

2022 下半年基金配置策略：债市阶段性防风险，股市中性配置

今年上半年，无论海外还是国内，债市还是股市，商品还是汇率，均面临较大波动。总的来看，截至 6 月 27 日，万得全 A 今年以来下跌 10.11%，最大回撤-28.21%；中债财富总值指数年初以来收益率为 1.80%，最大回撤-0.48%；美元兑人民币(CFETS)从 3 月 31 日的 6.3433 一路贬值至 5 月 16 日的低点 6.7967；ICE 布油最高上冲至 139 美元的历史次高点后急速回落至 100 美元以下，之后便在 100-120 美元间波动。

从影响市场的宏观主线来看，海外主要受通胀和美联储货币政策收紧影响，而国内主要受到稳增长政策及其效果影响；期间俄乌冲突通过影响通胀预期对海外资本市场产生较大影响；上海、北京疫情的反复给国内经济增长带来阶段性扰动，造成 A 股、债市短期波动加剧。

从 2022 年上半年市场波动时点来看，A 股在 4 月下旬上海疫情峰值拐点出现后，开始超跌反弹，在 5 月经济数据公布后，开始交易经济复苏；从风格结构来看，在市场调整期间，价值板块表现相对抗跌，申万低市盈率指数 4 月最大回撤仅为 11.52%，同期万得全 A 为 17.04%；当市场反弹时，前期调整幅度较大的成长板块弹性较大，申万高市盈率指数 5 月以来，截至 6 月 27 日，收益率为 22.45%，同期万得全 A 上涨 15.40%。

债券市场在 4 月份疫情冲击严重时，收益率大幅下行，10Y 国债收益率 4 月 7 日下行至 2.74；在 5 月股市超跌反弹时，由于阶段性货币宽松、经济还未复苏，债市和股市双双上涨，5 月 27 日国债收益率触及阶段性低点 2.70；而 5 月份经济数据公布后，债市受经济数据较预期好影响，开始震荡上行。

一、2022 年下半年市场展望

（一）国内市场波动水平或下降

前期影响市场的大多数风险因素已逐步平复，A 股未来的主导矛盾将是稳增长预期和兑现。从 5 月份经济数据来看，固投累计同比 6.20%，有边际企稳的迹象；同时社零当月同比下滑 6.70%，房地产投资累计同比下滑 4.0%，消费复苏、地产降幅收窄还需政策和时间。

目前全国对稳增长的严峻性已形成共识，地方政府专项债在 6 月份之前全部发完，7、8 月份形成实物投资，照此推演，6 月份社融，7 月、8 月份基建或有不错表现，但 3 季度社融增速可能会低于 2 季度；制造、消费的恢复速度会影响市场预期，市场博弈点会在各经济板块增速和预期的细微差别上，预计 3 季度市场波动会小于 2 季度。

（二）全球市场仍处于风险释放过程中

美联储还在紧缩通道中，虽然有投资者认为目前 3.0 以上的十年期美债利率对美联储加息的反应已基本到位，但过去 2 年美联储的量宽政策向市场投放了大量货币，这些货币收回也会对全球市场造成持续压力，4 月 1 日以来，截至 6 月 27 日，标普 500 下跌 13.91%，纳斯达克指数下跌 18.96%。

美国信息产业过去两年受益疫情，利润增速处于不可持续的高位，未来在流动性收紧的同时也面临 ROE 下行，且美股估值目前仍较高，以上均导致美股未来波动时间会较长。海外其他股市也会受到美股牵引，只是它们估值水平较低，波动将小于美股，印度、越南等新兴市场在市场波动中可能会出现较好的配置时点。

（三）中外周期不同步，A 股独立行情仍受制约

面对全球资本市场大幅波动，A 股的独立行情仍然会受制约。近期 A 股独立行情源于我国经济周期比其他国家早。

从流动性周期来看，我们从去年下半年开始就开启宽货币，M2 同比一路上行至 11.1%，而海外目前仍处于货币紧缩中；从经济周期来看，2021 年我国经济开启了衰退周期，目前处于衰退后期、复苏前期阶段，而海外处于经济由过热向衰退转化的阶段；从物价周期来看，我国防疫政策是保生产，消费者在疫情中受损，所以通胀压力并不大，5 月 CPI 同比 2.1%，而海外面临着较严重的通胀，美国 5 月 CPI 同比 8.6%，欧盟 HICP 同比 8.8%。虽然国内经济和海外主要经济体处于不同阶段，但国内稳增长一波三折，在等待数据验证经济成色的过程中，A 股仍可能会受到全球资本市场调整的压制。

二、2022 下半年基金组合配置

我国经济处于从衰退向复苏过度的阶段，流动性从宽货币向宽信用过度，债券市场收益率低，股票市场估值合理偏低，在此背景下，股市性价比阶段性占优。但由于此阶段可能存在反复，下半年仍可能面临上半年遭遇的风险冲击，所以落脚到配置上，仍然是债市阶段性防风险，股市中性配置。

（一）债市：阶段性防风险

上半年债券市场表现超出市场预期，由于稳增长阶段性的低于预期，宽货币迟迟传导不到宽信用，债券收益率有较大幅度下行，导致目前债券市场的收益率处于极低的水平。

收益率					收益率5年分位数				
	1年	3年	5年	10年		1年	3年	5年	10年
国债	2.00	2.45	2.67	2.83	国债	0.10	0.18	0.19	0.17
国开债	2.07	2.64	2.81	3.04	国开债	0.09	0.14	0.12	0.10
AAA信用债	2.40	2.90	3.31	-	AAA信用债	0.05	0.07	0.09	-
AA+信用债	2.52	3.04	3.50	-	AA+信用债	0.05	0.06	0.08	-
AA信用债	2.60	3.24	3.97	-	AA信用债	0.04	0.04	0.06	-
AA-信用债	4.96	5.60	6.33	-	AA-信用债	0.06	0.08	0.14	-

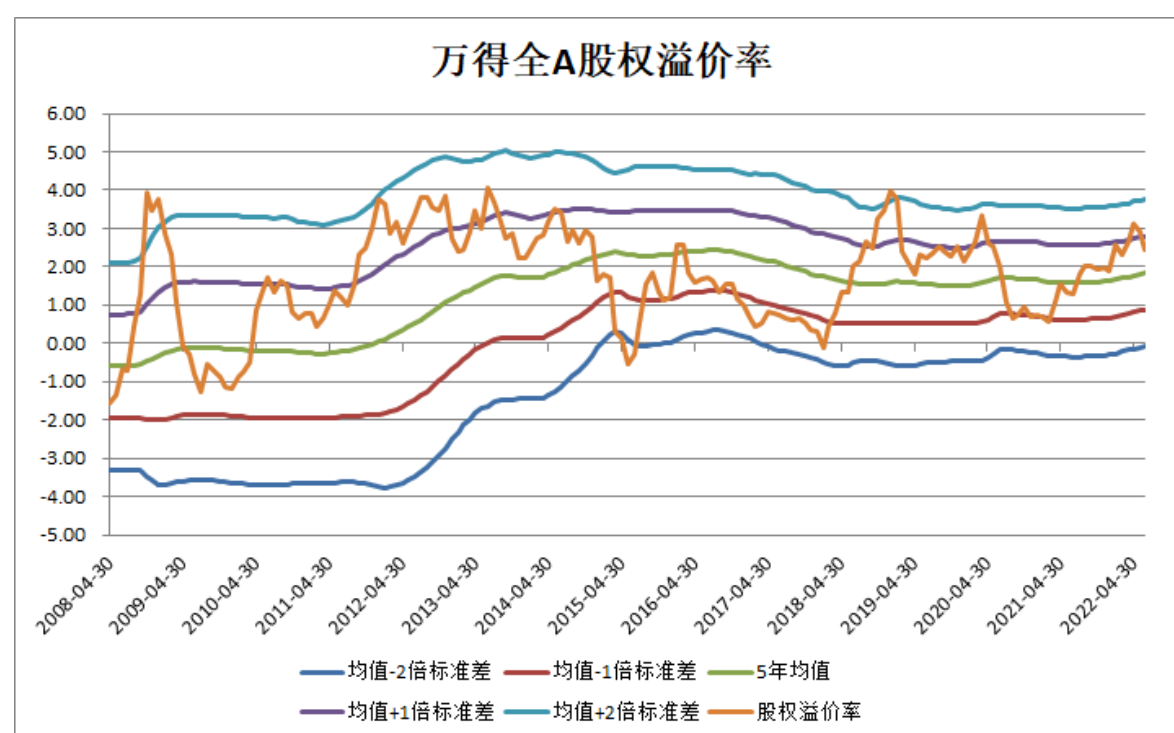
数据来源：Wind，截至 20220627

随着宽信用的逐步形成，债券的配置窗口期可能会慢慢关闭，除非后续出现对经济有较大冲击的突发事件，债券市场收益率继续下行概率较低。债券收益率大概率在目前水平震荡，随着稳增长效果显现而逐步调整。但由于我国经济增速已经负担不起较高的利率水平，利率上行的空间也较以前有了一定的收窄。

对于债券型基金应降低收益预期，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。目前债券收益率降低、股市风险得到一定释放条件下，可以选择一定比例的贝塔较低的固收+资产作为替代。

（二）股市：性价比优于债券，但压制因素犹存

1、A股以结构性机会为主，成长优于价值



经济周期从衰退向复苏转化过程中，股票性价比好于债券，但由于我国经济企稳受到各种因素压制，市场担心如疫情冲击、防疫政策、地产长效机制等影响，并对出口前景心存疑虑，在经济不明朗的情况下，市场可能不会提前给予复苏定价，A股难有趋势性行情，主要以局部和板块机会为主。

从风格来看，在估值水平合理的情况下，从长期配置的角度，成长板块的性价比优于价值板块，但也要回避短期利空冲击时的风险快速释放。

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，并规避规模过大的基金。当市场只存在局部和板块型机会时，操作灵活、规模较小的基金更适合获取超额收益。

2、海外资产调整后有望提供长期配置机会

海外股票市场仍处于风险释放过程中。港股、中概股今年一度遭遇各种冲击，恒生指数年初最大回撤达 27.21%，但近期开始企稳回升，且港股、中概股目前处于低估状态，对利空具有一定的免疫保护。长期成长空间较好的印度、越南等新兴市场也在跟随全球市场波动，挂钩这些市场的基金有望出现较好的配置时点。

我国基金市场有沪港深、QDII 产品可进行海外资产配置，投资者可优选投研平台较强、基金投资风格稳定的海外资产进行长期配置。

注释：文中数据除特别说明，均来自万得，截至 2022 年 6 月 27 日

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。