

大盘风格进入超配区间—10 月资产配置报告

证券研究报告
2022 年 10 月 27 日

作者

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

林彦 分析师
SAC 执业证书编号: S1110522100002
liny@tfzq.com

相关报告

- 1 《宏观报告：风险定价-中期选举可能是分水岭-10 月第 4 周资产配置报告》2022-10-26
- 2 《宏观报告：宏观-迟到的经济数据》2022-10-25
- 3 《宏观报告：地产下行的尽头：多少亿平是终点？-中国房地产市场的长期需求测算》2022-10-22

10-12 月大类资产配置建议：

权益：性价比极具吸引力，大盘风格进入超配区间，成长股胜率整体相对价值股更占优势。中小盘风格投资价值从低位开始快速回升

债券：维持利率债【标配或低配】、高评级信用债【低配】，提升转债至【标配或高配】

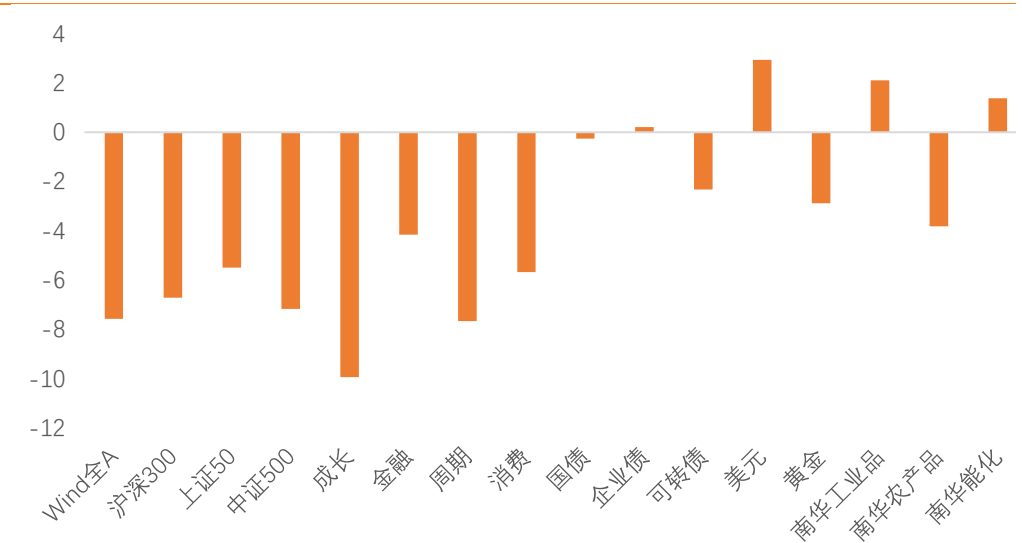
商品：维持工业品和农产品【标配或低配】

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；经济衰退超预期；货币政策超预期收紧

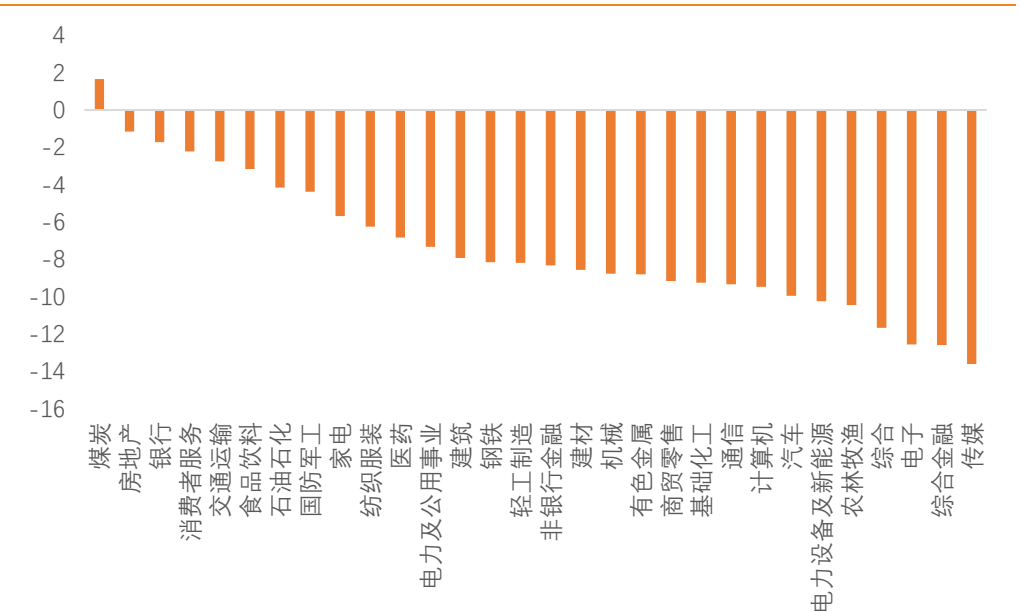
一、9月市场和策略回顾

图 1: 9月各类资产收益率 (%)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 2: 9月 A 股行业收益率 (%)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

权益市场: 9月 A 股市场普遍下跌, 大盘股 (上证 50 和沪深 300) 分别下跌 5.49%、6.72%, 中盘股 (中证 500) 下跌 7.18%。板块上, 成长指数和周期指数分别下跌 9.94%和 7.66%, 消费指数和金融指数分别下跌 5.68%和 4.16%。

债券市场: 9 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 0.26%和上涨 0.21%), 中证转债指数跟随权益下跌 2.32%。

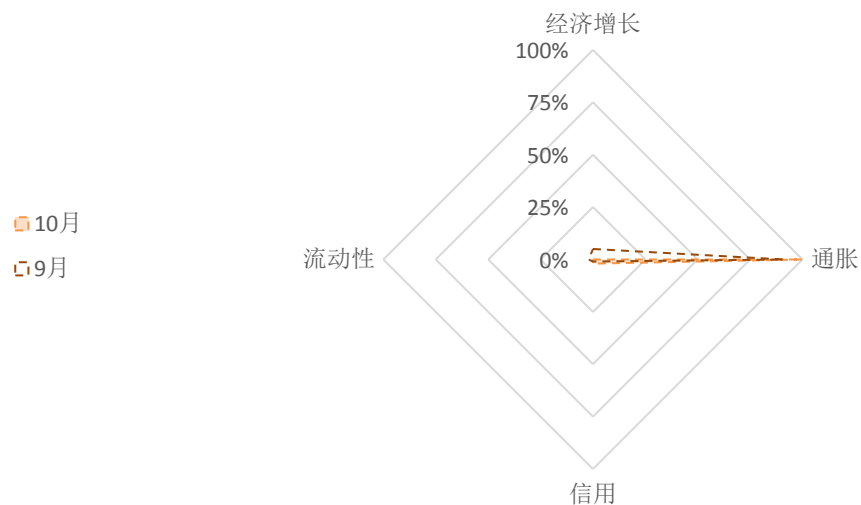
商品市场: 9 月大宗商品黄金与农产品分别下跌 2.89%和 3.81%, 工业品、能化品全年分别上涨 2.10%和 1.38%。美债实际利率持续冲高。

外汇市场: 9 月美元指数继续维持强势, 震荡上行 3.19%, 人民币币值走弱, 美元兑人民币升值 2.94%, 人民币对一篮子货币有升有贬。

二、宏观环境与政策状态——经济弱复苏延续，静待政策空间

三季度中国经济“环比意义”上逐月修复，但受国内疫情反复、高温限电等因素扰动，整体位于正常运行区间的下沿位置。预计四季度经济将会延续弱复苏的态势：地产低水平企稳，基建继续发力，制造业和出口保持韧性，消费持续拖累。预计四季度 CPI 小幅回落，PPI 回落到负值后阶段性见底。经济真实需求改善将拉动融资需求，社融受政府债拖累可能逐渐走低，但大概率不会再出现季末冲量后次月塌方的情况，信用周期将于金融周期趋向于同步。流动性环境维持在极宽松区间内，流动性溢价处在历史低位，类似 9 月 2000 亿设备更新改造再贷款的结构性的货币政策仍可期待。

图 3：10 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 4：10-12 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						-2%
商品						-2%
股票大类	空仓	低配	标配	高配	超配	
周期						5%
消费						11%
成长						4%
金融						-7%
上证 50						-4%
沪深 300						1%
中证 500						6%
大盘成长						-1%
大盘价值						-4%
中盘成长						7%

中盘价值						2%
小盘成长						9%
小盘价值						6%
债券大类	空仓	低配	标配	高配	超配	
利率						0%
信用						-3%
转债						1%
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						0%
工业品						-4%
汇率	空仓	低配	标配	高配	超配	
人民币						4%

资料来源：Wind，天风证券研究所

（1）权益：性价比极具吸引力，大盘风格进入超配区间，成长股胜率整体相对价值股更占优势。中小盘风格投资价值从低位开始快速回升

10-12月大盘成长的胜率最高（72%），大盘价值、中盘价值/成长和小盘价值的胜率处在较高区间（63-69%），小盘成长的胜率略高于中性（58%），价值股整体的胜率略高于成长股。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，目前处在偏高的位置，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，经济回暖预期和极其宽松的流动性环境是权益胜率的主要支撑，信用周期仍在阶段性底部反复，通胀的回落降低了对货币政策快速转向的担忧，在市场对外部环境恶化的恐慌情绪缓解之后，权益市场定价逻辑有望重回基本面。

随着市场调整叠加债券利率处在较低水平，权益资产的性价比进一步提升至年内高点。Wind全A目前估值水平处于【便宜】区间（89%分位），上证50与沪深300的估值处于【很便宜】水平（93%和94%分位），中证500的估值维持【较便宜】水平（69%分位）。金融、成长、周期估值维持【很便宜】（94%、96%、97%分位），消费估值【较便宜】（76%分位）；**成长风险溢价整体高于价值**：大盘成长/价值估值【极便宜】（95-96%分位）、中盘/小盘成长估值【较便宜】（81%-85%分位），中盘/小盘价值估值【中性偏便宜】（54-63%分位）。

配置策略：A股的性价比极具吸引力，大盘风格进入超配区间，成长股胜率整体更占优势。中小盘风格投资价值从低位开始快速回升。风格上，建议超配大盘成长，标配或超配大盘价值，高配中盘价值/成长和小盘成长，标配或高配小盘价值。板块上，建议超配或高配金融和成长，高配周期和消费。

（2）债券：维持利率债【标配或低配】、高评级信用债【低配】，提升转债至【标配或高配】

10-12月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，短期流动性环境收缩的可能性在通胀回落的背景下进一步下降。高等级信用债的胜率小幅回升，与利率债基本持平。可转债的胜率跟随权益上行到中高水平（63%），叠加交易拥挤度处在相对低位（16%分位），建议提升可转债至【标配或高配】。

利率债的期限利差小幅回落，但仍处在较高位置，久期策略的盈亏比较高；流动性

溢价维持在很低的水平，杠杆策略的盈亏比较低。流动性预期处在高位，市场对一年内流动性边际收紧的预期较为一致。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。转债的股性赔率回升，债性赔率持平，整体赔率上升，处于中性水平。

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

（3）商品：维持工业品和农产品【标配或低配】

10-12 月工业品、农产品胜率都处在略高于中性的水平，工业品胜率有所提升，农产品胜率小幅下降。

工业品的胜率在中性附近徘徊。杰克逊霍尔会议之后，联储鹰派加码，美债实际利率和美元指数冲高不断蚕食工业品的金融属性，但目前美债利率定价的预期已经超过联储给出的指引，一旦联储态度反转纠偏力量将会较强。另一方面，全球衰退渐行渐近打击了全球定价的商品属性，但受中国基建投资的持续支撑，中国定价的商品属性受冲击相对有限，叠加人民币流动性环境宽松，胜率维持中性。未来工业品的胜率改善可能依赖金融属性的反转。

工业品、农产品、能化品的赔率小幅回升，但仍处在较低位置，整体盈亏比不高。

配置策略：维持工业品【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】

本期人民币胜率继续在偏低区间内徘徊（36%）。出口韧性较强，经常账户盈余上升意味着人民币不具备持续贬值的基本面原因。从历史经验来看，本轮贬值的空间逐渐充分，但时间上仍不充分，预计在美联储态度转向之后，人民币的贬值通道将结束。短端中美国债利差仍处在历史最低值附近，人民币的赔率低。

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