

看多大盘成长和金融—5 月资产配置报告

证券研究报告
2022 年 05 月 21 日

作者

宋雪涛 分析师
SAC 执业证书编号: S1110517090003
songxuetao@tfzq.com

林彦 联系人
linyanyan@tfzq.com

相关报告

- 1 《宏观报告：风险定价-人民币汇率走贬接近第一目标位-5 月第 3 周资产配置报告》 2022-05-19
- 2 《宏观报告：长三角调查系列 3：来自 456 份问卷的供应链重构线索》 2022-05-14
- 3 《宏观报告：风险定价-权益短期和中期的性价比都很高-5 月第 2 周资产配置报告》 2022-05-11

大类资产配置建议：

权益：大盘成长和金融胜率明显上升

债券：维持利率债【标配或低配】，下降高评级信用债至【低配】，维持转债【标配或低配】

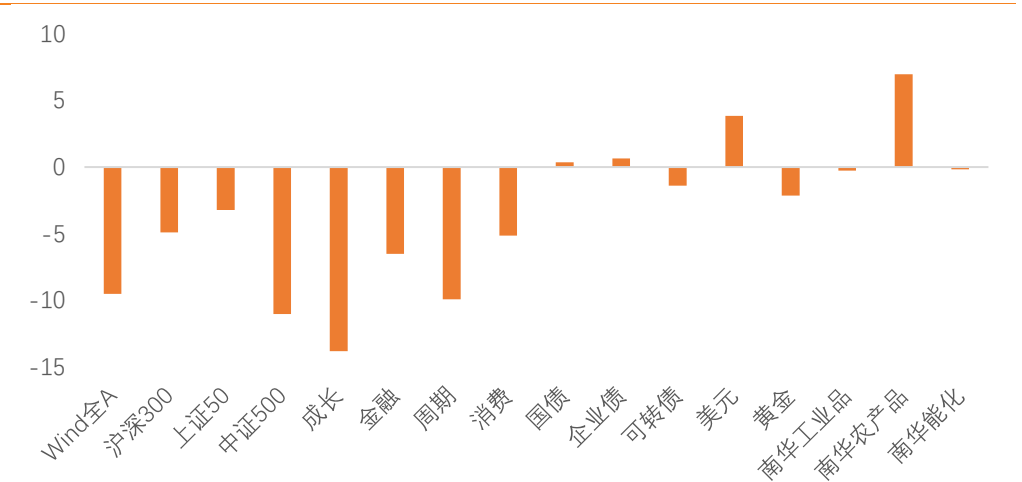
商品：上调工业品至【标配或低配】，下调农产品至【标配或低配】

做多人民币汇率：【低配】

风险提示：出现致死率提升的新冠变种；经济增速回落超预期；货币政策超预期收紧

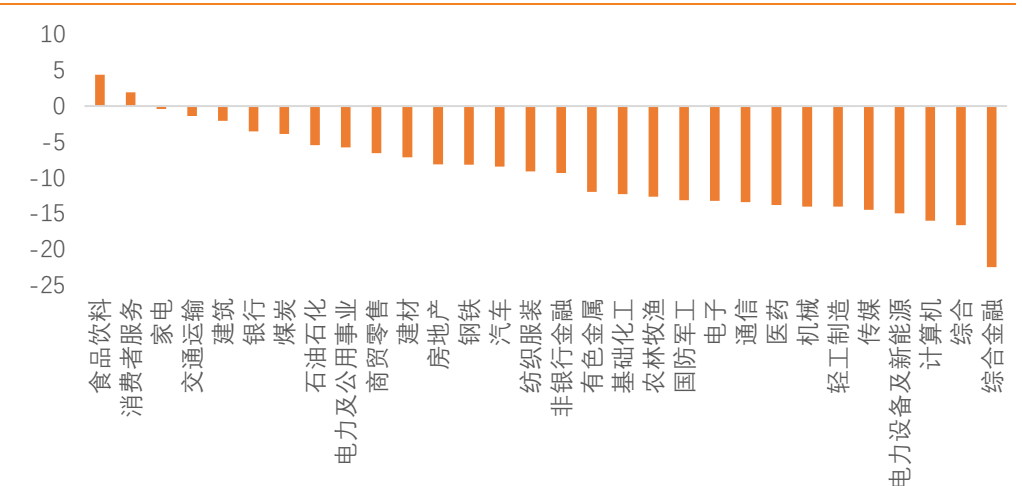
一、4月市场和策略回顾

图 1：4 月各类资产收益率（%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 2：4 月 A 股行业收益率（%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

权益市场：4 月 A 股市场大幅回调，大盘股（上证 50 和沪深 300）跌幅较上月收窄，分别下跌 3.23%、4.89%，中盘股（中证 500）收跌 11.02%。板块上，成长板块连续两个月领跌，周期、金融和消费板块均出现不同程度回落。

债券市场：4 月利率债和信用债指数窄幅震荡，可转债交易持续降温，但中证转债指数下行趋势明显放缓。

商品市场：4 月大宗商品走势出现分化，其中农产品上涨 6.95%，工业品、能化品全月基本收平。美债实际利率大幅上行，并在月末回正；黄金价格冲高回落。

外汇市场：4 月美元指数强势上攻，月中开始人民币对美元贬值加速，人民币对一篮子货币多数升值。

在四月的资产配置报告当中，我们建议下调权益的配置权重，给出了减仓的信号。

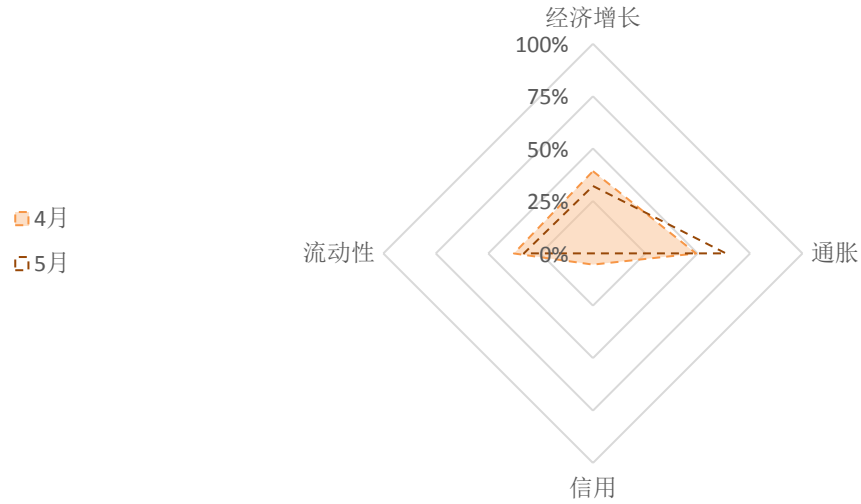
二、宏观环境与政策状态——滞胀加剧，信用紧缩

本轮疫情影响的持续性、深度和广度超过 2020 年，二季度经济数据或将二次探底，

政策加码的必要性和紧迫性都在提升。经济滞胀格局延续，滞的风险依然很大，胀的压力回落慢于预期。

政府加杠杆有望主导信用扩张，但回升的幅度要视政策力度与地产修复程度而定。目前，宏观流动性（企业资金充裕度）还处在偏紧的水平。

图 3：5 月宏观四维度数据画像



资料来源：Wind，天风证券研究所

三、大类资产配置建议

图 4：5-7 月大类资产配置建议

大类资产	空仓	低配	标配	高配	超配	相较上月
股票				高配		9%
债券		低配	标配			-4%
商品		低配	标配			3%
股票大类	空仓	低配	标配	高配	超配	
周期				高配		3%
消费			标配			1%
成长			标配			1%
金融				高配		20%
上证 50			标配			13%
沪深 300			标配			7%
中证 500		低配	标配			2%
大盘成长				高配		5%
大盘价值				高配		6%
中盘成长			标配			7%
中盘价值			标配	高配		7%
小盘成长			标配			3%
小盘价值			标配	高配		0%
债券大类	空仓	低配	标配	高配	超配	

利率						3%
信用						-11%
转债						0%
拉久期						
加杠杆						
信用下沉						
商品大类	空仓	低配	标配	高配	超配	
农产品						3%
工业品						2%
汇率	空仓	低配	标配	高配	超配	
人民币						-9%

资料来源：Wind，天风证券研究所

（1）权益：大盘成长和金融胜率明显上升。

权益市场胜率均有回升，在经济下行压力和金融数据跳水的背景下，政策宽松概率上升是胜率回升的主要原因。

当前环境下，5-7月大盘成长的胜率最高，中盘价值、大盘价值、小盘价值的胜率处于中性水平，中盘成长和小盘成长的胜率依然低于中性。

在滞胀加剧和信用紧缩的环境中，金融股的胜率显著上升。消费股的胜率继续恶化。成长股的整体胜率继续回落，胜率略高于消费股，流动性宽松对成长股的支撑较高。周期股的胜率不变，维持中性水平，在滞胀环境中确定性较高。

Wind 全 A、上证 50、沪深 300 估值【便宜】，中证 500 估值【很便宜】；金融估值【很便宜】（95%分位），周期估值【很便宜】（95%分位），成长估值【很便宜】（91%分位），消费估值【较便宜】（70%分位）；中盘价值估值【中性】（51%分位），大盘成长/价值、中盘成长、小盘价值估值【较便宜】（78%-85%分位），小盘成长【很便宜】（97%分位）。

配置策略：市场大幅调整后，赔率上升至高位，建议提高权益战术配置至【标配或高配】。大盘股的投资价值回升较多，中盘股的投资价值与前期持平。超配大盘成长和金融，高配大盘价值、小盘成长和周期。

（2）债券：维持利率债【标配或低配】，下降高评级信用债至【低配】，维持转债【标配或低配】

利率债的胜率维持中低，基本面衰退和流动性宽松利多利率，信用塌方后的政策宽松预期利空利率高等级信用债的胜率降至中低，其中基本面大幅下行和信用坍塌对信用债的冲击显著。可转债的胜率持平前期，维持中性水平。

利率债的期限利差上升至中高位置，久期策略的盈亏比中性偏高；流动性溢价维持在很低的水平，杠杆策略的盈亏比较低。流动性预期从偏紧回落至中性以上，市场对未来货币政策进一步宽松的预期不强。3年 AAA 级信用利差回落至中性以下，3年 AA 级信用利差维持处在较低位置，信用溢价中低，信用下沉的盈亏比偏低。转债的股性赔率上升，债性赔率下降，整体赔率与前期持平，仍然处于中低水平。

配置策略：维持利率债【标配或低配】，下降高评级信用债至【低配】，维持转债【标配或低配】

（3）商品：上调工业品至【标配或低配】，下调农产品至【标配或低配】

5-7月工业品、农产品胜率小幅回升至中性上方。

工业品的胜率小幅回升。滞胀加剧，产能稀缺的上游工业品是高确定性资产。全球需求减弱，大宗商品价格整体有调整风险。联储加息预期最鹰阶段已过，工业品金融属性的损失逐渐稳定。

工业品、农产品、能化品的赔率维持历史低位，整体盈亏比低。

配置策略：上调工业品至【标配或低配】，下调农产品至【标配或低配】

(4) 做多人民币策略：维持【低配】

人民币胜率继续下降，目前处在中低位置。经常账户盈余是支撑前期人民币汇率稳定的关键因素，上半年资本项下累积的贬值压力在4月集中释放，目前已经接近2020年出口红利期之前的汇率水平（6.8左右）。中美短期利差目前处在历史极低位置，人民币赔率低。今年3月以来，做多人民币策略的配置价值持续下降。

配置策略：【低配】做多人民币策略

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com