

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
linyan@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】

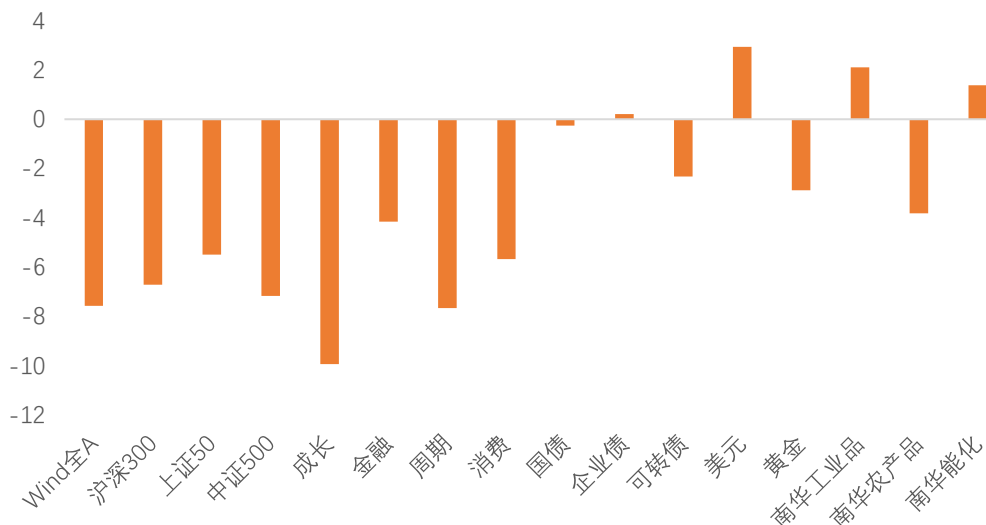
商品：维持工业品和农产品【标配或低配】

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

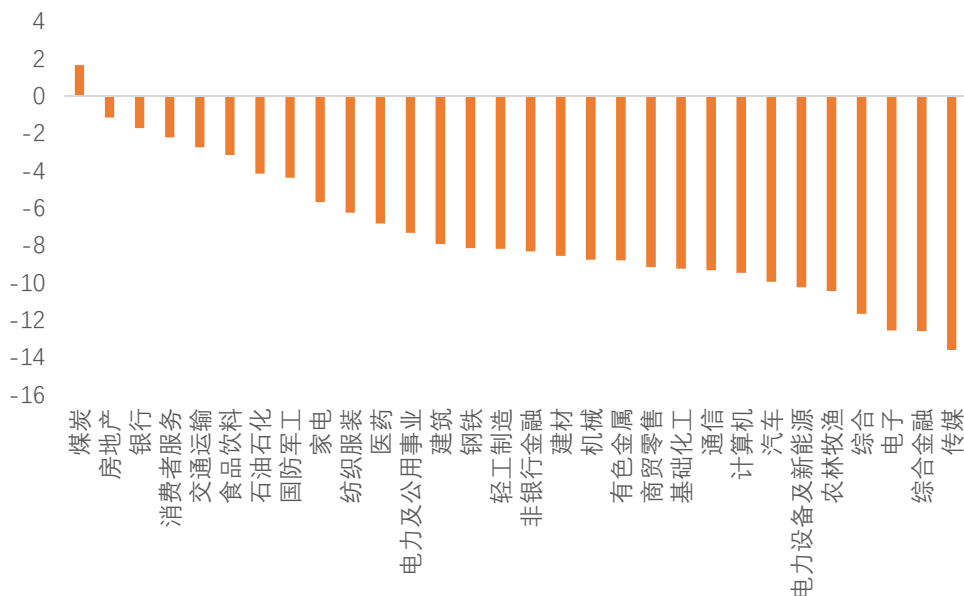
一、9 月市场和策略回顾

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%。

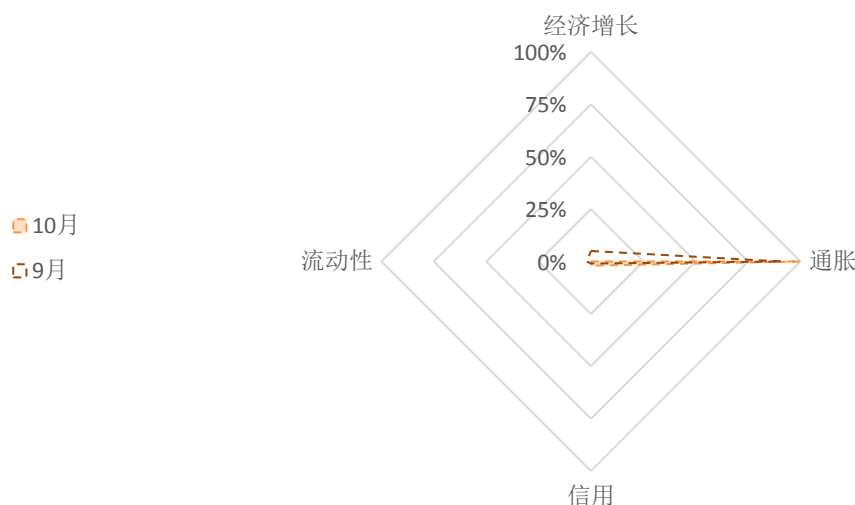
商品市场：9 月大宗商品黄金与农产品分别下跌 2.89%和 3.81%，工业品、能化品全年分别上涨 2.10%和 1.38%。美债实际利率持续冲高。

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）。

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_47944

