

2023 基金配置展望：权益配置机会显现，从基金经理调研中寻找方向

受内外因素影响，2022 年以来，万得全 A 最大回撤达 28.21%，振幅为 28.33%，无论调整幅度，还是震荡幅度均较为剧烈。债市特别是信用债，却走出了小牛市行情，但在 11 月防疫政策优化、理财面临赎回压力时，也遭遇较大波动。3 年 AAA 信用债收益率从年初的 3.0% 左右最低下行至 2.54%，随后快速回升至 3.5%（wind，截至 20221222）。

图：2022 年股债表现



数据来源：Wind，中加基金，截至 20221222

1、2022 回顾内外因素交织，资本市场承压不断

回顾 2022 年，对市场影响比较大的因素包括以下三个方面：

一是在全球通胀上行，美元紧缩带动全球央行收紧的背景下，我国经济也受到了一定压制。自 22 年以来，我国出口增速（美元计价）从年初的 24% 滑落至 -8.9%。此外，美联储加息节奏也影响到国内金融市场。由于 9 月美国 CPI 数据大超预期，美联储迫于压力再次大幅加息 75BP，人民币因此大幅贬值，A 股走势也受到压制。万得全 A 指数 9-10 月累计下跌 9.92%。

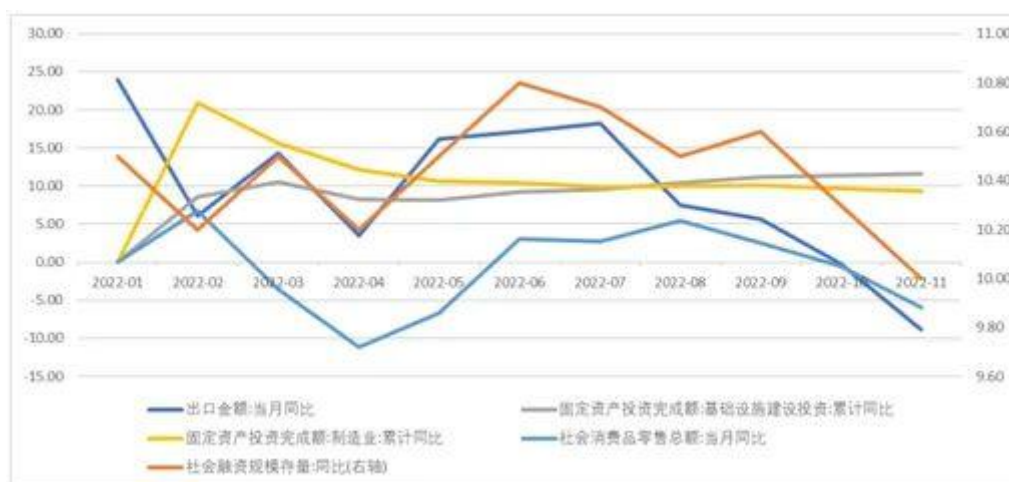
图：美联储加息导致人民币承压



数据来源：Wind，中加基金，截至 20221222

二是国内经济托底政策不断，M2 增速从年初的 9.8%一路上行至 11 月的 12.4%，同时碳减排支持工具、支小再贷款、支农再贷款等结构性宽信用政策持续出台，货币与信用环境均较为宽松。同时基建投资累计同比增速从 8%升至 12%、制造业投资保持在 9%以上的较高增速区间，也有部分产业，如新能源汽车，月销量增速保持在 50%以上的高速增长区间，但受到房住不炒、海外加息的影响，国内的宽松政策效果差强人意，尤其是人民币汇率压力使国内宽货币政策受到较大掣肘。在 9 月美联储超预期加息后，离岸人民币（CNY）连续快速贬值并下行至 7.30 的低位，创 08 年以来新低。虽然央行连续表态汇率压力可控，但货币政策无法继续放松的压力也使得股市债市双双承压。

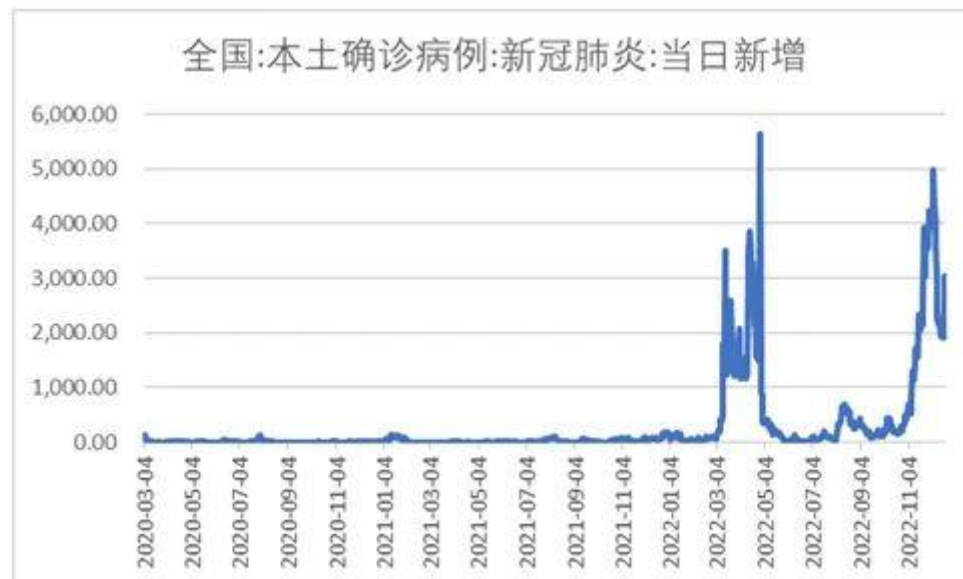
图：主要经济指标



数据来源：Wind，中加基金，截至 20221222

第三，2022 年国内防疫政策受到很大挑战，给 A 股带来了较大干扰。社零同比始终无法连续两月维持在 5%以上，同时在疫情较为严重的 4 月及 11 月则分别大幅下滑至-11.1%及-5.9%，对经济复苏形成拖累。二十大召开后，我国防疫政策出现了较大变化，但政策优化后的第一轮疫情爆发可能会对经济产生一定冲击。

图：国内新冠疫情新增感染数



数据来源：Wind，中加基金，截至 20221222

2、2023 市场展望加配 A 股，债市有结构性机会

展望 2023 年，全球主要股市估值普遍较低；从周期角度，当前无疑是加配 A 股权益资产的较好时机。

第一，从美国经济周期角度，美国处于从通胀向衰退过渡的阶段。历史来看，美联储加息一般先于通胀及时薪增速见顶，但由于本轮通胀为历史级别的高点，因此即便通胀开始回落美联储仍未停止加息的脚步。不过，随着经济下行及失业率恶化，市场已经开始预期加息放缓。目前市场中性预期 23 年 2 月、3 月各加息 25BP，并在 23 年底开始降息。美国加息放缓利好全球风险偏好提升。

第二，从我国经济周期角度，我国前三个季度实际 GDP 分别为 4.8%、0.4%及 3.90%，均低于年初设定的 5.5%目标。期间虽然政策及基建持续托底，但社融始终难以企稳，同时海外加息及国内疫情反复也对经济形成较强压制，导致 2022 年我国迟迟无法从衰退向复苏过渡。目前防疫政策正在持续优化，叠加海外加息放缓，从周期角度提升了 A 股的投资价值。从较长时期来看，我国股市已经处于下一个向上周期的右侧区域。

图：美国通胀与利率关系



数据来源：Wind，中加基金，截至 20221222

表：美联储加息预期

当前Fed Fund Rate :425-450								
MEETING DATE	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550
2023/2/1	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	68.40%	31.60%	0.00%	0.00%
2023/3/22	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	23.00%	56.10%	21.00%	0.00%
2023/5/3	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	17.20%	47.80%	29.70%	5.20%
2023/6/14	0.00%	0.00%	0.00%	0.30%	17.80%	47.50%	29.30%	5.10%
2023/7/26	0.00%	0.00%	0.10%	5.10%	25.90%	42.50%	22.70%	3.70%
2023/9/20	0.00%	0.00%	2.00%	13.20%	32.40%	34.80%	15.30%	2.30%
2023/11/1	0.00%	1.00%	7.50%	22.60%	33.60%	25.20%	8.90%	1.20%
2023/12/13	0.80%	5.90%	18.80%	30.80%	27.30%	13.00%	3.10%	0.30%

数据来源：CME，中加基金，截至 20221222

第三，全球需求放缓导致的衰退使得全球经济仍然处于寻底期，IMF 还在下调 2023 年全球经济增长预期，目前预测值为 2.65%，这导致我国经济在 2023 年企稳的难度进一步加大。短期看，我国经济数据孱弱，同时整个社会仍在经历放开后疫情大面积散开的阵痛期，预计未来 2 个月我国疫情处于快速爆发期。结合日韩及香港地区经验，消费需求未来受疫情影响会出现一度程度的反复。另一方面，市场已经在抢跑预期，但在经济基本面数据跟上之前，市场存在区间反复震荡的可能性。

图：海外经济放开后消费表现



数据来源：Wind，中加基金，截至 20221222

第四，投资者明显对债市更悲观。随着政策连续出台，债市投资者对2023 年经济更趋乐观，而股市投资者在经济数据未有明显改善之前不愿意对远期经济基本面给予更高定价。22 年 11 月以来，债市下行而股市震荡，说明两类投资者出现了阶段性分歧。往后看，经济基本面仍然偏弱，而此前的大幅回调可能会给债市带来一定的结构性机会。

表：债券收益率

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	2.29	2.49	2.66	2.86	国债	0.95	0.27	0.27	0.30
国开债	2.45	2.70	2.89	3.02	国开债	0.37	0.26	0.25	0.16
AAA信用债	2.96	3.36	3.59	-	AAA信用债	0.43	0.40	0.36	-
AA+信用债	3.20	3.71	3.92	-	AA+信用债	0.46	0.54	0.41	-
AA信用债	3.48	4.00	4.22	-	AA信用债	0.51	0.48	0.26	-
AA-信用债	5.87	6.39	6.61	-	AA-信用债	0.72	0.69	0.38	-

数据来源：Wind，中加基金，截至 20221223

图：万得全 A 股权溢价率



数据来源：Wind，中加基金，截至 20221222

3、2023 基金配置策略从基金经理调研中寻找线索

光明的前景和孱弱的基本面，决定了目前投资的难度。11 月以来，市场轮动加快，抛开短期轮动的纷扰，从 2023 年全年角度着眼，我们发现如下投资机会：

首先，基金经理优选的优质上市公司，始终是长期配置获得超额收益的基石。三年疫情打击，2022 年出口下滑，很多优质上市公司收入和盈利均遭遇下滑。市场对于 A 股上市公司的盈利前景也出现了一定的担忧。抛开当期盈利下杀因素，这些优秀的公司仍然值得长期投资。

2023 年国内经济有望由衰退向复苏过渡，考虑到当下可以较低的估值水平持有这些公司，这对长线资金来说无疑具有较大吸引力。

图：wind 一致预期指数净利润



数据来源：Wind，中加基金，截至 20221223

其次，上市公司按照需求来源可以分为外向型公司、内需型公司；外向型公司受益于 20 年 7 月至 22 年 7 月出口始终保持较高增速，但也不可避免的在 2022 年下半年后受到全球经济下滑的负面影响。另一方面，2023 年随着我国疫情防控不断优化，压制内需的消费场景得以打开，内需型公司有望先于外向型公司表现。

图：消费及出口数据



数据来源：Wind，中加基金，截至 20221222

第三，通过我们调研基金经理，对于部分行业基金经理普遍认为未来存在较好的投资机会，比如 2023 年部分军工企业的确定性增长等。但对于有些行业，基金经理仍然存在分歧。例如对于新能源，有人认为此前新能源的火热已经导致其投资价值已经充分反映在股价当中，未来一段时间很难出现大的行情；另一方面，也有观点认为新能源行情并没有结束，而是会从外需导向转为内需导向，原因是国内的电力缺口受到季节性因素的影响仍在不断扩大，储能及消纳仍有放量空间。

这种分歧更多体现的是研究深度的问题，相信每一个兢兢业业的基金经理在各自擅长的领域都会发现部分投资机会。历史来看，主动基金相对市场是有超额收益的，在市场低位开启基金投资，并坚持长期投资，长期来说大概率可以取得合意回报。

图：股票基金指数相对 Wind 全 A 表现



数据来源：Wind，中加基金，截至 20221222

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。本材料中投资策略和分析等内容是基于目前经济环境和市场表现做出的判断，可能随着市场环境变化调整，仅供参考。