

关注股指结构性机会，超配大宗商品

——大类资产配置月报第 1 期

报告日期：2021-08-05

分析师：郑小霞

执业证书号：S0010520080007

电话：13391921291

邮箱：zhengxx@hazq.com

分析师：刘超

执业证书号：S0010520090001

电话：13269985073

邮箱：liuchao@hazq.com

联系人：方晨

执业证书号：S0010120040043

电话：18258275543

邮箱：fangchen@hazq.com

联系人：潘广跃

执业证书号：S0010121060007

电话：18686823477

邮箱：panggy@hazq.com

联系人：任思雨

执业证书号：S0010121060026

电话：18501373409

邮箱：rensy@hazq.com

联系人：张运智

执业证书号：S0010121070017

电话：13699270398

邮箱：zhangyz@hazq.com

相关报告

1. 月报：《成长继续演绎、风格有望扩散》2021-08-01
2. 中期投资策略《变局：成长→均衡→价值》2021-07-04

主要观点

● 资产配置建议：超配大宗商品和美元，关注股指结构性机会

股指：国内股市以震荡和风格的结构性的机会为主，超配创业板，成长风格占优，关注周期风格。8月市场结构性行情有望延续，成长风格占优，且从景气及市场演绎跟踪看，成长风格内部有望扩散；周期风格部分化工品种持续高景气，叠加涨价再起，亦将有所表现。

债券：预计中美利率走势分化，国债利率下行、美债利率上行。8月国内经济增长和流动性仍存不确定性，利率向下空间仍在；美国经济复苏叠加9月Taper可能性增大，美债大概率上行。

大宗商品：整体看多为主，预计原油和铜的表现优于黄金。全球需求持续复苏，FOMC在7月底会议上未能释放清晰的Taper信号、对通胀的容忍度维持不变，预计大宗商品短期依然震荡上行。但随着美联储收紧货币政策退出QE的条件日趋成熟，长期看空趋势不变。

美元指数：整体偏上行，但预计幅度不大。发达经济体内部美国复苏程度领先，美国有望在发达国家中首先启动货币正常化，货币政策分化预期有望推动资本回流美国，对美元形成支撑。但上行幅度目前还受限于美联储未能清晰地释放收紧货币政策的时点和具体路线。

● 配置逻辑：Delta 变异株全球蔓延、政治局会议定调偏松、FOMC 会议整体鸽派边际偏鹰等

世界经济持续复苏但有所分化，新冠 Delta 病毒变异株蔓延给经济复苏增添了不确定性。6月后，新冠当日新增确诊人数持续增加，而同期疫苗接种量却有所下降、疫苗对 Delta 变异株防控效果并不理想，防疫形势可能发生新变化。

730 政治局会议基调偏暖。对于当前经济工作取得的成绩，整体表述上偏乐观，删除了430政治局会议中一些相对严厉的表述，基调在稳的基础上更加积极，不再提及“稳增长较小的窗口期”。总量政策体现出对今年年底以及明年年初增长的担忧，财政政策留有余力应对今年年底明年年初增长压力，货币政策整体基调未改，风险防范更加到位。

FOMC 声明在7月会议上未作实质性改变，基调依然偏鸽，但会议基调边际转鹰。美联储7月会议未对政策进行实质性调整，但就业强劲复和高通胀水平为收紧货币提供了条件，美联储已在为后续Taper进行准备。

● 风险提示

对各国经济复苏预测存在偏差；国内外政策收紧超预期；中美关系超预期恶化；新冠疫情超预期发展等。



正文目录

1 配置逻辑：内外基调整体宽松、新冠疫情增添不确定性	4
1.1 世界经济持续复苏但有所分化，新冠 DELTA 病毒变异株蔓延给经济复苏增添了不确定性.....	4
1.2 政治局会议整体基调偏暖，厚爱科技.....	6
1.3 FOMC 会议整体基调偏鸽，边际继续转鹰.....	7
2 国内股市：以结构性机会为主，成长风格占优，关注周期风格	8
2.1 大盘仍以震荡为主.....	9
2.2 超配成长和周期风格.....	10
3 中美利率走势分化，预计国债利率下行、美债利率上行	12
3.1 利率债扰动或是加仓点，信用债减配确定性高.....	12
3.2 美债：TAPER 拐点渐近，美债利率上行压力加大.....	14
4 大宗商品短期震荡偏多，长期看空趋势不变	15
5 美元依旧维持看多不变	18

图表目录

图表 1 2021 年 8 月大类资产配置建议.....	4
图表 2 全球 PMI 有所下降，IMF 对经济增速预期未变.....	5
图表 3 经济复苏加速分化，中美领先、日欧落后.....	5
图表 4 新冠肺炎感染人数持续上升、疫苗接种量持续下降.....	6
图表 5 美联储失业率和通胀率偏差进入新区间，收紧货币的客观条件更加成熟.....	8
图表 6 半导体材料涨幅超 50% (7.1-7.30)	10
图表 7 全球硅晶圆出货面积 2021Q2 创新高.....	10
图表 8 新能源产业链整体收涨 (7.1-7.30)	11
图表 9 6 月新能源车销量同比达 177.7%.....	11
图表 10 化工行业整体收涨 (7.1-7.30)	11
图表 11 7 月 MDI 价格大幅上涨，纯 MDI 涨幅 18.8%.....	11
图表 12 5 月以来 10Y 国债&1Y 国债情况.....	13
图表 13 地方政府专项债情况.....	13
图表 14 MLF 到期.....	13
图表 15 地方政府专项债情况.....	14
图表 16 10Y-1Y 国债利差处于高位，后续有下降可能	14
图表 17 中美利差仍在高位.....	14
图表 18 实际利率处于低点.....	14
图表 19 7 月 OPEC 对全球需求量预测明显上升.....	15
图表 20 OPEC 产量增加不大，依旧保持小幅去库存状态	15
图表 21 EIA 和 API 持续处于去库存状态.....	15
图表 22 WTI 非商业多头持仓下降明显	15



图表 23	COMEX 铜库存下降，LME 铜库存上升速度放缓.....	16
图表 24	国内现货铜供应依旧偏紧，价格还有上行风险	16
图表 25	LME 铜现货贴水幅度震荡扩大.....	16
图表 26	COMEX1 号铜非商业多空仓位均有所下降	16
图表 27	美债实际利率持续下行，内含通胀率持续上行.....	17
图表 28	美国通胀水平依旧高企	17
图表 29	非商业多头持仓略有上行，净多头有所增加.....	17
图表 30	黄金 ETF 整体未改流出大趋势.....	17
图表 31	金油比分位置依然保持高位.....	18
图表 32	金铜比分位置已经处于相对低位	18
图表 33	8 月中国经济下行压力加大.....	18
图表 34	工业增长家、固投、出口同比增速逐步下降	18
图表 36	美国经济持续复苏.....	19
图表 37	IMF 预测美国经济增速高于世界经济.....	19
图表 38	纳斯达克指数市盈率分位数处于高位.....	19
图表 39	E/P 高于 10Y 美债收益率，美股吸引力危险期已过.....	19



展望8月，股指方面，我们认为国内股市以震荡和风格的结构性的机会为主，超配创业板，成长风格占优，关注周期风格；债券方面，我们认为中美利率走势分化，预计国债利率下行、美债利率上行；大宗商品方面，我们建议整体看多为主，原油和铜表现优于黄金；美元指数方面，我们认为8月整体偏上行，但预计幅度不大。

图表1 2021年8月大类资产配置建议

大类	项目	区间：2021-7-30至8-27			上期表现（2021-7-2至7-30）		
		投资建议	较上期变化	核心观点与逻辑支撑	指数变动	涨跌	
股指	上证综指	震荡	→	8月经济整体趋稳，关注科创为主的结构性机会	3518.76-->3397.36	-3.45%	
	创业板指	上行	→		3333.9-->3440.18	3.19%	
	成长(风格.中信)	上行	↑		8月市场结构性行情有望延续，成长风格占优，周期风格部分品种持续高景气。	7583.57-->8158.37	7.58%
	周期(风格.中信)	上行	↑			4405.15-->4600.09	4.43%
	金融(风格.中信)	震荡	→			7355.98-->6721.34	-8.63%
消费(风格.中信)	震荡	→	13955.46-->12238.17	-12.31%			
债券	1Y 国债到期收益率 (%)	震荡	→	8月国内经济增长和流动性仍存不确定性，利率向下空间仍在。	2.399-->2.135	-26BP	
	10Y 国债到期收益率 (%)	震荡下行	→		3.08-->2.836	-24BP	
	2Y 美债收益率 (%)	震荡	→		美国经济复苏叠加9月Taper可能性增大，美债大概率上行。	0.24-->0.19	-5BP
	10Y 美债收益率 (%)	震荡上行	→		1.44-->1.24	-20BP	
大宗商品	布伦特原油 (美元/桶)	震荡上行	↑	全球需求持续复苏，FOMC在7月会议上未能释放清晰Taper信号、对通胀容忍度维持不变。	76.17-->76.33	0.21%	
	COMEX 铜 (美元/磅)	震荡上行	↑		4.29-->4.472	4.24%	
	COMEX 黄金 (美元/盎司)	震荡上行	→		1787.2-->1812.5	1.42%	
	南华综合指数	震荡	→		PMI显示供需同步放缓、中国政府保供稳价、但全球大宗商品还有上行动力	1925.63-->1971.43	2.38%
美元	美元指数	震荡上行	→	美国复苏程度领先，推动美元回流。	92.25-->92.1	-0.15%	

资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：点、%。表内所指投资建议（以涨跌幅衡量，除债券以BP变动衡量、美元指数为定性判断）含义如下：（1）“大幅上行”是指预期未来一个月该指标涨幅在5%（50BP）以上；（2）“上行”是指预期未来一个月该指标涨幅在2%至5%（25BP至50BP）之间；（3）“震荡”是指预期未来一个月该指标涨跌幅在-2%至2%（-25BP至25BP）之间；（4）“下行”是指预期未来一个月该指标跌幅在-2%至-5%（-25BP至-50BP）之间；（5）“大幅下行”是指预期未来一个月该指标跌幅在-5%（-50BP）以上。

1 配置逻辑：内外基调整体宽松、新冠疫情增添不确定性

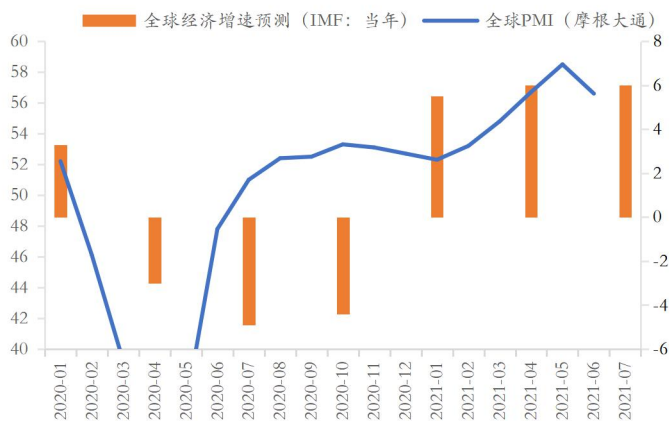
展望8月，我们认为大类资产配置逻辑主要关注新冠Delta病毒变异株蔓延、政治局会议定调偏松、FOMC会议整体鸽派边际偏鹰等。

1.1 世界经济持续复苏但有所分化，新冠Delta病毒变异株蔓延给经济复苏增添了不确定性

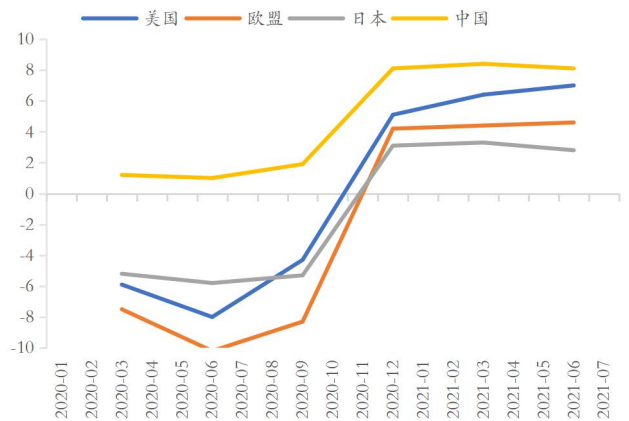


世界经济持续复苏，但有所分化。6月摩根大通全球PMI依然处于56的较高水平，但较7月有所下降，呈现出冲高回落态势。IMF于7月27日发布《世界经济展望报告》，将2021年全球经济增长预期维持在6%不变，同时警告复苏步伐正加剧分化。其中，发达经济体增长预期上调0.5个百分点至5.6%，新型市场和发展中经济体增长预期下调0.4个百分点至6.3%。世界主要经济体中，美国经济复苏依然领先，增长预期继续上调0.5个百分点至7%。欧元区经济增长上调0.5个百分点至4.6%。日本经济增速预期则被下调0.5个百分点至2.8%。中国经济增速预期也被下调0.3个百分点至8.1%。

图表2 全球PMI有所下降，IMF对经济增速预期未变



图表3 经济复苏加速分化，中美领先、日欧落后

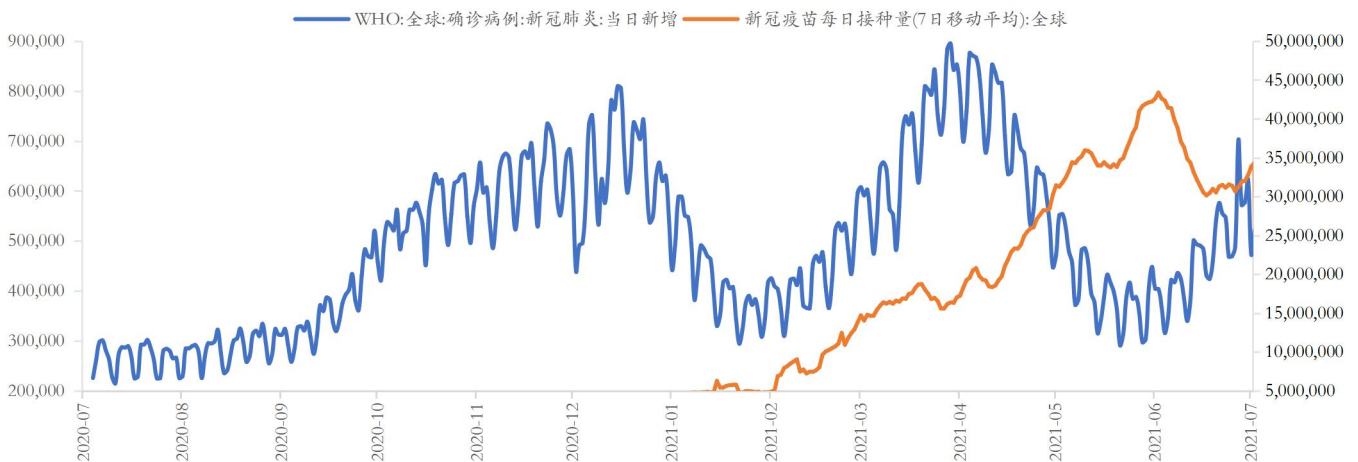


资料来源: Wind, IMF《全球经济展望》, 华安证券研究所。单位: % 资料来源: IMF《全球经济展望》, 华安证券研究所。单位: %

新冠 Delta 病毒变异株蔓延给经济复苏增添了不确定性。6月下旬，世卫组织总干事谭德塞在新冠肺炎例行发布会上表示，Delta 变异株是迄今为止发现的最易传播的新冠病毒变异株。目前已蔓延到全球超过 90 个国家，6 月份英国 90% 的新增病例、美国 20% 的新增病例均为 Delta 变异株。德尔塔变异体在接种第二针疫苗人口占比超过 60% 的英国，以及疫苗主要生产和接种国的美国依然传播很快。7 月下旬，Delta 变异株也开始在中国传播，南京、张家界、北京等多地报告了新冠确诊病例，其中南京、张家界、北京等多地已经确认为 Delta 变异株，7 月 20 日至 30 日南京报告新增病例 190 例。总的看，6 月开始新冠当日新增确诊人数持续增加，而同期疫苗接种量却有所下降，疫苗对 Delta 变异株防控效果并不理想，意味防疫形势可能发生新变化。一旦新冠疫情在全球再次蔓延，将对全球经济复苏造成较大的负面影响。



图表 4 新冠感染人数持续上升、疫苗接种量持续下降



资料来源：Wind，华安证券研究所。单位：人、剂次。

1.2 政治局会议整体基调偏暖，厚爱科技

政治局会议整体基调偏暖。对于当前经济工作取得的成绩，整体表述上偏乐观，删除了430政治局会议中一些相对严厉的表述，基调在稳的基础上更加积极。会议延续了对经济恢复不稳固、不均衡的判断，不再提及“稳增长较小的窗口期”，并延续了宏观经济政策保持连续性、稳定性、可持续性的要求，这意味着决策层对经济增长的重视程度比市场预期的更强。**总量政策体现出对今年年底以及明年年初增长的担忧，进而做实宏观政策跨周期调节。**会议提出“要做好宏观政策跨周期调节，保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性，统筹做好今明两年宏观政策衔接，保持经济运行在合理区间。”之前跨周期调节的内涵并不清晰，本次会议不仅明确了当下“跨周期”重点就是指今明两年，而且进一步明确了“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”是跨周期调节的重要举措，表明当前决策层判断经济增长压力有可能集中在年底和明年初，希望留有余力应对即将到来的压力。**货币政策基调未改，货币政策未来会更加注重“结构性”、增强“自主性”。**会议提出“助力中小企业和困难行业持续恢复”，表明未来货币政策将更加注重“结构性”支持。“要增强宏观政策自主性”，保持汇率基本稳定，推断主要是针对美联储可能进行的Taper而言，言外之意在于年内应该不会跟随美联储的货币政策调整而调整，我们的货币政策还是会以国内增长、通胀、就业等形势变化为主，也做好了应对美联储收紧可能带来的风险。

对潜在风险防范措施已经到位。地方隐性债务风险发生实质性违约的概率显著降低。“地方党政主要领导负责的财政金融风险处置机制”，从430的“建立”到730的“落实”，表明防范化解地方隐性债务的机制和责任进一步落实，党政主要领导亲自督战隐性债务风险化解，可以统筹调配的资源显著增多，真正产生实质性违约风险的概率将大大降低。**因主动调控引发的房地产企业债务违约等风险受到关**



注。会议删掉了“防止以学区房等名义炒作房价”的表述，重提“稳地价、稳房价、稳预期，促进房地产市场平稳健康发展”。表述出现“回归”我们认为释放出了两个信号：一是房地产市场依然要平稳发展，政府对房地产企业债务风险高度关注，不排除若头部企业出现违约，相关部门会出面救助的可能性，但这种救助只会是个别行为，不会针对全行业，更不会因此而放松对房地产全行业的调控。二是重提“稳预期”，意味着虽然一线城市学区房调控取得一定成效，在“平稳健康发展”的基调下，国家层面进一步加码调控的概率也不大，但个别热点城市仍然存在“因城施策”出台针对当地调控政策的可能性。**大宗商品价格存在再次涨价的可能。**会议删除了430“做好重要民生商品保供稳价”的提法，而是延续了520国常会“大宗商品保供稳价”的提法，并将该表述从民生部分转到宏观政策部分，表明了中央对于大宗商品价格的高度重视。结合近期大宗品价格走势表现看，的确存在再次涨价的可能，故中央对此也保持密切关注。

新能源汽车高度再提高，科技创新再升级，“双碳”节奏被放缓。新能源汽车产业被提到一个很高的位置。会议将“支持新能源汽车加快发展”放在“挖掘国内市场潜力”的第一条举措，实质上是把新能源汽车的作用推到了一个新的高度，不仅仅是供给端制造业的产业升级和产业链的带动，更是需求端拉动消费、扩内需的重要举措。**更加重视科技创新。**与430政治局会议相比，730政治局会议措施更加具体和明确。**顶层设计出台前，“双碳”节奏有望放缓。**会议明确指出，“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”，并要求“纠正运动式‘减碳’”“先立后破”。

1.3 FOMC 会议整体基调偏鸽，边际继续转鹰

FOMC 政策声明在7月会议上未作实质性改变，基调依然偏鸽。基准利率维持联邦基金目标利率在0-0.25%不变，QE购买量不变维持800亿美国国债加上400亿MBS保持不变。虽然FOMC会议声明“经济已经取得进展”（the economy has made progress toward these goals），但仍未触发去年12月美联储确定的“实质性进展”（substantial further progress）。美联储主席鲍威尔在会议后表示，美联储7月会议已在讨论目前距离“实质性进展”还有多远，并会在“实质性进展”之后实施Taper。此外，FOMC会议声明基本上延续了通胀是“暂时性”的判断，主要仍然反映临时性因素，中期通胀会回落只是时点上还不确定。

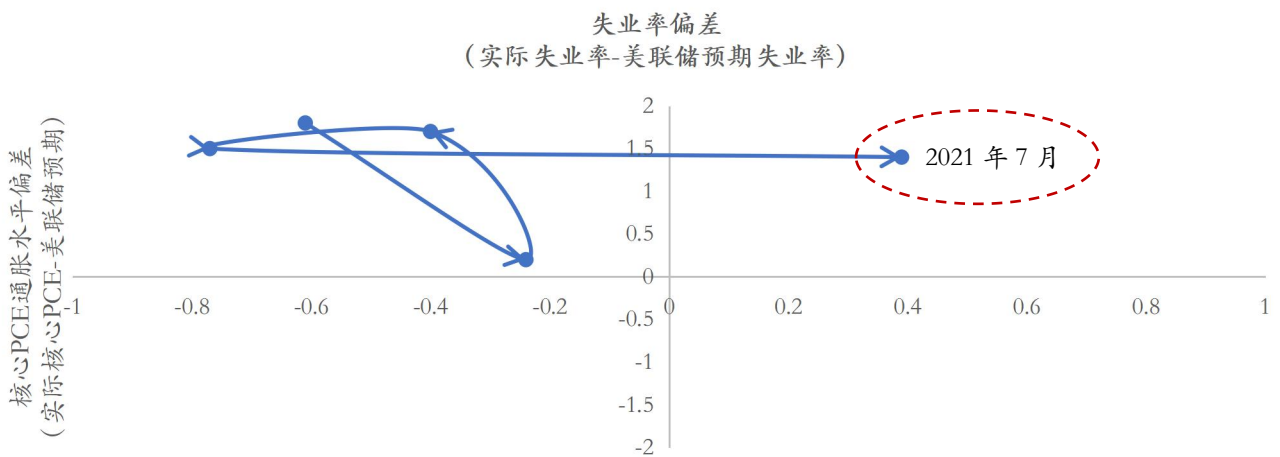
FOMC 会议基调边际转鹰。虽然美联储在7月会议上未对政策进行实质性调整，但已经在为后续Taper进行准备。一是FOMC会议声明中表示，已经在讨论Taper的时点、节奏和构成，虽然联储官员内部对于Taper还存在一些分歧，还没有做出最后决定。二是会议声明中表示，将在后续会议中评估“经济进展”是否达到“实质性进展”的程度（the Committee will continue to assess progress in coming meetings）。三是美联储设立常备回购便利（SRF）和常备海外回购便利（SFIMA），



同时面向美国一级交易商和海外官方机构开放质押式隔夜回购，上述工具可以为市场提供美元流动性支持，可以应对 Taper 造成的流动性收缩问题。

美联储 Taper 的条件已经逐步成熟。尤其是美联储认为就业市场复苏已经较为强劲，同时美国通胀水平也已经连续数月处于较高水平，上述情况给收紧货币提供了客观条件。我们整理了过去 5 期美联储经济预测数据，并将短期经济目标变量与实际数据相比较，7 月 FOMC 会议时已经从“失业率高于预期、通胀水平低于预期”这种支持扩张性货币政策的区间，转向“失业率高于预期、但通胀水平高于预期”的新区间，这还是在美联储将核心 PCE 目标大幅度上调至 3% 以后发生的。从时间点上，美联储主席鲍威尔已多次表示，会在与市场充分沟通后给出明确 Taper 信号，我们认为 8 月 26-28 日的全球央行年会是海外主要货币政策释放调整信号、引导市场预期的关键时点，美联储 9 月议息会议有望正式讨论 Taper 细节，并在明年初正式开启 Taper。

图表 5 美联储失业率和通胀率偏差进入新区间，收紧货币的客观条件更加成熟



资料来源：Wind、美联储经济预测 (projection)，华安证券研究所。单位：%。其中实际值是指公布经济预测前最近一期已公开数据，如 2021 年 7 月美联储会议与月底召开，其偏差值等于 7 月初公布的 6 月失业率（即实际值）减去美联储 7 月公布的当年失业率预测数据（即预测值）。

2 国内股市：以结构性机会为主，成长风格占优，关注周期风格

我们在策略月报《成长继续演绎、风格有望扩散》已指出，8 月市场以震荡为主，向上无空间，向下无风险，结构性行情有望延续。从风格角度看，成长风格占优，且从景气及市场演绎跟踪看，成长风格内部有望扩散。此外周期风格下部分化工品种持续高景气，叠加涨价再起，亦将有所表现。



2.1 大盘仍以震荡为主

大盘以震荡为主，关注结构性机会。市场整体来看在盈利水平逐级向下，风险偏好小幅改善的情况下，流动性依旧是主导市场的核心矛盾，经济增长趋稳但经济下行压力增大。向上无空间，向下无风险。

8月经济整体趋稳，但下行压力加大。二季度GDP等经济数据整体偏强，分项数据都显示增长依旧处于稳步复苏的通道之中，尽管结构上存在一定问题，但无快速下行风险。进入8月份，新冠疫情持续发酵影响消费进一步复苏，固定资产投资增速上行难度较大，只有出口有望保持景气，总的看多重因素影响下8月份经济下行压力较7月有所加大。**7月末公布的PMI数据进一步显示制造业供需放缓。**7月制造业PMI为50.4，比上月回落0.5个百分点。生产和新订单指数分别为51.0%和50.9%，比上月回落0.9和0.6个百分点，对PMI环比降幅的贡献分别为45%和36%。新出口订单指数连续4个月下降，进口指数连续2个月下降。

消费和固定资产投资均不乐观，只有出口有望保持景气。消费复苏进程受影响。7月中下旬爆发的新冠疫情及各地的防疫措施，可能对消费、餐饮、旅游等造成负面影响，南京市、陕西省、张家界市等多地宣布关闭景区景点，给暑期旅游消费旺季形成冲击，总的看刺激内需缺乏重大利好因素。另一方面，收入与消费“K型分化”依然制约着消费复苏，居民财产净收入、工资性收入同比增速差值2020年下半年以来一直处于3%左右的较高水平，资产性收入增加推动了财富分化并在一定程度上导致了消费分化。**固定资产投资下行压力较大。**地方政府新增专项债券发行进度不及预期，730政治局会议定调“合理把握地方政府债券发行进度”，要求今年底明年初形成工作量，预计基础设施投资难以加速。受今年房地产调控政策持续加码影响，房地产销售额、销售面积增速双双回落，房地产开发投资增速可能进一步放缓。上半年表现相对亮眼的制造业投资，能否继续为固定资产投资增速作出正向拉动还需要进一步关注。**出口仍有望保持景气。**6月摩根大通全球PMI依然处于56的高景气水平，较上月略有所回落，IMF于7月发布的最新一期《世界经济展望报告》将2021年全球经济增长预期维持不变。世界主要发达经济体经济持续复苏，出口需求有望保持旺盛，而越南、印度等新兴经济体饱受疫情困扰，我国商品出口面临竞争压力不大，整体上看出口仍有望保持景气。

内外政策基调均偏暖，风险偏好有所改善。中央政治局会议延续偏暖基调，略超预期，也缓释了此前市场的担忧，有利于提振市场风险偏好。7月底美联储议息会议仍然采取宽松政策，我国货币政策将体现自主性。我们对国内本次Delta疫情的发展和后续中美关系保持关注，预计不会对短期市场风险偏好形成扰动。中美关系上，美国副国务卿访华后，双方并没有表示出一些积极信息，反而公开信息上烽火味较足。中美关系大波动的时候将对市场形成重要影响，但我们预计后续中美关系边竞争、边合作将是拜登政府时期的常态，中美关系不会回到特朗普时期的全面



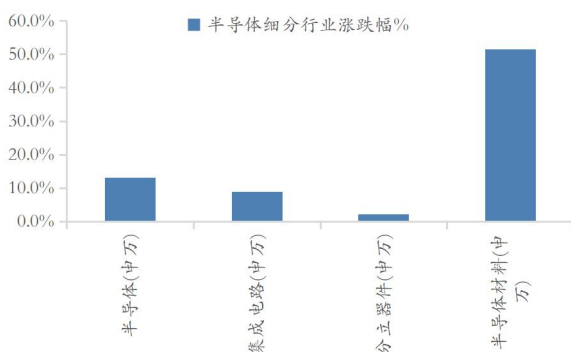
对抗态势，因此中美关系在出现超预期的较严重恶化之前，也不会对市场风险偏好形成明显冲击。

2.2 超配成长和周期风格

成长趋势仍在延续，风格暂时不会出现切换，8月风格继续聚焦成长、成长扩散和周期等主线。①7月底政治局会议，整体基调偏暖，流动性维持合理充裕的背景下，风险偏好边际略有提升，高估值成长板块仍将受益。②政治局会议继续聚焦产业，以新能源车为代表的强赛道高度再度提高。③基本面来看，成长和周期景气处于高位，同时叠加中报业绩验证，业绩具有相对优势。④消费左侧布局时机未到，一方面景气度整体改善有限，另一方面，虽然家电销售额及均价抬升，表明上游涨价向下游传导正在进行，但是根据中报业绩数据来看，消费整体业绩不及成长。因此，8月行业配置关注两条具有盈利优势的主线：**主线1：成长风格**，继续关注景气处于绝对高位的半导体、新能源车产业链，同时关注受益于成长扩散的通信及计算机结构性机会；**主线2：周期风格**，关注高景气结构性机会，包括景气处于高位的化工、煤炭，以及受益于制造业升级的通用自动设备板块。

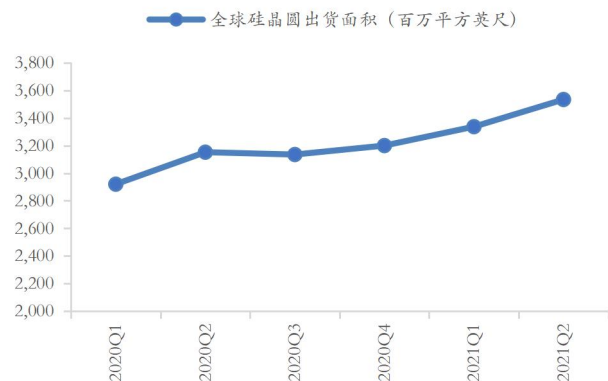
成长风格关注景气度处于绝对高位的半导体、新能源车产业链。同时，在成长风格延续的同时，或进一步扩散至估值相对不高的通信和计算机。其中，半导体，重点关注功率半导体，并蔓延至全产业链的机会；新能源车，关注从上游资源到中游锂电材料和整车的全产业链；通信，关注下半年5G集中建设，看好ict主设备、光模块、互联网模组、和军工通信；计算机可关注结构性机会。**新能源车产业链，需求爆发，带动上游资源到中游锂电材料和整车的超高景气度。**新能源车产销保持超高增速，中游锂电材需求强劲、上游能源金属供需格局紧张，730政治局会议释放新能源车产业发展重要信号，在产业快速发展期具有成长性。

图表6 半导体材料涨幅超50% (7.1-7.30)



资料来源：wind，华安证券研究所。单位：%

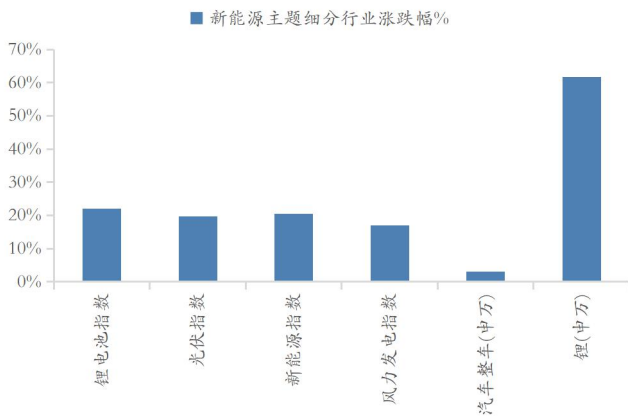
图表7 全球硅晶圆出货面积 2021Q2 创新高



资料来源：SEMI，华安证券研究所。单位：百万平方英尺

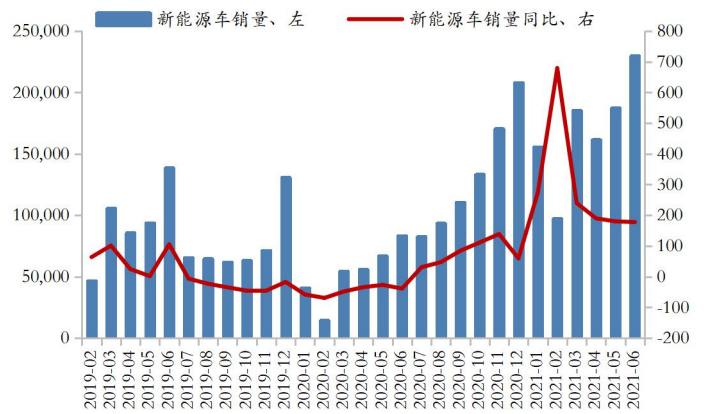


图表 8 新能源产业链整体收涨 (7.1-7.30)



资料来源: wind, 华安证券研究所。单位: %

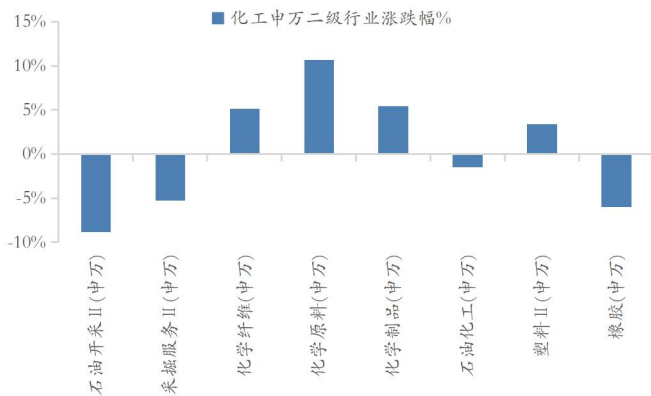
图表 9 6月新能源车销量同比达 177.7%



资料来源: wind, 华安证券研究所。单位: 辆、%

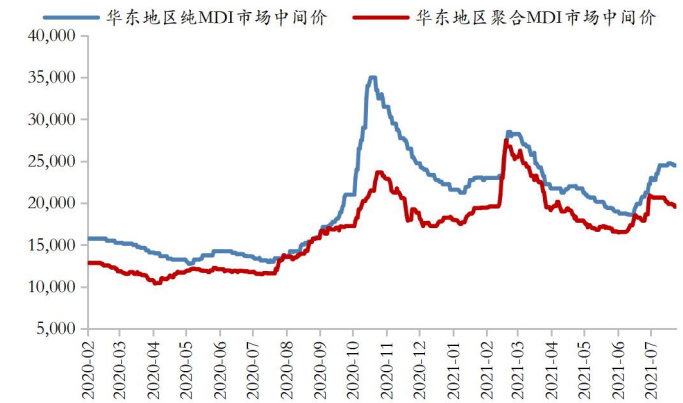
周期风格景气度在 7 月整体回升趋势, 但在周期股行情后半段, 重点关注结构性机会。从当前商品与周期股表现来看, 尽管 7 月重拾涨势, 但商品整体上涨动力较上半年边际减弱, 同时价格多数处于高位运行; 且随着中报出炉, 部分行业业绩已经兑现, 基本符合预期。周期股整体贝塔机会逐步减弱, 在行情后半段需重点挖掘自身具有高景气的结构性机会。结构性机会包括: 一是传统周期板块, 景气处于高位的化工、煤炭; 二是更偏向成长, 受益于制造业升级的通用自动设备板块, 重点关注工业机器人。煤炭, 能源消费快速增长, 叠加夏季需求旺季, 煤炭供需紧张逻辑将延续。从需求看, 今年能源需求快速增长, 叠加夏季用电高峰, 带来用电需求的抬升。供给方面, 云南汛期限电叠加河南极端天气, 加大对火电的需求。当前煤炭供需结构紧张的情况仍将维持或继续支撑煤炭价格偏强运行。化工, 景气度边际整体上移, 重点关注 MDI、涤纶和磷化肥等高景气细分板块。从 7 月化工各产品景气表现来看, 呈现整体景气度边际向上的趋势, 且绝对水平也处于相对较高的位置, 重点关注 MDI、涤纶和磷化肥等涨价迅猛, 且具有基本面支撑的细分板块。

图表 10 化工行业整体收涨 (7.1-7.30)



资料来源: wind, 华安证券研究所。单位: %

图表 11 7 月 MDI 价格大幅上涨, 纯 MDI 涨幅 18.8%



资料来源: wind, 华安证券研究所。单位: 元/吨



3 中美利率走势分化，预计国债利率下行、美债利率上行

10年期国债利率预计在波动中下行。后续经济增长仍存压力，利率向下空间仍在。但8月流动性面对MLF到期和发债上量的两重压力，扰动加大，长端利率预计下行不会一帆风顺。中美债市后续存在分化，美债上行概率较大。9月Taper可能性增大，美债8月可能存在“抢跑”上行。

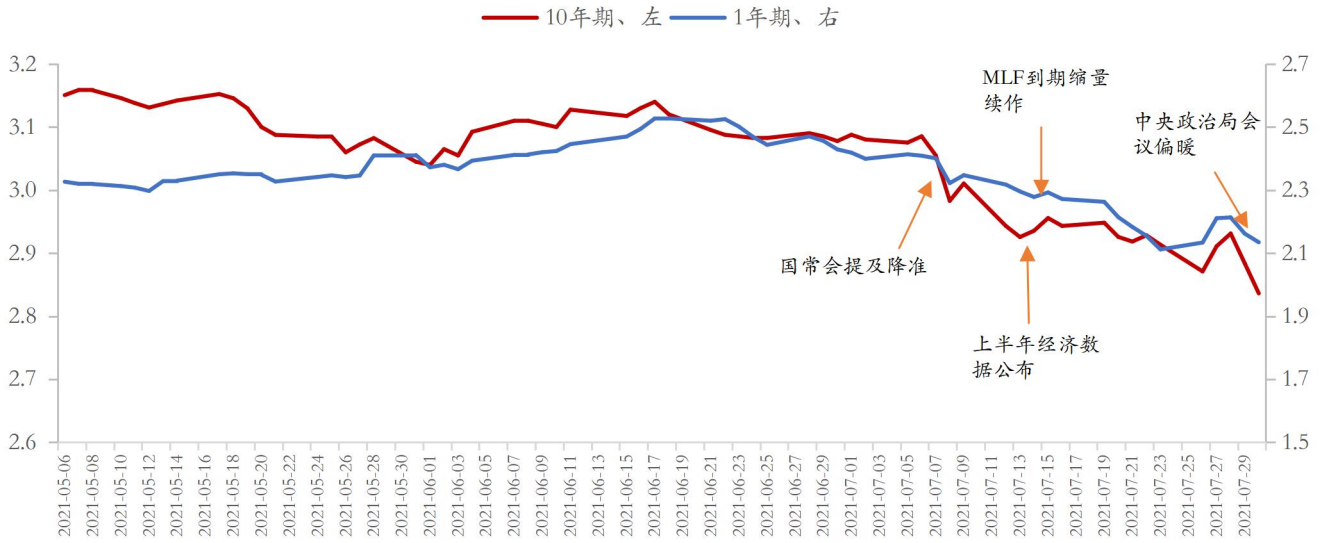
3.1 利率债扰动或是加仓点，信用债减配确定性高

8月我们建议超配利率债，扰动时点是加仓时机。利率下行确定性强，来源于：①经济增长结构性问题仍存，7月PMI显示企业生产动能仍弱。②中美利差仍处高位，中国债券对海外资金吸引力仍存，资金仍持续流入。7月境外机构的人民币债券托管面额为3.38万亿元，较6月增加753.52亿元。③地产、城投债券扩张受限，机构配债需求存在由信用债转向利率债的情况。但**需要关注8月存在长端利率的回调风险**。一方面来源于8月地方专项债券供给上量确定性大，预计会对资金面产生较大扰动；另一方面来源于此前利率下行幅度较大，利率绝对水平已从3月初的3.2%下行到2.9%附近，需要关注获利回调的风险。如果8月利率回调，我们认为3.05%-3.10%是长端利率债加配时机。利差方面，10-1年期国债利差预计收窄。中长端下行确定，但短端资金利率趋平、暂未看到明显下行信号。信用债减配为优。受监管及反腐等因素制约，某些大型民营企业或金融企业存在暴露风险的可能，需密切关注信用风险。

8月预计延续7月债券市场的利率下行基调。7月债市的扰动来自于市场预期的变化，这种预期又来自于经济面和政策的“突变”，主要是**央行超预期降准、上半年经济数据和7月PMI数据对市场预期产生了扰动**。①国常会7月7日超预期提及降准、9日央行如期降准，引发市场悲观看待未来经济基本面，推动10年期国债利率快速向下击穿年初以来3%的锚定点（达2.93%），之后整体进入下降趋势。②7月公布的二季度实际GDP同比增速、6月出口和社融均强于预期，叠加市场对央行下调MLF利率、LPR利率的预期相继被证伪，修正了前期悲观预期，经济未有失速的风险，央行此前降准为“预防式”降准。受此影响，债市重回波动，十年国债在2.91%-2.96%之间震荡。③随后7月PMI数据显示生产方面结构性问题仍存，10年期国债又下穿了2.9%，7月30日下行至2.84%水平。整体上看，扰动过后，利率下行基调仍在延续。



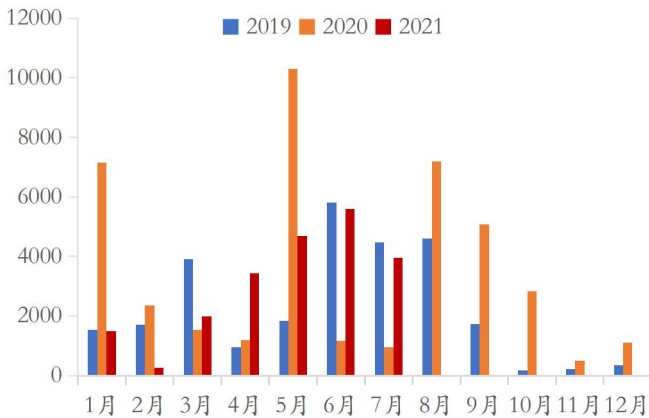
图表 12 5月以来 10Y 国债&1Y 国债情况



资料来源: wind, 华安证券研究所。 单位: %

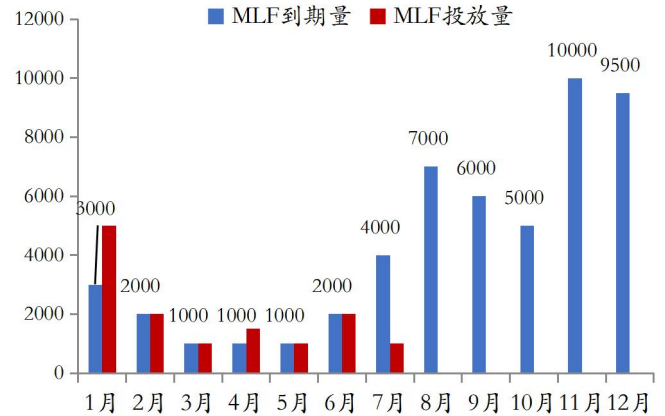
8月债券市场主要关注点在于央行如何应对债券上量和MLF到期。①地方专项债发行上量、供给加大。7月中旬后发行速率提升，叠加6月财政支出加快，我们判断三季度是债券供给的高峰，预计地方债发行速度在8月提升，整体规模在5000-8000亿元。8月资金需求的规模较之前将有明显的提升，因此需重点关注央行是否会配套相关资金予以应对。②MLF到期规模大、资金承压。8月MLF到期规模在7000亿元，我们认为央行再次降准置换MLF概率很小，大概率将采取缩量续作，资金承压。

图表 13 地方政府专项债情况



资料来源: Wind, 华安证券研究所。 单位: 亿

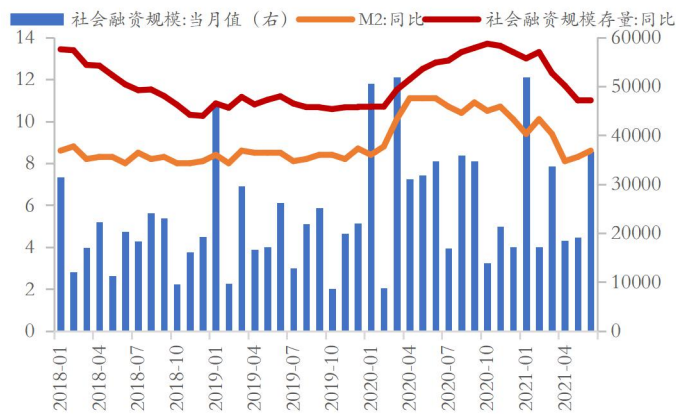
图表 14 MLF 到期



资料来源: Wind, 华安证券研究所。 单位: 亿

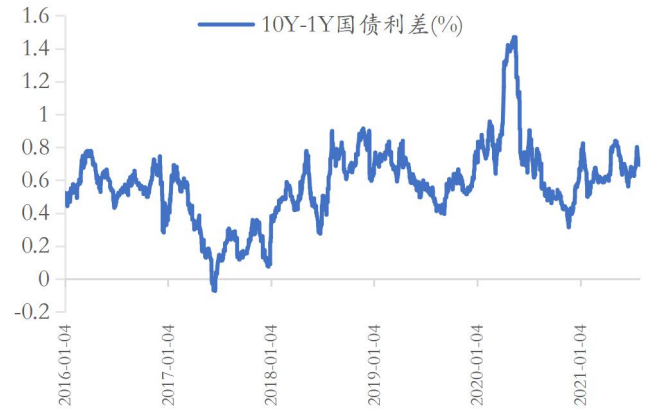


图表 15 地方政府专项债情况



资料来源: Wind, 华安证券研究所。 单位: 亿/%

图表 16 10Y-1Y 国债利差处于高位, 后续有下降可能



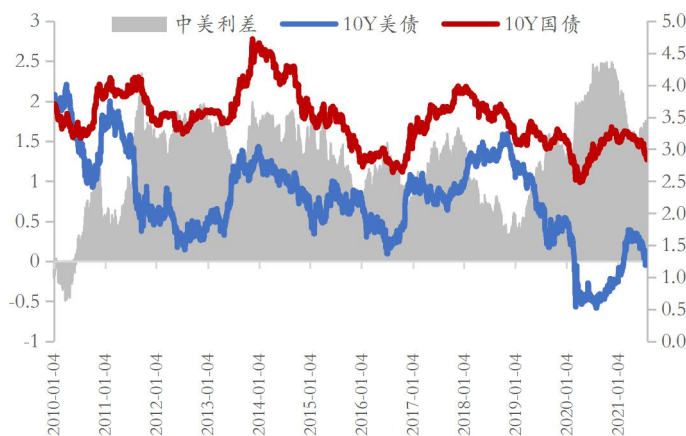
资料来源: Wind, 华安证券研究所。 单位: %

3.2 美债: Taper 拐点渐近, 美债利率上行压力加大

10 年期美债利率上行概率较大, 静待催化因素。一方面, 美国实施扩张性财政纾困计划、经济持续修复对利率有较强的拉动作用, 但美国国债长期名义利率却持续下行, 二者出现相背的情况。另一方面, 美联储 7 月议息会议设立两个常备工具, 已为 Taper 做好铺垫。我们预计美联储 9 月份的议息会议或将正式讨论 Taper, 明年初左右正式采取减量措施, Taper 信号有望成为美债利率上行的催化因素。但 8 月美债利率仍然存在不确定性, 若美国经济复苏不及预期, 利率可能继续下跌。

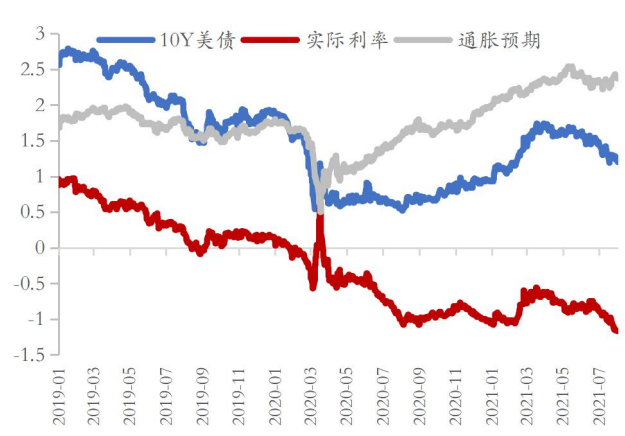
美债目前持续下行主要来自于宽松未止、疫情扩散和交易行为。①美联储政策仍未明确转向、流动性宽松引起国债被过量买入, 是美债收益率持续下行的重要原因。表现为 10 年美债利率持续下行, 实际利率已近年内新低。②疫情再度扩散对美债收益率造成快速扰动。③卖短买长, 空头平仓等交易行为助推美债利率下行。6 月议息会议之后, 美债长端利率加速下行并突破 2 月以来新低, 市场在 5 月前对于长端美债还是处于空的位置, 但到了 5 月底已经转成了净做多的位置。

图表 17 中美利差仍在高位



资料来源: Wind, 华安证券研究所。 单位: %

图表 18 实际利率处于低点



资料来源: Wind, 华安证券研究所。 单位: %

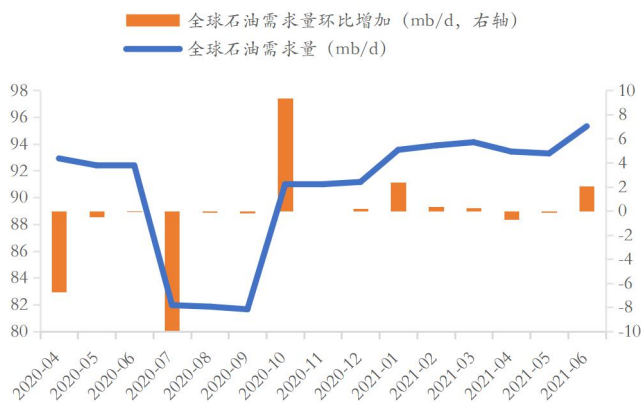


4 大宗商品短期震荡偏多，长期看空趋势不变

全球需求持续复苏，FOMC 在 7 月底会议上未能释放清晰的 Taper 信号、对通胀的容忍度维持不变，大宗商品短期依然震荡偏多，但随着美联储收紧货币政策退出 QE 的条件日趋成熟，长期看空趋势不变。

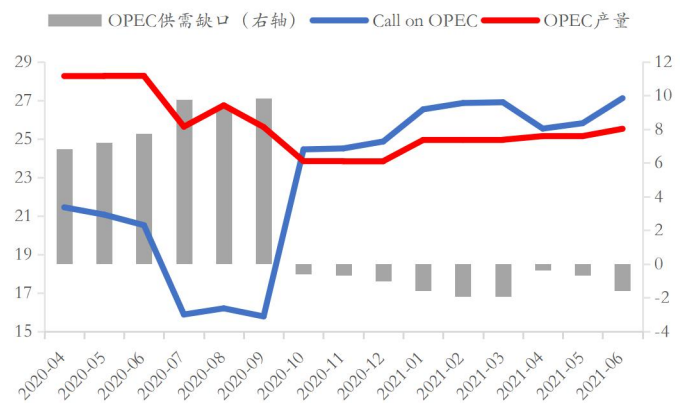
原油：全球需求回暖下，OPEC+增产幅度小于需求复苏，短期依旧看涨。全球经济持续复苏推动原油需求持续回暖，OPEC 在 7 月预计全球需求将进一步上升至 95.32mb/d，较上月提高了 2.03mb/d。7 月中旬 OPEC+就增产达成一致，面对 Call on OPEC 上涨 1.3mb/d 的情况下，只增产 0.38mb/d，依旧保持小幅去库存状态。受 OPEC 达成增产时间偏晚的影响，EIA 商业原油库存和 API 原油库存持续下降。从投机情绪来看，受新冠疫情蔓延影响，WTI 非商业多头仓位有所下降、空头仓位整体变化不大，预示着一定程度上存在经济增长放缓拖累油价的担忧。

图表 19 7 月 OPEC 对全球需求量预测明显上升



资料来源：OPEC 月报，华安证券研究所。单位：mb/d

图表 20 OPEC 产量增加不大，依旧保持小幅去库存状态



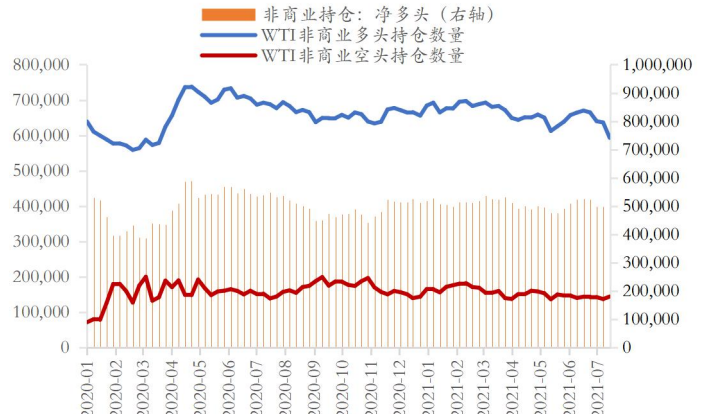
资料来源：OPEC 月报，华安证券研究所。单位：mb/d

图表 21 EIA 和 API 持续处于去库存状态



资料来源：wind，华安证券研究所。单位：%

图表 22 WTI 非商业多头持仓下降明显

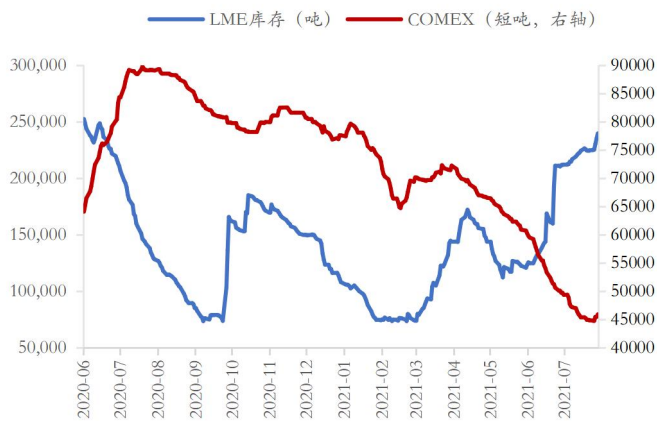


资料来源：wind，华安证券研究所。单位：%



铜：需求依旧旺盛，库存偏低，短期震荡偏多。在中国、美国、欧盟等持续推进“碳中和”、减少碳排放的大背景下，清洁能源发电对传统发电的替代进一步加速，新能源车逐步推广普及，对电储能和传输相关需求持续拉动对铜的需求。美国铜持续去库存，COMEX 铜库存降至 12 个月以来的低位。中国铜需求依旧旺盛，7 月上海保税区铜库存呈现下降趋势，铜现货保持升水态势，现货供需缺口依旧存在。相比之下，只有欧盟铜需求有所下降，LME 铜库存有所上升，现货持续贴水幅度有所下降。从投机需求来看，COMEX1 号铜非商业多空持仓均有所下降，但空头持仓下降更快，短期看空力量有所衰减。

图 23 COMEX 铜库存下降，LME 铜库存上升速度放缓 图 24 国内现货铜供应依旧偏紧，价格还有上行风险



资料来源：wind，华安证券研究所。单位：%

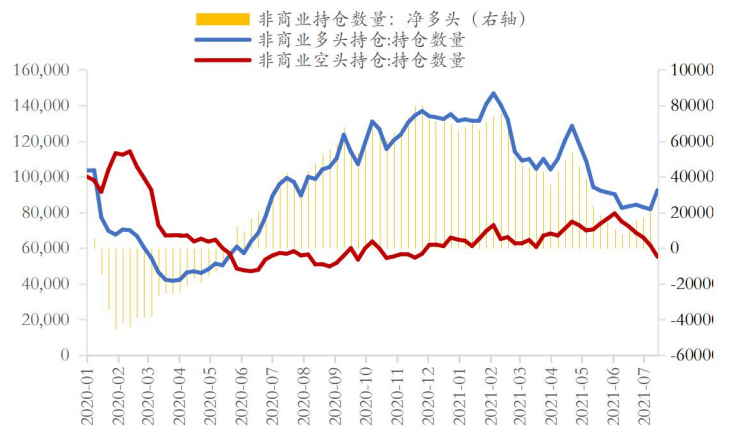
资料来源：wind，华安证券研究所。单位：%

图 25 LME 铜现货贴水幅度震荡扩大



资料来源：wind，华安证券研究所。单位：%

图 26 COMEX1 号铜非商业多空持仓均有所下降



资料来源：wind，华安证券研究所。单位：%

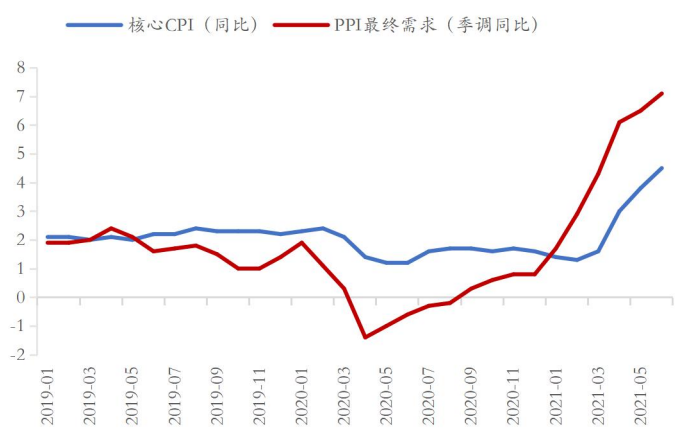
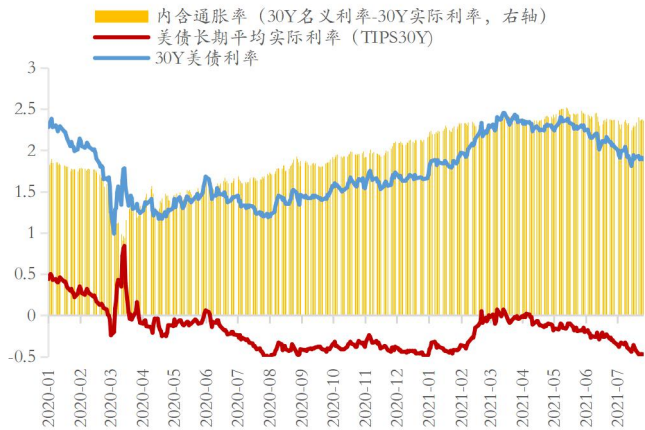
黄金：实际利率处于低位，短期内对金价依旧形成支撑。今年 3 月份以来，美国通胀水平快速提升，但美联储并未采取措施，反而选择提高对通胀的容忍度，直至就业水平进一步恢复。在 30Y 美债名义利率有所回落，TIPS 债券隐含通胀预期持续走高的情况下，美国长期平均实际利率（30YTIPS 利率）持续下降，构成了黄金



价格的有力支撑。由于7月底美联储尚未明确 Taper，美元指数上行幅度相对乏力，也利好黄金上涨。预计8月黄金价格有望震荡上行。同时世界经济逐步复苏，对黄金避险的需求持续下降，ETF 整体上依旧延续流出态势，对金价上方形成一定压制。长期来看，随着美联储 Taper 的条件逐步成熟，金价长期难改下行大趋势。

图表 27 美债实际利率持续下行，内含通胀率持续上行

图表 28 美国通胀水平依旧高企

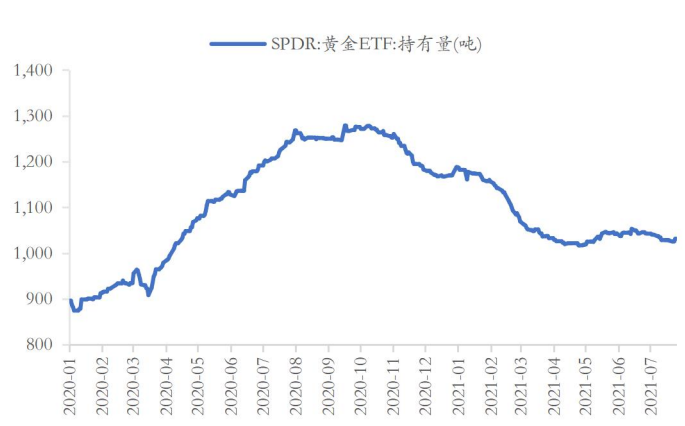
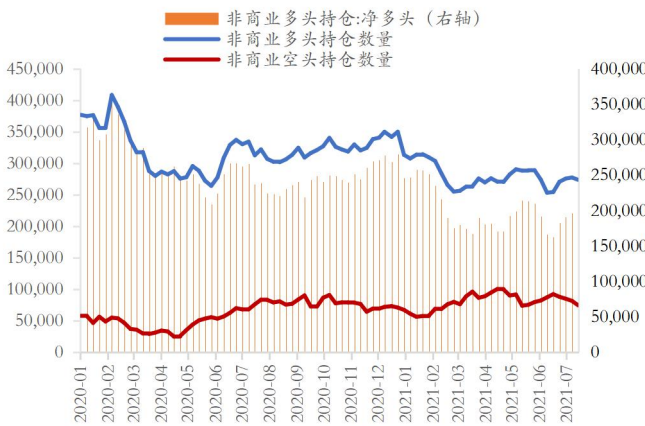


资料来源：OPEC 月报，华安证券研究所。单位：mb/d

资料来源：wind，华安证券研究所。单位：%

图表 29 非商业多头持仓略有上行，净多头有所增加

图表 30 黄金 ETF 整体未改流出大趋势



资料来源：wind，华安证券研究所。单位：%

资料来源：wind，华安证券研究所。单位：%

预计原油和铜涨幅依旧优于黄金。从金油比和金铜比两个指标来看，金油比、金铜比都在持续下行。其中，金油比处于 65%分位数水平，叠加 OPEC 依旧保持小幅去库存状态，原油涨幅有望优于黄金。金铜比虽然处于 20%的低分位水平，但铜需求整体上依旧旺盛，黄金受 Taper 预期压制上行幅度相对有限，故维持原油、铜涨幅优于黄金的判断。

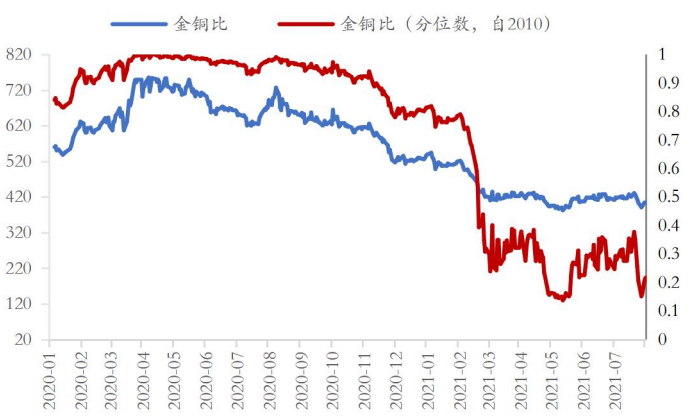


图表 31 金油比分位置依然保持高位



资料来源: wind, 华安证券研究所。单位: %

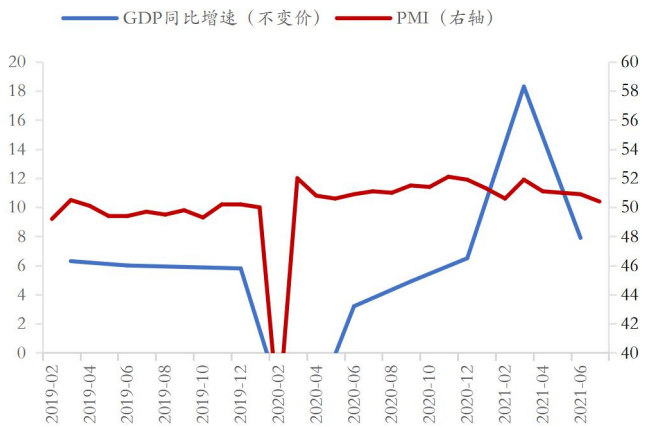
图表 32 金铜比分位置已经处于相对低位



资料来源: wind, 华安证券研究所。单位: %

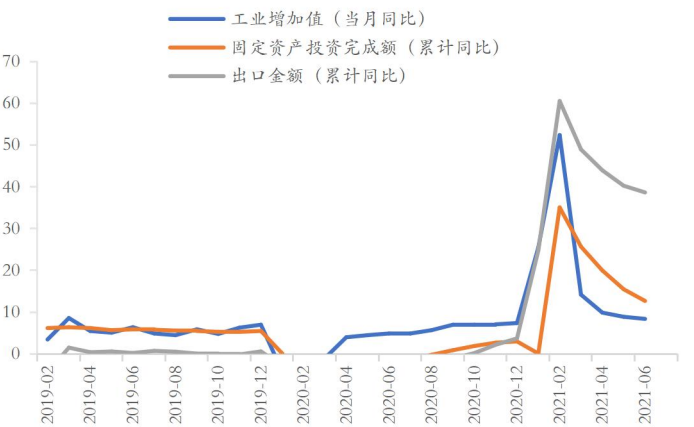
南华综合指数: 震荡为主。中国经济增速下行压力加大, PMI 数据显示供需同步放缓。虽然存在成本价格二次上行的风险, 但政府已展现保供稳价的决心, 预计国内商品价格整体上以稳定为主。考虑到全球大宗商品还有一定上行动力, 我们认为南华综合指数 8 月以震荡为主。

图表 33 8 月中国经济下行压力加大



资料来源: wind, 华安证券研究所。单位: %

图表 34 工业增加值、固投、出口同比增速逐步下降



资料来源: wind, 华安证券研究所。单位: %

5 美元依旧维持看多不变

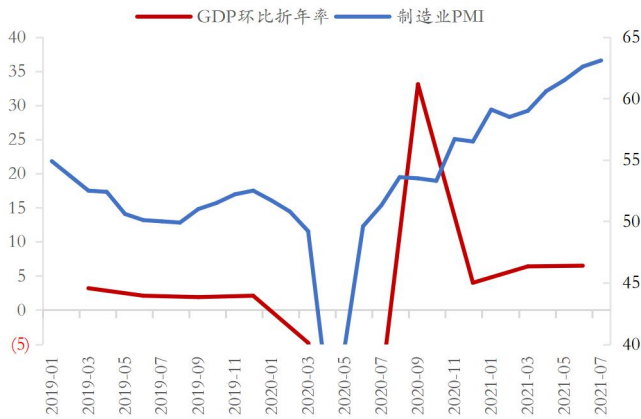
发达经济体内部美国复苏程度领先, 美国有望在发达国家中率先启动货币正常化, 货币政策分化预期有望推动资本回流美国, 对美元形成强支撑。

美元: 美国经济复苏程度领先, 构成美元上行的基本面。短期来看, 美国经济复苏整体趋势强劲, 有望推动美元回流。但美联储未在 7 月底释放 Taper 信号, Delta 变异株影响下美国经济复苏不确定性增强, 也在一定程度上抑制了美元涨幅。长期来看, 美元指数主要取决于美国 GDP 占世界 GDP 的比重, 换言之, 当美国 GDP



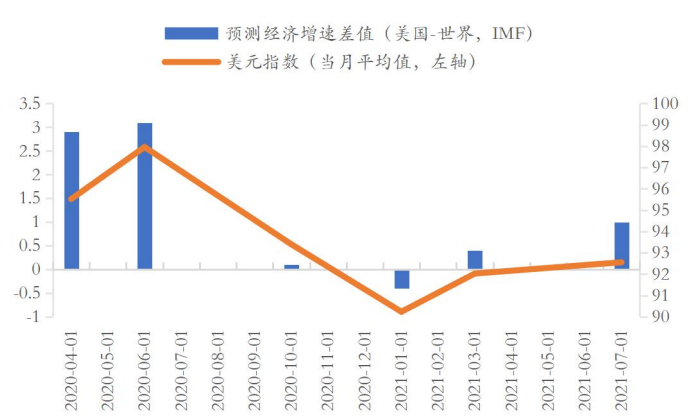
增速高于世界平均增速时美元长期看涨。根据 IMF 最新《世界经济展望》数据，美国经济增速与世界经济增长差值还在扩大，长期来看美元强势趋势未出现调整迹象。

图表 36 美国经济持续复苏



资料来源：wind，华安证券研究所。单位：%

图表 37 IMF 预测美国经济增速高于世界经济



资料来源：IMF《全球经济展望》，华安证券研究所。单位：%

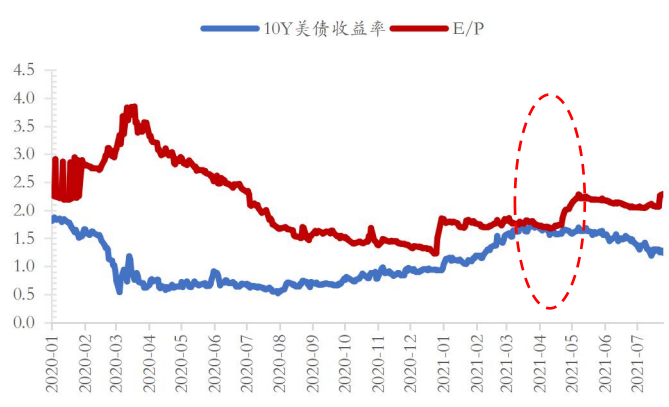
美股：美国经济强劲为美股提供长期支撑，但短期内有回调风险。我们在《美债收益率影响系列专题》已经指出，美债利率上行对美股影响非常有限，决定美股长期走势的依然是美国经济基本面。只有当季度平均美国 GDP 环比折年率低于 -0.8% 才有可能触发美股深度下跌。因此，目前来看美股暂不存在长期走弱的因素。但三季度美国经济增速有下滑的潜在风险，纳斯达克指数 PE 分位数处于历史性高位，市场对于美联储 Taper 以及后续美债利率走高已形成了一致预期，美股面临回调风险。

图表 38 纳斯达克指数市盈率分位数处于高位



资料来源：wind，华安证券研究所。单位：%

图表 39 E/P 高于 10Y 美债收益率，美股吸引力危险期已过



资料来源：wind，华安证券研究所。单位：%

风险提示：

对各国经济复苏预测存在偏差；国内外政策收紧超预期；中美关系超预期恶化；新冠疫情超预期发展等。



重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。市场基准指数为沪深 300 指数。

