下载日志已记录，仅供内部参考

K 型短期扰动，配置暂且均衡

战术配置月报 202607

报告发布日期 2026 年 07 月 08 日

证券分析师
郑月灵 执业证书编号：S0860525120003
zhengyueling@orientsec.com.cn
021-63326320

联系人
周仕盈 执业证书编号：S0860125060012
zhoushiying@orientsec.com.cn
021-63326320
董翱翔 执业证书编号：S0860125030016
dongaoxiang@orientsec.com.cn
021-63326320

相关报告
短期风偏扰动，重点做好风控：资产配置月报 202606 2026-06-10

研究结论

- **7 月资配主线：境内增长、境外利率。**3 月资产配置交易的主线较为极致，关注点在境外，对应加仓原油相关标的（如原油期货或能化 ETF）。4 月交易主线均衡，海外影响弱化，对应减仓原油相关标的，加仓境内增长相关标的。5 月大类资产交易主线聚焦境内外风险偏好，海外利率的影响仍在但不及之前，对应加仓风险资产。6 月相比 5 月，主线变化不大，境内资产重点仍在风偏相关性高的科技板块。7 月境内主线重回增长，海外主线仍在利率，对应境内加仓和增长相关性高、海外加仓前期受高利率压制的周期板块，全球股市结构趋于均衡。
- **7 月资产观点：K 型短期扰动，配置暂且均衡。（1）股票：**7 月以来，随着苹果涨价、Meta 出租、黑石出售等消息接连出台，AI 板块在预期层面出现扰动但尚不足以形成预期拐点。与此同时，国内 6 月 PMI 数据超预期，美联储加息预期转向，使得国内外同步出现了风格扩散。一方面，随着 7 月政治局会议临近，国内开始出现 K 型分化收敛的预期；另一方面，随着美国非农数据出台、沃什鸽派表态，海外之前受高利率压制的周期板块开始复苏。我们认为，K 型分化的收敛不会一蹴而就，短期更多是扰动。三季度国内出台增量政策的必要性存疑，海外利率预期也仍有不确定性。因此股票阶段性均衡，短期可通过哑铃策略进行配置。中期则代表先进生产力的科技仍是重点。**（2）债券：**在传统经济乏力和债券供给有限的背景下，7 月利率上行空间有限。而负债端资产荒的问题日益凸显，增量资金有望对债市形成支撑。此外，结合上文对当前大类资产主线的分析，风险偏好退居二线，高风偏对债券压制减弱，而风偏波动可能给债券带来阶段性机会。**（3）其他资产：**美债继续陡峭化。一方面，影响短期通胀的压力在逐渐减弱，包括油价、非农数据等。另一方面，影响长期通胀的结构性因素仍然强劲，主要体现为 AI 资本开支和美国财政赤字。黄金、有色等金融属性强的商品随降息预期发酵可能存在机会。原油持续下行但预期先行，相关商品供给修复需要时间，能化板块存在价格短期反复的可能。高温和厄尔尼诺影响下部分农产品存在机会。
- **模型业绩表现：**（1）主线择时全天候： 25 年以来年化 9.9%；（2）观点调整 MP-BL 模型：25 年以来年化 6.9%。
- **7 月配置观点：短期哑铃配置，适当均衡，中期主线仍在科技。**7 月资产配置主线，境内在增长，境外在利率。对应境内加仓增长相关性高的板块，境外加仓之前受利率压制的周期板块，体现为境内外同步的风格扩散。然而，K 型分化不是一蹴而就，短期扰动后 K 型分化持续，重点仍在科技。海外利率也有不确定性，当前美债利率曲线继续陡峭化，短期商品可关注利率敏感性的标的，中期重点则仍在科技上游，同时可关注厄尔尼诺对农产品的催化。

风险提示

极端风险事件，例如中美关系、全球地缘超预期事件等，可能打破统计上的历史规律；量化模型失效的风险，历史数据对未来的指引效果有限。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考

目 录

一、资产配置交易主线&主线择时全天候.....4
（一）7 月交易主线：境内增长、境外利率.....4
（二）主线择时全天候表现优于全天候.....4
（三）主线择时全天候 7 月权益仓位趋于均衡.....5
二、大类资产观点&预期调整 MP-BL 模型.....6
（一）大类资产观点： K 型短期扰动，配置暂且均衡.....6
（二）观点调整 MP-BL 模型可实现收益增强.....6
（三）观点调整 MP-BL 模型 7 月仓位：增持防御资产.....8
风险提示.....8

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表目录

图 1：主线择时全天候有更优的业绩表现 4
图 2：7 月股票持仓趋于均衡 5
图 3：MP-BL 模型示意图 6
图 4：7 月打分 7
图 5：MP-BL 模型 7 月仓位变化不大 8

表 1：主线择时全天候有更优的业绩表现 5
表 2：打分调整示意图 7
表 3：MP-BL 有更优的业绩表现 8

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考

一、资产配置交易主线&主线择时全天候

（一）7 月交易主线：境内增长、境外利率

我们在报告《资产配置以预期思维择主线》中提到全天候策略思路新思路。基于大类资产共同的三个因子，增长预期、利率预期和风险溢价，进一步地，我们结合当前产业升级转型、配置全球化和地缘扰动频发的背景，进一步拓展至六因子，示意如下：

V≈经济预期+利率预期+风险溢价

≈（传统经济预期+新兴增长预期）

+（境内利率预期+境外利率预期）

+（境内风险溢价+境外风险溢价）

我们在报告中得到了上述六个因子和各类资产在历史上的映射关系，资产类型覆盖 A 股、中债、黄金 ETF、有色 ETF、能化 ETF、纳指 ETF 等，其中 A 股又进一步细分为金融地产、周期、消费、科技、先进制造、医药医疗等。在此基础上可以构建每一类因子对应的风险因子组合。与此同时，我们在报告中提出大类资产交易的主线有一定的持续性，而风险因子的择时相比收益择时理论上也应有更高的胜率（波动发生突变的概率更低）。我们可以结合大类资产交易主线的变化进行择时。具体而言，我们观察上述六个风险因子（各因子取代表性指标）每个因子在过去 1 期的变化，变化越大我们认为越有可能成为当前大类资产交易的主线之一。我们将上述主线进行择时可得主线择时全天候。策略效果较非择时全天候更优。基于我们的跟踪框架，今年以来大类资产交易的主线如下：

（1）3 月配置主线：境外利率、境内/境外风险溢价

（2）4 月配置主线：境外利率、境内风险溢价、境内增长、境内利率（相对均衡）

（3）5 月配置主线：境内风险偏好/风险评价，境外风险偏好

（4）6 月配置主线：境内风险偏好/风险评价，境外风险评价

（5）7 月配置主线：境内增长、境外利率

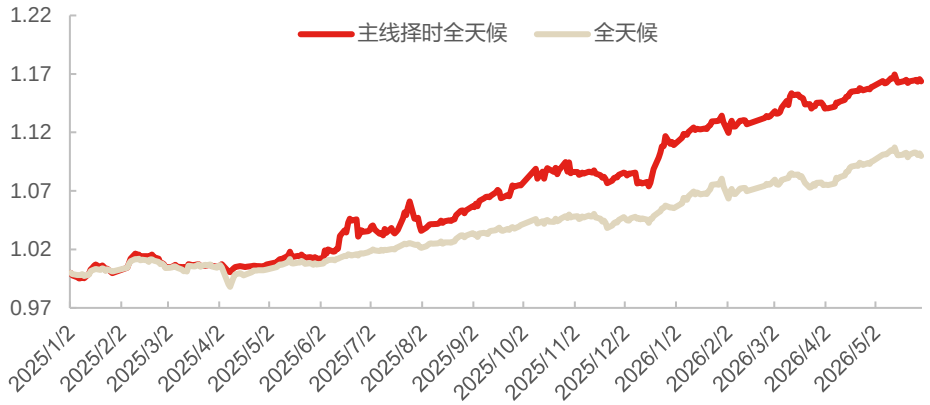
3 月资产配置交易的主线较为极致，关注点在境外，对应加仓原油相关标的（如原油期货或能化 ETF）。4 月交易主线均衡，海外影响弱化，对应的是减仓原油相关标的。5 月大类资产交易主线聚焦境内外风险偏好，海外利率的影响仍在但不及 4 月以前，对应加仓风险资产。6 月相比 5 月，主线变化不大，境内资产仍然重点关注风偏相关性高的板块如科技。7 月境内主线重回增长，海外主线仍在利率，对应境内股票市场结构更加均衡。

（二）主线择时全天候表现优于全天候

图 1：主线择时全天候有更优的业绩表现

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考



数据来源：Wind，东方证券研究；数据截至 2026 年 6 月 30 日

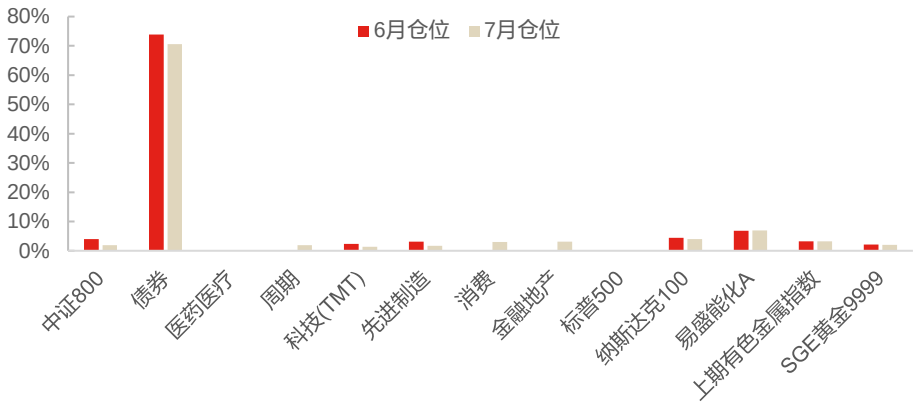
表 1：主线择时全天候有更优的业绩表现

2025 年以来	主线择时全天候	全天候策略
年化收益	9.9%	6.3%
标准差	4.7%	3.1%
下行波动	4.4%	3.2%
最大回撤	-2.4%	-2.4%
夏普比	2.12	2.02
索提纳比	2.25	1.99
卡玛比	4.19	2.67

数据来源：Wind，东方证券研究；数据截至 2026 年 6 月 30 日

（三）主线择时全天候 7 月权益仓位趋于均衡

图 2：7 月股票持仓趋于均衡



数据来源：Wind，东方证券研究

上述“6 月仓位”对应 5 月底动态全天候策略给出的各类资产仓位，“7 月仓位”对应截至 6 月底模型给出的各类资产仓位。主线择时全天候 7 月仓位整体较 6 月而言，A 股结构有所分化，其他资产变化不大。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考

二、大类资产观点&预期调整 MP-BL 模型

（一）大类资产观点： K 型短期扰动，配置暂且均衡

我们在报告《资产配置以预期思维择主线》构建了各类资产的打分卡，基于当前打分，我们对各类资产的观点如下：

股票：7 月以来，随着苹果涨价、Meta 出租、黑石出售等消息接连出台，AI 板块在预期层面出现扰动但不足以形成预期拐点。与此同时，国内 6 月 PMI 数据超预期，美联储加息预期转向，使得国内外同步出现了风格扩散。一方面，随着 7 月政治局会议临近，国内开始出现 K 型分化收敛的预期；另一方面，随着美国非农数据出台、沃什鸽派表态，海外之前受高利率压制的周期板块开始复苏。我们认为，K 型分化的收敛不会一蹴而就，短期更多是扰动。三季度国内出台增量政策的必要性存疑，海外利率预期也仍有不确定性。因此股票阶段性均衡，短期可通过哑铃策略进行配置。中期则代表先进生产力的科技仍是重点。

债券：在传统经济乏力和债券供给有限的背景下，7 月利率上行空间有限。而负债端资产荒的问题日益凸显，增量资金有望对债市形成支撑。此外，结合上文对当前大类资产主线的分析，风险偏好退居二线，高风偏对债券压制减弱，而风偏波动可能给债券带来阶段性机会。

其他资产：美债继续陡峭化过程。一方面，影响短期通胀的压力在逐渐减弱，包括油价、非农数据等。另一方面，影响长期通胀的结构性因素仍然强劲，主要体现为 AI 资本开支和美国财政赤字。黄金、有色等金融属性强的商品随降息预期发酵可能存在机会。原油持续下行但预期先行，相关商品供给修复需要时间，能化板块存在价格短期反复的可能。高温和厄尔尼诺影响下部分农产品存在机会。

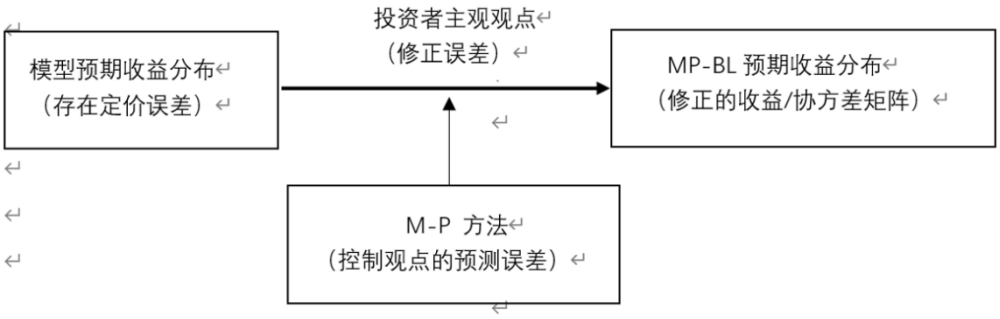
（二）观点调整 MP-BL 模型可实现收益增强

我们在报告《资产配置以预期思维择主线》中提到改良之后的 BL 模型，BL 模型的基础仍是均值方差模型，考虑到均值方差模型被大家诟病较多的点在于模型的敏感性，也即仓位容易集中在少数几类资产，因此我们先对资产先做风险平价，然后做均值方差增强（详见《资产配置以被动为盾，主动为矛——2026 年资产配置展望》）。均值方差模型的核心有二，一方面要有较好的收益预测模型，一方面风险度量要惩罚收益预测的不准确性。我们在之前的报告中构建了均值方差模型的量化收益预测和风险度量。 而当前 BL 模型的应用难点在于参数较多，贝叶斯公式固然严谨，但在应用上存在一些不便。我们改良的模型也称 MP-BL 模型。在《资产配置理论与实证前沿问题研究》一书中有详细阐述。本质上是引入 Mackinlay 和 Pastor 对于预测误差调整的的方法，根据主观研判的胜率对协方差矩阵进行调整，从而施加相应的惩罚。

图 3：MP-BL 模型示意图

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

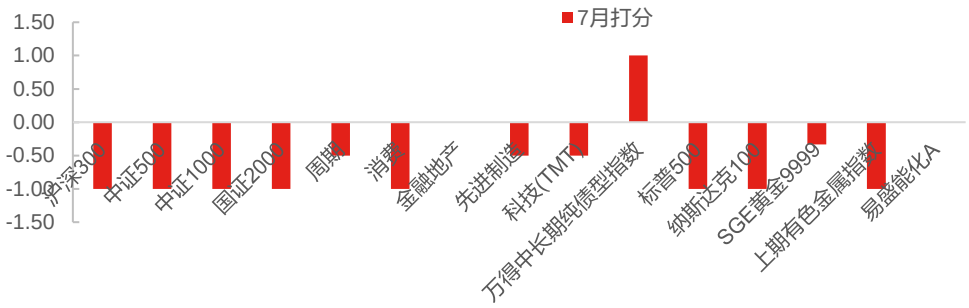
下载日志已记录，仅供内部参考



数据来源：《资产配置理论与实证前沿问题研究》图 8-1 MP-BL 模型逻辑示意图，东方证券研究

因此，在得到 BL 模型结果之前需要得到资产观点。结合（一）中的分析，我们基于打分卡，对当前对各类资产的打分如下（分数在-1 到 1 之间）。

图 4：7 月打分



数据来源：Wind，东方证券研究

基于上述观点，我们可以得到 BL 模型。具体而言，得分对应到超低配、低配、中性、高配、超高配五种情况。对于超低配，则观点为原有量化预测的基础上下调 1 倍标准差，低配则下调 0.5 倍标准差，中性不变，高配上调 0.5 倍标准差，超高配上调 1 倍标准差。

表 2：打分调整示意图

【-1，-0.6】	超低配	负 1 倍标准差
【-0.6，-0.2】	低配	负 0.5 倍标准差
【-0.2，0.2】	中性	0
【0.2，0.6】	高配	正 0.5 倍标准差
【0.6,1】	超高配	正 1 倍标准差

数据来源：东方证券研究编制

通过上述方法可得每类资产的观点收益向量。之后结合我们 BL 模型的框架，得到 BL 模型结果。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考

表 3：MP-BL 有更优的业绩表现

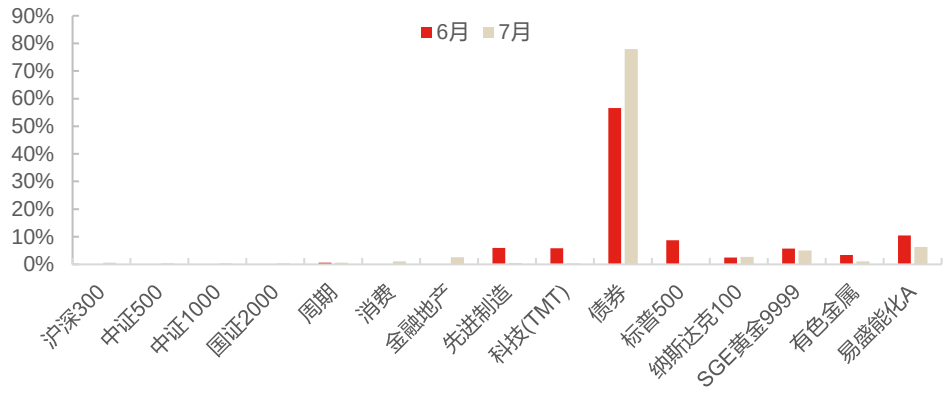
2025 年以来	MP-BL	基准
年化收益	6.9%	5.5%
标准差	3.9%	3.1%
下行波动	3.8%	3.2%
最大回撤	-2.3%	-2.5%
夏普比	1.80	1.78
索提纳比	1.82	1.73
卡玛比	3.04	2.25

数据来源：Wind，东方证券研究；数据截至 2026 年 6 月 30 日

在基准（风险平价）的基础上，叠加上述观点形成 MP-BL 模型，较基准有一定增强效果。

（三）观点调整 MP-BL 模型 7 月仓位：增持防御资产

图 5：MP-BL 模型 7 月仓位变化不大



数据来源：Wind，东方证券研究

7 月仓位典型特征在增加防御资产的持仓。股票重点除了科技制造，适当分散至其他板块，债券仓位增加，商品有机会但关注海外流动性预期的扰动。

风险提示

1、 极端风险事件，例如中美关系、全球地缘超预期事件等，可能打破统计上的历史规律；
2、 量化模型失效的风险，历史数据对未来的指引效果有限。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%～15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%～+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%～+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。
东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。