

# 反弹向上可能还有空间—6 月资产配置报告

证券研究报告

2022 年 06 月 22 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：下半年经济同比增速的意义》2022-06-17
- 2 《宏观报告：风险定价-确定性宽松，不确定增长-6 月第 3 周资产配置报告》2022-06-16
- 3 《宏观报告：对通胀少一些焦虑-对通胀少一些焦虑》2022-06-13

6-8 月大类资产配置建议：

权益：胜率和赔率双高，大盘价值和成长、周期的提升较快

债券：下调利率债至【低配】，维持高评级信用债【低配】，提升转债至【标配】

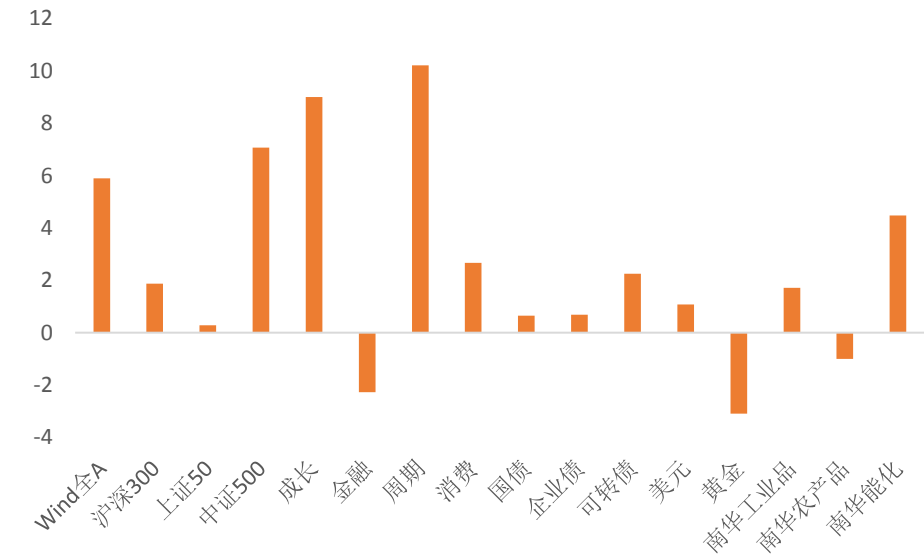
商品：维持工业品【标配或低配】，下调农产品至【低配】

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

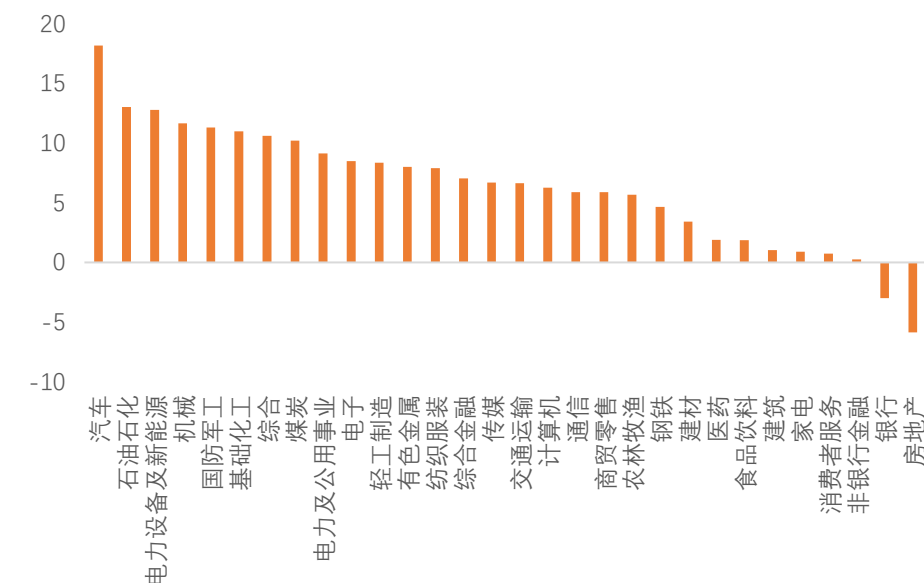
## 一、5月市场和策略回顾

图 1：5月各类资产收益率（%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 2：5月 A 股行业收益率（%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

**权益市场：**5月A股市场全面反弹，大盘股（上证50和沪深300）录得涨幅，分别上涨0.28%、1.87%，中盘股（中证500）大幅上涨7.08%。板块上，周期和成长领涨（上涨10.22%和9.00%），消费上涨2.67%，金融小幅收跌。

**债券市场：**5月利率债和信用债指数震荡偏强，中证转债指数跟随权益上涨较多。

**商品市场：**5月大宗商品走势出现分化，其中农产品小幅下跌1.00%，工业品、能化品全月分别上涨1.71%和4.48%。美债实际利率继续大幅上行；黄金价格震荡走弱。

**外汇市场：**5月美元指数强势上攻，人民币币值震荡偏弱，人民币对一篮子货币多数贬值。

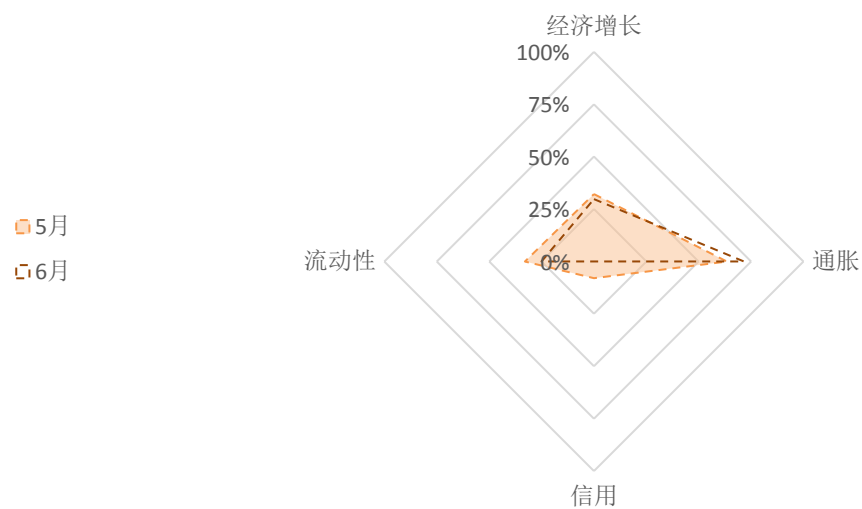
在五月的资产配置报告当中，我们建议上调权益和大盘成长的配置比例。

## 二、宏观环境与政策状态——滞胀延续，信用紧缩

根据对官方数据的拟合，预计 4 月单月 GDP 增速在-3%~-2.5%，5 月单月 GDP 增速在-0.5%。5 月经济数据较 4 月明显改善，但目前仍处于负增长的状态。后续经济恢复的阻力可能大于 2020 年。5 月通胀数据有边际转弱的迹象，但目前仍处在高位。经济滞胀格局延续，滞的风险依然存在，胀的压力有缓解的迹象。

后续的信用扩张要依赖政府加杠杆主导，但回升的幅度要视政策节奏、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 3：6 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 4：6-8 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						3%
债券						-7%
商品						-1%
股票大类	空仓	低配	标配	高配	超配	
周期						4%
消费						5%
成长						11%
金融						-1%
上证 50						1%
沪深 300						1%
中证 500						3%
大盘成长						-5%
大盘价值						5%

中盘成长						-2%
中盘价值						-13%
小盘成长						-12%
小盘价值						-16%
<b>债券大类</b>	<b>空仓</b>	<b>低配</b>	<b>标配</b>	<b>高配</b>	<b>超配</b>	
利率						-5%
信用						-8%
转债						2%
拉久期						
加杠杆						
信用下沉						
<b>商品大类</b>	<b>空仓</b>	<b>低配</b>	<b>标配</b>	<b>高配</b>	<b>超配</b>	
农产品						-3%
工业品						1%
<b>汇率</b>	<b>空仓</b>	<b>低配</b>	<b>标配</b>	<b>高配</b>	<b>超配</b>	
人民币						9%

资料来源：Wind，天风证券研究所

## (1) 权益：胜率和赔率双高，大盘价值和成长、周期的提升较快

权益市场胜率连续两个月回升，5 月经济和信用从 4 月底开始边际修复，政策维持宽松的概率仍高，是权益胜率回升的主要原因。

6-8 月大盘价值和大盘成长的胜率最高，大盘价值和中盘成长的胜率继续上升，小盘成长胜率持平，大盘成长、中盘价值、小盘价值的胜率回落。经济弱复苏和流动性宽松的宏观环境对成长股的支撑较强，成长股的整体胜率快速回升至中性以上。周期股在滞胀环境中的确定性较高，胜率小幅上升至略高于中性。信用环境依然偏紧，金融股的胜率维持在较高位置与上期持平。消费股的胜率开始从低位回升，仍在中性以下。

Wind 全 A、上证 50、沪深 300 估值【便宜】，中证 500 估值【便宜】。金融估值【很便宜】(93%分位)，周期估值【很便宜】(98%分位)，成长估值【很便宜】(95%分位)，消费估值【较便宜】(67%分位)。中盘价值/小盘价值估值【中性偏贵】(39%-40%分位)，中盘成长/小盘成长估值【较便宜】(61%-65%分位)，大盘成长/大盘价值【便宜】(86%-91%分位)。

**配置策略：**权益市场的胜率和赔率双高，维持权益配置比例【高配】。本期大盘价值、成长、周期的胜率和赔率均有提升，依然可以反映市场对修复交易的期待和对确定性的追求，建议提升大盘价值股的配置比例至【超配】，维持成长股配置比例为【超配】，提升周期股的配置比例至【超配】。

## (2) 债券：下调利率债至【低配】，维持高评级信用债【低配】，提升转债至【标配】

利率债的胜率进一步下降至中低水平，基本面斜率修复，但通胀上行斜率缓和、信用改善迟缓给利率上行带来阻力。未来宽信用打破资产荒和极度宽松的流动性开始收缩是利率上行的路标。高等级信用债的胜率跟随利率债下行，目前两者胜率基本持平。可转债的胜率跟随权益小幅回升，处在中性水平。

利率债的期限利差维持在中高位置，久期策略的盈亏比偏高；流动性溢价维持在很低的水平，杠杆策略的盈亏比较低。流动性预期从中性回升至较高位置，市场对未来货币收紧的预期开始增强。3 年 AAA 级与 AA 级信用利差处在较低位置，信用溢价低，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：下调利率债至【低配】，维持高评级信用债【低配】，提升转债至【标配】**

### **(3) 商品：维持工业品【标配或低配】，下调农产品至【低配】**

6-7 月工业品、农产品胜率维持在略高于中性的位置。

工业品的胜率小幅回升。滞胀格局延续，产能稀缺的上游工业品仍是确定性资产。美欧经济衰退预期上升，中国疫后需求恢复的速度预计较慢，工业品价格存在需求低预期后的调整风险。同时工业品的金融属性在联储加息预期走高后再次恶化。

工业品、农产品、能化品的赔率维持历史低位。整体而言，商品处于胜率较高、赔率极低的状态，波动明显高于权益和债券资产，市场环境可能仍较适合商品 CTA 策略。除非长期供给出现新的未定价约束，否则配置上依然维持较低比例。

**配置策略：维持工业品【标配或低配】，下调农产品至【低配】**

### **(4) 做多人民币策略：维持【低配】**

中国经济开始边际修复，人民币胜率从低位回升，目前处在中低水平。5 月出口超预期，经常账户盈余上升对贬值的趋势压力有所抵消。前期人民币贬值较快，在接近第一目标位 6.80 之后进入反复期，未来联储是否超预期加息和中美关系变化等因素将决定汇率是否突破 6.8 向上。短期中美利差创历史新低，人民币赔率仍处在历史低位。

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