

# 资产配置及 A 股风格半月报

## 风险资产有望延续优势

风险资产有望延续优势，盈利因子有望修复。

- **大类资产配置：风险资产有望延续相对优势。**我们的大类资产配置模型是基于周期嵌套理论改良版 BL 模型。模型基于不同周期定位下的大类资产的表现，将市场均衡观点进行贝叶斯修正，输出满足既定条件的最优资产组合，模型输出可显著提升组合夏普比率。我们输入的观点基于库存周期理论，未来一个季度，我们认为内外弱补库有望延续。基于上述主观假设及限制条件的 BL 模型输出结果为：国内资产方面，2025 年三季度股票配置比例持续提升，债券资产配置比例维持相对高位。海外资产方面，三季度美股配置比例略有降低，美债配置比例略有抬升。
- **A 股市场风格：盈利因子有望修复，小市值优势有望延续。**我们在 2025 年 6 月 6 日发布的深度报告《风格制胜 3》中构建了市值、估值、盈利、动量四大关键维度的风格因子模型。截至 2025 年 6 月 30 日，二季度市场风格表现为小市值、低估值、弱盈利、弱反转。我们预计，未来一个月货币环境维持当前相对宽松的合意水平，信用环境磨底弱修复，三季度价格端有望迎来止跌小幅修复，市场风偏或自当前水位震荡波动。基于以上宏观假设，我们认为未来一个月市场占优风格为：高盈利、小市值、高估值。其中，小市值趋势确定性较高，盈利因子短期有望迎来修复。宽基指数上，可重点关注高盈利属性的创业板指、中证 A500 以及小盘属性的中证 2000。
- **风险提示：**1) 模型输出基于历史数据，历史经验不能完全代表未来；2) 海外风险存在超预期可能；3) 宏观政策不及预期。

### 相关研究报告

《风格制胜 3：风格因子体系的构建及应用》  
20250606

中银国际证券股份有限公司  
具备证券投资咨询业务资格

策略研究

证券分析师：王君

(8610)66229061

jun.wang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300519060003

证券分析师：郭晓希

(8610)66229019

xiaoxi.guo@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300521110001

## 1. 大类资产配置：风险资产有望延续相对优势

### 1.1 BL 模型简介

Black-Litterman (BL) 模型是一种融合市场共识与主动观点的资产配置框架，它以市场均衡收益率为基准，将投资者对大类资产的主观观点与市场先验预期收益率相结合，并利用贝叶斯方法修正预期收益分布，进而形成新的后验预期收益率；最终生成既尊重市场整体定价逻辑又体现战术倾向的组合权重，有效解决传统均值-方差模型对输入参数过度敏感导致的极端配置问题，又可基于不同的优化目标得到组合最优资产配置比例。

我们的大类资产配置模型是基于周期嵌套理论改良版 BL 模型。模型基于不同周期定位下的大类资产的表现，将市场均衡观点进行贝叶斯修正，输出满足既定条件的最优资产组合，模型输出可显著提升组合夏普比率。

### 1.2 未来 1 个季度，内外弱补库延续

我们输入的观点基于库存周期理论，结合中期策略，未来一个季度，内外弱补库有望延续。原因在于：1) 海外补库动能有韧性。当前美消费支出维持平稳，投资领先指标 PMI 尚未显著走弱，企业补库动能有望得到保障。2) 国内政策有支撑。当前内生增长动力有待进一步夯实。但需要指出的是，政策确定性显著增强，为市场注入了关键的稳定预期，前期困扰市场的中长期结构性担忧已得到有效修正。往后看，国内政策支撑下，弱补库韧性短期有望延续。

### 1.3 模型历史表现回测

**BL 模型的历史回测表明：基于模型输出资产配置比例可以显著提升组合年度胜率，并降低最大回撤风险。**

我们分别采用中美股、债、商、汇作为组合底层资产，采用“全知”视角输入 BL 模型，基于模型季度输出调整资产权重，最终得到的组合年度收益表现如下，对比组为等权重配置下组合年度收益表现。表 1 可见，对于国内资产而言，BL 模型输出的组合仅在 2013 及 2017 年出现小幅回撤，其余年份多数情况下均可保持 3% 以上的年化收益率，组合年度收益率均值为 4.8%。若将模型拓展到海外资产（这里以美股、美债、商品、美元为例），表 2 可见，基于 BL 模型输出的组合相较等权组合，同期回撤降低，组合收益率与胜率均大幅提升。最大化效用的模型优化条件下，模型输出的组合配置可有效提升夏普比例。

图表 1. 基于模型输出的国内资产组合历史收益率回测（单位：%）

年份	BL 模型组合 年化收益率	等权组合年化 收益率	年份	BL 模型组合 年化收益率	等权组合年化 收益率
2008	12.19	(24.58)	2017	(0.34)	4.14
2009	0.55	39.31	2018	9.22	(4.01)
2010	2.43	3.29	2019	4.83	15.15
2011	4.94	(6.80)	2020	4.51	11.09
2012	2.93	5.82	2021	6.08	11.05
2013	(1.49)	(0.23)	2022	2.91	1.68
2014	10.42	12.00	2023	4.81	3.46
2015	7.61	12.17	2024	8.02	9.21
2016	2.16	9.57			

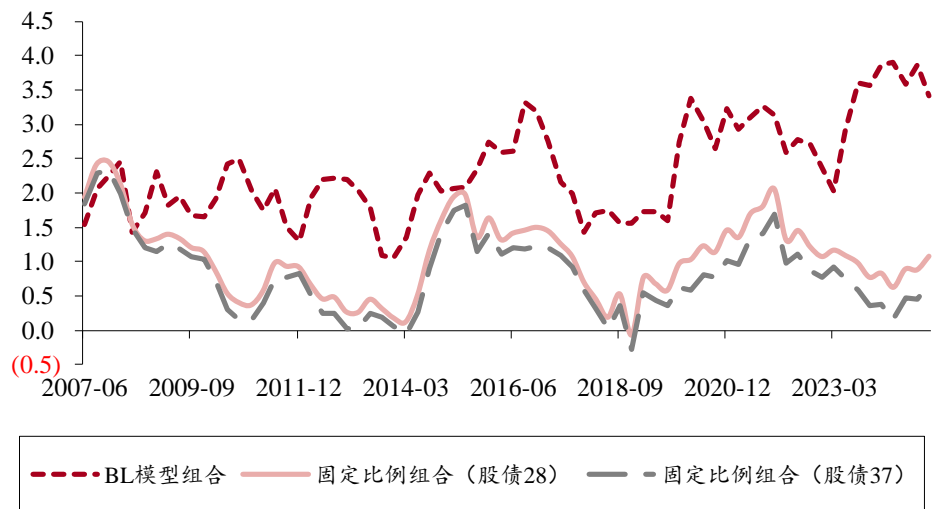
资料来源：万得，中银证券

图表 2. 基于模型输出的海外资产组合历史收益率回测（单位：%）

年份	BL 模型组合 年化收益率	等权组合年化 收益率	年份	BL 模型组合 年化收益率	等权组合年化收 益率
1994	24.4	1.5	2010	34.9	9.7
1995	33.0	13.5	2011	22.6	0.4
1996	32.0	14.4	2012	26.1	5.4
1997	26.5	10.0	2013	31.0	5.1
1998	43.7	(2.2)	2014	14.7	2.4
1999	44.7	13.7	2015	11.2	(3.5)
2000	22.4	8.1	2016	14.5	6.8
2001	29.7	(5.0)	2017	18.8	3.5
2002	31.8	(0.9)	2018	11.8	(2.9)
2003	28.4	8.5	2019	32.6	11.8
2004	35.8	5.9	2020	51.0	4.3
2005	30.0	9.2	2021	34.7	17.9
2006	17.4	0.3	2022	23.5	(3.6)
2007	23.0	3.9	2023	42.6	6.8
2008	33.1	(14.5)	2024	23.2	11.0
2009	43.4	15.6			

资料来源：万得，中银证券

图表 3. 最大化效用约束下 BL 模型能有效提升组合夏普比例

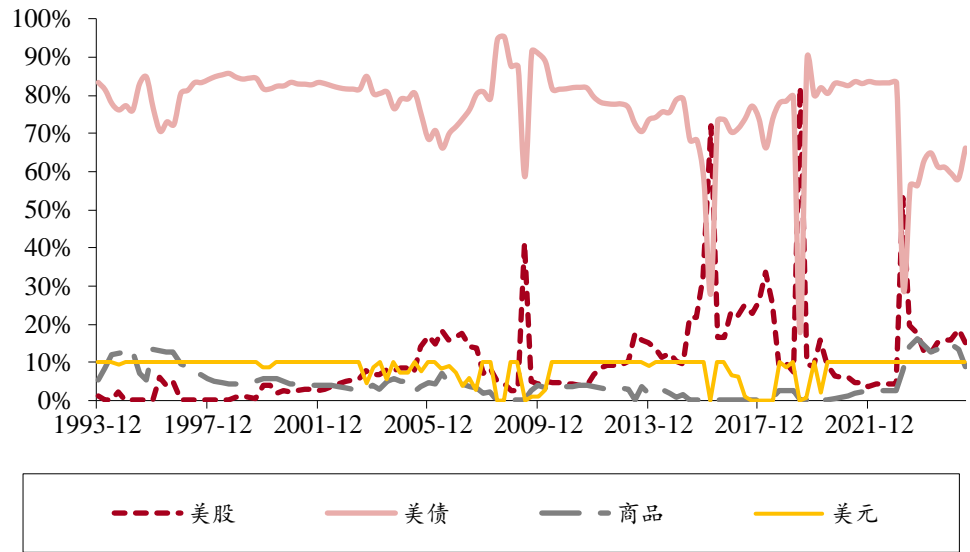


资料来源：万得，中银证券

#### 1.4 未来一个季度，风险资产依旧相对占优

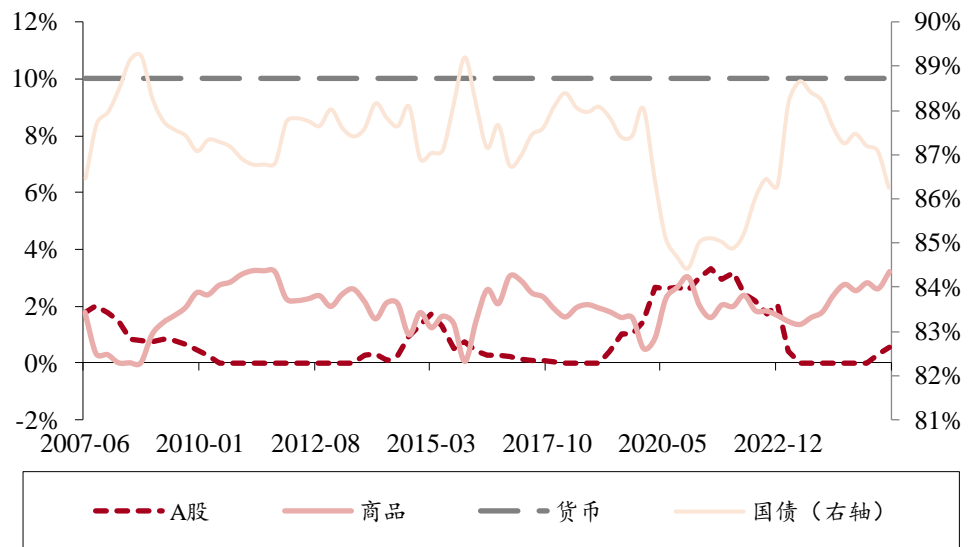
基于股债商汇四资产的 BL 模型限制条件为：各类资产不得做空，货币资产的配置上限不得超过 10%；模型优化目标为最大化效用。基于上述主观假设及限制条件的 BL 模型输出结果为：国内资产方面，2025 年三季度 A 股配置比例持续提升，债券资产配置比例维持相对高位。这也与我们下半年对于 A 股估值强支撑，基本面弱复苏的假设预判相符。海外资产方面，三季度美股配置比例略有降低，美债配置比例略有抬升。反映短期海外风险资产波动增加且当前点位偏高，基本面韧性或面临考验，下半年联储降息预期或有提升。

图表 4. 基于模型输出 2025 年三季度美股配置比例略降



资料来源：万得，中银证券

图表 5. 基于模型输出 2025 年三季度 A 股配置比例边际提升



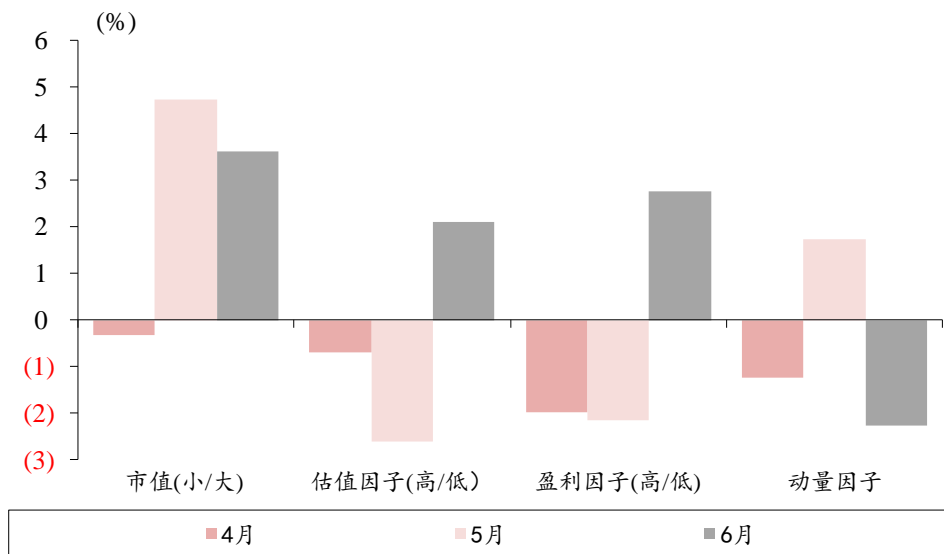
资料来源：万得，中银证券

## 2. A 股市场风格：盈利因子有望修复，小市值优势有望延续

### 2.1 二季度小市值、低估值因子表现强势

我们在 2025 年 6 月 6 日发布的深度报告《风格制胜 3》中构建了市值、估值、盈利、动量四大关键维度的风格因子模型。截至 2025 年 6 月 30 日，二季度市场风格表现为小市值、低估值、弱盈利、弱反转。其中，5 月以来小市值因子表现突出，6 月高盈利因子有所表现。这背后反映了市场剩余流动性相对充裕、盈利预期偏弱、外部因素冲击影响下市场情绪偏弱。

图表 6. 二季度市场风格因子表现



资料来源：万得，中银证券

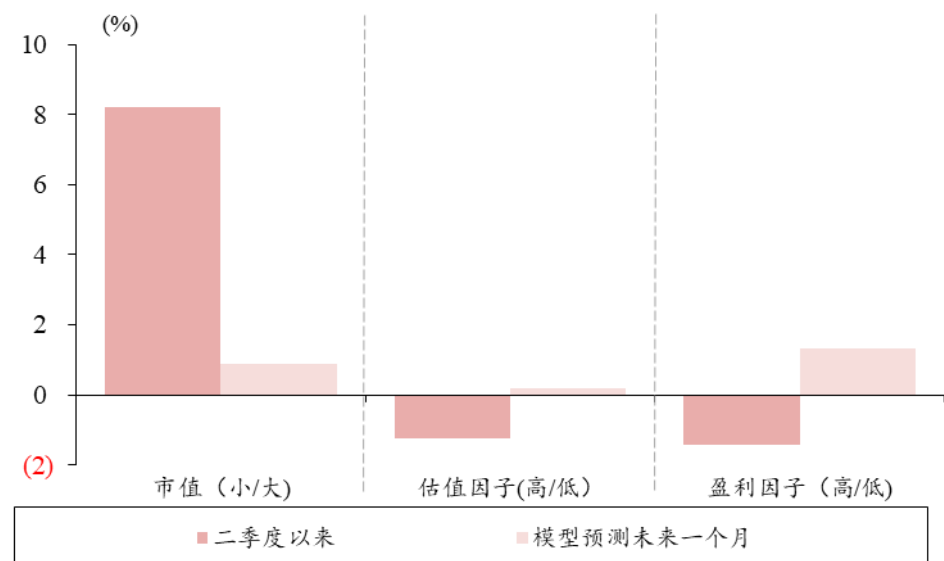
## 2.2 盈利因子有望修复，小市值优势有望延续

基于我们的风格因子模型，未来一个月市场占优风格为：高盈利、小市值、高估值。其中，小市值趋势确定性较高，盈利因子短期有望迎来修复。

模型假设条件为：1) 货币环境方面，我们认为下半年国内有望维持在 5 月双降以来的相对宽松的合意水平。2) 信用环境方面，维持信用磨底弱修复的预判，节奏上年内靠前发力明显，存量社融增速或自 5 月高点边际放缓。3) 基本面角度，三季度价格端有望迎来止跌小幅修复，未来一个月基本面或将呈现量平价弱修复的格局。4) 风险偏好角度，6 月下旬伴随着地缘风险因素的消退及政策提振，市场风偏加速修复，截至 6 月 30 日，股债风险溢价已触及均值+1 倍标准差，我们预计未来一段时间市场风偏或自当前水位小幅调整，节奏上或先下后上。

基于以上宏观假设，我们认为未来一个月高盈利、小市值、高估值将成为市场占优风格方向。其中盈利因子修复确定性有所提升，进入 7 月，市场即将进入中报交易窗口，高盈利组合有望跑赢。此外，小市值风格仍将成为下半年市场最为确定性的风格方向。

图表 7. 未来一个月市场风格预判



资料来源：万得，中银证券

### 2.3 主要宽基指数推荐

结合上述风格预判，未来一个月可重点关注：**创业板指、中证 A500，以及中证 2000。**

基于上述风格因子体系下，我们梳理了当前市场主要宽基指数近 3 年来的风格属性。表 8 展示的是指数与风格因子的相关性系数。基于表 8，市值因子维度，中证 2000、北证 50 小市值属性较强，沪深 300、创业板指、中证 A500 则呈现不同程度的大市值属性。估值维度，创业板指、中证 1000、中证 500 高估值属性较强；此外，上述指数与中证 A500 高盈利属性较强。基于上述分析，我们将主要宽基指数市值、估值、盈利维度的风格属性进行划分列于表 9。基于上文对未来一个月维度市场占优风格预判，高盈利、小市值主线下，可重点关注高盈利属性的创业板指、中证 A500 以及小盘属性的中证 2000。

图表 8. 当前主要宽基指数风格属性（近 3 年风格因子相关性）

	上证指 数	创业板 指	北证 50	沪深 300	中证 500	中证 A500	中证 1000	中证 2000
市值因子 (小/大)	0.32	-0.03	0.47	-0.05	0.22	-0.02	0.32	0.78
估值因子 (高/低)	0.26	0.83	0.09	0.62	0.78	0.70	0.83	0.46
盈利因子 (高/低)	0.24	0.85	0.11	0.64	0.76	0.71	0.79	0.37
动量因子	0.13	0.76	-0.09	0.61	0.60	0.65	0.59	0.11

资料来源：Wind，中银证券（注：近 3 年指 2022 年-2025 年 5 月）

图表 9. 主要宽基指数风格属性

	创业板指	北证 50	沪深 300	中证 500	中证 A500	中证 1000	中证 2000
市值	大市值	小市值	大市值		大市值		小市值
估值	高估值			高估值	高估值	高估值	
盈利	高盈利			高盈利	高盈利	高盈利	

资料来源：万得，中银证券

### 风险提示

- 1) 模型输出基于历史数据，历史经验不能完全代表未来；
- 2) 海外风险存在超预期可能；
- 3) 宏观政策不及预期。



## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

### 公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

### 行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不得以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构:

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065  
新加坡客户请拨打: 800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
西单北大街 110 号 8 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 8326 2000  
传真: (8610) 8326 2291

### 中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury  
London EC2R 7DB  
United Kingdom  
电话: (4420) 3651 8888  
传真: (4420) 3651 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号  
7 Bryant Park 15 楼  
NY 10018  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371