

重视消费和周期低位布局的机会—8 月资产配置报告

证券研究报告

2022 年 08 月 31 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：市场在担心什么？》
2022-08-28
- 2 《宏观报告：杰克逊霍尔鲍威尔讲话点评-杰克逊霍尔鲍威尔讲话点评》
2022-08-28
- 3 《宏观报告：宏观-流动性分析手册，从货币信用框架开始说起》
2022-08-27

8-10 月大类资产配置建议：

权益：性价比重新回升，中小盘胜率提升较快。价值股中消费和周期的胜率和投资价值回升最快，建议关注两者低位布局的机会

债券：维持利率债【低配】、高评级信用债【低配】，提升转债至【标配】

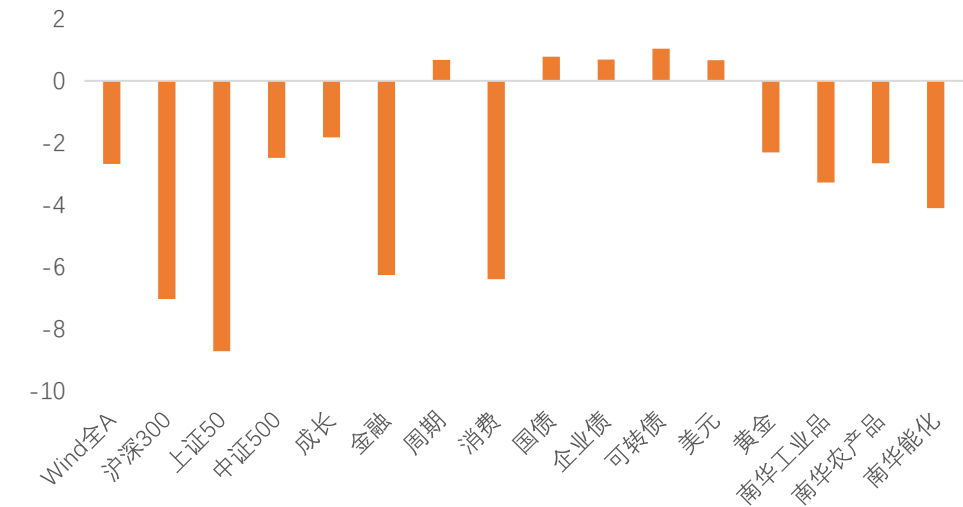
商品：上调工业品至【标配或低配】，上调农产品至【标配】

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；经济衰退超预期；货币政策超预期收紧

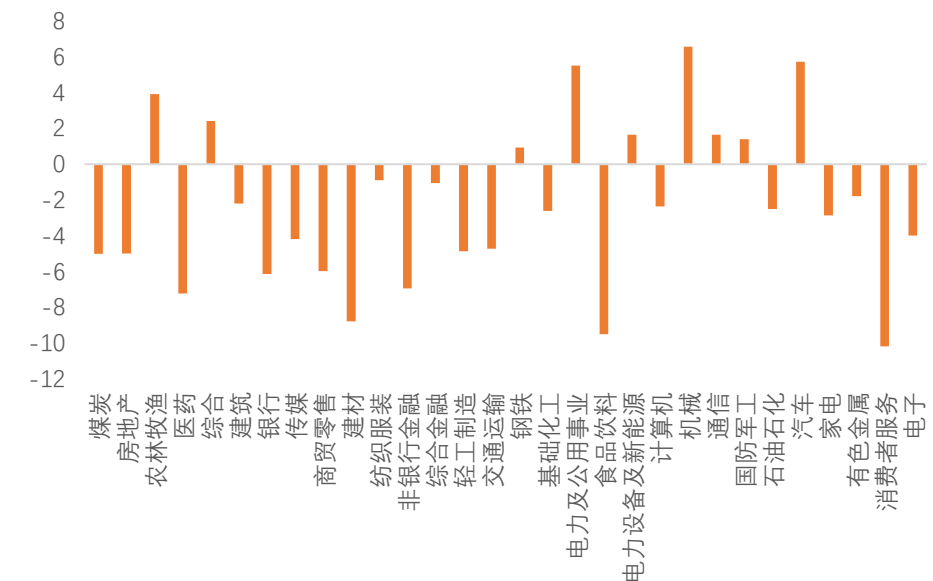
一、7月市场和策略回顾

图 1：7月各类资产收益率（%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 2：7月 A 股行业收益率（%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

权益市场：7月A股市场普遍下跌，大盘股（上证50和沪深300）分别下跌8.70%、7.02%，中盘股（中证500）下跌2.48%。板块上，消费指数和中信金融指数领跌（分别下跌6.38%和6.25%），成长指数下跌1.82%，中信周期指数上涨0.67%。

债券市场：7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上涨0.77%和0.69%），中证转债指数跟随权益上涨（1.03%）。

商品市场：7月大宗商品整体偏弱，其中农产品小幅下跌2.65%，工业品、能化品全月分别下跌3.27%和4.10%。美债实际利率冲高回落；黄金价格震荡走弱。

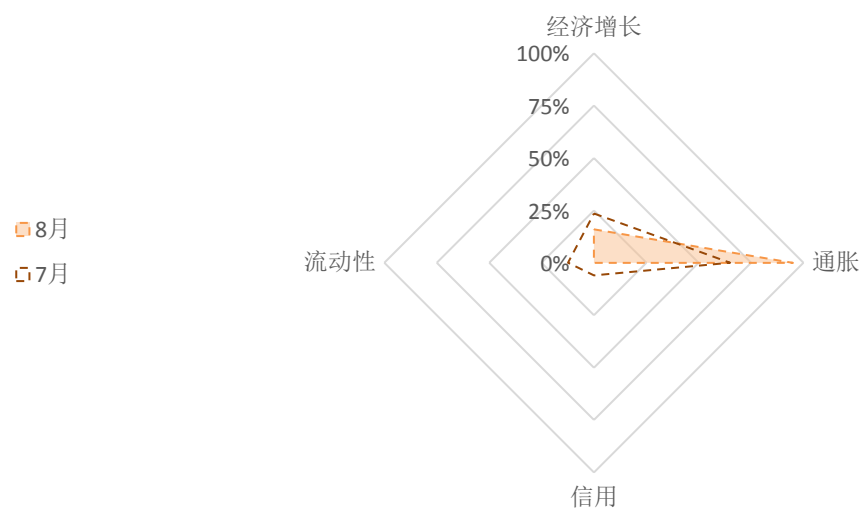
外汇市场：7月美元指数继续维持强势，震荡上行1.08%，人民币币值震荡偏弱，美元兑人民币升值0.67%，人民币对一篮子货币多数升值。

在 7 月的资产配置报告当中，我们提示了权益资产赔率回落较快，工业品投资价值下降等机会与风险。

二、宏观环境与政策状态——经济反弹被打断，流动性维持极度宽松

7 月金融与经济数据在疫情反复和高温天气的抑制下超预期走弱，增长因子进一步下探，但预计随着疫情得到控制和气温下降和稳增长政策的持续发力，秋季经济有望出现反弹。CPI 进入上行通道，PPI 回落加速，通胀水平整体仍处于历史高位。地产企稳偏慢，专项债将在 8 月全部发完，信用在周期底部徘徊。降息之后，流动性环境进一步宽松，目前处在历史低位。稳增长目标完成之前流动性预期不会有明显收缩。

图 3：8 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 4：8-10 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						8%
债券						0%
商品						8%
股票大类	空仓	低配	标配	高配	超配	
周期						7%
消费						15%
成长						19%
金融						-8%
上证 50						-3%
沪深 300						3%
中证 500						15%
大盘成长						2%
大盘价值						-9%
中盘成长						13%
中盘价值						11%

小盘成长						23%
小盘价值						29%
债券大类	空仓	低配	标配	高配	超配	
利率						-1%
信用						1%
转债						7%
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						12%
工业品						5%
汇率	空仓	低配	标配	高配	超配	
人民币						-7%

资料来源：Wind，天风证券研究所

（1）权益：性价比重新回升，中小盘胜率提升较快。价值股中消费和周期的胜率和投资价值回升最快，建议关注两者低位布局的机会

7 月经济修复的斜率较疫后修复的第 1 个月（6 月）明显走缓，财政开始由守转攻的趋势更加明显。降息之后流动性环境进一步走宽，权益整体胜率较上期上升明显，来到较高水平。8-10 月中盘与小盘成长的胜率最高（67%-68%），大盘价值、中盘价值的胜率略低于中性，大盘成长的胜率位置在中高位置，中盘价值的胜率中性。成长股、周期股、消费股的胜率都有一定程度的上升，金融股的胜率高位回落，目前处在略高于中性的位置，消费和成长股的胜率回升至中性上方，周期股的胜率中性偏高。

整体而言，降息带动流动性环境转向极为宽松给权益胜率提供了较高的支撑，经济和信用仍在底部反复。稳增长政策加速落地将会对冲部分地产回落的负面冲击，基本面的修复斜率如能超预期，未来权益市场的胜率或还有提升空间。通胀周期逐步见顶之后，高通胀对胜率压制也将逐步释放。

随着债券利率的下降，权益资产的性价比提升。Wind 全 A、上证 50、沪深 300、中证 500 估值【便宜】（80-88%分位）；周期与金融估值【极便宜】（94%和 96%分位），成长估值【便宜】（88%分位），消费估值快速下降到【较便宜】区间内（74%分位）；中盘成长、中盘/小盘价值估值【较便宜】（66%-73%分位），小盘成长估值【便宜】（87%分位），大盘成长/价值【极便宜】（93%和 95%分位）。

配置策略：债券利率下降的背景下，权益相对性价比提升明显，胜率整体稳中有升，建议维持权益【高配】。流动性环境进一步宽松后，中证 500 和中小盘价值/成长的胜率提升较多，大盘风格与前期投资价值基本持平。板块方面，成长股胜率与赔率重新回升，但情绪修复驱动的普涨阶段结束，进入轮动阶段。价值股中消费和周期的胜率和投资价值回升最快，建议关注两者低位布局的机会，金融相较前期投资价值有所回落。

（2）债券：维持利率债【低配】、高评级信用债【低配】，提升转债至【标配】

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与前期持平，低于利率债。可转债的胜率跟随权益上行，目前仍略低于中性水平，高于利率债和信用债。

利率债的期限利差上升至高位，久期策略的盈亏比高；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】，重新上调转债【标配】

(3) 商品：上调工业品至【标配或低配】，上调农产品至【标配】

8-10 月工业品、农产品胜率开始回升，双双回升至中性上方。

工业品的胜率继续回升。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，全球衰退预期的加强也打击了工业品的商品属性，但随着国内稳增长政策增量不断补充和存量加速落地，商品属性改善预期增强，叠加人民币流动性环境宽松，胜率逐渐改善。

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：上调工业品至【标配或低配】，上调农产品至【标配】

(4) 做多人民币策略：维持【低配】

人民币胜率仍维持在中低位置，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，出口维持高增，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，美国经济进入实质性衰退，联储加息明显放缓之前，人民币仍有贬值压力。短端的中美国债利差维持在历史最低值附近，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