

# 8 月资产配置报告

证券研究报告

2021 年 08 月 19 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-7 月数据全线回落——疫情洪涝还是内生压力？》  
2021-08-17
- 2 《宏观报告：风险定价-铝强铜弱已经持续一段时间-8 月第 3 周资产配置报告》 2021-08-17
- 3 《宏观报告：美国债务上限需要关注什么-美国债务上限需要关注什么》  
2021-08-12

### 8-10 月大类资产配置建议：

**权益：**维持【标配】；上调中证 500 至【标配或高配】，上调上证 50 和沪深 300 至【标配】；维持金融【高配】，上调成长至【标配或高配】，维持周期【标配】，维持消费【标配或低配】。消费和周期连续两个月投资价值下降后有所反弹；成长连续四个月投资价值上升，金融连续两个月投资价值上升。

**债券：**维持利率债【高配】，维持信用债和转债【标配】

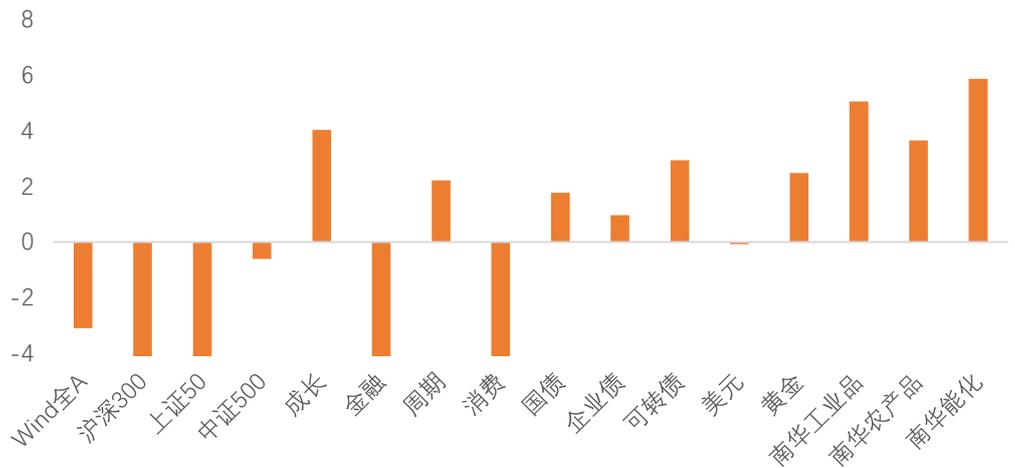
**商品：**下调农产品至【低配】，维持【低配】贵金属、工业品

**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

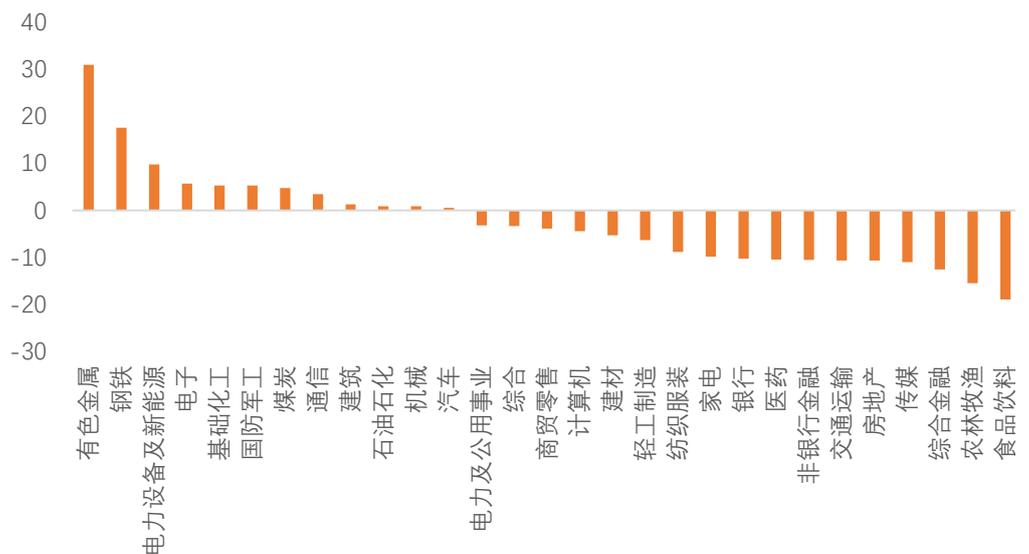
## 一、7月市场回顾

图 1：7月各类资产收益率（%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 2：7月 A 股行业收益率（%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

**权益市场：**7月A股整体偏弱，但板块和风格分化进一步加剧。中盘股（中证500）表现强于大盘蓝筹（上证50和沪深300）。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：**7月中证国债指数上涨1.77%，中证企业债指数上涨1%，中证转债指数上涨0.94%。全面降准以来10年期国债利率已经下行了25BP，信用债指数表现略弱于利率债。

**商品市场：**7月大宗商品普涨。能化品、工业品、农产品分别录得了5.05%、3.65%、5.87%的涨幅。美债实际利率在极度宽松的流动性环境下再次下探。黄金价格反弹了2.44%。

**外汇市场：**7月美元指数震荡偏弱，市场对美国经济复苏的可持续性开始担忧。美元兑人民币基本与前期持平，人民币对一篮子货币有贬有升。

## 二、7月宏观环境与政策状态

**宏观环境：**全球 Delta 病毒疫情反弹叠加美国经济复苏预期松动，外部环境不确定性开始加大。7 月受国内汛情疫情的影响，供需两端的经济数据不及预期，下半年经济下行的趋势基本明朗，但年内经济增速仍有一定韧性，压力主要集中在明年。钢材价格受限产政策影响仍在高位，730 政治局会议纠正“运动式减产”修正减产预期，通胀压力预计逐步回落。

**政策状态：**宏观政策强调跨周期调节，统筹考虑今年下半年和明年的经济形势，下半年货币有继续放松的空间，流动性环境大概率维持在【较宽松】区间。社融增速的底部在十月出现，信用条件年底转向宽松。

### 三、8-10 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/做空	低配	标配	高配	超配	相较上月
股票						4%
债券			信用债	利率债		-5%
商品						-1%
<b>股票大类</b>	<b>空仓</b>	<b>低配</b>	<b>标配</b>	<b>高配</b>	<b>超配</b>	
周期						1%
消费						8%
成长						5%
金融						4%
上证 50						4%
沪深 300						4%
中证 500						9%
<b>债券大类</b>	<b>空仓</b>	<b>低配</b>	<b>标配</b>	<b>高配</b>	<b>超配</b>	
利率						-5%
信用						-5%
转债						0%
拉久期						
加杠杆						
信用下沉						
<b>商品大类</b>	<b>空仓</b>	<b>低配</b>	<b>标配</b>	<b>高配</b>	<b>超配</b>	
农产品						-4%
工业品						2%
<b>汇率</b>	<b>空仓</b>	<b>低配</b>	<b>标配</b>	<b>高配</b>	<b>超配</b>	
人民币						-3%

资料来源：天风证券研究所

**(1) 权益：**维持【标配】；上调中证 500 至【标配或高配】，上调上证 50 和沪深 300 至【标配】；维持金融【高配】，上调成长至【标配或高配】，维持周期【标配】，维持消费【标配或低配】。消费和周期连续两个月投资价值下降后有所反弹；成长连续四个月投资价值上升，金融连续两个月投资价值提升。

8 月 Wind 全 A 胜率处在中性略偏高的位置，连续两个月小幅回升。中证 500 与沪深 300 胜率也连续两个月出现回升，目前都处在中性附近。上证 50 胜率中性略偏高，与一个月持平。持续宽松的流动性环境给风险资产的分母端带来支撑。

8月金融的胜率中高，成长和周期胜率中性，消费的胜率仍处在中性偏低。相较上月，成长和消费胜率有所上升，其中成长的胜率快速上升至中性以上，连续四个月上升；周期和消费的胜率与前期基本持平。成长对分母端变化敏感，流动性的持续宽松带动胜率不断上升。经济下半年温和放缓但年内压力有限，叠加估值偏低，金融股有防御的配置价值。5月以来，商品需求进入淡季，叠加政治局会议纠正运动式减产，周期的胜率处于下行通道。消费在类滞胀环境中胜率偏低，随着通胀压力的边际缓解，叠加流动性的宽松，胜率开始回升。

Wind全A的估值【中性】，上证50的估值回落至【中性】，沪深300的估值【中性偏便宜】，中证500的估值进一步下降，处在【便宜】区间。金融估值【便宜】，成长估值【较便宜】，周期估值【中性略便宜】，消费估值【中性】。

配置策略：维持【标配】；上调中证500至【标配或高配】，上调上证50和沪深300至【标配】；维持金融【高配】，上调成长至【标配或高配】，维持周期【标配】，维持消费【标配或低配】。消费和周期连续两个月投资价值下降后有所反弹；成长连续四个月投资价值上升，金融连续两个月投资价值提升。

## （2）债券：维持利率债【高配】，维持信用债和转债【标配】

8月利率债的胜率处在较高位置，较上期仍有小幅上升。7月银行间流动性持续处于宽松状态，货币宽松刚刚开始，短期利率的下限仍有突破空间。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仍高。资产荒下机构存在配置压力。综上，利率债仍然处在有利的环境中。

7月高评级信用债的胜率中性略偏高，较上个月有小幅回落。财政转向需要一系列政策协同配合，短期仍是结构性紧信用为主，不会很快转向。预计信用年底转向宽松，信用债的胜率可能重新提升。7月AAA级3年信用利差维持在20%分位左右的较低位置，AA级3年信用利差回升至60%分位，信用市场的风险偏好仍然严重分化。城投债与产业债的胜率需区分区域和行业。

目前，利率债的期限利差仍处在较高水平，长端利率的风险定价偏低；流动性溢价维持在中性偏低水平，短端利率的风险定价偏贵。流动性预期高位小幅回落，市场认为流动性较难在未来一年内维持如此宽松的状态，但流动性转紧的担忧较上半年有所缓解。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：维持利率债【高配】，维持信用债和转债【标配】。

## （3）商品：下调农产品至【低配】，维持【低配】贵金属、工业品

8月工业品胜率小幅回升，目前处在中性偏低的位置；农产品的胜率与上月基本持平，目前略高于中位数。

在工业属性和金融属性同时转向逆风的影响下，工业品胜率持续处在中性以下。诸多迹象显示工业品的供需紧平衡的状态开始好转：Delta病毒的高传播导致新冠疫情在全球范围内卷土重来；美国制造业数据虽然还在高位，但已经开始出现边际松动；需求端的乐观预期开始下修。受债务上限谈判陷入僵局以及TGA账户泄洪接近尾声的影响，美债实际利率有所反弹，工业品的金融属性开始承压。

具体品种上，铜价的供求关系开始松动，加工费回升；在高油价的刺激下，OPEC开始按计划有序增产。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，农产品赔率重新下降至低位。大宗商品整体盈亏低。

配置策略：下调农产品至【低配】，维持【低配】贵金属、工业品

#### (4) 做多人民币策略：维持【标配】

美欧实际利差经历连续三个月压缩后再次反弹，美国通胀持续高于欧洲，美元指数在92-93区间内窄幅震荡。后续可能随美欧货币政策分化，美元指数再次转为强势。

人民币的胜率继续回落至较低区间。人民币中期走势对经济增长的敏感度较高，我国经济增速过顶回落的态势已经较为明确，国内信用紧缩以及流动性宽松的政策环境下，人民币面临一定贬值压力。受美联储 Taper 逐步临近的影响，人民币将继续承压。中美短期利差与前期仍在中高水平。做多人民币的短期交易拥挤度下降至低位。

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\\_25411](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_25411)

