



Orient Fund

2023年度权益市场策略报告

2022.12



ORIENT FUND

核心要点

- 海外：通胀回归稳态仍需时日，美联储加息最激进阶段或已过去，海外主要经济体2023迎来衰退可能性加大
- 国内：受地产下行和疫情反复冲击，居民收入预期和消费意愿受影响较大，经济增长缺乏弹性
- A股：2022年经历了全年震荡下行，当前估值处于历史底部；展望2023年，全球经济衰退背景下，中国经济向上方向确立，A股配置性价比相对较高
- 行业配置策略：基于2023年“稳经济扩内需”为线索，建议关注以下方向
 1. 地产政策刺激下，金融地产估值修复
 2. 消费场景修复，大消费有望迎来改善
 3. 产业政策驱动的高景气赛道
 4. 港股投资机会

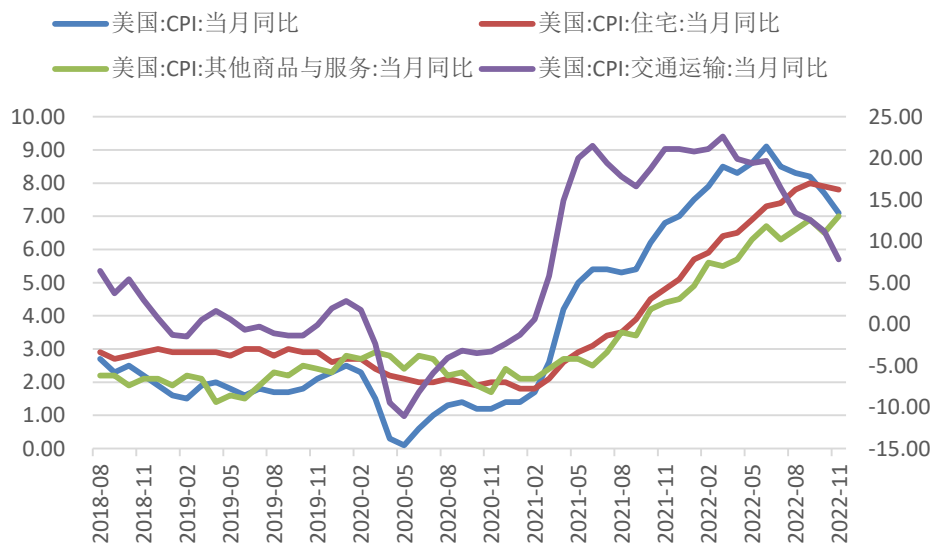
风险：全球经济衰退超预期，地缘政治等风险



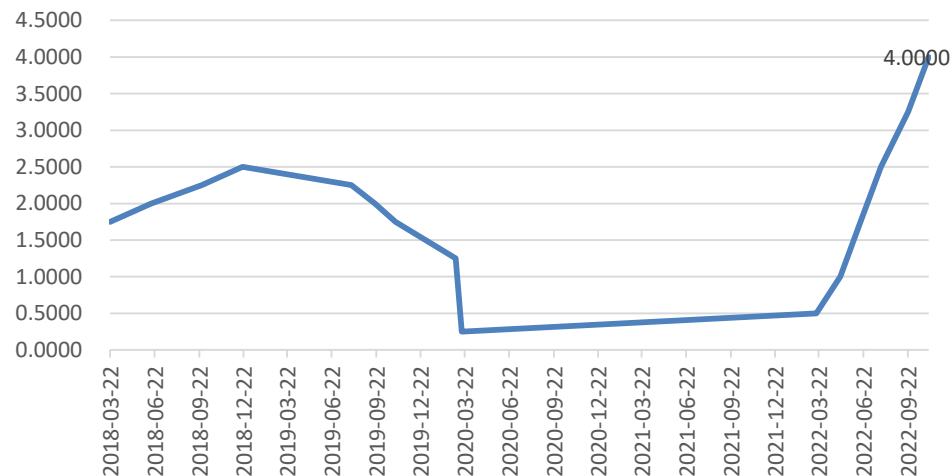
1. 海外宏观环境分析

1.1、美国通胀高点确认，加息节奏开始放缓

- 在美联储贯穿2022年全年激进加息的背景下，美国通胀在6月出现最高点后拐头向下，根据最新披露的通胀数据看，美国11月CPI同比上行7.1%，核心CPI同比上行6%，低于市场预期。这显示出虽然通胀整体仍在高位水平波动，但美联储的持续加息对经济和通胀问题产生了一定的效果。
- 美联储年内已经连续加息长达7次，其中在6月，7月，9月及11月连续4次大幅加息75个基点，截止报告前，年内累计加息425个基点。从美联储表态以及市场预期来看，加息进程仍未结束，但我们判断节奏将在2023年开始继续放缓。



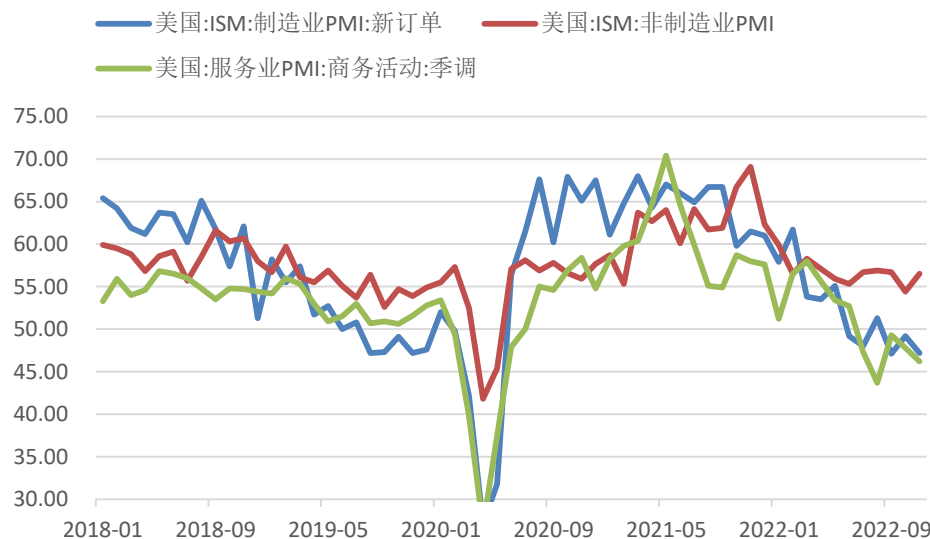
美国:联邦基金目标利率



1.2、美国经济衰退概率增加

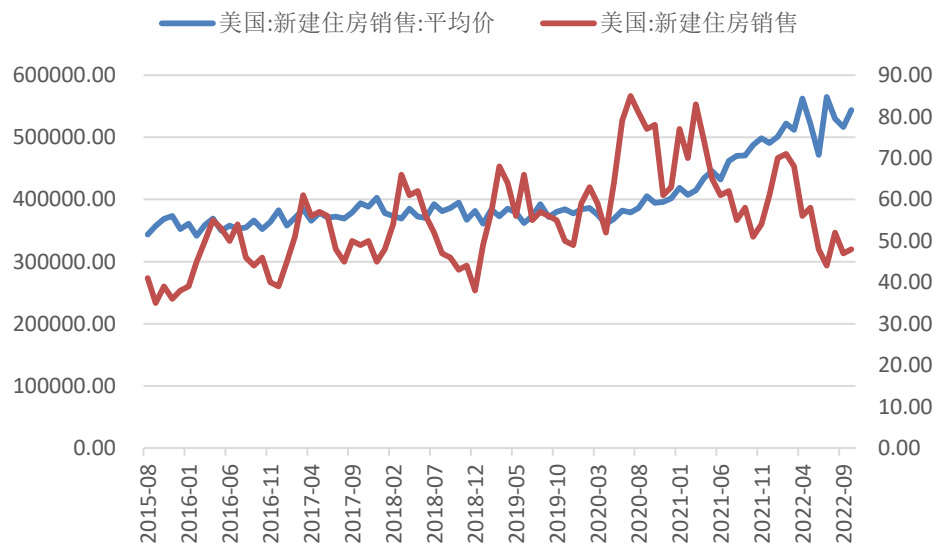
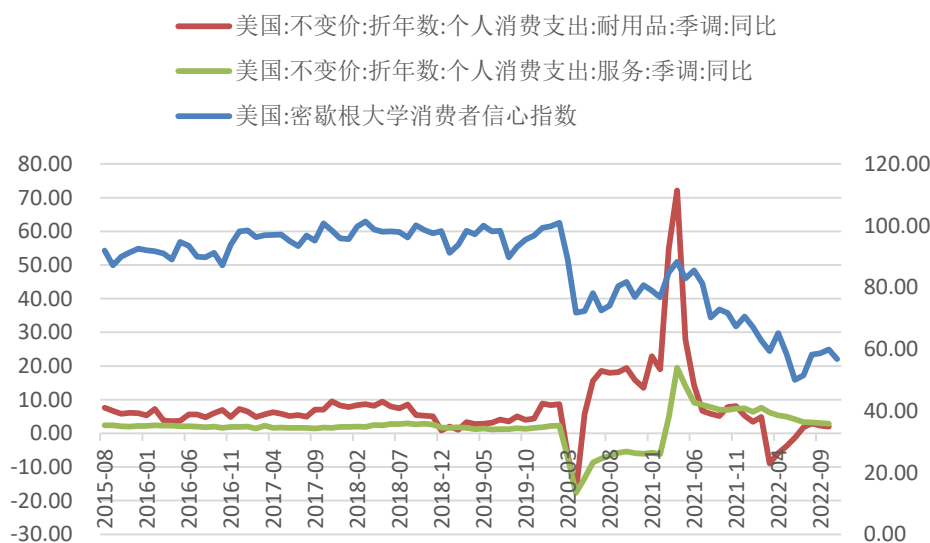
- 受美联储紧缩政策影响，当前美国10年期国债收益率与2年期国债收益率出现明显倒挂75bp，创90年代以来最大利差幅度。（此指标多被用来预测经济走向，当长短端利率出现连续倒挂的情况，经济大概率走向衰退）
- 同时，美国制造业PMI及服务业PMI均已跌至荣枯线以下，数据显示美国经济走向衰退的可能性进一步加大。

长短端利率差（10年期-2年期）



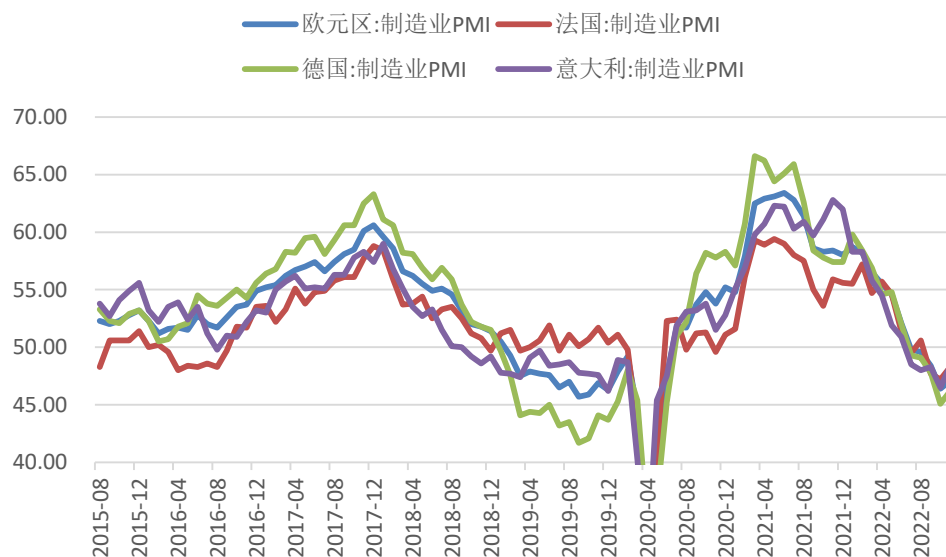
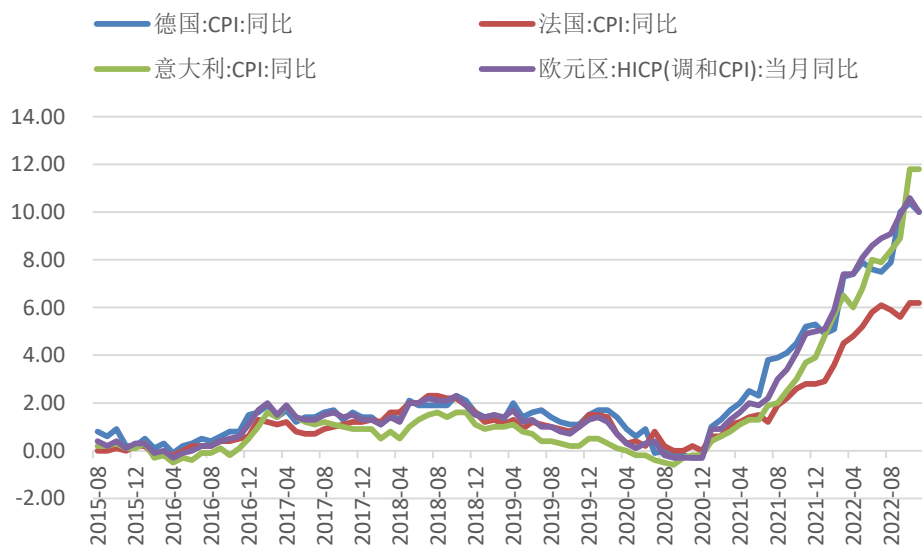
1.3、美国消费端增速放缓

- 消费者信心指数持续走弱，预计2023年商品消费大概率持续回落，服务消费向上动能也相对较弱，2023年美国消费对经济无法实现强支撑。
- 美国住房市场，利率持续走高将在住房投资和消费两方面抑制经济活动。2023年较高的房贷利率+较弱的住房负担压力，对需求端将产生较大的负面冲击，截至10月底，美国新房销售较年初回落24%，预计2023年住房需求会持续回落，引导房屋价格下行，进而压降信贷扩张，对经济进一步造成下行压力。



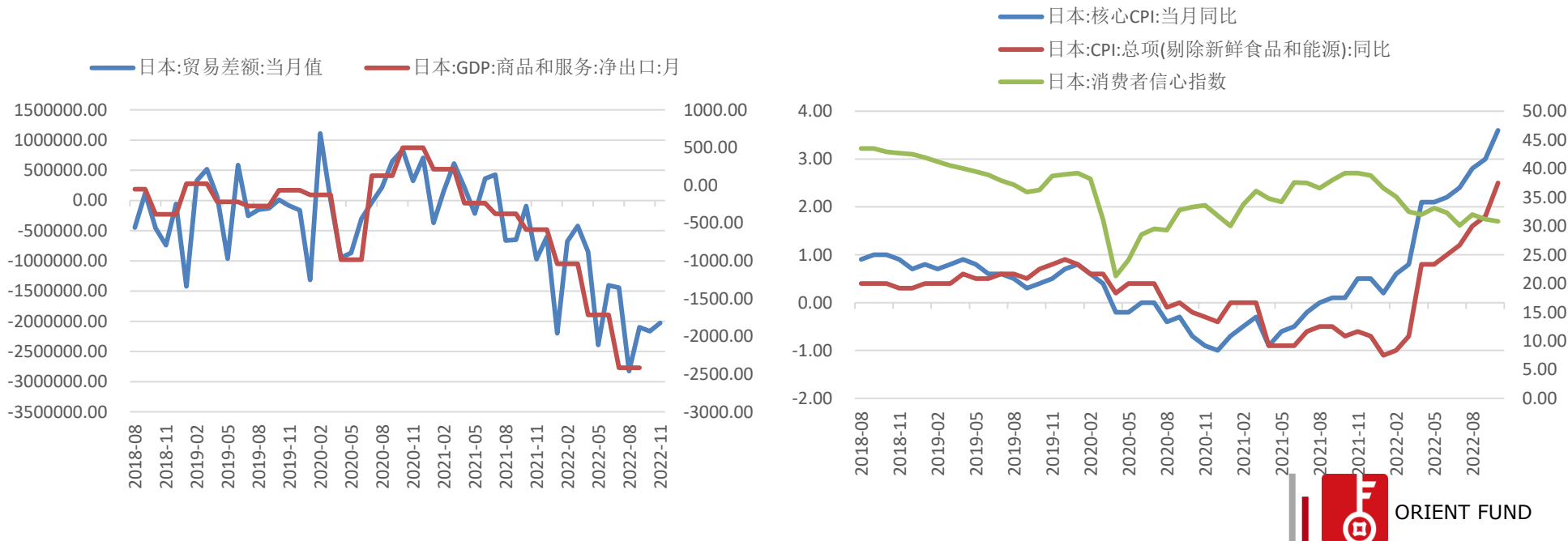
1.4、欧元区经济衰退风险增加

- 相比美国，欧元区主要经济体受能源价格冲击更为明显，通胀压力继续上升至历史高位，同时，欧央行也紧跟美联储紧缩货币政策的步伐。并且欧洲多个国家已采取一系列紧急措施来应对短期能源供应短缺和价格飙升等问题。
- 欧洲各主要经济体制造业PMI均已跌至低位，欧元区11月制造业PMI47.1%，连续5个月低于荣枯线。
- 在通胀数据，流动性紧缩加快等因素持续影响下，预计欧元区经济衰退可能性将远超美国。



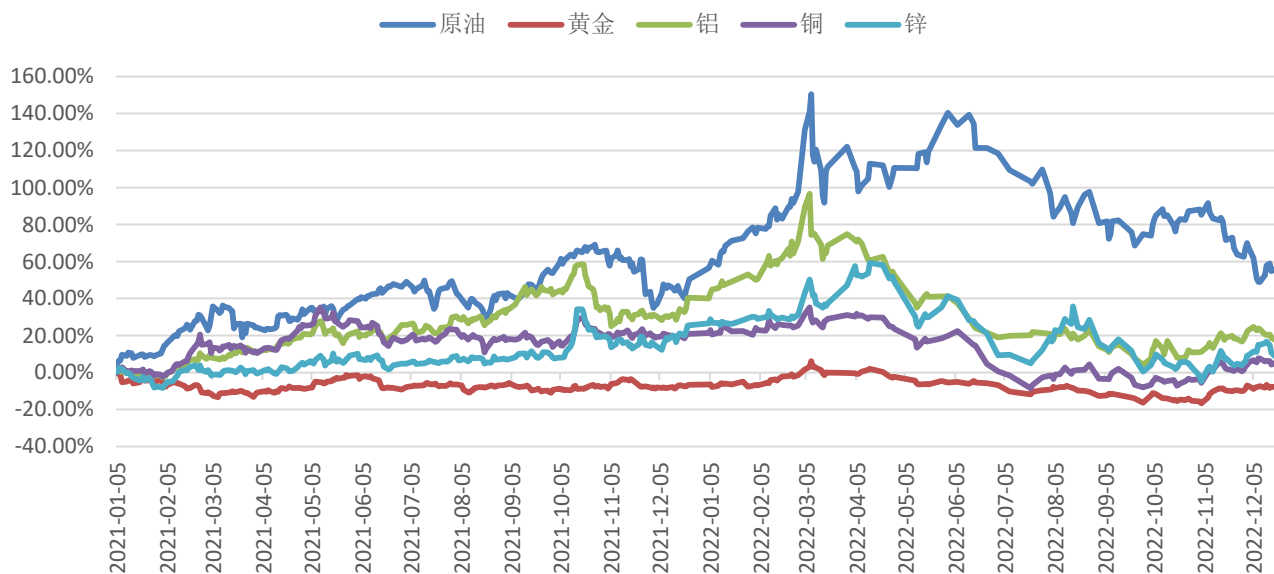
1.5、日本经济复苏仍充满不确定性

- 日本2022年GDP在下半年开始走弱，主要受商品和服务净出口的拖累。受大宗商品价格上涨影响，日本贸易差额自2021年以来持续为负，为经济增长形成较大压力。
- 另外，受疫情影响，日本消费者信心指数持续走低，2022年11月降至29.6，为2020年9月以来的新低。预计在全球经济衰退的背景下，日本经济大概率会持续低迷。
- 日本目前仍面临较大的通胀压力，截至2022年10月份，日本CPI（剔除新鲜食品价格）增速升至3.6%，创1982年以来新高。整体看下来，日本经济在未来仍面对多重压力。



1.6、受海外经济走弱，国际大宗价格承压

- 2023年全球经济下行压力加大，国际货币基金组织预测2022-2023年全球GDP增速为3.1%，2.8%。预计全球定价的大宗商品价格或将承压，其中：
 - 原油：维持供需双弱的局面，预计油价将在70-90美元区间震荡，暂时大幅下行空间较小。
 - 工业金属：铜，锌需求端较弱并且进入产能扩张周期，预计价格可能中枢下行。
 - 黄金：黄金往往在衰退时期表现较强。基于美联储加息节奏放缓-停止加息-开始降息，预计金价有望将持续上行。
 - 而对于国内定价的品种，以电解铝为例，2023年投产复产存在压力，未来缺乏新增供给，随着国内经济复苏，电解铝向上存在一定的弹性。

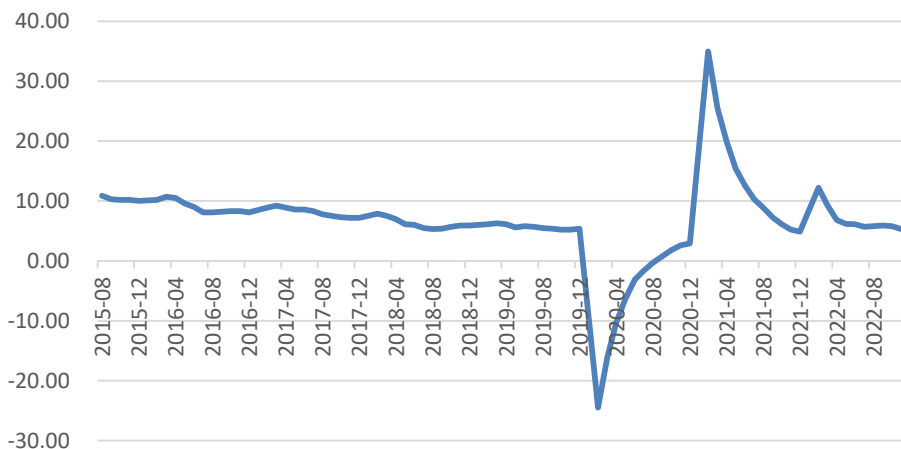


2. 国内宏观经济分析

2.1、基建投资凸显韧性，高技术产业投资保持高增速

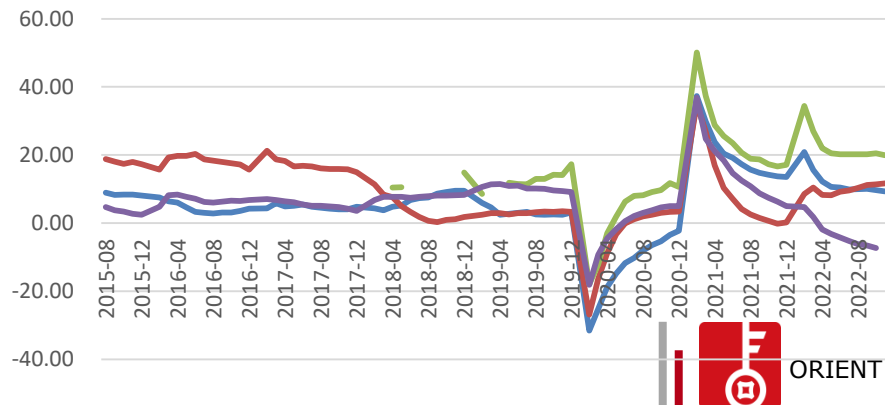
- 截至11月，全国固定资产投资同比+5.3%，增速略有放缓。具体看，三大投资中只有基建投资较强劲，在年底仍然延续了向好趋势。2022年1-11月，基础设施投资同比增速8.9%，增速连续6个月超过整体固定资产投资。一方面来自低基数，另一方面来自于地方积极推进基建有关。新增专项债规模超过4万亿，创下历史新高。
- 全国房地产开发投资继续下行，1-11月数据同比下降9.8%，受到本身行业下行，需求走弱以及疫情的影响，拿地和新开工降幅继续扩大。随着“金融16条”“三支箭”等融资支撑政策的落地，一定程度上修复了房企的资金压力。向后看，在房地产支持政策进一步推进下，需求端和市场信心有望迎来修复，房地产市场有望企稳。
- 制造业投资同比增长9.3%，环比小幅走弱。受疫情冲击，地产下行叠加外需走弱影响，制造业投资表现一般，但结构上看，受产业升级刺激，高新技术产业投资延续个高增速，1-11月同比增长19.9%，医疗仪器设备，电子通信设备等投资均有20%以上增幅。

固定资产投资完成额:累计同比



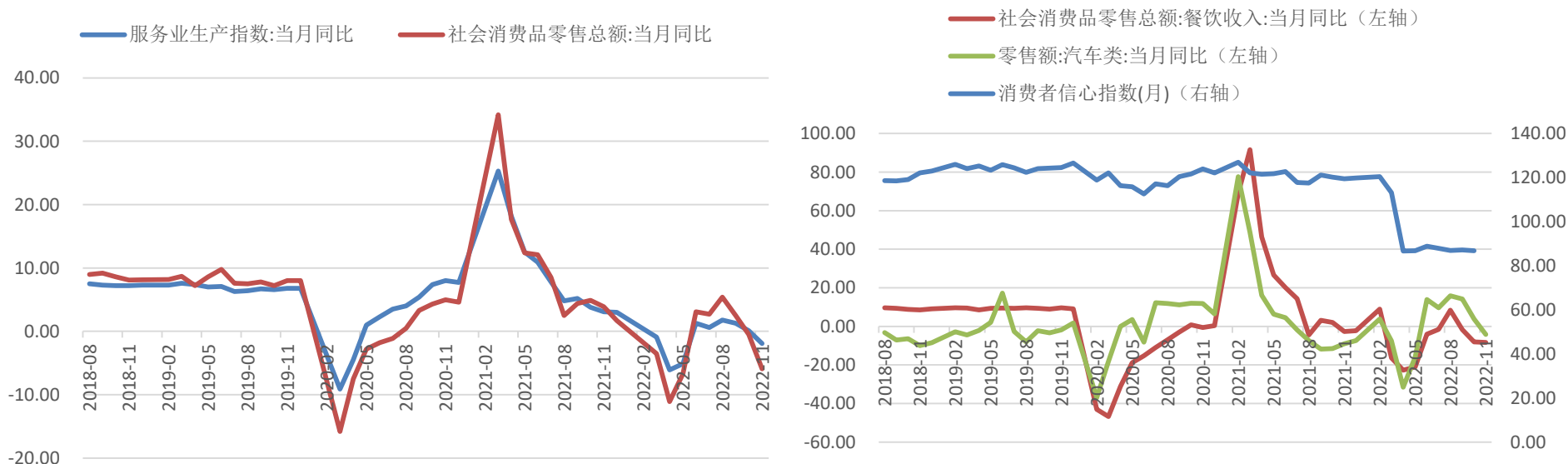
固定资产投资完成额:制造业:累计同比

固定资产投资完成额:基础设施建设投资:累计同比



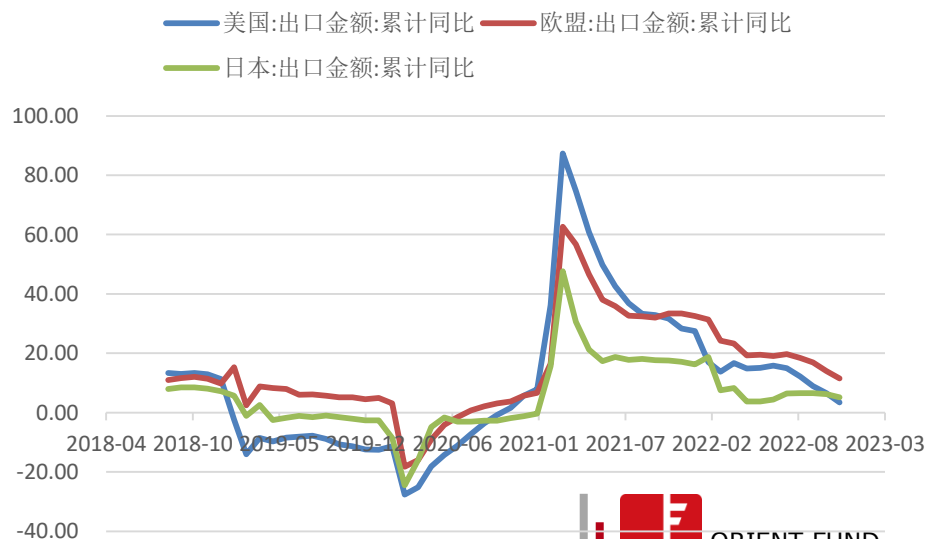
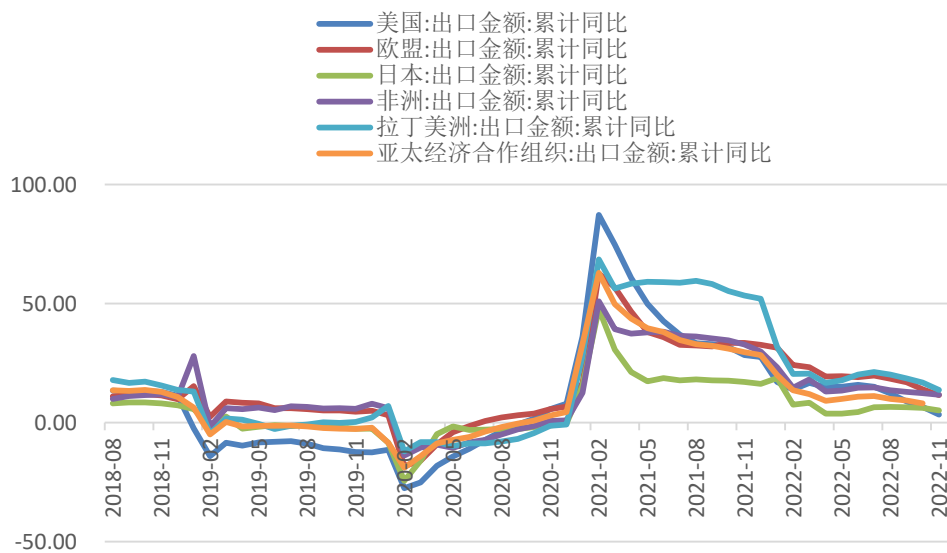
2.2、受地产和疫情影响，消费持续低迷

- 2022年全年消费持续低迷。1-11月，社会消费品零售总额同比下降0.1%，环比1-10月份回落0.7个百分点。按消费类型分，商品零售同比小幅增长0.5%。餐饮收入同比下降5.4%，疫情反复对餐饮行业造成的冲击尤为明显。另外，实物商品网上零售表现较为一般，购物节的拉动作用较往年相比也不明显。
- 受地产下行，疫情反复冲击，消费市场全年承压明显，市场小幅降幅继续扩大。但展望2023年，随着防疫政策不断优化，预计居民消费需求将逐步迎来改善，购物方式网络化趋势会进一步强化，叠加未来出入境政策的松动，此前受冲击较大的出行消费，餐饮消费有望迎来修复。



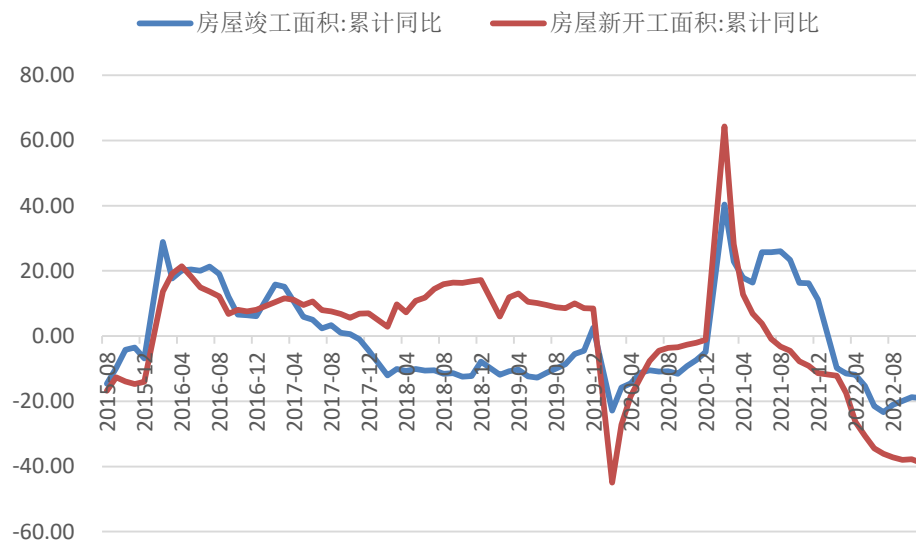
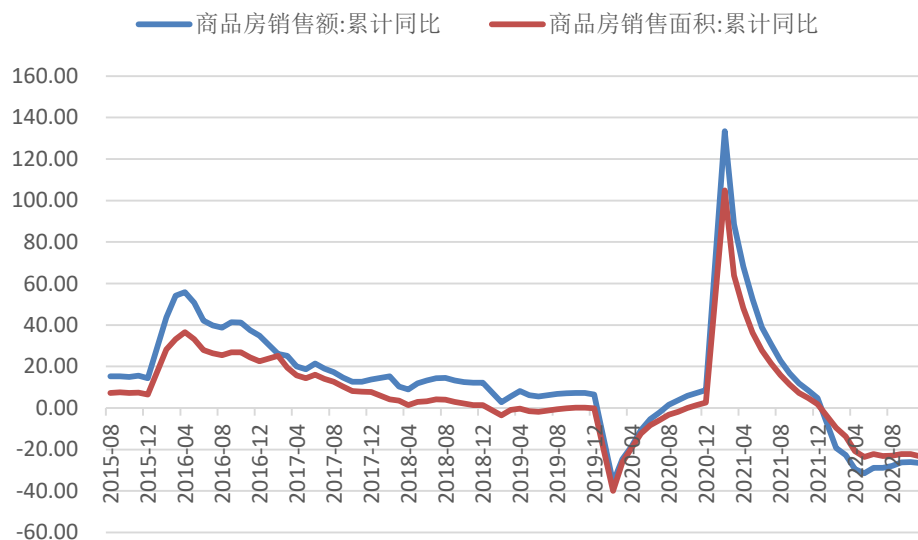
2.3、海外需求走弱，出口数据承压明显

- 基于我国过去疫情防控效果较好，供应链和货运物流受影响相对较小，我国上半年出口保持了高增速达到13.5%，但随海外需求的走弱，我国出口在下半年开始拐头加速向下。对主要贸易国出口以及重点产品出口呈现普遍回落趋势。以美国、日本、欧盟为代表的发达经济体需求快速走弱，对我国生产性产品及消费品出口产生影响。目前以上几个国家制造业PMI均跌破荣枯线，对我国高耗能金属制品需求开始有所减弱。进而带动东盟国家对我国原材料，中间品的进口需求也可能减少。
- 进口回落也呈现加速趋势。分产品看，电子产品，机电产品，能源相关产品进口均回落明显。整体来看，海外主要经济体或进一步走向衰退而加快全球贸易活动收缩，预计2023年进出口将承压明显。



2.4、房地产政策值得期待

- 回顾2022年房地产行业基本面，4-5月地产销售面积大幅下滑-39%，-31.8%，其中受到区域疫情对渠道和销售环境的约束。随疫情得到控制，6月降幅有所回升，7-8月再次下滑至-30%左右，9月之后持续在低位波动，至今尚未出现趋势性好转。
- 前期政策刺激效果一般主要是由于地产信用和销售处于负向循环汇总，随着“三支箭”到“十六条”的落地，纾困政策从需求端向供给端转变，最新一轮供给端政策是金融+政策组合刺激，随着融资支持“真金白银”落地，预计房地产行业短期企稳的概率进一步增加。



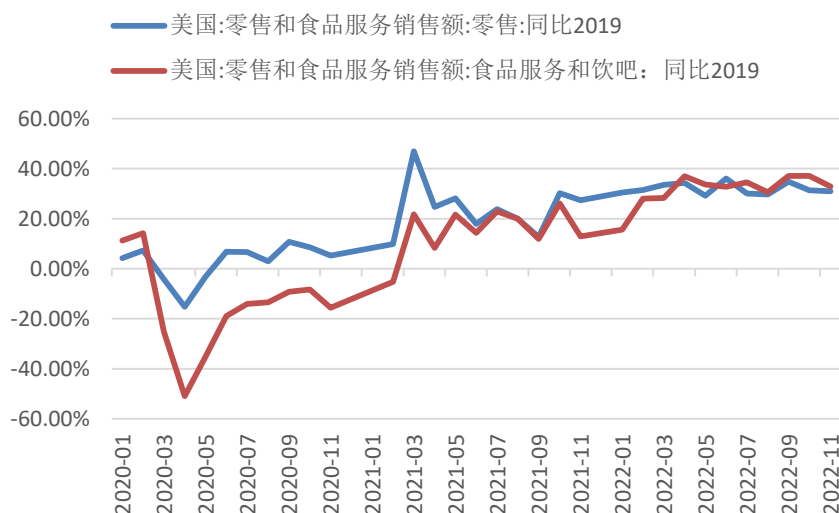
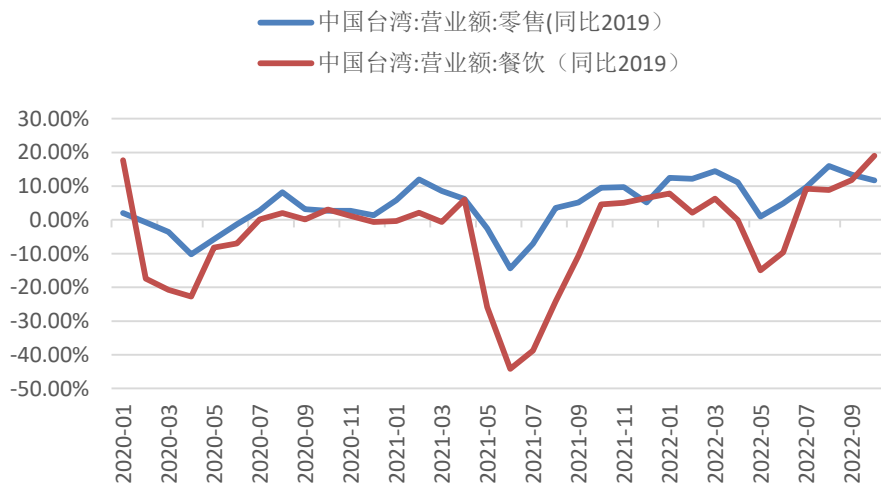
2.5、房地产政策梳理

- 2023年预计房地产政策将兼顾“融资端供给侧+需求侧”双向发力。11月金融支持地产政策集中出台，突出强调做好“保交楼”金融服务，鼓励信托支持房地产合理融资需求（自2020年以来对房地产信托严监管首次明确转向），标志着地产纾困政策由保项目向保优质企业转变。
- 房地产的最终扭转需看到销售端数据企稳，预计2023年需求侧的政策有望持续落地，后续强二线，一线城市可能会将限售限贷，认房认贷政策作为主要调整方向。

2022年房地产政策梳理		
一、	1月3日	保障性租赁住房有关贷款不纳入房地产贷款集中度管理
	3月24日	优化对保障性租赁住房的金融支持
	4月18日	合理确定个人住房贷款的最低首付款比例、最低贷款利率要求
二、中央首次 带头稳地产	5月15日	贷款购买普通自住住房的居民家庭，首套房贷款利率下限调整为LPR减20基点
	5月20日	单边下调5年期LPR15个基点
	5月25日	支持各地从当地实际出发完善房地产政策，支持刚性和改善性住房需求
	7月29日	用足用好政策工具箱，压实地方政府责任，保交楼，稳民生
三、保销售政 策加力	8月22日	再次下调5年期LPR15基点
	8月31日	出台2000亿保交楼专向借款
	9月29日	允许部分城市阶段性放宽首套住房商业性个人住房贷款利率下限
	9月30日	下调首套个人住房公积金贷款利率；支持居民换购住房并对符合条件的予以退税优惠
四、金融支持 地产发力	11月8日	银行间市场交易商协会推进并扩大民营企业债券融资支持工具
	11月9日	推动民营企业债券融资支持工具，加大对民营企业增信服务力度
	11月13日	金融十六条措施支持房地产市场平稳健康发展
	11月14日	房地产企业可向商业银行申请出具包含置换监管额度内资金

2.6、防疫政策持续优化

- 2022年虽然病毒致死率进一步下降，但传播速度明显加快，年内重点城市多次受到疫情的大面积冲击，对消费和出行造成了严重影响。随着防疫政策不断优化，病毒毒性逐步减弱，国内方面防疫政策也迎来了重大转向，取消全民核酸后短时间内感染人数急速上升，对于消费端会造成脉冲式的冲击，但短期冲击之后会迎来快速修复，预计出入境恢复会进一步驱动消费端提升。
- 参考海外主要经济体陆续经历了严防-共存阶段，从结果来看，境内“放开”之后，在经历2-3个月的混乱期之后，消费端都迎来了缓慢逐步修复的上行趋势。在2023年稳增长促消费的政策带动下，前期被压制的消费需求大概率会逐步释放。



2.7、流动性展望

海外：

- 根据当前美国通胀数据基本确立拐点向下，美联储在12月份议息会议加息50bp落地，虽然加息进程仍未结束，但趋势性放缓是大概率事件。但仍然要继续关注美国通胀在高位水平震荡时长，如果通胀粘性超预期，预计2023年出现降息的可能性较小。

国内：

- 财政政策：《中央经济工作会议》强调“积极的财政政策要加力提效，保持必要的财政支出强度，优化组合赤字、专项债、贴息等工具，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。要加大中央对地方的转移支付力度，推动财力下沉，做好基层“三保”工作。”在2023年财政政策仍然会相较2022年继续发力。
- 货币政策：在面对全球流动性收紧，货币贬值的压力下，我国货币政策主动性较弱，但整体仍然保持了相对宽松的货币政策环境。展望2023年，外围流动性收紧压力减弱，我国货币政策调整主动性进一步增强，上半年是重要的调整窗口，预计2023年市场流动性将好于2022年。

2.8、总结

- 海外-海外流动性收紧节奏开始趋势性放缓，但贯穿全年的激进加息周期虽然一定程度上缓解了高通胀问题，但随之带来的也包括了经济衰退风险。面对2023年全球经济走弱的担忧，出口端持续走弱的压力进一步加大。
- 国内-中国经济在2023年不仅面临外需走弱，出口下行的冲击，同时国内方面还要经受消费恢复疲软，地产周期未见企稳的考验。
- 投资：2023年预计基建投资以及高新技术制造业有望保持较高增速，房地产投资以及传统制造业投资相对一般。
- 消费：三年疫情使得居民收入预期发生改变叠加地产行业持续下行，居民消费端完全恢复需要一定时间。
- 出口：在外需走弱的背景下，出口端下行压力加大。

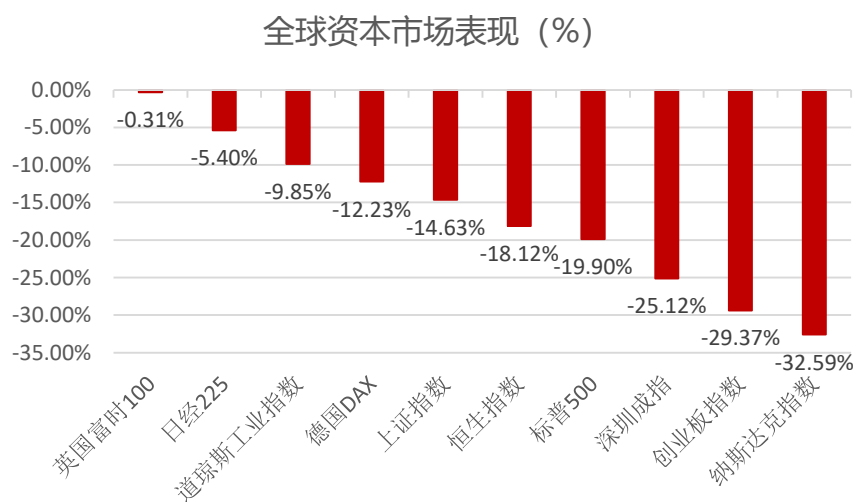
当前经济矛盾：地产持续下行，居民消费修复乏力

- **“全国经济工作会议”也多次提到当前对于国内经济，稳增长扩内需是重中之重，而其抓手也是来自于当前经济的两个矛盾点。**

3. 权益市场回顾与展望

3.1、2022全球资本市场回顾-全球金融市场受损

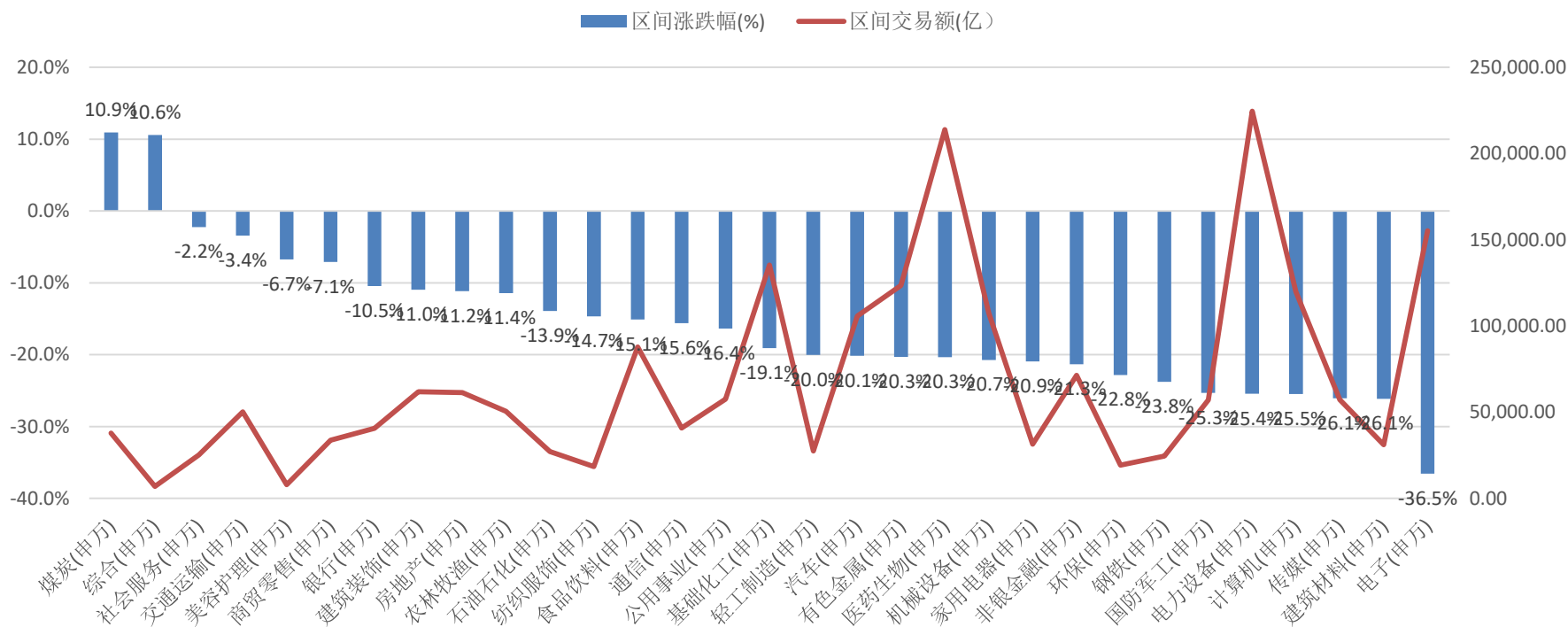
- 从全球范围来看，受海外高通胀+流动性紧缩影响，2022年全球主要指数均呈现不同程度下跌，英国富时100，日经指数相对抗跌；纳斯达克指数，创业板指数，标普500均有较大幅度跌幅。
- 全年A股市场表现主要分为三个阶段
 - （1-4月）受海外负面因素+国内多地疫情再次冲击因素影响，上证指数深度调整至2863；
 - （5-11月）5-7月随疫情得到控制，复工复产有序推进，市场全面反弹至3200，随后又开启震荡下行阶段，进入冬季疫情再次席卷多个主要城市，市场二次探底至2885；
 - （11月至今）随着防疫政策不断持续优化+地产刺激政策陆续出台，市场信心有所恢复，市场随即迎来上涨。



3.2、2022A股市场回顾-市场整体下行

- 从全年维度来看，A股整体震荡下行，31个申万二级行业中仅有煤炭，综合板块取得正收益，其余行业均有不同程度跌幅。具体看，交运，社服，银行，房地产，商贸零售等板块跌幅相对较小；电子，传媒，国防军工，计算机等板块跌幅相对较大，跌幅高达20%+。

2022年申万二级行业表现（数据截至12.30）



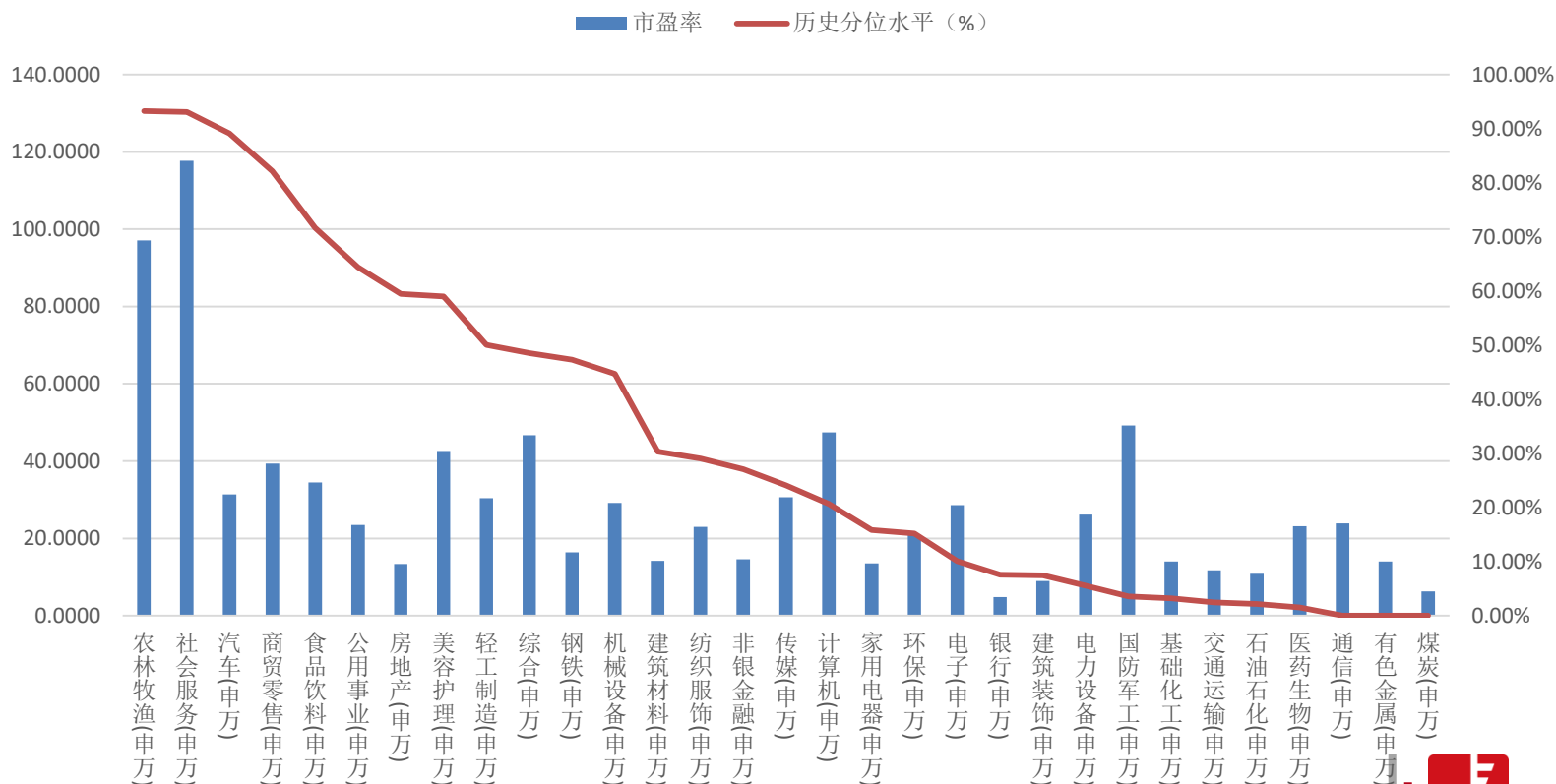
3.3、A股整体估值

- 展望2023年，全球经济走向衰退信号明确，中国经济将迎来缓慢修复，A股市场在全球资产仍具备性价比。
- 上证指数经历了2022年震荡下行后，当前整体市盈率水平为12.19（数据截至12.22），处于中位数（13.6）与-1X标准差（11.17）之间较低位置，从A股过去10年历史中枢来看，当前A股整体估值仍处于历史较低位置，配置性价比较高。



3.4、行业估值水平

- 行业层面，A股大部分行业目前估值或处于底部，而农林牧渔，社服等板块当前估值处于相对高位；而煤炭，有色金属，交通运输，基础化工，医药生物，通信板块处于近五年估值历史分位数的底部。
- 整体上看，经历了2022年全年的震荡下行，A股大部分行业估值目前或是一个相对安全的位置。



ORIENT FUND

3.5、2023年配置策略

从宏观经济层面来看，2023年注定是充满挑战的一年，海外主要经济体走向衰退的概率逐步加大，在全球化的大背景下，中国经济自然难以独善其身；国内方面，受地产下行和疫情冲击，居民收入预期和消费意愿短期难以扭转。根据近期经济会议和政府工作报告反复强调“化风险扩内需”是今年经济工作的核心，我们认为2023年政策主要发力点可能会从以下几个方向出发：

1. 稳预期阶段-房地产有望地位抬升，预计后续需求端政策有望进一步发力。
2. 经济复苏明确-扩内需和促销费，随着防疫政策不断优化以及消费场景的恢复，大消费板块会有望迎来改善。
3. 景气投资-“安全自主”方向，近期数字经济利好政策密集落地，产业升级政策有望进一步驱动高景气赛道板块。

同时我们认为2023年港股市场也存在较大机会，港股市场直接受益于盈利端和流动性两方面改善，2023年有望迎来beta行情。

4. 行业配置策略

4.1、主线1：房地产地地位有望抬升，预计后续需求端政策会进一步发力

在经历了几年持续下行的背景下，房地产销售端数据仍延续低迷，从新开工面积，开发投资等数据来看，2023年或仍然是相对疲软的一年。2022年政策端在房地产行业供给侧密集出台刺激政策一定程度上缓解了“断供断贷”等民生问题的持续发酵，但行业需求端仍然承压。

展望2023年，预计需求端刺激政策加速推进落地，我们看好行业内高信用房企迎来进攻机会。而对于地产链上的行业同样也会受益于房企改善而迎来估值修复。

关注建议：

1. 地产开发：关注需求端政策刺激进而销售端企稳，直接受益的高信用房企。
2. 金融：受益于地产回暖而资产质量改善逻辑而有望实现估值修复。
3. 家电：同样受益于地产回暖而带来的估值修复行情，但由于是后周期品种，节奏上可能会略滞后。



4.2、主线2-疫后消费恢复

随着防疫政策不断优化，放开方向逐步确定，虽然短期春节期间部分地区处于感染高峰仍然承压，但中长期维度环比改善方向确定。国内疫情形势趋势向好，大消费板块至暗时刻或已过，前景明朗。

行业建议关注以下方向：

1. 白酒：行业调整尾声，随着场景恢复，经济预期转向乐观，升级趋势明确。
2. 酒店：疫情期间单体酒店供给出清幅度大，行业进入壁垒较高，连锁酒店龙头市占率显著提升，疫后复苏有望迎来量价齐升。
3. 免税：收益政策红利和消费回流，长期发展空间大。机场疫后业绩复苏和议价权恢复具有相对确定性，出入境放开后国际客流恢复确定性较强，机场免税销售额也有望随之恢复，机场有望迎来业绩和估值修复。



4.3、主线3-产业升级政策驱动

经济工作会议将“加快建设现代化产业体系”列为工作重点之一，并将着力点放在产业安全发展和科技自立自强，新能源，人工智能，数字经济等领域成为重点。我们认为未来很长一段时间内，以上高景气度高成长行业在产业政策的持续催化下，中长期价值仍然明显。

建议关注以下重点方向：

1. 信创：信息安全和国际贸易环境的不确定性催生了强烈的国产替代需求，信创政策持续催化下，国产软件系统加速替代，我国关系型数据库高速发展，未来有机会在信创领域取得全球领先地位的可能。
2. 风电：从已观测到的招标、规划项目来看，从2023年开始，海风实际装机量将重回高速增长，叠加产业链降本，双碳目标和沿海城市用电诉求三个方面看，各省远期规划落地的置信度可以给予很高预期。
3. 储能：从强配地区的执行力度和市场化地区规划收益模式的收益率预期两个驱动力看2023年，都有望进一步驱动储能景气度的兑现。
4. 国防军工：航空航天在国产飞机订单催化下，有望带动全产业链延续较高景气度。



4.4、主线4-港股机会挖掘

港股的两个驱动力分别是盈利和流动性，经历了2022年盈利下行以及海外流动性收紧，港股市场调整明显。根据Wind数据显示，截至12.23收盘，恒生指数全年跌幅-16%，恒生科技指数全年跌幅-27%。

展望2023年，受基数效应和防疫政策的逐步优化，预计盈利端会进一步改善；同时受到海外流动性收紧放缓，港股估值也有望进一步抬升。所以我们认为2023年港股市场机会大于风险。

关注方向：

1. 关注股价弹性大并且受益于国内经济复苏的互联网行业；（ β 层面，港股流动性进一步好转，中概股退市风险进一步消退，国内疫情和地产政策优化对中国经济修复预期好转，叠加2022年监管对互联网“政策底”的不断强化，2023年有望吸引更多境内外长线资金流入，预计2023年平台企业有望迎来业绩提振，尤其关注受疫情影响较大的电商，本地生活，广告等）。
2. 政策支持下的房地产底部改善。
3. 防疫政策优化带来的消费行业。



5、风险因素

- 全球经济衰退超预期
- 地缘政治冲突升级
- 其他

免责条款



东方基金管理股份有限公司（下称“东方基金”）是经中国证券监督管理委员会批准依法设立的公募基金管理公司，具备公募基金管理人资格。

本报告并非基金宣传推介材料，仅供投资者参考，不构成任何投资建议或承诺。

本报告是基于投资者被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

基金管理人提醒投资人基金投资的“买者自负”原则，在做出投资决策后，基金运作状况与基金净值变化引致的投资风险，由投资人自行承担。

本报告所载资料来源均为已公开资料，东方基金对这些资料的准确性和完整性不做任何保证，且东方基金不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。

东方基金可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员、基金经理的不同观点、见解及分析方法，并不代表东方基金或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员、基金经理于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告版权归东方基金所有，未经东方基金事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊发、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。





Thanks!