



招商基金投资策略报告

2023年·1月



长期 | 价值 | 责任

目 录

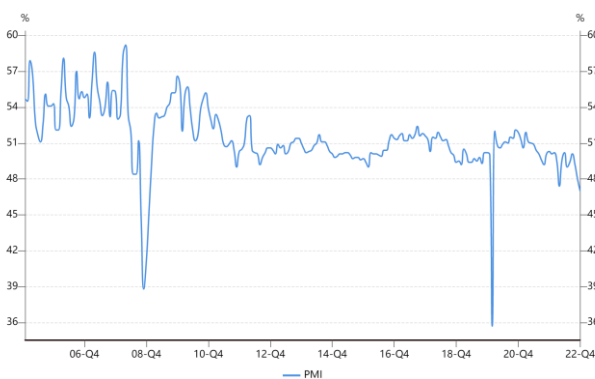
1	宏观经济环境	2
1.1	国内市场	2
1.2	海外市场	4
1.2.1	美国	4
1.2.2	其他国家与地区	5
2	大类资产观点	5
2.1	A股	5
2.1.1	回顾展望	5
2.1.2	投资策略	6
2.2	债券	8
2.2.1	回顾展望	8
2.2.2	利率债投资策略	9
2.2.3	信用债投资策略	9
2.2.4	可转债投资策略	10
2.3	港股	11
2.3.1	回顾展望	11
2.3.2	投资策略	11
2.4	美股	12
2.5	原油	12
2.6	黄金	13
2.7	汇率	14
3	大类资产配置策略	15

1 宏观经济环境

1.1 国内市场

国内：2022 年经济整体处于弱势周期，流动性总体处于宽裕状态。预计 2023 年上半年经济或依然弱势，下半年或将有所好转。2022 年制造业 PMI 整体维持弱势震荡格局，12 月 PMI 录得 47%，创年内新低。投资数据方面，除基建投资外，2022 年固定资产投资、房地产投资、制造业投资均呈现下降态势，政府托底经济的意图十分明显。两年复合年均增长率（CAGR）数据普遍还处在下行阶段中。社会消费品零售总额增速波动较大，整体也呈现弱势震荡格局，11 月份录得数据-5.9%。出口数据相对较强，但近几个月由于海外经济的下滑，下行较为明显，11 月录得数据 0.72%。总体来看，整个 2022 年经济均处在弱势周期中，考虑到疫情管控政策优化后对各地经济的冲击，预计 2023 年上半年弱势格局还将持续，下半年经济或将有所好转。

图：2022 年 12 月 PMI 创年内新低



图：2022 年 DR007 整体维持在充裕范围

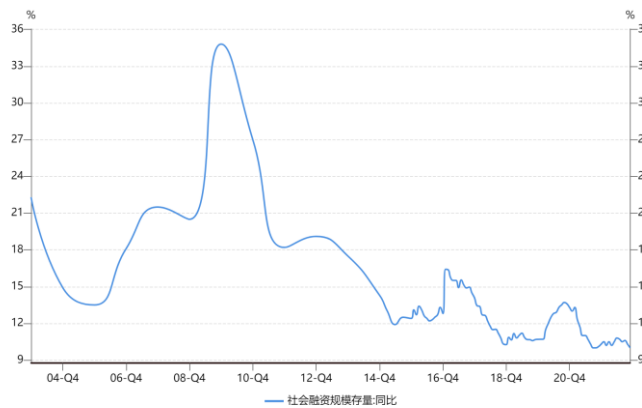


数据来源：Wind，招商基金

银行间 7 天存款类金融机构间的债券回购利率（DR007）除受季度末多个因素扰动，出现过短暂的流动性相对紧张外，2022 年全年均维持在充裕状态，12 月在 1.48%-2.42% 区间变动。考虑到疫情管控政策优化后，政府将全力发展经济，预计 2023 年全年 DR007 或将维持在充裕范围内。

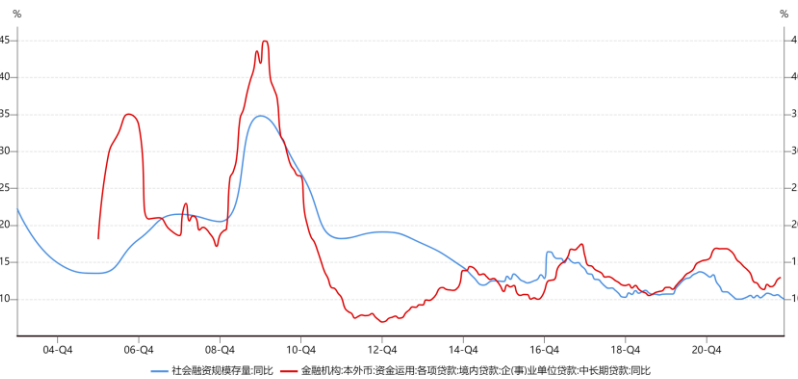
从投向实体经济的流动性角度看，代表性指标社融存量 2022 年全年同样也是维持弱势震荡格局。2022 年 11 月社融存量同比增加 10%，创年内新低。社融两年复合年均增长率（CAGR）整体呈现下滑态势。企业中长期贷款同比全年呈现 U 字形格局，11 月录得数据 13.42%，接近年内高点。

图：社融存量同样全年维持弱势震荡格局



数据来源：Wind，招商基金

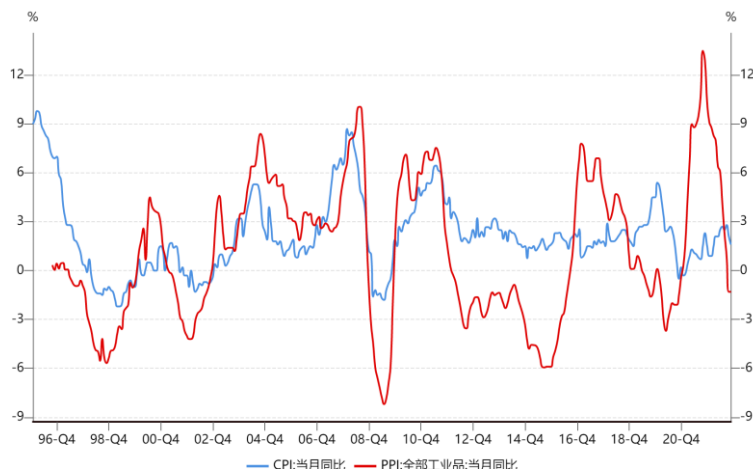
图：企业中长期贷款全年呈现 U 字形



数据来源：Wind，招商基金

通胀方面，2022 年 PPI 均呈现出明显回落态势，2022 年 11 月份录得数据-1.3%。CPI 整体震荡向上，但均保持在正常区间内。考虑到 2023 年下半年经济整体还将处在弱势，我们预计未来半年 PPI 还将继续回落，CPI 预计依然保持在正常区间内。

图：PPI 全年呈现明显回落态势，CPI 保持在正常区间内



数据来源：Wind，招商基金

1.2 海外市场

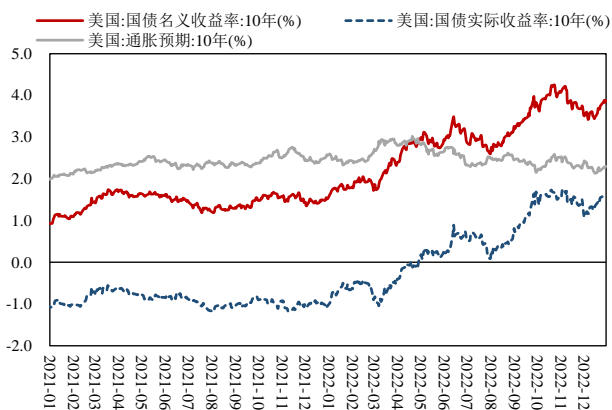
1.2.1 美国

回顾：年内最后一次加息节奏放缓，PMI 数据连续第二个月落于收缩区间。（1）2022 年 3 月起，2022 年全年一共进行了 7 次加息。2022 年 12 月 15 日，美联储年内最后一次加息 50 个基点，将联邦基金利率的目标区间提升至 4.25%-4.50%，加息幅度有所放缓。2022 年美国整体呈现紧货币与宽信用的特征，受消费端需求的影响，美国商业银行加速信贷扩张；（2）2022 年 12 月美国未季调核心 CPI 同比上升 5.5%，较前值 6.0%有所回落；未季调 CPI 同比上升 7%。但二者仍处于历史高位，未来货币政策将取决于通胀回落的节奏；（3）2022 年 11 月美国失业率为 3.7%，继 9 月降至 3.5%后出现小幅上升，高于疫情前同期水平。2022 年年内劳动参与率曾上行至 62.6%，11 月小幅下降至 62.1%，较疫情前同期水平低 1.1%。受疫情的影响，劳动力供给结构短期仍难显著改善；（4）美国制造业 PMI 自 2022 年三季度以来下行明显，美国 ISM 发布 2022 年 12 月 PMI 为 48.4，低于枯荣线，目前已连续第二个月处于收缩区间，从趋势上看美国经济存在衰退的可能。

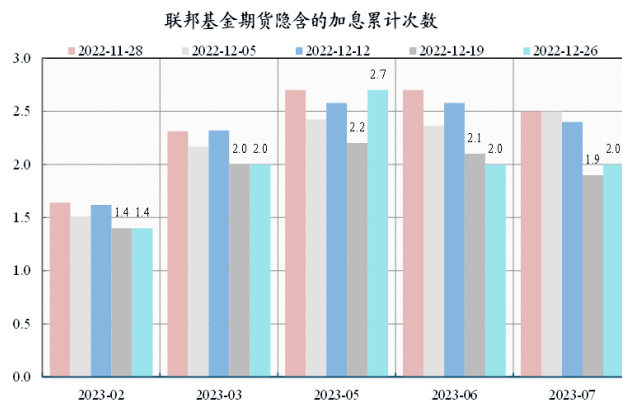
展望：加息周期进入尾声，上半年主要风险或来自盈利端。

（1）我们预计美联储加息周期或将于 2023 年一季度结束，但此后利率仍将维持在高位，货币政策保持紧缩。高利率水平将冲击消费端，高利率带来的消费信贷利率的提高以及资产的贬值使得居民资产负债持续恶化，消费信贷将进一步萎缩；（2）美国商品 CPI 同比增速已触顶后下行，但服务 CPI 同比增速仍位于相对高位，且目前看来短期内不会迅速下降，未来经济下行后这种情况或将有所改善。因此，尽管 2022 年 10 月以来通胀超预期下跌，但 12 月 15 日鲍威尔表明，在证明通胀已进入下行区间的更多证据显现之前，美联储将保持高利率；（3）受疫情等多方面因素的影响，美国劳动力市场的修复尚有时日，短期难以解决，因此压制通胀高企可能要付出经济衰退的代价；（4）对于美股而言，其分母端即利率水平再大幅上升的可能性较小，不是主要制约因素，但其分子端即盈利预期下行可能是需要注意的风险点。

图：2022 年 3 月以来美债率上行



图：美元加息或进入后半程



数据来源：Bloomberg，招商基金

1.2.2 其他国家与地区

欧洲：2023 年滞胀格局或将持续。受能源危机和通胀持续走高的影响，2022 年欧洲经济状况和市场表现都不乐观。2022 年全年，欧元区 STOXX50 指数下跌 11.74%，欧洲 STOXX600 指数下跌 13.06%，创 2018 年以来最大年跌幅，但仍低于美国标普 500 指数-19.44%的跌幅。不过，英国富时 100 指数累计上涨 0.91%，主要得益于 2022 年大宗商品的牛市行情，以及英镑贬值增加了外贸出口竞争力。12 月，欧元区 STOXX50 指数下跌 4.32%，欧洲 STOXX600 指数下跌 3.44%，英国富时 100 指数下跌 1.60%。

展望 2023 年，欧洲通胀短期内或难以明显回落，一方面由于能源价格的回落向消费者零售价格的传导具有时滞，另一方面，未来能源价格仍具有一定的不确定性。在高通胀与欧央行持续加息的影响下，消费或将维持低迷，企业生产与投资的意愿也将继续承压，经济增速面临较大下行压力，2023 年欧洲滞胀格局或将持续。

日本：日元贬值，股市 2022 年年内小幅收跌。2022 年基准的东证指数（TOPIX）仅下跌 5.05%，不到标普 500 指数和 MSCI 全球指数跌幅的四分之一，主要是由于日元从 3 月到 10 月的大幅贬值，日本央行分别于 9 月 22 日和 10 月 21 日两次大规模干预日元汇率，汇率波动幅度均在 500 点以上；其次是 3 月初日本优化境内防疫管控，市场出现短期下行后震荡向上。12 月，日经 220 下跌 6.70%，东证指数下跌 4.73%。

展望 2023 年，前期日本经济恢复明显落后于海外其他发达国家，未来日本经济的供给和需求均具备相当的恢复空间，也为日央行上调 YCC 浮动区间提供了坚持基础。

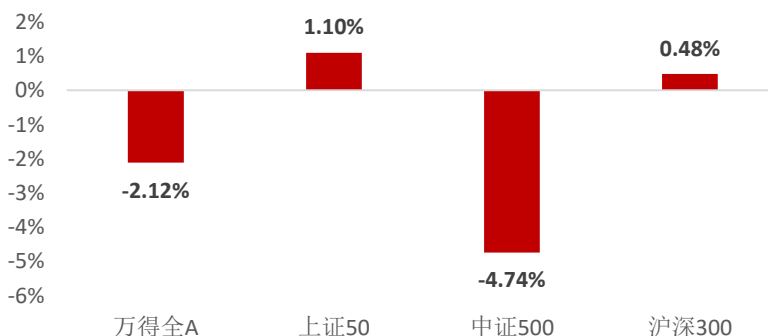
2 大类资产观点

2.1 A 股

2.1.1 回顾展望

A 股回顾：2022 年 12 月中上旬受疫情冲击的影响，市场整体成交清淡，呈下行态势，最后一周伴随一线城市感染人数过峰，市场有所回暖。

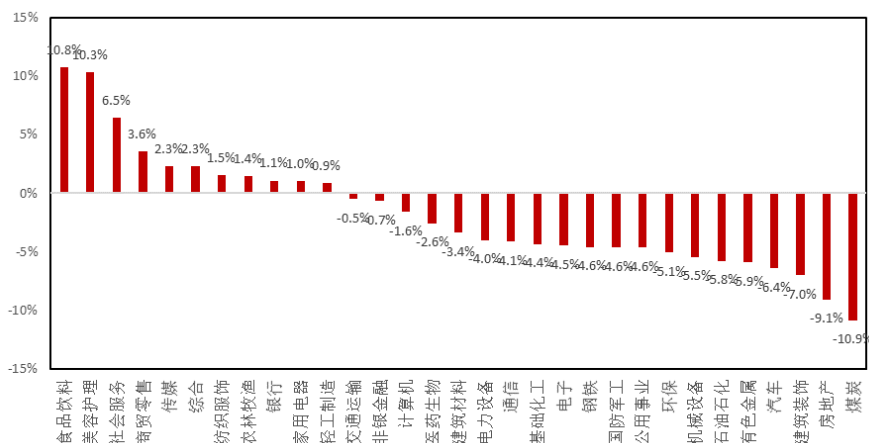
图：2022 年 12 月主要股指涨跌幅（%）



数据来源：Wind，招商基金

行业方面，食品饮料、美容护理、社会服务等消费板块月间表现较好，煤炭、房地产、建筑装饰月间表现靠后（见下图行业涨跌幅）。2022年11月至12月，房地产信贷、债券、股权政策“三箭齐发”，疫情防控政策预期出现转折，市场底部逐渐清晰。

图：2022年12月行业涨跌幅（%）



数据来源：Wind，招商基金。过往情况不代表未来表现。

A股展望：经济修复周期的起点。随着地产政策的调整与投资正常化，疫情防控的优化与潜在消费动能的恢复，表明政策态度向经济增长倾斜。疫情三年后，中国经济来到了休养生息、扩张内需的阶段，正站在一轮新的复苏周期和信用扩张的起点。从投资和企业去库存行为的角度看，一轮上行的周期往往将持续6个季度左右。与此同时，A股估值与信用、利润结构高度相关，有望受益。

2.1.2 投资策略

从结构和行业层面看 2023 年 A 股投资机会：

1、从结构上来看，应重视传统经济的修复与新兴成长的机会。

(1) 风格维度，盈利增速抬升的方向在大盘蓝筹与小盘成长。2023 年风格指数盈利多呈现修复态势，其中表征大盘蓝筹的沪深 300 和表征小盘成长的中证 1000 指数边际改善幅度有望较大；

(2) 大类行业维度，需求回归，景气度自产业链上游向中下游传导。2023 年经济改善体现在中下游周期与成长板块，中游与下游周期增速大幅反弹回正，成长增速大幅抬升；

(3) 此外，可选消费与金融盈利增速相对稳定，盈利增速边际回落主要在上游周期板块。

2、从行业层面看，盈利主要表现为行业间增速差异收敛和困境反转两个特征。

(1) 行业间增速差异收敛，2022 年行业盈利表现差距大、景气程度具有明显差异，寻找高景气特征行业相对容易。但 2023 年行业间增速差异快速收敛，这意味着 2023 年寻找高 EPS 增长将更加困难；

(2) 多数行业困境反转，而困境反转主要集中在中下游周期板块，如建筑材料、交通运输、轻工制造，此外还包括商贸零售和电子等。

图：A 股细分行业景气度分布（增速排名分布）

大类行业	一级行业	2022调整后预测增速		2023调整后预测增速		2022盈利增速排名		2023盈利增速排名		排名变动
		e=c-a	参考	f=d-b	参考	g=rank(e)	h=rank(f)	e-h		
上游周期	石油石化	35.3%	高	-19.7%	中	6	30	-24		
	有色金属	33.8%	低	44.0%	低	7	3	4		
	煤炭	62.5%	中	3.1%	中	4	25	-21		
中游周期	钢铁	-64.8%	中	-16.0%	低	30	29	1		
	建筑材料	-29.0%	中	30.0%	中	28	7	21		
	机械设备	-7.9%	高	-3.1%	中	22	26	-4		
	基础化工	-3.2%	中	8.3%	中	17	19	-2		
	环保	-4.6%	极高	6.5%	极高	18	22	-4		
	公用事业	126.0%	高	26.3%	中	3	9	-6		
下游周期	交通运输	-7.2%	极高	28.0%	高	21	8	13		
	建筑装饰	15.4%	极高	7.7%	极高	10	21	-11		
	房地产	-6.4%	高	-4.5%	高	20	27	-7		
必选消费	医药生物	9.0%	高	7.8%	高	14	20	-6		
	纺织服装	-12.5%	高	4.1%	中	24	24	0		
	农林牧渔	408.0%	中	89.3%	低	2	2	0		
	食品饮料	12.0%	极高	14.7%	高	11	13	-2		
	商贸零售	-8.0%	高	16.5%	高	23	12	11		
可选消费	社会服务	962.6%	低	152.9%	低	1	1	0		
	汽车	27.4%	高	20.0%	高	8	10	-2		
	家用电器	11.4%	中	13.7%	中	12	16	-4		
	美容护理	19.2%	中	31.7%	中	9	5	4		
	轻工制造	-5.7%	高	10.9%	高	19	18	1		
成长	电力设备	53.8%	高	13.8%	高	5	15	-10		
	电子	-20.4%	中	14.3%	中	27	14	13		
	通信	-40.9%	中	-13.6%	中	29	28	1		
	计算机	-13.9%	高	11.0%	高	25	17	8		
	国防军工	7.0%	中	17.6%	高	15	11	4		
金融	传媒	2.8%	高	36.7%	中	16	4	12		
	银行	9.3%	高	4.9%	中	13	23	-10		
	非银金融	-16.1%	高	31.7%	中	26	6	20		

数据来源：Wind，招商基金。过往情况不代表未来表现。

2023 年 A 股投资策略：

1、方向与区间：机会大于风险，在震荡与反复中爬升。 分子端看，经济政策态度转折以及经济逐步重启和正常化之下，经济有望温和修复，全 A 增速或稳中有升，结构上重视传统经济的修复与新兴成长的机会，关注景气延续与景气反转两条主线。分母端看，国内 2023 年宏观流动性有望延续宽松，降准降息仍可期，海外紧缩政策进入中后期，后续美元和美债利率有望回落。2022 年投资者经历了风险偏好的下修，受海内外多重因素的影响，2023 年风险偏好预计将在震荡与反复中向上推进。总体来看，市场底部逐渐显现，未来机会或大于风险，2023 年市场较大可能存在上行空间。

2、风格判断：先蓝筹，后成长。 从投资、消费、出口和信用方面来看，2023 年经济复苏但并不是很强劲。考虑当前地产销售仍在底部，地产投资信心仍有待提振，疫情变化充满不确定性因素，后续我们将不得不面对由疫情发展的复杂性与地产的积弱所带来的现实约束条件，2023 年一季度预计仍有较大增长压力，预计本轮经济复苏历程仍较为曲折。预计 2023 年企业盈利增长较为平缓，高景气赛道景气度或边际回落。在强预期与弱现实下，风格从看企业每股收益（EPS，即期盈利和景气）转向看企业的成长性，尤其是国家产业升级与政策支持方向。参考历史，市场深度调整后的估值修复行情，往往预期转向将带动估值修复至 50%-60%分位水平，当下市场同样面临着偏低的整体估值、核心政策预期的转折，后续估值修复仍将成为市场上涨的核心驱动。**估值主导行情均呈现先蓝筹、后成长的特征，因此 2023 年应密切关注股价调整充分的领域，2023 年修复空间较大的大概率是“复苏资产”和围绕转型升级、替代率和高成长性的新兴资产，大体顺序为“先蓝筹，后成长”。**

3、行业配置：两条主线，一是定价复苏预期，看好“复苏资产”投资机会，二是立足产业发展补短板，

我们重点关注“转型资产”配置机会。可关注：（1）随着春节后经济的重启以及新一轮的扩张，我们预计2023年上半年的机会主要集中于受益于顺经济周期性的复苏板块，配置上重点关注复苏“三剑客”：金融（券商、银行）、消费（食品饮料、酒店、旅游/免税、航空）与地产链（建材、建筑、家具、家电）；（2）在经济企稳后，类似当前的超宽松政策或边际调整，蓝筹搭台成长唱戏，立足产业发展补短板与自主安全，2023年下半年关注转型成长“三板斧”：设备（电子、计算机、通信、军工、机械）、材料（有色、钢铁、化工）以及医药（创新药、器械、医疗服务）。主题投资关注国企改革、数字经济、新材料等。

图：主要 A 股指数估值水平

主要指数	2022/12/31	最大值	最小值	中位数	当前估值所处百分位(2010年以来)	
绝对估值PE(TTM)	Wind全A	16.72	34.50	11.55	18.00	35.40%
	Wind全A(剔除金融、石油石化)	26.88	73.88	18.18	28.95	38.50%
	上证50	9.31	22.89	6.97	10.16	24.10%
	沪深300	11.32	27.35	8.03	12.47	28.80%
	中证500	22.62	89.51	16.24	29.52	16.20%
	中证1000	27.97	144.82	19.36	41.15	9.70%
	中小100	23.37	64.61	18.72	31.51	6.70%
	创业板指	38.91	135.13	27.92	52.63	16.50%
	中小综指	41.14	96.75	23.18	41.66	47.70%
	创业板综	49.56	174.93	28.88	63.07	25.10%
海内外相对估值PE(TIM)	恒生AH股溢价指数	7.07	22.68	6.25	9.49	2.10%
	上证沪港通AH溢价指数	7.06	10.27	3.08	4.71	58.20%
	上证指数/标普500	0.61	1.56	0.36	0.63	44.10%
相对估值PE(TTM)	创业板指/沪深300	3.44	8.11	0.00	4.14	28.20%
	创业板综/沪深300	4.38	14.08	2.83	5.35	35.90%
相对估值PB(LF)	创业板指/沪深300	3.70	6.06	1.54	3.53	51.80%
	创业板综/沪深300	2.71	5.30	1.38	2.90	43.10%

数据来源：Wind、招商基金。过往情况不代表未来表现。

2.2 债券

2.2.1 回顾展望

债券市场回顾：

总体来看，2022年12月上中旬，由于地产“宽信用”预期的发酵和防疫政策的进一步优化，叠加理财产品的赎回导致债市继续调整，收益率曲线整体上移。12月中下旬，伴随资金面宽松和负反馈效应减弱收益率有小幅回落。尤其值得注意的是，11月中旬后，受资金面边际收敛、防疫与地产政策发布、机构集中赎回等因素影响，信用债估值大幅调整，各期限品种利差全线走阔，配置价值明显提升。可转债方面，2022年全年，转债市场在股票市场整体弱势的情况下走出下跌-上涨-再下跌的倒N型走势，11月以来，由于纯债利率大幅上行，流动性边际收敛的情况下转股溢价率快速主动压缩所致，转债市场和股票市场出现明显背离，12月，中证转债指数下跌2.88%。

债券市场展望：展望2023年，受经济基本面修复向上的影响，债市运行预计仍是一个收益率中枢上移的过程，但债市中枢上移的顶端有限。在“新冠疫情前的2019年”和“2020年底”期间，10年期国债收益率处于3.1-3.3%的区间，我们认为中国经济的潜在增长中枢，能够回到疫情前的2019年已经殊为不易，10年期国债收益率中枢向上抬升的空间预计并不大。可能超出市场预期的风险在于通胀，如果需求好转，而供给端因为各种原因受限推动物价的上涨，如工资上涨导致核心通胀上移、部分大宗商品大幅上涨等，则此

时央行有可能适度收紧货币政策，带动债券市场的调整。

2.2.2 利率债投资策略

利率债投资策略：在逆风中把握机会。

(1) 主要策略是票息策略，利率震荡模式下，票息收益仍具有一定的稳定性，目前看，经调整后，信用利差大幅走阔；

(2) 整体对于久期策略和杠杆策略的使用，大体要保持谨慎态度，主要机会在于博取预期差，即经济恢复的进度是否符合市场预期，短期看，一季度处于疫情政策优化初期，居民态度或仍偏谨慎，消费恢复或较为缓慢、地产政策见效仍需时间、出口进一步下滑等，央行层面也会在流动性方面予以呵护，这段时间若有超调则可考虑谨慎择机参与。

(3) 此外，需要注意的是，理财产品进一步净值化，在 2022 年 11 月中旬以来加大了债市波动，把前期压缩到历史极低水平的信用利差再度快速拉大。我们认为，居民对于理财产品的偏好或会发生变化，投资偏好与所投品种将会更为匹配。在 2023 年，信用利差和期限利差可能会维持在一个不低的水平。

2.2.3 信用债投资策略

城投债方面，在隐性债务严监管、地方政府土地出让收入下滑和再融资政策收紧的背景下，部分弱区域城投平台的债务负担较重，面临较大的债务滚动压力。分区域看，贵州、甘肃、广西等尾部区域城投债展期风险边际加大，非标、票据及债券的技术性违约风险舆情或仍将持续发生，仍建议规避；同时城投风险事件由弱区域向中等资质区域弱地市的传导趋势初显，山东、湖南等中等资质省份出现负面舆情的可能性有所提升，需警惕该类区域的估值调整风险。基于以上分析，2023 年城投债的投资策略以防风险为主，考虑到 2022 年 11 月中旬以来城投利差明显走阔，福建、浙江等优质区域的配置性价比抬升，可视账户特性适当参与；同时银行理财作为城投债的主要买盘，经历赎回冲击后会更加注重流动性管理，后续流动性不佳的中低资质城投债或面临需求缺位的情况，值得警惕。

地产债方面，各项政策持续发力之下，2022 年 11 月部分地产债净价大幅回升，明显走在了基本面数据改善之前。目前地产行业市场出清进入中后段，后续出现增量负面信息的概率不高，但地产政策松绑向房企融资环境改善的传递仍需时间，需进一步观察基本面以及市场信心恢复进度，可重点关注二梯队央国企地产主体。

煤炭债方面，当前煤炭行业仍处于高景气度区间，在本轮债市调整过后，煤炭行业期限利差水平显著高于 2021 年年底，整体可挖掘空间明显提升，前期仓位较低的账户可逐步适当配置，后续持续关注煤炭行业高景气度的延续性及煤价调整带来的风险。

钢铁债方面，景气度水平受地产基本面修复进度影响较大。当前地产需求偏弱影响，钢铁盈利水平整体未完全修复；当前好资质钢企的收益率整体处于较低水平，建议可适当把握钢企强弱整合的机会，并控制好弱资质钢企的久期。

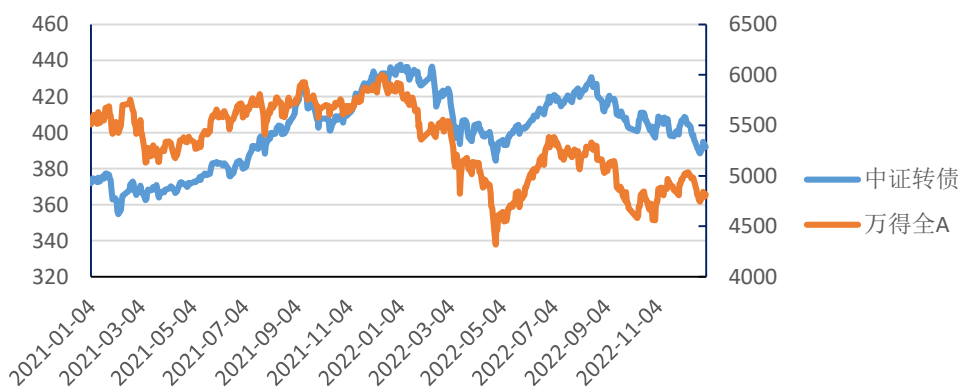
银行资本工具方面，2022 年以来永续债和二级资本债走势总体一致，2022 年 7 月达到收益率最低点，11 月以来在散户赎回、公募理财抛售债券的情况下，二级资本债和永续债也跟随市场下跌，截至 2022 年 12 月 31 日，近 2 个月各品种平均收益率抬升在 90bp 以上，部分品种的抬升超过 110bp，目前大部分品种的利差分位点已经恢复到 70% 以上，部分永续债利差点位已经到达历史高点，同时由于保险和银行自营投资范围等因素，银行永续和二级债的利差也达到历史高位。此外，银行资本工具的持有者以银行理财和公募基金等非法人产品为主，而银行自营出于资本占用考虑很少参与永续债，预计 2023 年初落地实施的《巴塞尔协议 III》可能也会影响银行自营投资二级资本债的边际意愿，在目前理财产品赎回资金回归表内的趋势下，预计后续增量入场资金相对有限。

总之，将继续坚持价值投资理念，在严控信用风险的前提下，以票息策略为主，努力增厚基金收益。

2.2.4 可转债投资策略

展望 2023 年，我们预计全年权益市场整体维持震荡上涨走势，但在转股溢价率的压制下，转债性价比或略低于股票。**正股层面**，在“国内防疫政策持续优化，政府不断出台刺激经济政策”和“国外美联储加息放缓、地缘政治冲突缓解”的背景下，权益市场或有较好表现。结构上，若无风险利率中枢上行，价值板块的表现或强于成长板块。同时消费、顺周期等板块本身估值已回调至历史低位，在疫后复苏下或有一定超额收益。**转债估值层面**，预计 2023 年转股溢价率不具备继续向上空间。目前各平价转股溢价率处于 2017 年以来 76% 的高位历史分位数水平。转股溢价率和未来股市预期正相关，和纯债利率负相关。2023 年随着防疫政策持续优化，政府不断出台刺激经济政策，国内经济增速企稳回升，无风险利率中枢或有一定抬升，债市承压，对转股溢价率有一定压制作用。预计 2023 年可能出现转债平价上升和转股溢价率小幅压缩的组合，转债或有绝对收益，但性价比略低于股票。**策略上，上半年可关注消费、顺周期板块的优质转债机会；下半年待成长板块估值适当回调后可考虑增配成长板块中基本面优秀个券。**

图：可转债市场表现



数据来源：Wind、招商基金

2.3 港股

2.3.1 回顾展望

港股市场回顾：2022 年 12 月，恒生指数上涨 6.37%，恒生国企指数上涨 5.18%，在全球主要股指中表现靠前。行业方面，资讯科技业、医疗保健业、非必须性消费业表现较好，能源业、工业、原材料业表现较差。12 月港股表现强于 A 股及美股。

2022 年四季度港股整体处于回升的状态，资金流向情况有所改善，据 Wind 咨询显示，四季度南向成交净买入达 1333 亿，较上季度增长 194%。从港股通行业资金流向看，2022 年 12 月医疗保健业、资讯科技业、电讯业资金净流入居前，金融业净流出较多。

港股展望：近期，无论是中央经济工作会议传达的积极信号还是部分城市感染率的快速提升，对港股市场的提振或者冲击边际都在钝化，政策上的催化已兑现在估值修复性反弹，市场需要等待政策的逐步验证。内地与香港之间恢复通关已提上日程，香港的旅游、消费有望逐步得到恢复。流动性来看，实际上海外紧缩的压力未大幅缓解，但市场已提前交易衰退而放松的预期，需要警惕美国企业业绩下滑带来的波动。

我们认为影响港股市场的主要风险点在于：（1）疫情蔓延和变异超预期；（2）美联储加息节奏超预期；（3）地域政治摩擦超预期；（4）国内“稳增长”政策不及预期；（5）产业监管政策超预期；（6）人民币汇率波动。

2.3.2 投资策略

对于港股而言，后续更关注行业基本面的变化，建议均衡配置，港股市场整体偏震荡，目前我们关注的板块：

（1）互联网板块。平台反垄断政策已经发生了转变，经济复苏将带动行业龙头的业绩回暖，中央经济工作会议也肯定了平台经济在就业方面发挥的作用。同时，中概股审计进程有新进展，减缓了退市风险，板块长期配置价值凸显；

（2）生物医药板块。港股市场上聚集了国内优秀的创新药企。创新药的国际化在稳步推进，CXO 行业景气依然；

（3）先进制造业板块。新能源车带动的汽车电动化、智能化，拉动了核心器件的需求；在国产替代的背景下，一批有实力的企业将在新应用场景拓展过程中创造价值；

（4）新兴消费——国潮消费、家电出海、潮玩消费。国货品牌随着研发投入的提升，产品实力强势崛起。智能家居渗透率处于快速爆发前期。中国出口跨境电商快速成长，中国制造成为海外智能家居的重要参与者；

（5）高息股板块。港股市场中不乏股息收益率不俗、估值具吸引力的价值股，值得关注。

2.4 美股

美股市场回顾：美股和欧股在 2022 年上半年均经历了大跌，在此弱势基础上，2022 年第三季度的跌势相对缓和。在美国 CPI 同比增速有所放缓、非农就业率企稳的情况下，市场预期美联储加息节奏将有所放缓，美股三大指数在 2022 年四季度迎来小幅反弹，但在最新一期的利率决议上，美联储对加息抗通胀的态度依然强劲，市场因而承压。截至 2022 年 12 月 30 日，道琼斯工业指数估值为 19.80X，为 2003 年以来的 88.60% 分位；标普 500 指数估值为 19.71X，为 2003 年以来的 67.60% 分位；纳斯达克综合指数估值为 42.60X，为 2003 年以来的 79% 分位。

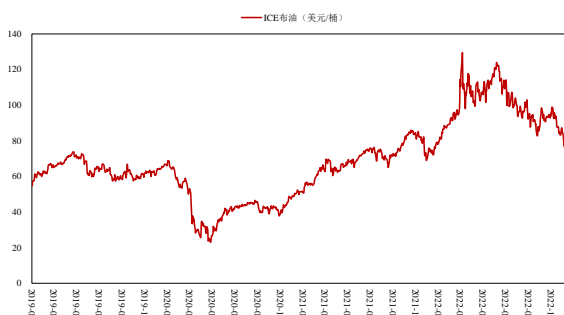
美股展望：2022 年留下的经济问题还将继续困扰 2023 年的美国金融市场。市场可能会对美联储加息的担忧有所减弱，但依然会密切关注通货膨胀的变化趋势，更担心经济衰退是否如期到来。（1）首先，市场一直预期美联储至多把联邦基金利率提高至 5%，目前离目标值尚有 50 个基点，在 2023 年 1 月 31 日至 2 月 1 日的会上美联储决策者可能各加息 25 个基点，然后静观事态变化，并暂时退出市场视线；（2）其次，高通胀正不断侵蚀美国人民的储蓄。2022 年，美国人的个人储蓄较 2020 年的 4.85 万亿美元大幅下降 89%，甚至低于疫情前的水平。在这种艰难的宏观环境下，非必需消费品类股的前景难言乐观；（3）最后，随着商品和能源价格大幅回调，美国通胀压力有较大缓解，但服务业和就业成本上涨压力依然存在，且具有较大的粘性。美国通胀在新的一年里下降幅度有限。美国经济会否衰退，以及何时衰退，将会一直伴随着 2023 年 1 月及全年的美股市场。

因此，行业配置上，我们重点关注对利率变化不那么敏感的行业，如医疗保健、消费品和能源行业及高通胀下行时表现出色的行业，如医疗设备、半导体和消费服务。同时，随着中国经济基本面向好，估值较低、机构投资者配置较少的中概股，也值得关注。

2.5 原油

原油市场回顾：上半年俄乌冲突主导原油市场，油价持续走高，至 2022 年 10 月 OPEC+ 会议确定增产周期结束，油价出现回落。截至目前，原油及原油期货价格已基本回落至年初水平。俄乌冲突未平，欧美制裁持续，全球原油的供给端仍将继续受到影响。

图：布伦特原油价格（美元/桶）



数据来源：Wind、招商基金

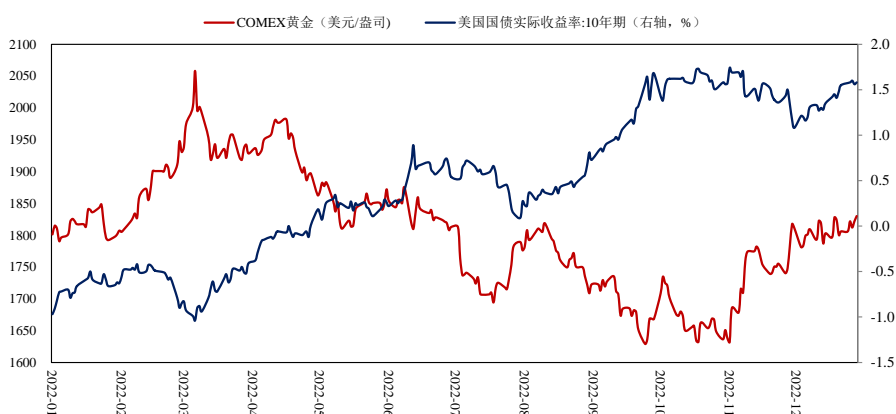
原油市场展望：地缘冲突依然主导，海外供需持续影响。从供给端看，2023 年俄乌冲突与欧美制裁的影响将持续，俄罗斯预期仍然难以贡献增量，使得国际市场上的原油供给依旧存在短缺。同时，OPEC+主动减产的国家转向冻产，产量趋于稳定。因此，2023 年供给端的边际增量将主要由非 OPEC+原油生产国贡献，但这些国家的影响力并不强势。值得注意的是，OPEC+产量的增减并不一定直接导致油价的下跌或上涨，这是因为 OPEC+协议具有调节性质，例如当油价上涨时就进入增产周期，2023 年 OPEC+产量或将受到地缘冲突的影响。**从需求端看**，中国市场受疫情影响，预计 2023 年初出行景气度提振不明显，二季度后或将迎来显著同比上行，对汽油的需求明显增加。而海外尽管现实出行需求依旧较强，但 2023 年经济增长预期较弱，总体看来需求增长不明确。

综合来看，2023 年原油的海外需求下行、中国需求增加、OPEC+国家产量趋稳确定性较高，而俄乌冲突的不确定性依然占据主导地位，通过影响供给端导致价格波动，预计 2023 年产量的边际增加主要由非 OPEC+产油国贡献。

2.6 黄金

金价回顾：随美联储加息步调放缓，逐步企稳。2022 年黄金价格先扬后抑，2 月起爆发的俄乌冲突使得金价一路上行至高点，随着恐慌情绪降温，金价下行，美债利率主导行情。金价与美国国债收益率之间有着较为明显的负相关性，利率拐点与金价拐点匹配度较高，年内美联储多次加息使得金价承压。美联储年内最后 2 次加息因符合市场预期，金价承压情况自 11 月以来有所缓解。

图：COMEX 黄金及美国 10 年期实际利率走势



数据来源：Wind、招商基金

金价展望：短期内持续承压，美国货币政策放松后将迎反弹。目前，美国通胀仍处于较高水平，未来仍有加息预期，但市场普遍预计 2023 年一季度美国或将结束加息，此后，美债利率将在一段时间内维持高位，使得金价短期内承压。长端利率反映对未来经济增长与通胀的预期，短端利率反映当前市场的流动性，期限利差下行甚至转负说明市场对未来经济预期悲观，历史上美债利率倒挂的情况往往预示衰退周期的到

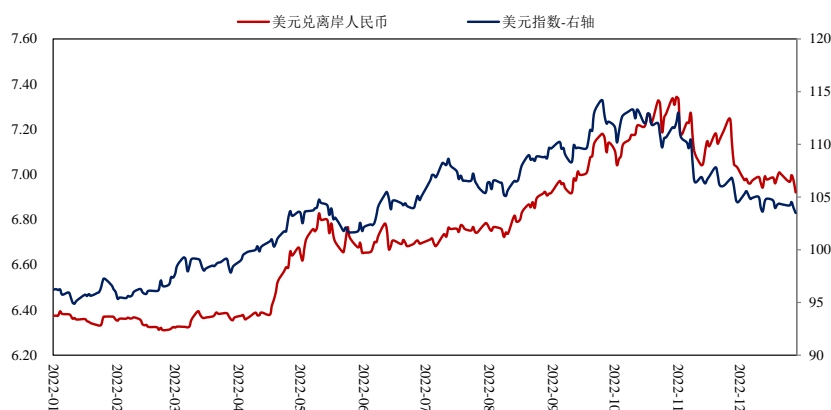
来，目前美债期限利差为负且处于历史低位，2023 年经济衰退确定性较高，当美国经济衰退且通胀高企的问题明显得到解决时，货币政策或将转为宽松，届时金价或将迎来反弹机会。

2.7 汇率

汇率市场回顾：人民币汇率年末强势反弹。截至 2022 年 12 月底，美元兑离岸人民币（USDCNH）为 7.3437，12 月离岸人民币兑美元升值幅度约为 1.80%，自年内人民币汇率低点（11 月 2 日 USDCNH 为 7.3437）的升值幅度约为 6.11%。

人民币汇率与经济基本面及预期相关性明显，2022 年体现为受疫情因素影响较大，年内人民币对美元跌幅一度达 14.06%。四季度后，国外风险因素趋缓，叠加假期出行消费增长、经济预期复苏，人民币呈逐步升值态势。11 月末以来，多地陆续出台新疫情防控规定，疫情管控政策转向，市场预期改善，人民币汇率强势反弹。

图：2022 年美元兑离岸人民币汇率及美元指数走势



数据来源：Wind、招商基金

汇率市场展望：利多利空因素叠加，预计围绕新的中枢保持相对稳定。央行货币政策委员会 2022 年第四季度例会指出，深化汇率市场化改革，增强人民币汇率弹性，引导企业和金融机构坚持“风险中性”理念，优化预期管理，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。因此，分析 2023 年汇率的走势应当从经济基本面入手。

随着防疫管控政策的逐步优化，经济将逐步回归常态，生产端、消费端在持续受疫情压制后或将迎来显著提振，疫情导致的经济衰退预期将逐步减弱。从政策面看，2022 年 12 月召开的中央经济工作会议上指出，积极的财政政策要加力提效，稳健的货币政策要精准有力，预期 2023 年宏观政策将持续发力，稳固经济发展，同时还强调应着力扩大内需，充分发挥消费的基础作用和投资的关键作用，这将进一步对冲全球经济衰退带来的负面影响。此外，随着人民币国际化的稳步推进，人民币资产吸引力提升。但与此同时，仍有一些因素将阻碍人民币汇率修复。首先是疫情的负面影响短期内或许难以消除，政策转向初期或将面临一段阵痛期，且海外大环境预期下行，进出口的修复将受到挑战。利多利空因素叠加，2023 年人民币将在合理的均衡水平上保持相对稳定。

3 大类资产配置策略

资产类别	短期	中期
A 股	短期来看，在经济底部确认之前，仍是政策预期改善的演绎阶段，判断未来一个季度疫后修复和稳增长仍是主要矛盾，建议权益仓位标配，风格均衡布局。	2023 年全年稳增长仍是主基调，经济疫后修复背景下，A 股市场大概率将迎来估值震荡向上行情。而且随着下半年经济动能的积累，企业盈利逐季改善，预期收益率将明显修复，可考虑全年维度超配权益。
港股	港股市场反转已现，经历底部以来估值的快速修复后，短期上涨斜率或减缓，后续需要密切关注基本面的配合情况。	受益于外围流动性改善及国内企业盈利修复，叠加全球比较下极具吸引力的估值水平，2023 年可能存在估值和业绩双升的行情。
美股	伴随加息拐点将至，美股压力最大的时刻正在逐渐度过。但短期仍需承受盈利下调的影响，系统性机会仍需等待。	中期维度，美股估值合理，预计 2023 年下跌风险有限，但反转仍需等待基本面企稳，机会或更多在下半年。
国债	2022 年底信用债收益率超调后，当前较多品种利差已达到历史高位，较高的票息水平奠定了较好的基础收益，2023 年一季度有配置机会。	管控政策优化趋势明确，叠加强势政策推动，2023 年宏观环境由宽货币向宽信用过渡，整体判断债市波动幅度加大，2023 年全年利率债中枢或小幅上行，重在把握结构。
美债	加息拐点将至，短期 10 年期美债围绕 3.5-4% 波动或是合理区间。	美国衰退预期强化后，2023 年下半年 10 年期美债中枢有望回落至 3.5% 以下，届时全球风险偏好均有望抬升，美债将有确定性的投资机会。
大宗	考虑欧美经济衰退走向以及国内疫情影响，整体需求受到抑制，短期价格走势偏弱。	供给约束是长周期核心影响逻辑，但中期角度，需求侧需要结合海外衰退以及国内复苏的幅度和节奏综合分析。
黄金	短期看，预计美债实际利率会有反复，判断黄金价格区间震荡。	中长期看，10 年期美债实际收益率的高位并非常态，未来随着主要经济体紧缩周期接近尾声，收益率下行将给黄金带来震荡向上的机会。

风险提示：以上投资观点、看法及思路仅为根据当前市场情况判断做出，未来可能发生变化改变。对于引自证券公司等外部机构的观点或信息，我们并不对该等观点和信息的真实性、完整性和准确性做任何实质性的保证或承诺。提及个股及企业仅为了对市场情况进行说明展示，并不构成对个股或企业的投资推荐。基金产品或相关指数过往业绩不代表未来表现，基金管理人管理的其他基金的业绩并不构成基金业绩表现的保证。基金评价结果及排名不是对未来基金表现的预测或保证，也不构成投资基金的建议。未经同意，本材料内容请勿引用或转载用于其他用途。基金投资须谨慎。投资者在投资基金前请认真阅读《基金合同》《招募说明书》《产品资料概要》等基金法律文件，全面认识基金产品的风险收益特征，在了解产品情况及听取销售机构适当性意见的基础上，根据自身的风险承受能力、投资期限和投资目标，对基金投资做出独立决策，选择合适的基金产品。



地址：深圳市福田区深南大道7088号招商银行大厦28层
 邮编：518040 总机：0755-83196666 传真：0755-83196467
 公司网址：www.cmfchina.com
 电子邮箱：cmf@cmfchina.com
 客户服务热线：400-887-9555（免长途费）

重要声明：本投资报告并非基金宣传推介材料，仅作为重要客户和渠道客户经理服务内容之一，供投资者参考，不构成任何投资建议或承诺，基金投资涉及风险。本投资报告所用信息均出于已公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。我公司亦有可能持有报告中所提到的公司所发行的证券或进行相关交易。我公司可能在本投资报告公开前已经使用或了解其中的信息。本报告版权归我公司所有，如需引用、刊发，请注明出处为“招商基金管理有限公司”；未经我公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制或有意篡改。