



招商基金 2023 年 年度投资策略报告



长期 | 价值 | 责任

目 录

1	宏观经济环境	2
1.1	海外市场	2
1.2	国内市场	3
2	大类资产观点	7
2.1	A 股市场	7
2.2	债券市场	8
2.3	港股市场	10
2.4	美股市场	11
2.5	原油市场	12
2.6	黄金市场	13
2.7	汇率市场	14
3	股债投资策略	15
3.1	A 股投资策略	15
3.2	港股投资策略	19
3.3	债券投资策略	20
4	大类资产配置策略	21

招商基金 2023 年年度投资策略报告

1 宏观经济环境

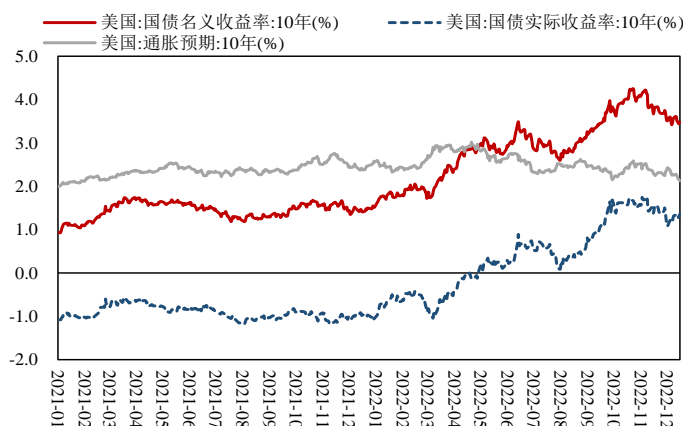
1.1 海外市场

2022 年美股回顾：高通胀引发流动性收紧，年内主要股指普跌。（1）2022 年 3 月起，美国进入一轮新的加息周期，于 3 月和 5 月分别加息 25bp、50bp，6 月~11 月加息 4 次，均为 75bp。12 月 15 日，美联储加息 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，年内累计加息 7 次，而受消费端需求的影响，美国商业银行加速信贷扩张。

（2）11 月美国核心 CPI 同比上升 6.0%，较前值 6.3%有所回落；CPI 同比上升 7.1%，同样低于前值 7.7%，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。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 自三季度以来下行明显，11 月已降至 47.6，低于枯荣线，美国经济存在衰退的可能。从指数表现上来看，截至 12 月 16 日，2022 年美国三大股指收益均为负，道琼斯工业指数年内下跌 9.41%；标普 500 和纳斯达克指数分别下跌 19.17%与 31.57%。

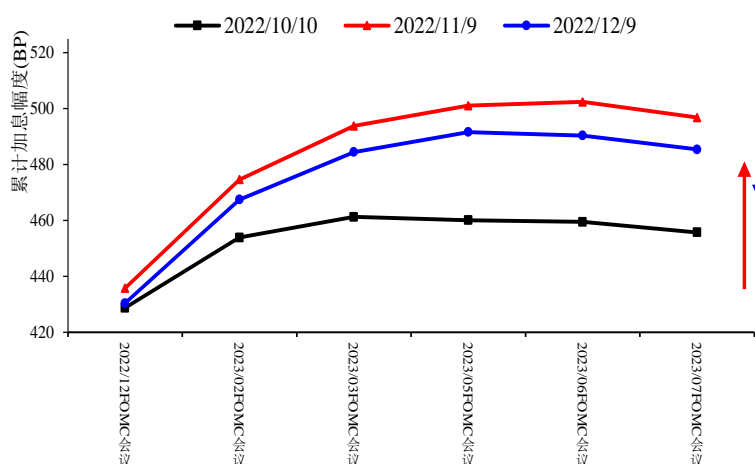
2023 年海外宏观经济展望：（1）我们预计美联储加息周期或将于 2023 年一季度结束，但此后利率仍将维持在高位，货币政策保持紧缩。高利率水平将冲击消费端，高利率带来的消费信贷利率的提高以及资产的贬值使得居民资产负债持续恶化，消费信贷将进一步萎缩；（2）美国商品 CPI 同比增速已触顶后下行，但服务 CPI 同比增速仍位于相对高位，且目前看来短期内不会迅速下降，未来经济下行后这种情况或将有所改善。因此，尽管 2022 年 10 月以来通胀超预期下跌，但 2022 年 12 月 15 日鲍威尔表明，在证明通胀已进入下行区间的更多证据显现之前，美联储将保持高利率；（3）受疫情等多方面因素的影响，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）美债利率预计或将于 2023 年一季度见顶，持续时间更长、力度更大的超预期加息将导致更高的经济衰退风险，因此美债利率继续上行的空间不大，且随着经济下行，利率有望回落，故分母端不再是 2023 年上半年美股的主要风险来源。相反地，我们认为美股在 2023 年上半年的主要风险是基本面恶化导致的分子端下行。11 月美国制造业 PMI 创下新低，在公司盈利整体下行的预期下，EPS 存在进一步下调空间。下半年随着通胀回落，利率进入下行通道后，美股逻辑或将从分子端转向分母端。

图：2022 年 3 月以来美债利率上行



数据来源：Bloomberg，招商基金

图：美元加息进入后半程



数据来源：Bloomberg，招商基金

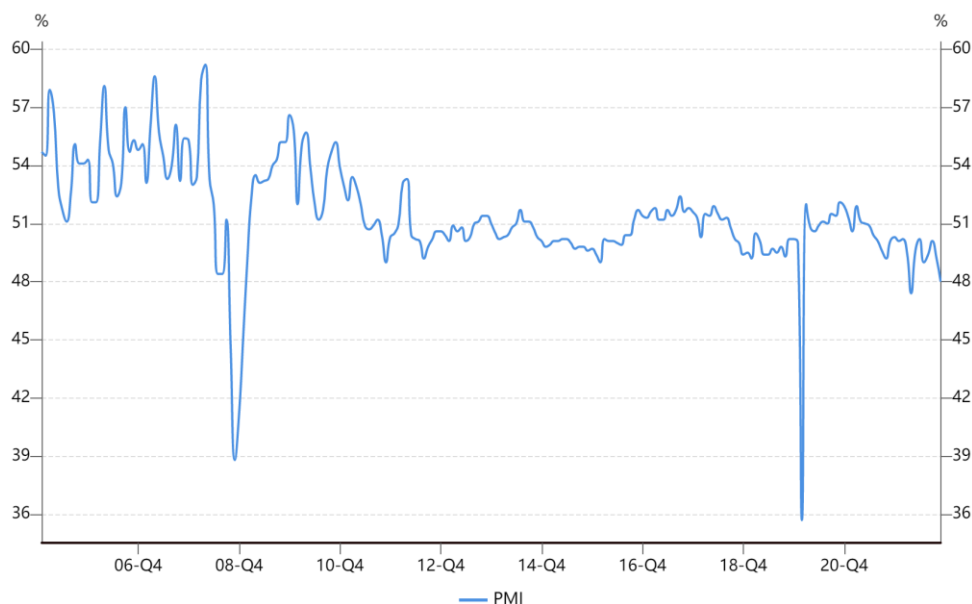
1.2 国内市场

国内：2022 年经济整体处于弱势周期，预计 2023 年上半年弱势还将持续，2023 年下半年或将有所好转。

经济整体弱势，流动性充裕。

2022 年制造业 PMI 整体维持弱势震荡格局，11 月 PMI 录得 48。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。疫情以来，国内出口数据相对较强，但近几个月由于海外经济的下滑，下行较为明显。总体来看，**整个 2022 年经济均处在弱势周期中，考虑到疫情放开后对各地经济的冲击，预计 2023 年上半年经济弱势格局还将持续，2023 年下半年或将有所好转。**

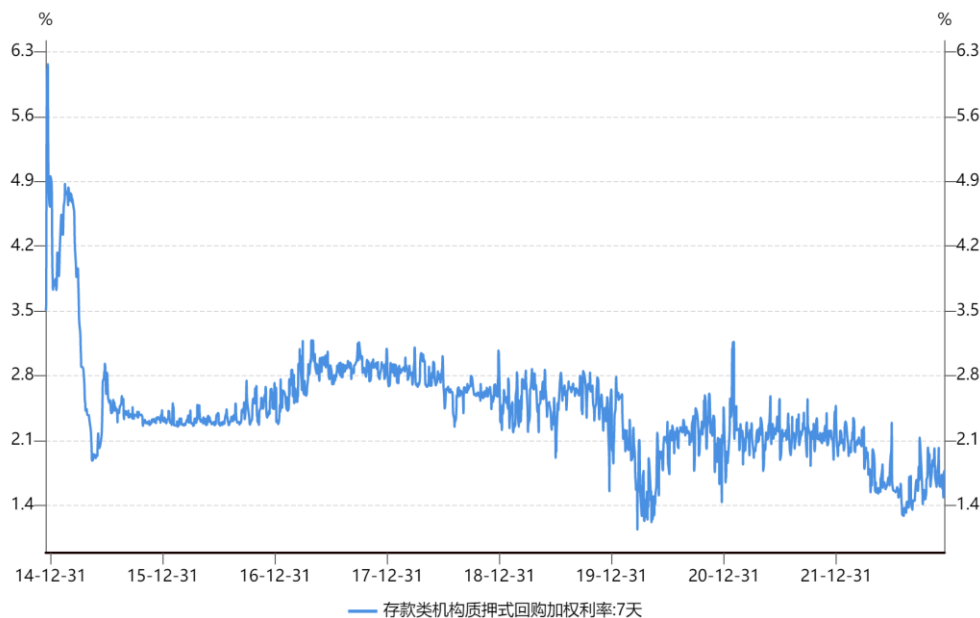
图：2022 年 PMI 整体维持弱势震荡格局



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，有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。考虑到疫情放开后，政府将全力发展经济，预计 2023 年 DR007 还将维持在充裕范围内。

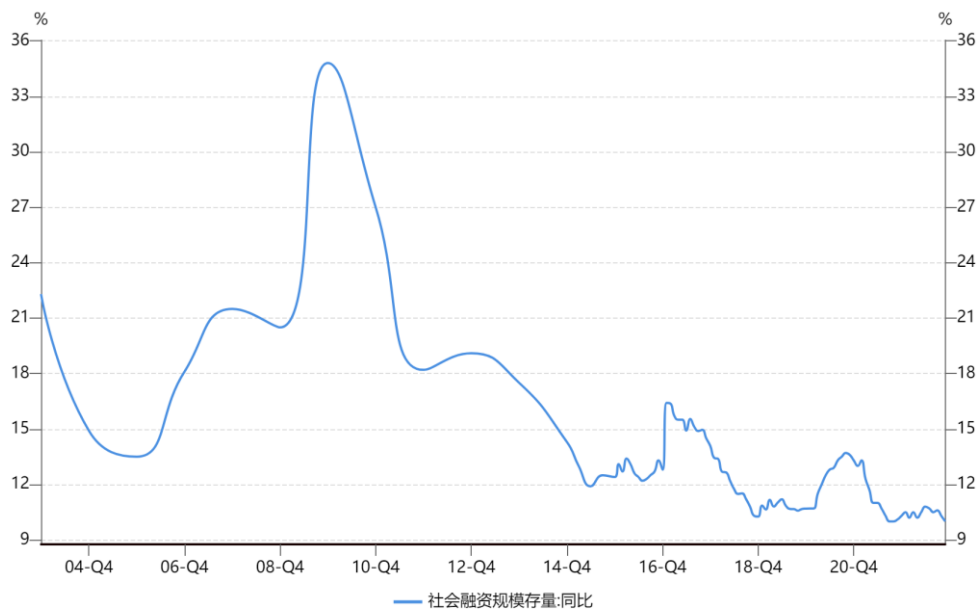
图：2022 年 DR007 整体维持在充裕范围



数据来源：Wind，招商基金

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，11 月份社融存量同比增加 10%，创了年内新低。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，10 月份录得数据 12.94%，接近年内高点。

图：社融存量同样全年维持弱势震荡格局



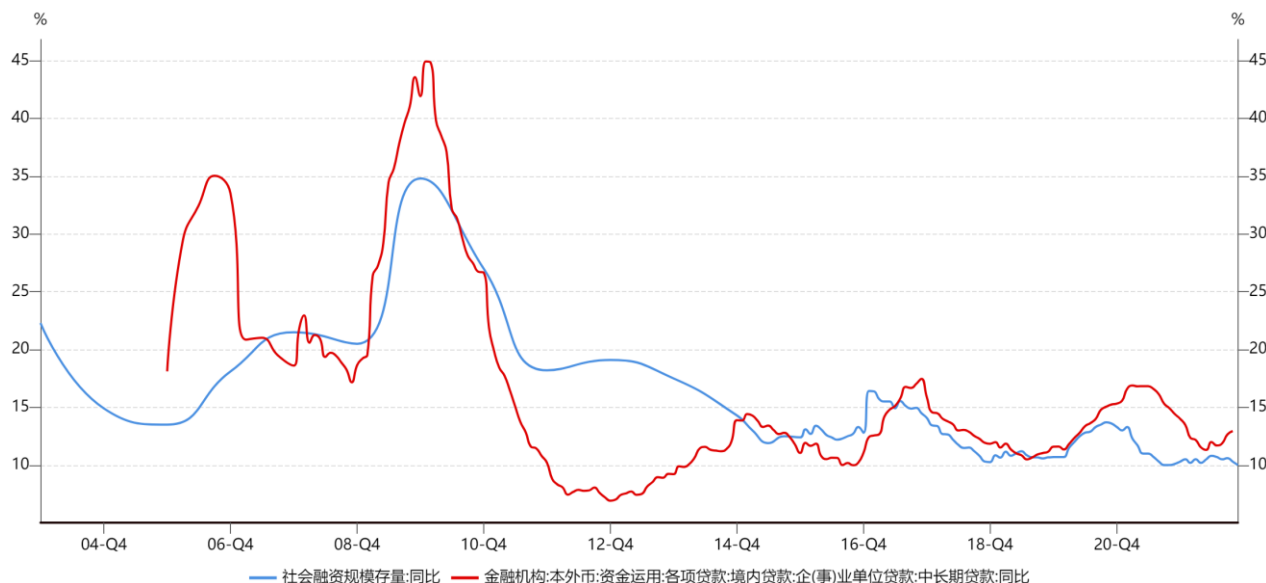
数据来源：Wind，招商基金

图：社融存量 2 年 CAGR 整体呈现下滑态势

指标名称	社会融资规模存量：同比	社融存量 2 年 CAGR
2021 年 1 月	13	11.84
2021 年 2 月	13.3	11.99
2021 年 3 月	12.3	11.90
2021 年 4 月	11.7	11.85
2021 年 5 月	11	11.75
2021 年 6 月	11	11.90
2021 年 7 月	10.7	11.79
2021 年 8 月	10.3	11.79
2021 年 9 月	10	11.74
2021 年 10 月	10	11.83
2021 年 11 月	10.1	11.84
2021 年 12 月	10.3	11.79
2022 年 1 月	10.5	11.74
2022 年 2 月	10.2	11.74
2022 年 3 月	10.5	11.40
2022 年 4 月	10.2	10.95
2022 年 5 月	10.5	10.75
2022 年 6 月	10.8	10.90
2022 年 7 月	10.7	10.70
2022 年 8 月	10.5	10.40
2022 年 9 月	10.6	10.30
2022 年 10 月	10.3	10.15
2022 年 11 月	10	10.05

数据来源: Wind, 招商基金, 单位: %

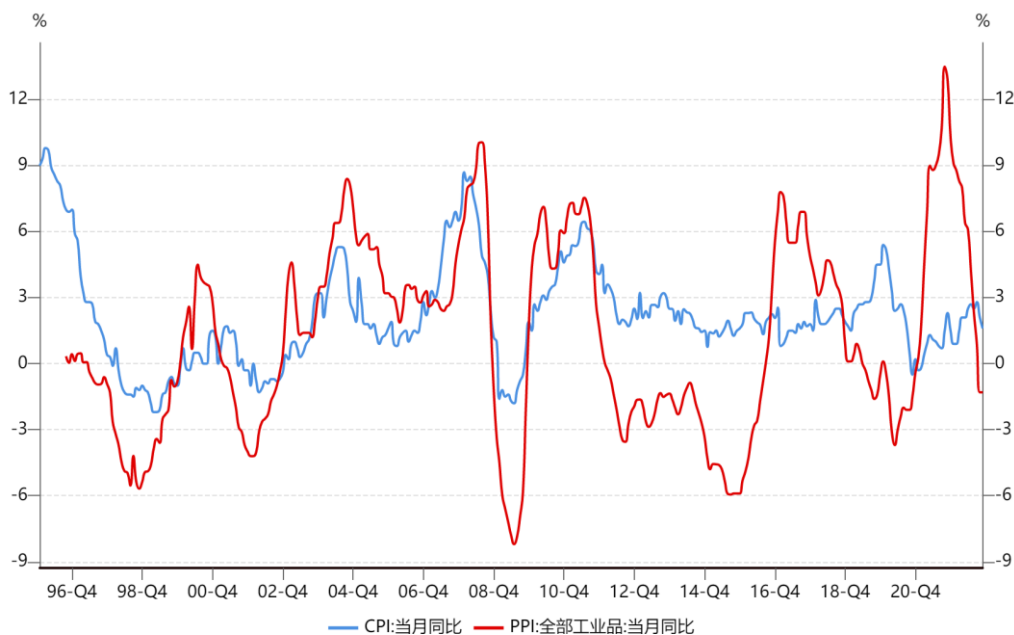
图: 企业中长期贷款全年呈现 U 字形



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, 最新一期录得数据-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, 我们认为未来半年 PPI 或还将继续回落。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

2 大类资产观点

2.1 A 股市场

2022 年 A 股回顾：指数走势跌宕起伏，国内经济动能模糊叠加海外“黑天鹅”事件，导致盈利预期与风险偏好下修。2022 年疫情反复与海外变局打击了投资者的经济预期和风险偏好，具体来看：

（1）1 月至 2 月：“水往低处流”，“稳增长”预期下价值回归；

（2）3 月至 4 月：海外俄乌冲突，多国先后开启对俄制裁，金属价格大幅上涨，3 月起美联储开启新一轮加息周期，全球大类资产受挫，国内局部疫情爆发压制风险偏好，市场整体下行，上证指数年内首次失守 2900 点；

（3）5 月至 6 月：经济预期上修打开指数上行空间，风险偏好走向两端，成长股大幅反弹，价值股继续磨底；

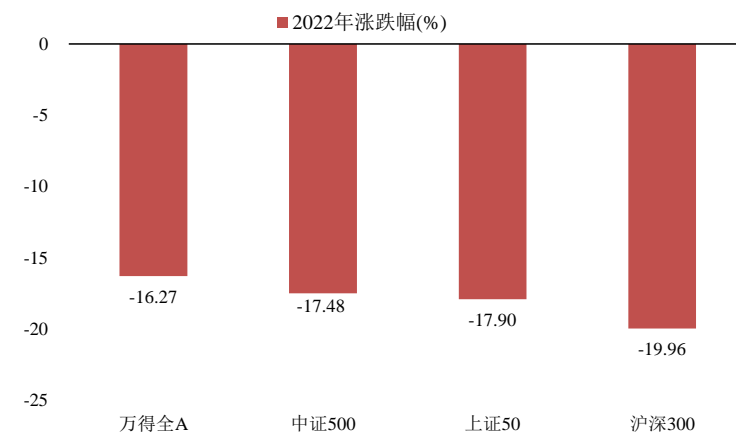
（4）7 月至 10 月：地产风险事件、各地疫情反复、美联储超预期加息，内外部风险加剧致使市场二次探底；

（5）10 月至 11 月：10 月底上证指数年内二次失守 2900 点，风险定价逐步充分，市场围绕主题投资打“游击战”；

（6）11 月至今：房地产信贷、债券、股权政策“三箭齐发”，地产板块及相关产业链回暖，疫情防控政策预期出现转折，市场底部逐渐清晰。

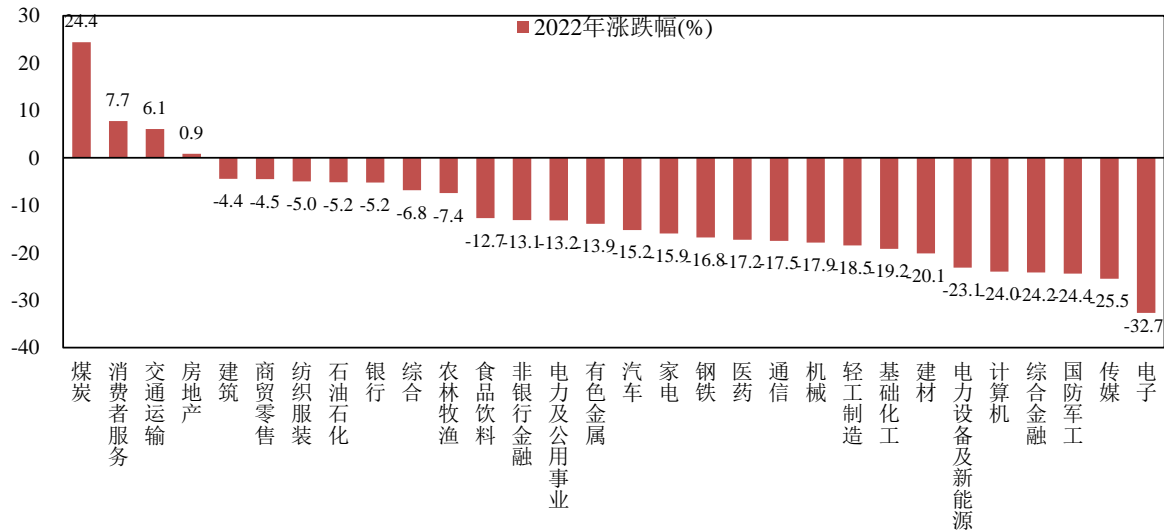
2023 年 A 股展望：经济修复周期的起点。随着地产政策的调整与投资正常化，疫情防控的放松与潜在消费动能的恢复，表明政策态度向经济增长倾斜。疫情三年后，中国经济来到了休养生息、扩张内需的阶段，正站在一轮新的复苏周期和信用扩张的起点。从投资和企业去库存行为的角度看，一轮上行的周期往往将持续 6 个季度左右。与此同时，A 股估值与信用、利润结构高度相关，有望受益。

图：2022 年主要股指涨跌幅（%）



数据来源：Wind，招商基金

图：2022 年行业涨跌幅（%）



数据来源：Wind，招商基金。过往情况不代表未来表现。

2.2 债券市场

2022 年债券市场回顾：2022 年 1-12 月（截至 2022 年 12 月 16 日），债券市场走势为先走强后快速调整，全年看整体呈调整态势。10 年期国债收益率全年约在 2.6%-2.9% 区间，波动区间仅为 30bp。2022 年上半年，在 1 月央行降息 10bp、3 月降准降息预期落空+宏观数据好转、4 月上海疫情+降准 0.25% 等多因素影响下，10 年期国债收益率呈现窄幅震荡，但由于流动性稳定宽松，居民资产配置风险偏好走低，理财产品和短债类基金规模增长较快，信用利差大幅压低，信用品种走出了较好的行情。三季度后，8 月央行降息 10bp，超出市场预期，10 年期国债收益率快速下行至 2.6% 以下，超长品种利率债收益率下行较为明显。四季度开始，回购利率和存单利率持续走高，11 月疫情防控政策和地产政策持续放松，债市开始快速调整，债券类产品净值回撤引发赎回，进一步导致债市负反馈，10 年期国债收益率最高上行 30bp 至 2.9% 以上。

信用债：全年信用收益率呈现先震荡下行后快速上行走势。年初央行降息，收益率略有下降，2 月初地产风险持续暴露引发债市进一步担忧，信用利差略有走阔；4 月以来银行间流动性维持平稳偏松，供需失衡下的资产荒成为信用债市场的突出特点，除民企地产债之外，各行业利差均出现极致压缩，分位数均降至历史较低水平；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：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。具体可以分为三个阶段。第一阶段为 1 月至 4 月，在国内经济下行压力加大、上海疫情阶段性加剧以及国外俄乌冲突以及美联储加息超预期等多重不利因素下，企业盈利增速和上市公司估值遭到“双杀”，A 股市场大幅回调。转债在 2 月中旬之前表现出较强的抗跌性，但在 2 月中旬后随着转股溢价率的快速压缩呈现出较大跌幅。第

二阶段为4月底至8月中旬，随着疫情逐步缓解、供给端不断修复、稳经济政策释放托底市场信号，同时外部环境压力也阶段性放缓，成长板块率先大幅反弹，随后行情进一步扩散至消费、金融板块。其间，转债市场在平价和转股溢价率的双重提升下迎来快速反弹。第三阶段为8月下旬至年末，转债市场再次回落。其中8月下旬至10月主要由于地产销售持续低迷、防疫政策边际转紧以及人民币贬值压力背景下股市承压所致；11月主要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，此时转债市场和股票市场出现明显背离。截止到12月16日，2022年万得全A指数下跌16.27%，中证转债指数下跌9.16%，全市场偏股型、平衡型和偏债型转股溢价率均值分别9.51%、18.35%、58.48%，较年初分别下降4.05、3.33、上升0.89个百分点。

2023 年债券市场展望：自疫情防控二十条和一系列地产放松政策颁布后，国债收益率逐渐走高，市场逐渐进入政策优化后的经济企稳预期。随着防疫优化稳步推进，国债收益率的未来上行幅度取决于疫情影响程度和经济恢复程度。展望2023年，债市运行预计仍是一个收益率中枢上移的过程。

(1) 由于2022年GDP增速基数较低，2023年GDP增速有较大可能实现较高的经济增速（高于6%），但我们认为2023年GDP增速也要从2022-2023两年增速来统筹看待。在新冠疫情前的2019年及2020年底成功防疫期间，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反弹的最高点位，预计也将在3.1-3.3%的区间水平。

(2) 2023年将是观测“强预期”能否实现和政策能否逐步落地生效的一年，其中仍有诸多不确定因素，也将对债市运行产生较大影响：一是经济复苏的程度，这里面主要是关注地产托底政策能否有效传导至地产销售，防疫政策优化能否有效恢复线下服务消费获利，提高经济运行效率；二是疫情防控政策优化后，不可避免的会出现新增的高峰，民众出于自身防护和谨慎目的，叠加医疗资源不足的引发恐慌心态，初期消费复苏可能偏弱。此外，二次感染、二次疫情高峰的可能性，也会对服务业和消费的修复产生不确定性。

(3) 2023年财政和货币政策对债市小幅不利。根据12月中央经济工作会议精神，财政和货币政策表述如下：“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。稳健的货币政策要精准有力。要保持流动性合理充裕，保持广义货币供应量和社融规模增速同名义经济增速基本匹配，引导金融机构加大对小微企业、科技创新、绿色发展等领域支持力度。保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定，强化金融稳定保障体系。”优化组合赤字、专项债等表述意味着2023年赤字率和专项债额度或将进一步增加，这或对债市造成一定的不利影响。货币政策预计随行就市，将充分满足市场融资需求，只要通胀水平不超预期上行，预计央行不会主动抬升资金利率水平。

2.3 港股市场

2022 年港股市场回顾：截至 2022 年至 12 月 16 日，今年恒生指数下跌 16.87%，恒生国企指数下跌 19.45%，在全球主要股指中表现中等。具体来看：

（1）小型股全年下跌 21.61%，领跌大型股和中型股；

（2）中资股全年下跌 5.42%，表现强于香港本地股（全年下跌 14.60%）；

（3）行业方面，能源业、电讯业表现较好，工业、公用事业、咨询科技业、非必需消费业、医疗保健业表现差；

（4）恒生金融类指数在港股主要指数中表现最好，全年下跌 6.96%，而恒生公用事业类跌幅最大（全年下跌 28.26%）。

截至 2022 年 12 月 16 日，今年港股表现明显弱于 A 股，但强于美股，主要是美联储货币政策紧缩所致。今年以来，港股中的价值股表现整体优于成长股，且板块内部分化明显。价值股中能源业、电讯业今年以来累计涨幅居前，涨幅分别为 18.15%和 6.94%。而工业、公用事业、咨询科技业则大幅下跌，跌幅分别为 35.94%、31.68%和 26.53%。而恒生科技指数大幅下跌 26.83%，其中恒生资讯科技业、互联网科技业分别下跌 26.53%和 26.90%。

今年以来，港股市场走势受国内疫情反复、地产政策变化和海外加息预期等影响，整体处于前三季度探底、四季度回升的状态。俄乌冲突的爆发，导致全球供应链进一步紧缺，通胀持续上行。在此背景下，能源业涨幅居前，而与经济密切相关的工业、资讯科技和非必需消费行业跌幅明显。截至 12 月 16 日，今年以来沪深港通南向净买入 3789 亿港元，较去年的 4379 亿港元有所下降。从港股通行业资金流向看，近一年来，资讯科技业、医疗保健业、非必需性消费、地产建筑业、能源业资金净流入居前，分别为 1631 亿港元、761 亿港元、582 亿港元、524 亿港元和 282 亿港元。

12 月中央经济工作会议召开传递出更多积极的信号：

首先，疫情防控方面提出“更好统筹疫情防控和经济社会发展”，强调把实施扩大内需战略同深化供给侧结构性改革有机结合起来，随疫情防控政策进一步优化，政策刺激下内需潜力持续释放将推动经济运行整体好转；

其次，财政政策强调加力提效，保持必要的财政支出强度，保障财政可持续和地方政府债务风险可控；货币政策强调精准有力，引导金融机构加大对小微企业、科技创新、绿色发展等领域支持力度；

再者，产业政策要发展和安全并举，科技政策要聚焦自立自强；

最后，在平台经济方面，会议指出要大力发展数字经济，支持平台企业在引领发展、创造就业、国际竞争中尽显身手，并进一步提升常态化监管水平。在地产方面，坚持“房住不炒”的定位，满足行业合理融资需求，有效防范化解优质头部房企风险，推动房地产业向新发展模式平稳过渡。

港股市场展望：展望 2023 年，我们认为随着疫情防控措施优化、地产融资端政策托底、海外加息幅度趋缓、地缘政治摩擦缓和，市场盈利和风险偏好有望得到修复。

（1）基本面方面，消费行业有望受益于疫情防控优化、居民收入和消费意愿回升，盈利迎来修复。风险偏好方面，一方面，美国经济数据出现衰退迹象、通胀压力有所缓和，预计明年加息的压力有所下降。另一方面，平台经济反垄断已初见成效，政策态度逐渐转暖。此前受压制的风险偏好未来也将得到一定程度的修复。

（2）国内流动性方面，中央经济工作会议强调，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，加大宏观政策调控力度，加强各类政策协调配合，形成共促高质量发展合力。2023 年货币政策有望保持中性偏宽松，“稳增长”力度有望持续加大。国际流动性方面，主要国家美国、欧洲等经济衰退压力渐显，货币政策可能由紧转松，将缓解港股流动性压力。预计恒生指数整体会有较好的表现，在盈利回升、海外流动性收紧放缓、风险偏好上行的背景下走出盈利估值双驱动的行市。

展望 2023 年，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。

2.4 美股市场

2022 年美股市场回顾：回顾 2022 年，截至 12 月 14 日，道琼斯工业指数下跌 6.53%，报 33966 点；标普 500 指数下跌 16.17%，报 3995 点；纳斯达克指数下跌 28.6%，报 11170 点。

回顾 2022 年，从俄乌冲突的爆发开始，全球宏观经济的路径变得复杂而又曲折。天然气能源价格飙升、美联储冲刺式加息、欧美通胀重返 40 年高位、日本“硬扛式”宽松和贬值、英国养老金崩溃央行救市等突发性事件都对美股产生了一连串影响。当地时间 12 月 14 日美联储结束为期两天的货币政策会议，宣布上调联邦基金利率目标区间 50 个基点到 4.25%至 4.50%之间。今年以来，美联储已累计加息 425 个基点。

美联储发布最新一期经济前景预期，预计 2022 年美国经济将增长 0.5%，较今年 9 月预测上调 0.3 个百分点，但大幅下调 2023 年经济增长预期 0.7 个百分点至 0.5%。同时，美联储预计今年美国失业率将升至 3.7%，较此前预测低 0.1 个百分点，但 2023 年失业率或升至 4.6%，较此前上调 0.2 个百分点。

物价方面，美联储预计今年通胀率或升至 5.6%，剔除食品和能源价格后的核心通胀率为 4.8%，分别上调 0.2 和 0.3 个百分点。明年美国核心通胀率有望回落至 3.5%，仍远高于 2%通胀目标。

根据经济前景预期，美联储联邦公开市场委员会所有成员均预计明年联邦基金利率将升至 4.75%以上，其中 10 名成员预计利率水平将升至 5%到 5.25%之间，5 名成员预计将升至 5.25%到 5.50%之间。

目前美国居民消费支出和企业固定资产投资仍然维持一定韧性，劳动力市场过热的状态也未显著改善，这意味着支撑通胀的底层力量仍然存在，短期美联储对通胀风险的谨慎态度难以转向。

总体上，美股和欧股今年上半年均经历了大跌，在此弱势基础上，第三季的跌势相对缓和。全球股市各板块在第三季的表现均不太理想，仅能源股具有一定韧性。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，美股三大指数在第四季迎来小幅反弹，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。

2023 年美股展望：展望 2023 年，美联储高利率将导致通胀的下降和失业率轻微上升，市场将关注美国经济明年是否会迎来衰退。如果对经济衰退和通胀担忧逐渐消失，投资者可能会重新涌入股市。然而，美联储目前没有政策转变的迹象，这限制了美股的涨幅。劳动力市场依旧很紧张，因此决策者将不愿意放宽金融环境。美联储可能会寻求保持足够限制性的金融环境，以维持低于趋势的经济增长并控制通胀。这种政策意味着美股的上行空间将很有限。

此外，还有几个潜在因素会让美股面临较大的不确定性。投资者当前更倾向美国经济最终会实现软着陆，而美国个人投资者是股市最大的参与者，资产高达 63 万亿美元，占比 38%，他们仍将高于历史水平的资金分配至股市，因此若出现抛售将引发股市下行。明年个人投资者有动力开始减持股票，转而投入债市。而由于企业面临盈利放缓，股票回购也会收缩。利率的峰值可能是美股到底的标志。自 1980 年以来，标普 500 指数在两年期国债收益率达到峰值后的三个月内平均反弹了 7%。然而，在 12 个月的投资期内，回报率分化较大，这取决于经济是进入衰退还是继续增长。美股明年中下旬会面临挑战。

大型科技股的前景也发生了变化。过去十年来，科技股营收增速（平均每年增速为 18%）远超整体指数的水平（平均每年增速为 5%），然而随着宏观环境恶化，大型科技股（FAAMG）今年增长也在急速放缓，导致科技股与标普整体成分股的增长差值有所减少。预计在未来两年，大型科技股营收将以年化 9% 的速度增长，仅略超指数的 7%，估值溢价方面将进一步被挤压。

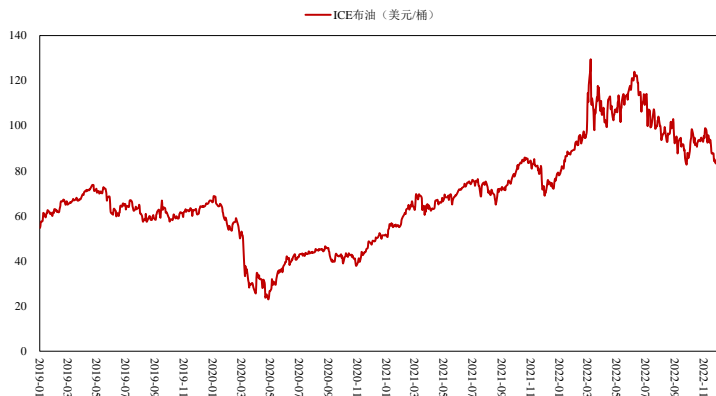
对利率变化不那么敏感的标的或成为 2023 年的关注点，如医疗保健、消费品能源行业以及高通涨下行时表现出色的行业，如医疗设备、半导体和消费服务。同时，随着中国经济基本面向好，估值和机构拥挤度较低的中概股也值得被关注。

2.5 原油市场

2022 年原油市场回顾：俄乌冲突主导原油市场国内外油价或将维持宽幅振荡走势，后市仍需关注通胀数据。2022 年 2 月，俄乌冲突爆发，俄罗斯是石油重要出口国，而乌克兰是欧洲重要的能源通道，冲突爆发后，俄罗斯出口受到制裁，受供给端影响，国际油价陡增。2022 年 3 月 8 日，WTI 原油期货、布伦特原油期货价格冲上顶点，次日，INE 原油期货价格触顶，与 2022 年初相比，涨幅均超过 60%。地缘冲突影响了原油市场供给端的产量与预期，推动原油价格在 2022 年上半年持续走高。此后，原油价格进入下行区间，

一方面是由于俄乌冲突降温，投资者恐慌情绪回稳，逐步消除供给端受挫带来的溢价；另一方面则是需求端增幅不及预期。而 OPEC+10 月的会议确定增产周期结束，使得油价出现一波反弹。截至 12 月 16 日，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

2023 年原油市场展望：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，这也对供给端有一定的影响。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，进入增产周期，2023 年 OPEC+产量或将受到地缘冲突的影响。

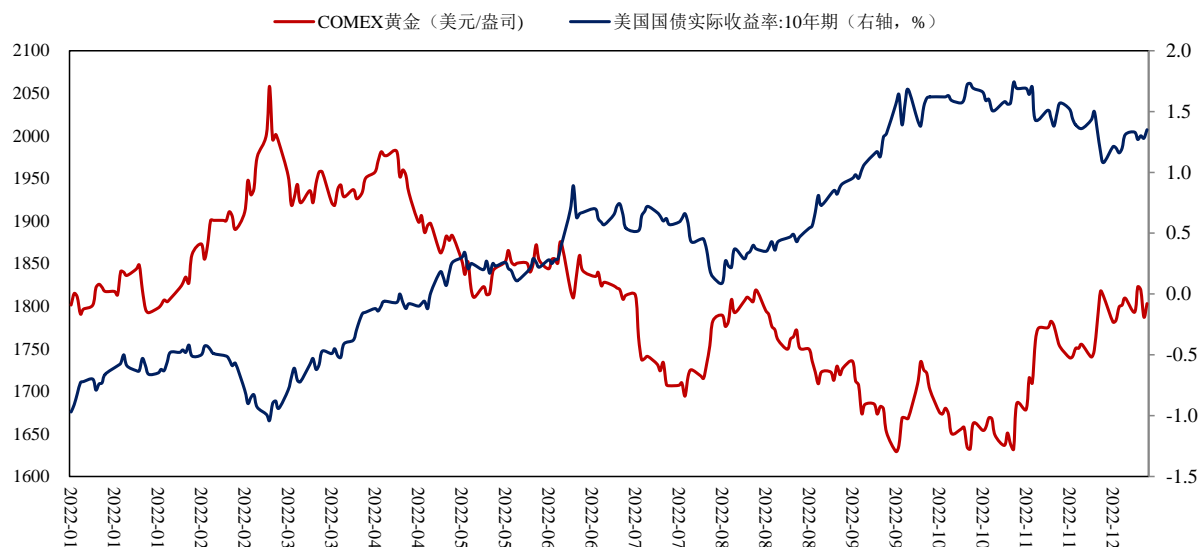
从需求端看，中国疫情防控政策转向，2023 年出行需求有望迎来高强度回升。受疫情影响，预计年初出行景气度提振不明显，二季度后或将迎来显著同比上行，对汽油的需求明显增加。而海外尽管现实出行需求依旧较强，但 2023 年经济增长预期较弱，总体看来需求增长不明确。

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 黄金市场

2022 年黄金回顾：先扬后抑，俄乌冲突后一路走高，后逐步回落。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，3 月起美联储多次加息使得金价承压。

图：COMEX 黄金及美国 10 年期实际利率走势



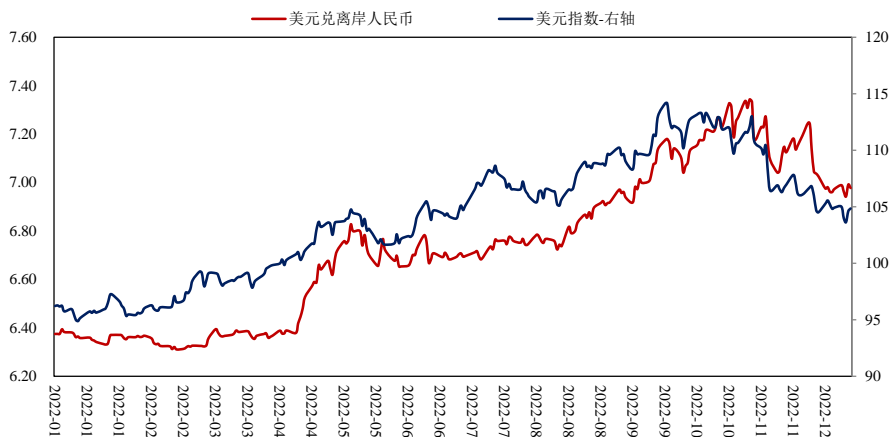
数据来源：Wind、招商基金

2023 年金价展望：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，未来加息预期较强，但市场普遍预计 2023 年一季度美国将结束加息，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，届时金价将迎来反弹机会。

2.7 汇率市场

2022 年人民币汇率回顾：受海内外因素叠加影响，年内两轮大幅贬值，年末强势反弹。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。2022 年 3 月末前，人民币回落缓慢上行。4 月至 5 月，受上海等多地疫情爆发的影响，对经济增长的预期相对减弱，人民币迎来年内第一波贬值。5 月后人民币汇率相对平稳，直至 8 月，开启年内第二波贬值。国庆假期前后，美元指数在创下历史新高点后维持在高位波动，在此期间，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，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 年美元及人民币兑美元汇率走势



数据来源：Wind、招商基金

2023 年人民币汇率展望：利多利空因素叠加，预计围绕新的中枢保持相对稳定。

央行 2022 年第三季度中国货币政策执行报告中指出，应当加强预期管理，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定，同时强调深化汇率市场化改革，坚持以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节、有管理的浮动汇率制度，坚持市场在汇率形成中起决定性作用，增强人民币汇率弹性，发挥汇率调节宏观经济和国际收支自动稳定器功能。因此，分析 2023 年人民币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放开，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，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 股债投资策略

3.1 A 股投资策略

1、政策面：扩内需，稳经济，复苏周期重启（基于对 2022 年中央经济工作会议的理解）

（1）**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”, 并提出稳健的货币政策要精准有力。总体上, 各类政策协调配合, 叠加优化疫情防控措施, 经济修复正在途中。

(2) “统筹供给侧结构性改革和扩大内需”, 意味着政策重心正在发生转变与优化, 由内需主导、提升的经济和市场将成为投资的关键线索。1) 内需缘何如此重要: 中短期视角看, 海外衰退隐忧渐起, 出口支柱有所承压。长期视角看, 大国博弈、逆全球化加剧, 倒逼对外依赖度降低。2) 如何看待内需对市场的意义: 过去来看, 供给侧改革因时而生, 一定程度上扭转了产能过剩局面, 并推动利润结构向上游集中。从盈利分配与估值的角度来看, 全 A 非金融板块的 PE 和中下游企业盈利占比呈现典型的正相关关系, 尤其是 2020 年下半年以来, 受成本端挤占的影响, 中下游利润受到较大侵蚀, 估值维度也经历显著拖累。展望未来, 如果重心从供给侧转换到需求侧, 那么科技制造与消费的提振下, 有望带来中下游利润的改善, 因此看好未来市场估值中枢的修复与提升。

(3) 中央经济工作会议要求“确保房地产市场平稳发展, 满足行业合理融资需求, 有效防范化解优质头部房企风险, 改善资产负债状况”, 结合 11 月以来融资政策“三箭齐发”以及需求端政策加码, 房地产预期有望得到修复。2022 年金融机构对房企的信用纾困具体包括: 1) 针对出险房企, 金融资产管理公司处置不良资产; 2) 针对“保交楼”, 推动纾困基金、国企介入等提供资金支持; 3) 针对主体纾困, 中债增信支持民营房企债券发行, 近期地产政策频发, 政策核心进一步从保项目向保主体转移, 政策有效性趋强。11 月以来融资端政策的密集出台, 反映了监管层对流动性压力衍生的信用风险的高度关注与积极行动。随着政策层面从信贷、债券和股权三个融资主渠道支持地产企业拓宽融资途径, 地产信用风险有望阶段性缓和; 与此同时, 需求端政策有望继续加码, 预计 2023 年地产销售和投资增速均有望回升, 行业或逐渐企稳。

(4) 发展与安全并举: 科技制造是中期线索。延续二十大报告的基调, 中央经济工作会议强调“产业政策要发展和安全并举, 科技政策要聚焦自立自强”。方向上, 围绕制造业重点产业链, 找准关键核心技术和零部件薄弱环节, 集中优质资源合力攻关, 保证产业体系自主可控和安全可靠, 确保国民经济循环畅通。同时, 加快新能源、人工智能、生物制造、绿色低碳、量子计算等前沿技术研发和应用推广。在经济高质量发展背景下, 后续包括财政、货币和产业等方面的政策有望进一步协调配合, 呵护专精特新, 引导转型升级; 同时随着上市公司高质量发展要求的提出, 政策赋能和金融助力将成为科技创新加速发展的两大重要推动力量。

2、基本面: 2023 年经济复苏, 但动能并不算强劲。

(1) 固定资产投资增速预计仅小幅改善, 预计 2023 年全年增速 5.7%;

(2) 海外经济衰退预期下的出口数据回落或将对经济增长构成拖累, 2023 年全年出口预计同比增速-7.3%; 社零增速预计较 2022 年有所改善;

(3) 信用方面, 我们预计 2023 年 M2 同比增速 10.8%, 较 2022 年 12% 边际回落。

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 年稳中有升，预计分别为同比增加 9.2%和 13.6%。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以及信用传导的逐步发力，经济基本面有望逐步修复，其中一季度将是全年的盈利底，而后二、三季度盈利增速修复或更趋明显。

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：各一级行业盈利增速预测

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)	
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
	纺织服饰	-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	12.9%	极高	14.7%	高	11	13	-2
可选消费	商贸零售	-8.0%	高	16.5%	高	23	12	11
	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
	传媒	2.8%	高	36.7%	中	16	4	12
金融	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，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，2022 年四季度与 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。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、以及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，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，总结为“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，看好“转型资产”的投资机会。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		2022/12/16	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	17.17	34.50	11.55	18.00	41.20%
	Wind全A(剔除金融、石油石化)	27.74	73.88	18.18	29.01	43.60%
	上证50	9.46	22.89	6.97	10.17	29.50%
	沪深300	11.54	27.35	8.03	12.49	30.80%
	中证500	23.44	89.51	16.24	29.55	18.30%
	中证1000	28.99	144.82	19.36	41.82	11.10%
	中小100	23.99	64.61	18.72	31.51	8.20%
	创业板指	39.30	135.13	27.92	52.64	17.30%
	中小综指	42.56	96.75	23.18	41.71	53.90%
创业板综	50.90	174.93	28.88	63.13	27.00%	
海内外相对估值PE(TTM)	恒生AH股溢价指数	7.12	22.68	6.25	9.50	1.90%
	上证沪港通AH溢价指数	7.10	10.27	3.08	4.63	58.70%
	上证指数/标普500	0.62	1.56	0.36	0.63	49.00%
相对估值PE(TTM)	创业板指/沪深300	3.40	8.11	0.00	4.14	26.80%
	创业板综/沪深300	4.41	14.08	2.83	5.36	36.10%
相对估值PB(LF)	创业板指/沪深300	3.68	6.06	1.54	3.53	51.50%
	创业板综/沪深300	2.74	5.30	1.38	2.90	44.20%

数据来源：Wind、招商基金。过往情况不代表未来表现。

3.2 港股投资策略

港股配置方面，目前我们重点关注的板块包括：

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。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较优秀的创新药企。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；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。

3.3 债券投资策略

2023 年债券投资总体策略：在逆风中把握机会。

(1) 2023 年债市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，经过大幅调整后，信用利差、套息空间均较为可观。

(2) 久期策略，整体看谨慎使用久期策略，久期策略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，一季度宏观经济面临疫情放松初期居民谨慎态度明显消费恢复缓慢、地产政策见效仍待时间、出口拉动进一步下滑等，经济修复可能偏慢，央行层面也会在流动性的予以呵护，如有超调可以谨慎择机参与。

(3) 杠杆策略，全年看，资金利率中枢有抬升的可能性，故该策略仍有一定风险。

(4) 理财产品进一步净值化，加大了债市市场的波动。使得 2022 年债券市场信用利差显示拉到历史极低水平，然后又再度快速拉大。我们认为，居民理财购买偏好将会发生变化，使得居民投资偏好与所投品种更为匹配。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。

(5) 转债策略，中央经济工作会议从经济增长、结构机会等方面指明了股市中长期向好的局面。2023 年重点关注，一是疫后复苏+社交发力相关行业，如娱乐出行和大众消费，二是国产突围+科技自立自强，关注卡脖子领域。

信用债策略：城投方面，在隐债严监管、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，明年城投债的投资策略以防风险为主，考虑到 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。

地产行业方面，各项政策持续发力之下，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。

煤炭行业方面，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去年年底，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。

钢铁行业方面，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。

总之，2023 年我们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。

可转债策略：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，明年在国内防疫政策持续优化，政府不断出台刺激经济政策；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，若明年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，明年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 87% 的高位历史分为数水平。转股溢价率和未来股市预期正相关，和纯债利率负相关。明年随着防疫政策持续放开优化，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。预计明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

4 大类资产配置策略

资产类别	短期	中期
A 股	防疫、地产、美国通胀三大压制因素出现积极转向，市场最差阶段已过去，行情大概率在震荡中重心上移。另外在弱现实强预期背景下，市场结构性机会有所扩散。	宏观经济企稳复苏仍是明确趋势，A 股估值经过极致压缩，股权风险溢价及绝对估值水平均具备较高吸引力，疫情管控政策优化后不排除对基本面再次带来冲击造成一定扰动，但是中期看权益配置价值显著。
港股	制约市场的内外部因素均迎来改善，港股市场反转初现，经历今年 11 月估值的快速修复后，需要密切关注经济修复预期及基本面的验证情况。	中长期维度，国内经济修复带动企业盈利改善仍是核心变量，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渡过。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，加息对经济增长和盈利预期的冲击会逐渐显现，基本面仍有压力。同时全球范围比价，整体性价比不高。
国债	短期疫情反复对经济活动仍有明显制约，流动性收敛而不转向，债券收益率急跌后风险快速释放，短期配置价值有所改善。	疫情管控优化趋势明确，叠加强势政策推动，基本面修复仍是大概率事件。2023 年政策从宽货币向宽信用转换，整体判断债市波动幅度加大，收益率存在一定的上行压力。
美债	加息拐点将至，但核心通胀仍有粘性，短期 10 年期美债围绕 3.5-4% 波动或是合理区间。	货币收紧已有预期、同时经济增长放缓压力逐渐显现，美债收益率见顶回落的概率较大，3.5%-4% 的 10 年期美债具备中长期配置价值。
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。	但长期看，供给周期是核心影响逻辑，需求侧的放缓难以抵消供应风险溢价，该背景下能源价格的重心会抬升。
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，黄金价格大概率已经见到相对底部，未来随着美债实际利率回落及全球避险需求增加或将对黄金价格形成明显支撑。

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，须注明出处为“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。