

权益赔率偏高，但胜率中性偏低——24 年 1-3 月资产配置报告

证券研究报告
2024 年 01 月 26 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

- 《宏观报告：宏观 - 缘何降准》
2024-01-24
- 《宏观报告：宏观 - 当下需要重视什么》
2024-01-21
- 《宏观报告：宏观 - 企业出海的东南亚足迹》
2024-01-19

24 年 1-3 月大类资产配置建议：

权益：权益的胜率中性略偏低，赔率偏高，风格上中盘成长相对占优，板块上成长股和消费股的综合得分较高

债券：维持利率债【标配或低配】，维持信用债【标配】，下调转债至【标配】

商品：下降农产品至【标配或低配】，维持工业品【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

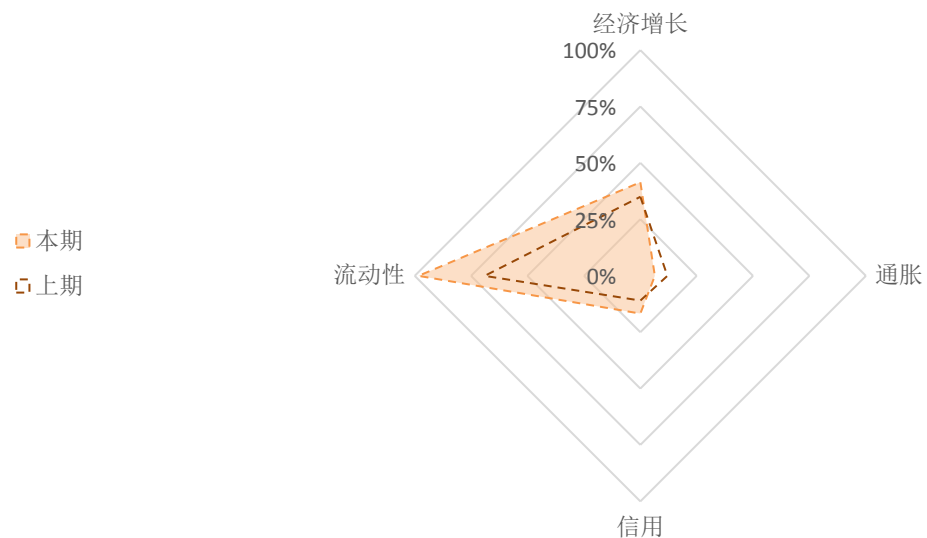
一、上期策略回顾和本期宏观画像

上一期资产配置报告（《消费胜率赔率双高-23 年 10-12 月资产配置报告》，2023 年 11 月 6 日），我们认为权益资产的胜率中性、赔率中高，**建议【高配】大盘/中盘成长和消费**。11-12 月的市场加速寻底后小幅反弹，Wind 全 A 下跌 1.71%，成长和稳定跌幅最小。

另外，我们维持了对利率债的谨慎配置建议，而提升信用债至标配，11-12 月中证国债指数上涨 1.49%，中证信用债上涨 1.27%；我们维持人民币汇率【标配】，认为贬值通道逐渐关闭，11-12 月今人民币汇率走势较强，升值超 3%；维持工业品至【标配或低配】，南华工业品指数震荡收平。

去地产化转型是当前国内经济最大的确定性，地产拖累、财政支出负增，23 年经济复苏主要靠内生动能。24 年年初经济可能延续 23 年四季度，增速围绕疫后常态中枢附近区间波动，通胀数据有望逐渐企稳。考虑到 23 年初金融数据和地产基建投资的高基数，24 年初部分经济数据的同比读数可能偏低。由于当前市场杠杆率维持高位，且央行更强调资金的使用效率而不是数量，因此过度博弈降息的理由可能并不充分。

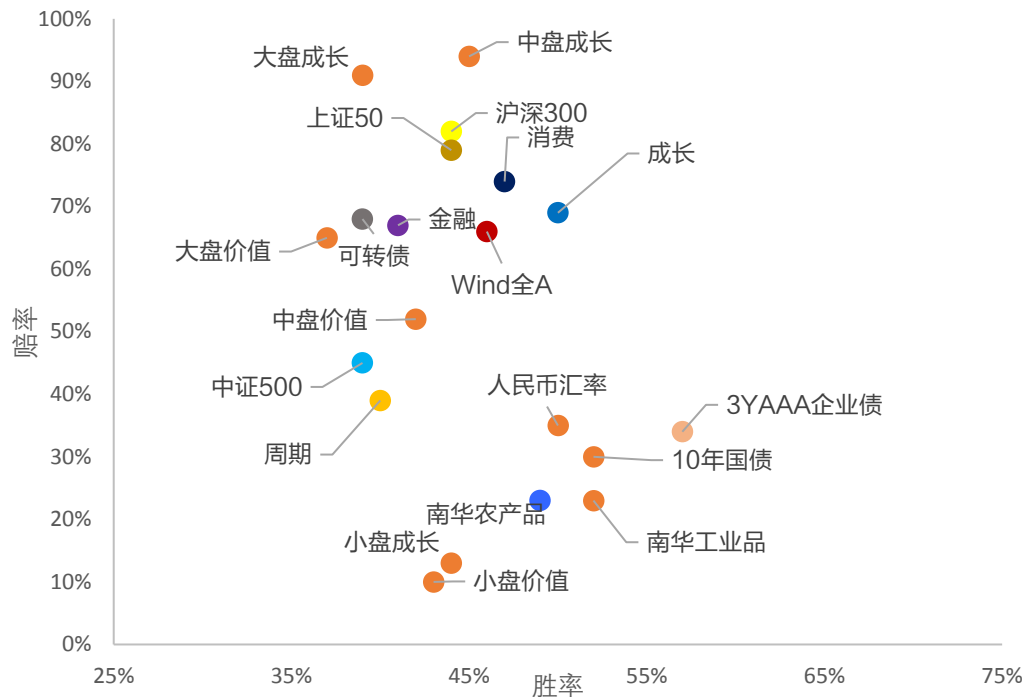
图 1：本期宏观四维数据画像



资料来源：Wind，天风证券研究所

二、大类资产配置建议

图 2：本期大类资产点阵图



资料来源：Wind，天风证券研究所

(1) 权益：胜率下降，赔率较高，风格上中盘成长相对占优，板块上成长和消费的综合得分较高，宽基指数中沪深 300 和上证 50 的投资价值较有吸引力

本期权益的胜率回落至略低于中性，成长风格小幅占优于价值风格。本期中盘和小盘成长的胜率最高，其次是中盘和小盘价值，大盘风格的胜率回落至中低水平。

四季度延续弱复苏，但环比较三季度（两年复合）有所走弱。去地产化转型背景下弱复苏延续，情绪的反转既需要现实改变，也要有筹码出清。积极的方面是依靠居民部门的内生需求，在地产回落的大背景下经济还是体现出了一定韧性。出海和大众消费等领域上还有可积极拓展市场的空间，相关企业有望维持高成长性。

A 股的赔率继续回升，目前处在较高水平。Wind 全 A 的风险溢价处在 66%分位，大盘股（上证 50、沪深 300）的风险溢价分别处在 79%和 82%分位，中盘股（中证 500）的风险溢价回升至 45%分位。金融、周期、成长、消费的风险溢价分别处在 67%、39%、69%、74%分位。中盘成长和大盘成长的赔率最高（94%和 91%分位），小盘成长和小盘价值（10%和 15%分位）的赔率最低。

配置策略：权益的胜率降至中性偏低，赔率升至中高，投资价值中性。风格上中盘成长相对占优，板块上消费股和成长股的综合得分较高。宽基指数中，沪深 300 和上证 50 的投资价值较有吸引力。

风格上，建议维持中盘成长【高配】，下调大盘成长至【标配或高配】，维持大盘价值和盘中价值【标配】，维持【低配】小盘成长和小盘价值。板块上，建议下调消费至【标配或高配】，维持成长【标配或高配】，金融【标配】，周期【标配或低配】。

(2) 债券：维持利率债【标配或低配】，维持信用债【标配】，下调转债至【标配】

本期利率债和信用债的胜率分别回升至中性和中性以上，但赔率均偏低。

当下债券市场积极定价了经济对去地产化下的弱复苏预期。目前期限利差非常平坦，

债市整体的下行需要货币政策宽松进一步打开短端的下行空间。

目前市场对货币政策宽松预期很强（流动性收紧预期处在 20%以下的低分位），但当央行更加强调资金的使用效率，降准的概率大于降息，博弈降息的理由并不充分。

目前利率债的期限利差处在历史低位，久期策略的盈亏比低；流动性溢价波动较大，目前处在【中性较紧】的区间，杠杆策略的盈亏比稍佳。信用利差回升，信用下沉的性价比有所改善，但仍低于中性。转债的胜率回落至中性下方，赔率处在中性上方，投资价值偏中性。

配置策略：维持利率债【标配或低配】，维持信用债【标配】，下调转债至【标配】

（3）商品：下调农产品至【标配或低配】，维持工业品【标配或低配】

本期工业品和农产品的胜率较上期小幅回落，目前处在中性附近（49%和 52%）。

在国内地产依然缺位、政策定力较强的背景下，工业品需求的回升空间相对有限，海外市场可能过度预期了联储降息，大宗商品的金融属性上涨缺乏短期支撑。商品的供给侧定价权重可能上升。

本期工业品、农产品、能化品的赔率与前期基本持平，处在中低位置，整体盈亏比吸引力不足。

配置策略：下调农产品至【标配或低配】，维持工业品【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 49%）。

人民币本轮升值的主要因素之一——联储宽松预期存在纠偏的可能，同时年底结汇季节性高峰的窗口也在逐渐关闭，短期升值最快的阶段或进入尾声。中期来看，中美的经济相位差会有小幅收敛，美国补库存或将支撑中国出口继续改善，贸易顺差维持高位，政策靠前发力，联储暂停加息并可能提前结束缩表，人民币或仍处在震荡偏强的通道。

本期中美实际利差有所收窄，但仍处在历史中低水平，做多人民币策略的赔率有限，人民币的升值空间也相对有限。

配置策略：维持至【标配】

图 3：24 年 1-3 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						3%
商品						-3%
股票大类	空仓	低配	标配	高配	超配	
周期						-5%
消费						-7%
成长						2%
金融						-3%
上证 50						5%
沪深 300						0%
中证 500						-4%
大盘成长						-14%
大盘价值						-4%
中盘成长						-1%
中盘价值						-2%
小盘成长						-5%
小盘价值						-3%
债券大类	空仓	低配	标配	高配	超配	
利率						3%
信用						3%
转债						-7%
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						-5%
工业品						0%
汇率	空仓	低配	标配	高配	超配	
人民币						-3%

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