

## 混沌宇宙：2023H2 大类资产配置策略

### 报告要点：

● 宏观上，经济最悲观的阶段已经过去，后续会逐步变平；但这并不意味着经济触底更不意味着经济复苏，后续经济可能会以一个更加缓和的斜率往下。

● 历史上有三个时间段的宏观环境与当下相似，分别是 2012.04-2012.09、2015.07-2015.12、2019.07-2019.11，复盘这三个阶段的大类资产表现，我们发现了如下规律：

- 1) 债券表现相对最优；
- 2) 股市整体表现平平，结构上中小盘股可以获得超额收益；
- 3) 商品全品种下跌。

● 历史的重演源于宏观因素对资产定价的决定性作用，这为我们进行当下的大类资产判断提供了很好的数据支撑。

● 从宏观层面的线索来看，一旦宏观变平，后续的大类资产会落入一个略为混沌的状态。

● 债券类资产配置的久期建议侧重于短端和超长端：

- 1) 宽松的货币政策仍会延续全年，只是放松的斜率可能会缓下来，整体宏观经济和货币政策对债券仍是比较友好的；
- 2) 10Y 国债后续的风险收益比在下降：2.6%是 10Y 国债收益率的强支撑，继续做多的利润空间有限；叠加杠杆太高，技术性风险在增加；
- 3) 建议哑铃型配置：增配 30Y 附近超长期债券，充裕的剩余流动性会进一步压缩 30Y-10Y 的期限利差；同时在 10Y 以下区间适度降久期。

● 股市的主要支撑是估值，而非经济基本面，整体缺少系统性机会，超额收益集中在  $\alpha$  层面：

- 1) 上证指数应会在 3100-3300 点这 200 点左右的空间内窄幅波动；
- 2)  $\alpha$  层面的机会集中在不可证伪类资产，这是由宏观因素所决定的：经济低迷的同时流动性充裕，大量无处安放的资金流向有宏大叙事的远期资产；
- 3) 不可证伪类资产包括 AI 产业链相关标的、中特估概念里的高股息标的。

● 对于商品市场，宏观线索的定价权减弱：

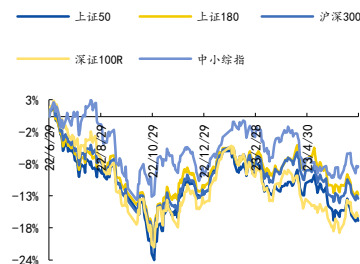
- 1) 宏观层面波动性的显著降低导致了宏观对商品定价权的弱化；
- 2) 但这并不意味着商品的金融属性不再重要，只是在现阶段，宏观层面无法给出明确的对于商品多空的判断，宏观线索更多指向商品走平；
- 3) 基本面将成为下半年各品种价格走势的核心决定力量，关注供需边际变化及成本支撑。

**风险提示：**国内疫情反复风险，政策不及预期风险，海外加息超预期风险

### 主要数据：

上证综指：	3182.38
深圳成指：	10915.50
沪深 300：	3821.84
中小盘指：	3942.07
创业板指：	2180.06

### 主要市场走势图



资料来源：Wind

### 相关研究报告

《信仰抵不过地心引力：2023 年下半年美国经济展望》2023.06.23

《在希望的原野上：2023 年下半年宏观经济展望》2023.06.20

### 报告作者

分析师	杨为敦
执业证书编号	S0020521060001
邮箱	yangweixiao@gyzq.com.cn
电话	021-51097188
分析师	孟子君
执业证书编号	S0020521120001
邮箱	mengzijun@gyzq.com.cn
电话	021-51097188

## 1. 前言

判断大类资产的优劣，离不开对宏观形势的判断，以及对各资产具体走势的判断。

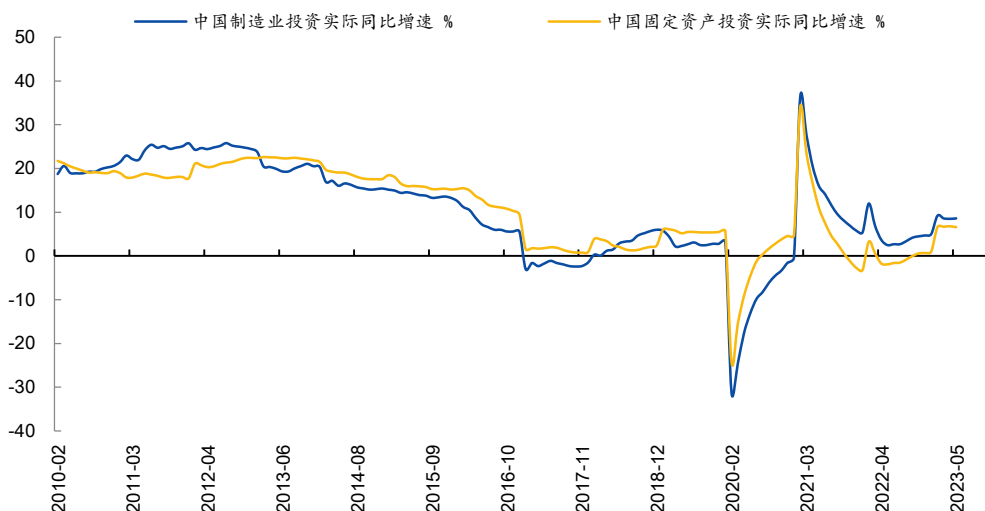
本文拟包括两大部分。一是历史复盘：我们复盘了历史上与当前宏观环境相似的阶段各个资产的价格表现，看能否总结出规律，并对这种规律进行逻辑上的解释；二是现实判断：结合当下宏观环境和各资产的具体情况，对未来价格走势展开分析。

## 2. 以史为镜

### 2.1 复盘：历史总是惊人的相似

今年以来，国内经济在经历了短时因疫情防控放开而带来的好转之后，又步入了下行的轨道，主要系在周期层面的偏持续的压力没有得到根本改善，地产的建安投资持续走低，商品周期也持续下行。但研究后我们发现，价格幻象在此中起了很大的作用，如果刨除价格影响，固投已经企稳甚至向上；而价格幻象又是外生的，随着美国的加息进入尾声，外生压力会随之变平。宏观角度来看，下半年国内经济大概率是平的，经济陷入低波动的状态。（详见：《在希望的原野上：2023年下半年宏观经济展望》）

图 1：固投的实际增长从去年 5 月份后逐步上台



资料来源：Wind，国元证券研究所

回顾历史，我们发现，有三个时间段的宏观环境与当前是相似的，分别是 2012 年 4 月至 2012 年 9 月、2015 年 7 月至 2015 年 12 月、2019 年 7 月至 2019 年 11 月。

统计这几个时间段内大类资产的表现，我们得出结论：债券类资产的表现相对较好，结构上超长久期债券更优；股市整体表现平平，结构上中小盘股存在超额收益；商品全线下跌。

**图 2：各阶段大类资产的价格表现**

证券代码	证券简称	区间涨跌幅		区间涨跌幅		区间涨跌幅	
		[区间首日] 2012-04-01 [区间尾日] 2012-09-30 [单位] %	-7.81	[区间首日] 2015-07-01 [区间尾日] 2015-12-31 [单位] %	-17.26	[区间首日] 2019-07-01 [区间尾日] 2019-11-30 [单位] %	-3.59
000001.SH	上证指数		-7.81		-17.26		-3.59
000300.SH	沪深300		-6.59		-16.59		0.08
399101.SZ	中小综指		-3.69		-4.26		1.45
NH0100.NHF	南华商品指数		-3.80		-9.27		-0.82
NH0200.NHF	南华工业品指数		-4.65		-12.81		-3.35
NH0500.NHF	南华能化指数		-4.87		-13.44		-4.89
H11078.CSI	中证中高信用		2.51		4.93		1.77
H11075.CSI	中证长期国债		2.02		6.92		2.01
H11099.CSI	短期国债		1.24		3.03		1.55
H11005.CSI	中证10+债		2.19		10.38		3.15

资料来源：Wind，国元证券研究所

可以看出，无论是哪个历史阶段，结论都是一致的，这或许不是偶然。虽然具体标的的涨跌和自身的基本面密切相关，比如 A 股具体公司的涨跌、债券具体品种的涨跌；但是归结到大类资产这个分类层面，个体的基本面因素会被弱化，宏观经济的影响会被凸显。也就是说，宏观因素对各资产的定价有着决定性作用。

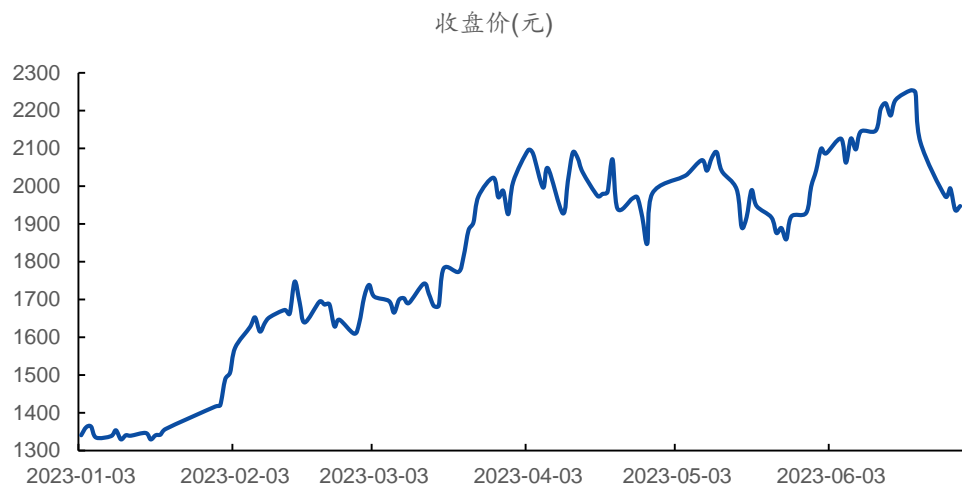
## 2.2 求索：表现相似源于内在机理

我们试图对上述现象从逻辑上进行解释：

1) 经济下行与货币宽松的组合，无疑最利好债券类资产；

2) 对于股票和商品这类顺周期资产而言，宏观环境对它们是不利的；但宏观下行斜率的放缓也意味着这类资产最快下跌阶段的过去；

3) 至于具体资产内部行情的分化，则是因为资产荒：货币政策持续宽松，而实体经济的“吸水性”较弱，大量资金会去博弈远期资产，或者说短期不可证伪的品种，比如超长端利率债、具有宏伟叙事的 A 股概念板块。毕竟，这些资产的投资逻辑是超远逻辑，不是一两期公司财报或者一两期经济数据就能证伪的。

**图 3：今年 AIGC 指数超额收益高达约 40%**


资料来源：Wind，国元证券研究所

### 3. 2023H2 资产配置建议

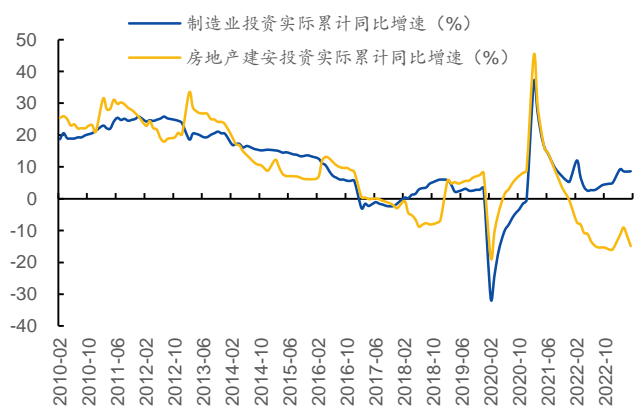
#### 3.1 宏观层面的线索：经济在变平

经济最悲观的时刻已经过去，后续会逐步变平，一直宽松的货币政策已经对经济的局部产生了积极影响（比如制造业投资），地产行业也接近出清，外围货币紧缩的压力也即将缓和。但需要强调的是，经济难以显著复苏，且可能还会以一个极为缓和的斜率往下，这个压力主要来自于消费。

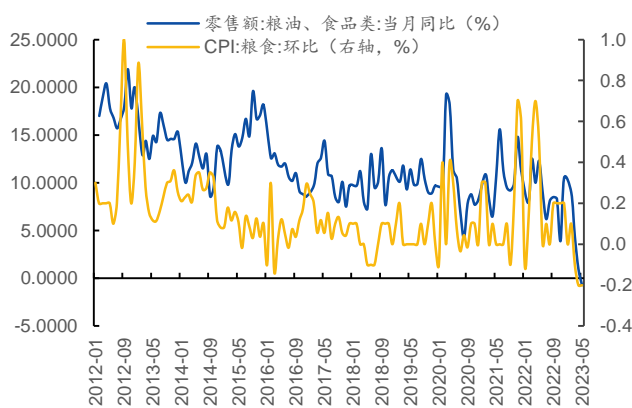
从宏观层面的线索来看，一旦宏观变平，后续的大类资产会落入一个略为混沌的状态：债券虽然依旧占优，但收益率下行空间可能有限；其他资产可能有空间，但与宏观指示的方向不匹配。这个环境下， $\alpha$ 层面的机会应该更加重要。

图 4：制造业投资和地产建安投资的实际增长已经企稳

图 5：消费降级可能已经下潜到了粮食这种刚需品



资料来源：Wind，国元证券研究所

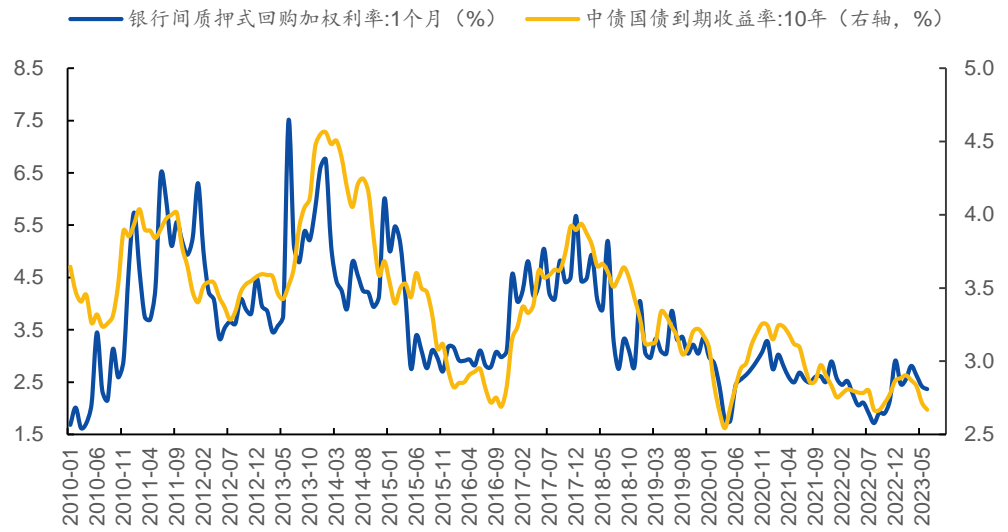


资料来源：Wind，国元证券研究所

#### 3.2 债券：建议哑铃型配置

疫情防控放开带来的经济复苏已经被交易完毕，经济在经历了短时的改善之后，再次步入下行轨道。在下半年宏观经济变平的背景下，预计货币政策不会放弃宽松的总基调，短端流动性依旧充裕。在货币宽松及经济低迷并行的状态之内，利率债应是一个占优资产。

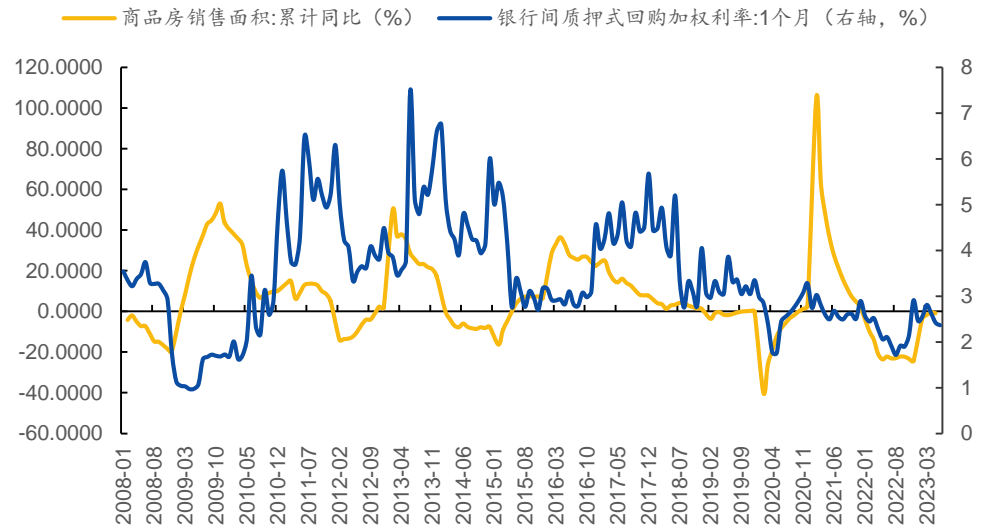
图 6：宏观环境利好利率债



资料来源：Wind，国元证券研究所

同时，从边际上看，货币政策也没有大幅宽松的必要，毕竟其对周期的调节作用从 2018 年开始就已经失效，这说明当前经济的症结并不在货币端，一味放水只会引发市场的恐慌；更何况，当前的政策利率本就比市场利率跑得更快。

图 7：货币政策对周期的调节作用从 18 年开始失效



资料来源：Wind，国元证券研究所

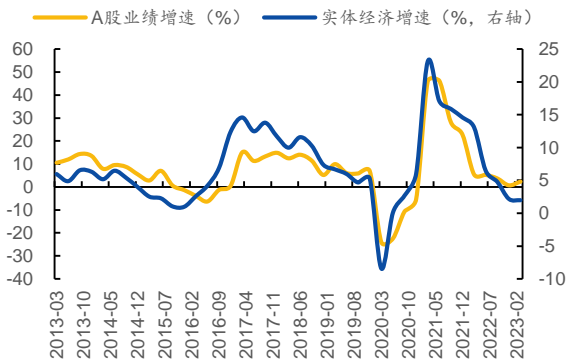
建议哑铃型配置。我们认为 2.6% 是本轮 10Y 国债收益率的强支撑，由于资金抢跑严重，10Y 国债后续收益率下行的空间已经非常有限了；叠加杠杆水平高，技术性风险也在增加。对于在利率债上高杠杆长久期的投资者，建议可以调整为哑铃型配置：增配 30Y 附近的超长期限国债，因为大量的剩余流动性会进一步压缩 10Y 与 30Y 国债的期限利差；同时对 10Y 及以下期限的利率债组合适度降久期。

### 3.3 股票：整体寡淡，重在结构

#### 3.3.1 上证指数运行区间：3100-3300 点

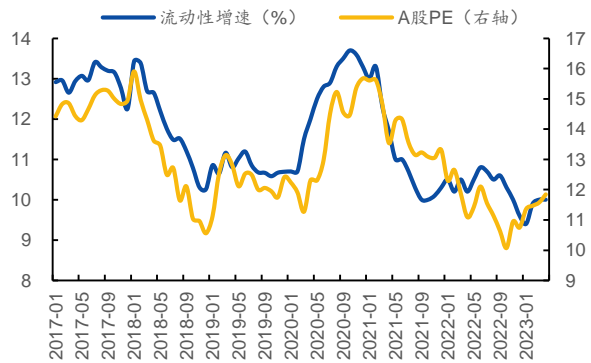
定价股票市场的是估值及业绩。一方面，股票市场的估值与流动性的变化息息相关，实体层面的流动性多寡给股票市场贡献了想象空间；另一方面，上市公司的业绩与实体经济增长率之间存在偏高的相关性。根据我们对宏观经济的预测去推算，在今年下半年，股市的主要支撑是估值，而非业绩。

图 8：A 股业绩与实体经济有关



资料来源：Wind，国元证券研究所

图 9：A 股估值与流动性水平有关



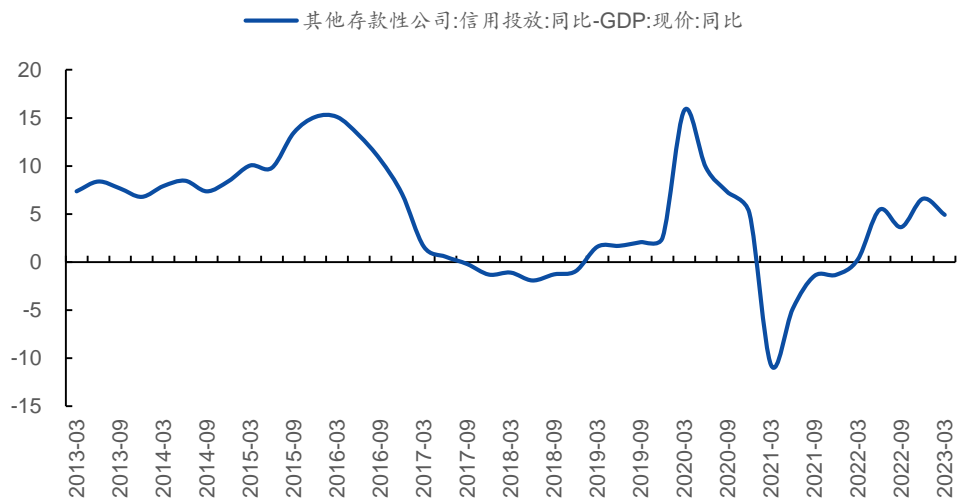
资料来源：Wind，国元证券研究所

照此推算，接下来的权益市场不会出现太过明确的趋势，上证指数应会在 3100 点至 3300 点这 200 点左右的空间内窄幅波动。在业绩逐步变平但流动性撑住估值之后，股票指数会摆脱过去那种大幅往复波动的状态，贝塔层面的机会在逐步减弱。

#### 3.3.2 $\alpha$ 机会集中在不可证伪类资产

当下我们面临的环境是，一方面市场里有大量的资金（这是由银行的信用投放决定的），另一方面是虽然有充裕的流动性，但宏观经济仍然疲弱。这意味着主导股市的力量还是剩余流动性，海量的资金缺乏确定的博近期收益的机会，但又存在负债端的压力。

图 10：信用投放与 GDP 差值



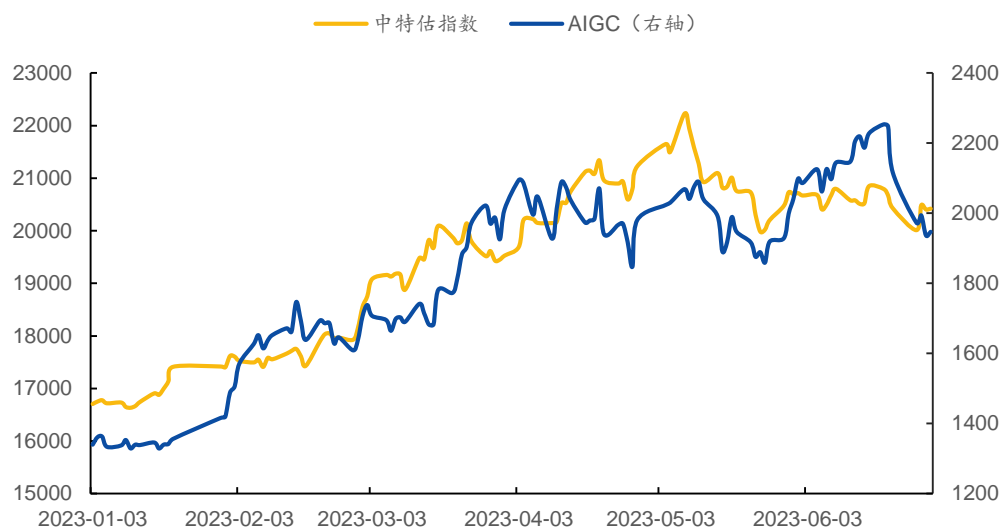
资料来源：Wind，国元证券研究所



这个状态被市场俗称为资产荒，在资产荒状态之下，博远期资产或者叫短期无法证伪之资产对投资者而言是一个非常好的选择，毕竟这些资产的投资逻辑是超远期的逻辑，不是一两期财报或者三四次调研就能证伪的。

具体到当前，我们看好相对确定的 AI+赛道，以及中特估概念中的高股息类股票。这类资产的共同特点是拥有相对宏大的叙事，且短期不可证伪。只要宏观周期和总流动性不出现转折，这类资产的投资逻辑就没有本质变化。

图 11: AIGC 与中特估指数的趋势



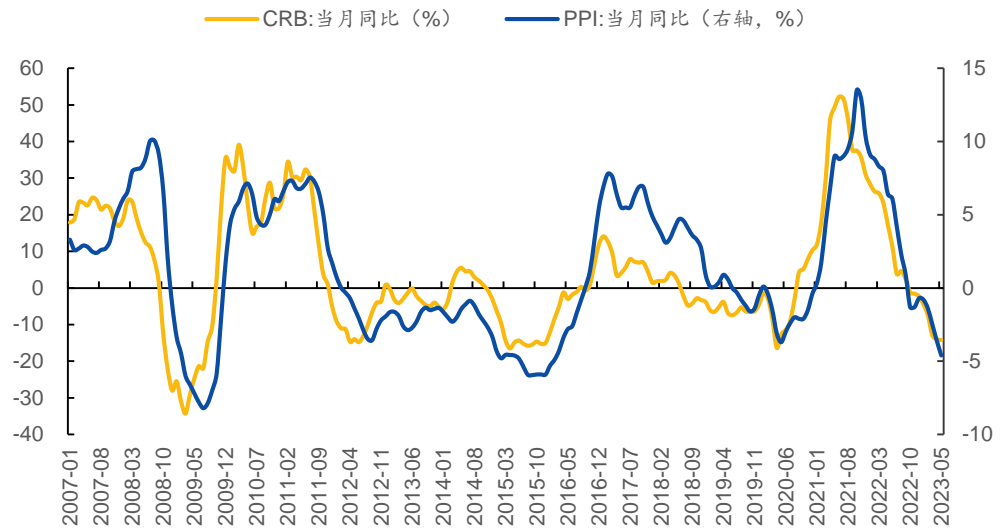
资料来源: Wind, 国元证券研究所

#### 4. 商品：宏观定价弱化，供需主导价格

商品周期何时翻转是市场非常关心的问题。

宏观层面波动性的显著降低，导致了宏观对商品定价权的弱化。相较于疫情三年（2020-2022），今年随着国内对疫情管控的放松，宏观波动性在年后以服务消费为代表的经济复苏阶段过去之后，出现了显著的降低。此外，PPI 最凛冽的下跌阶段也已经过去，海外经济体货币政策的转向导致全球的信用投放重回正增长，CRB 同比增速近期拐头向上，我们预计 PPI 也将在下半年逐步变平。

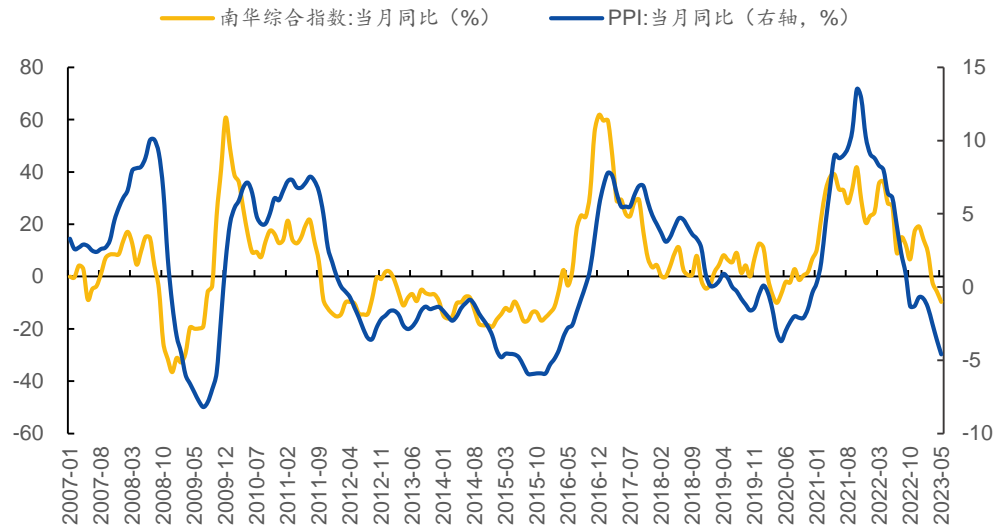
图 12: CRB 现货指数走势和 PPI 同比走势



资料来源: Wind, 国元证券研究所

下半年宏观因素对商品的定价是偏弱的,但这并不意味着商品的金融属性不再重要,只是宏观层面暂时无法给出明确的对于商品多空的判断。宏观线索指向商品走平,也就是说,商品价格整体横盘震荡,没有一个明确的涨跌趋势。

图 13: 南华综合指数走势和 PPI 同比走势



资料来源: Wind, 国元证券研究所

不同品种各自的基本面是下半年价格走势的核心主导力量。展望下半年,供需两端的边际变化将成为商品价格的决定性因素;此外,成本支撑也是另一个在定价过程中可以考虑的因素,低于边际成本的品种更能获得供给调节给予的价格支撑,而距离成本线较远的品种,会更加受制于基本面的边际变化。



## 投资评级说明:

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 20%以上	推荐	预计未来 6 个月内, 行业指数表现优于市场指数 10%以上
增持	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间	中性	预计未来 6 个月内, 行业指数表现介于市场指数±10%之间
持有	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	预计未来 6 个月内, 行业指数表现劣于市场指数 10%以上
卖出	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上		

## 分析师声明

作者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, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力, 本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论, 结论不受任何第三方的授意、影响。

## 证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000), 国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议, 并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式, 指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向客户发布的行为。

## 一般性声明

本报告由国元证券股份有限公司(以下简称“本公司”)在中华人民共和国境内(香港、澳门、台湾除外)发布, 仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告, 则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议, 国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期, 本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况, 以及(若有必要)咨询独立投资顾问。在法律许可的情况下, 本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

## 免责声明

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠, 但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有, 未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与本公司研究所联系。 网址: www.gyzq.com.cn

## 国元证券研究所

合肥	上海
地址: 安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券	地址: 上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编: 230000	邮编: 200135
传真: (0551) 62207952	传真: (021) 68869125
	电话: (021) 51097188