

# 大盘风格相对占优——23 年 4-6 月资产配置报告

证券研究报告  
2023 年 05 月 03 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-分化的 PMI》  
2023-05-01
- 2 《宏观报告：逐字逐句解读 4 月政治局会议》 2023-04-29
- 3 《宏观报告：宏观-大类资产风险定价周度观察-4 月第 4 周》 2023-04-27

23 年 4-6 月大类资产配置建议：

**权益：**权益胜率和赔率皆小幅回落，投资价值回归中性，大盘风格相对占优，板块上金融的防御属性凸显。

**债券：**上调利率债至【标配或低配】、下调高评级信用债至【标配或低配】、下调转债至【标配或低配】

**商品：**【低配】农产品，【标配或低配】工业品

**做多人民币汇率：**上升至【标配】

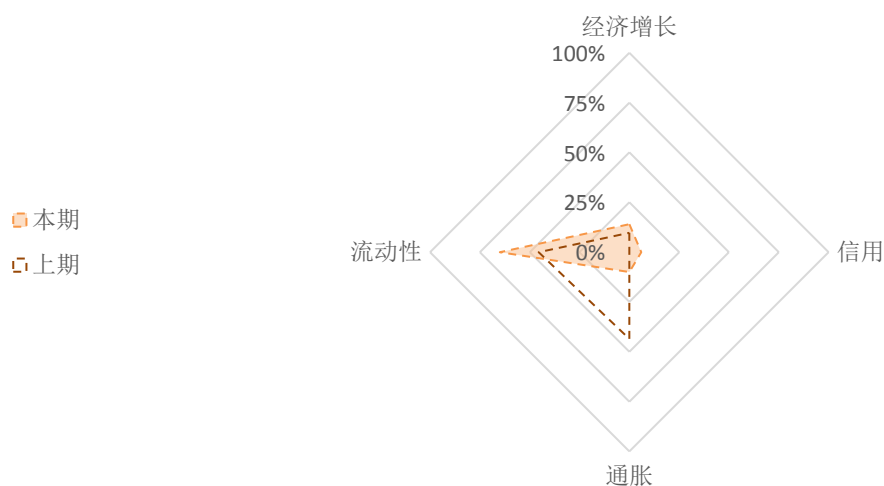
**风险提示：**经济复苏不及预期；货币政策超预期收紧，海外流动性风险进一步蔓延

## 一、上期策略回顾和本期宏观画像

上一期月度资产配置报告（4月2日，《权益整体胜率开始回落——23年3-5月资产配置报告》），我们认为权益资产的胜率将高位回落，建议下调权益资产的配置比例，并建议高配金融，标配周期、成长，标配或低配消费。从结果上看，4月全月，Wind全A下跌1.44%，稳定和金融领涨板块指数。债券方面，我们认为信用债强于利率债，4月中证企业债指数与中证国债指数走势差距不大。此外，我们建议低配的商品如期走弱，而我们建议标配或低配的人民币汇率震荡小幅贬值。

一季度经济数据的报复性复苏符合预期，真正超预期的是出口实现了正增长。预计消费在年初补偿性修复完成后，二季度修复斜率开始走平；去库周期进入下半场，工业生产复苏虽弱但将持续；不可忽视的是海外经济韧性带来的出口超预期可能延续。内需相关的消费品通胀和工业品通胀将维持紧缩，内需仍待进一步激活。二季度经济复苏环比放缓，复苏虽弱但持续性仍能保持，信用周期还在周期性扩张的起步阶段，流动性环境已经连续两个季度边际收紧，目前来到中性偏紧位置。

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 4-6 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						-1%
债券						0%
商品						4%
股票大类	空仓	低配	标配	高配	超配	
周期						-2%
消费						5%
成长						4%
金融						-4%
上证 50						-5%
沪深 300						-8%
中证 500						0%
大盘成长						-3%
大盘价值						-7%
中盘成长						-11%

中盘价值						-9%
小盘成长						-16%
小盘价值						-10%
<b>债券大类</b>	<b>空仓</b>	<b>低配</b>	<b>标配</b>	<b>高配</b>	<b>超配</b>	
利率						4%
信用						-4%
转债						-16%
拉久期						
加杠杆						
信用下沉						
<b>商品大类</b>	<b>空仓</b>	<b>低配</b>	<b>标配</b>	<b>高配</b>	<b>超配</b>	
农产品						0%
工业品						8%
<b>汇率</b>	<b>空仓</b>	<b>低配</b>	<b>标配</b>	<b>高配</b>	<b>超配</b>	
人民币						4%

资料来源：Wind，天风证券研究所

## （1）权益的胜率和赔率均小幅回落，投资价值回归中性，大盘风格相对占优，板块上金融的防御属性凸显。

本期权益的胜率进一步下降至稍低于中性的位置，风格上成长与价值的胜率分化不大，大盘风格相对占优。大盘价值的胜率领跑（60%），其次是大盘成长和中盘价值，中盘成长和小盘成长、小盘价值的胜率回落至中性下方（42%-48%）。

报复性修复过后，经济复苏开始出现环比上的疲态。总量层面的增量政策依然保持观望，随着信贷整体修复，流动性溢价被动收紧至略高于中性水平。金融和成长的胜率在中性以上，周期的胜率在中性附近，消费的胜率小幅回升但低于中性。

**赔率方面，A股性价比中性偏低。**Wind全A的风险溢价处于45%分位，大盘股（上证50、沪深300）的风险溢价小幅下降至59%、49%分位，中盘股（中证500）的风险溢价低位回升至21%分位。金融、周期、成长、消费的风险溢价处在48%、52%、57%、45%分位。目前赔率最高的是大盘成长（84%分位），赔率最低的是小盘价值、小盘成长和中盘价值（19-26%分位）。

**配置策略：**相比上一期3-5月，本期4-6月权益市场的胜率和赔率继续回落，大盘风格相对占优，金融的防御价值凸显，上证50的投资价值继续领跑宽基。风格上建议【高配】大盘成长，【标配或高配】大盘价值，【标配】中盘成长，【标配或低配】中盘价值，【低配】小盘成长和小盘价值。板块上，建议【高配或标配】金融，【标配】周期、成长和消费。

## （2）债券：上调利率债至【标配或低配】、下调高评级信用债至【标配或低配】、下调转债至【标配或低配】

本期利率债的胜率小幅回升，高评级信用债的胜率小幅下降，目前都处在中偏低位置。

复苏斜率走缓无疑利好于债市，但信用仍在修复，政策保持观望，流动性价格中枢再下台阶的条件并不充分。因此，债券继续走牛，但空间逐渐逼仄。目前高等级信用债和利率债的胜率处于中性偏低水平，可转债的胜率也回落到中性下方。

利率债的期限利差目前处在较低位置，久期策略的盈亏比低；流动性溢价来到中性上方，杠杆策略的盈亏比继续改善。流动性预期略高于中性，代表了市场对未来一年内流动性收紧的预期依然存在。伴随着信用债的反弹，信用利差从历史高位持续回落，信用下沉的性价比略低于中性。转债的赔率小幅回升，目前中性略偏高。

配置策略：【标配或低配】利率债、信用债和可转债

### (3) 商品：【低配】农产品，【标配或低配】工业品

本期工业品的胜率回升（47%）、农产品的胜率小幅下降（45%），都处于中性偏低水平。

需求定价的大宗商品整体处在垃圾时间，4月内外市场对需求端过度悲观，预期差有纠偏的可能，但难以成为商品走势的关键动力。一方面，海外银行冲击波逐渐消化，美国经济衰退的担忧又有所缓和，国内经济复苏环比放缓但方向仍在改善，过度悲观预期也有纠偏的可能性。另一方面，国内工业品下游（主要是地产开工）改善并不明确，美联储货币政策在通胀韧性下可能持续保持紧缩，年内降息预期可能再次落空，大宗商品的金融属性回暖过程存在波折。

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】农产品，【标配或低配】工业品

### (4) 做多人民币策略：上升至【标配】

本期人民币胜率小幅上升（48%，前值44%）。

中期维度上，中美的经济和货币政策转向的预期仍较为明确：中国逐渐走出衰退周期，而联储紧缩周期接近尾声，内外经济和货币政策环境支持人民币开启周期性升值。本期中美实际利差也回归历史中位数水平，胜率和赔率小幅上升，配置价值从上期的低配升至标配。

配置策略：上升至【标配】。

## 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