

2023 四季度基金投资展望： A 股合理偏低，可积极加仓；债市小幅承压，票息策略为宜

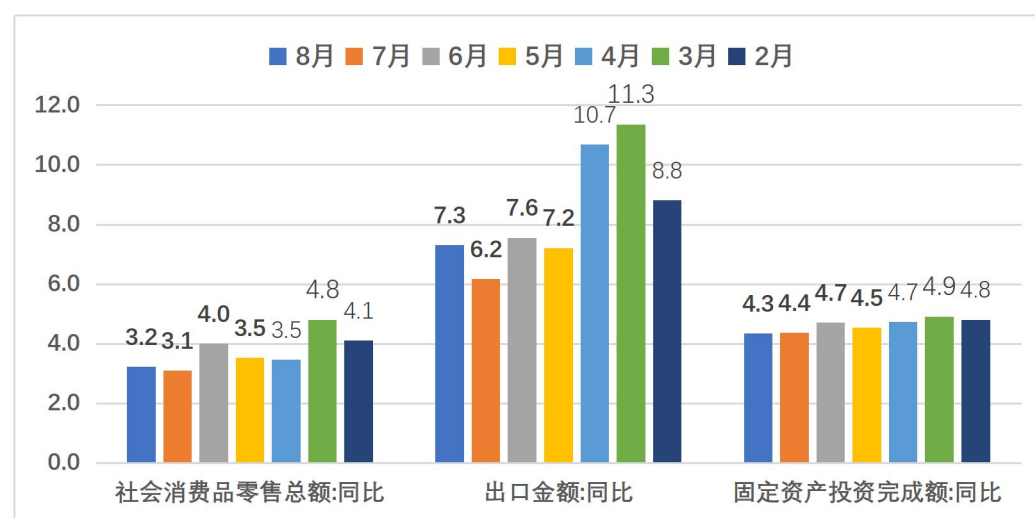
在内外因素压制下，三季度 A 股继续下探，债券收益率总体抬升。展望后市，随着房地产、消费及资本市场等相关领域政策接连出台，部分板块已出现一定的企稳迹象。当前 A 股估值水平合理偏低，加上经济有企稳迹象，从长期配置角度，建议积极加仓偏股型基金，可甄选各领域有选股能力的优秀基金经理管理的产品，通过持续分散配置，争取获取 alpha 收益。

由于政策托底经济决心较强，债市短期或面临调整压力，但中期看，在经济数据出现内生性改善前，债市大幅回调概率较小。对债券做中性略偏保守配置，以票息策略为主，优选中短久期高评级信用债，减少信用下沉。

一、市场回顾：国内经济现企稳迹象，海外利率创新高

进入三季度，国内经济延续了二季度的下行，消费、出口及投资继续回落。其中，8 月份社零四年同比降至 3.2%，出口金额四年同比降至 7.3%，固定资产投资四年同比降至 4.3%。总体看，8 月份经济有探底企稳迹象，但复苏仍面临一定挑战。

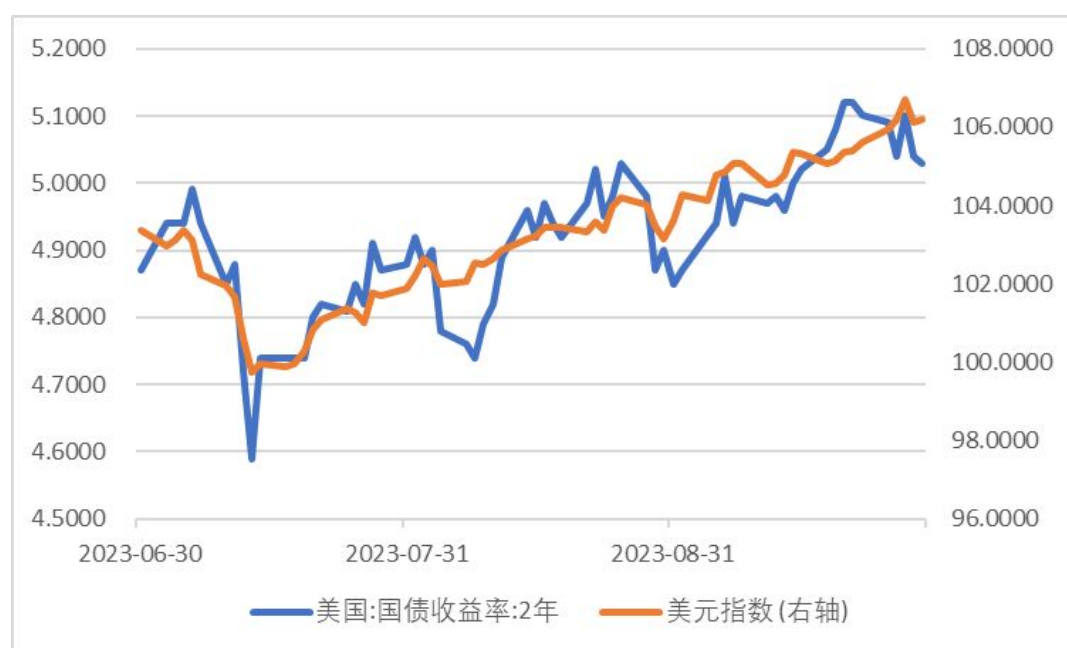
图 1：消费、出口及投资数据四年同比表现



数据来源：wind，中加基金；截止 20230930；数据为四年同比

海外方面，美联储 7 月再次加息 25BP，并向市场传递可能继续加息 25BP 的信号。同时，对于此前市场急切期盼的降息，在 9 月的 FOMC 会议上官员们则压减了 24 年的降息空间，导致代表政策利率预期的 2Y 美债 3 季度高位继续上行至 5.03%，相比二季度末上行 16BP；10 年期美债收益率从 3.81%上行 78BP 至 4.59%，利差倒挂明显缩小，意味着市场预期美国经济体将经历较长时间的高利率。汇率方面，美元也在 7 月加息后开启了新一轮上行；截止 9 月 30 日，美元指数升至 106，创 2023 年新高。（Wind）

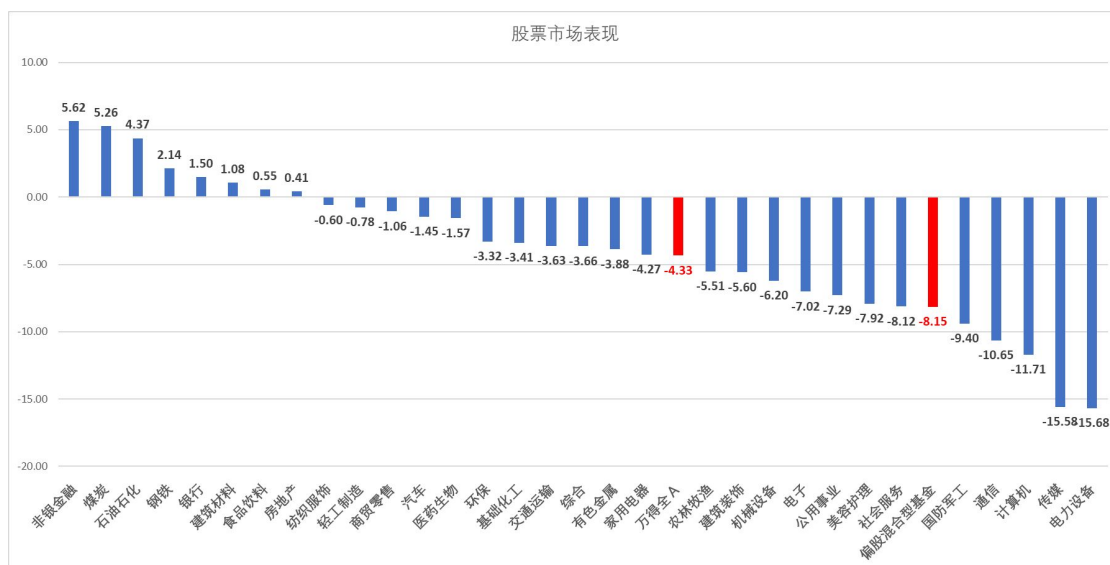
图 2：2 年期美债收益率及美元指数走势



数据来源：wind，中加基金；截止 20230930

内外压制下，三季度 A 股连续下探。截止 9 月 30 日，万得全 A 跌 4.33%，31 个申万行业中，8 个上涨，23 个下跌。其中，上游的煤炭石油钢铁受益于涨价，表现较好。成长行业中，通信、计算机、传媒等 TMT 行业由于二季度涨幅较大，有所回调；电力设备因产能过剩担忧，同样表现欠佳。

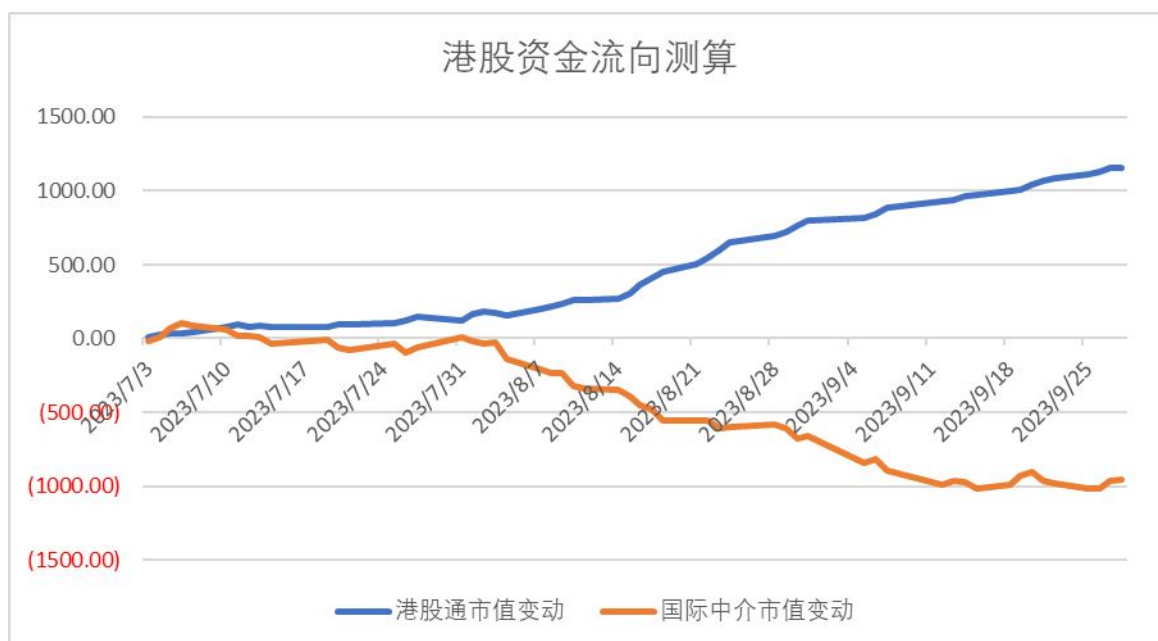
图 3：今年以来 A 股各板块涨跌幅



数据来源：wind，中加基金；截止 20230930

港股方面，国内经济下行及美元收紧背景下，外资风险偏好有所下降，并持续流出新兴市场。根据测算，截止 9 月 30 日，3 季度以来外资流出港股市场约 1000 亿。在此背景下，三季度恒生指数跌 5.85%，恒生科技指数涨 0.24%。

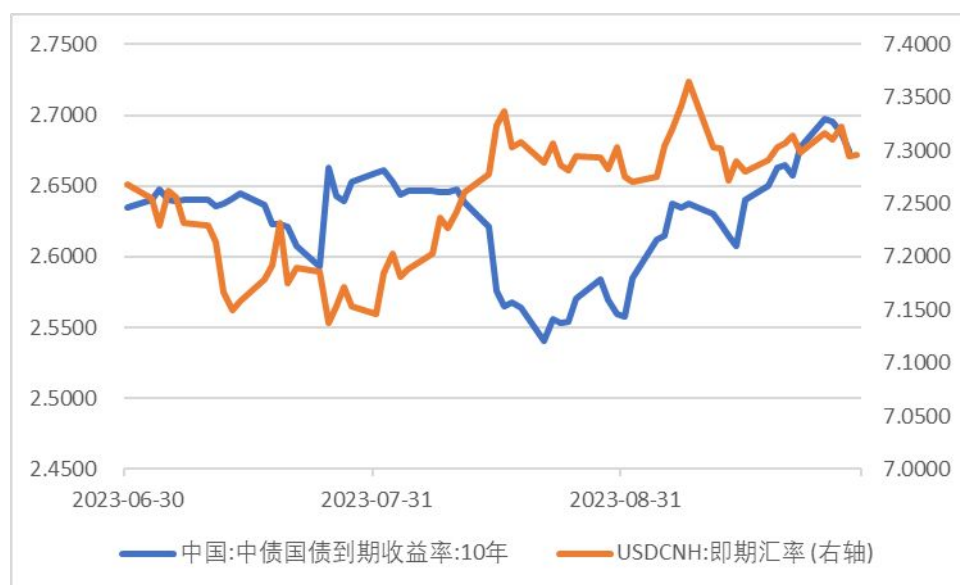
图 4：三季度以来港股资金流向测算



数据来源：wind，中加基金；截止 20230930

债市方面，随着经济数据下行以及央行降息，十年国债利率最多下探至 2.54%，且在美元升值背景下，人民币汇率持续承压。人民银行稳汇率政策出台，导致在岸、离岸人民币倒挂，离岸人民币汇率最多跌至 7.36 以上。在此背景下，国债利率开启了一轮上行。截止 9 月 30 日，10 年国债利率最多升至 2.70%，回到了 5 月底的位置。

图 5：十年国债利率、离岸人民币汇率走势



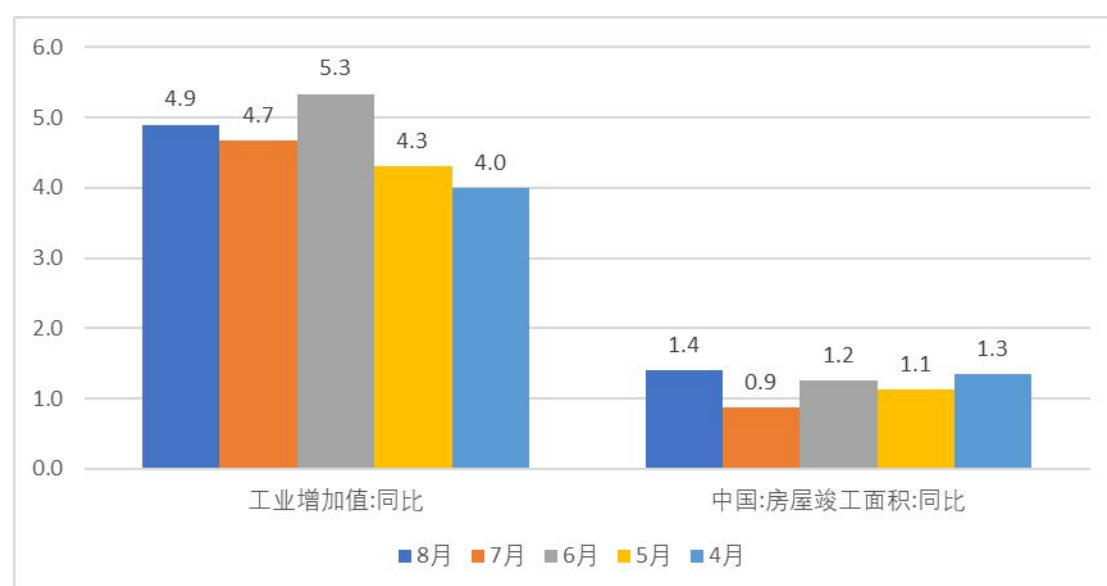
数据来源：wind，中加基金；截止 20230930

二、投资策略：关注顺周期、出口链

1. A 股估值合理偏低，长期角度可积极加仓

展望后市，虽然国内经济仍面临下行压力，但随着房地产、消费及资本市场等相关领域政策接连出台，部分板块已经出现一定的企稳迹象。从数据上看，大部分经济指标的下行斜率已经出现了一定的放缓，甚至某些指标已有所回升。例如，工业增加值四年同比从 4 月的 4.0% 升至 8 月的 4.9%；地产竣工端从 1.1% 升至 1.4%。政策出台后，二手房成交量出现了一定的回升，虽然持续性有待观察，但至少短期对于地产产业链边际改善有一定的带动作用。往后看，随着补库存持续，此前受损严重的低位顺周期风格或有反弹动能，关注化工、有色、白酒、家电、家居等行业。

图 6：工业增加值、房屋竣工面积四年同比

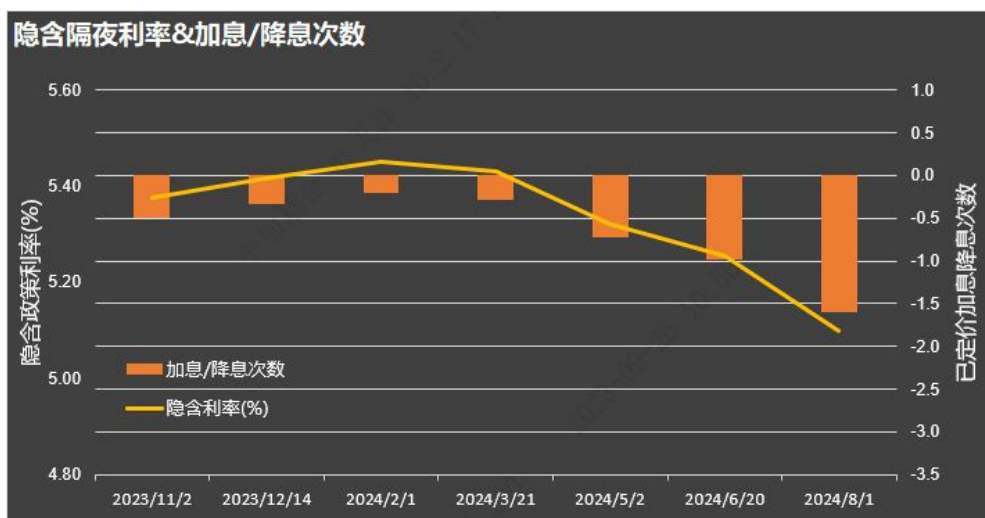


数据来源：wind，中加基金；截止 20230930；数据为四年同比

海外方面，虽然美国居民超额储蓄即将见底，市场普遍预期经济将会正式步入下行，但是我国出口的产品可以凭借成本优势和供应链优势承接海外消费降级和企业降本的市场份额。同时，市场目前中性预期最多 23 年再加息 25BP 后，美联储就将结束本轮货币紧缩。而随着美债利率带动美元回落，全球风险偏好也将得到一定的抬升。此外，一带一路方面，随着我国外交在全球影响力增大，不少国家与我国签署了国家层面的贸易协定，金砖国家扩容以及中美成立经济及金融工作组同样对我国出口企业形成利好。往后看，10 月的一带一路高峰论坛及 11 月的 APEC 会议等事件均有望进一步催化出口链，关注家电、机械设备及非耐用品出口链等行业。

此外，如果四季度经济继续企稳，在有行业事件催化下，例如成熟的国内大模型应用落地，TMT 行业、机器人行业也有一定的表现机会。但美债利率高企仍然对成长风格形成一定的压制，较大的投资机会还需要等待美国失业率上行以及联储加息的结束。

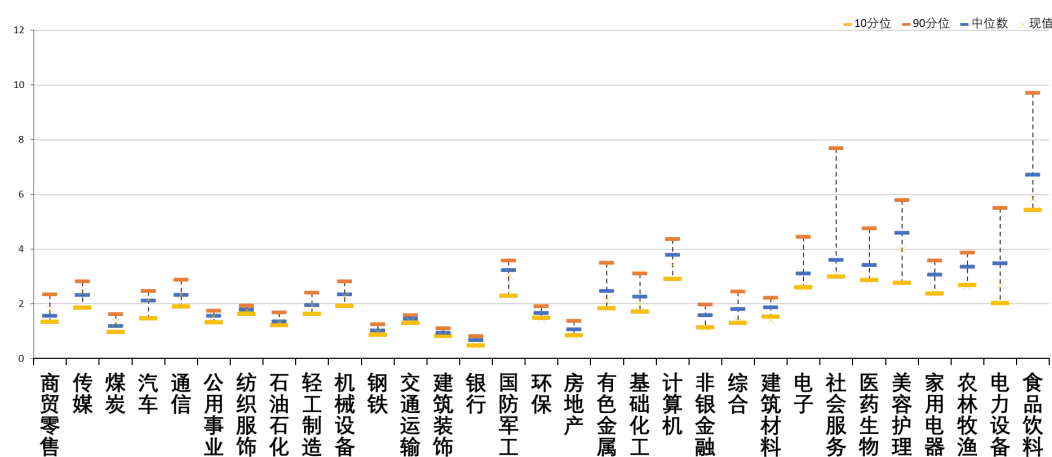
图 7：市场隐含美联储加息预期



数据来源：wind，中加基金；截止 20230925

估值角度，随着三季度股票市场的下跌，股市的性价比进一步抬升。截止 9 月 30 日，wind 全 A 的 PE 估值为 17.33 倍，股权溢价率 3.03%，分别位于 5 年 36% 及 83%分位数，股市性价比较高。此外，从行业角度，除商贸零售、煤炭、传媒、汽车及通信外的其余申万一级行业 PB 估值都位于五年中位数以下。从这个维度来看，未来大部分行业都存在较大的反弹空间，均衡配置仍是较优选择。

图 8: A 股各行业近五年估值分位点



数据来源：wind，中加基金；截止 20230930；分位数为过去 5 年

通过调研基金经理可以发现，不同类型的基金经理对当下市场有着不同看法。大部分自下而上选股的基金经理认为，目前市场上存在着大量估值偏低的优秀上市

公司，对于他们而言，目前这个时点是参与市场的较好机会。而站在景气投资型的基金经理的角度观察市场，目前大部分行业还没出现订单等向上增长的明显迹象。TMT 基金经理出于对 AI 科技创新趋势的看好，认为三季度调整下来的 TMT 具备性价比。大部分周期型经理从自上而下的角度认为，目前对于政策进一步出台带动经济复苏应该抱有更多期待，同时此前市场情绪过于悲观导致部分板块超跌后也凸显了较高的配置价值。而对主要投资于制造行业的基金经理而言，目前能够看到企业营收已经出现了一定的好转，不过由于经济收缩导致的通胀下行，使得企业利润空间受到压制，因此上市公司业绩也会受到一定的影响。

不同投资方向基金经理间存在分歧，说明目前市场并没有形成过于集中的抱团局面，市场拥挤度很低。且在这个过程中，拥有认知优势的基金经理有望更早发现市场没有发掘的投资机会。投资者可甄选各领域有选股能力的优秀基金经理管理的产品，通过持续分散配置，争取获取 alpha 收益。整体看，目前 A 股估值水平合理偏低，同时经济有企稳迹象，从长期配置角度，积极加仓偏股型基金。

2. 债券市场：关注中短久期票息策略

短期看，政策托底经济决心较强，出台期与落地期债市或面临调整压力。中期看，收入预期不改善的情况下，经济基本面向上幅度不大，加大逆周期调节的定调下，市场预期流动性延续宽松，银行理财配置力量较强，资产荒持续演绎下，债市收益率仍处于区间震荡阶段，在经济数据出现内生性改善前，债市大幅回调概率较小。

从债券收益率分位数角度，目前以 3YAA+企业债为代表的信用利差位于过去 5 年 69 分位，同时信用债 3Y-1Y 的期限利差整体位于 40 分位左右，整体中短利率与中短信用策略或更占优。此后政策具体落地情况及效果是关注重心。

综上，对债券做中性略偏保守配置，对债券的配置以票息策略为主，优选中短久期高评级信用债，减少信用下沉。利率债加强波段操作，逢低配置为主。

图 9：债券收益率及近五年利差分位

收益率					期限利差				信用利差			
	1Y	3Y	5Y	10Y		3Y-1Y	5Y-3Y	10Y-5Y		1Y	3Y	5Y
国债	2.17	2.37	2.53	2.68	国债	20.36	15.43	14.95	国债	-	-	-
国开债	2.26	2.45	2.57	2.74	国开债	19.58	11.65	17.06	国开债	-	-	-
AAA信用债	2.56	2.90	3.10	-	AAA信用债	34.03	20.07	-	AAA信用债	30.64	45.09	53.51
AA+信用债	2.75	3.39	3.75	-	AA+信用债	38.5	33.97	-	AA+信用债	43.92	62.84	85.16
AA信用债	5.16	5.80	6.16	-	AA信用债	63.38	36.45	-	AA信用债	49.56	93.36	118.16
AA-信用债	1.95	2.00	2.20	-	AA-信用债	63.38	36.45	-	AA-信用债	290.56	334.36	359.16

收益率分位数					期限利差分位数				信用利差分位数			
	1Y	3Y	5Y	10Y		3Y-1Y	5Y-3Y	10Y-5Y		1Y	3Y	5Y
国债	0.37	0.25	0.20	0.12	国债	0.10	0.33	0.23	国债	-	-	-
国开债	0.32	0.15	0.10	0.02	国开债	0.01	0.02	0.30	国开债	-	-	-
AAA信用债	0.26	0.22	0.15	-	AAA信用债	0.32	0.10	-	AAA信用债	0.18	0.75	0.75
AA+信用债	0.22	0.21	0.12	-	AA+信用债	0.34	0.34	-	AA+信用债	0.21	0.69	0.81
AA信用债	0.27	0.25	0.17	-	AA信用债	0.57	0.20	-	AA信用债	0.08	0.44	0.38
AA-信用债	0.69	0.47	0.56	-	AA-信用债	0.56	0.18	-	AA-信用债	0.32	0.72	0.69

数据来源：wind，中加基金；截止 20230930；分位数为过去 5 年

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。