

大盘价值和大盘成长都仍有吸引力—7月资产配置报告

证券研究报告

2022年07月24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-受风险事件影响，市场情绪暂停修复-7月第4周资产配置报告》2022-07-22
- 2 《宏观报告：海外衰退对中国制造业会有什么影响》2022-07-19
- 3 《宏观报告：三季度的主要交易逻辑》2022-07-18

大类资产配置建议：

权益：整体性价比下降，成长股胜率下降，权益配置小幅下调，大盘风格维持【高配】，价值相对占优

债券：维持利率债【低配】、高评级信用债【低配】，下调转债【标配或低配】

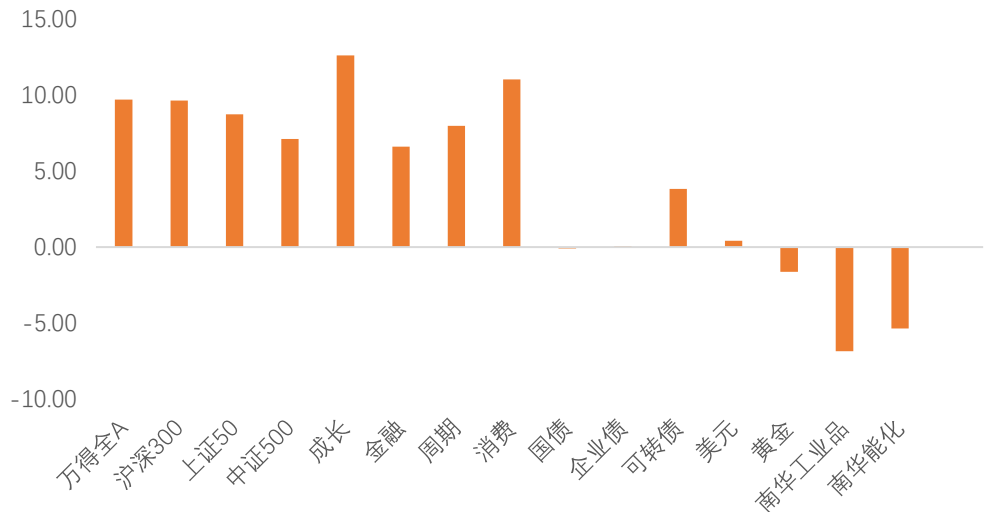
商品：下调工业品至【低配】，维持农产品【低配】

做多人民币汇率：维持【低配】

风险提示：出现致死率提升的新冠变种；经济复苏预期；货币政策超预期收紧

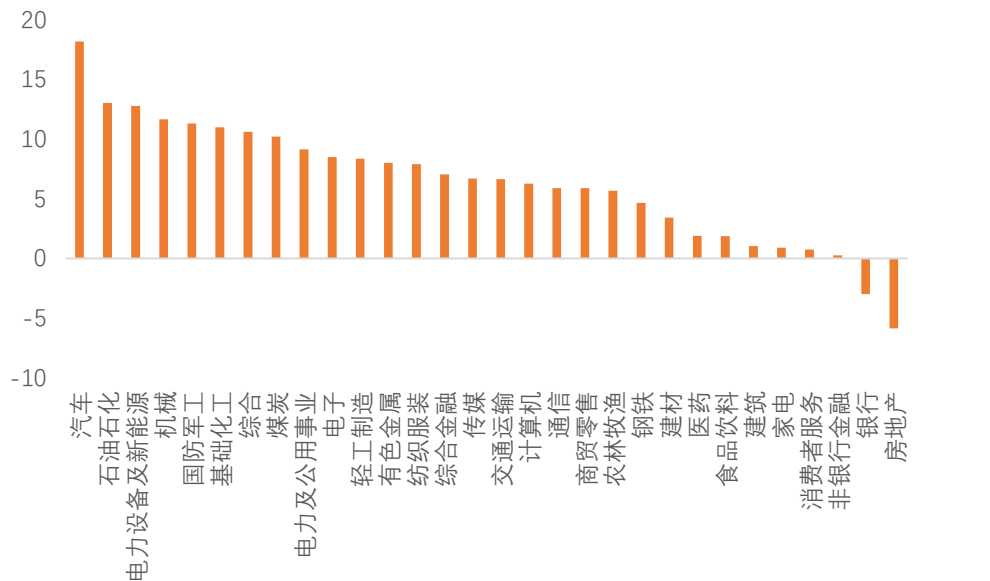
一、6 月市场和策略回顾

图 1：6 月各类资产收益率 (%)



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 2：6 月 A 股行业收益率 (%)



资料来源：Wind，天风证券研究所

权益市场：6 月 A 股市场普遍上涨，大盘股（上证 50 和沪深 300）分别上涨 8.72%、9.62%，中盘股（中证 500）上涨 7.10%。板块上，成长指数和消费指数领涨（分别上涨 12.58%和 11.02%），中信周期指数上涨 7.96%，中信金融指数上涨 6.59%。

债券市场：6 月利率债和信用债窄幅震荡（中证国债指数和企业债指数分别下跌 0.08%和上涨 0.06%），中证转债指数跟随权益上涨（3.82%）。

商品市场：6 月大宗商品整体偏弱，其中农产品小幅下跌 6.50%，工业品、能化品全月分别下跌 1.63%和 6.83%。美债实际利率冲高回落；黄金价格震荡走弱。

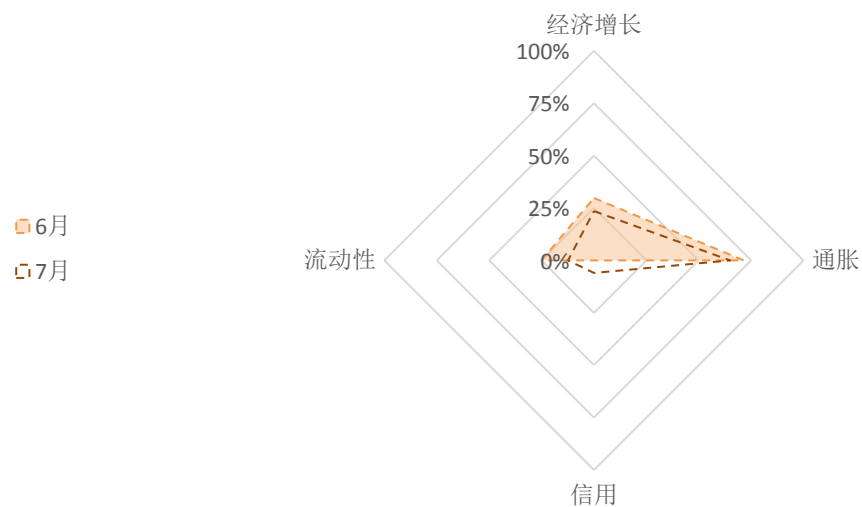
外汇市场：6 月美元指数继续维持强势，人民币币值震荡偏弱，人民币对一篮子货币多数升值。

在 6 月的资产配置报告当中，我们提示了权益资产胜率与赔率双高，同时成长的胜率上升较快等机会。

二、宏观环境与政策状态——经济爬坡，信用改善

6 月 GDP 重回正增长，2 季度 GDP 实现 0.4% 正增长，当前增长因子处于历史低位，但预计三季度经济有望出现加速反弹。CPI 进入上行通道，PPI 回落较慢，通胀水平整体仍处于历史较高位。随着地产企稳修复和稳增长政策加快落地，信用有望继续扩张。流动性溢价仍处在极宽松状态，预计短期内政策不会有明显收缩。

图 3：7 月宏观四维数据画像



资料来源：Wind，天风证券研究所

三、大类资产配置建议

图 4：7-9 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						-6%
债券						-3%
商品						-4%
股票大类	空仓	低配	标配	高配	超配	
周期						-5%
消费						-6%
成长						-12%
金融						-2%
上证 50						-6%
沪深 300						-3%
中证 500						-7%
大盘成长						4%
大盘价值						0%
中盘成长						1%
中盘价值						1%
小盘成长						-1%

小盘价值						-8%
债券大类	空仓	低配	标配	高配	超配	
利率						-1%
信用						-5%
转债						-3%
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						-5%
汇率	空仓	低配	标配	高配	超配	
人民币						-1%

资料来源：Wind，天风证券研究所

(1) 权益：整体性价比下降，成长股胜率下降，权益配置小幅下调，大盘风格维持【高配】，价值相对占优

6 月经济和信用延续底部回升，财政开始由守转攻，权益整体胜率与上期基本持平，维持在中高水平。7-9 月大盘价值、大盘成长的胜率最高，中盘价值、小盘价值的胜率维持在中性下方，中盘成长的胜率继续回升至中性上方，小盘成长的胜率与上期持平，目前略低于中性。金融股、周期股、消费股的胜率与前期基本持平，金融股和周期股的胜率处在较高位置，消费股的胜率仍略低于中性。成长股的胜率下降至中性下方。

整体而言，流动性宽松依然给胜率提供了较高的支撑，经济和信用有所改善但绝对水平仍在低位，三季度基本面的修复斜率如能超预期，未来权益市场的胜率还有提升空间，但通胀水平回落较慢是胜率提升至更高水平的阻碍。

Wind 全 A、上证 50、沪深 300、中证 500 估值【较便宜】(66-74%分位)；金融估值【便宜】(87%分位)，周期估值【便宜】(88%分位)，成长估值【便宜】(80%分位)，消费估值【中性偏便宜】(51%分位)；中盘/小盘价值估值【偏贵】(37%和 19%分位)，中盘成长、小盘成长估值【较便宜】(59%-61%分位)，大盘成长/价值【便宜】(86-90%分位)。

配置策略：权益市场赔率下降但仍处在中高位置，胜率整体处在中性以上，建议维持权益【高配】。大盘价值和成长风格的投资价值与前期持平，中盘和小盘风格的投资价值随赔率下降而有所下降，其中成长相较价值投资价值更高。板块方面，成长股胜率和赔率均有回落，情绪修复驱动的普涨阶段结束，进入轮动阶段。价值股（消费、金融、周期）的胜率和投资价值没有变化。无论价值和成长，大盘风格仍较有吸引力；建议高配，同时建议关注金融和周期的投资机会。

(2) 债券：维持利率债【低配】、高评级信用债【低配】，下调转债【标配或低配】

利率债的胜率维持在中低水平，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继续下行，低于利率债。可转债的胜率跟随债券下行，目前略低于中性水平，高于利率债和信用债。

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。流动性预期维持在高位，市场对未来货币收紧的预期较强。3 年 AAA 级与 AA 级信用利差处在较低位置，信用溢价低，信用下沉缺少性价比优势。转债的股性赔率下降，债性赔率持平，整体赔率小幅下降，处于中低水平。

配置策略：维持利率债【低配】，维持高评级信用债【低配】，下调转债【标配或低配】

(3) 商品：下调工业品至【低配】，维持农产品【低配】

6-7月工业品、农产品胜率回落至略低于中性的位置。

工业品的胜率小幅回升。美国实际利率和美元指数维持在高位不断蚕食工业品的金融属性，衰退预期的加强也打击了工业品的商品属性。

工业品、农产品、能化品的赔率小幅回升，但仍处在历史低位，整体盈亏比不高。

配置策略：下调工业品至【低配】，维持农产品【低配】

(4) 做多人民币策略：维持【低配】

人民币胜率与前期持平，目前处在略低于中性的位置，做多人民币策略的配置价值与前期基本持平。随着国内疫情逐步好转，出口快速恢复，经常账户盈余上升重新支撑人民币汇率的稳定。从历史经验来看，本轮贬值的时间和空间上仍不充分，联储加息明显放缓之前人民币仍有贬值动力，短端的中美国债利差不断创历史新低，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