEMENT CO., LTD.

**均衡配置  
领略波动之美**

中加FOF天团基金配置策略

**叶天祥** 研究员

**郭智** 中加FOF配置负责人

**李维国** 研究员

**许婧萱** 研究员

**行稳致远 进而有为**

**中加基金2022投资展望**