

有验证有微调，8月继续求证

投资咨询业务资格：
证监许可【2012】669号

报告要点

8月份继续延续半年度策略框架，稳步求证，整体仍以结构性机会为主。



摘要：

下半年的配置主线偏向结构性机会为主。7月份最后一周虽然权益市场波动增加，但整体上看7月份的配置逻辑和预期的框架一致。8月份继续延续半年度策略框架，稳步求证。

资产配置研究团队

研究员：
张革
021-60812988
从业资格号：F3004355
投资咨询号：Z0010982

从总量的框架来衡量，国内经济修复中结构化调整，政策基调支持，长线思维落地的整体框架没有变。尤其是在政治局会议之后，对于积极财政、稳健货币的政策有了更为精准的要求，对新能源和双碳目标的努力没有变，同时首次提出“先立后破”，破解大宗商品供给受限困局。因此，综合来讲，8月份的市场将继续在既定的框架中寻求验证，同时一些微调的基调也给进一步精准化投资指明方向。

姜婧
021-60812990
从业资格号：F3018552
投资咨询号：Z0013315

- 7月份陆股通资金环比净流出1883.6亿元，净流出最大的行业集中在食品饮料、医药、银行、非银金融、家电、消费者服务，逆势出现净流入的行业为电力设备及新能源、有色金属、钢铁、电子、通信、基础化工、机械、建筑等。
- 全面降准后，货币政策基调有“紧中有松”的预期变化对估值构成支撑。债市交易节奏从此前的被动纠结转变为逢低做多。对于权益和商品市场而言，内部相对宽松的流动性支持，可以部分抵销汇率波动担忧下的外资流出影响。
- 企业利润从上游和中游向下游传导不畅，消费端的利润修复仍需观察，小型企业的利润改善仍需要进一步的政策支持，定向扶持政策和降成本之路将是下半年的政策关注重点。7月份的政治局会议显示，当前我国经济“不稳固”的问题突出于“不均衡”问题，稳健的货币政策和积极的财政政策基调延续。还特别强调了新能源行业的重点要求，双碳工作先立后破，大宗商品做好保供稳价工作。

策略建议：稳步求证

股票：新能源、科技长期逢低吸纳，周期谨慎持有。

债券：震荡为主，多头逢低参与，短期谨慎。

商品：基本金属多头谨慎，豆粕多头逢低参与。

人民币：震荡略贬压力仍存，购汇适当积极，结汇需静待。

风险点：疫情再度严重干扰经济和政策；经济数据不急预期。

8月份大类资产展望			
	空	中性	多
股票			
债券			
商品			
黄金			
人民币			

重要提示：本报告中发布的观点和信息仅供中信期货的专业投资者参考。若您并非中信期货客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消订阅、接收或使用本报告的任何信息。本报告难以设置访问权限，若给您造成不便，敬请谅解。我司不会因为关注、收到或阅读本报告内容而视相关人员为客户；市场有风险，投资需谨慎。

目 录

摘要:	1
一、8月策略建议: 稳步求证	4
二、8月份市场展望: 验证与微调	4
1. 外资流动对估值形成干扰的逻辑得到验证	5
2. 全面降准后, 货币政策基调有“紧中有松”的预期变化	5
3. 业绩与估值的传导仍在上游和中游, 长线逻辑逢低关注	6
4. 政治局会议定调经济, 强调“先立后破”	7
三、市场综述: 淡季模式依旧, 商品波动更大	13
(一) 宏观环境综述: 供需双双走弱, 经济修复略显颓势	13
(二) 中观高频验证: 国内需求维持淡季模式, 海外复苏受到病毒扰动	14
(三) 大类资产追踪: 商品 > 黄金 > 债券 > 原油 > 股票	16
1. 股票市场: 7月有色、钢铁、电力设备及新能源、基础化工行业领涨	19
2. 债券市场: 全面降准影响下, 利率下行至年内低点	20
3. 商品市场: 7月商品价格整体上涨	21
(三) 流动性观察: 7月流动性维持充裕	22
免责声明	24

图目录

图表 1: 大类资产配置月度表现	4
图表 2: 陆股通资金净流入	5
图表 3: 下半年 MLF 到期量	6
图表 4: 股票行业价格月度涨幅对比	7
图表 5: 小型企业 PMI 依然不景气, 非制造业 PMI 超预期走低	7
图表 6: 政治局会议政策基调对比	9
图表 7: 7月经济数据预测	10
图表 8: 受央行全面降准影响, 7月债券收益率大面积下行 (数据截至7月28日)	10
图表 9: 股票行业中得分较高的为通信、有色、机械、新能源、纺织服装、农林牧渔; 资金层面最受外资青睐的行业为有色和电力设备及新能源 (数据截至7月28日)	11
图表 10: 主要品种供需平衡度对比	12
图表 11: 受基数效应影响, 经济增速继续回落, PPI 拐点已过, 后续通胀压力将逐步释放, 出口小幅好转	13
图表 12: 7月商品房成交环比回落, 显著低于历史同期	14
图表 13: 7月商品房可售面积本月小幅下降	14
图表 14: 乘联会口径日均销量低于 19-20 同期水平	15
图表 15: 7月江浙织机开工率季节性走弱, 低于历年同期	15
图表 16: 中国出口集装箱运价指数继续创新高	15
图表 17: 7月中欧航线持续上涨, 中美航线近期有所回落	15
图表 18: 7月大宗商品和黄金领涨, A股和原油跌幅最大, 其中A股主要受到政策调控影响, 而原油主要受到 OPEC+ 纠纷扰动	16
图表 19: 风险资产与避险资产负相关, 多资产配置可降低组合风险 (统计时间为过去3个月)	17
图表 20: 股票: 股市低迷, 中证 500 跌幅最小	17

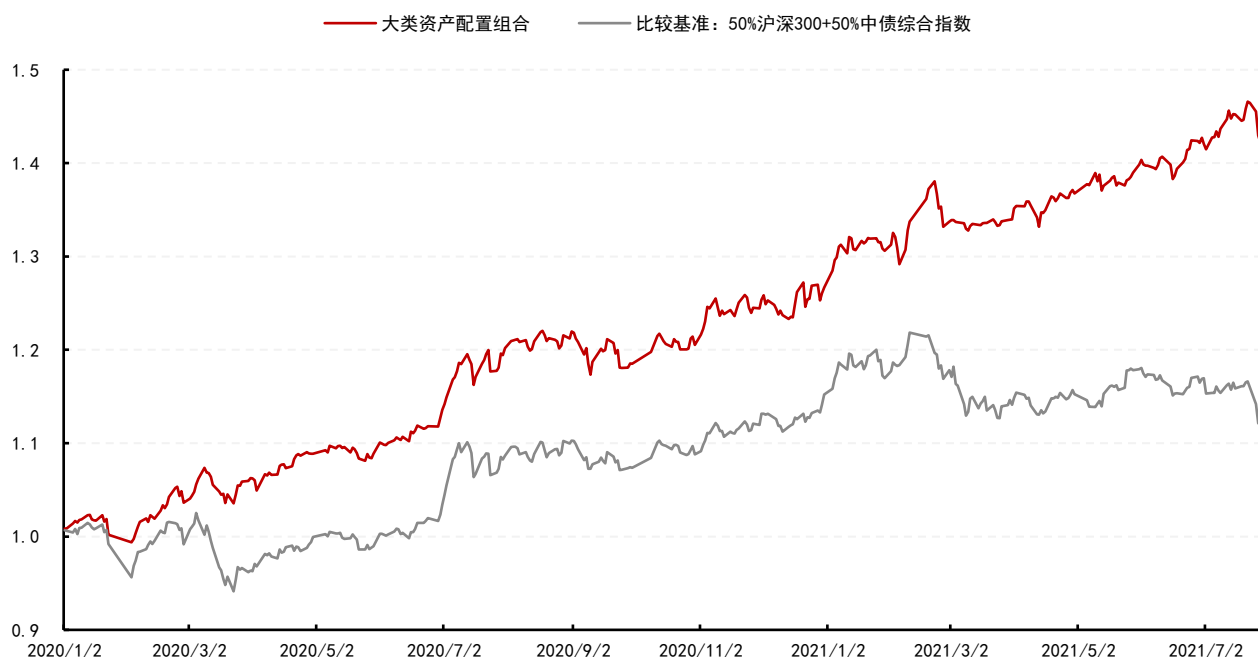
中信期货资产配置策略月报

图表 21: 股票: 风险资产波动偏低	17
图表 22: 债券: 债市情绪发生反转	17
图表 23: 债券: 债市延续低波动	17
图表 24: 大宗商品: 黑色与农产品再度领涨大宗	18
图表 25: 大宗商品: 黄金原油波动处于低位	18
图表 26: 有色金属、基础化工、电力设备、电子、汽车估值接近历史峰值	19
图表 27: 7月涨幅靠前的行业: 有色金属、钢铁、基础化工、电力设备及新能源 (数据截至7月28日)	19
图表 28: 在全面降准影响下, 国债收益率回落	20
图表 29: 长端利率下行, 曲线走平	20
图表 30: 企业债信用利差收窄	20
图表 31: 股债比价, 债券仍相对占优	20
图表 32: 7月商品价格普涨	21
图表 33: 7月中信期货沪深300股指指数下跌7.04%	21
图表 34: 黑色板块7月上涨7.26%	21
图表 35: 7月有色上涨4.33%, 贵金属上涨1.89%	21
图表 36: 7月能源化工指数上涨5.83%	21
图表 37: 7月农产品上涨7.06%	21
图表 38: 各市场资金持续流出	22
图表 39: 7月外资净流入107.6亿元	22
图表 40: 7月外资流入最多的行业是电力设备及新能源、有色金属、电子、基础化工 (数据截至7月29日)	22
图表 41: 主要机构的购债行为已出现积极信号, 但仍保持谨慎	22
图表 42: 商品持仓量整体回落, 体现在PTA、玻璃、豆粕、甲醇、白糖、铁矿石等品种持仓量环比显著减少。成交金额方面, 多数板块成交金额环比降低, 其中黑色系成交金额跌幅较大。	23

一、8月策略建议：稳步求证

7月份虽然在月底最后一周出现大幅回撤，权益市场波动增加，但整体上看7月份的配置逻辑和预期的框架一致。同时，结合汇率波动引发外资流出，并进而带来估值重估的影响已经得到验证。8月份反倒需要进一步关注估值下修之后是否有情绪上的企稳可能。结合政治局会议的最新基调变化，8月份继续延续半年度策略框架，稳步求证。

图表 1：大类资产配置月度表现



2021/7/29	最新净值	收益率（年化）	波动率（年化）	最大回撤	夏普比率
大类资产策略	1.442520	29.19%	9.74%	3.83%	2.79
比较基准	1.133185	8.79%	10.96%	8.19%	0.62

资料来源：Wind 中信期货研究部

二、8月份市场展望：验证与微调

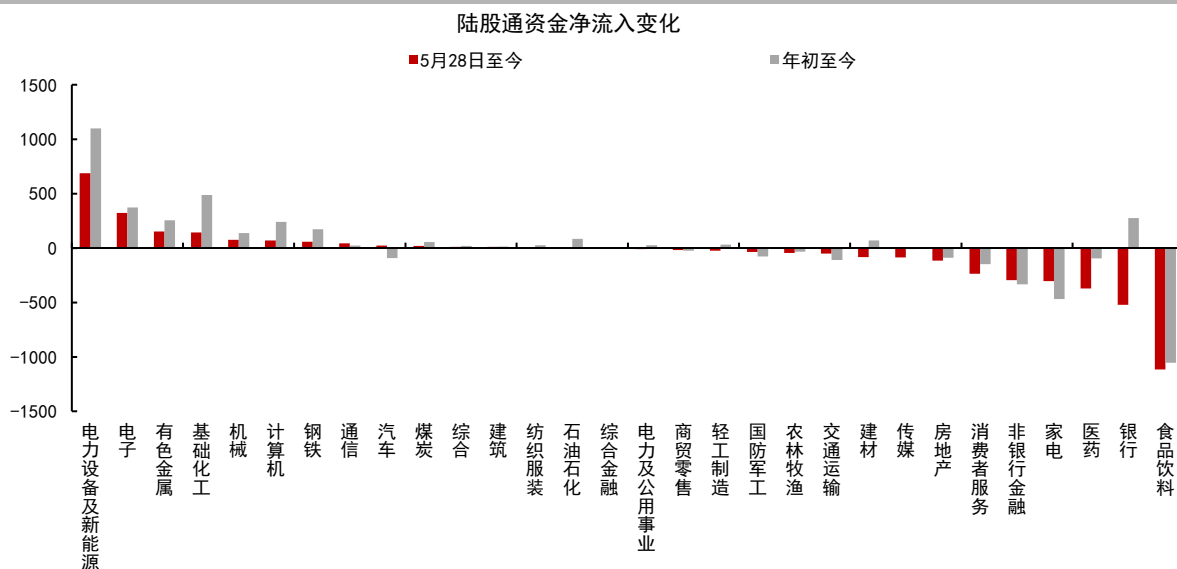
7月份在外资流动的验证框架中，出现了“全面降准”的超预期和经济数据的持续不及任意。不过，从我们总量的框架来衡量，国内经济修复中结构化调整，政策基调支持，长线思维落地的整体框架没有变。尤其是在政治局会议之后，对于积极财政、稳健货币的政策又有了更为精准的要求，对新能源和双碳目标的努力没有变，同时首次提出“先立后破”，破解大宗商品供给受限困局。因此，综合来讲，8月份的市场将继续在既定的框架中寻求验证，同时一些微调的基调也给进一步精准化投资指明方向。

1. 外资流动对估值形成干扰的逻辑得到验证

在下半年策略展望中我们曾提到，下半年外部的重要变量之一为人民币汇率因为美联储削债预期产生阶段性贬值风险，在贬值压力阶段性增加的背景下，外资对人民币资产的配置节奏有放缓可能，尤其是股市面临陆股通资金净流出风险，债市面临外资机构净买入收敛可能。

从7月份的实际运行情况来看，7月份陆股通资金环比净流出1883.6亿元，净流出最大的行业集中在食品饮料、医药、银行、非银金融、家电、消费者服务，逆势出现净流入的行业为电力设备及新能源、有色金属、钢铁、电子、通信、基础化工、机械、建筑等。从5月28日人民币由急升到回贬的转变开始，陆股通资金净流动变化情况也和上述行业类似。整体来看，股市主要受到资金波动带来的估值下修影响，虽然不能与年初的情况完全相同，但整体逻辑类似。

图表 2：陆股通资金净流入



资料来源：Wind 中信期货研究部

从债市配置情况而言，境外机构净买入的速度有明显放缓，从6月之前的接近100亿元下滑至近期的40亿元下方。不过与股市不同的是，在央行7月9日放出全面降准信息，以及7月15日正式全面降准之后，境内机构在债券上的配置节奏明显积极，尤其是股分行的净买入行为明显。因此，可以说，全面降准的政策部分对冲了境外资金流动对市场的干扰。

2. 全面降准后，货币政策基调有“紧中有松”的预期变化

再次，全面降准的政策推出前后，市场对于政策的解读分成两派，一是对全面宽松开始的判断，另一方面是未改变既定政策路演的判断。对此，我们认为此次政策的开端按照官方表态来看，依然是在“稳健货币政策取向没有改变”的框架下，虽然有对冲短期税期和MLF到期压力的流动性调配的目的在前，但“优化金融机构的资金结构，提升金融服务能力，更好支持实体经济”任务诉求使得政策基调将从此前的

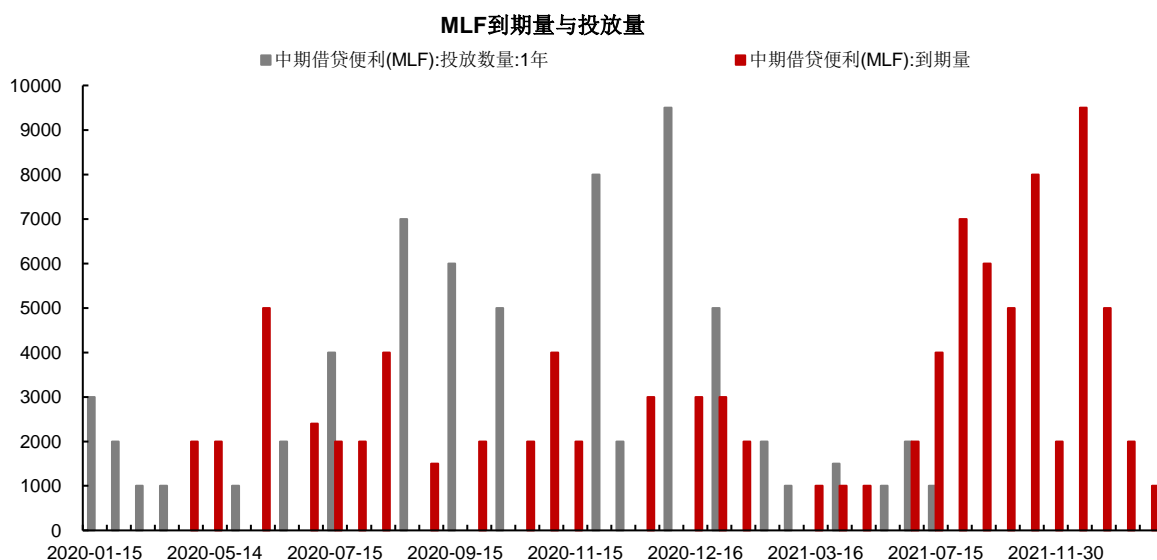
“松中有紧”转向“紧中有松”，对标中小微企业的融资利率下降目标也需要有自上而下的传导。

因此，未来货币政策宽松幅度将呈现“下有底、上有顶”的逻辑框架，一是在总量降杠杆压力不大的情况下，货币政策没有必要收紧，形成宽松底，二是以 MLF 到期的节奏构成宽松的顶，在 8 月中旬、11 月中旬、12 月中旬是相对集中的到期时间，8 至 12 月总计 3.75 万亿元的到期规模将给宽松空间提供参考。

如此一来，资产配置的节奏也将发生微妙的变化，尤其是对债市的配置节奏不再是上半年纠结震荡的偏空心态，而是转向下半年经济修复压力叠加到期资金压力和降成本压力之下的震荡偏多节奏。虽然仍是区间波动格局，但交易节奏从此前的被动纠结转变为逢低做多。

而对于权益和商品市场而言，内部相对宽松的流动性支持，可以部分抵销汇率波动担忧下的外资流出影响。

图表 3：下半年 MLF 到期量



资料来源：Wind 中信期货研究部

3.业绩与估值的传导仍在上游和中游，长线逻辑逢低关注

7 月 PMI 数据显示，生产、订单双双大幅下滑，在产成品存货继续累计，原材料存货下降的趋势下，从主动补库向被动补库的逻辑切换已经发生，关注三季度后从补库逻辑向去库逻辑转变的可能。与此同时，建筑业和服务业 PMI 的回落和小型企业订单的不理想，再度验证了企业利润从上游和中游向下游传导的不畅，消费端的利润修复仍需观察，小型企业的利润改善仍需要进一步的政策支持，定向扶持政策 and 降成本之路将是下半年的政策关注重点。

相对应的，股票市场的风格仍停留在上游和中游，以及具有长线支撑的科技、新能源板块，而下游利润尚未有效启动，加上资金流动带来对白酒、教育、互联网等估值的扰动，回调在所难免。同时，传统的金融地产、基础设施虽然也回调较大，但三

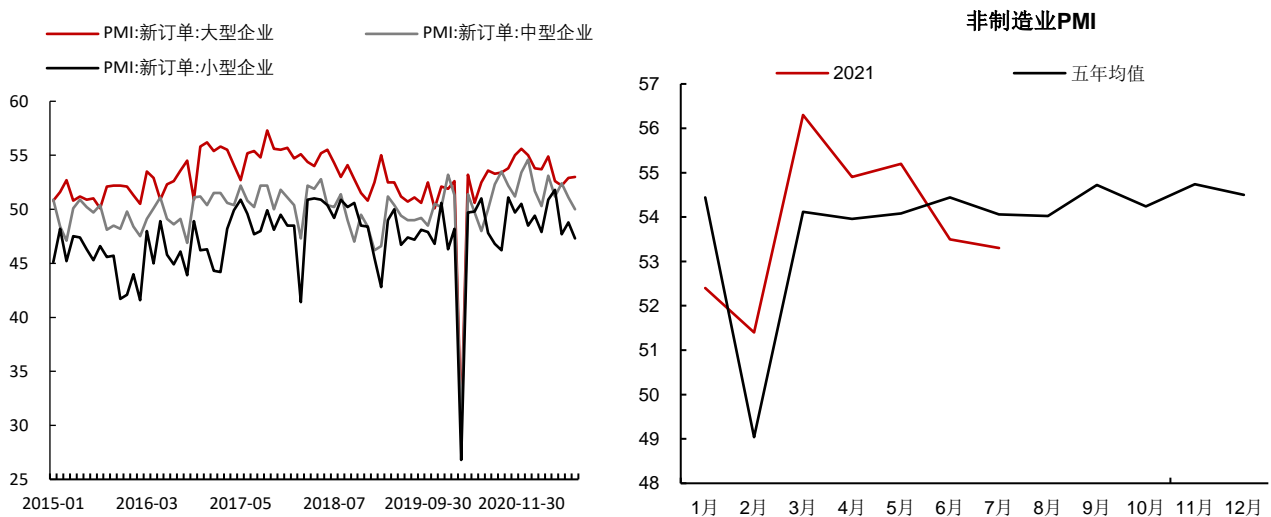
季度之后基建的建设预期可以关注是否带来业绩增量炒作。

图表 4：股票行业价格月度涨幅对比

价格	TMT	下游	中游	上游	金融地产	基础设施及建设
Jun-20	14.9	11.6	7.0	2.9	3.4	2.0
Jul-20	7.7	15.6	18.5	17.4	9.8	10.3
Aug-20	-1.1	2.0	3.4	0.9	2.5	4.7
Sep-20	-7.9	-7.4	-3.9	-7.7	-3.0	-6.2
Oct-20	-1.2	3.4	2.3	1.2	-0.1	-1.1
Nov-20	1.9	0.0	4.9	19.0	8.4	4.8
Dec-20	-1.1	9.0	7.9	2.2	-3.5	-3.5
Jan-21	-1.1	0.6	2.0	3.9	-2.1	-2.7
Feb-21	-3.0	-1.9	-0.4	7.1	3.2	3.1
Mar-21	-5.1	-3.6	-3.1	-7.9	-2.7	6.4
Apr-21	3.2	6.2	3.2	6.2	-3.7	-5.7
May-21	5.2	5.0	6.6	6.6	4.3	3.0
Jun-21	7.5	-1.0	6.9	-0.6	-4.9	1.3
Jul-21	0.9	-12.1	6.0	19.0	-10.3	-4.9

资料来源：Wind 中信期货研究部

图表 5：小型企业 PMI 依然不景气，非制造业 PMI 超预期走低



资料来源：Wind 中信期货研究部

4.政治局会议定调经济，强调“先立后破”

7 月份的政治局会议显示，当前我国经济“不稳固”的问题突出于“不均衡”问题，宏观政策的连续性、稳定性、可持续性是有必要的，稳健的货币政策和积极的财政政策基调延续。与此同时，还特别强调了新能源行业的重点要求，双碳工作先立后破，大宗商品做好保供稳价工作。具体来讲，政策细节中的变化点主要为以下几点：

1) “合理把握预算内投资和地方政府债券发行进度，推动今年底明年初形成实物工作量。”也即此前每年三季度为年内发债高峰的情况，今年有可能有别于往年，会在三季度、四季度形成平滑。因此，对于基建发力的想象空间周期延长，关注三季度后期的预期变化和四季度之后的落地情况。

2) “稳健的货币政策要保持流动性合理充裕，助力中小企业和困难行业持续恢复”。强调了对中小企业和困难行业的扶持，也强调了货币政策的精准滴灌导向。正如我们前文对全面降准后的政策基调判断所述，如何引导中小企业的扶持，此次全面降准或是一次自上而下的疏通参考。

3) “要增强宏观政策自主性，保持人民币汇率在合理均衡水平上基本稳定。”强调宏观政策的自主性，在美联储削债预期之下，国内政策不会为了应对而调整，重点还是跟随国内经济情况而定。因此，如我们汇率半年报中所强调的，下半年人民币汇率更易受到美元指数波动和美联储削债预期影响，进而延续人民币三季度贬值压力大，四季度关注预期兑现后的升值可能判断。

4) “做好大宗商品保供稳价工作。”“要统筹有序做好碳达峰、碳中和工作，尽快出台 2030 年前碳达峰行动方案，坚持全国一盘棋，纠正运动式“减碳”，先立后破，坚决遏制“两高”项目盲目发展。”总体来讲，双碳目标的努力势在必行，只是在上半年大宗商品价格大幅上涨引发政策关注和利润向下传导不畅的问题之后，对于“先立后破”的首次提出将给后期大宗商品的供给端提供稳定预期，受到环保限产政策影响的品种将面临供给修复可能，从而带来大宗商品价格的平稳波动。也正如我们在半年度策略中提到的，下半年从周期和利润来讲，对上游和中游的行业利好更多可能在三季度，四季度之后将迎来利润传导或格局切换的问题。

5) “要挖掘国内市场潜力，支持新能源汽车加快发展，加快贯通县乡村电子商务体系和快递物流配送体系，加快推进“十四五”规划重大工程项目建设，引导企业加大技术改造投资。”“强化科技创新和产业链供应链韧性，发展专精特新中小企业。”再次强调新能源汽车、乡村消费、科技创新和专精特新中小企业的强调。结合 7.27 刘鹤副总理在中小企业高峰论坛上的讲话，“中小企业好，中国经济才会好”，下半年在政策上怎样结合降成本的货币政策和绿色、科技领域的行业支持政策实现精准支持，将是需要重点关注的方向。

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_24698

