



兴业基金2023宏观及A股市场展望

2022年12月

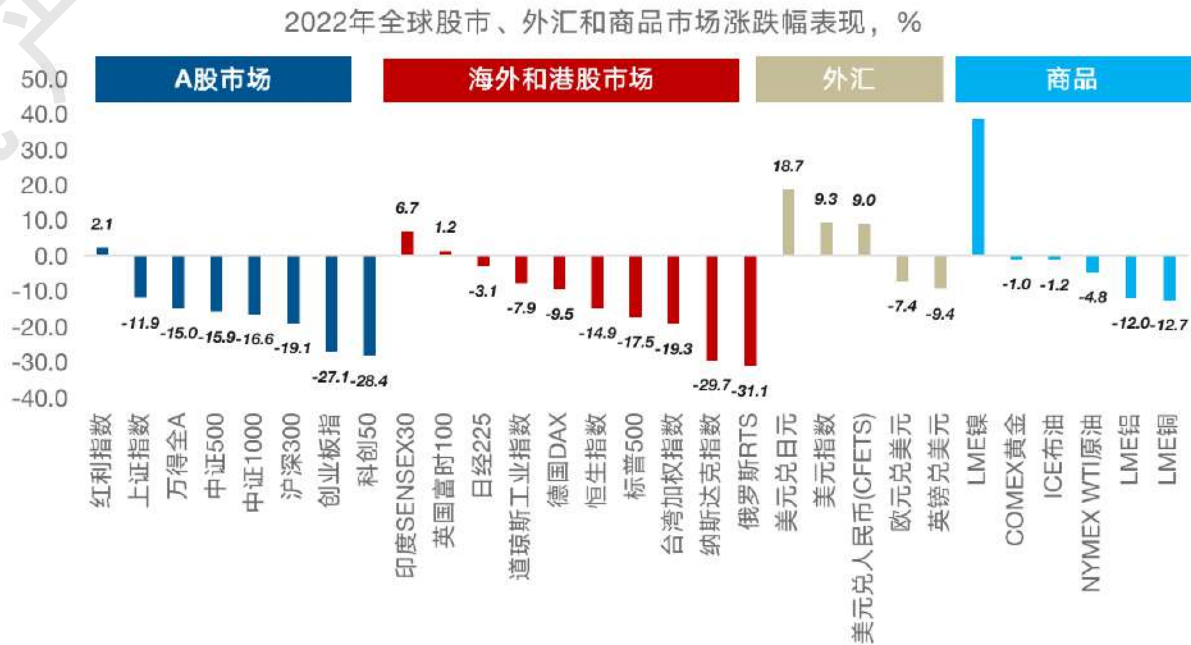
2022年全球资产大环境：受美元走强和美债收益率上升压制

- 2022年美联储加息背景下，美元和美债收益率明显走强：2022年美联储加息6次，大概率12月继续加息；基准利率已从0.25%上升至4%，美元指数22年至今上涨9.3%，美债10Y收益率从年初的1.5%上升至3.5%。
- 全球权益资产都受到压制：全球主要权益市场均受到美元流动性收紧的影响，特别是高估值的成长类风格，跌幅更大（纳斯达克、A股创业板等）。

2022年，美元和美债收益率走强



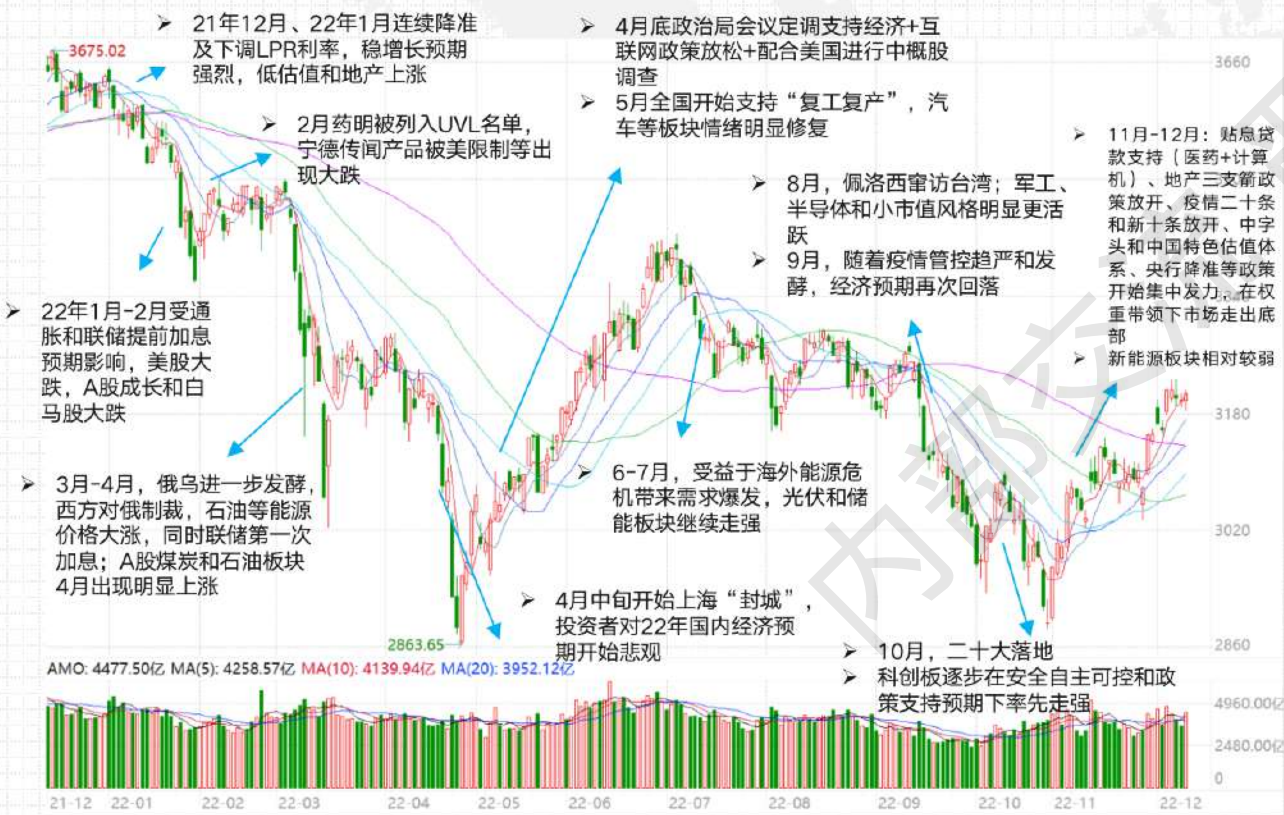
2022年，强美元下大部分全球权益类资产和商品出现明显下跌



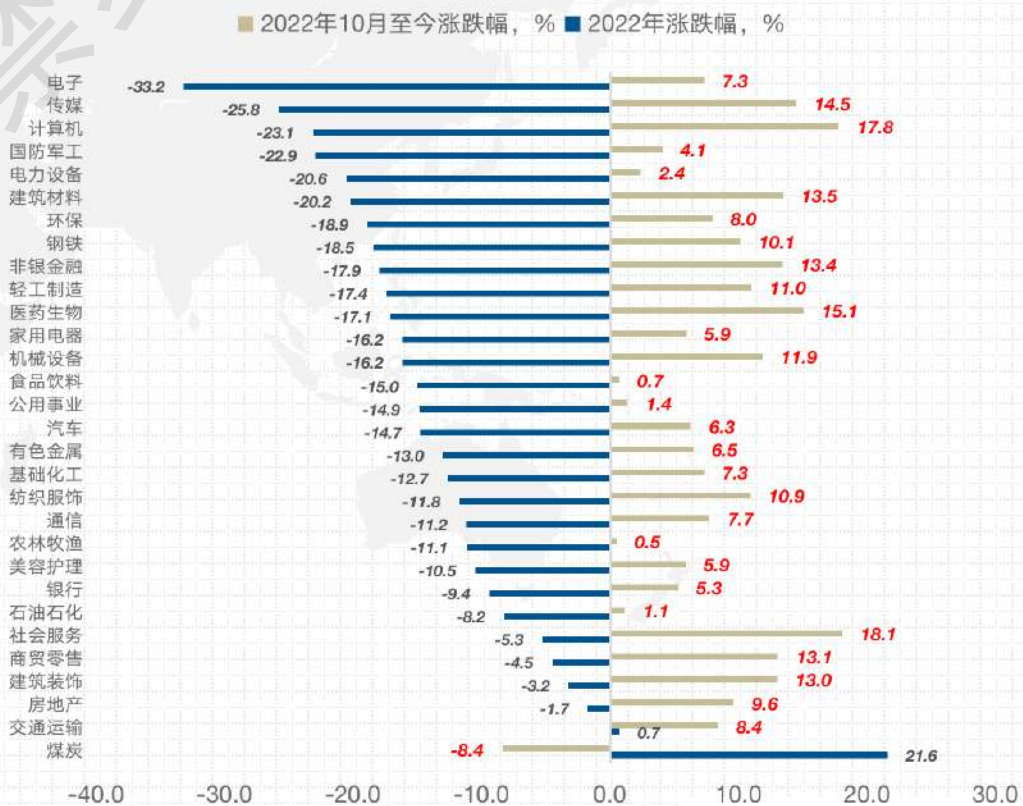
2022年A股回顾：一波三折，曙光初现

- 2022年，海外美联储加息和俄乌冲突、国内疫情政策和宏观经济是影响A股最主要的因素。一季度和三季度A股跌幅较大，二季度和四季度出现明显反弹；全年一波三折。
- 全年煤炭和高分红板块表现最好，TMT板块表现最差。但10月开始，TMT、社服、医药、地产链开始明显发力。

2022年A股关键事件复盘回顾



2022年全年和2022年10月至今行业表现



2023年海外展望

- 美联储未来进一步加息的空间已不大，加息周期渐近尾声。作为美联储核心决策依据的通胀已经显现出跨越峰值的趋势，名义通胀、核心通胀分别见顶回落。
- 加息周期的尾声，对A股意味着两点，一是改变人民币贬值压力的预期，降低货币政策所受的海外流动性环境制约。二是提升人民币资产的吸引力，有望扭转北上资金今年弱流入的局面（美元指数11月初见顶以来，北上资金净流入达到780亿元）。
- 2023年内需对经济的重要性会更高。全球经济2023年存在下滑压力，外部衰退风险的增加意味着2023年国内经济内生动力重要性会更高，加大内需刺激政策的倾斜性可能是应对的重要手段。

2023年国内展望

- 在财政、地产和疫情管控放松等政策发力的情况下，预计23年国内经济平缓复苏。（1）地产对经济的拖累明显减小；（2）消费有一定的复苏动能；（3）基建和制造业预计23年维持韧性；（4）出口端存在一定压力。
- 货币政策边际可能退潮，但不会急于大幅转向和退出。
- 23年国内CPI预计前高后低，总体温和：国内来看，防疫政策调整或为消费提供一定的修复动能，23年上半年CPI或会温和上升；PPI则相反，预计23年前低后高，下半年恢复至0%以上。

2023年A股核心变量展望

- 分子端，23年A股盈利将平稳复苏。在内需复苏和信用周期发力的前提下，预计23年全A（非金融两油）归母净利润将回升至大个位数增长。
- 分母端，估值有望跟随盈利复苏而扩张、长端利率小幅震荡抬升。
- 当前A股低估值分位、高风险溢价水平搭配盈利预期的逐步改善，进一步凸显权益资产性价比。总结来看2023年可以对A股更乐观一些，当前依然是比较好的买入时间点。

内部交流

风格层面：大盘风格会好于2022年，但中长期小盘风格依然会更活跃

- 2020年至今，大小盘风格的强弱和经济预期（长端利率）明显正相关：当长端利率出现上行时，大盘风格会相对走强（反映在大小盘指数之比上涨）；反之则反是。
- 中长期小盘风格依然会更活跃：中长期来看，大小盘风格一旦形成会持续3-5年，例如2013-2016年小盘占优、2017-2020年大盘占优，2021年至今，小盘占优。因此按照这一历史规律，小盘股中长期可能仍会更占优。

11月以来长端利率回升，大盘相对于小盘走强



中长期来看，大小盘风格一旦形成会持续3-5年



行业配置思路：新的方向和趋势在酝酿

- 2023年将会是新老经济动能交替的一年：明年是经济企稳复苏的第一年，也是二十大会议后的第一年，政策不断落地不但会推动新经济的快速发展，也会对老经济动能进行托底，新老经济动能在交替期各自发挥应有的支撑力，会呈现出多行业百花齐放的特征。
- 二十大以来，高质量发展和国家安全被提到更高的高度，因此市场资源会更往经济发展新动能领域聚焦。
- 旧动能复苏具备阶段性机会。地产风险的逐步解除和疫情政策的转向，会带来相关上下游板块预期和基本面的改善。
- 最后，中国特色估值体系的构建，将会激发央企提升估值的动能。掌握中国经济命脉、估值处于低位的央企就是“鲜明中国元素”，是构建中国特色估值体系的基础，其估值中枢有望提升。

方向一：高端制造引领高质量发展

- 高端制造板块具备两大优势：一是受经济周期影响较弱、具备个股和行业α；二是受到政策明确鼓励和支持。
- 高端制造行业的细分领域具备众多看点：有国产替代（同时也是国家技术和制造安全的核心）的领域（机械：数控机床、工控机、光纤激光器、机器视觉、切削刀具、机器人、数控系统、减速机、液压件、轴承；化工：新材料；软科技：产业数字化配套），有基本面见底反转的领域（半导体设计、汽车电子、VR/VR），也有高景气领域（军工、新能源等）。

主线	一级行业	细分行业	主要逻辑	所属五大方向
高端制造	机械	光纤激光器	我国光纤激光器领域的国产化进程不断加速，2020年国产化率57.6%	高端制造、 国家安全、 新兴产业
		数控机床	2021年低/中档数控机床国产化率为85%/66%，高端数控机床国产化率仅为7%，核心技术对外依存度很高，核心零部件技术仍需进一步攻关。	
		工控机	国内企业的市场占有率在不断提升，进口替代处于加速阶段，2020年国产化率40.8%	
		机器视觉	增速远快于全球，处于快速成长的阶段，2021年国产化率40%	
		切削刀具	工业刀具国产替代加速推进，2021年国产化率37.3%	
		机器人	近年来我国机器人产业实现快速增长，以工业机器人为核心的智能制造已成为制造业数字化转型的主要路径，2021年国产化率32.8%	
		数控系统	高端数控系统迎机遇，国产化替代有较大空间，2021年国产化率31.9%	
		减速机	未来行业集中度有望不断提升，可加速国产替代，2021年国产化率30%	
		液压件	尚有很大发展空间，2021年国产化率30%	
		轴承	2020年国产化率16.3%	
	新材料	医药生物类	医药景气度回升带动上游材料需求	高端制造、 国家安全、 新兴产业
		军工等高端制造	高性能碳纤维、高温合金、钛材等领域进口替代	
	电子	新能源	技术迭代等带来上游原材料放量	高端制造、 国家安全、 数字经济
		IC 设计	服务器和特种IC景气度高企，DDR5等技术的迭代升级为相关芯片设计厂商带来新机遇	
		半导体设备	细分龙头厂商已实现初步导入，技术水平/工艺覆盖度有望快速提升	
		半导体材料	目前技术、产品覆盖等层面突破，国产大硅片、CMP 材料、靶材等迎来快速放量机遇	
		半导体零部件	国内晶圆厂叠加设备厂商零部件国产化的持续推进，有望驱动国产设备零部件厂商迎来高速增长	
		汽车电子	在电动化、智能化的长期趋势下，我国汽车电子产业链将迎来确定性成长机遇	
	储能	AR/VR	全球AR/VR 出货量有望在23 年上行，行业将迎来新一轮全面发展阶段	数字经济
		美国储能	美国储能催化来自《降低通胀法案》对ITC 补贴的延期和力度提升。	高端制造、 新兴产业、 基础设施
		中国储能	产业链降本风光建设加快，大储能配套增长	
		海缆	海风加速平价展望高成长，电压等级与输电距离提升展现产业成长潜力	
	风电	塔筒管桩	充分享受海风成长空间，海外市场与结构性变化拓展盈利空间	
		轴承	整机环节降本驱动，风电主轴承进口替代逻辑增强	
		电站运营商	新投电站成本下降，年投建规模提升，量利提升	
	光伏	电池片	技术变化期，扩产减速，需求提速，叠加效率提升	
		辅材	新增装机带动辅材需求上扬，量升利稳，胶膜、玻璃、支架等均有望在新周期中充分受益	
		逆变器	受益量的增长，分布式装机快速增长，MLPE渗透率提高	
数字化配套	计算机	信创	由党政市场走向更为广阔的行业市场，基础软硬件和应用软件替换迎来更大空间	数字经济、 高端制造、 基础设施、 新兴产业 国家安全
		网络安全	网络安全需求扩大，密码产业国产化加速	
		军工信息化	军工信息化涉及到国家安全领域重点，建设有望全面提升	
		产业数字化与智能化	数字化技术正在积极融入制造、汽车、能源等各行业以及企业管理运营的各领域，成为驱动相关产业发展与升级的重要推动力	
	传媒	数字化传媒	互联网平台发展方向将是赋能实体经济	数字经济

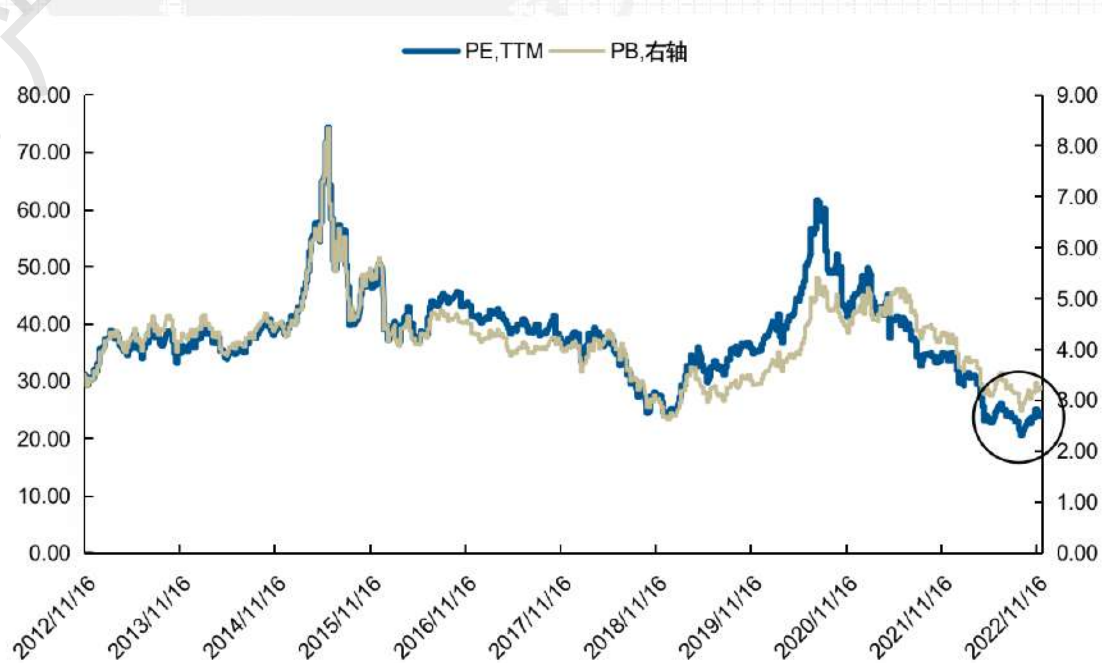
方向二：医药板块的逻辑有望逐步兑现

- 医药板块受益于：政策方面，疫情政策转向放开带来需求增量；宏观方面，在CPI-PPI剪刀差扩张周期中，医药基本面和股价有望率先走强；行业方面，估值泡沫基本出清，产业升级趋势加速。
- 我们重点关注以下方向：（1）自主可控+高端制造：贴息贷款增强业绩持续性，医疗新基建带来设备采购订单增加。高壁垒、国产替代方向长期逻辑更优。（2）中药：政策逻辑通顺、最为支持的细分板块，22Q3业绩释放、23年国企改革、基药目录调整、中药创新药医保目录谈判等构成上涨动力。（3）新冠后周期：与新冠共存问题越来越受到市场关注，能够真正受益且兑现业绩的主要是家用抗疫产品类公司。（4）创新药产业链：美债收益率见顶及流动性环境改善带动Biotech行情。药品集采进程过半，重点关注仿转创公司增量。（5）消费医疗：基本面仍为左侧，跟随经济复苏。

当CPI-PPI剪刀差扩张时，医药生物指数相对市场明显走强，且指标领先3个月左右



申万一级医药行业指数PE和PB估值均处于历史10年以来低位



方向三：旧动能复苏下的细分行业机会

- 22年，受到宏观层面消费和地产的拖累，旧动能相关的消费和地产链板块估值受到极大压制。随着地产风险的逐步解除和疫情政策的转向，地产链和消费相关板块的估值压制将会改善。
- 我们更看好估值低位、基本面见底、今年股价跌幅较大的细分方向：地产链的建材、家电、家具；消费性服务行业的影视内容、院线、消费电子、广告、快递。

地产和消费复苏方向整理

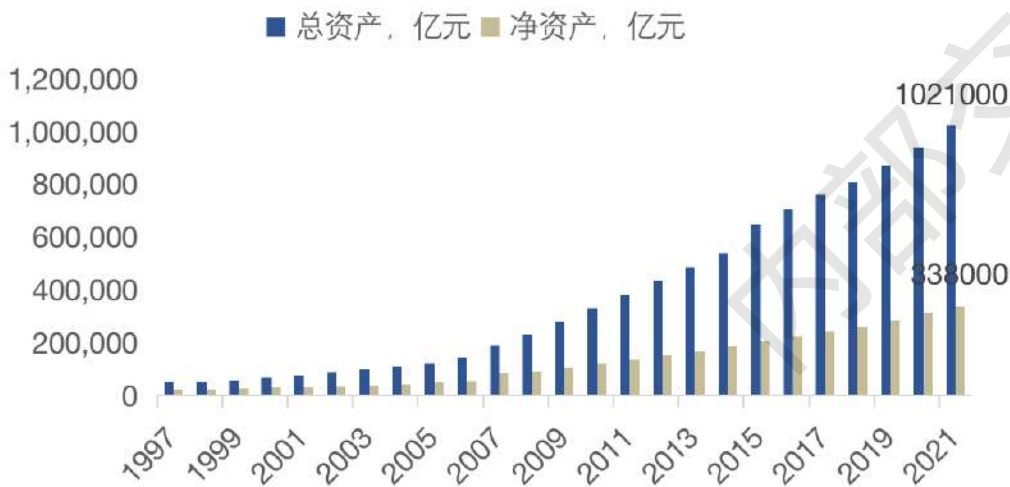
大类	细分板块	PB	最新ROE,TTM	PB所处10年分位	2022年股价涨跌幅，%
地产链	建材	1.71	11.38%	16.91	-20.24
	家电	2.53	17.91%	25.51	-16.19
	家具	2.64	8.48%	23.43	-18.05
消费复苏	消费电子	2.79	10.76%	5.94	-36.92
	影视内容	2.86	6.20%	2.67	-42.34
	院线	2.41	1.81%	41.65	-16.74
	广告	2.78	8.05%	19.79	-25.28
	快递	3.07	9.18%	24.16	-9.20

- 22年股价均出现较大跌幅
- ROE水平都不差
- 估值分位都处于50以下甚至更低

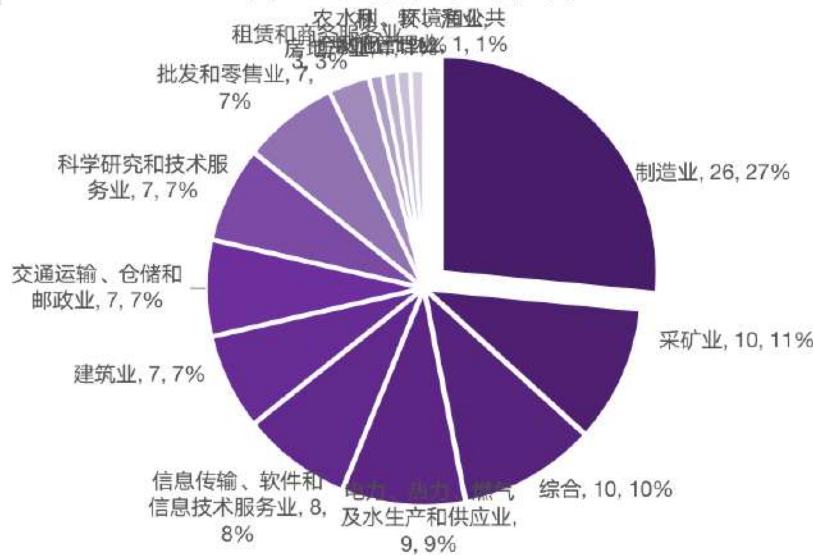
方向四：中国特色估值体系下的央企国企改革

➤ 央企集团执掌中国经济关键领域。（1）根据国务院国资委和财政部公开信息，截至22年12月4日，中央层面共有98家实业和综合性集团（国资委）+27家中央金融企业（财政部）。（2）根据10月发布的《国务院关于2021年度国有资产管理情况的综合报告》数据，2021年，中央企业（不含金融）资产总额102.1万亿元、负债总额68.3万亿元、国有资本权益20.7万亿元。中央金融企业资产总额236.3万亿元、负债总额210.9万亿元，形成国有资产（国有资本及应享有的权益）18.2万亿元。即央企（实业+金融）截至2021年资产总规模达到338.4万亿元，净资产总额59.2万亿元。

央企（不包含金融）总资产和净资产变化



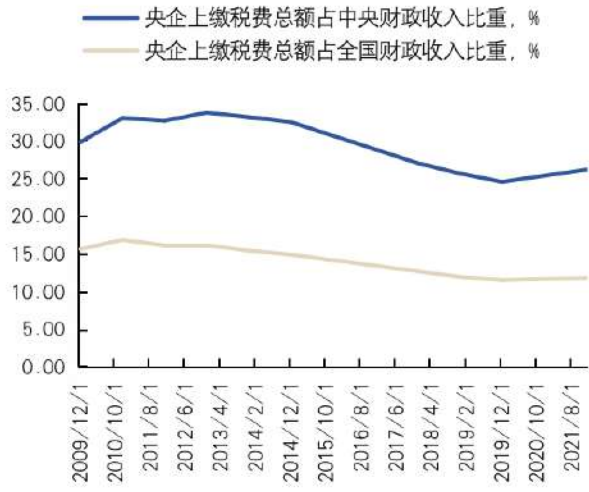
央企98家集团分布：数量占比



方向四：中国特色估值体系下的央企国企改革

- 内部、外部环境变革下央企的重要性凸显。
- 内部：财政+国有资本主导。（1）财政：国企央企对财政的贡献主要通过：税收上缴（全国财政收入的1/8）+分红。税收稳健、分红具备较高提升空间（二次分配）。（2）国有资本主导：一是一级市场国有资本已成“庞然大物”，加快资本布局；二是中央政府和国资逐步成为加杠杆主力。
- 外部：国家安全的重要保障。央企是保证国家安全实现的“压舱石”：央企在能源、资源、农业保障、军工、国家重大技术方面具备绝对的掌控力。

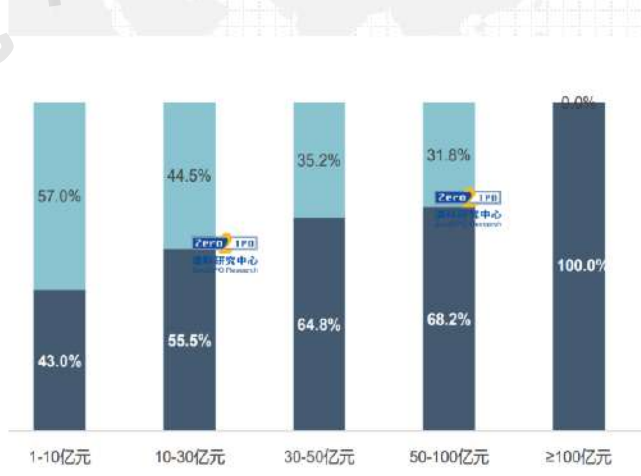
央企税费上缴占全国财政收入近八分之一



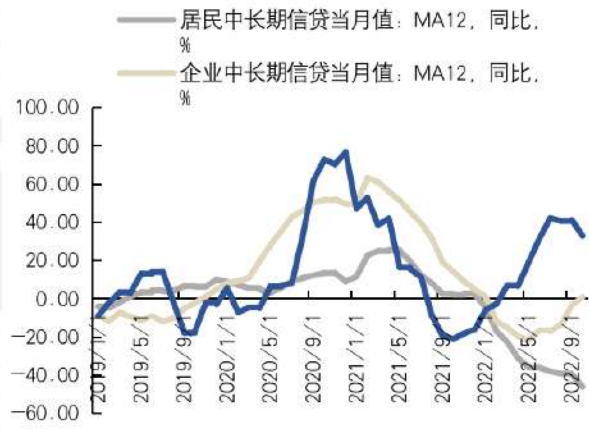
当前二次分配比例下，央企国企上市公司分红贡献情况



2021年中国股权投资市场人民币基金-国资背景基金管理人管理的基金规模占比（按不同基金规模区间），深蓝色为国资占比



2022年政府加杠杆能力突出



资料来源：国资委，万得

*金融类国企分红记入一般公共预算中“非税收入”项下的“国有资本经营收入”科目；非金融类国企分红记入国有资本经营预算的“利润收入”等科目，此外，少部分非金融类国企（如中国烟草总公司）还会向一般公共预算缴纳“专项收入”，记在“非税收入”项下



方向四：中国特色估值体系下的央企国企改革

➤ 重点看好央企三大领域的投资机会。（1）大制造（机械、电子、军工、化工新材料）。（2）关键资源品（能源、有色金属）。（3）垄断经营（电信、交运）。

27家中央金融企业

98家中央实业和综合性企业

中国华融资产管理股份有限公司	不良资产处置
中国长城资产管理股份有限公司	不良资产处置
中国东方资产管理股份有限公司	不良资产处置
中国信达资产管理股份有限公司	不良资产处置
中央国债登记结算有限责任公司	中债登
中国农业再保险股份有限公司	再保险
中国政企合作投资基金股份有限公司	再保险
国家融资担保基金有限责任公司	再保险
国家农业信贷担保联盟有限责任公司	再保险
中国再保险（集团）股份有限公司	再保险
中国建银投资有限责任公司	金控
中国银河金融控股有限责任公司	金控

核心观点总结

- 2023年美联储加息周期迎来尾声，海外经济衰退风险则继续增加；而国内经济在财政、地产和疫情管控放松等政策发力的情况下，预计平缓复苏。这意味着明年人民币资产的吸引力和优势越来越强。
- 2023年可以对A股更乐观一些，当前依然是比较好的买入时间点：分子端，在内需复苏和信用周期发力的前提下，预计23年全A（非金融两油）归母净利润将回升至大个位数增长。分母端，估值有望跟随盈利复苏而扩张，因此在低估值分位、高风险溢价水平搭配盈利预期的逐步改善等因素加持下，A股性价比较高。
- 配置方面，新的方向和趋势在酝酿。我们看好：（1）高质量发展 and 国家安全主线下的高端制造；（2）宏观环境、政策和行业三重共振下的医药；（3）旧动能复苏下的建材、家电、家具、影视内容、院线、消费电子、广告、快递。（4）中国特色估值体系下的大制造、关键资源品、垄断经营央企。

感谢聆听！

风险提示：本材料仅供代销渠道交流，不作为法律文件，也不构成任何法律承诺，基金管理人承诺以诚实信用、勤勉尽责的原则管理和运用基金资产，本基金管理人并不保证基金一定盈利，也不保证最低收益，基金管理人管理的其他基金业绩并不构成基金业绩表现的保证，请认真阅读产品《基金合同》、《招募说明书》等文件。请关注投资者适当性管理相关规定、提前做好风险测评，并根据自身的风险承受能力购买与之相匹配的风险等级的基金产品。基金管理人与股东之间实行业务隔离制度，股东并不直接参与基金财产的投资运作，本产品由兴业基金管理有限公司发行与管理，代销机构不承担产品的投资、兑付和风险管理责任。基金有风险，投资需谨慎。