

# 大盘价值仍处在超配区间—22 年 11 月-23 年 1 月资产配置报告

证券研究报告  
2022 年 12 月 02 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  
linyanyan@tfzq.com

## 相关报告

- 1 《宏观报告：宏观-消费的黎明之前》2022-11-25
- 2 《宏观报告：COP27 的新变化和对世界的影响》2022-11-23
- 3 《宏观报告：风险定价-市场短期主线还是复苏交易-11 月第 4 周资产配置报告》2022-11-23

## 22 年 11 月-23 年 1 月大类资产配置建议：

**权益：**性价比仍具吸引力，复苏预期交易仍然是市场短期的主线，流动性边际收缩对成长股和中小盘风格的压制更为明显。大盘价值与金融的投资价值较高。

**债券：**下降利率债至【低配】、维持高评级信用债【低配】，维持转债【标配或高配】

**商品：**上调工业品和农产品至【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

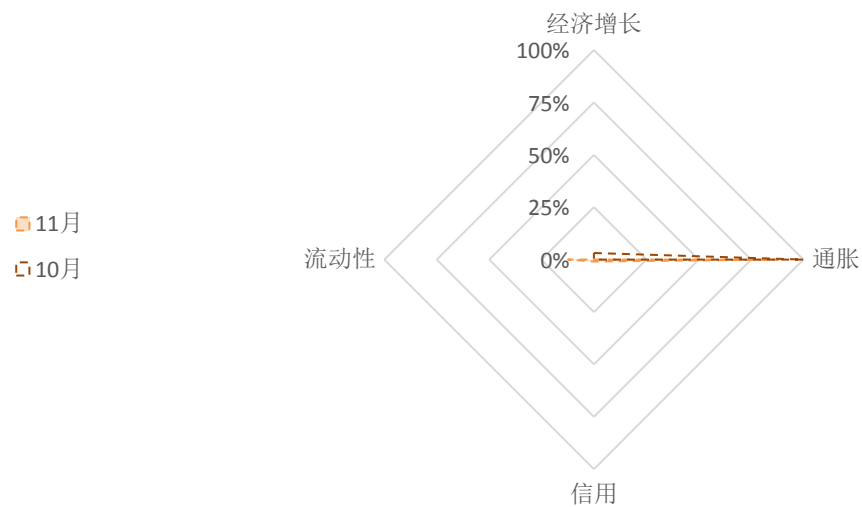
## 一、上期策略回顾

上期的资产配置报告（10月27日，《大盘风格进入超配区间—10月资产配置报告》）中我们对股债走势的判断都得到了市场的验证：权益方面，我们提示了A股整体的性价比，建议超配大盘风格。上证50从10月27日至今上涨了8.58%，而Wind全A上涨了4.09%，大盘蓝筹超额收益显著；债券方面，我们建议标配或低配利率债，同时低配信用债，而债市也的确发生了较大程度的调整，10Y国债利率从2.7%上行至2.88%，3YAAA级企业债利率更是从2.57%快速上行至3.04%。对商品和汇率的判断我们略显保守，而南华商品指数小幅上涨，人民币汇率也小幅升值。

## 一、宏观环境与政策状态——经济磨底，静待政策空间

经济基本面再迎波折，内生需求恢复步履维艰，出口受海外需求下滑拖累，供给端受疫情扰动有所承压。经济仍在磨底阶段，但后续随着地产低水平企稳，基建继续发力，制造业和出口维持韧性，复苏的曙光逐渐出现。预计四季度CPI小幅回落，PPI回落到负值后阶段性见底。随着经济逐渐“去地产化”，金融周期将跟随内需周期逐步企稳。流动性环境离开极度宽松的区间，但仍较宽松，流动性溢价小幅回升。我们认为，短期内出台总量刺激政策会相对克制，但结构性政策仍可期待。

图1：11月宏观四维度数据画像



资料来源：Wind，天风证券研究所

## 二、大类资产配置建议

图2：22年11月-23年1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						-9%
债券						-2%
商品						9%
股票大类	空仓	低配	标配	高配	超配	
周期						-6%
消费						-6%
成长						-9%
金融						-3%
上证 50						-3%
沪深 300						-8%
中证 500						-17%
大盘成长						-13%
大盘价值						0%
中盘成长						-13%
中盘价值						-11%
小盘成长						-19%
小盘价值						-15%
债券大类	空仓	低配	标配	高配	超配	
利率						-6%
信用						3%
转债						-2%
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						8%
工业品						10%
汇率	空仓	低配	标配	高配	超配	
人民币						3%

资料来源：Wind，天风证券研究所

## （1）权益：性价比仍具吸引力，复苏预期交易仍然是市场短期的主线，流动性边际收缩对成长股和中小盘风格的压制更为明显。大盘价值与金融的投资价值较高。

22 年 11 月-23 年 1 月，风格上，大盘价值的胜率最高（65%），大盘成长、中盘价值/成长的胜率略高于中性（51-57%），小盘价值的胜率中性（50%），小盘成长的胜率略低于中性（46%）。价值股整体胜率略高于成长股的状态延续。随着流动性环境开始脱离极度宽松的区间，成长、周期、消费和金融的胜率都有一定程度的回落，金融股的胜率继续小幅回落但仍处在中高区间内，周期和成长股的胜率回落至略高于中性，消费股的胜率小幅回落至中性下方。

自上而下看，今年以来强政策预期，弱经济现实的局面仍在延续。经济和信用周期仍在阶段性底部反复，同时通胀的回落预示着货币政策基本没有快速转向的风险。但作为积极财政政策的置换，流动性环境开始脱离 4 月以来的极度宽松区间。未来经济基本面修复的预期兑现后，流动性预计将逐步向中性偏松靠拢，A 股的支撑力量从分母端来到分子端。

虽然债券利率出现快速反弹，但权益资产的性价比多数仍处在历史高位。Wind 全 A 目前估值水平处于【便宜】区间（84%分位），上证 50 与沪深 300 的估值处于【很便宜】

水平（95%分位），中证 500 的估值回落至【略低于中性】水平（44%分位）。金融、周期估值维持【很便宜】（94%、90%分位），消费估值【较便宜】（83%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】（95-97%分位）、中盘成长估值【较便宜】（76%分位），小盘成长和中盘价值估值【中性偏便宜】（52-55%分位），小盘价值股债【中性偏贵】（35%分位）。

**配置策略**：A 股的性价比仍较有吸引力，复苏预期交易仍然是市场短期的主线，流动性从极度宽松开始逐步收敛，对成长股和中小盘股的压制更为明显。风格上，建议维持高配或超配大盘价值，高配大盘成长，高配或标配中盘价值/成长，标配小盘价值/成长。板块上，建议超配或高配金融，高配周期和成长，标配或高配消费。

## （2）债券：下降利率债至【低配】、维持高评级信用债【低配】，维持转债【标配或高配】

22 年 11 月-23 年 1 月，利率债的胜率维持在中低水平，防疫政策优化与地产政策进一步放松驱动复苏预期上升，利率也随之出现了短期的快速调整。后续进一步上行的路标是经济复苏预期兑现后的流动性回笼和资产荒缓解，目前这两者都未见端倪。高等级信用债的胜率与前期持平，也处在中低水平。可转债的胜率跟随权益小幅下行，目前处在中性偏高水平（60%），叠加交易拥挤度从低位开始回升，建议维持可转债【标配或高配】。

利率债的期限利差大幅回落，处在中低位置，久期策略的盈亏比明显下降；流动性溢价处在较低位置，杠杆策略的盈亏比并不高。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 级信用利差低位小幅回升，但信用溢价仍低，信用下沉缺少性价比优势。转债整体赔率与前期基本持平，处于中性水平。

**配置策略**：下降利率债至【低配】、维持高评级信用债【低配】，维持转债【标配或高配】

## （3）商品：上调工业品和农产品至【标配】

22 年 11 月-23 年 1 月工业品、农产品胜率都较前期有所上升，目前处在中性偏高的水平（60-62%分位）。

工业品的胜率回升至中性偏高水平。10 月美国通胀数据下降超预期叠加中期选举之后控通胀的政治压力有所下降，定价逻辑的天平再次倒向衰退宽松一边，美债实际利率和美元指数开始震荡下行，我们预计金融属性将逐渐从历史底部反弹。另一方面，全球衰退渐行渐近打击了全球定价的商品属性。受中国基建投资和后续地产下降斜率放缓的支撑，中国定价的商品属性受冲击有限，叠加人民币流动性环境仍相对宽松，商品属性有望维持中性。短期内工业品的胜率改善或仍主要依赖金融属性。

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**：上调工业品和农产品至【标配】

## （4）做多人民币策略：维持【低配】

22 年 11 月-23 年 1 月人民币胜率小幅改善（38%，前值为 36%）。我们认为，全球需求下降较为明确，经常项收支对人民币的支撑边际减弱。美国与非美经济体的金融条件逐渐收敛，内滞外胀的宏观环境正在转向，人民币贬值的时间和空间基本已经充足。如果美联储态度正式转向，人民币的贬值通道会正式关闭，后续升值的节奏和幅度还要关注国内经济复苏的预期能否兑现。短端中美国债利差仍处在历史低位，人民币的赔率不高。

**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