

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
linyan@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

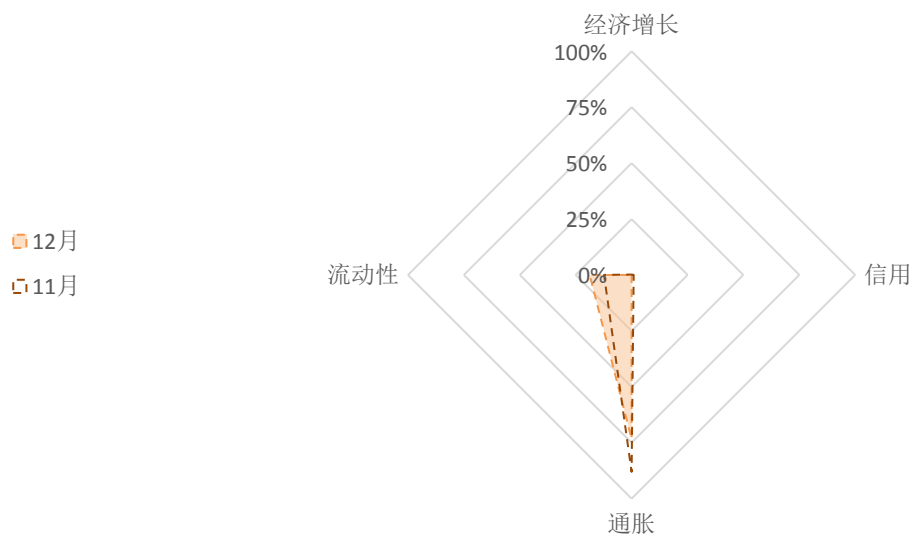
一、上期策略回顾

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、改善节奏更靠前的价值股上。

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之后逐渐改善, 出现修复预期。

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_50805

