

# 大盘成长明显占优——23 年 9-11 月资产配置报告

证券研究报告

2023 年 10 月 10 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-大类资产风险定价周度观察-23 年 10 月第 2 周》2023-10-09
- 2 《宏观报告：宏观-经济复苏格局的再确认》2023-10-02
- 3 《宏观报告：宏观-大类资产风险定价周度观察-23 年 9 月第 4 周》2023-09-25

23 年 9-11 月大类资产配置建议：

**权益：**胜率上升但赔率下降，投资价值中高，风格上大盘成长风格继续占优，板块上消费股的胜率与赔率领先

**债券：**维持利率债和信用债【标配或低配】、维持转债【标配】

**商品：**维持农产品【标配】，下调工业品至【标配或低配】

**做多人民币汇率：**维持【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

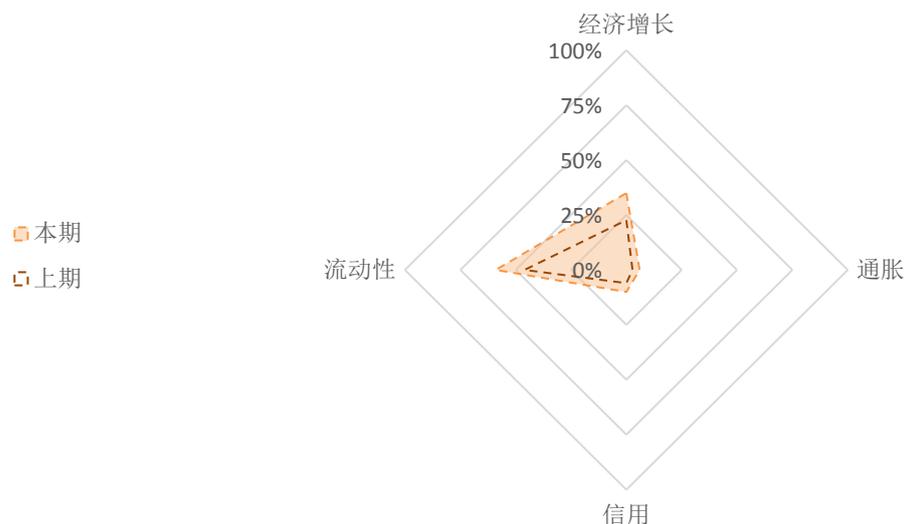
## 一、上期策略回顾和本期宏观画像

上一期资产配置报告（《权益胜率赔率皆提升-23 年 7-9 月资产配置报告》，2023 年 8 月 6 日），我们认为权益资产的胜率和赔率企稳回升，建议【高配】上证 50，沪深 300、大盘成长和金融。但 8 月、9 月市场表现得并不尽如人意，Wind 全 A 下跌超 6%，价值风格和上证 50 表现相对靠前。

另外，我们维持了对利率债和信用债的谨慎配置建议，债市也在经济预期改善和政策加快落地的过程中出现了明显的回调。我们上调了人民币和商品的配置建议至【标配】，8-9 月人民币贬值放缓，而商品价格延续了 6 月至今的上涨趋势。

9 月中旬公布的 8 月经济金融数据已经逐渐验证了“当前经济正处于 N 形复苏第三阶段”的判断，去地产化的经济周期性修复虽然缓慢，但也可持续（详见《经济复苏预期兑现》，2023 年 9 月 16 日）。随着复苏的进程逐渐深化，消费品和工业品通胀也开始出现修复迹象。信用环境经历了 4-7 月的阶段性收缩后，已经从 8 月开始重新转向扩张。另外金融市场的整体流动性状态开始收紧至历史中位数以上。

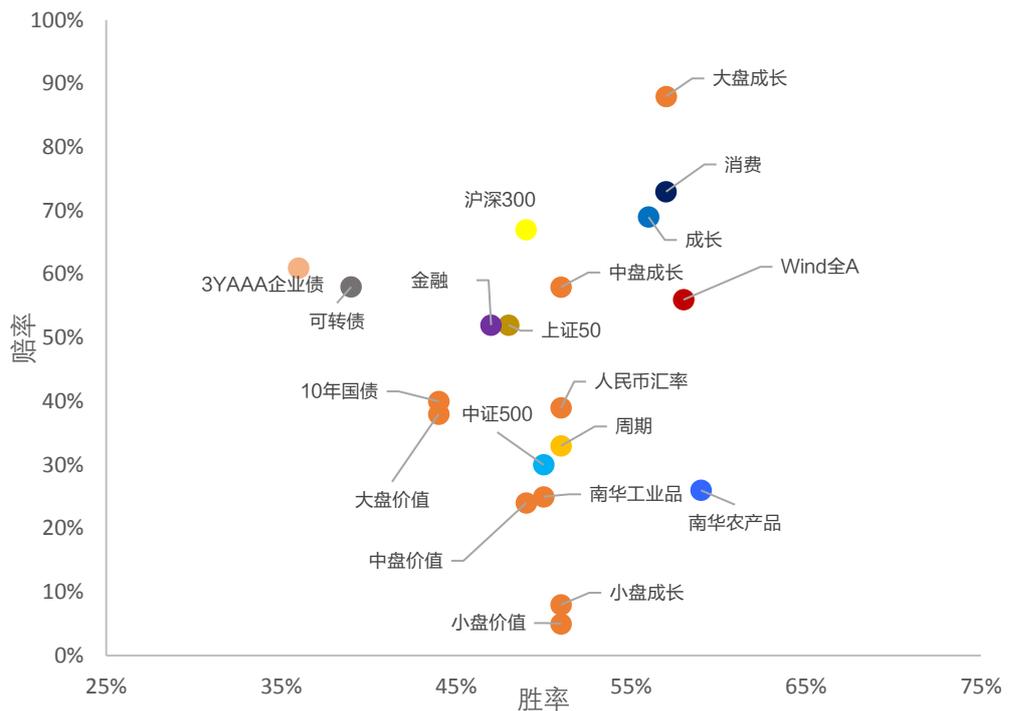
图 1：本期宏观四维度数据画像



资料来源：Wind，天风证券研究所

## 二、大类资产配置建议

图 2：本期大类资产点阵图



资料来源：Wind，天风证券研究所

## （1）权益的胜率上升但赔率下降，投资价值中高，风格上大盘成长风格继续占优，板块上消费股的胜率与赔率领先

本期权益的胜率继续小幅回升，成长风格略占优于价值风格，大小盘的胜率差别不大。本期大盘成长的胜率最高，其次是中小盘成长和小盘价值，其余风格的胜率与上期变化不大，略低于中性水平。

8月中旬开始，稳增长政策加快落地，经济、通胀和金融数据也开始共振改善。随着对经济韧性逐渐确认，市场开始降低政策期待，情绪出现转机、重拾信心。对经济长期的悲观预期改善后，远期现金流占比更高的成长风格相对占优，价值股与短期增长更加相关，修复斜率和经济修复同步。

**赔率方面，A股性价比中高。**Wind全A的风险溢价处在56%分位，大盘股（上证50、沪深300）的风险溢价分别处在52%和67%分位，中盘股（中证500）的风险溢价回落至30%分位。金融、周期、成长、消费的风险溢价处在52%、33%、69%、73%分位。大盘成长（88%分位）的赔率最高，小盘成长和小盘价值（不到10%分位）的赔率最低。

**配置策略：**权益市场的胜率和赔率都略高于中性，风格上大盘成长占优，板块上消费领跑，宽基指数中沪深300的投资价值较有吸引力。风格上建议维持大盘成长【高配】，下调中盘成长至【标配】，下调大盘价值和中盘价值至【标配或低配】，维持【低配】小盘成长和小盘价值。板块上，建议上调成长和消费至【高配】，下调金融至【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略低于中性，但赔率明显上升。

随着经济基本面进入复苏象限，债券的做多窗口期或已经暂时关闭。政策态度积极且信用重新扩张，流动性价格中枢被动收紧到中性以上。债券市场的利空因素正在定价，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历史低位，久期策略的盈亏比低；流动性溢价波动较大，近期已经走紧至【偏紧】的历史区间内，杠杆策略的盈亏比较前期有所回升。流动性预期维持中性，市场对于货币收紧的预期不高。信用利差开始快速回升，信用下沉的性价比有明显改善。转债胜率处在中性以下，赔率处在中性上方，与上一期相比变化不大。

**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：维持农产品【标配】，下调工业品至【标配或低配】**

本期工业品和农产品的胜率小幅下降，目前处在中高位置（50%和59%）。

我们认为，商品价格对库存周期见底回升的定价相对积极，领先股票市场已经持续走强近4个月。商品补库存初期主要是回补安全库存水平，这一阶段表现为价量齐升，定价已经逐渐结束。后续商品价格能否继续走高，需要需求端有足够的支撑。美联储中期的降息概率不大，大宗商品的金融属性上涨缺乏有力支撑，上涨主要靠商品属性。

中国地产政策对投资的拉动不足，反而需要警惕过度乐观的政策预期已经在商品价格中过度定价的风险。往后看，中美需求可能存在共振上行的一段时间，中期内可能催化第二波商品价格上涨。

当前工业品、农产品、能化品的赔率小幅回落，处在中低位置，整体盈亏比的吸引力不足。

**配置策略：维持农产品【标配】，下调工业品至【标配或低配】**

### **(4) 做多人民币策略：维持【标配】**

本期人民币胜率小幅回落（51%，前值56%）。

前期人民币汇率贬值的核心是中美经济和政治出现分化，体现为中美利差和风险溢价上升。中美经济工作小组成立，对于极端投资情绪可能是纠偏的机会。随着经济复苏预期上升和政策加速落地，中美利差的快速走扩转为震荡。

同时，不能忽视中国央行的态度对于人民币汇率的重要影响，有时是决定性的。当前央行在人民币汇率7.3附近阻贬的意愿强烈。以上几个因素叠加，人民币汇率的阶段性的低点或已出现，进一步趋势性走贬的动力不强。

当下人民币的胜率中性，中期人民币汇率定价或将回归基本面，短期内汇率企稳的概率加大。本期中美实际利差维持在高位，处在历史中低水平，人民币赔率并不高，因此大幅升值的概率也有限。

**配置策略：维持【标配】。**

图 3：23 年 9-11 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						-3%
<b>股票大类</b>	<b>空仓</b>	<b>低配</b>	<b>标配</b>	<b>高配</b>	<b>超配</b>	
周期						-6%
消费						6%
成长						4%
金融						-18%
上证 50						-13%
沪深 300						-6%
中证 500						1%
大盘成长						2%
大盘价值						-3%
中盘成长						-2%
中盘价值						-1%
小盘成长						-1%
小盘价值						3%
<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						1%
信用						-1%
转债						-1%
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						-2%
工业品						-4%
<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						-5%

资料来源：Wind，天风证券研究所

## 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
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	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：100088	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