



A 股剧烈波动不改股债均衡配置

——资本市场月报（2021年7月）

资产类别		配置建议			配置变化
		高配	标配	低配	
汇率	美元		●		
	欧元		●		
	人民币		●		
贵金属	黄金			●	
固收	中国国债		●		
	中国信用债		●		
	美债			●	
权益	上证综指		●		↓
	创业板	●			↑
	美股	●			

■ **前期回顾：**上一期月报中，我们认为海外市场的短期交易主线将集中在经济运行所带来的流动性预期演变、美联储对通胀中枢上移的态度转变、以及美国 CPI 见顶回落后再通胀交易的逐渐弱化，部分逻辑得以验证。

■ **配置主线：**国内外经济周期的分化形态导致政策预期分岔。美联储在 6 月政策转向，但 6 月美通胀和就业数据生变，海外资产关注 8 月下旬鲍威尔是否会在杰克逊霍尔央行年会中给出暗示 Taper 的信号，预计是市场再次交易收紧预期的窗口。国内央行 7 月“出乎意料”的全面降准，下半年相对安全的流动性环境有利于受益流动性的资产（债券、成长股等）走出相对更好的表现。但需留意若 8 月底海外出现流动性变盘叠加美债利率逆转速度过快时的中债情绪，考虑到国内货币政策“以我为主”，中债利率即便上行，幅度也不会太大。另外，若美国科技股出现调整风险，对 A 股的“点式”冲击建议交易型资金留意。

■ **主要市场前瞻：**1、美股：持续上涨引发有关泡沫的担忧，但预计大概率仍会沿着此前的上升趋势运行。2、美债：利率月末或有上行风险，其余时间预计以震荡为主。3、黄金：金价预计易下难上。4、汇率：预计美元仍有走高动力，人民币贬值压力不减。5、国内固收：区间震荡为主，利率债方面保持 5 年期+更长期限组合，信用方面保持中短期，避开尾部城投和部分地产。6、A 股：周期向成长的转换仍将是市场关注的核心，后市可寻找本轮暴跌中被错杀的标的，以及国家政策明确鼓励、引导的行业。

■ **资产配置建议：**综合胜率以及盈亏比等因素，我们对未来半年的大类资产配置做如下建议：美股、创业板高配，上证综指、外汇（美元、欧元、人民币）、国内固收（国债、信用债）标配，美债、黄金低配，供投资者参考。

刘东亮

资本市场研究所所长

☎：0755-82956697

✉：

liudongliang@cmbchina.com

陈峤

资本市场研究员

☎：0755-88259976

✉：

chenqiao426@cmbchina.com

柏禹含

资本市场研究员

☎：0755-83132042

✉：baiyuhan@cmbchina.com

苏畅

资本市场研究员

☎：0755-83077951

✉：

suchang9898@cmbchina.com





目录

一、前期回顾：境内债强股弱，中美资产分化	3
(一) 大类资产回顾：境内债强股弱，中美资产分化	3
(二) 产品策略回顾：符合预期，成长及周期基金跑赢大盘	4
(三) 融资建议回顾	5
二、配置主线：中美货币政策分岔将继续影响资产运行	5
(一) 国内：流动性安全，受益于流动性的资产将有更好表现	5
1、全面降准并不是进入宽松周期的信号，更多是技术层面调整	5
2、但降准消除了货币收紧预期	6
(二) 海外：8-9月或是市场再次交易收紧预期的窗口	6
(三) 美联储货币政策变化对国内资产、政策整体影响有限	7
三、主要市场前瞻：海外交易收紧，A股关注错杀标的	7
(一) 美股：维持看好	7
(二) 美债：利率月末或有上行风险，其余时间震荡	8
1、后市研判：美债利率或逐渐筑底后上移	8
2、境外融资：美元融资具成本优势，抓住低利率窗口	8
(三) 黄金：金价预计易下难上	9
1、后市研判：Taper 预期利空黄金，维持空头策略	9
2、黄金产品：逐步布局做空黄金产品	9
(四) 汇率：美元仍有走高动力，人民币贬值压力不减	10
1、后市研判：人民币短期有贬值风险	10
2、外汇产品：建议提前锁定远期购汇成本	10
(五) 国内固收：建议以攻守兼备组合为主	11
1、后市研判：利率预计以区间震荡为主	11
2、固收产品：建议继续持有，固收+波动或加大	14
3、债权融资：8月或有波动，尽量赶早不敢晚	14
(六) 国内权益：风格转换不改，关注错杀标的及赛道方向	14
1、后市研判：无系统性风险，周期向成长的转换继续	14
2、权益产品：优选主动管理能力及偏成长型基金	17
3、股权融资：一级融资可能受累，关注股质强平风险	17
四、资产配置策略：海外优于国内，境内股债均衡配置	17
(一) 胜率：创业板相较上证综指胜率更高	17
(二) 盈亏比：股债性价比不明显	18
(三) 结论：上调创业板至高配，下调上证综指至标配	19





图目录

图 1: 中美股市明显分化.....	3
图 2: A 股的周期、成长风格近期表现仍然较优.....	3
图 3: 资金利率平稳.....	6
图 4: 金融机构超储率.....	6
图 5: 美国通胀再超市场预期, 但未向利率端传导.....	7
图 6: 6 月失业率反弹并非负面.....	7
图 7: 美国财政存款持续回落, 带来充裕流动性.....	8
图 8: 逆回购规模激增.....	8
图 9: Libor 和 Hibor 利率继续低位运行.....	9
图 10: 美债中期利率近期维持回落.....	9
图 11: 实际利率创新低, 但金价反弹犹豫.....	10
图 12: 强美元或抑制金价反弹幅度.....	10
图 13: 美元指数自 6 月开始反弹.....	11
图 14: 在岸人民币贬值逼近 6.50.....	11
图 15: 7 月银行间资金利率表现平稳.....	12
图 16: 7 月同业存单利率下行.....	12
图 17: 7 月债市杠杆率较 6 月有上升.....	12
图 18: 7 月 10 年期债券利率下行.....	12
图 19: 7 月城投债 (wind 口径) 下偏弱.....	13
图 20: 7 月城投信用利差继续压缩.....	13
图 21: A 股一级行业估值水平与历史分位数.....	15
图 22: A 股估值曲线.....	15
图 23: 上证综指 vs 中债 10Y 股债性价比.....	18
图 24: 标普 500vs 美债 10Y 股债性价比.....	18
图 25: 国内权益市场各指数估值所处分位数.....	19
图 26: 美股各指数估值所处分位数.....	19

表目录

表 1: 大类资产表现回顾 (截至 2021 年 07 月 26 日).....	4
表 2: 大类资产配置建议 (时间周期: 未来 6 个月).....	19





一、前期回顾：境内债强股弱，中美资产分化

（一）大类资产回顾：境内债强股弱，中美资产分化

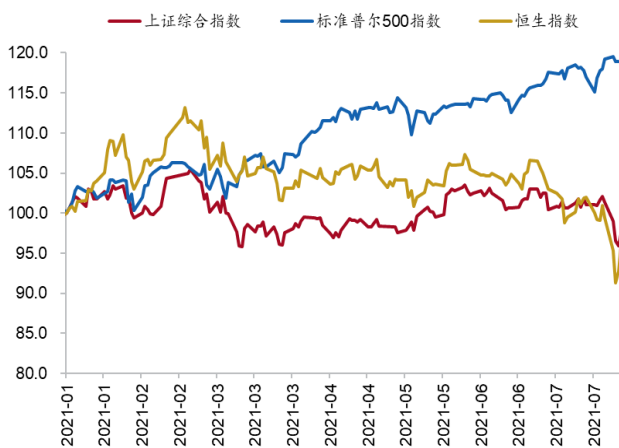
6-7 月，海外市场与国内运行逻辑分化，市场呈现境外强境内弱特征。

海外市场，美联储在 6 月释放了货币政策的转向信号，叠加再通胀的交易有所淡化，市场重回复苏以及流动性转紧交易，美股继续走强并刷新历史新高，美元走升并带动其他非美货币贬值，黄金则出现下跌。但美债并未交易政策收紧信号，利率下行接近 30BP 至 1.2%，估计与货币市场流动性过度宽裕有关。

国内市场，7 月央行落地全面降准超出市场预期，“预期差”导致国内债市走强，叠加月末教育行业的“双减”政策引发市场关于效率优先向兼顾公平的猜测，各行业板块出现齐跌并引发避险情绪，资金从权益市场撤出流向债市，十年期国债利率一度下破 2.9%，权益市场则在月末出现明显下跌。另外，国内权益市场继续呈现结构性行情，周期、成长风格仍然占优。

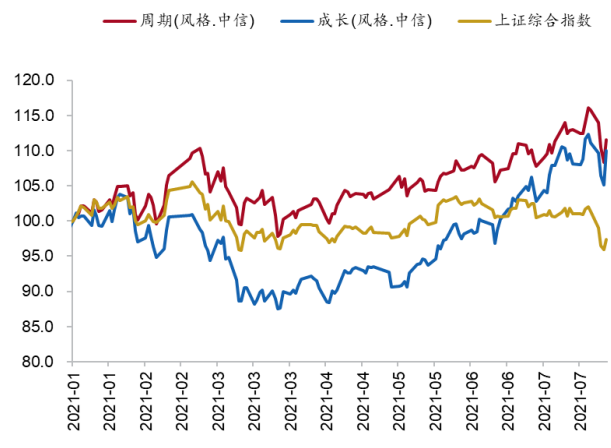
另外，中外对比来看，美股与境内权益市场走势分化，美股走强而 A 股、港股下跌。同时人民币也在中美基本面分化、政策预期分化的引导下出现贬值。

图 1：中美股市明显分化



资料来源：Wind、招商银行研究院

图 2：A 股的周期、成长风格近期表现仍然较优



资料来源：Wind、招商银行研究院

回顾我们的策略，海外市场交易流动性收紧预期、中美分化与我们判断一致，国内市场由于超预期的降准以及行业政策突变，导致市场变化与我们的预期存在差异。

在上一期月报中，我们认为海外市场的短期交易主线将集中在经济运行所带来的流动性预期演变、美联储对通胀中枢上移的态度转变、以及美国 CPI 见顶回落后再通胀交易的逐渐弱化。其中部分逻辑得以验证，包括美联储的确在 6 月释放了货币政策的转向信号，通胀预期引导的交易逐步弱化等，美元升、黄金跌印证了我们的观点。但是美联储对通胀仍然维持“通胀暂时论”，这一





点超出预期，也导致再通胀交易阶段性再现，黄金在 7 月的小幅反弹即是印证。另外，货币市场流动性过剩导致美债利率的持续下移也与我们之前的预期不同。

我们认为国内资产的短期交易主线集中于基本面继续上修空间不大，货币政策保持“不急转弯”的基调上，股债或维持双震荡格局。但由于降准叠加教育行业政策突变引发市场接力式出现流动性宽松预期以及避险情绪，市场呈现债强股弱的局面，与我们此前预期不同。

另外，我们在之前提到海内外资产因中外复苏错峰将出现境外强于境内的资产走势，目前来看已基本得到印证。

从全年来看，海外市场整体走势符合我们去年年底以及半年报提出的拜登新政与疫苗复苏逻辑，美股表现亮眼，美债、黄金走势偏弱。对于美元来说，我们此前判断美元在年内会先弱后强，拐点大概率在年中附近，目前来看美元“先弱”的判断已经印证，而自 6 月美元的转强也符合我们对于“后强”的判断。

表 1：大类资产表现回顾（截至 2021 年 07 月 26 日）

大类资产	名称	6-7月 (%)	今年以来 (%)	大类资产	名称	6-7月 (BP)	今年以来 (BP)
权益	MSCI 发达市场	4.46%	15.74%	利率	美国10Y	-29	36
	MSCI 新兴市场	-5.46%	0.56%		中国10Y	-17	-27
	道琼斯工业平均指数	1.78%	14.83%		英国10Y	-21	41
	标准普尔500指数	5.19%	17.74%		法国10Y	-25	27
	纳斯达克综合指数	7.94%	15.15%		德国10Y	-30	10
	上证综合指数	-4.09%	-0.16%	日本10Y	-7	-2	
	伦敦金融时报100指数	0.04%	8.74%	大类资产	名称	6-7月 (%)	今年以来 (%)
	巴黎CAC40指数	2.04%	18.50%	贵金属	黄金	-5.64%	-5.28%
	法兰克福DAX指数	1.28%	13.85%	白银	-10.09%	-4.51%	
	东京日经225指数	-3.56%	1.42%	大类资产	名称	6-7月 (%)	今年以来 (%)
	韩国综合指数	0.66%	12.23%	汇率	美元	3.10%	2.97%
	恒生指数	-10.15%	-3.81%	人民币	-1.88%	0.88%	
	台湾加权指数	1.96%	18.13%	日元	-0.72%	-6.42%	
	圣保罗 IBOVESPA 指数	-0.17%	5.87%	英镑	-2.71%	1.20%	
俄罗斯 RTS 指数	0.31%	15.50%	欧元	-3.46%	-3.39%		

资料来源：Wind、招商银行研究院

（二）产品策略回顾：符合预期，成长及周期基金跑赢大盘

外汇产品方面，我们在上一期月报中提出美元指数价格在 5 月底偏低，仍然是相对较好的即期购汇窗口，且人民币也将逐渐面临贬值压力。自 6 月以来美元从低位走强，人民币走贬，符合我们对外汇产品策略的判断。

黄金产品方面，我们此前建议待收紧信号更加明确后以空头思路对待，可以选择择机做空交易金或者是购买看跌黄金的结构性理财。自 6 月美联储货币政策转向后，金价出现高位下跌，符合我们对黄金产品策略的判断。

国内固收方面，此前建议固收类产品可以适当配置理财，不过后期会有净值波动的风险；风险偏好较高的投资者可以配置固收+产品。回顾来看，这个策略仍可以持续。

国内权益方面，此前建议中短期可关注风格上更偏成长型的基金，从实际表现来看，6 月以来，成长与周期指数均显著跑赢大盘，符合我们的判断。



（三）融资建议回顾

债权融资方面，其中我们判断 Libor、Hibor 利率维持低位波动，具备低成本融资优势目前来看符合判断。但由于美债利率进一步回落与我们此前预期不一致，中资美元债的融资成本进入 7 月仍具备优势，这一点与预期不符。国内方面，此前建议债券融资赶早不敢晚，回顾来看，7 月利率明显下行，全月都属于不错的融资窗口期。

股权融资方面，截至 7 月 28 日，一级市场融资总金额为 1122 亿元（含可转债）；两融方面，截至 7 月 27 日，两融余额 18114 亿元，较 6 月末增长近 500 亿元，符合此前月报中对专业投资者配资、融资需求的观点。

二、配置主线：中美货币政策分岔将继续影响资产运行

进入下半年，海外与国内经济周期大概率将出现分化形态，与之而来的政策分化也已初露头角，包括美联储在 6 月的政策转向以及国内央行在 7 月“出乎意料”的全面降准，政策预期的分岔预计将继续影响未来大类资产的运行。

（一）国内：流动性安全，受益于流动性的资产将有更好表现

降准出台初期，国内资本市场普遍意外和迷惑，但股市和债市的反应截然不同。股市经历了一段迷茫期，试图弄清楚央行的政策意图到底是什么，随后才出现小幅上涨，当然，与历次降准相类似，成长股更加明显受到了降准的鼓舞。债市的反应则明确且热烈的多，虽然债市在最初也不太清楚央行的意图，但按照以往规律，多头全面进场，债券收益率大幅下降，标志性的 10 年期国债收益率一度跌至 2.9% 附近。

1、全面降准并不是进入宽松周期的信号，更多是技术层面调整

第一，无论是 6 月的信贷数据或是经济分项数据都显示目前基本面并不弱，尚不至于有失速下行的风险，预判货币政策全面转松操之过急。

第二，我们认为此次降准更多是为了应对金融机构的超储率过低以及对流动性缺口的补充。首先，随着存款余额的不断走高，银行缴准基数上行，若仍维持存款准备金率不变，银行的可用储备资金空间会愈发狭窄。因此，适当降准能够提高因存款增长而下降的超储率，也能够给予存款机构更多的可用资金空间。其次，由于 7 月 MLF 到期量较大，叠加中下旬税期高峰带来流动性压力，全面降准释放的 1 万亿资金也能够弥补这部分流动性缺口。

第三，全面降准的落地一度打开了市场对于后续货币政策转松的想象，关于降息的猜想不断发酵，但后续 MLF/OMO、LPR 降息预期均落空，修正了市场关于全面宽松的猜想。

虽然我们认为降准不可被过度解读为货币政策转向新一轮宽松的信号，但不可否认的是，在海外流动性退潮的趋势下，降准的超预期落地表明我国货币





政策仍然“以我为主”，未来并无收紧预期，基调上仍将以稳健的货币政策取向为主。

基于上述判断，我们认为 3 季度再次降准的概率较小，4 季度要视乎届时中国经济的表现而定，因此短期而言，降准本身对大类资产的影响已基本被消化，偏向于中性。

2、但降准消除了货币收紧预期

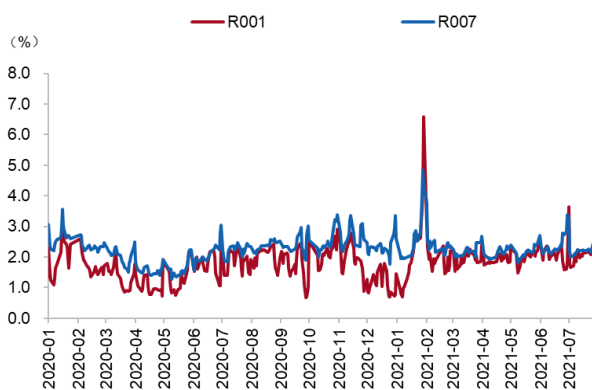
但降准的余音仍在投资者脑海中萦绕，虽然市场并不指望很快见到进一步的宽松，但至少明确了以下判断：

第一，通胀没有对央行的货币政策构成制约，无需将通胀因子过多纳入投资决策；

第二，市场此前担忧的货币政策收紧预期不存在了，货币政策整体氛围更加确定，这将对市场情绪有望产生积极影响；

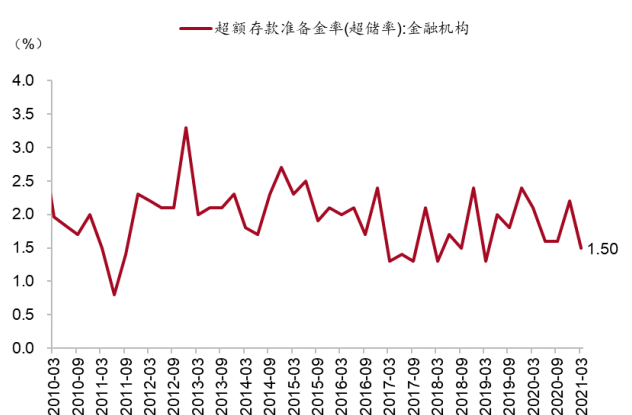
第三，下半年的流动性环境大体是安全的，受益于流动性的资产（债券、成长股等）将有相对更好的表现。

图 3：资金利率平稳



资料来源：Wind、招商银行研究院

图 4：金融机构超储率



资料来源：Wind、招商银行研究院

（二）海外：8-9 月或是市场再次交易收紧预期的窗口

对于海外资产来说，8 月上旬资产运行或较为平稳，影响市场的催化剂有限。8 月下旬则需关注鲍威尔是否会在杰克逊霍尔（Jackson Hole）央行年会中给出暗示 Taper 的信号，预计这将是市场再次交易收紧预期的窗口。

美联储货币政策变更与否倾向于经济数据依赖型，一般来说联储关心的重点为通胀以及就业，这两点宏观因素在近期出现的变化具体如下：

美国的 6 月通胀数据打破了市场一致预期并刷新年内新高，但美联储仍维持“通胀暂时论”，高通胀向流动性收紧的传导继续受阻，海外部分资产也因此 7 月仍有交易“再通胀”的影子，例如黄金在 6 月大幅下跌的基础上又出





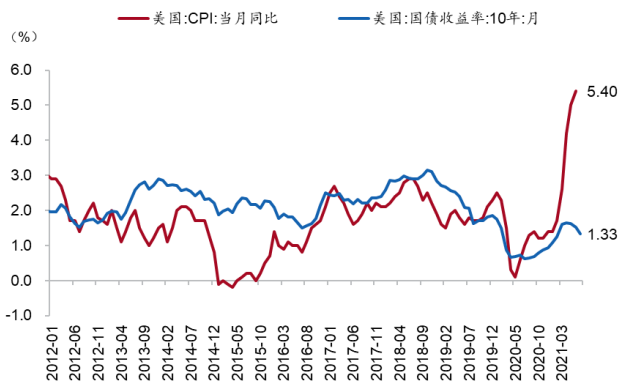
现了一定程度的反弹。短期来说，我们难以判断美国通胀的拐点是否会继续后移，若7月通胀再度走高，“再通胀”交易或将再次出现，但预计持续时间、影响幅度均较为有限。同时考虑到基数效应的消散以及大宗商品上涨速度的大概率放缓，预计下半年通胀将趋势性下移，“再通胀”交易也难成主线。

就业方面，尽管6月就业数据显示美国失业率有所反弹，但主要原因来自于居民重返劳动力市场以及主动离职寻找新工作的人数增加，因此失业率的反弹并非负面信号，而是劳动力供给逐步修复的体现。考虑到失业救济基本在9月底停发，以及复工复学在7-9月逐渐展开，预计三季度美国就业修复速率有望达到年内高点，美联储或也有望于同期释放Taper信号，时间大概率在9月。但若就业加速修复，我们不排除鲍威尔在8月底的杰克逊霍尔（Jackson Hole）央行年会中就给出暗示，市场或也会因此再次交易流动性收紧，届时黄金、固收、高估值资产均存在下跌风险，美元则有望进一步走强。

（三）美联储货币政策变化对国内资产、政策整体影响有限

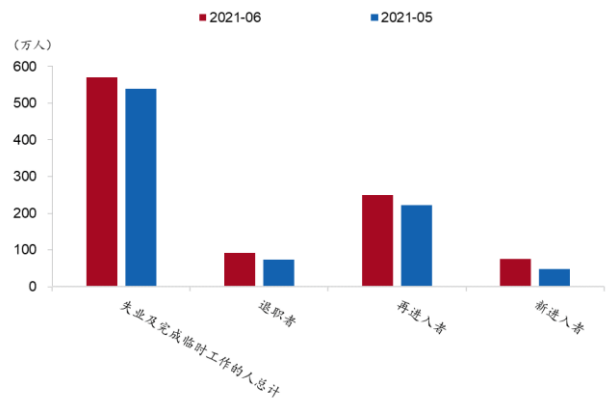
对于境内资产来说，若8月底海外出现流动性变盘，同时美债利率逆转速度过快，对中债的情绪性影响需要留意，但考虑到国内货币政策预计仍然坚持“以我为主”，不会有跟随式的边际收紧动作，中债利率就算跟随上行，幅度也不会太大。另外，若美国科技股出现调整风险，对A股的“点式”冲击建议交易型资金留意。

图5：美国通胀再超市场预期，但未向利率端传导



资料来源：Wind、招商银行研究院

图6：6月失业率反弹并非负面



资料来源：Wind、招商银行研究院

三、主要市场前瞻：海外交易收紧，A股关注错杀标的

结合各类资产的特点，我们对未来走势做出如下研判：

（一）美股：维持看好

尽管有关美联储何时会收紧货币政策，以及新冠变异病毒再次肆虐是否会影 响全球经济的争论一直在持续，但看起来美股只是受到了短暂影响，在经历





了中旬一轮短线调整后，股市延续了之前的走牛势头。尽管美债利率走势令市场，特别是亚洲投资者感到不少困惑，但对美股而言，这算是一个好消息，无风险利率的大幅下探，至少缓解了有关利率抬升打压股市的担忧。

展望后市，尽管美股持续上涨引发了不少有关泡沫的担忧，但在美国经济复苏依然持续，市场淡化变异病毒的负面影响，且美国无风险利率不断下行的环境下，要做出美股存在泡沫并离场的建议需要极大的勇气。从投资的角度而言，仍然可以看好美股，预计美股大概率仍会沿着此前的上升趋势运行，直到音乐停止的那一刻（我们现在还不能清楚的判定音乐会因何而停止）。

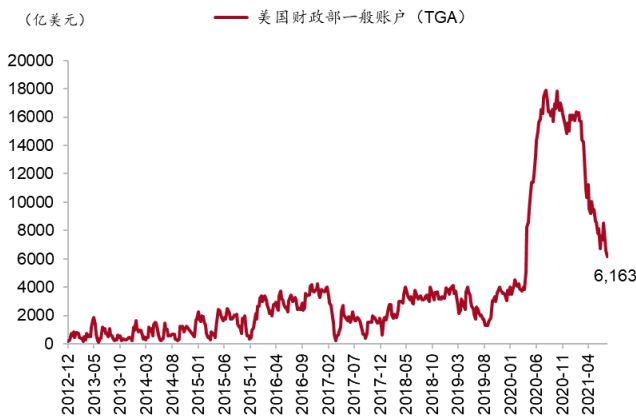
（二）美债：利率月末或有上行风险，其余时间震荡

1、后市研判：美债利率或逐渐筑底后上移

从二季度开始，无论是通胀的走高、就业数据的转好或是美联储在 6 月议息会议中的政策转向，美债 10 年期利率均视若无睹，并不断出现下移，在 7 月 Delta 病毒的事件性冲击下甚至一度跌破 1.2% 关口。

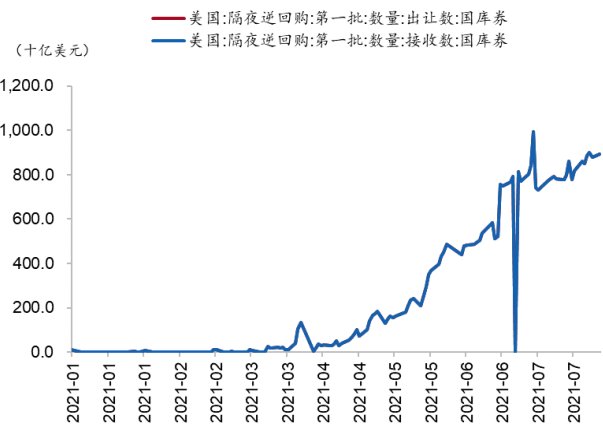
我们认为美债利率的近期走势在一定程度上脱离了基本面运行，更多是由货币市场流动性过度充裕所驱动，其中有 2 点可以佐证：第一，为避免突破债务上限，美国财政部现金存款余额（TGA）大幅压降，向银行体系输入了大量流动性；第二，隔夜逆回购规模维持高增，表明金融机构流动性过剩，且国债作为逆回购的抵押品，侧面也加大了其需求量。

图 7：美国财政存款持续回落，带来充裕流动性



资料来源：Wind、招商银行研究院

图 8：逆回购规模激增



资料来源：Wind、招商银行研究院

展望未来，考虑到美国经济的复苏、美联储流动性逐步转紧的趋势仍未被打破，且 -1% 的实际利率也与美国基本面不符，预计利率仍有一波上行动力，催化剂或来自于美联储对 Taper 信号的释放。如上文主线部分所述，若 8 月底鲍威尔能够释放此信号，预计美债利率在月底会有上行风险，其余时间或将围绕在 1.2-1.4% 之间震荡。

2、境外融资：美元融资具成本优势，抓住低利率窗口

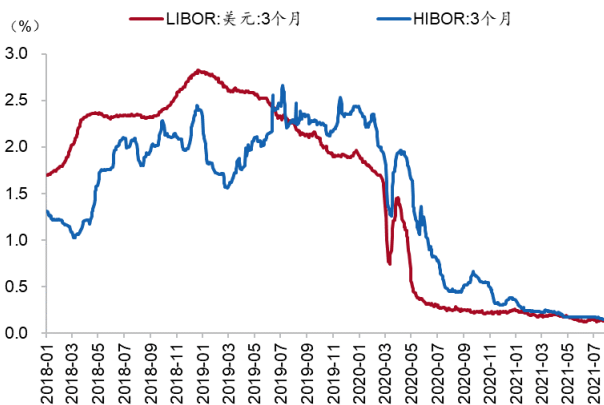




对于挂钩 Libor 和 Hibor 利率的美元、港元融资来说，我们仍维持此前判断，由于美联储加息概率不大，因此 Libor、Hibor 利率的全年波动风险预计比较有限，以 Libor、Hibor 作为定价基准的美元融资、港元融资具备低成本优势。

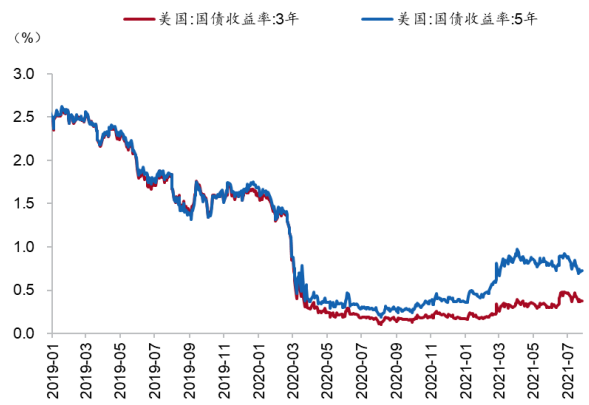
对于以中长期美债作为定价基准的中资美元债来说，我们建议年内有刚性融资需求的客户抓住近期美债长端利率震荡走弱的机会。但考虑到从 8 月下旬开始将逐步逼近美联储释放 Taper 信号的时间点，美债利率届时存在上冲风险，因此建议有融资需求的客户尽量将中资美元债的融资放在上旬进行。

图 9: Libor 和 Hibor 利率继续低位运行



资料来源: Wind、招商银行研究院

图 10: 美债中期利率近期维持回落



资料来源: Wind、招商银行研究院

(三) 黄金: 金价预计易下难上

1、后市研判: Taper 预期利空黄金, 维持空头策略

自 6 月美联储释放货币政策转向信号后, 金价出现直线下跌。随后美债实际利率不断下压并创下历史新低, 引导黄金反弹, 但金价整体反弹幅度和动作都显得十分犹豫, 距离 6 月高点仍有不少距离, 预计一方面来自于强美元对黄金的抑制, 另一方面则主要体现出金市投资者对美联储收紧预期的忌惮。

展望后市, 我们认为 8 月已经接近于美联储释放 Taper 信号的时间点, 黄金的下跌风险高于反弹动力, 而且延续下跌动作的时间预计和美债利率转升挂钩, 因此下旬金价下跌风险或高于上旬。另外, 尽管目前实际利率走低支撑金价运行, 但考虑到其进一步下行空间有限, 且强美元也将对金价产生抑制, 金价就算在 8 月上旬继续反弹预计幅度也比较有限。

在黄金策略上, 建议继续维持空头策略。已经有空头头寸的投资者建议继续持有。对于尚未建仓的资金来说, 我们建议左侧资金可以在 8 月下旬左右的时间寻找建仓机会博弈金价跌浪, 但可能会承受一定的损失; 右侧资金则建议待名义利率走稳以及美联储释放 Taper 信号后再入场建空仓会更加稳健。

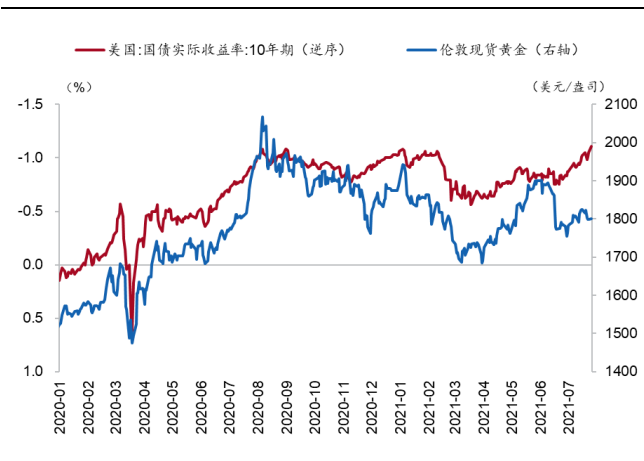
2、黄金产品: 逐步布局做空黄金产品





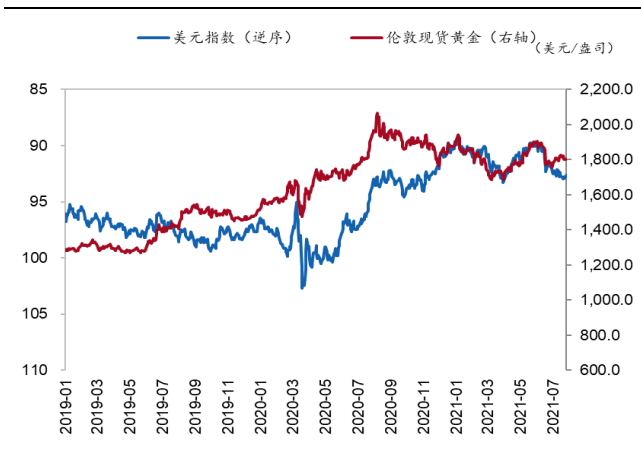
对于投资黄金产品的客户来说，建议以空头策略对待。对于左侧资金来说，可于 8 月下旬开始逐步布局做空黄金产品，例如择机做空交易金或者是购买看跌黄金的结构性理财。对于右侧资金来说，则可以等待美联储释放 Taper 信号后，在进行空头策略的布局。对于风险偏好较低的客户来说，可以考虑配置保值看涨金。

图 11：实际利率创新低，但金价反弹犹豫



资料来源：Wind、招商银行研究院

图 12：强美元或抑制金价反弹幅度



资料来源：Wind、招商银行研究院

（四）汇率：美元仍有走高动力，人民币贬值压力不减

1、后市研判：人民币短期有贬值风险

自 6 月美联储释放货币政策转向信号后，美元交易收紧预期不断反弹并一度突破 93 整数关口，在岸人民币则贬值逼近了 6.50 关口位。

我们认为 8 月美元仍有走高动力，一方面，Delta 病毒目前主要在欧洲、东亚等地区肆虐，美国感染人数也有所上升但影响相对较小，美欧疫情差的再现有望对美元继续产生支撑。另一方面，美联储已经开始逐步向货币政策转向迈进，而欧央行仍维持鸽派且尚未到讨论缩减购债的阶段，美欧在货币政策上边际性差异的扩大也将继续推动美元走强。也正因为美指的走高，人民币贬值压力增大，后续或将进一步走贬逼近 6.60 关口。

但同时，目前国内出口情况屡超预期，若贸易的高景气度仍继续维持，可能将降低人民币的贬值幅度，这一点不确定性需要留意。

对于整个下半年来说，我们则仍然维持在半年报中的看法，美元先升后跌，人民币相应地先贬后升。

在外汇策略上，建议继续维持 Q3 美元多头策略。在三季度有购汇需求的投资者建议秉持“赶早不赶晚”的态度，对于没有紧急购汇需求的投资者来说，建议可以等到 Q4 寻找更好的购汇窗口。

2、外汇产品：建议提前锁定远期购汇成本





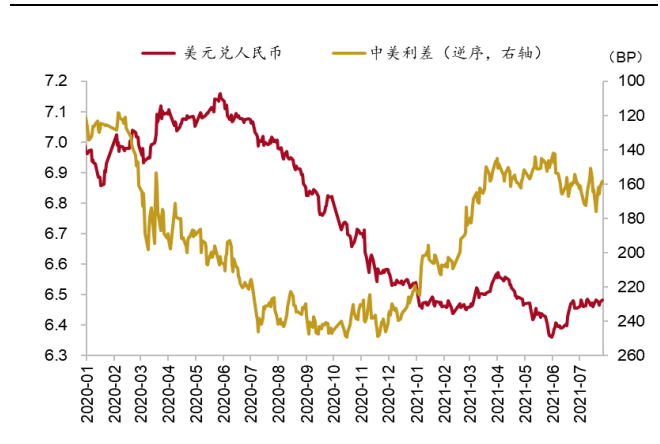
目前美元指数已经出现反弹，最好的即期购汇窗口期已经过去。另外，考虑到三季度大概率是美联储释放 Taper 信号的窗口期，人民币面临的贬值压力不减，因此建议企业提前锁定短中期限的远期购汇成本，以规避人民币贬值所带来的汇兑损失。

图 13：美元指数自 6 月开始反弹



资料来源：Wind、招商银行研究院

图 14：在岸人民币贬值逼近 6.50



资料来源：Wind、招商银行研究院

（五）国内固收：建议以攻守兼备组合为主

1、后市研判：利率预计以区间震荡为主

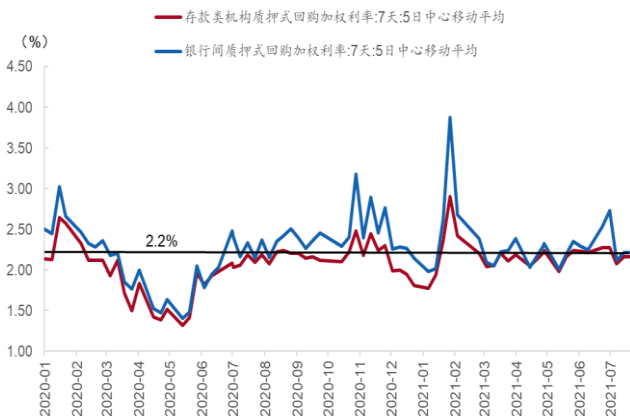
1) 利率债：利率中枢下移，低位水平下易出现反弹

经济方面，2021 年二季度经济运行平稳向好，保持较快增长。6 月经济继续稳步修复，结构进一步调整。展望未来，我国经济不断向常态回归，复苏动能将逐渐减弱，供需两端增长速度放缓，经济结构持续调整，房地产投资增长承压，消费、制造业投资等内生动力边际增强。对债券而言，经济动能逐渐减弱使得天平偏向于利率下行的一边，但需要注意的是经济增速未见失速下滑的迹象，因此对利率下行的幅度应该采取保守的态度。

资金面，7 月 9 日，央行宣布于 7 月 15 日下调金融机构存款准备金率 0.5 个百分点（不含已执行 5% 存款准备金率的金融机构）。降准之后，市场对银行间资金面由谨慎转为乐观，并且从实际表现来看，即使在税期，银行间资金面表现平稳，短期资金利率围绕政策利率波动，同业存单利率持续回落，1 年期同业存单已经低于 1 年期 MLF（2.95%）。展望 8 月，我们认为银行间资金面有望延续平稳，波动不会太大，1 年期同业存单利率阶段性低于 1 年期 MLF 可以算正常波动，后续要关注持续，但要注意 8 月仍有不少资金缺口，同时地方债供给增多也会使资金回流，对资金面造成扰动。

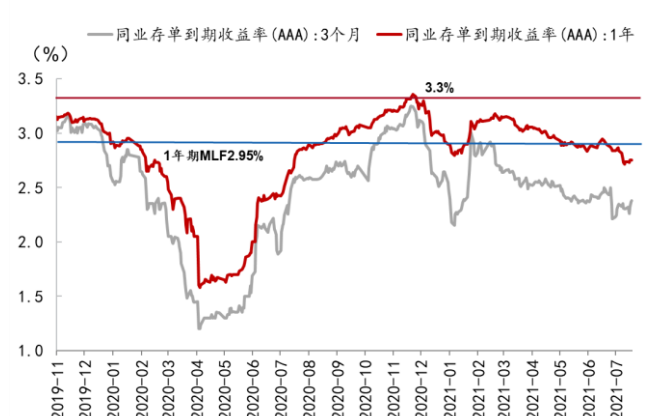


图 15: 7 月银行间资金利率表现平稳



资料来源: Wind、招商银行研究院, 数据截止到 26 日

图 16: 7 月同业存单利率下行

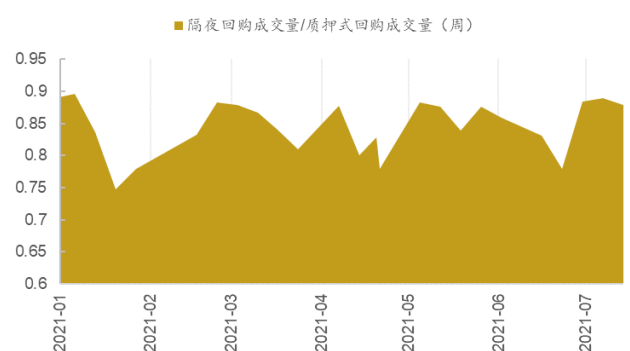


资料来源: Wind、招商银行研究院, 数据截止到 26 日

收益率方面, 债券利率中枢下移, 期限利差走高, 曲线呈牛陡。10 年期国债利率从 3.05-3.1% 位置下行至 2.9-2.95%, 10 年期国开债从 3.45-3.5% 位置下行至 3.3-3.35%。10-1 年国债利差从 60-65BP 走阔至 75-80BP, 10-1 年国开债利差基本维持。

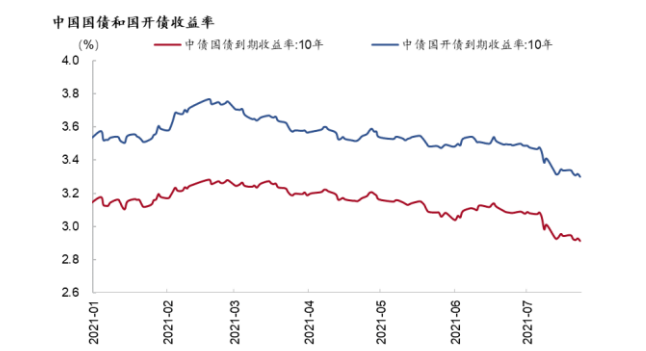
市场动向方面, 降准之后, 债市投资情绪高涨, 资金利率偏低, 期限利差走阔, 采用隔夜回购成交量占银行间质押式回购成交量比例衡量杠杆状态, 显示当前债市杠杆较 6 月有上升, 在历史上也不低。同时, 债券利率明显下移, 投资者逐渐拉长久期。

图 17: 7 月债市杠杆率较 6 月有上升



资料来源: Wind、招商银行研究院, 数据截止到 26 日

图 18: 7 月 10 年期债券利率下行



资料来源: Wind、招商银行研究院, 数据截止到 26 日

利率策略上, 基本面是个慢变量, 在中期维度对债券影响更大。短期而言, 债券利率不免会被其他因素干扰, 例如资金扰动或情绪因素等, 所以需要加以辨别。展望未来, 我们认为债券利率以区间震荡为主, 10 年期国债利率波动区间大致在 2.9-3.3%, 目前利率水平已在低位区间运行, 持续向下突破需要经济失速下滑和货币政策再度宽松的配合。8-9 月债券供给增加是即将要面临的问题, 可能会对债券利率造成干扰, 尤其是当利率下行至低位区间以后, 需要警惕回弹, 再次入场的资金可以等待利率回弹以后再进行配置。目前交易情绪高涨, 不过建议以攻守兼备的组合为主。资本利得的空间逐渐缩小, 建议控





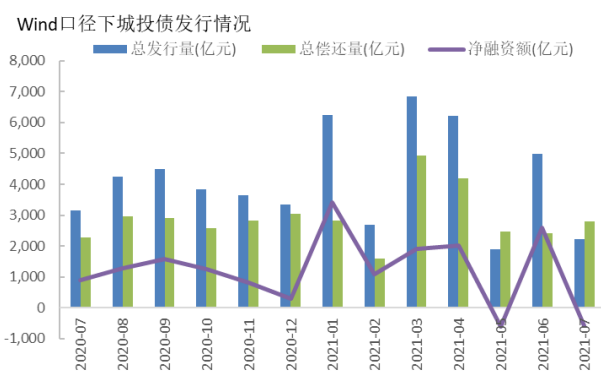
制久期。短债利率明显走低，受到流动性波动的风险增大，建议控制比例。利率债方面可保持 5 年期+更长期限组合。

2) 信用债：资金利率中枢趋稳，票息策略延续

城投债：分化加剧后降延续

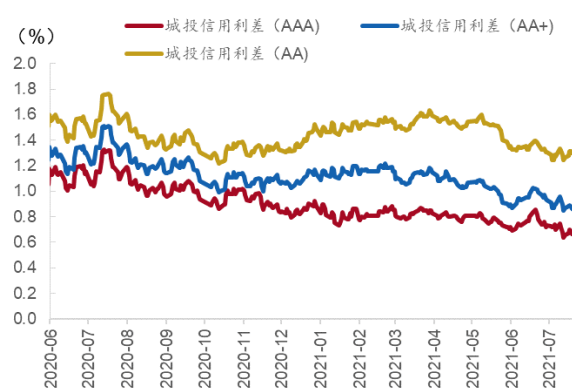
7 月城投债发行量和净融资量较 6 月均有所回落，信用利差较上月有所压缩。城投融资受政策趋严影响，融资量依然偏弱。不过受流动性宽松影响，城投信用利差继续向下压缩。从当前投资者的选择偏好来看，城投债的投资热度依然不减，不过分化有所加剧，一是高低评级间分化，二是区域间分化。

图 19：7 月城投债（wind 口径）下偏弱



资料来源：Wind、招商银行研究院，数据截止到 26 日

图 20：7 月城投信用利差继续压缩



资料来源：Wind、招商银行研究院，数据截止到 26 日

产业债：煤钢基本面受大宗价格支撑改善，弱资质长久期主体仍需警惕

今年供需错配格局下大宗商品价格维持高位，对煤炭、钢铁价格提供支撑，其中，煤炭行业较去年负面情绪有所化解，煤炭入伏后暑期用电高峰期叠加工业生产较强带来发电耗煤量季节性偏强，动力煤炭价格有所上涨，景气度持续改善；钢铁行业短期受钢厂限产预期影响钢价，但在国资委有意落实推进钢铁行业整合组建新央企的政策预期下，有利于未来产业整合和产业集中度提升，巩固钢铁龙头基本面。降准后流动性改善，煤炭债、钢铁债成交数量增加，考虑到市场仍然存在变盘风险，弱资质、尾部主体、中长久期产业债仍需规避，注意对个券期限的把控。

地产债：融资端与销售端继续承压，后续预计点状爆发，估值波动压力大

政策面，监管维持收紧，住建部等八部委发布《关于持续整治规范房地产市场秩序的通知》，上海上调房贷利率。基本面，7 月是集中供地月份，但土地市场供需较弱，土地成交面积本月持续下跌，房地产销售虽降温但与同期比较仍具有韧性。事件方面，恒大与广发银行的借贷纠纷再爆负面，自去年下半年以来负面不断又迅速解决，事件发酵过程中市场风声鹤唳，波及基本面较弱的主体个券。融资端受监管压制资金流入，销售端也继续承压影响资金回笼，预计后续地产企业负面点状爆发，地产债的估值波动压力仍然较大。



信用策略上，资金利率中枢稳定，票息策略可继续维持，可保持中短期限，不建议大幅拉长久期。下沉资质需择好行业和区域，建议避开尾部城投和部分地产。

2、固收产品：建议继续持有，固收+波动或加大

利率产品和信用产品分别以十年国债 ETF 和城投 ETF 来衡量，7 月分别上涨 1.46%和 0.3%，利率产品的收益好于信用产品。未来利率产品和信用产品均可维持目前配置。考虑到股票市场波动加剧，固收+产品可暂时进行观望。理财和纯债基金都可以继续持有。

3、债权融资：8 月或有波动，尽量赶早不敢晚

10 年期国债利率在 3.0%以下是不错的发行窗口期，8 月地方债供给增多，或有一定扰动，但债市整体或趋于平稳。

（六）国内权益：风格转换不改，关注错杀标的及赛道方向

1、后市研判：无系统性风险，周期向成长的转换继续

A 股市场 7 月表现整体不佳，维持弱势震荡，月末出现大幅跳水。从内部结构来看，表现出明显的小盘股好于大盘股，科创板好于主板的特点，从风格来看，周期与成长在 7 月大部分时间表现的都强于大势，而消费则表现疲弱。

1) 利空因素增多并可能延展至 8 月

纵观 7 月 A 股，利空因素有所增加，利好因素不足，并且这些利空因素有可能会延展至 8 月。

第一，权益市场对货币政策的预期落空。降准宣布后，虽然大盘整体表现一般，但成长类板块受到激励走强，此后市场开始憧憬央行降息，但随着 MLF、LPR 利率维持不变，降息预期落空，这意味着无风险利率下行推动股市上行的逻辑无法兑现。

第二，近期在互联网、地产、教育等领域新政频出，市场做了悲观反应。互联网反垄断、维护国家安全方面的政策，打击了海外中概股的表现，并拖累了 A 股和港股的相关板块，而教培“双减”政策的出台，使得教育行业迎来大变局，严重打击了相关板块的表现。

第三，市场对顶层政策设计的可能方向犹豫不决，放大了股价的下行压力。有关医药、教育、地产等方向的新政，在市场情绪层面不断发酵，关于从“效率优先”转向“兼顾公平”的讨论不绝于耳，虽然我们无法判断顶层设计何去何从，但市场面对不确定性，资金选择从可能存在监管不利影响的板块出逃，涌入国家政策支持鼓励的科技等板块，去拥抱确定性，这可能是月末暴跌的导火索。





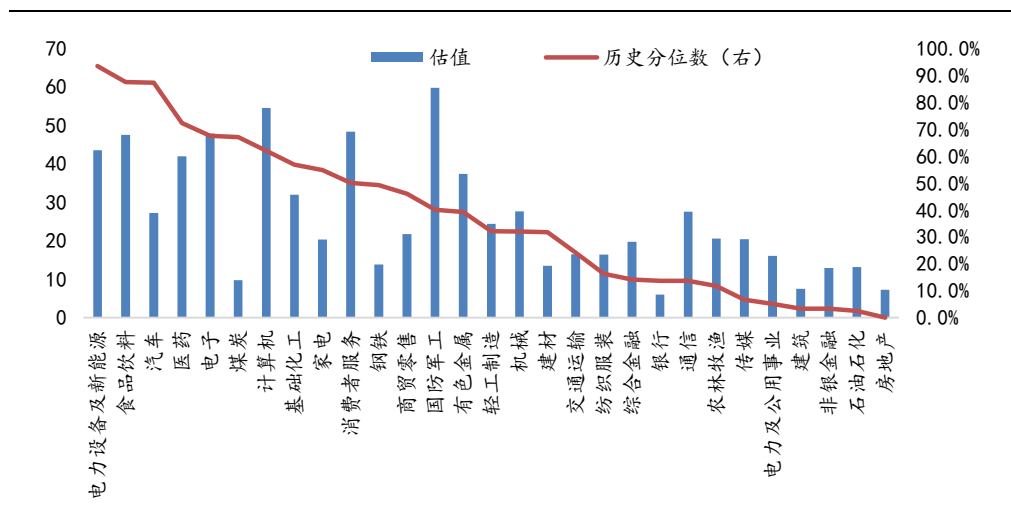
第四，在优质赛道持续上涨，风格演绎近乎极致的背景下，部分高估值的板块缺乏进一步的上涨空间，资金借上述理由进行调整，可能是月末暴跌的直接推手。

2) 8 月后市场对顶层设计的猜想仍会发酵，估值下修压力依然存在

需要指出的是，对顶层设计的讨论乃至争论，将不会在短期内结束，且对此的猜想要证实或证伪均很难，而一旦市场集体认为政策转向，其对权益市场将会带来从研究框架到投资逻辑的根本性改变。因此，这一因素的影响预计将持续至 8 月甚至更久，期间市场会持续对其进行理解和发酵。我们认为，市场不喜欢不确定性，当无法确定政策的走向时，有理由相信，资金从潜在受影响板块涌向安全板块的行为，可能在相当长的一段时间内反复上演，从而加大 8 月以后权益市场的波动性，也会加大投资的难度。

而高估值板块的调整，我们需要看一下当前的估值情况，截至 7 月末的一级行业估值历史分位数见下图。

图 21: A 股一级行业估值水平与历史分位数

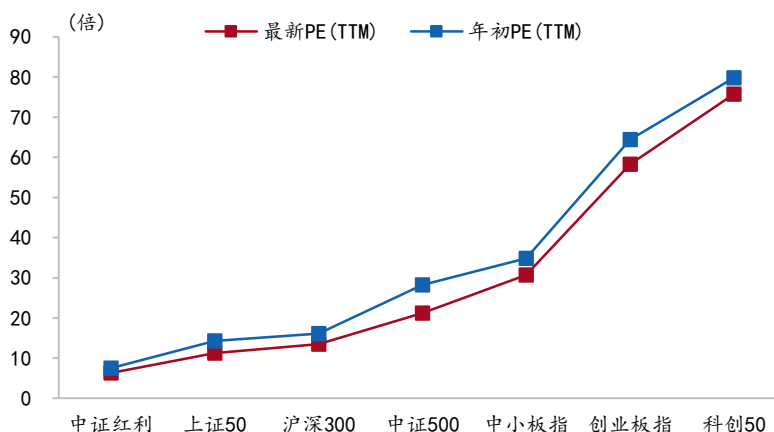


资料来源: Wind、招商银行研究院

可见，部分热门赛道的估值依然较高，包括电力设备及新能源、食品饮料、汽车，估值仍处于 10 年来 90% 的分位数水平，而医药板块经过近期调整，依然处于 70% 的分位数水平，周期类的煤炭，科技类的计算机，估值也处于较高水平。以中期角度而言，80-90% 估值分位数水平的行业，整体胜率将会出现下降，估值下修的压力依然存在。

图 22: A 股估值曲线





资料来源：Wind、招商银行研究院

A股估值曲线7月较年初水平整体下移，其中中证500下移幅度最大，而中小板指和科创板下移幅度有限，显示资金对于小盘股和科创板块给予较高关注，此类板块与成长风格较为契合，也是资金青睐成长的佐证。不过从估值曲线而言，曲线右侧也即风险偏好高的板块，估值修复幅度有限，显示交易仍相对拥挤。

因此对8月份而言，情绪发酵与杀估值的过程可能尚未结束，市场的波动率将出现趋势性的上升。

3) 但整体来看，不能认为A股存在系统性风险

第一，中国经济大环境仍保持稳定，虽然下半年经济增长面临边际下滑，但一方面没有失速下滑的风险，另一方面市场已经将经济减速计入定价，宏观经济不太可能对A股造成意外冲击；

第二，货币政策虽经历了意外降准和降息预期落空，市场对央行意图不甚明了，但降准的推出至少表明，即使通胀保持在当前水平，也不会对央行造成掣肘，央行无意收紧货币政策，流动性保持稳定也是可以预期的，这是有利于股市的政策环境；

第三，中国的无风险利率不存在大幅上升的基础，外围市场特别是美债利率仍然较低，因此利率攀升导致的杀估值风险，在A股和外围市场暂时都无需担心。

4) A股策略：寻找错杀标的及高胜率赛道

展望8月及以后，周期向成长的转换仍将是市场关注的核心，但在本轮暴跌后，市场再次意识到估值过高所带来的风险。因此，我们预计下半年周期向成长的转换过程不会结束，但将会更为谨慎，后市可寻找本轮暴跌中被错杀的标的，也就是成长板块中估值相对便宜，景气度较高的行业，其安全边际更高；同时，国家政策明确鼓励、引导的行业，如科技、高端制造等，吸引力会进一步增强，这些赛道未来的胜率将超越其他板块。





建议**低配客户**，可逢低买入提升仓位；**高配客户**，建议维持仓位不变。同时需**特别注意调整持仓结构**，向上述更符合国家政策方向，以及估值相对便宜且景气度较高的行业转换

5) 港股：可能继续受到内地政策影响

港股在 7 月的表现差于 A 股，由于有更多代表了新兴科技方向和教培行业的股票在香港上市，内地监管政策的收紧打击了这些股票的表现，也拖累了恒指特别是科技指数的走势，同时，作为国际金融中心，外资嗅觉灵敏，对内地监管政策的快速反应，放大了部分股票的跌势。

预计港股在 8 月将继续受到内地政策的影响，如果外资机构对内地监管政策继续做负面解读，削减投资内地相关上市公司的风险敞口，那么港股表现可能仍会受到一定拖累，有继续跑输 A 股和美股的风险。

2、权益产品：优选主动管理能力及偏成长型基金

A 股在经历暴跌后，从两个维度配置产品，一是主动管理能力强的管理人所管理的产品，其更有可能规避大跌控制回撤，同时抓住错杀标的，获取更高收益；另一方面，可关注风格上更偏成长型的基金，特别是投资重心在国家政策鼓励、引导的科技、高端制造等领域的基金，此类产品有望在未来跑赢大势。

3、股权融资：一级融资可能受累，关注股质强平风险

截至 7 月 28 日当周，A 股 IPO 家数 98 家，超过上月的 92 家，IPO 规模 294 亿元，显著少于上月的 561 亿元；定增家数 42 家，已经超过 6 月定增家数总和，定增规模 456 亿元，接近上月水平。若 A 股市场调整后仍维持弱势，预计 8 月 IPO 与定增规模将受到一定影响。

同时需要关注部分跌幅较大个股所带来的股票质押融资强平风险。

四、资产配置策略：海外优于国内，境内股债均衡配置

对于未来半年的大类资产配置，我们主要从各资产的胜率、盈亏比两个维度进行策略推荐，具体逻辑如下：

(一) 胜率：创业板相较上证综指胜率更高

跨资产对比来看，由于目前中美复苏、政策方向出现分化，我们仍然维持**境外优于境内**的基本判断。海外资产将继续在复苏以及政策预期收紧的逻辑中运行，**海外风险资产（权益）胜率相较避险资产（境外固收、黄金）来说更高；境内股债资产则整体胜率水平相当。**

资产内部对比来看，在权益市场方面，**美股相较 A 股胜率更高**。考虑到业绩预期仍在不断修复，叠加目前美债利率偏低，美股仍可继续看好。但交易型资金需要留意月末利率上行可能给高估值资产带来的波动风险。A 股预计波动率将会有所上升，建议寻找内部的错杀标的以及具备高景气度的标的；另外，



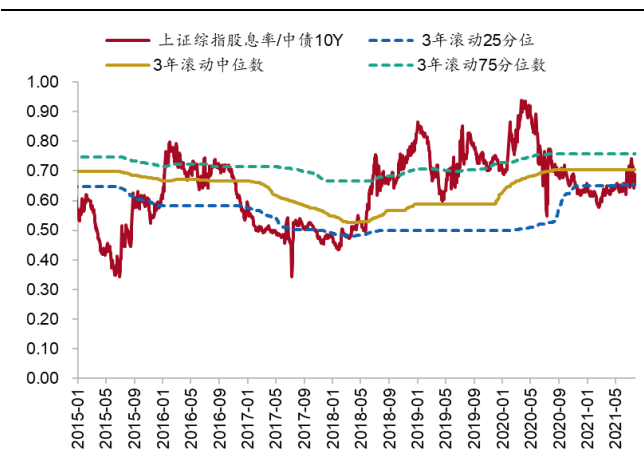


创业板指相较上证综指胜率更高。创业板指中包含更多受政策鼓励以及引导的行业，例如科技、高端制造等，未来盈利、发展空间有望更高。上证综指预计指数级机会不大。在固收市场方面，中债相较美债胜率更高。境内外货币政策预期的分歧逻辑目前较为明确，美债利率仍有方向上的上行动力，中债利率则大概率以区间震荡为主；在外汇市场方面，美元相较人民币胜率略高。目前无论是美欧经济复苏差或是政策差均支持美元在 Q3 反弹，同时考虑到中美经济复苏的分化，人民币短期内贬值压力预计仍然较大。但如果从半年视角来看，我们仍然维持美元先升后落，人民币先贬后升的观点。

(二) 盈亏比：股债性价比不明显

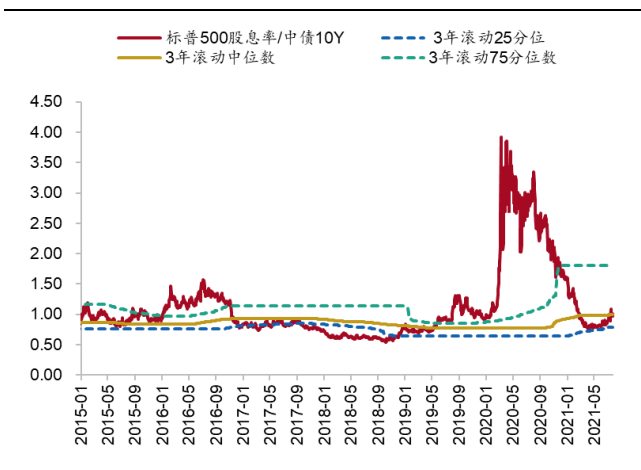
跨资产来看，目前无论是国内还是美国，股债性价比均处于 3 年滚动中位数的状态，未见明显偏向于股市或是债市。因此，在跨资产对比中可多以胜率作为主要配置依据。

图 23：上证综指 vs 中债 10Y 股债性价比



资料来源：Wind、招商银行研究院

图 24：标普 500 vs 美债 10Y 股债性价比



资料来源：Wind、招商银行研究院

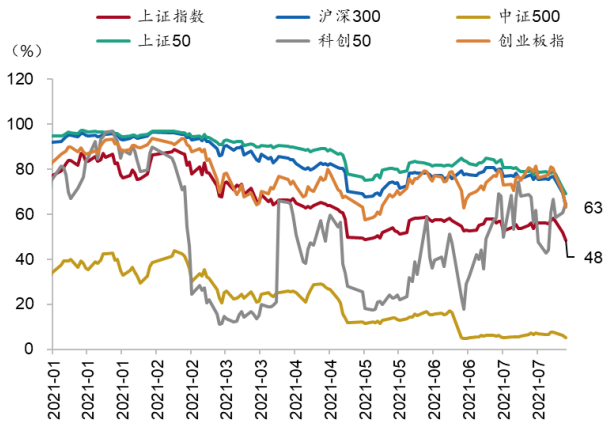
资产内部对比来看，在权益市场方面，美国三大股指估值目前均处于 90 分位以上，国内的上证综指以及创业板指则分别处于 50 分位以及 60 分位的水平，从便宜与否来看国内股指盈亏比相对更高，因此虽然美股分子端优势较高，但仍需留意流动性的收紧可能对高估值产生的波动。另外，目前来看，上证综指以及创业板指的估值均在月末出现下移，同时考虑到创业板指中的行业板块存在更大发展空间，其配置权重建议调高；

在固收市场方面，中美债市盈亏比均不高，因此以胜率作为主要配置依据。美债利率所处 1.2% 的水平相较年初仅高出约 30BP 的水位，考虑到目前美国基本面较为强劲，预计利率进一步下行的空间不大，继续做多盈亏比较低。中债利率在 7 月因交易降准预期差出现迅速下移，进一步回落空间有限，盈亏比中性偏低。



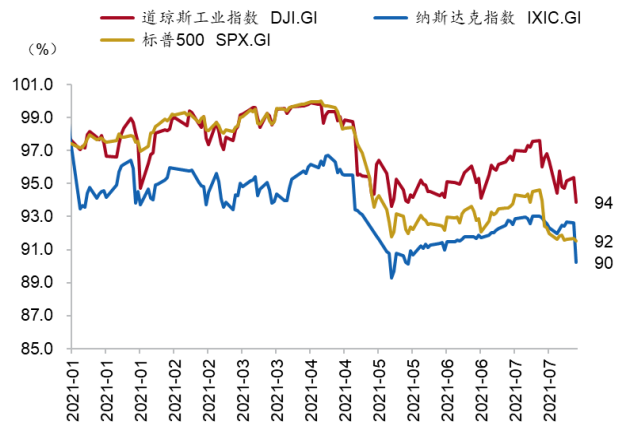


图 25: 国内权益市场各指数估值所处分位数



资料来源: Wind、招商银行研究院

图 26: 美股各指数估值所处分位数



资料来源: Wind、招商银行研究院

(三) 结论: 上调创业板至高配, 下调上证综指至标配

综合胜率以及盈亏比等因素, 我们对未来半年的大类资产配置做如下建议: 美股、创业板高配, 上证综指、外汇(美元、欧元、人民币)、国内固收(国债、信用债) 标配, 美债、黄金低配, 供投资者参考。

其中, 需要说明的是, 考虑到政策利好(胜率)以及估值修整(盈亏比), 我们将创业板从标配调高至高配。另外, 上证综指由于分子端优势不足, 我们将其从高配调低至标配。

表 2: 大类资产配置建议(时间周期: 未来 6 个月)

资产类别		配置建议			配置变化
		高配	标配	低配	
汇率	美元		●		
	欧元		●		
	人民币		●		
贵金属	黄金			●	
固收	中国国债		●		
	中国信用债		●		
	美债			●	
权益	上证综指		●		↓
	创业板	●			↑
	美股	●			

资料来源: 招商银行研究院

