

权益胜率赔率皆提升——23 年 7-9 月资产配置报告

证券研究报告

2023 年 08 月 06 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：宏观-经济出现向上拐点的几个证据》2023-08-03
- 2 《宏观报告：宏观-大类资产风险定价周度观察-23 年 7 月第 5 周》2023-07-31
- 3 《宏观报告：美国制造业回流在加速-近期美国制造业建筑投资开支增长解析》2023-07-30

23 年 7-9 月大类资产配置建议：

权益：权益的胜率和赔率回升，投资价值中高，风格上大盘成长风格占优，板块上金融和周期胜率提升。

债券：维持利率债和信用债【标配或低配】、维持转债【标配】

商品：上调农产品和工业品至【标配】

做多人民币汇率：上调至【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

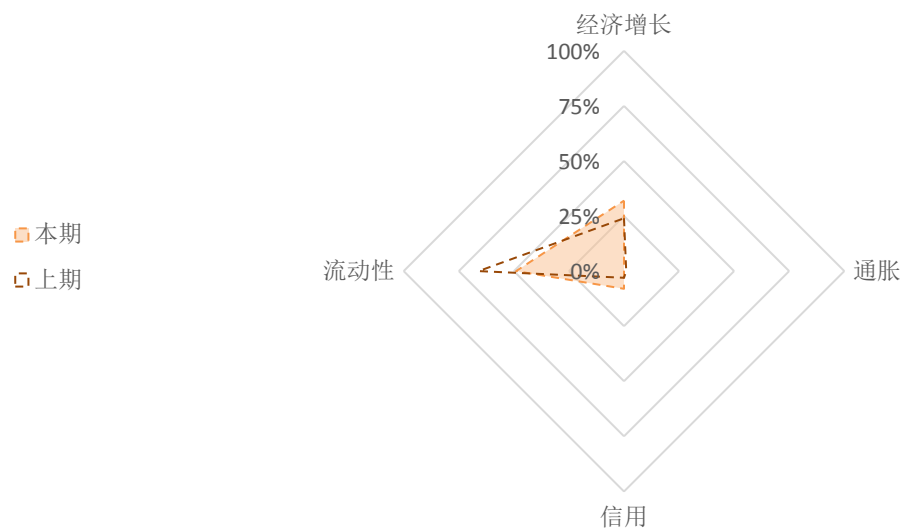
一、上期策略回顾和本期宏观画像

上一期资产配置报告（《消费胜率明显提升——23 年 5-7 月资产配置报告》，2023 年 5 月 26 日），我们认为权益资产的胜率和赔率皆已企稳改善，**建议提升中盘价值、消费至【标配或高配】，并维持大盘价值、金融【高配】**。从结果来看，6 月和 7 月，Wind 全 A 上涨 4.09%，与发布报告前相比明显改善（5 月下跌 3.31%），风格上大盘、金融表现靠前，与我们的判断一致。

另外，我们下调了利率债、信用债和人民币的配置建议，维持商品低配。人民币与预测一致继续走贬，但商品价格在 6 月开始出现小幅反弹。

二季度是今年经济复苏动能的环比低点，在透支效应衰退、内生增长动能修复、库存周期见底的共同作用下，三四季度经济或将环比改善，进入“疫后 N 形”复苏的第三阶段（详见《中国经济不是二次探底》，2023 年 6 月 22 日）。消费品和工业品通胀疲软，信用经历了阶段性的收缩（详见《我们可能正在经历一个短暂的信用收缩》，2023 年 6 月 1 日），整体流动性环境保持中性。

图 1：本期宏观四维度数据画像



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 7-9 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						2%
债券						0%
商品						4%
股票大类	空仓	低配	标配	高配	超配	
周期						-1%
消费						4%
成长						1%
金融						7%
上证 50						6%
沪深 300						5%
中证 500						4%
大盘成长						0%
大盘价值						0%
中盘成长						0%
中盘价值						1%
小盘成长						2%
小盘价值						2%
债券大类	空仓	低配	标配	高配	超配	
利率						-2%
信用						1%
转债						-2%
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						7%
工业品						1%
汇率	空仓	低配	标配	高配	超配	
人民币						12%

资料来源：Wind，天风证券研究所

（1）权益的胜率和赔率稳步回升，投资价值中高，风格上大盘成长风格占优，板块上消费胜率提升

本期权益的胜率稳步回升，成长和价值的胜率差异不大，大盘和中盘的胜率略高于小盘，大盘成长和中盘成长的胜率最高（54%），其次是中盘价值（51%），其余风格的胜率略低于中性水平，但相比上期依然有改善。

6 月中旬以来政策持续加码，报复性复苏对二季度经济的透支效应消退，政策面和基本面的边际利好开始显现。3 季度，基本面、政策面、资金面（汇率）、风险偏好（外部风险）（同时发生了积极转变，弱现实产生共振，市场对于刺激性政策不再过度期待，预期降低后情绪企稳回升（详见《三季度的交易逻辑》，2023 年 7 月 29 日）。

赔率方面，A 股性价比中高。Wind 全 A 的风险溢价上升至 60%分位，大盘股（上证 50、沪深 300）的风险溢价大幅上升至 71%分位，中盘股（中证 500）的风险溢价回升至 37%分位。金融、周期、成长、消费的风险溢价处在 64%、44%、70%、76%分位。目前赔率最高的是大盘成长（88%分位），赔率最低的是小盘成长和小盘价值（10-15%分位）。

配置策略：7-9 月权益市场的胜率和赔率进一步企稳回升，风格上大盘成长占优，板块上金融领跑，其次是成长与消费，上证 50 和沪深 300 的投资价值都较有吸引力。风格上建议上调大盘成长至【高配】，上调中盘成长至【高配或标配】，下调大盘价值至【标配】，下调中盘价值至【标配或低配】，维持【低配】小盘成长和价值。板块上，建议维持金融【高配】，上调成长至【高配或标配】，维持消费【高配或标配】，维持周期【标配】。

(2) 债券：维持利率债和信用债【标配或低配】、维持转债【标配】

本期利率债和信用债的胜率在中性附近。

债券的做多窗口期在经济“N 形”复苏进入第三阶段后徐徐关闭。三季度政策态度积极，且信用重新扩张，流动性价格中枢再下台阶需等待下一轮政策发力期。债券市场缺乏新的利多因素，但在地产缺位和政策定力较强的背景下，债券市场调整的幅度或也相对有限。

利率债的期限利差目前处在较低位置，久期策略的盈亏比不高；流动性溢价波动较大，近期回落到中低位置，杠杆策略的盈亏比低于中性。流动性预期回归中性，市场对于货币收紧的预期不高。信用利差持续回落，信用下沉的性价比中低。转债胜率回落到中性以下。赔率小幅回升，目前中性偏高。

配置策略：维持利率债和信用债【标配或低配】、维持转债【标配】

(3) 商品：上调至【标配】

本期工业品和农产品的胜率明显回升（53%和 60%），目前处在中高位置。

我们认为，国内需求定价大宗商品的垃圾时间逐渐走进尾声，内外市场对需求端预期悲观，待政策路标出现和去库周期结束，预期差有修正空间，但预计难以驱动商品价格彻底反转。中美进入去库加速期，后续存在共振上行的可能。另一方面，通胀和就业的韧性导致美联储在年内降息的概率并不高，大宗商品的金融属性回暖目前还见不到有力证据。

工业品、农产品、能化品的赔率与上期持平，目前仍处在中低位置，整体盈亏比还在改善。

配置策略：上调至【标配】

(4) 做多人民币策略：上调至【标配】

本期人民币胜率明显回升（56%，前值 46%）。

人民币贬值的核心是中美经济和政治的分化。中美交流重启标志着对华投资的情绪纠偏，兜底政策逐渐落地后可能会迎来人民币汇率的阶段性价点，人民币进一步趋势性走贬的概率不高。当下人民币的胜率回升至中性上方，中期人民币汇率定价或将回归基本面，三季度汇率企稳回升的概率加大。本期中美实际利差有所下降，处在历史中性水平附近，人民币赔率并不高，因此大幅升值的概率也有限。

配置策略：上调至【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