

# 资产配置月报

## 增配人民币资产，A股相对优势有望延续

未来一个季度弱补库延续，基于周期定位的改进版 BL 模型建议增配人民币资产，A股优于美股。

- **开年以来韩股、油价表现强势。**2026年以来，大类资产表现呈现明显的“两阶段”切换特征，韩股与原油先后走强，成为开年以来表现突出的资产。主要股指普遍创出新高，其中，日、韩、台股市表现突出。商品方面，1-2月黄金延续此前强势，3-4月，原油价格接棒领涨，带动整体商品板块表现切换。汇率方面，美元整体走弱，人民币呈现持续升值态势。
- **库存回补短期延续。**我们输入的观点基于库存周期理论。经历去年下半年的小幅去库及今年开年以来的价格上行后，目前中美均已步入库存与价格的温和修复阶段，预计未来一个季度内，这种偏弱的补库趋势仍将短暂延续。但下半年需要警惕价格上行对于需求的冲击进而带来库存回落风险。整体而言，本轮价格上行对海外需求的冲击会更为明显，国内需求在政策托底、结构韧性等因素支撑下，有望维持相对稳健的表现。
- **人民币资产优于美元资产，A股仓位逐季上调。**基于周期定位的改进版 BL 模型对于未来一个季度资产配置观点如下：海外资产方面，未来一个季度美股配置比例短期下调，美元持续低位，美债及商品配置比例基于不同目标而波动。国内资产方面，A股、国债仓位建议总体呈现逐季上调，商品资产配置建议有所分化。总体来看，模型输出建议上，当前人民币资产配置价值总体优于美元资产。两种优化目标下，A股仓位逐季提升，而美股仓位在两种优化目标下均被持续下调，表明短期A股配置价值更优；此外，2026年以来国债仓位总体呈现逐季上调态势，人民币资产增配趋势明确。综合而言，未来一个季度，模型倾向于低配美股和美元，适度超配A股与国内债券，商品配置则需结合风险偏好灵活调整，整体配置天平向人民币金融资产倾斜。
- **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

《资产配置模型系列：基于周期理论的改进 BL 资产配置模型与应用展望》20251204

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

## 大类资产配置：增配人民币资产，A股相对优势有望延续

### 开年以来韩股、油价表现强势

2026年以来，大类资产表现呈现明显的“两阶段”切换特征，1-2月与3-4月市场驱动逻辑出现显著分化，韩股与原油先后走强，成为开年以来表现突出的资产。股票方面，主要股指普遍创出新高，其中日、韩、台股表现突出，显示出AI产业趋势带动效用及东亚相关硬件制造商在半导体周期修复与资金重配置下的相对优势。

商品方面，1-2月黄金延续此前强势，避免与实际利率下行预期构成支撑；进入3-4月，驱动逻辑切换至供给约束与需求预期共振，原油价格接棒领涨，带动整体商品板块表现切换。汇率方面，美元整体走弱，人民币呈现持续升值态势。

图表 1. 2026年1-4月资产价格表现

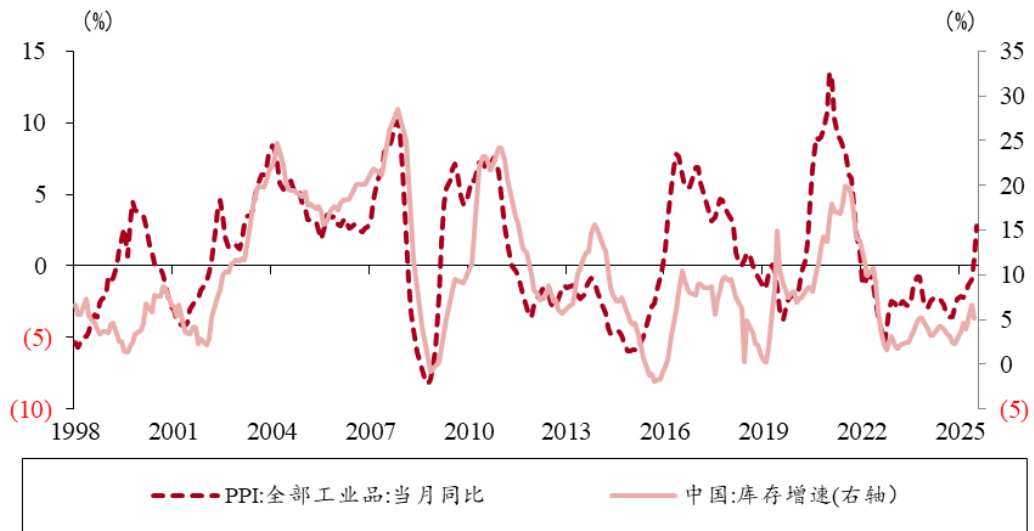
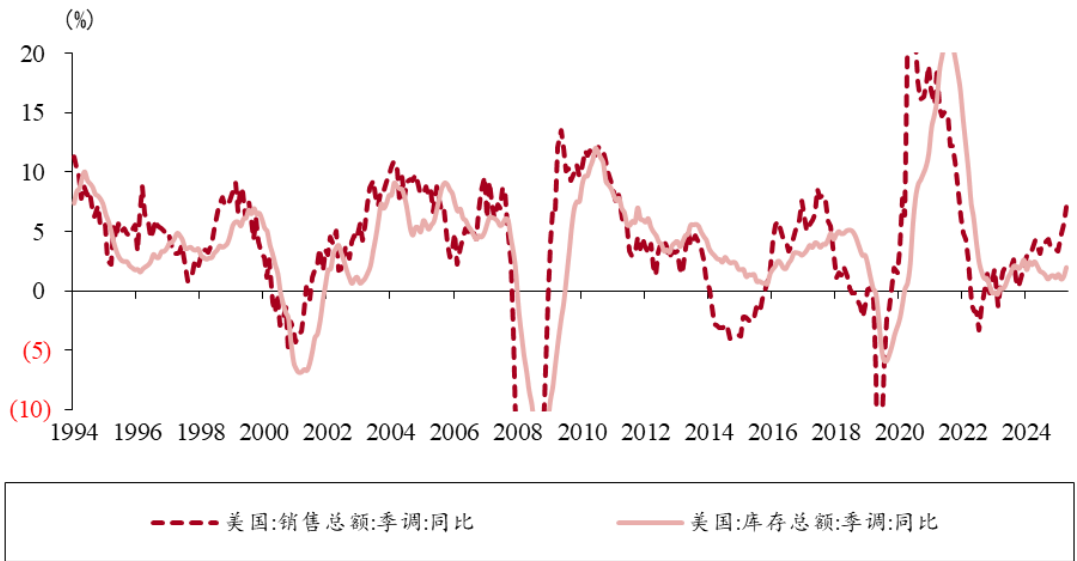
大类资产		2026.1-2涨跌幅(%)	2026.3-4涨跌幅(%)	2026年以来涨跌幅(%)
股	MSCI发达市场	2.85	2.28	8.49
	MSCI新兴市场	14.69	(0.65)	22.24
	标普500	0.49	4.80	9.58
	斯托克指数	6.28	(3.16)	4.24
	日经指数	16.91	0.74	24.46
	韩国综指	48.17	5.68	77.81
	台湾加权指数	22.27	9.92	44.15
	万得全A	8.30	(0.80)	11.08
	恒生指数	3.90	(3.25)	2.96
汇	美元指数	(0.64)	0.47	0.62
	美元兑人民币	(1.51)	(0.87)	(2.66)
	美元兑日元	(0.37)	0.34	1.09
	美元兑欧元	0.59	(0.72)	0.67
商	CRB商品	4.65	26.37	33.97
	LME铜	7.03	(1.43)	12.57
	WTI原油	17.78	64.35	86.60
	伦敦金现	15.23	(8.20)	5.52
债	10Y美债收益率(Bps)	(2.00)	23.00	32.00
	10Y国债收益率(Bps)	(12.40)	(1.40)	(14.31)

资料来源：万得，中银证券

### 库存回补短期延续

我们输入的观点基于库存周期理论。经历去年下半年的小幅去库及今年开年以来的价格上行后，目前中美均已步入库存与价格的温和修复阶段，预计未来一个季度内，这种偏弱的补库趋势仍将短暂延续。背后的支撑因素主要有两点：其一，前期油价上涨带来的成本冲击正滞后性地推升通胀中枢，名义价格的抬升在短期内会激发企业的库存回补意愿，形成价格引导下的被动补库；其二，在贸易政策预期不稳、供应链扰动担忧等因素下，企业或存在阶段性抢库存行为。但下半年需要警惕价格上行对于需求的冲击进而带来库存回落风险。整体而言，本轮价格上行对海外需求的冲击会更为明显，国内需求在政策托底、结构韧性等因素支撑下，有望维持相对稳健的表现。

图表 2. 当前中美库存周期



资料来源：万得，中银证券

## 人民币资产优于美元资产，A股仓位逐季上调

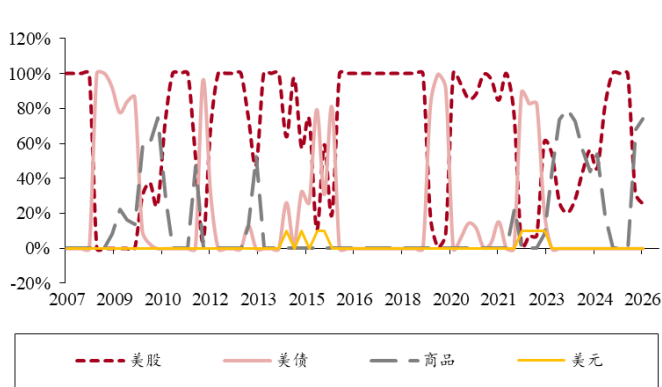
基于周期定位的改进版BL模型限制条件为：各类资产不得做空，货币资产的配置上限不得超过10%；模型优化目标为最大化效用或既定收益率下最小化波动。基于更新的1-4月资产收益率数据，BL模型对于未来一个季度资产配置观点如下：

**海外资产方面，总体呈现短期美股仓位建议下调，美元维持低位，商品与美债配置建议分化。**最大化效用目标下，模型输出建议Q2-Q3降低美股仓位，与此同时，提升商品仓位，美债及美元仓位维持低位。而最小化波动目标下，美股仓位自2026年开年以来持续下调，与此同时，美债仓位维持高位，商品资产仓位建议也并未显著提升。总体来看，未来一个季度美股配置比例短期下调，美元持续低位，美债及商品配置比例基于不同目标而波动。

**国内资产方面，A股、国债仓位建议总体呈现逐季上调，商品资产配置建议有所分化。**最大化效用目标下，模型输出建议2025年以来A股仓位逐步上调，2026年延续逐季升仓的趋势，与此同时，2026年以来国债仓位建议也有所提升，商品仓位建议边际下行。既定收益最小化波动目标下，A股及商品仓位维持2026年Q1仓位水平，国债仓位自2026年以来出现小幅上调。总体来看，A股和国债仓位总体呈现逐季上调态势，商品资产配置比例基于不同目标有所分化。

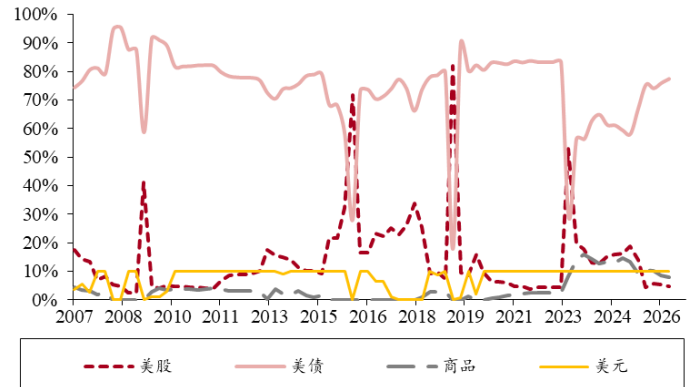
总体来看，模型输出建议上，当前人民币资产配置价值总体优于美元资产。两种优化目标下，A股仓位逐季提升，而美股仓位在两种优化目标下均被持续下调，表明短期A股配置价值更优；此外，2026年以来国债仓位总体呈现逐季上调态势，人民币资产增配趋势明确。综合而言，未来一个季度，模型倾向于低配美股和美元，适度超配A股与国内债券，商品配置则需结合风险偏好灵活调整，整体配置天平向人民币金融资产倾斜。

图表 3. 最大化效用目标下未来一个季度海外资产配置比例



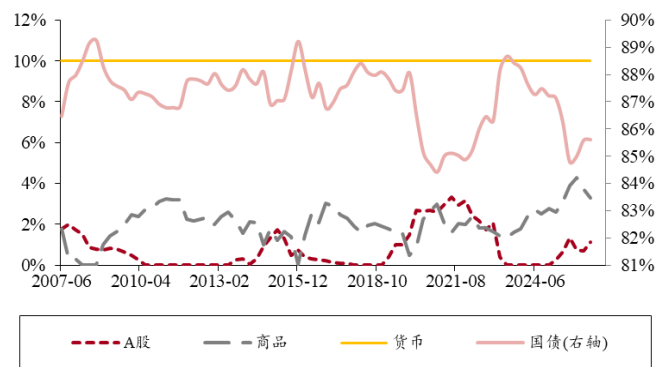
资料来源：万得，中银证券

图表 4. 既定收益最小化波动目标下未来一个季度海外资产配置比例



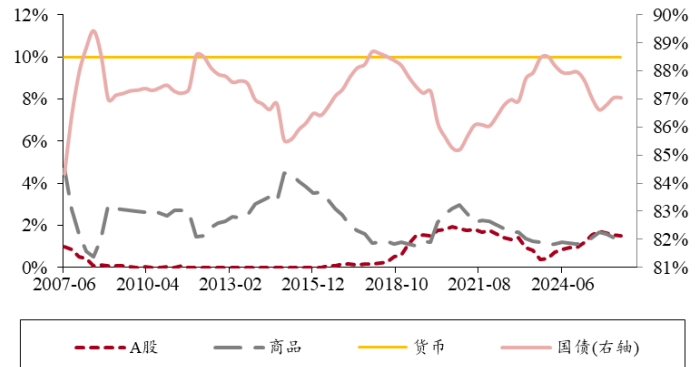
资料来源：万得，中银证券

图表 5. 最大化效用目标下未来一个季度国内资产配置比例



资料来源：万得，中银证券

图表 6. 既定收益最小化波动目标下未来一个季度国内资产配置比例



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。

本报告期内含保密信息，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予任何其他人，或将此报告全部或部分公开发表。如发现本研究报告被私自转载或转发的，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