



# 招商基金投资策略报告

2023年·2月



长期 | 价值 | 责任

# 目 录

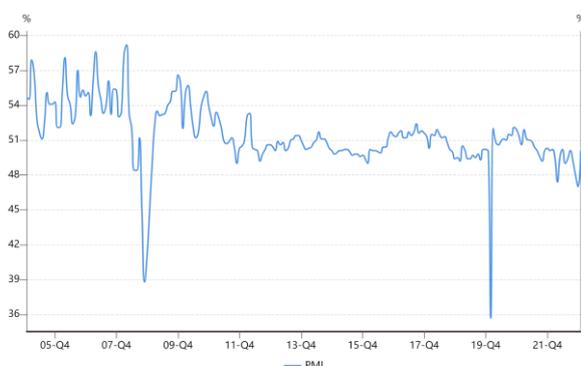
<b>1</b>	<b>宏观经济环境</b>	<b>2</b>
1.1	国内市场	2
1.2	海外市场	3
1.2.1	美国	3
1.2.2	其他国家与地区	4
<b>2</b>	<b>大类资产观点</b>	<b>5</b>
2.1	A股	5
2.1.1	回顾展望	5
2.1.2	投资策略	5
2.2	债券	7
2.2.1	债券市场回顾展望	7
2.2.2	债券市场投资策略	8
2.2.3	可转债市场回顾展望与投资策略	9
2.3	港股	10
2.3.1	回顾展望	10
2.3.2	投资策略	10
2.4	美股	11
2.5	原油	11
2.6	黄金	12
2.7	汇率	13
<b>3</b>	<b>大类资产配置策略</b>	<b>13</b>

# 1 宏观经济环境

## 1.1 国内市场

**国内：2023 年 1 月份经济强势复苏，预计该态势大概率将持续。经济有所复苏，流动性依然维持充裕。** 2023 年 1 月制造业 PMI 强势回升，录得 50.1%，是在经历连续三个月下探后的首次回升，并回升至枯荣线以上。投资数据方面，2022 年 12 月固定资产投资、房地产投资、基建投资、制造业投资均呈现下降态势，两年复合年增长率（CAGR）整体也下行。受疫情冲击影响，2022 年 12 月社会消费品零售总额数据依然下滑，录得数据-1.8%；出口数据连续下滑，12 月录得数据-0.54%。**总体来看，2022 年 12 月由于受疫情冲击，经济数据维持下行态势，但 2023 年 1 月份强势反弹，预计 2 月份反弹态势或将持续。**

图：2023 年 1 月 PMI 强势回升



图：DR007 短暂的流动性相对紧张，但仍维持在充裕范围内

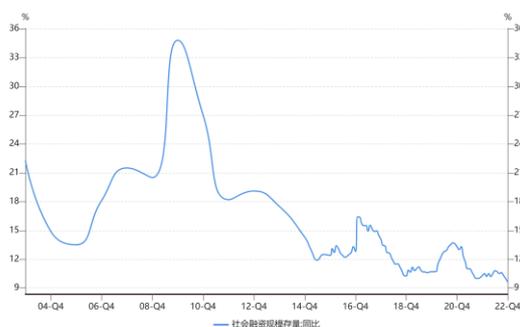


数据来源：Wind，招商基金

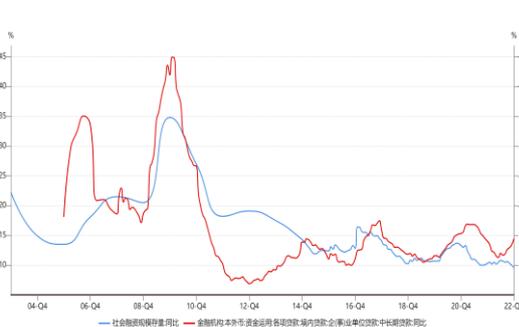
银行间 7 天存款类金融机构间的债券回购利率（DR007）受春节等多个因素扰动，出现了短暂的流动性相对紧张，但依然维持在充裕范围内。考虑到 2023 年政府将全力发展经济，预计 2023 年 2 月及全年 DR007 还将维持在充裕范围内。

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 12 月份继续下探，录得数据 9.6%。社融两年复合年均增长率（CAGR）增速整体呈现下滑态势。企业中长期贷款 2022 年 12 月继续回升，录得数据 14.49%，创近一年新高。

图：2022 年 12 月社融存量继续下探



图：企业中长期贷款持续回升



数据来源：Wind，招商基金

通胀方面，2022 年 12 月 PPI 有所回升，录得数据 0.7%，转为正值。考虑到宏观经济将继续有所复苏，我们预计未来一段时间 PPI 将继续回升，同时短期 CPI 或整体震荡向上，且保持在正常区间内。

图：PPI 有所回升，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：美联储加息接近尾声，流动性压力有所缓解。**（1）2022 年 3 月起，美国将联邦基金利率的目标区间提升至 4.25%-4.50%；美联储 2023 年 2 月加息 25bp，预计未来加息幅度将进一步放缓；（2）2022 年 12 月美国通胀数据验证预期，继续回落，其中核心 CPI 同比自前值+6.0%下降至+5.7%，CPI 同比+6.5%低于前值+7.1%，连续 6 个月下行；（3）2022 年 12 月美国失业率为 3.5%，较前两个月有所下行；（4）美国制造业 PMI 自 2022 年三季度以来下行明显，2022 年 12 月制造业 PMI 初值降至 46.2，2023 年 1 月有所上行，初值为 46.8，但依然低于枯荣线。通胀下行叠加经济低迷，预期本轮美联储加息或将于一季度接近尾声。从指数表现上来看，今年 1 月美国三大股指收益均为正，其中道琼斯工业指数上涨 2.83%，标普 500 和纳斯达克指数分别上涨 6.18%与 10.68%。

**展望：联邦利率维持较高位置，主要风险或来自企业盈利端。**（1）虽然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高位，高利率水平将冲击消费端，其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，消费信贷或将进一步萎缩；（2）美国商品 CPI 同比增速已触顶后下行，且 2022 年 12 月服务 CPI 同比增速有所下降，但仍处于历史高位；（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）美债利率或将于 2023 年一季度见顶，且随经济下行，利率有望回落，故 2023 年上半年美股的主要风险来源不再是分母端的利率水平，而很可能是基本面恶化导致的分子端企业盈利下行。2022 年 12 月美国制造业 PMI 创下新低，尽管 2023 年 1 月数据有所回升，但仍处于较低水平。在公司盈利整体下行的预期下，EPS（每股收益）存在进一步下调空间。

图：美债利率震荡企稳



图：美联储加息周期进入尾声



数据来源：Bloomberg，招商基金

### 1.2.2 其他国家与地区

**欧洲：通胀见顶回落，衰退风险边际收敛。** 2023 年 1 月欧元区 STOXX50 指数上涨 9.75%，欧洲 STOXX600 指数上涨 6.67%，整体表现较为突出，核心的驱动来自通胀见顶回落和衰退风险边际收敛。从 PMI 指标来看，2023 年 1 月欧美均有所改善，但相对而言，欧洲“强”而美国弱（2023 年 1 月欧元区 Markit 制造业 PMI 初值 48.8，前值 47.8；2023 年 1 月美国 46.8，前值 46.2）。尽管整体增长仍偏弱，但得益于天然气价格骤降和供应链约束缓解，欧洲近期的表现相比此前预期（2022 年底就开始衰退）要好得多。此外，环比的改善也体现在近期欧洲经济指数强于美国，及欧元区今年 1 月德国 ZEW 经济景气指数回升。从总量政策来看，大规模的财政补贴减轻了能源危机对于经济的冲击，但更重要的是面对能源危机的长期影响，欧洲各国采取了大规模的产业转型政策。欧盟各国制定了“能源系统数字化”计划，该计划预期在 2030 年前在基础设施方面投资 5,650 亿欧元，以大力发展光伏和新能源汽车产业；除此以外，欧盟还加大了对液化天然气产业的投资力度。展望后市，在经济前景改善的背景下，欧洲央行也会有更大的空间来应对通胀。

**日本：通胀仍居高位，央行暂时按兵不动。** 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。2023 年 1 月，日经 225 指数月涨幅 4.72%。与多数发达经济体陷入经济放缓甚至“衰退”不同，日本经济仍处于扩张区间，市场关注的 Tankan 指数（类似 PMI 指数）也处于 50 以上的扩张区间。日本经济供需两端自 2022 年以来的加速恢复为日央行上调 YCC 浮动区间提供了坚实基础，展望后市，前期日本经济恢复明显落后于海外其他发达国家，未来日本经济供需具备相当的恢复空间。

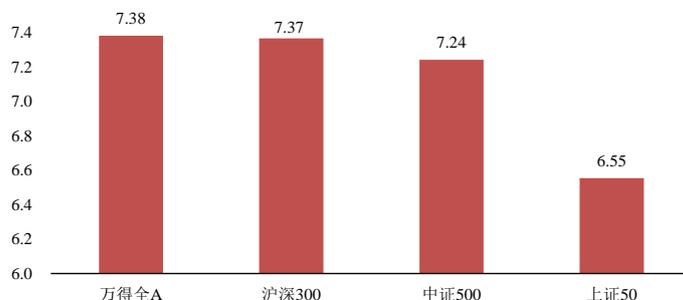
## 2 大类资产观点

### 2.1 A 股

#### 2.1.1 回顾展望

**A 股回顾：经济复苏，市场整体修复。**2023 年 1 月市场迎来整体修复，主要股指均取得正收益，其中万得全 A 涨幅为 7.38%，沪深 300 上涨 7.37%，中证 500 和上证 50 指数涨幅分别为 7.24%和 6.55%。随着疫情迅速过峰回落，居民生活逐步回归常态化，叠加春节期间消费出行回暖，国内经济复苏预期得以确认。与此同时，美联储加息步入尾声，海外流动性紧缩趋势得以改善；美国今年 1 月制造业 PMI 小幅回升，一定程度上缓解了外需衰退担忧。1 月 A 股主要指数取得正收益，主要受益于国内经济复苏与海外风险偏好修复。

图：2023 年 1 月主要股指涨跌幅（%）



数据来源：Wind，招商基金

图：2023 年 1 月 A 股行业涨跌幅（%）



数据来源：Wind，招商基金。过往情况不代表未来表现。

**A 股展望：**大势研判方面，投资者对于中国经济恢复信心的定价已比较充分，指数估值驱动的修复行情或将告一段落，短期调整后随着开工旺季超预期指数仍有往上的空间，但速度或将放慢，高度或有限，往后看市场会逐步向企业盈利的超预期增长及未来政策的重点转换。

#### 2.1.2 投资策略

##### （一）股市分析：

##### 1、政策面：扩内需，稳经济，复苏周期重启

**提振信心，预期扭转。**政策强调扎实推进中国式现代化，坚持稳中求进工作总基调，更好统筹疫情防控和经济社会发展，更好统筹发展和安全，大力提振市场信心，推动经济运行整体好转，实现质的有效提升和量的合理增长。财政政策方面：保持必要的财政支出强度，在有效支持高质量发展中保障财政可持续和地方政府债务风险可控，推动财力下沉。2023 年财政支持力度将稳中向上，政府端（尤其是中央政府）杠杆率有望提升。货币政策方面：继续保持“稳健”表述，并提出稳健的货币政策要精准有力。

## 2、基本面：疫情过峰前移，2023 年经济复苏空间打开

1 月制造业 PMI 较 2022 年 12 月跳升 3.1 个百分点至 50.1%，3 个月后重新回到扩张区间且单月扩张幅度为历史上最大之一；非制造业 PMI 大幅上行至 54.4%，单月环比回升幅度为有记录以来最大（除 2020 年 3 月外）。经济回暖后内需快速回升叠加外需企稳，制造业及非制造业消费活动景气度均大幅上行。在疫情达峰、修复节奏前移的情况下，预计疫情对今年一季度影响将进一步减弱，全年 GDP 增速有望达 5.4%。总体上，各类政策协调配合，叠加首轮疫情提前达峰，经济修复正在途中。

## 3、盈利端：政策态度转折以及经济逐步重启，全 A 盈利增速稳中有升

2023 年全 A 与全 A 非金融盈利增速较 2022 年或稳中有升，预计分别为 10.6%和 16.1%。节奏上看，2023 年上半年全 A 与全 A 非金融增速呈现“倒 U 型”趋势，伴随政策目标更多向经济目标倾斜及信用传导的逐步发力，经济基本面逐步修复，其中一季度可能是全年的盈利底端，而后二季度的盈利增速修复或将更趋明显。

图：全 A 与全 A 非金融盈利预测

指标	板块	单季归母净利润增速 (%)								全年增速预测 (%)	
		2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4E	2023Q1E	2023Q2E	2023Q3E	2023Q4E	2022E	2023E
盈利增速	全A	9.2	10.4	4.4	2.6	4.3	15.6	12.3	8.3	7.2	10.6
	全A非金融	17.8	11.0	3.6	-3.6	5.0	22.7	18.7	16.9	8.9	16.1
指标	板块	单季度ROE(%)								全年ROE预测 (%)	
		2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4W	2023Q1E	2023Q2E	2023Q3E	2023Q4E	2022E	2023E
ROE	全A	2.7	2.9	2.6	1.5	2.6	3.1	2.6	1.4	9.8	9.7
	全A非金融	2.2	2.7	2.2	0.8	2.2	3.1	2.4	0.8	8.1	8.5

数据来源：Wind，招商基金。

### （二）A 股投资策略：

**1、方向与节奏：投资者对于中国经济恢复信心的定价已较为充分，指数估值驱动的修复行情或将告一段落，短期调整后随着开工旺季超预期指数仍有往上的空间，但速度、高度有限。**2023 年权益市场的核心矛盾在于，过去两年中深度挫伤预期的疫情、经济、地缘政治等关键因素的不确定性将在 2023 年出现系统性下降，类似宏观风险下降推动的行情在 2014 年 9 月与 2019 年 1 月均出现过。行情的机会首先或将出现在困境反转的行业板块。当前总量政策发力无法证伪、中国经济重启在即，开工旺季有望超预期，而股票整体估值仍处较低水平。考虑到上证 50、沪深 300 等板块自前期底部已取得 20%以上的升幅，复苏预期过于一致，指数层面最为顺畅的交易阶段或进入后半程，节奏放慢的同时也意味着市场的驱动从估值修复走向

盈利增长。

**2、风格判断：价值为矛，顺周期板块预期变化较大、向上阻力较小。**当前阶段距离经济企稳仍有距离，总量政策发力无法证伪，同时展望 2023 年不仅需求会出现扩张，还有可能出现中下游企业利润率的改善：

1) 大宗商品价格回落或平稳；2) 过去三年疫情冲击与收缩性的产业政策令中下游行业经历了深度亏损与供给出清；3) 中国疫后需求大概率边际扩张，但供给能力边际不足。因此尽管 2023 年经济增长不一定快，但中下游企业的利润扩张却可能超预期。其次，由于 2022 年投资者担心经济风险对顺周期板块带来影响，对其进行了较大幅度的减持，当前机构仓位处于历史较低水平，后续配置类的外资和国内绝对收益组合或将对此领域增加配置。

**3、行业配置：**降低对大消费的推荐顺序，加强对开工链条和制造业复工复产的推荐；价值板块当中重点关注建材、建筑、轻工、家电等；科技制造板块当中重点关注汽车、电子、计算机、通信等。

图：主要 A 股指数估值水平

主要指数	2023/1/31	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	17.88	34.50	11.55	17.93	49.40%
	Wind全A(剔除金融、石油石化)	29.04	73.88	18.18	28.91	50.70%
	上证50	9.78	22.89	6.97	10.15	38.00%
	沪深300	12.03	27.35	8.03	12.45	41.90%
	中证500	24.10	89.51	16.24	29.52	20.50%
	中证1000	30.22	144.82	19.36	40.95	14.50%
	中小100	25.20	64.61	18.72	31.43	14.60%
	创业板指	42.70	135.13	27.92	52.58	27.50%
	中小综指	44.45	96.75	23.18	41.73	62.30%
	创业板综	54.23	174.93	28.88	62.95	34.20%
海内外相对估值PE(TTM)	恒生AH溢价价格指数	7.55	22.68	6.25	9.47	5.20%
	上证沪港通AH溢价指数	7.51	10.27	3.08	4.81	63.80%
	上证指数/标普500	0.60	1.56	0.36	0.63	37.00%
相对估值PE(TTM)	创业板指/沪深300	3.55	8.11	2.53	4.16	29.80%
	创业板综/沪深300	4.51	14.08	2.83	5.32	38.40%
相对估值PB(LF)	创业板指/沪深300	3.83	6.06	1.54	3.57	54.40%
	创业板综/沪深300	2.79	5.30	1.38	2.89	45.50%

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 债券市场回顾展望

#### 债券市场回顾：

经历 2022 年 12 月的债市反弹后，2023 年 1 月债市再度小幅调整。基本面改善预期下，债市情绪偏弱，诸多高频数据也验证了市场预期，如票据利率上行、高炉开工率逆势上行、1 月前两周地产销售数据环比改善，以上因素使得投资者对持券过节较为谨慎，债市小幅调整。利率债方面，1 年国债全月上行 5.7bp 收于 2.15%，5 年国债上行 5.9bp 收于 2.70%，10 年国债上行 5bp 收于 2.90%；5 年国开上行 5.8bp 至 2.89%，10 年国开上行 5.7bp 收于 3.05%。信用债方面，各主流期限收益率有所分化，3 年 AA+和 AA 品种收益率下行，3 年和 5 年 AAA 品种收益率上行。公开市场操作方面，1 月央行公开市场操作净投放 5780 亿（其中 MLF 加量 790 亿超额续作）。

图 中债国债到期收益率走势图

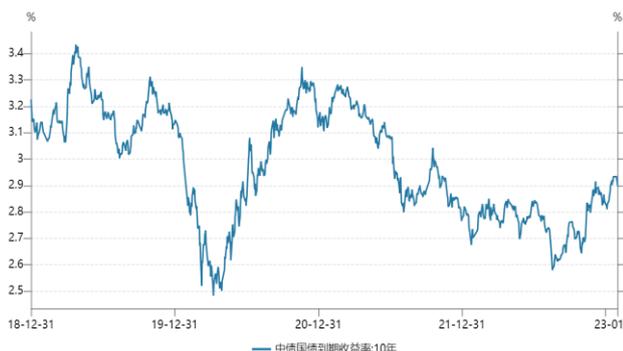
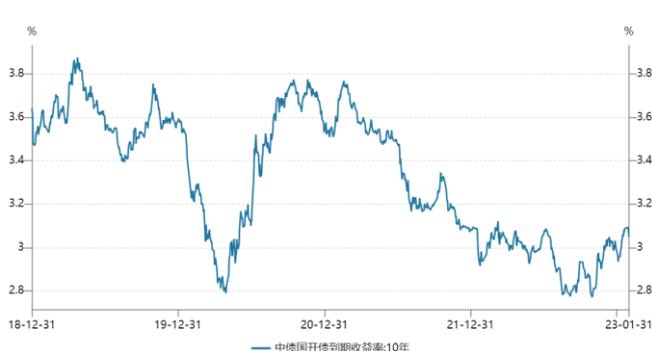


图 中债国开到期收益率走势图



数据来源：Wind、中国债券信息网、招商基金

**债券市场展望：**债券市场目前处在静态票息尚可但缺乏资本利得的状态，应重点关注资金面的不确定性、高频数据的改善幅度、政策进展、债券绝对收益水平等方面的影响。具体分析如下：（1）后续资金利率中枢或在资金面较为宽松的状态下小幅抬升，地方债发行和节后央行回笼资金均或将对流动性形成扰动，且 2023 年减税政策对流动性的支持力度将小于 2022 年；（2）经济复苏方向基本确定，但考虑过去三年疫情对于居民收入冲击，即便防控措施松绑后消费场景逐步开放，消费的恢复仍然需要一定时间，而出口的下行及地产市场出清的过程尚未结束，经济“强预期”转为“强现实”的程度和节奏，仍存在不确定性；（3）从政策视角看，今年经济增长（GDP 同比增速 5%）的目标意味着在地产、消费方面的鼓励政策或将进一步增强；（4）从绝对收益水平看，目前 10 年国债收益率仅比 2022 年 3 月时略高，从过去几轮牛熊周期的收益率低点反弹幅度看，本次 10 年国债收益率从低点回升约 30bp 是一个偏低的水平，同时从调整时间段来看，10 年国债收益率见底（2022 年 8 月）后至目前近 6 个月，也属于偏短的时间。需关注大量逆回购到期后的央行续作、经济金融数据对于基本面修复成色的验证以及 3 月重要政策走向。

## 2.2.2 债券市场投资策略

### 1、利率债投资策略：

（1）目前，经济基本面走势、股债性价比等方面均对债市较为不利，各类机构做多情绪也很难凝聚，若高频数据进一步好转则长端债券继续承压，但对比而言，信用债前期调整幅度偏大，如果再度调整到甚至突破前期收益率高点则应考虑加仓。3 月上旬之前，10 年国债如仍在 3% 以下，保持谨慎；

（2）杠杆率角度，杠杆息差仍然足够，可考虑保持中等略偏高的杠杆；

（3）期限角度，国债、国开债的收益率曲线上的凸点均为 2-3 年品种；信用债期限结构与上月类似，1 年品种收益率偏低，2-3 年品种更具价值；

（4）信用角度，信用利差水平仍偏高，利率债相对价值偏弱。适当增加中短信用品种持仓，目前不太建议长久期的信用下沉；

（5）综合绝对收益率、骑乘效应和相对利差等因素来看，2 年左右的国债和国开债、3-4 年的银行资本债券、2-3 年 AAA 和 AA+ 中票相对价值更优。

### 2、信用债投资策略

**城投债方面**，在隐债监管趋严、土地出让收入持续下滑和再融资环境不明朗的背景下，部分弱资质区域偿债负担处于高位，城投风险事件由弱区域向中等资质区域尾部的传导趋势初显，同时考虑到银行理财作为城投债的主要买盘之一，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不排除面临需求缺位的情况。当前市场整体对城投债持谨慎态度，投资策略以防风险为主，或可关注优质区域的错杀机会。

**地产债方面**，各项政策持续发力之下，2022 年底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。目前地产行业的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；虽然春节期间销售数据较为亮眼，但不建议线性外推，需跟踪接下来金三银四的成色，并进一步观察市场信心恢复进度，可适当关注二梯队国企地产主体。

**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有所提升，前期配置较少的账户可逐步适当参与，后续持续关注其高景气度的延续性及煤价调整带来的风险。

**钢铁债方面**，钢铁行业景气度水平受地产基本面修复进度影响较大。受当前地产需求偏弱影响，钢铁盈利水平未完全修复；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，并控制弱资质钢企的久期。

**银行资本工具方面**，1 月银行二级资本债收益率整体走势分化，大行二级资本债 1 年期收益率下行不足 1bp，3 年期和 5 年期分别上行 15bp、7bp，导致中短端期限利差走阔 16bp，中长端期限利差收窄 8bp；1 月银行永续债收益率表现与二级资本债基本保持一致，大行二级资本债 3 年期、5 年期收益率分别上行 13bp、7bp，与国开的利差处于历史高位，具有一定配置价值。

**总之，2 月信用债投资仍以严控信用风险为前提，关注票息策略，对短端品种适当加杠杆套息。**

### 2.2.3 可转债市场回顾展望与投资策略

回顾 1 月，中证转债上涨 4.23%，同期万得全 A 上涨 7.38%，转债表现明显弱于股票。随着中央工作重心重回经济增长、疫情感染人数快速达峰，经济恢复进程快于预期，市场表现出板块间快速轮动的普涨行情。分板块看，1 月有色金属、计算机、汽车、电力设备及新能源板块涨幅居前；消费者服务、商贸零售、交通运输、电力及公用事业板块涨幅靠后。风格上，价格板块表现强于成长板块，大盘股表现强于小盘股。转债估值本月整体上行，分结构看，1 月偏股转债、平衡转债和偏债转债估值分别上升 3.54%、5.73%和 4.46%至 10.32%、21.75%和 60.26%。随着 2022 年末债市深度回调暂告一段落，及市场对股市乐观预期持续上升，转债估值在 1 月有较明显提升。目前全市场转股溢价率处于 2020 年以来 79.4%历史分位数水平。

展望后市，从高频数据看，主要城市首轮疫情冲击已过，出行和消费数据持续反弹修复。地产下调首套房贷款利率的城市范围扩大，国内经济持续走向复苏。同时海外美联储可能在 2-3 月两次加息后，结束本轮加息周期。权益市场目前基本面和估值都支持春季行情的延续，方向上建议逐渐从大盘价值向中小盘成

长切换。**转债估值层面**，未来转债估值很难再回到 2021 下半年的高点。今年若债市收益率维持目前水平震荡或继续小幅上行，转股溢价率中枢预计仍有一定压力。在全年经济修复下，预计转债市场或呈现“平价（平价是指可转债的转股价值，即正股按市价通过一定的转股比例得出的价值）上涨+估值震荡”的状态，转债性价比低于股票。**策略上可在触及区间上沿时及时减仓。**

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：2023 年 1 月，恒生指数上涨 10.4%，恒生国企指数上涨 10.7%，在全球主要股指中表现靠前。**行业方面，恒生原材料业、恒生资讯科技业、恒生非必需性消费业表现较好，恒生必需性消费、恒生公用事业、恒生地产建筑业表现靠后。截至 2023 年 1 月 31 日，恒指 PE (TTM) 为 7.8X，恒生国指 PE (TTM) 为 6.8X，较 12 月底的 7.1X、6.2X 有所上调。

**港股展望：**近期，春节消费复苏情况较好，进一步夯实疫后消费持续复苏的趋势。其次，市场预期美联储将在今年 1 季度后结束加息，流动性边际缓和提振市场风险偏好。部分美股业绩公布，业绩变化已计入预期，未出现超预期调整，市场对美国经济软着陆预期上升。整体来看，市场已提前交易国内外基本面预期变好及海外流动性边际缓和。港股估值修复较多，后续可能偏震荡上行。后续更关注行业基本面的变化，积极围绕基本面复苏寻找机会。

### 2.3.2 投资策略

对于港股而言，后续我们更关注行业基本面的变化，采取均衡配置策略，港股市场整体偏震荡，目前我们重点关注以下板块：

**(1) 电力运营商板块。**展望 2023 年，板块有机会迎来修复。绿电企业有望装机加速，业绩超预期。火电企业催化点：1) 煤炭价格有望回落。从供给角度来看，2021 年煤炭供给曾在 4 季度保供下释放出超预期产量，说明供给并不低，主要是环保批文限制以及运力影响。2) 广东、江苏 2023 年火电年度中长期成交价较燃煤基准价涨幅均近 20%（广东 2022 年涨幅仅 10%），价格机制仍在疏导火电企业成本。3) 水电来水有望恢复到正常年份，缓解火电发电压力。2022 年由于硅料和组件价格维持高位，导致部分绿电企业装机与

并购量受限于成本均低于预期。而 2022 年 4 季度末，硅料产能释放后，供需预期调整，硅料和组件价格已同步松动下行。预计 2023 年多晶硅产量将上行，装机意愿有望明显抬升；

**(2) 通讯运营商板块。**行业发展来看，电信运营商将是数据要素市场的重要参与方，参与数据交易与数据治理，是建立数字经济的核心。基本面来看，2022 年电信业务收入比上年增长 8%。按照上年价格计算的电信业务总量同比增长 21.3%。在资本开支放缓，叠加政策不再“提速降费”，行业逐渐兑现量价双增逻辑。在传统业务稳步增长下，运营商的云计算、数据中心、大数据、物联网等创新业务均处于高速发展。受益于国企改革，从务虚到务实，推动估值重塑；

**(3) 整车板块。**根据乘联会初步推算，2023 年 1 月乘用车零售销量约 136 万辆，同比-38%，环比-45%，是过去 9 年最低值，主要受到新能源补贴退坡及春节假期影响。后续在消费回暖叠加低基数的作用下，预计销量增速将于未来一段时间逐步回升。伴随着消费力不足，政策端可能也会有刺激消费的举措，汽车板块有望回暖。短期行业偏博弈，有估值修复的空间；有长期来看，从“新车周期+技术储备”出发，把握自主品牌龙头，关注混动、出口、智能化三条主线。

## 2.4 美股

**美股市场回顾：**回顾今年 1 月，标普 500 指数和道指分别上涨约 6.2%和 2.8%，是四个月以来第三个上扬月份，纳指今年 1 月累涨近 10.7%，创下去年 7 月以来的最佳月度表现。截至 2023 年 1 月 31 日，道琼斯工业指数估值为 21.46X，标普 500 指数估值为 20.96X，纳斯达克综合指数估值为 30.28X。截至 2023 年 1 月 31 日，美联储隔夜逆回购使用量仍达 2.06 万亿美元，银行间流动性水平尚且充裕。美债利率小幅震荡，实际利率小幅抬升，通胀预期小幅回落；美国 5 年期和 10 年期国债利率分别为 3.63%和 3.51%，今年年初以来 10 年期美债利率已经累计下行近 30bp。

### 美股展望：

展望未来，关注 3 月份议息会议后，美联储是否比市场预期更鹰派。当前美股市场的主流预期是美国经济能够实现软着陆，通胀快速回落，美联储可以从容应对经济下行的压力。其次，3 月份是美股的业绩季，重点上市公司盈利以及未来的业绩指引是否比预期更糟，是否开始一轮杀盈利导致的超预期调整。

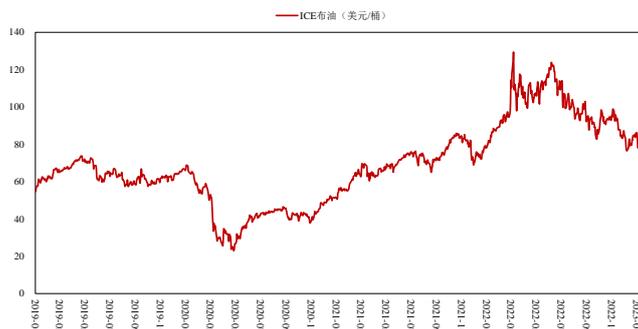
投资上，可关注对利率变化不那么敏感的行业，如医疗保健、消费品能源行业以及高通涨下行时表现出色行业，如医疗设备、半导体和消费服务。同时，随着中国经济基本面向好，估值较低，机构投资者配置较少的中概股，也值得关注。

## 2.5 原油

**原油市场回顾：**国内原油需求预期复苏，油价窄幅波动。受春节与消费复苏的影响，国内原油需求预期乐观。从海外需求端看，受寒潮影响，短期内能源需求有所增加，但从长期经济衰退预期的视角来看，

未来需求或将受到抑制。今年 1 月原油价格整体呈现窄幅波动态势。

图：布伦特原油价格季节图（美元/桶）



数据来源：Wind、招商基金

**原油市场展望：俄罗斯产量减少、中国需求上行，预计油价高位震荡。**从供给端看，2023 年俄乌冲突或将进一步升级，欧盟对俄罗斯成品油的制裁即将落地，可能导致俄罗斯原油供给下滑。从需求端看，在中国消费持续改善的背景下，出行需求增加，预计国内原油需求将持续上升。需求提振、供给下滑，叠加美联储加息节奏放缓、美元走弱，油价回暖将得到进一步支撑，预计未来油价将维持高位震荡。

## 2.6 黄金

**金价回顾：金价冲高后有所回撤。**2023 年 1 月 COMEX 黄金价格创阶段性新高后有所回落，截至 1 月 31 日，相对于月内高点 1947.3 美元/盎司，下跌 0.18%。月内美国国债利率下行，金价上行主要受美联储加息放缓确定性增强的影响。

图：COMEX 黄金及美国 10 年期实际利率走势



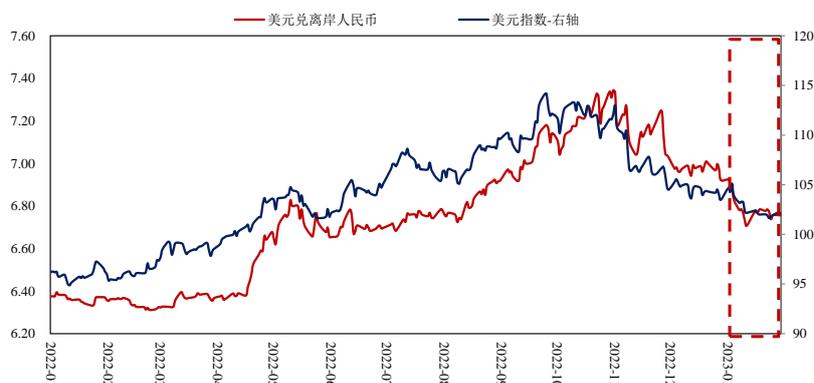
数据来源：Wind、招商基金

**金价展望：今年 1 月金价提前兑现，短期内或将宽幅震荡。**2023 年美联储货币政策预期转向，因此 1 月金价上行已一定程度上提前兑现市场的政策预期，有抢跑的可能。因此 2 月金价或将延续 1 月末微跌趋势有所回调，我们预计 2 月金价或将宽幅震荡。

## 2.7 汇率

**汇率市场回顾：国内经济复苏，人民币升值。**2022年11月末，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。2023年1月宏观经济复苏，PMI回升至枯荣线以上，市场信心提振，美元兑离岸人民币下行趋势明显，人民币汇率升值。

图：2023年1月美元指数及美元兑人民币汇率走势



数据来源：Wind、招商基金

**汇率市场展望：美元指数影响削弱，人民币汇率具备进一步企稳升值基础。**分析未来汇率的走势依旧从经济基本面入手。随着美联储加息节奏放缓，加息预期步入尾声叠加经济衰退预期升温以及通胀下行确定性增强，美元指数将延续下行趋势，对人民币汇率的影响削弱。而从国内来看，随着防疫政策优化，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。预期未来宏观政策将持续发力，稳固经济发展，充分发挥消费的基础作用和投资的关键作用。国内经济进入修复通道，人民币汇率具备企稳升值的内部基础。

## 3 大类资产配置策略

资产类别	短期	中期
A 股	今年年初以来外资持续流入是驱动本轮反弹行情的主因，未来随着情绪的明显转暖，赚钱效应提升，内资接棒将成为核心推动力，建议权益仓位超配，风格均衡布局。	大类资产方面，全年维持权益优于债券的判断，建议中期保持超配。结构方面，考虑在稳增长及扩内需背景下，消费相关方向将是全年确定性较高的投资主线，同时我们也积极关注景气成长板块的细分投资机会。
港股	港股从去年10月底以来受海外风险降低以及国内复苏的积极预期主导，估值实现快速修复。但随着β行情的充分演绎，在国内经济数据得到验证前，短期上涨斜率或减缓，当前位置不建议追高。	中期维度，仍需立足于国内经济基本面的实际回暖，若未来经济修复符合预期，港股将呈现估值和业绩双驱动的走势，整体配置优势明显。
美股	美联储加息拐点已现，美股确有修复动能，阶段性估值抬升较为合理。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，美股估值相对合理，预计2023年下跌风险有限，但反转仍需等待基本面企稳，当前维持中性判断。

资产类别	短期	中期
国债	经济基本面走势、股债性价比等方面都对债市较为偏不利，但春节后处于数据真空期，经济修复与政策的强预期略有降温，又考虑到债券超调后静态收益仍有价值，且 2 月流动性大概率合理偏松。短期，可针对短久期进行一定的杠杆配置，但不太建议进行长久期的信用下沉。	全年维度经济同比修复仍是核心影响因素，中长端利率面临明显约束，判断全年来看利率中枢面临一定上行风险，但过程中如果有超调，可把握阶段性的投资机会。
美债	美联储加息接近尾声，短期 10 年期美债围绕 3.5% 波动或是合理区间。	关注美国衰退预期强化后，10 年期国债的下行空间打开，有望回落至 3.5% 以下水平，全年有相对确定性的投资机会。
大宗	受美联储加息预期放缓及国内经济复苏的强预期影响，短期大宗商品价格走势偏强。	中期角度，仍需结合供给约束以及需求端海外衰退和国内复苏的幅度与节奏综合分析。
黄金	短期看，预计美债实际利率在单边下行后可能会有反复，判断黄金价格会在当前位置偏震荡格局。	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继续上行的机会。

**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、复制或有意删改。