

# 调整，休息一下

——8月资产配置月报

2021年8月

## 要点：

百瑞信托博后工作站

### ○ 市场情况：

权益：指数分化震荡、政策指向清晰；  
债券：大涨后回调为主，利差涨跌互现；  
商品：板块内部分化，双焦供应收紧震荡偏强。

### ○ 宏观数据：

流动性：实体融资需求低迷，金融数据不及预期；  
生产端：工业生产不及预期；  
投资端：制造业投资支撑，PMI 继续回落、PPI 仍处高位；  
消费端：社零增长偏弱，CPI 环比上涨；  
进出口端：有所回落。

### ○ 配置建议：债券>商品>权益

尽管商品进入震荡区间，但大方向未变，休息一下可关注回调后的能化表现；  
债市前期上涨过快，盘整一下，维持中线 2.7 位置的判断；  
权益行情表现为结构行情，关注新能源及硬科技。

分类	多		中性		空		备注
	+	-	+	-	+	-	
权益	成长	√					国产替代的科技、低估值医药可适度关注
	周期		√				周期类依然处于高景气度
	消费			√			消费依然偏贵，不建议入场
债券	利率债	√					前期上涨过快，有盘整需求，中线依然看好
	信用债				√		城投监管趋紧，规避尾部区域，地产建议暂时规避
	可转债		√				部分转债的涨幅超过正股，可考虑适度降低高溢价率的配置，埋伏低价的龙头和低估值的防御板块
商品	农产品			√			高位震荡调整，粕类中线偏多逻辑未变
	能化		√				疫情反复及OPEC增产导致原油供需两弱，技术层面来看还有部分下调空间
	工业			√			受供给扰动及低库存影响，高位震荡为主
	黑色		√				受地产投资回落，黑色出现分化，双焦更强

# 一、8月市场回顾

## 1、各类资产均处于震荡，小票行情持续

自7月全线大跌后，截至8月13日，8月A股表现震荡反弹行情，大盘股（上证50、沪深300）反弹较小，分别上涨3%、3%，而小盘股（中证500）上涨5%。主要概念板块也有不同程度的反弹，300成长上涨2%，300价值上涨6%、300周期上涨5%、300消费上涨5%。而债券自7月全线上涨后，进入短期调整区间。商品方面，因疫情反复，OPEC+增产，以及地产投资回落导致能化、黑色均出现回调。

图表 1：各类资产表现

品种	2020年度	2021T	2020.08	2020.09	2020.10	2020.11	2020.12	2021.01	2021.02	2021.03	2021.04	2021.05	2021.06	2021.07	2021.08
股票															
% 沪深300	27%	-5%	3%	-5%	2%	6%	5%	3%	2%	-8%	1%	4%	-2%	-8%	3%
中证500	21%	11%	1%	-7%	-1%	3%	1%	0%	2%	-4%	4%	1%	-1%	5%	
上证50	19%	-12%	3%	-3%	1%	6%	5%	2%	4%	-8%	-1%	5%	-4%	-10%	3%
创业板指	65%	13%	-2%	-6%	3%	-1%	13%	5%	-5%	-7%	12%	7%	5%	-1%	-3%
300成长	44%	-4%	2%	-5%	3%	4%	9%	4%	1%	-9%	5%	4%	0%	-10%	2%
300价值	0%	-5%	4%	-3%	2%	10%	-3%	2%	8%	-5%	-3%	2%	-4%	-10%	6%
300周期	6%	-5%	3%	-3%	1%	10%	-1%	1%	6%	-7%	-1%	5%	-5%	-8%	5%
300消费	75%	-18%	9%	-10%	4%	2%	16%	2%	1%	-9%	4%	6%	-7%	-20%	5%
债券															
品种	2020年度	2021T	2020.08	2020.09	2020.10	2020.11	2020.12	2021.01	2021.02	2021.03	2021.04	2021.05	2021.06	2021.07	2021.08
BP 国债10Y	0.64	-26.37	5.12	13.05	3.27	6.90	-10.71	3.56	9.37	-8.36	-2.46	-11.90	3.27	-24.15	4.28
国债5Y	6.15	-23.60	25.27	9.88	-7.82	9.53	-11.96	4.93	9.28	-10.98	-2.21	-3.69	2.70	-26.44	2.80
国债1Y	11.08	-25.30	26.95	13.39	8.11	10.37	-35.71	20.60	-8.17	-2.11	-21.79	5.22	1.79	-29.47	8.63
AAA3	7.90	-42.63	18.60	2.74	-7.75	14.69	-31.66	13.83	6.86	-14.75	-5.71	-15.10	4.30	-32.84	0.78
AA+3	34.88	-63.67	15.60	3.73	-8.76	32.67	-24.67	-4.17	9.86	-17.75	-9.71	-5.10	-0.68	-36.88	0.78
AA3	47.88	-51.67	2.59	4.74	-4.76	41.67	-15.67	2.82	8.86	-10.75	-10.71	-14.11	-1.69	-25.88	-0.21
% 中证转债	5%	10%	1%	-4%	2%	1%	0%	-1%	1%	0%	1%	3%	0%	3%	2%
商品															
品种	2020年度	2021T	2020.08	2020.09	2020.10	2020.11	2020.12	2021.01	2021.02	2021.03	2021.04	2021.05	2021.06	2021.07	2021.08
% 南华商品	7%	17%	3%	-6%	0%	8%	7%	0%	13%	-7%	7%	1%	1%	3%	-2%
南华农产品	12%	6%	2%	1%	5%	1%	4%	-2%	6%	-8%	5%	1%	-1%	4%	2%
南华能化	-10%	25%	2%	-7%	0%	10%	6%	2%	14%	-7%	4%	0%	5%	6%	-1%
南华工业	9%	24%	3%	-7%	0%	11%	6%	1%	15%	-5%	7%	0%	3%	5%	-3%
南华黑色	64%	20%	4%	-3%	4%	10%	18%	-4%	9%	-1%	11%	-3%	5%	5%	-3%

资料来源：Wind, iFinD, 百瑞信托

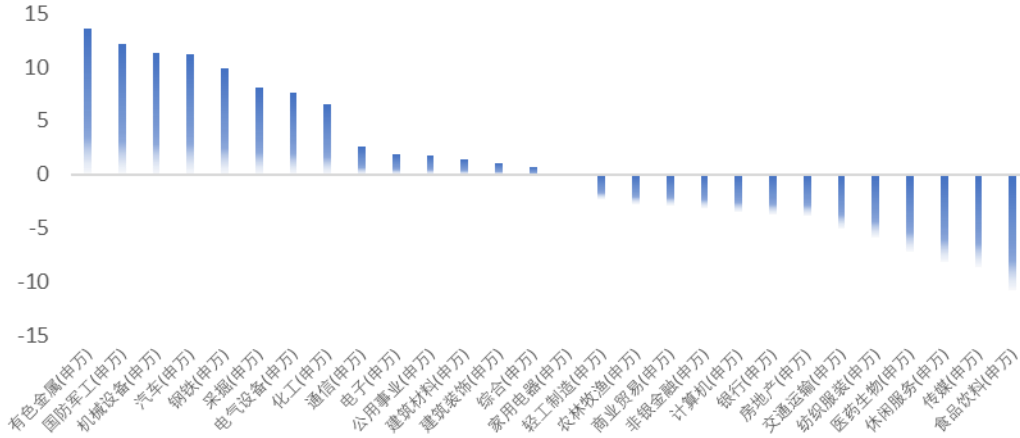
## 2、市场表现描述

### 1) 权益：指数分化震荡、政策指向清晰

截至8月13日，A股市场区间内整体处于震荡阶段，区间涨跌幅低于2021年上半年涨跌幅，主要指数持续上月分化行情，创业板指、中证500和科创50依然领先其他主要指数。本月板块方面，有色金属、国防军工、机械设备板块涨幅居前三，分别上涨13.64%、12.17%、11.29%，汽车、钢铁、采掘、电气设备、化工板块表现也较好，涨幅均超5%，而食品饮料行业表现不佳，领跌近11%。个股方面，宁德时代作为新能源汽车电池制造的全球龙头，受到市场追捧；因新能源汽车的蓬勃发展，带动了锂的巨大需求，盐湖股份作为锂电池

块的风向标，也具有很高热度。

图表 2：申万一级行业涨跌幅（07.19-08.13）



资料来源：Wind, 百瑞信托

## 2) 债券：大涨后回调为主，利差涨跌互现

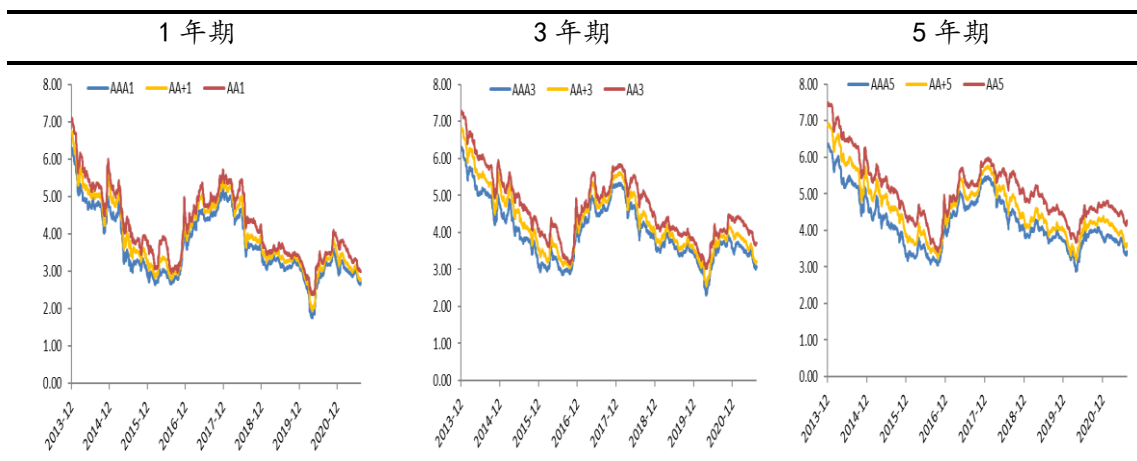
本月（7月19日-8月13日），利率债方面，受全面降准、疫情影响、经济偏弱等诸多因素影响，7月债市大涨，交易情绪偏高导致上涨较快，进入8月后，债市进入回调期。整体来看，1Y 国债下行 5.1BP、3Y 国债下行 3.93BP、5Y 国债下行 7.27BP、10Y 国债下行 5.55BP。目前 10 年期国债活跃券已突破 2.9% 的盘整位置，但从短线的技术面来看，2.9% 附近位置可能还存在整顿滚固期。

信用债方面，信用债收益率整体跟随利率债从下行到调整。从产业债来看，AAA1Y 下行 7.57BP、AAA3Y 下行 13.32BP、AAA5Y 下行 2.29BP、AA+1Y 下行 9.57BP、AA+3Y 下行 12.32BP、AA+5Y 下行 3.28BP。

从产业债信用利差变化来看，从 7 月末收窄到 8 月初小幅走阔。整月来看，AAA3Y 产业债信用利差收窄 3.16BP；AA+3Y 产业债信用利差收窄 2.16BP；AA3Y 产业债信用利差则走阔 0.16BP。

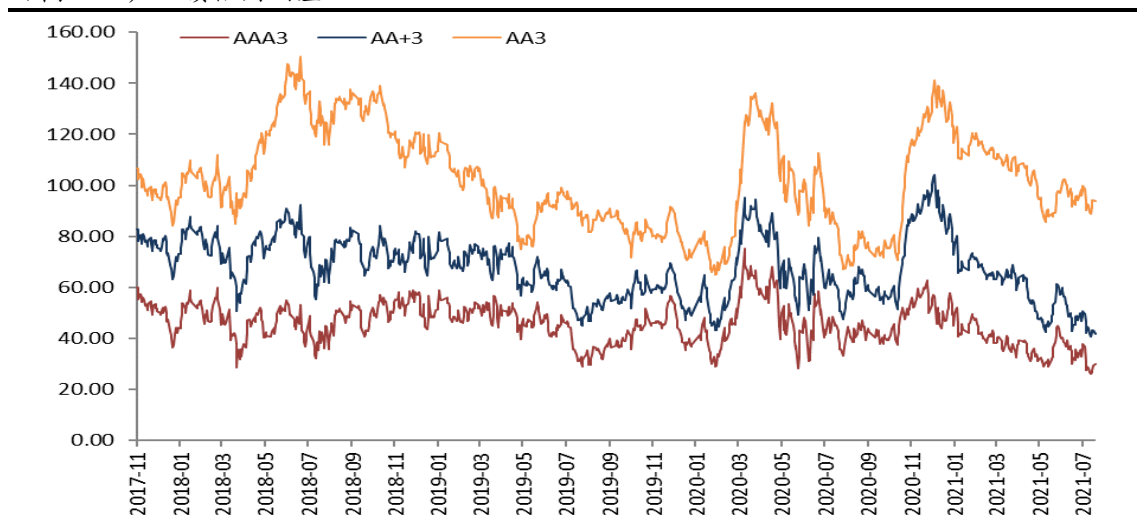
从期限利差来看，有所走阔。具体来看，AAA10Y-3Y 利差走阔 7.2BP，AAA7Y-3Y 期限利差走阔 2.4BP，AAA5Y-3Y 期限利差收窄 11.0BP。

图表 3：各期限产业债收益率下行



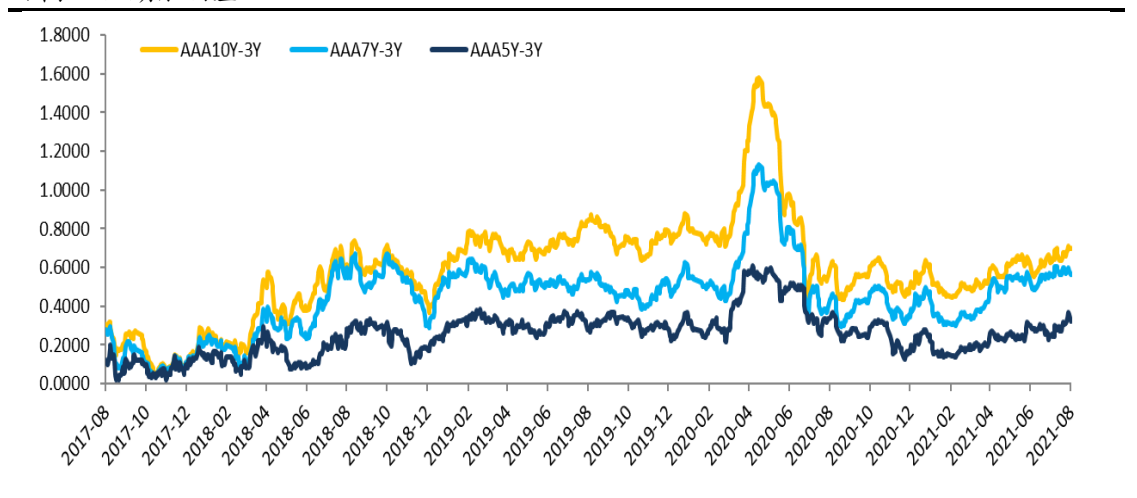
资料来源：Wind, 百瑞信托

图表 4：产业债信用利差



资料来源：Wind, 百瑞信托

图表 5：期限利差



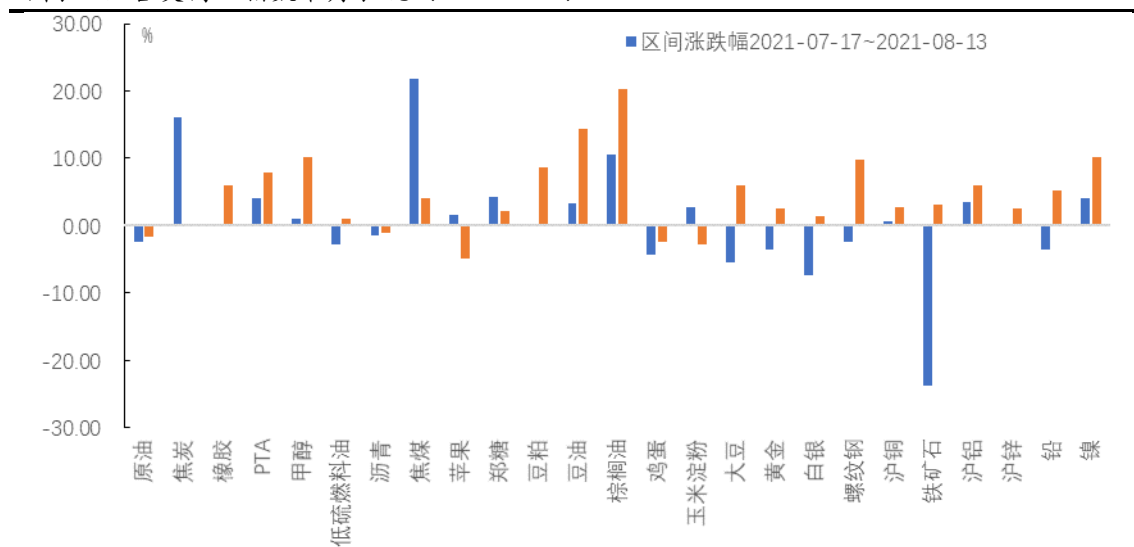
资料来源：Wind, 百瑞信托

### 3) 商品市场：板块内部分化，双焦供应缩紧震荡偏强

截至 8 月 13 日，本期南华商品指数下跌 1.27%（前值 4.33%）。国内方面，经济数据显示当前经济恢复有放缓趋势。目前疫情整体形势可控，对国内需求品的影响或较小。国际方面，7 月美国 ISM 制造业 PMI 数据回落，供应问题对经济扩张力度负面影响仍存，但整体改善趋势延续。劳动力市场复苏使得市场对于美联储下半年的 Taper 预期进一步得到强化。需要关注后续美债走势，警惕其对各类资产走势形成冲击。

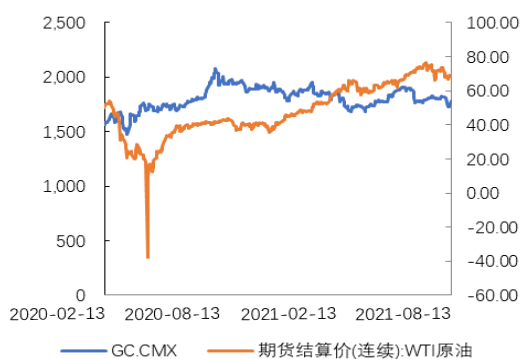
本月（7 月 17 日-8 月 13 日），商品期货板块分化，能化指数上涨 2.82%，金属指数下跌 5.49%，农产品指数上涨 2.12%。能化方面，焦煤、焦炭上游供应不足下游需求强劲导致价格大幅上涨，其他能化品种表现稍显平淡。金属方面，铁矿石基本面转差，供应稳定需求转弱导致铁矿石大幅下跌 23.77%，拖累金属板块。农产品方面，内部延续分化，油脂强势上涨，粕类震荡调整，玉米与淀粉现货价格整体稳定。贵金属方面，本期下跌 5.03%，美国非农就业数据对贵金属价格打压较大。

图表 6：各类商品指数本月表现（0717-0813）



资料来源：Wind, 百瑞信托

图表 7：黄金与原油价格变化



数据来源：Wind，百瑞信托

图表 8：美元指数与美国国债



数据来源：Wind，百瑞信托

## 二、宏观环境与重要事件

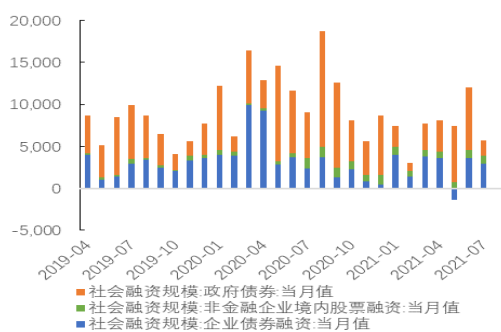
### 1、流动性情况

#### 1) 融资需求低迷，社融大幅低于预期

2021 年 7 月新增社会融资规模 1.06 万亿元，环比少增 2.61 万亿，比上年同期少 6362 亿元，大幅低于市场预期。截至 7 月末社会融资规模存量为 302.49 万亿元，同比增长 10.7%，较 6 月增长放缓 0.3 个百分点。社会融资规模代表着实体经济的融资需求，新增社融大幅缩减与融资需求低迷加之财政发力仍较缓有关。

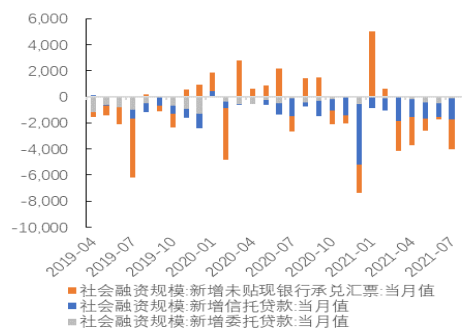
从结构上来看：1) 表内融资金额下降但占比上升，居民短期贷款和居民中长期贷款同比分别少增 0.14 万亿和 0.21 万亿，居民贷款拖累人民币贷款；2) 政府债券发行节奏放缓拖累直接融资。7 月新增企业债券净融资 2959 亿元，同比多 601 亿元；政府债券净融资 1820 亿元，同比少 3639 亿元；3) 表外融资继续大幅收缩，压降规模在连续四个月回暖后再次放大。委托贷款、信托贷款、未贴现银行承兑汇票表外融资合计减少 4038 亿元。

图表 9：直接融资增量变化



数据来源：Wind，百瑞信托

图表 10：表外融资增量变化



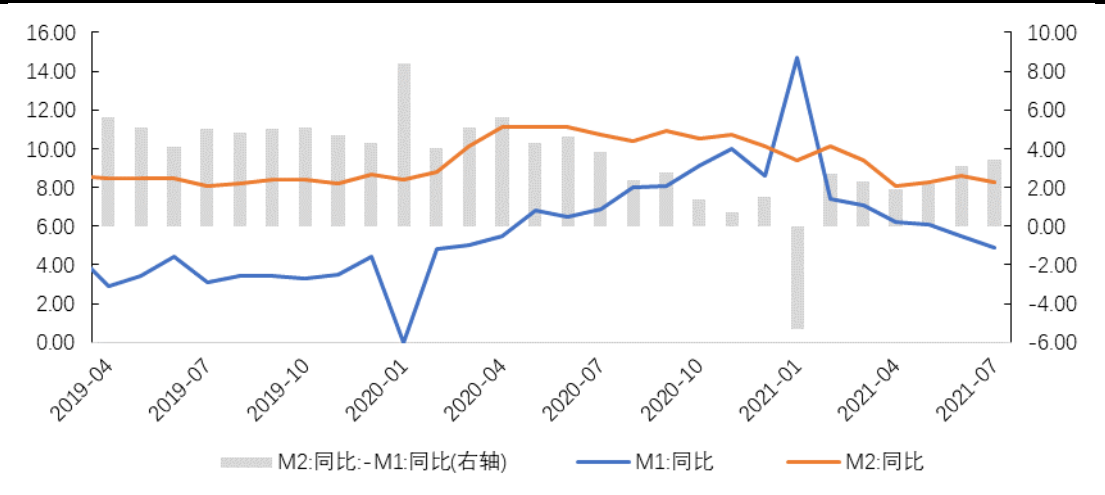
数据来源：Wind，百瑞信托

## 2) 货币供应：M1、M2 增速双双回落

截至 7 月，广义货币(M2)余额 230.22 万亿元，同比增长 8.3%，增速分别比上月末和上年同期低 0.3 个和 2.4 个百分点；狭义货币(M1)余额 62.04 万亿元，同比增长 4.9%，增速分别比上月末和上年同期低 0.6 个和 2 个百分点；流通中货币(M0)余额 8.47 万亿元，同比增长 6.1%。当月净投放现金 371 亿元。

M1 同比增速回落，与财政发力较缓，同时叠加地产销售下行、表外融资收缩，企业本身经营活跃度下降有关。M2 同比增速回落，或与企业 and 居民存款大幅减少有关。7 月，M2 与 M1 之间的剪刀差扩大至 3.40%，反映出经济预期有走弱趋势。

图表 11：M2 与 M1 剪刀差扩大



资料来源：Wind, 百瑞信托

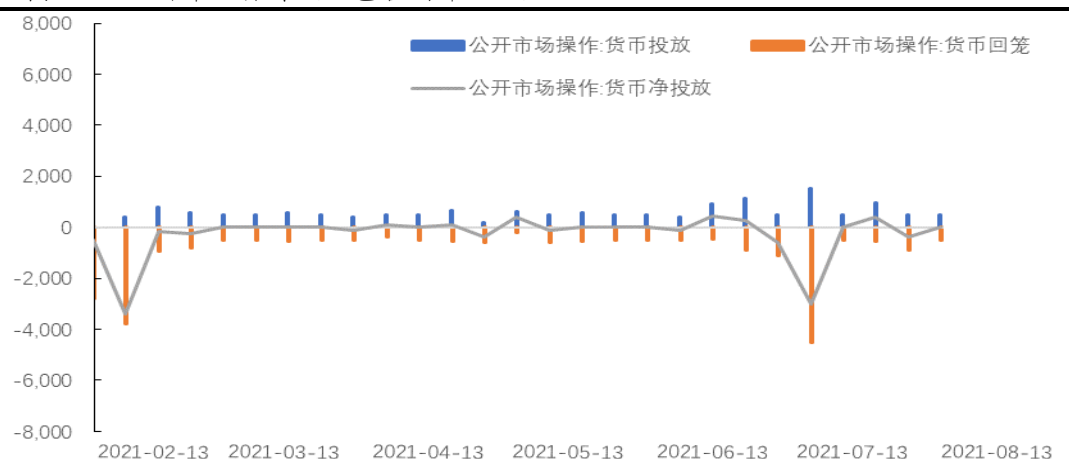
## 3) 小幅缩量平价续作 MLF，公开市场操作体现前瞻性

为保证资金合理充裕，央行在 7 月月末放量操作 7 天逆回购，其余时间每日常规投放 100 亿元 7 天逆回购。与 6-7 月操作风格保持一致，延续稳健货币基调，呵护月末流动性。操作利率未发生变化，7 天逆回购中标利率为 2.20%。

8 月 16 日，央行开展 6000 亿元 MLF 操作，利率保持 2.95% 不变。7 月降准资金能够部分置换到期 MLF，市场普遍认为央行此次小幅缩量平价操作超过此前预期水平。央行公开市场操作体现前瞻性，考虑到了需要配合未来政府债券发行放量，及对冲税期资金需求。说明央行操作充分满足金融机构流动性需求，保持流动性合理充裕的取向。



图表 12：公开市场操作（不包含国库现金）

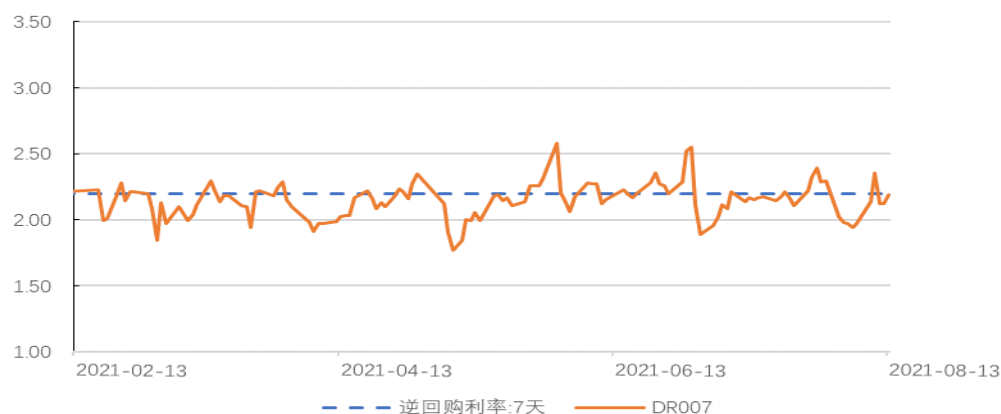


资料来源：Wind，百瑞信托

#### 4) 资金价格受供给及市场预期博弈影响波动

受跨月压力影响，DR007 在 7 月末冲高至 7 日逆回购利率水平（2.20%）之上。7 月 28 日，DR007 达到本期最高值 2.3911%。在央行月末放量操作及进入 8 月份之后，DR007 有所回落。8 月第二周，短期的不确定性聚焦于央行如何续作即将到期的 MLF。考虑到同业存单利率与 MLF 明显倒挂，市场预期博弈导致银行间资金利率走高。至 8 月 13 日，DR007 利率为 2.1860%。整体看来，市场利率始终围绕政策利率波动，银行间资金利率中枢保持在 2.20% 左右。

图表 13：存款类机构间质押式回购利率（%）



资料来源：Wind，百瑞信托

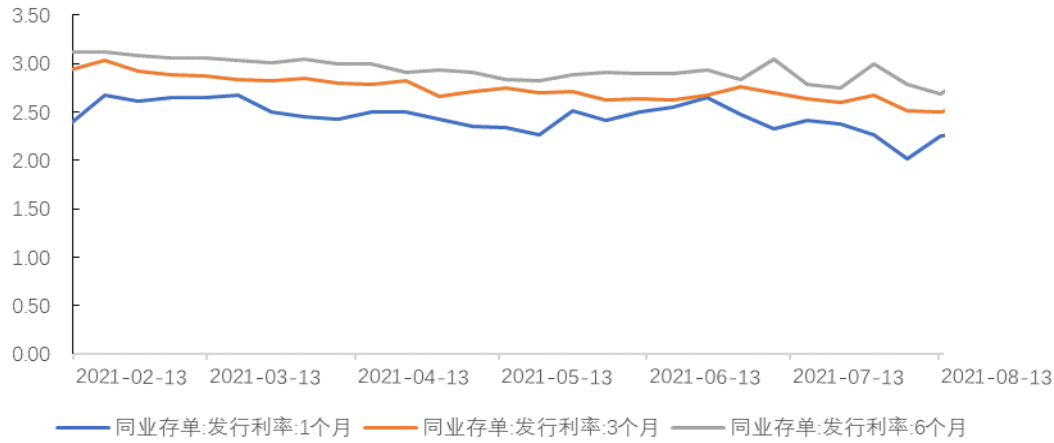
#### 5) 同业存单利率与 MLF 明显偏离

2021 年 4 月以来，同业存单发行规模持续下降。7 月，净融资量转正为 1747.9 亿元，平均发行利率为 2.6099%。8 月以来，净融资量保持在较低水平，且发行利率持续下降，截至 8 月 13 日，平均发行利率为 2.6000%，与 MLF 明显偏离。1 个月期同业存单发行利率为 2.2524%，3 个月同业存单发行利率为



2.4952%，6 个月同业存单发行利率为 2.6817%。信用收缩、实体融资需求持续回落，是导致同业存单利率持续下滑、净融资额保持较低水平的根本原因。

图表 14：同业存单发行利率（%）



资料来源：Wind, 百瑞信托

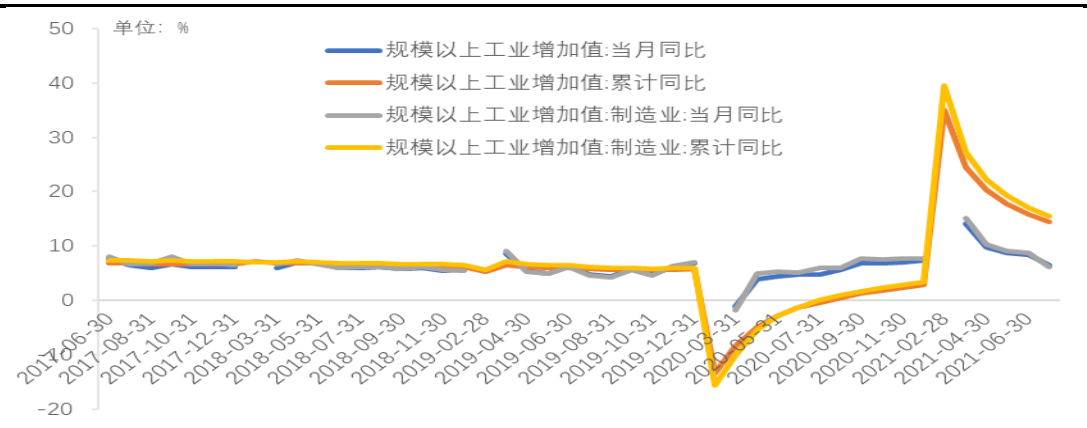
## 2、宏观数据点评

### 1) 生产端：工业生产不及预期

2021 年 7 月，规模以上工业增加值同比实际增长 6.4%，预期 7.9%，两年平均增长 5.6%。2021 年 1-7 月，规模以上工业增加值累计同比增长 14.4%，两年平均增长 6.7%。从两年平均增速来看，已基本回到 2019 年 5%-7%之间的增速水平。由于受到疫情反复、汛情冲击等因素的影响，以及低基数效应的逐步消除，7 月的工业生产增速数据较 6 月继续回落，表明我国工业生产的增长仍面临一定的下行压力。

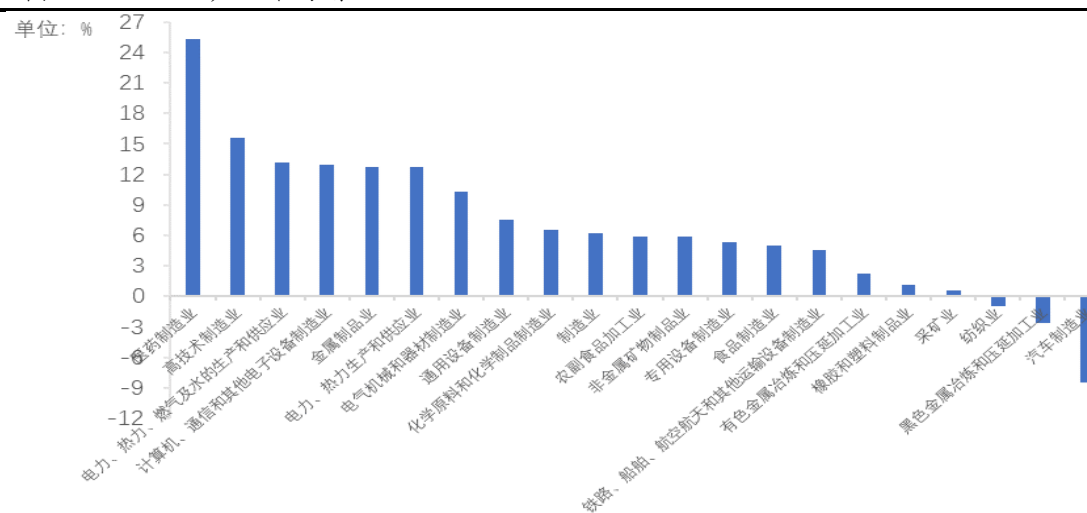
分行业来看，2021 年 7 月，41 个大类行业中有 39 个行业增加值同比实现增长。其中，医药制造业的增速继续保持领先，达到 25.3%，高技术制造业的增速达 15.6%，其他增速较高的行业包括电力、热力、燃气及水的生产和供应业；计算机、通信和其他电子设备制造业；金属制品业；电力、热力生产和供应业；电气机械和器材制造业，增速在 10%以上。汽车制造业增速为-8.5%，已连续 2 个月为负增长。

图表 15：工业生产放缓走弱



数据来源：iFind，百瑞信托

图表 16：工业生产上下游情况



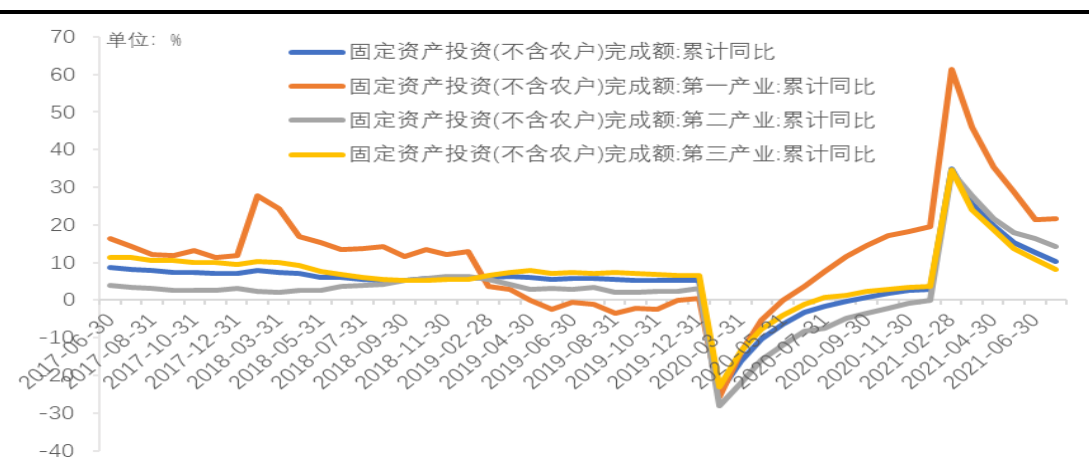
数据来源：iFind，百瑞信托

## 2) 投资端：制造业投资支撑，PMI 继续回落、PPI 仍处高位

2021 年 1-7 月，我国固定资产投资（不含农户）302,533 亿元，同比增长 10.3%，比 2019 年 1-7 月份增长 8.7%，两年平均增长 4.3%。固定资产投资的增速呈现继续回落的态势，增速较上月下降 2.3 个百分点。从两年平均增速来看，当前我国固定资产投资的增速有较 2019 年进一步下降的趋势，固定资产投资的增速仍然偏弱。

分产业来看，1-7 月第一、第二、第三产业的增速分别为 21.8%、14.4%、8.2%，第一、第二产业的增速高于平均增速。在第二产业中，制造业投资增速整体较高，达 17.3%。高技术制造业投资的同比增速达 27.1%，航空、航天器及设备制造业、计算机及办公设备制造业、医疗仪器设备及仪器仪表制造业、电子及通信设备制造业的投资增速表现亮眼，达 25% 以上。汽车制造业投资增速为 -3.5%，自 2021 年 3 月以来连续 5 个月负增长。

图表 17：固定资产投资增速整体回落



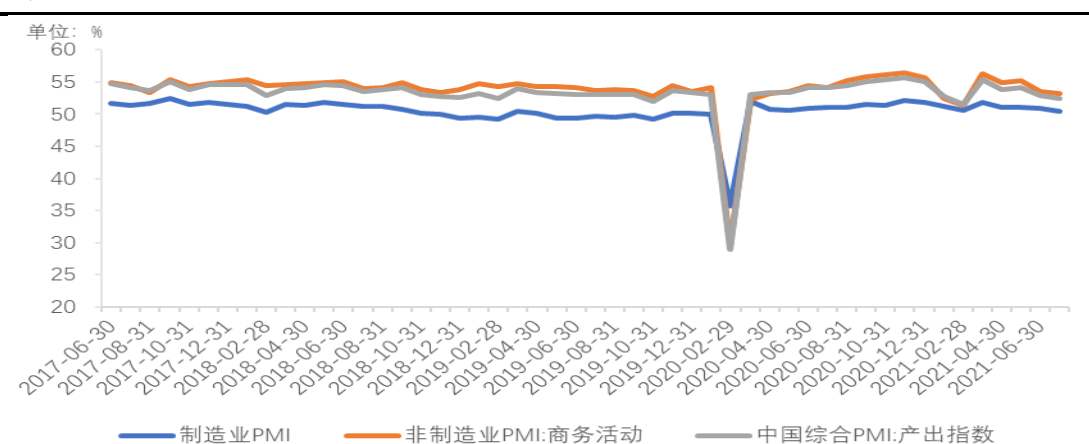
数据来源：iFinD，百瑞信托

2021年7月，制造业PMI指数为50.4%，已连续17个月高于临界点。但是，自4月以来，制造业PMI已连续4个月小幅回落，7月较6月回落0.5个百分点，表明制造业扩张步伐有所放缓。从分类指数来看，7月主要原材料购进价格指数为62.9%，继续保持在高位，且较上月上升1.7个百分点；在手订单、新出口订单、进口指数均位于50%以下，且均较上月进一步回落。

2021年7月的非制造业商务活动指数为53.3%，较6月回落0.2个百分点。分行业看，7月建筑业、服务业指数分别为57.5%、52.5%。新订单、新出口订单、在手订单、存货指数均位于50%以下，但较上月有所回升。

2021年7月我国综合PMI产出指数为52.4%，较6月回落0.5个百分点，表明我国企业生产经营活动总体扩张步伐有所放缓。

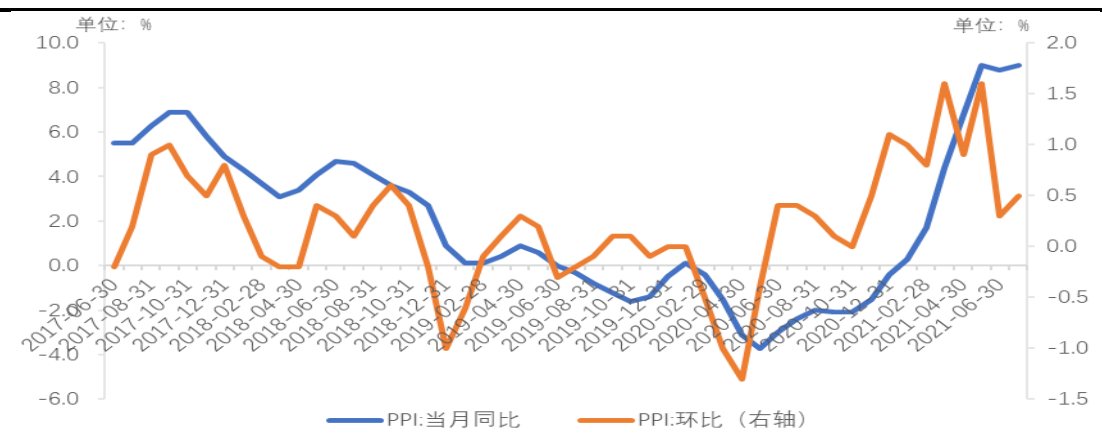
图表 18：PMI 继续回落



数据来源：iFinD，百瑞信托

2021年7月，PPI同比上涨9.0%，增速较6月上升0.2个百分点，仍处于近1年来高位。其中，生产资料价格上涨12.0%，生活资料价格上涨0.3%。生产资料中的原材料工业价格上涨较快，达17.9%。从环比来看，7月PPI上涨0.5%，涨幅较6月上升0.2个百分点。

图表 19：PPI 仍在高位



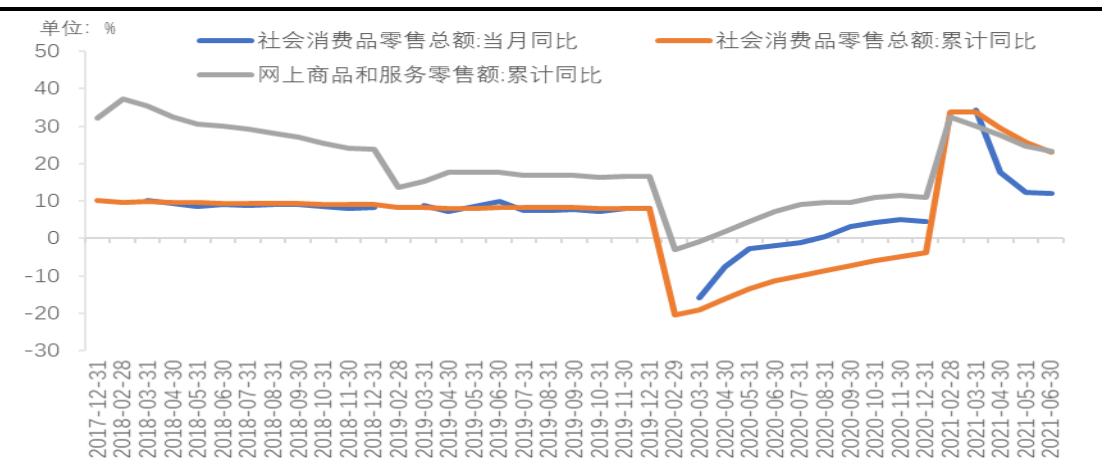
数据来源：iFinD，百瑞信托

### 3) 消费端：社零增长偏弱，CPI 环比上涨

2021年7月，社会消费品零售总额同比增长8.5%；比2019年7月份增长7.2%，两年平均增速为3.6%。1-7月的累计同比增速为20.7%，两年平均增速4.3%。7月社会消费品零售总额的增速数据仍然偏弱。从绝对值来看，7月社零总额34,925亿元，较6月的37,585.8亿元环比下降7.08%。

按消费类型来看，7月商品零售同比增长7.8%；餐饮收入增长14.3%。2021年1-7月，我国网上零售额同比增长21.9%，高于社零增速。

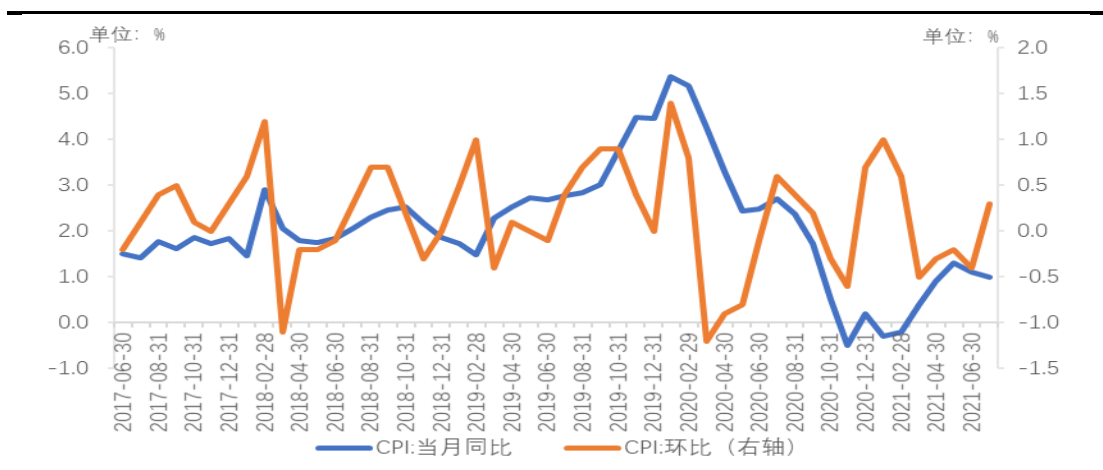
图表 20：社会消费品零售持续偏弱



数据来源：iFinD，百瑞信托

2021年7月，我国居民消费价格指数CPI同比上涨1.0%，涨幅较6月回落0.1个百分点。食品价格下降3.7%，特别是猪肉价格下降43.5%，影响CPI下降约1.05个百分点。非食品价格上涨2.1%。环比来看，7月CPI环比上涨0.3%，在3-6月连续4个月环比下降后再次转为环比上涨。食品价格环比下降0.4%，非食品价格环比上涨0.5%。

图表 21：CPI 环比上涨

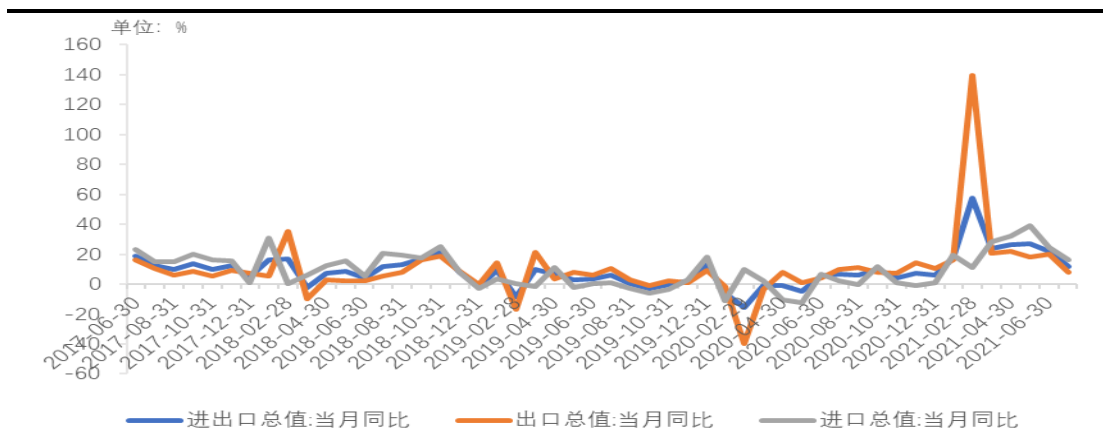


数据来源：iFinD，百瑞信托

#### 4) 进出口端：有所回落

2021年7月，按人民币计价，我国进出口总额32,657.4亿元，同比增长11.5%。其中，出口总额18,142.0亿元，同比增长8.1%；进口总额14,515.3亿元，同比增长16.1%，实现顺差3,626.7亿元。7月的进出口数据较6月有明显回落。受海外疫情反复的影响，全球经济复苏边际放缓，出口增速在7月已降至10%以下。我国国内消费需求偏弱，进口的增速也有所拖累。下半年进出口的增速将面临较大的下行压力。

图表 22：出口同比增速回落



数据来源：iFinD，百瑞信托

### 3、重要事件

#### 1) 730 政治局会议：会议勾勒下半年经济政策要点

中共中央政治局 2021 年 7 月 30 日召开会议，分析研究当前经济形势，部署下半年经济工作。会议认为，今年以来，我国经济持续稳定恢复、稳中向好。会议明确，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。货币政策方面延续“稳健的货币政策要保持流动性合理充裕”的表述，强调助力中小企业。财政政策方面指出，“积极的财政政策要提升政策效能”，意味着财政政策有望在下半年进一步发力。

会议要求，要统筹有序做好碳达峰、碳中和工作。会议提出，要强化科技创新和产业链供应链韧性，加强基础研究，推动应用研究，开展补链强链专项行动，加快解决“卡脖子”难题，发展专精特新中小企业。延续房住不炒定位，强调了对租赁住房发展的导向。在人口和养老方面指出，“落实‘三孩’生育政策，完善生育、养育、教育等政策配套”。

#### 2) 二季度货币政策执行报告：统筹做好今明两年政策衔接，关注通胀

2021 年 8 月 9 日中国人民银行发布《2021 年第二季度中国货币政策执行报告》（《报告》）。《报告》延续央行下半年工作会议精神，关键表述较一季度货币执行报告变化不大。《报告》指出，统筹做好今明两年宏观政策衔接，保持货币政策稳定性，增强前瞻性、有效性，既有力支持实体经济，又坚决不搞“大水漫灌”，以适度的货币增长支持经济高质量发展，助力中小企业和困难行业持续恢复，保持经济运行在合理区间。

《报告》中涉及通胀的篇幅增多，《货币与通胀的关系》专栏指出，下一步货币政策要坚持稳字当头，灵活精准、合理适度，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配，坚持央行和财政两个“钱袋子”定位，从根本上保持物价水平总体稳定。

#### 3) 央行等六部门联合发布《关于推动公司信用类债券市场改革开放高质量发展的指导意见》

2021 年 8 月 18 日，人民银行、发展改革委、财政部、银保监会、证监会和外汇局联合发布《关于推动公司信用类债券市场改革开放高质量发展的指导意见》（《意见》）。《意见》从完善法制、推动发行交易管理分类趋同、提升信息披露有效性、强化信用评级机构监管、加强投资者适当性管理、健全定价机制、

加强监管和统一执法、统筹宏观管理、推进多层次市场建设、拓展高水平开放等十个方面展开，对此前中国债券市场发展中出现的一些痛点和不规范的地方进行了规范。

《意见》主要内容包括，一是明确禁止机构化发行的违规行为并限制高杠杆企业过度发债；二是继续压实中介机构责任，要求评级机构统一评级标准、提升评级预警功能、提高评级区分度；三是强调实现相关制度和监管要求统一，包括注册标准统一、规则统一、信息披露要求统一等；四是完善法规加强监管，健全投资者保护机制；五是加强风险防范，明确限制高杠杆高风险企业过度发债，禁止结构化发债；六是强化信用评级监管，提升信用评级质量。

#### 4) 银保监会发布通知清理规范信托公司非金融子公司业务

2021年7月30日，为治理信托公司非金融子公司市场乱象，防范化解金融风险，促进信托公司回归本源、转型发展，中国银保监会办公厅发布了《中国银保监会办公厅关于清理规范信托公司非金融子公司业务的通知》（银保监办发〔2021〕85号，以下简称《通知》）。《通知》共七条，以“压缩层级、规范业务”为主要思路，整顿规范信托公司境内一级非金融子公司，明确清理规范工作安排。长期来看，《通知》有利于信托公司规范设立和运营子公司，强化防范化解金融风险，引导信托公司迈向高质量发展阶段。

### 三、配置建议

图表 23：配置建议

分类	多		中性		空		备注
	+	-	+	-	+	-	
权益		√					国产替代的科技、低估值医药可适度关注
成长			√				周期类依然处于高景气度
周期				√			消费依然偏贵，不建议入场
消费							
债券		√					前期上涨过快，有盘整需求，中线依然看好
利率债					√		城投监管趋紧，规避尾部区域，地产建议暂时规避
信用债			√				部分转债的涨幅超过正股，可考虑适度降低高溢价率的配置，埋伏低价的龙头和低估值的防御板
可转债							
商品				√			高位震荡调整，粕类中线偏多逻辑未变
农产品			√				疫情反复及OPEC增产导致原油供需两弱，技术层面来看还有部分下调空间
能化				√			受供给扰动及低库存影响，高位震荡为主
工业			√				受地产投资回落，黑色出现分化，双焦更强
黑色							

资料来源：百瑞信托

#### 1、权益市场

截至8月13日，受7月大跌影响，只有中证500估值有所抬升，其他各类指数估值均有所回落，中证500、创业板指估值有所抬升，沪深300，中证500、上证指数和创业板指数的PE估值分别是13.86、22.46、14.33、58.43；



风格领域中，创业蓝筹、创成长、300 成长、300 周期、300 消费的 PE 估值分别是 52.69、74.46、26.92、8.56、34.81。

图表 24：各类指数估值及分位数（统计为近 3 年）

	2021/8/13				2021/7/16			
	最新PE	最高	最低	分位数%	最新PE	均值	中位数	分位数
沪深300	13.86	17.46	10.09	65.29	14.31	17.46	10.09	71.60
中证500	22.46	34.51	16.00	24.83	22.29	34.51	16.00	23.32
上证指数	14.33	16.91	10.85	67.49	14.38	16.91	10.85	69.82
创业板指	58.43	79.68	27.04	57.06	61.70	79.68	27.04	73.94
创业蓝筹	50.69	80.42	29.32	32.37	52.72	80.42	29.32	45.42
创成长	76.46	104.70	34.80	77.13	81.03	104.70	34.80	83.53
300成长	26.92	29.95	11.61	93.00	28.88	29.95	11.61	97.81
300周期	8.56	10.83	7.94	10.43	8.82	10.83	7.94	17.70
300消费	34.81	50.50	20.03	62.14	39.63	50.50	20.03	81.62

资料来源：Wind，百瑞信托

下半年权益主要还是以分化行情为主。理由如下：一方面，经济复苏及消费需求的预期的弱化及 Delta 疫情扩散，使得多个行业再次承压，国内服务型消费、旅游、航空等再次受到影响，近期油价回落，及部分大宗品的进口量下降，也印证了这一点；另一方面，中央的 7.30 会议提出：支持新能源汽车加快发展、强化科技创新和产业链供应链韧性、加快解决“卡脖子”问题、发展“专精特新”中小企业、有序推进“双碳”工作等，同时对阿里、美团、滴滴、教育培训行业的罚款及严控，传达了下半年围绕新能源、硬科技的投资主线。

## 2、债券市场

截至 8 月 13 日，7 月在高涨交易情绪的助推下，10 年期国债活跃券已快速突破 2.9% 的盘整位置，进入 8 月后，进入短期调整区间，有部分获利盘出货，2.9% 位置附近依然存在盘整需求，中线看到 2.7% 附近。主要逻辑有二，一是利多因素为经济基本面缺乏内生动力，政策保持偏松态势，债市资产荒延续等；二是利空因素为近期债市涨幅较大且没有明显的回调，后续地方债供给将回升。故维持 2.7-3.1 之间的宽幅震荡观点。

信用债方面，15 号文出台，城投债受化解地方隐形债务、发债限制政策等，目前处在监管紧周期下，区域分化进一步加剧，需要规避尾部区域。在紧信用下，产业债中周期类行业、电力及公用事业行业依然处于高景气度，而地产行业目前处于融资收紧的高压下，存在部分主体风险暴露，建议暂时规避，等待回暖时机。

转债方面，8 月转股溢价率与股指同向而行的情况，部分转债的涨幅超过正股，但趋势不会持续，主要估值已达近年高点，部分优质个券已开始透支正

股带来的涨幅，可适当保留一定仓位来应对市场波动，震荡行情下择券需多加注重基本面。

图表 25：债券表现及分位数（07.19-08.13，分位数统计为近 4 年）

	全价 (%)					相对信用利差分位数 (%)				
	1年	3年	5年	7年	10年	1年	3年	5年	7年	10年
国债	0.22	0.31	0.54	0.57	0.77					
国开	0.29	0.50	0.44	1.11	1.23	3	1	11	4	13
非国开	0.28	0.37	0.57	0.79	1.03	6	6	10	9	8
铁道	0.27	0.44	0.35	0.99	0.84	13	1	4	10	9
产业AAA	0.27	0.61	0.36	0.94	0.79	9	0	13	17	20
产业AA+	0.30	0.59	0.42			5	0	6		
产业AA	0.36	0.47	0.74			11	22	45		
产业AA-	0.35	0.40				83	90	93		
城投AAA	0.24	0.53	0.43	1.47	1.12	12	0	7	4	14
城投AA+	0.29	0.48	0.54			12	0	12		
城投AA	0.37	0.38	1.04			9	0	25		
城投AA-	0.39	1.10				94	90	96		

资料来源：Wind，百瑞信托

### 3、商品市场

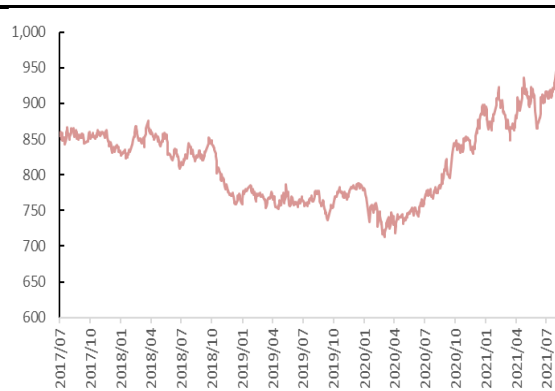
能化方面，因疫情反复以及 OPEC+ 增产导致能源在供需两端转弱，能化出现回调，主要深调品种为原油及与原油直接挂钩的沥青、燃油，而化工相对跌幅不多，从技术指标来看，原油还有部分下调空间，但部分化工表现会相对更加抗跌。

黑色方面，受地产投资回落，黑色出现回调，且上下游出现分化行情，铁矿受供应改善持续下行，焦煤、焦炭震荡上行，螺纹、热卷偏弱震荡。

工业方面，受供给扰动及低库存影响，铜、铝、锌等市场进退两难，短期内维持高位震荡运行。

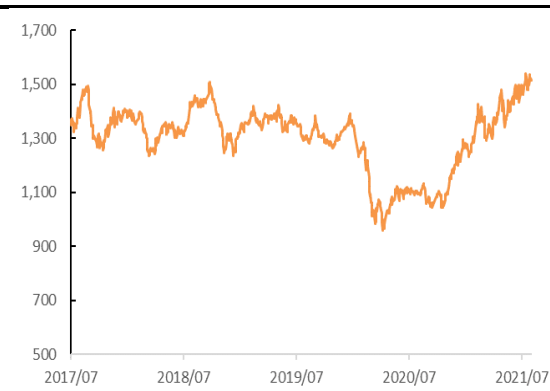
农产品方面，玉米、淀粉受洪灾影响，打了一波小反弹，但持续性及空间有限；大豆偏弱，主要是需求依旧没有明显好转；豆粕方面，依然认为中线上涨趋势不变，目前维持震荡为主。

图表 26：南华农产品指数



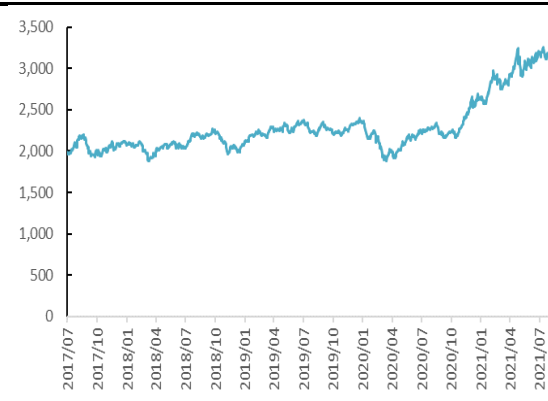
数据来源：Wind，百瑞信托

图表 27：南华能化指数



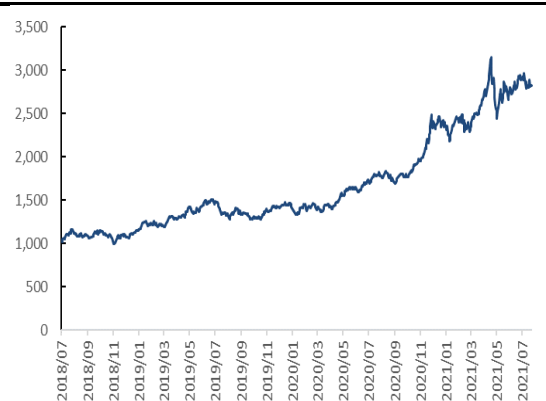
数据来源：Wind，百瑞信托

图表 28: 南华工业品指数



数据来源: Wind, 百瑞信托

图表 29: 南华黑色指数



数据来源: Wind, 百瑞信托