

权益整体胜率开始回落——23 年 3-5 月 资产配置报告

证券研究报告
2023 年 04 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
liny@tfzq.com

相关报告

- 1 《宏观报告：美国商业地产贷款会引发银行业危机吗？-美国银行业一览之二》 2023-03-28
- 2 《宏观报告：宏观-大类资产风险定价周度观察-3 月第 5 周》 2023-03-28
- 3 《宏观报告：宏观-黄金的超长周期——黄金定价系列报告 二》 2023-03-22

23 年 3-5 月大类资产配置建议：

权益：胜率开始从高位回落，性价比也开始下降至中性下方，大盘风格相对占优，板块上金融、周期略好于成长和消费。上证 50 的投资价值领跑指数。

债券：维持利率债【低配】、维持高评级信用债【标配】，维持转债【标配或高配】

商品：【低配】工业品和农产品

做多人民币汇率：上升至【标配或低配】

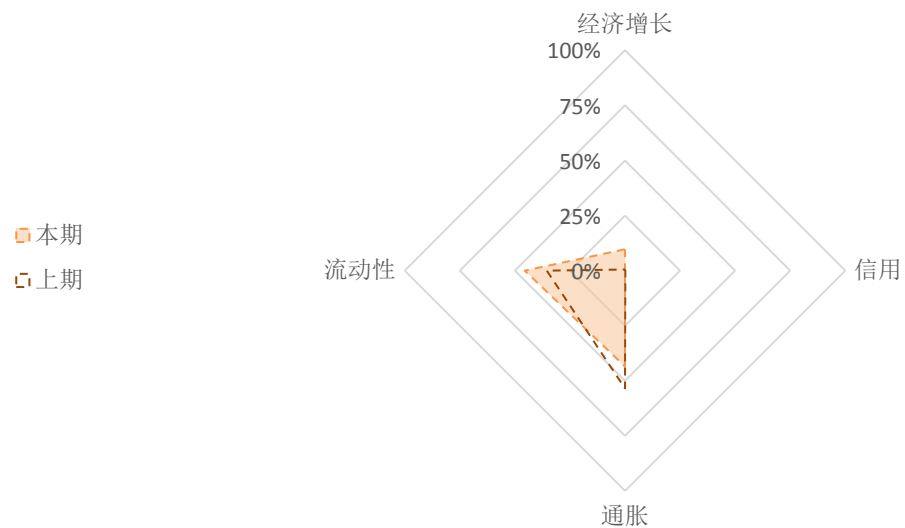
风险提示：经济复苏不及预期；货币政策超预期收紧，海外流动性风险进一步蔓延

一、上期策略回顾和本期宏观画像

上期资产配置报告（12月31日，《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》），我们维持了股相对优于债的判断，截止3月24日Wind全A上涨了6.18%，而中证国债上涨了0.6%，与我们的判断一致。权益风格上，报告建议“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。”从结果上看价值风格略占优成长，中小盘强于大盘。债券方面，我们认为信用债强于利率债，1月中证企业债指数录得1.7%涨幅，显著跑赢中证国债指数。此外，我们给出标配的商品走势震荡略偏弱。而我们建议低配的人民币汇率震荡小幅升值。

2023年开年经济数据总体亮眼但仍有瑕疵，消费报复性修复但工业生产恢复偏弱。通胀继续维持紧缩，证明经济内生的活力还未被彻底激活。复苏的方向是确定的，信贷开门红，总量结构都有改善。从周期上看，信用扩张还在起步阶段，流动性环境边际收紧，回落到中性区间。我们认为，3月的降准可能只是为了缓解银行间的流动性压力，并不是持续宽松的信号。

图 1：本期宏观四维数据画像



资料来源：Wind，天风证券研究所

二、大类资产配置建议

图 2：23 年 3-5 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						-11%
债券						-1%
商品						-4%
股票大类	空仓	低配	标配	高配	超配	
周期						-9%
消费						-8%
成长						-13%
金融						0%
上证 50						-2%
沪深 300						-6%
中证 500						-14%
大盘成长						0%
大盘价值						-5%
中盘成长						0%
中盘价值						-5%
小盘成长						-2%
小盘价值						-5%
债券大类	空仓	低配	标配	高配	超配	
利率						-1%
信用						-1%
转债						4%
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						-4%
工业品						-4%
汇率	空仓	低配	标配	高配	超配	
人民币						11%

资料来源：Wind，天风证券研究所

（1）权益胜率从高位回落，性价比降至中性下方，大盘风格相对占优，板块上金融、周期略好于成长和消费。

本期权益的胜率整体下降，风格上成长与价值的胜率分化不大，中盘略高于大盘和小盘。中盘成长的胜率领跑（67%），大盘价值和盘中价值的胜率次之（65%），大盘成长和小盘成长胜率偏高（60%和 62%），小盘价值胜率中性偏高（58%）。

随着经济经历了一季度的报复性修复，关注点开始转向对复苏持续性关注。刺激政策维持观望态度，货币政策价平量宽，整体仍算合理充裕，降准使得流动性进一步紧缩的担忧有所缓解。消费和成长的胜率降至中性以上，周期的胜率降至中性，金融股的胜率回落幅度较小且仍处在中高水平。

赔率方面，A 股性价比已经降至中性偏贵。Wind 全 A 的风险溢价处于 46%分位。上证 50、沪深 300 的风险溢价小幅下降至 63%、56%分位，中盘股（中证 500）的风险溢价再次回落至低位（15%分位）。金融、周期、成长、消费的风险溢价处在 57%、51%、59%、43%分位；**大盘股的风险溢价整体高于中小盘**：大盘成长/价值的估值比中性便宜（86%、61%分位）、中盘和小盘成长的估值比中性略贵（35-47%分位），中盘价值和小盘价值估值

【贵】(20-24%分位)。

配置策略：二季度权益市场性价比降至中性下方，大盘风格相对占优，板块上金融、周期略好于成长和消费。上证50的投资价值领跑指数。风格上，建议高配大盘价值、大盘成长、中盘成长，标配中盘价值、小盘成长和小盘价值。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】、高评级信用债【标配】、维持转债【标配或高配】

本期利率债和信用债的胜率与前期基本持平，目前处在中偏低位置。

复苏背景下，债券需要在震荡中平衡机会和风险。有利的一面是基本面和政策面对债券的压力边际放缓，通胀压力则进一步下降，流动性量宽价平。目前高等级信用债的胜率和利率债仍处于中性偏低水平，可转债的胜率小幅升至中性偏高水平(58%)。

利率债的期限利差目前处在中低位置，久期策略的盈亏比中性偏低；流动性溢价向中性靠拢，杠杆策略的盈亏比改善。流动性预期略高于中性，市场对一年内流动性进一步收紧的担忧不低。伴随着信用债的反弹，信用利差从历史高位小幅回落，但信用下沉的性价比仍高。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】、高评级信用债【标配】、转债【标配或高配】。

(3) 商品：【低配】工业品和农产品

本期工业品、农产品的胜率小幅下降，工业品胜率中低(37%)，农产品中性偏低(48%)。

工业品的胜率再次下降，一方面是加息后遗症开始显现，数家银行接连破产重组让全球衰退的担忧有所上升，中国经济复苏至少是今年上半年全球经济的重要支撑。但目前国内工业品下游(主要是地产开工)改善并不明确，前期海外定价的商品对中国复苏预期较为充分，目前处在预期纠偏的过程中。另一方面，虽然市场对联储收紧周期进入尾声预期一致，但目前联储态度仍然较为强硬，同时国内流动性环境仍在向中性方向收紧，大宗商品金融属性的回暖过程也存在波折。

工业品、农产品、能化品的赔率小幅回升，目前仍处在偏低位置，整体盈亏比一般。

配置策略：【低配】工业品和农产品。

(4) 做多人民币策略：上升至【标配或低配】

本期人民币胜率小幅上升(44%，前值43%)。

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，而全球经济收缩渐行渐近；中国流动性环境退出宽松区间，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。

年初人民币快速升值的背后，是对美联储年内降息预期和对中国经济强复苏预期的共振，外资行不断上修经济增速预期。2月开始，内外的预期都开始向反方向回摆，人民币汇率前期升值的部分也开始回吐。但外部目前不确定性仍大，人民币双向震荡是大概率事件。后续随着内外预期和现实相遇，人民币有望逐渐回归基本面。目前人民币汇率与我们的定量模型结果基本一致。中美实际利差回归中性，性价比相对中性。

配置策略：上升至【标配或低配】。

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