

7月资产配置报告

证券研究报告
2021年07月20日

作者

宋雪涛 分析师
SAC 执业证书编号: S1110517090003
songxuetao@tfzq.com

林彦 联系人
linyanyan@tfzq.com

相关报告

- 1 《宏观报告：宏观-LPR 会不会降？》
2021-07-19
- 2 《宏观报告：宏观-二季度数据强在哪？弱在哪？》 2021-07-16
- 3 《宏观报告：忘了点阵图，美国相当长时间都不会加息-忘了点阵图，美国相当长时间都不会加息》 2021-07-13

7-9月大类资产配置建议：

权益：维持【标配】；【标配】中证 500，【标配或低配】上证 50 和沪深 300；【高配】金融，【标配】周期和成长，【标配或低配】消费。消费和周期连续两个月投资价值下降；成长连续三个月投资价值上升。

债券：上调利率债至【高配】，上调信用债和转债至【标配】

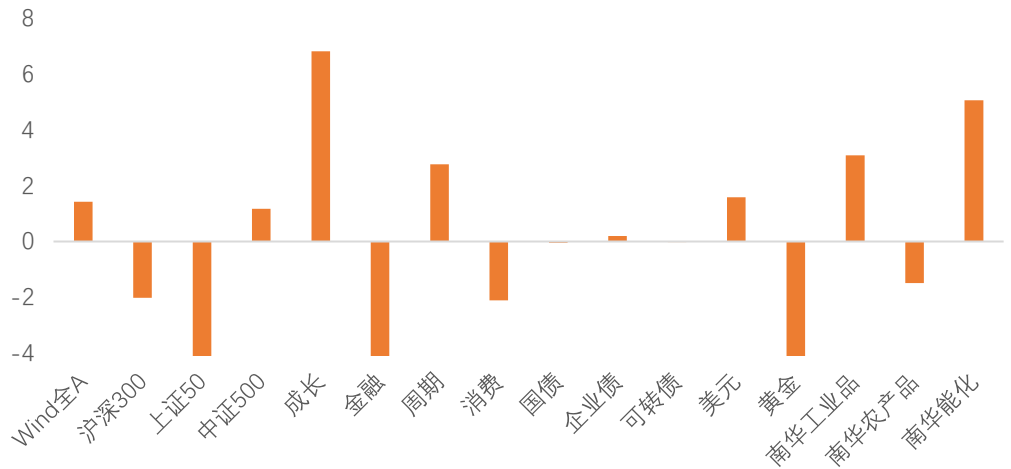
商品：下调农产品至【标配或低配】，维持【低配】贵金属、工业品

做多人民币汇率：【标配】

风险提示：疫情再爆发；经济增速下滑超预期；货币政策超预期收紧

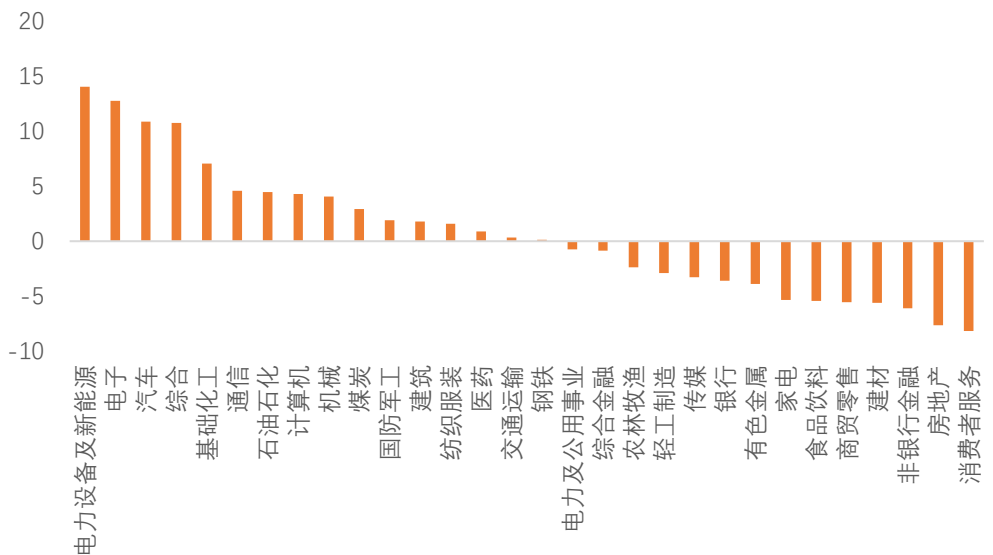
一、6月市场回顾

图 1：6月各类资产收益率（%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 2：6月 A 股行业收益率（%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

权益市场：6月A股整体震荡偏强，中盘股（中证500）表现强于大盘蓝筹（上证50和沪深300）。板块上，成长和周期表现好于金融和消费，流动性宽松和基本面滞胀两种预期共存。

债券市场：6月利率债指数与5月基本持平；信用债指数震荡略偏强。上半月市场预期七一后流动性边际收紧，债券价格有所回调；下半月央行主管媒体强调“维持流动性合理宽裕不是一句空话”后，流动性环境收紧的担忧有所缓解。

商品市场：能化品、工业品6月有所反弹，农产品下跌了1.49%。美债实际利率在低位区间震荡。黄金价格回吐了5月的涨幅，下跌了7.07%。

外汇市场：受6月美联储议息会议上调IOER和逆回购利率的影响，市场经历了一次短暂的Risk-Off，美元指数大幅反弹2.81%。美元兑人民币升值了1.22%，人民币对一篮子货币贬值幅度接近对美元贬值幅度。

二、7月宏观环境与政策状态

宏观环境：6月经济数据除房地产开工较弱、基建符合预期外，其余分项如工增、制造业投资、社零、出口等均好于预期，经济增长的结构更均衡。下半年至明年上半年，经济方向是温和回落，但斜率平缓。本轮工业品通胀的高点已现，6月PPI环比增速仅0.3%，受猪价拖累6月CPI同比仅1.1%，通胀压力开始回落。

政策状态：7月全面降准50bp，释放约1万亿资金，部分置换MLF到期并对冲缴税资金缺口。货币政策转向偏松，财政政策依然偏紧。6月社融与M2超预期，但M1同比创14个月以来的新低，M1和M2增速的剪刀差拉大是经济复苏放缓的领先指标，反映企业经营需求恢复偏弱。

三、7-9月大类资产配置建议

图3：7-9月大类资产配置建议

大类资产	空仓	低配	标配	高配	超配	本期变动
股票						-1%
债券						9%
商品						1%
股票大类	空仓	低配	标配	高配	超配	
周期						-2%
消费						-5%
成长						3%
金融						4%
上证50						3%
沪深300						0%
中证500						5%
债券大类	空仓	低配	标配	高配	超配	
利率						9%
信用						8%
转债						6%
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						4%
工业品						-2%
汇率	空仓	低配	标配	高配	超配	
人民币						-11%

资料来源：天风证券研究所

(1) 权益：维持【标配】；【标配】中证500，【标配或低配】上证50和沪深300；【高配】金融，【标配】周期和成长，【标配或低配】消费。消费和周期连续两个月投资价值下降；成长连续三个月投资价值上升。

7月A股整体胜率处在中位数附近，较6月有小幅回升。中盘股（中证500）与大盘

股（上证 50%和沪深 300）胜率也都较 6 月有所上升，目前都处在【中性】区间内。权益资产在降准带来的分母端边际利好带动下胜率有所回升。

7 月金融的胜率中高，周期胜率中性，消费和成长的胜率仍中性偏低。相较上月，成长和金融胜率有所上升，周期和消费胜率有所下降。成长胜率低于中位数主要是受制于信用周期仍在回落，但成长胜率处在上升通道中，短期流动性宽松对成长有利，并且成长对经济增速相对不敏感。经济复苏斜率放缓但韧性较强，下半年回落速度较缓，叠加信用趋紧，金融股仍有不错的配置价值。5 月以来，商品需求走平，供给侧政策有所放松，周期的胜率处在下行通道中。消费胜率的回落主要是受信用收缩和可选消费改善较慢的拖累。

Wind 全 A 的估值回落到【中性略便宜】，中证 500 的估值回升至【较便宜】；上证 50、沪深 300 的估值【较贵】。金融估值降至【便宜】，成长的估值仍【较便宜】，周期的估值下降至【中性略便宜】，消费的估值处于【中性较贵】区间。

配置策略：维持【标配】；【标配】中证 500，【标配或低配】上证 50 和沪深 300；【高配】金融，【标配】周期和成长，【标配或低配】消费。消费和周期连续两个月投资价值下降，成长连续三个月投资价值上升。

(2) 债券：上调利率债至【高配】，上调信用债和转债至【标配】

7 月利率债的胜率处在中高位置，较上月相比有较大提升。降准后银行间流动性整体宽松，叠加经济增长、通胀和信用的回落，利率债处在相对有利的环境中，根据央行答记者问，释放的流动性主要用来对冲到期的 MLF 与 7 月中下旬的税期，所以流动性短期内（7 月中旬-8 月中旬）较为宽松。经济复苏斜率温和回落，通胀拐点临近，利率曲线走平的概率提升。

7 月高评级信用债的胜率处在中性偏高水平，相较上个月也有明显回升。但是低评级的信用债仍将受信用周期回落的利空影响，胜率不高。随着经济和通胀陆续进入下行区间，利率债胜率提升，带动了信用债的胜率提升。6 月份，AAA 级 3 年信用利差回升至 20%分位，AA 级 3 年信用利差回升至中位数上方，信用市场上仍存在较大的评级利差。城投债与产业债的胜率需区分区域和行业。

期限利差小幅回落，但仍处在较高水平，长端利率的风险定价合理；流动性溢价维持在中性偏低水平，短端利率风险定价中性偏贵。流动性预期高位小幅回落，市场开始转变流动性维持紧平衡的一致预期。信用溢价整体处在中低位置，经济复苏放缓和防风险政策持续，信用溢价依然易上难下。

配置策略：上调利率债至【高配】，上调高等级信用债和可转债至【标配】

(3) 商品：下调农产品至【标配或低配】，维持【低配】贵金属、工业品

7 月工业品胜率继续下降，目前胜率中性偏低；农产品的胜率继 6 月大幅下降之后，7 月小幅回升，目前略高于中位数。

工业品胜率下降的原因既有工业属性也有金融属性。工业品的供需仍处在紧平衡，但是供给端三季度有望出现边际恢复：全球需求进入复苏后半段，美国制造业与消费数据已经显示本轮全球制造业和消费品的需求扩张周期处在赶顶期。按目前的趋势来看，三季度发达国家的疫苗供给过剩后对新兴市场国家的疫苗出口可能提速。美元流动性虽然中期内收紧的概率不大，但是随着 TGA 账户泄洪结束，联储实施 Taper 的条件逐渐成熟，实际利率中期回升的概率较大，工业品的金融属性开始承压。具体品种上，铜价随着加工费的回升已经从高点下降了 1000 美元/吨，高油价也开始激化 OPEC 内部对产能恢复的分期。贵金属的胜率中低，赔率中性。

工业品的赔率维持在历史极低水平，能化品赔率处在历史较低位置，农产品赔率小幅回升但仍在中低位置。大宗商品整体盈亏比较低。

配置策略：下调农产品至【标配或低配】，【低配】贵金属、工业品

(4) 做多人民币策略：【标配】

人民币的胜率继续回落，处在中性较低区间。作为美国经济复苏下半场的主要驱动，服务业恢复增速减弱令市场开始担忧复苏的持续性。美欧实际利差仍在收敛，但是速度开始下降，美国通胀压力大于欧洲，近几次美元指数快速反弹至 92-93 区间后均转为震荡。

中美短期利差继续下降但仍在中高水平，人民币仍有一定的性价比。做多人民币的短期交易拥挤度下降至较低位置，市场情绪反转迅速。后续人民币汇率的主要压力来自于联储沟通 taper QE，但是影响偏短期。

配置策略：【标配】做多人民币策略

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_22259

