

复苏交易集中到大盘风格上——22 年 12 月-23 年 2 月资产配置报告

证券研究报告
2022 年 12 月 31 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：房地产的支柱作用到底有多强？——房地产对经济的影响（上）》 2022-12-29
- 2 《宏观报告：风险定价-复苏交易主线行业的拥挤度状态-12 月第 5 周资产配置报告》 2022-12-29
- 3 《宏观报告：日本央行意外加息的影响 - 日本央行意外加息的影响》 2022-12-23

22 年 12 月-23 年 2 月大类资产配置建议：

权益：性价比回归中性，复苏交易收缩到大盘风格，中小盘风格的胜率和赔率都明显回落。大盘价值与金融股的投资价值较高。

债券：维持利率债【低配】、上调高评级信用债至【标配】，维持转债【标配或高配】

商品：维持工业品和农产品【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

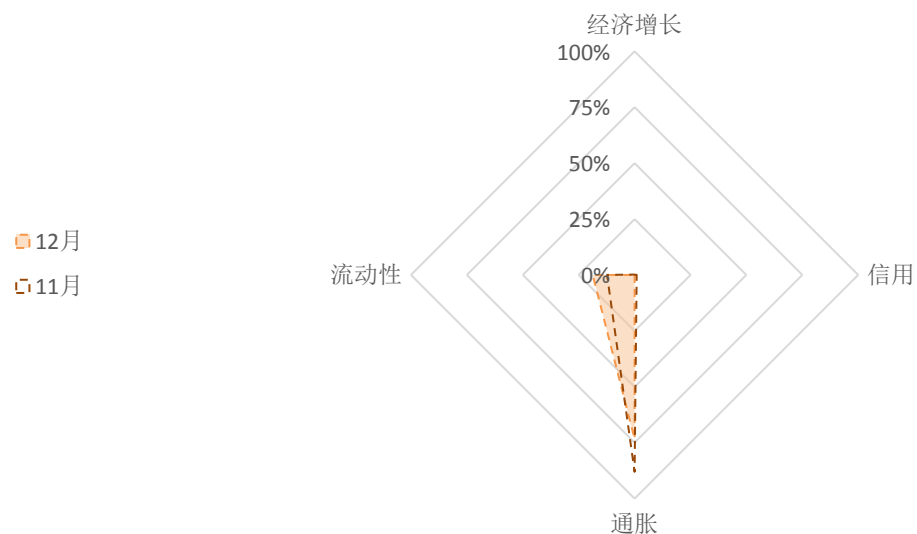
一、上期策略回顾

上期资产配置报告（12月2日，《22年11月-23年1月资产配置报告》），我们给出了股相对优于债的判断。中央经济工作会议召开前，与市场走势基本契合，会后复苏交易开始回吐前期累计收益。权益风格上，报告建议“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。”实际上大盘价值/成长先上后下，截止12月29日小幅下跌1%；中小盘价值和成长单边回调，下跌4-7%不等。回头看，我们对权益市场整体有些过于乐观，但还是准确判断大盘风格仍将占优。债券方面，我们建议低配利率债和信用债，债市在12月的前2周确实出现了较大程度调整，10Y国债利率从低点到高点上升了6bp，3YAAA级企业债利率从低点到高点上行了37bp，之后两者都有所回落。此外，上期商品的胜率上升与商品指数的小幅上涨的状态吻合。模型对汇率的判断略显保守，人民币汇率小幅升值。

二、本期宏观环境与政策状态——黎明前的黑暗

新十条颁布后，疫情曲线加速上升。经济基本面短期进一步承压，内需下滑，短期供给端也面临冲击。经济寻底继续，但也进一步夯实了明年经济复苏预期。预计CPI小幅回落，PPI阶段性见底。随着经济逐渐“去地产化”，金融周期将逐渐与经济周期同步，随内需企稳。流动性环境较前期明显边际收紧，但在历史上仍算较为宽松。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：本期宏观四维数据画像



资料来源：Wind，天风证券研究所

三、大类资产配置建议

图 2：22 年 12 月-23 年 2 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						-13%
债券						11%
商品						0%
股票大类	空仓	低配	标配	高配	超配	
周期						-12%
消费						-18%
成长						-12%
金融						-11%
上证 50						-6%
沪深 300						-7%
中证 500						-13%
大盘成长						-10%
大盘价值						-5%
中盘成长						-11%
中盘价值						-4%
小盘成长						-4%
小盘价值						-7%
债券大类	空仓	低配	标配	高配	超配	
利率						4%
信用						18%
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						0%
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：性价比回归中性，复苏交易收缩到大盘风格，中小盘风格的胜率和赔率都明显回落。大盘价值与金融股的投资价值较高。

本期大盘价值的胜率继续领跑（68%），中盘价值胜率略高于中性（53%），大盘成长、中盘成长和小盘价值/成长的胜率略低于中性（40-50%）。

大盘价值的胜率继续占优大盘成长，中小盘价值/成长的胜率差异不明显，反映出复苏预期是当前资产定价的主要驱动因素。由于流动性环境较上月进一步收紧，成长、周期、消费和金融的胜率都继续回落，金融股的胜率回落幅度较小且仍处在中高区间内；周期股的胜率向中性区间靠拢；消费股和成长股的胜率处在中性区间下方。

自上而下看，十月底以来防疫和地产政策快速调整，股债市场的交易逻辑集中到对政策加码和经济复苏的预期上。随着复苏预期的逐渐定价（A股赔率整体已经修复至中性），我们预计，后续复苏交易的关注点将转为基本面兑现，高胜率板块集中于在经济逆境中韧性更强、改善节奏更靠前的大盘价值上。

赔率方面，A股性价比开始回归中性。Wind全A的风险溢价已接近【中性】水平。其中Wind全A、上证50、沪深300的风险溢价分别下降至51%、71%、69%，中盘股（中

证 500) 的风险溢价已经来到了较低位置 (接近 15% 历史分位)。金融、周期、成长、消费的风险溢价为 62%、59%、61%、39% 分位；**大盘股的风险溢价整体高于中小盘**：大盘成长/价值的估值【便宜】(75-76% 分位)、中盘成长的估值【中性偏便宜】(59% 分位)，中盘价值和小盘成长的估值【中性】(49-50% 分位)，小盘价值的估值【中性偏贵】(29% 分位)。

配置策略：性价比回归中性，复苏交易集中于大盘风格，中小盘风格的胜率和赔率都明显回落。风格上，建议维持高配或超配大盘价值，下调大盘成长至标配或高配，下调中盘价值/成长至标配，下调小盘价值/成长至标配或低配。板块上，建议高配金融，标配周期和成长，标配或低配消费。

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

本期利率债的胜率小幅回升，目前略低于中性。

经济复苏预期已经部分被市场定价，中央经济工作会议强调平衡短期压力与长期高质量发展目标，债市恐慌情绪有所缓解。疫情拖累下短期经济压力对利率进一步上升形成明显阻力。高等级信用债的胜率跟随利率债回升，但也仍处在中性偏低水平。可转债的胜率与前期基本持平，目前处在中性偏高水平 (58%)，叠加交易拥挤度持续修复，建议维持可转债【标配或高配】。

利率债的期限利差大幅回落，处在较低位置，久期策略的盈亏比低；流动性溢价处向中性靠拢，杠杆策略的盈亏比改善。流动性预期回归中性，市场对一年内流动性进一步收紧的担忧有所缓解。3 年 AAA-AA 信用利差快速上升至历史高位，信用溢价高企，信用下沉性价比凸显。转债整体赔率与前期基本持平，处于中性水平。

配置策略：维持利率债【低配】、上调高评级信用债至【标配】，维持转债【标配或高配】。

(3) 商品：维持工业品和农产品【标配】

本期工业品、农产品的胜率都较前期继续上升，目前处在中性偏高的水平 (61-63% 分位)。

工业品的胜率维持中性偏高水平。一方面，全球通胀回落趋势愈发明确，明年主要央行紧缩节奏大概率开始放缓，全球金融条件逐步改善，工业品的金融属性逐渐从底部开始反弹，金融属性较强的贵金属和有色金属近期表现突出。另一方面，中国防疫政策调整速度明显超预期，明年经济的复苏节奏有望提前，商品属性可能在疫情达峰回落逐渐改善，出现修复预期。

工业品、农产品、能化品的赔率小幅回落，目前仍处在较低位置，整体盈亏比不高。

配置策略：维持工业品和农产品【标配】。

(4) 做多人民币策略：维持【低配】

本期人民币胜率继续小幅改善 (43%，前值为 38%)。

中期维度上，中美的经济和货币政策预期都在转向：中国逐渐走出衰退周期的底部，而美国开始走入衰退周期；中国央行开始退出极度宽松，而联储紧缩节奏开始放缓。因此，人民币转入升值周期相对确定，但目前中国出口数据仍然疲软，经常项下的结汇需求下降将会限制人民币的短期反弹空间，升值周期初期的弹性或相对有限。中美短期利差仍处在历史极低位置，性价比也难支撑人民币快速反弹。

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