



波浪式发展，稳中求进

——2023年8月资产配置报告



HWABAO SECURITIES / 撰写日期：2023年8月10日

分析师：蔡梦苑（执业证书编号：S0890521120001）
研究助理：郝一凡（执业证书编号：S0890122070027）
研究助理：何帅辰（执业证书编号：S0890122080046）

销售服务电话：021-20515355

▶ 请仔细阅读报告结尾处风险提示及免责声明

宏观主要观点

海外宏观

- **加息近尾声，但难以带来显著利好；美国韧性更强，欧洲疲态尽显**
- 欧洲经济陷入核心通胀拐点未现、下行压力加大困境
- 欧央行货币政策“进退两难”，从鹰派加息转向鸽派“边走边看”，大概率接近尾声
- 美国通胀超预期回落，就业市场保持韧性，“软着陆”预期升温
- 美联储加息近尾声，但缩表仍在继续，财政部提高发债规模进一步吸收美元流动性，预计美债收益率将在高位波动“更久”，三季度难以形成显著利好

国内宏观

- **政策短期托底意愿上升，经济趋于企稳，后续或以筑底为主，仍需观察政策效果**
- 内外需总体偏弱，内需受居民收入回落拖累，外需受欧美制造业收缩拖累
- 企业仍处于主动去库存周期，短期难言见底反转，企业经营压力仍大
- 地产下行风险有所加大，基建再度发力托底经济
- 政治局会议展现出短期政策托底意愿增强，兼顾长期终端需求改善；地产、地方化债风险预期改善；活跃资本市场意味着或将出台更多措施改善市场情绪。由于并非强刺激政策，政策效果仍需观察。

资产配置观点简述

利率债	标配	港股	低配	美债	标配	黄金	标配
信用债	标配	美股	标配 (先抑后扬)	美元	标配		

A股

标配

- ✓ 大盘：政治局会议后的预期修正或基本完成，目前行业轮动再度加速，风格主线分歧较大，难以形成持续大涨的合力，后续将以波浪式慢修复为主。稳中求进但不激进，建议在波浪式行情中稳健把握低位布局指数的机会，不宜激进追高。
- ✓ 风格：行业轮动再度加速，行业收益率差异弱化，单一风格或行业的超额收益并不明显，反而会加大波动，推荐偏大盘均衡配置。
- ✓ 行业：建议关注电力设备、计算机、电子、家用电器、基础化工、机械等基本面无显著利空、近期交易指标偏“弱”的行业。
- ✓ 产品及交易策略：建议关注网格交易、指增策略、低波红利。

风险提示：国际形势演变超预期，地缘风险；海外金融风险/加息超预期；国内经济复苏不及预期，政策效果不及预期。

内容目录

- 01 市场回顾
- 02 海外经济环境及政策影响
- 03 国内经济环境及政策影响
- 04 股债策略与市场结构特征
- 05 资产配置观点展望
- 06 风险提示



市场回顾：大类资产表现

2023年7月大类资产表现特征回顾：

- **全球股市多数上涨，其中港股涨幅最为显著。债市表现较为平稳，延续小幅上涨走势。**
- **A股有所走强。**政治局会议前，A股整体呈箱体震荡走势。在政治局会议超预期的背景下，市场情绪有所好转，资金逐步布局，带动A股走强。
- **美联储加息进程接近尾声，美股继续走强，美元小幅走弱。**美国6月通胀及就业数据弱于预期，市场对于美联储加息进入尾声的预期明显增强，美股继续走高，美元走弱。
- **黄金价格走强。**美联储加息进入尾声，美元偏弱运行，对于黄金价格压制作用减弱，黄金价格有所上涨。
- **原油价格大幅反弹。**7月沙特与俄罗斯均宣布减少原油供应，再加上美国石油库存大幅减少，使得市场对于下半年出现供给短缺预期升温，油价延续大幅上涨走势。
- **7月债市呈先涨后跌走势。**经济运行偏弱，市场对政策保持定力的预期升温推动债市在政治局会议前震荡走强。不过政治局会议政策基调好于预期，债市止盈情绪较重，市场出现大幅抛售，债市收益率有所上行。

资产类别		区间涨跌幅			
		2023年7月份	2023年6月份	2023年以来	2023年上半年
A股	Wind全A	2.47	1.58	4.94	3.06
	上证指数	2.78	-0.08	5.58	3.65
	沪深300	4.48	1.16	2.54	-0.75
	中证500	1.49	-0.81	3.63	2.29
	中证1000	-1.31	0.62	3.41	5.10
	创业板指	0.98	0.98	-5.46	-5.61
港股	恒生指数	6.15	3.74	-1.33	-4.37
	恒生中国企业指数	7.38	4.24	-0.53	-4.18
	恒生科技指数	16.33	7.85	6.30	-5.27
海外股市	标普500	3.11	6.47	17.55	15.91
	纳斯达克指数	4.05	6.59	33.51	31.73
	德国DAX	1.85	3.09	15.06	15.98
	日经225	-0.05	7.45	25.34	27.19
	英国富时100	2.23	1.15	1.47	1.07
	法国CAC40	1.32	4.25	12.96	14.31
债券	中债总财富指数	0.39	0.42	3.10	2.64
	中债信用债指数	0.32	0.28	3.09	2.73
	中证转债指数	1.84	0.87	4.91	3.37
商品	南华商品指数	6.49	7.67	3.64	-3.49
	ICE布油	14.23	3.10	-2.94	-12.80
	COMEX黄金	2.32	-2.75	6.27	4.96
汇率	美元指数	-1.45	-0.81	-0.83	-0.11
	美元兑人民币	-1.59	2.19	3.28	4.47

A股行业风格回顾：7月价值优于成长

- 7月价值风格表现明显优于成长。

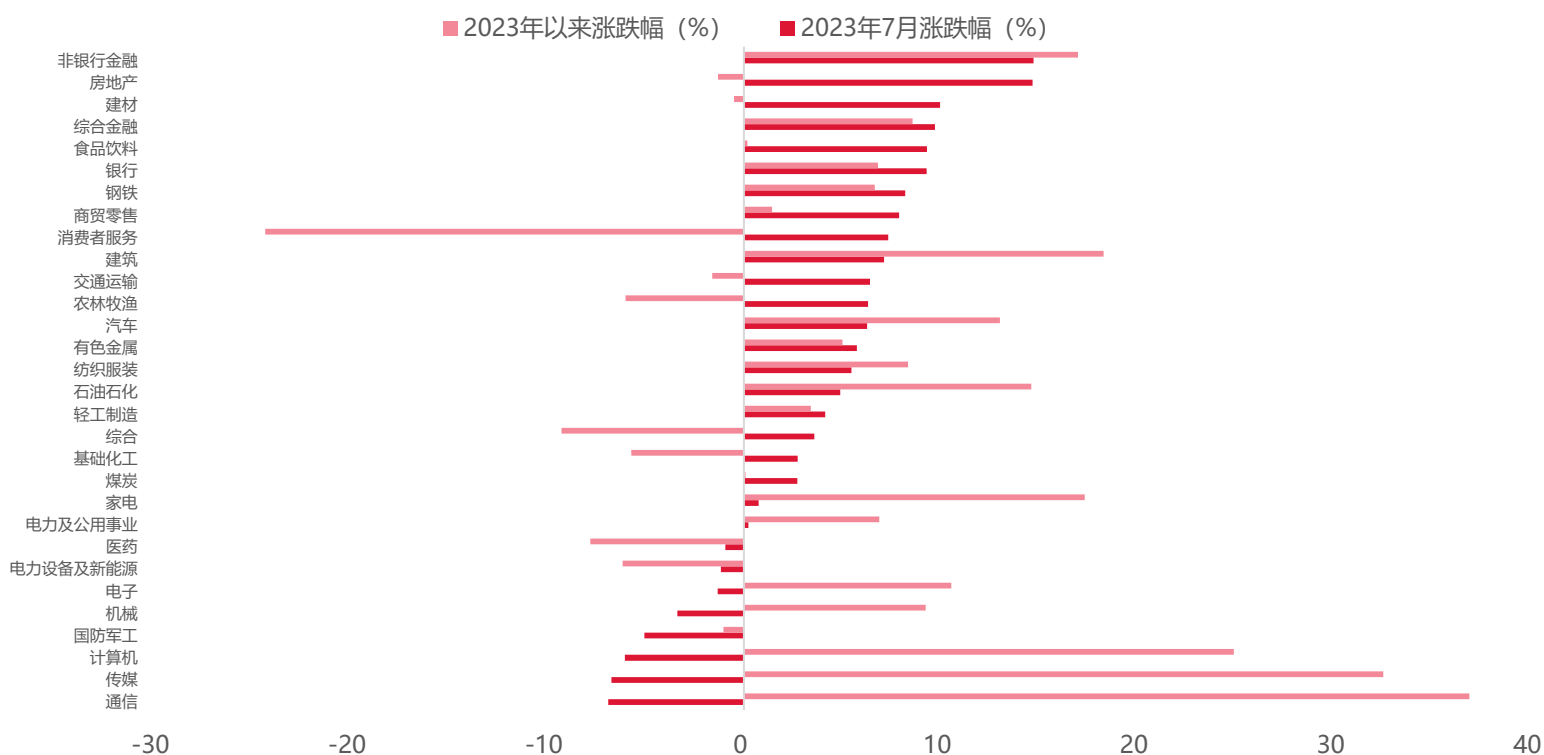
7月政治局会议给市场带来一定信心，价值风格普遍反弹推动A股上行，前期涨幅相对较多的成长板块普遍回落。

- 行业方面，7月除成长板块外，其余板块均出现不同程度的上涨。

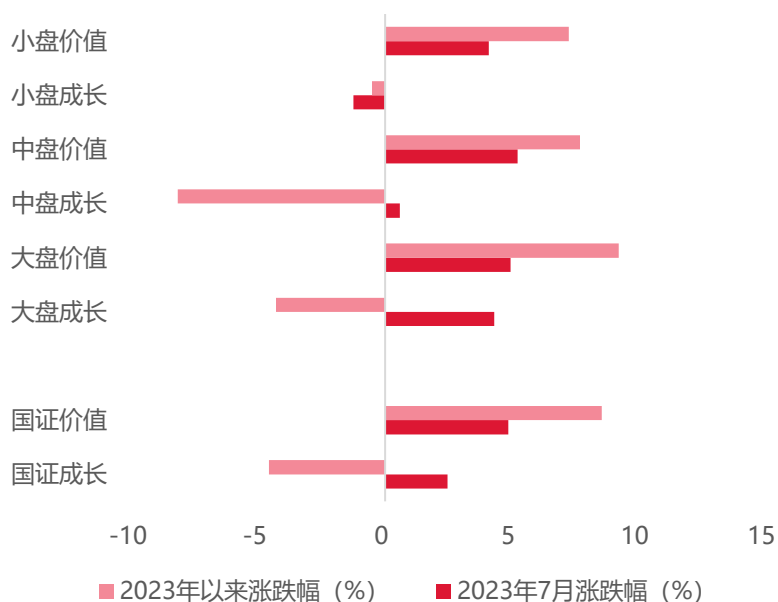
7月金融、地产行业领涨，周期和消费板块表现也较为亮眼。主要是政策端催化下，资金大幅流入券商、地产链等政策预期改善较大的板块，推动大盘整体修复。但此前较为热门的TMT相关行业表现偏弱。

7月多数行业出现上涨

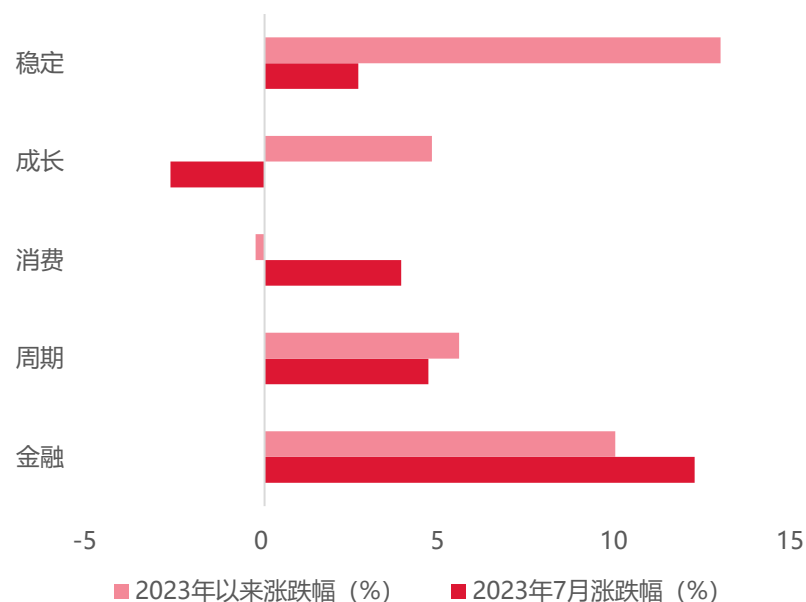
不同行业2023年7月份以及2023年以来表现（中信一级行业分类）



7月价值表现优于成长



7月除成长板块外均呈不同程度上涨



内容目录

- 01 市场回顾
- 02 海外经济环境及政策影响
- 03 国内经济环境及政策影响
- 04 股债策略与市场结构特征
- 05 资产配置观点展望
- 06 风险提示



欧洲：高通胀与低增长，货币政策进退两难

- **经济动能放缓：**受益于能源价格的下降，欧元区二季度GDP环比增速略超预期，录得0.3%。但是，7月PMI数据不及预期，制造业加速收缩，服务业扩张放缓，显示出欧元区经济前景依旧不容乐观。
- **核心通胀仍未现拐点：**7月欧元区核心通胀率高达5.5%，与6月的前值相比并未改善。在能源价格大跌后仍然顽固的通胀数字，意味着欧元区的通货膨胀已蔓延至各行各业，韧性犹存。
- **欧央行态度转向偏鸽，货币政策在“进退两难”中或已近尾声：**欧央行在7月如期加息的同时，修改了议息会议声明中的关键部分措辞，给“确保利率达到足够限制性水平”加上了“在必要的时间内”这一限定。欧洲央行行长拉加德表示会对9月及以后的决策持开放态度，与此前表态相比明显转向偏鸽。我们认为，欧央行已从鹰派加息转向“数据依赖”，经济动能的持续放缓压缩了货币政策的空间，在尚未有效抑制通胀的背景下，货币政策已进退两难，欧央行货币政策也已近尾声。

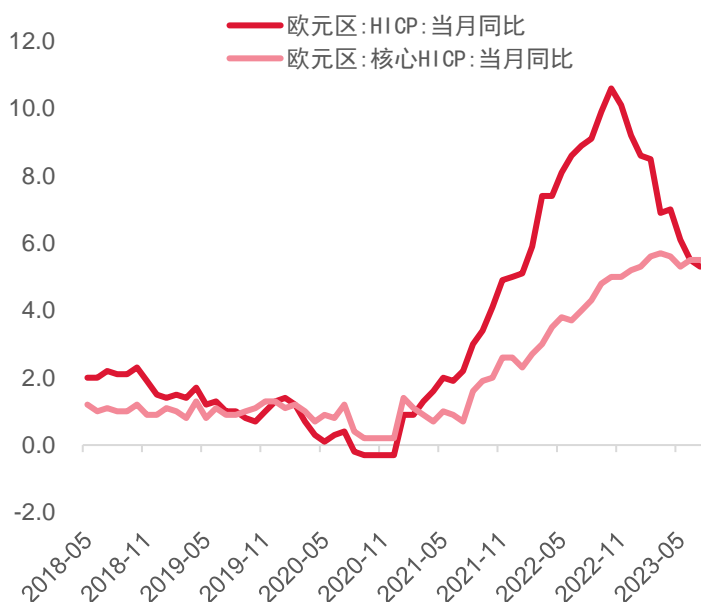
二季度经济略超预期 (%)



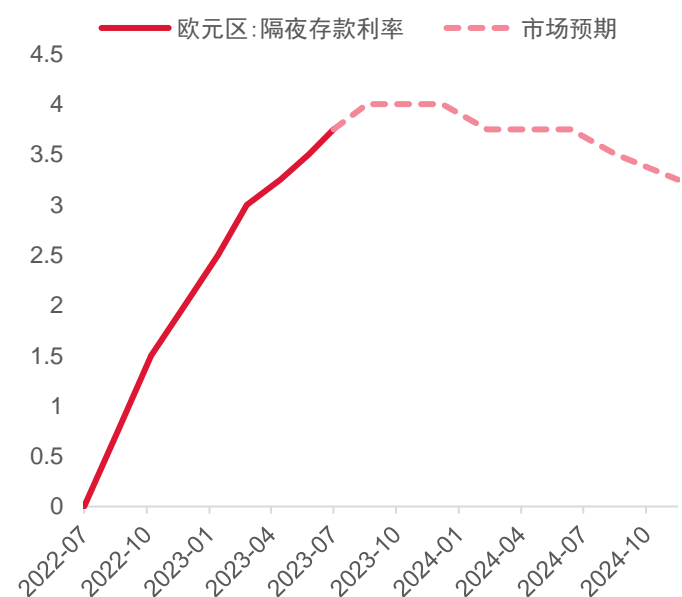
经济动能延续下滑 (%)



核心通胀呈现韧性 (%)



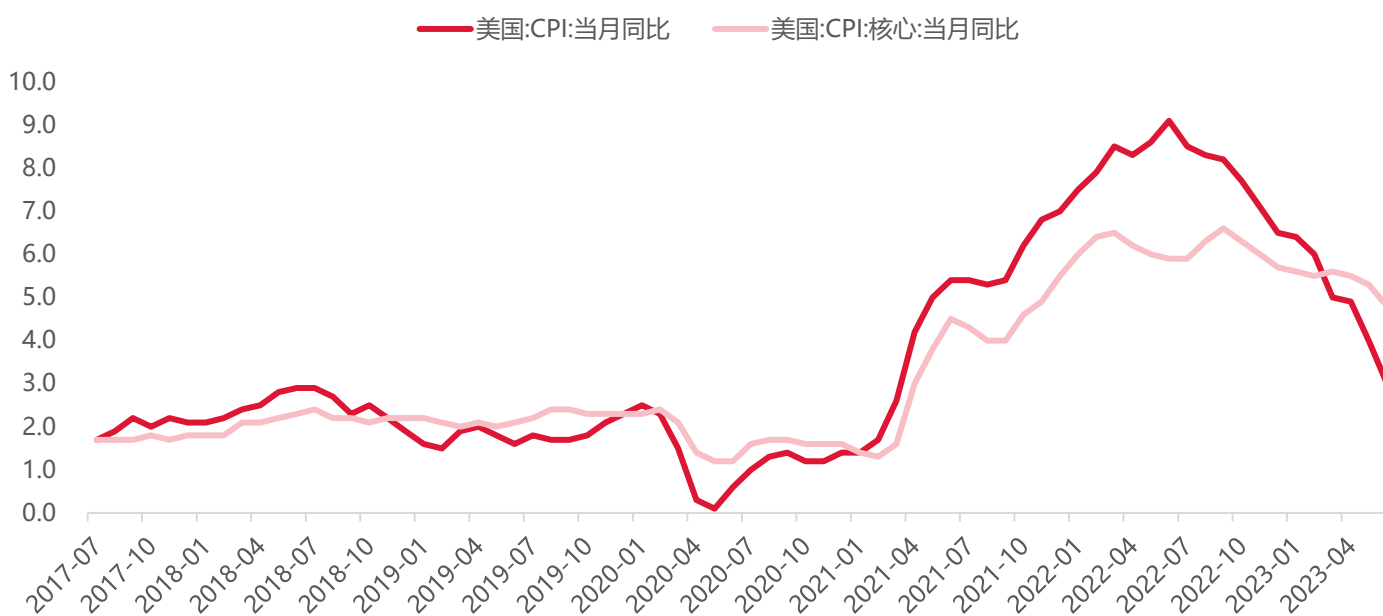
市场预期加息进入尾声 (%)



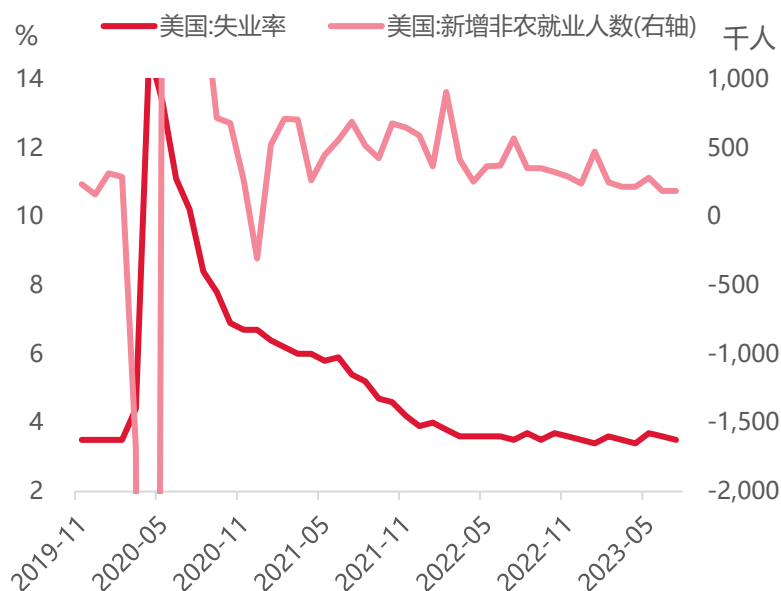
美国通胀与就业：通胀超预期回落，就业市场保持韧性

- **通胀下行幅度全面好于预期**：美国6月CPI同比至3%，核心CPI同比下行至4.8%，均低于市场预期。
- **通胀的下降很大程度上反映了去年高基数带来的影响**：2022年6月美国CPI上涨至此轮最高点9.1%，基数效应带动整体通胀在6月大步“下台阶”。
- **就业市场整体保持韧性**：美国7月新增非农就业18.7万人，连续两月低于市场预期，美国新增就业有所放缓。但7月非农私人部门时薪环比上涨0.4%，失业率再度回落，显示出就业市场供给整体仍然偏紧，核心服务通胀的压力仍存。
- **总体而言，当前的就业市场或正处在一个缓慢降温的过程中，只是趋势性的降温信号还不明显。因此，当前的非农数据增强了美联储官员们对维持高利率水平的意愿，但还不足以支撑其进一步加息。**

通胀超预期下行 (%)



失业率仍处历史低位

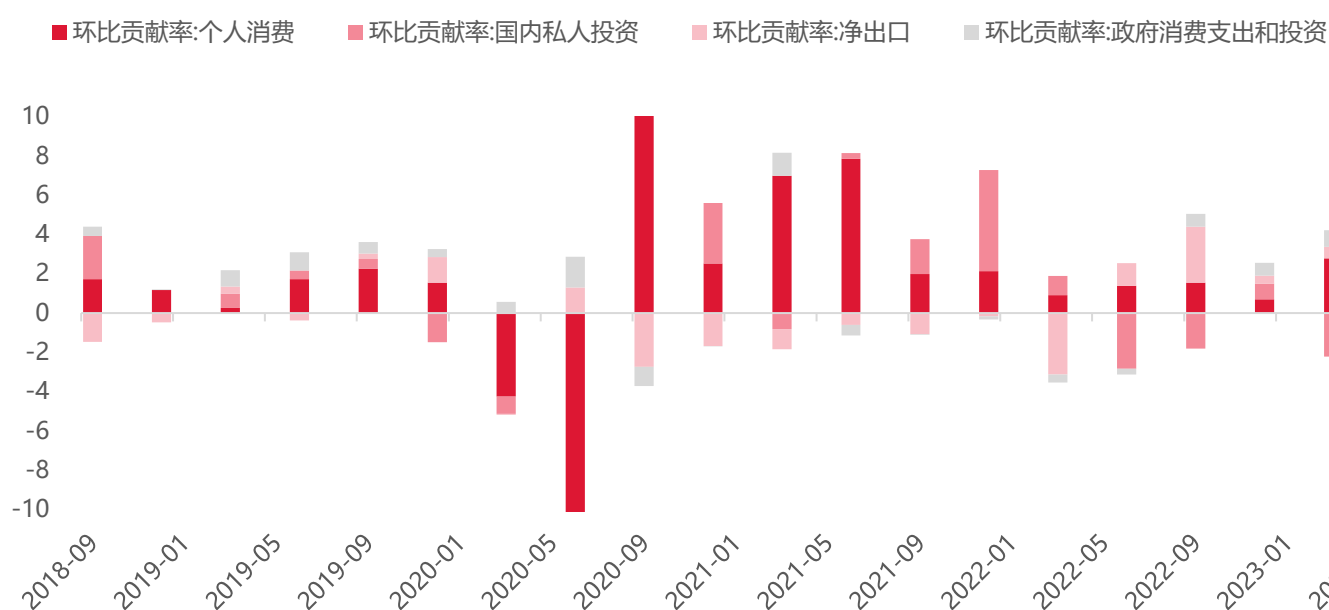


薪资增速保持韧性 (%)

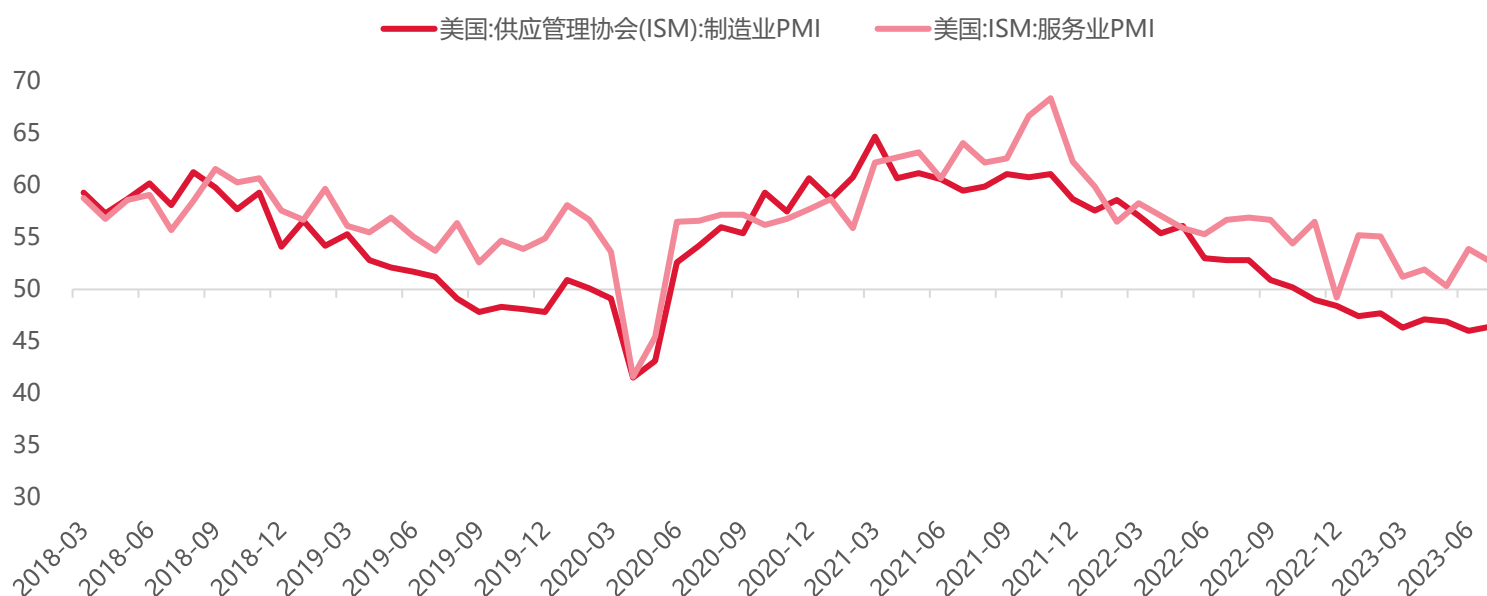


- **二季度经济超预期：**二季度美国GDP增速为2.4%，远超市场预期1.8%，也高于前值2%，美国经济继续维持强势。同时，在7月FOMC会议后，鲍威尔表示不衰退是其对下半年美国经济的基准情形。
- **软着陆预期升温：**美国7月ISM制造业PMI46.4，较6月小幅好转，收缩速度有所减弱；非制造业指数52.7，较前值小幅回落，扩张动能有所放缓。制造业收缩放缓与服务业扩张放缓，显示出美国经济并未扭转下行趋势但仍有韧性，经济软着陆成为市场主流预期。
- **美股盈利端预期改善：**经济软着陆预期升温，美股盈利预期改善，分子端继续迎来支撑。但短期美股上方仍面临抑制，尤其是当前美债利率维持高位，分母端短期扰动加大，美股或先抑后扬。

二季度经济超预期 (%)



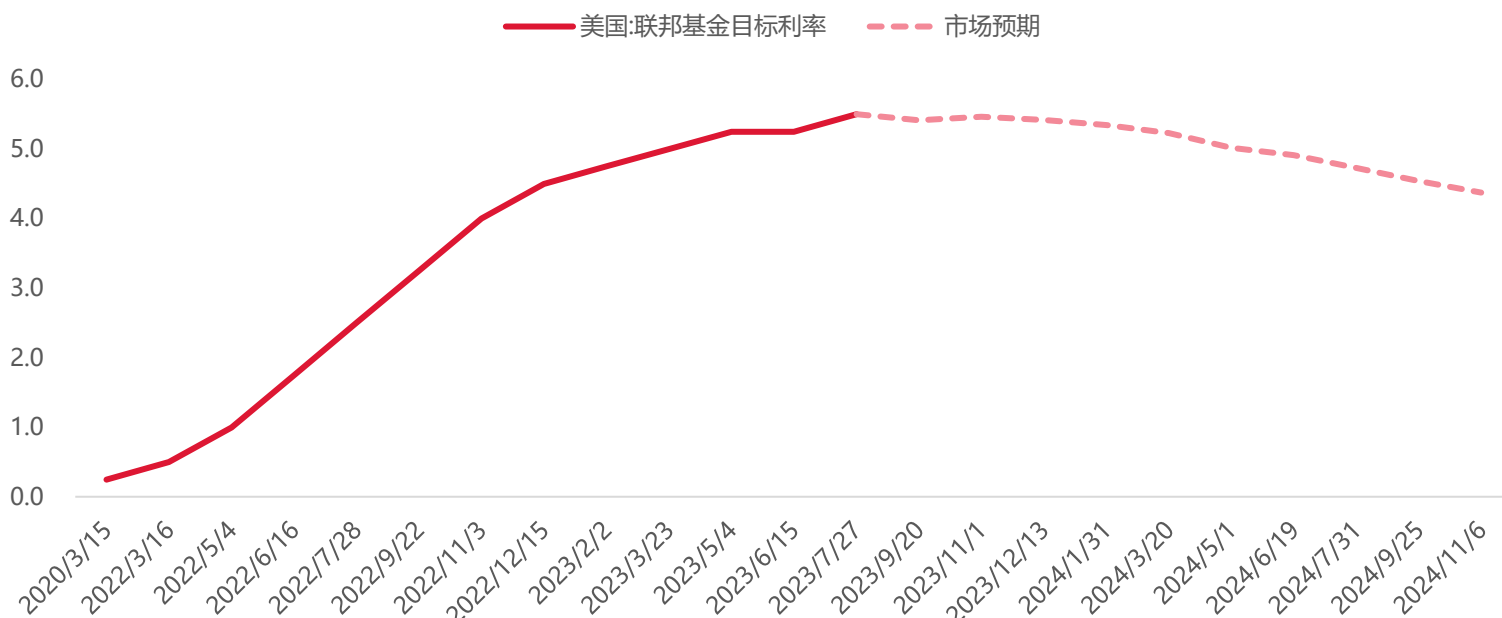
经济软着陆预期升温 (%)



美联储加息近尾声，但美债收益率将在高位“更久”

- **美联储加息接近终点，但短期无法形成显著利好：**7月FOMC会议并未给出未来加息路径的确切指引，仍然强调数据依赖型决策，并上调了经济软着陆的信心。我们认为美国通胀和就业市场均呈现有序降温，若后续通胀数据未出现显著反弹，则本轮加息接近终点。但美联储缩表尚未结束，紧缩仍在继续，且利率维持高位，通胀下行，实际利率将逐步抬升。因此短期内货币政策端尚无法形成显著利好。
- **财政部提高发债规模，加剧短期波动，美债收益率维持高位：**美国财政部公布季度再融资计划，两年半来首次提高长期债券的标售规模，美国政府还计划更大规模地发行各个期限的债务，市场担忧后续美元流动性偏紧，推动美债收益率再度冲高，加剧了海外权益市场、非美货币的短期波动风险，并且美债收益率或将在高位维持“更久”。

8月7日CME利率预期 (%)



近期美债收益率走强 (%)



内容目录

- 01 市场回顾
- 02 海外经济环境及政策影响
- 03 国内经济环境及政策影响**
- 04 股债策略与市场结构特征
- 05 资产配置观点展望
- 06 风险提示



国内经济：经济斜率放缓后或逐渐走平

- 二季度以来，企业端“去库-盈利-扩张”、居民端“就业-收入-消费”、地产端“销售-投资-开工”三大链条受阻，经济复苏动能放缓，结构性问题凸显。经济的主动去库存周期的特征较为明显，市场也对此逐渐进行的偏悲观定价。
- 不过近期部分数据已出现边际企稳或改善迹象，且政策基调转向偏积极，托底增长的力度有所加强，基建投资、工业生产有所反弹，后续经济基本面继续下行风险降低。不过内需偏弱、外需下行压力不减的局面短期难以显著扭转，三季度经济大概率呈现筑底走势。

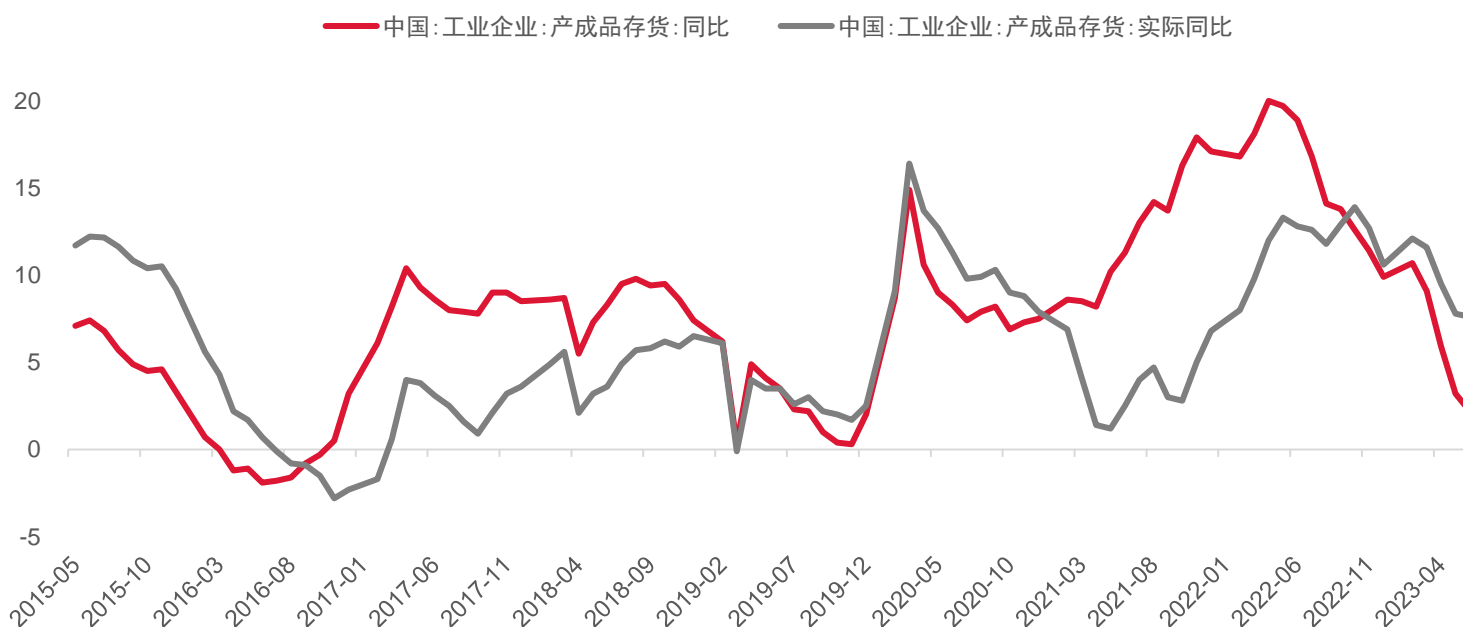
国内经济供需表现

两年平均增速	生产		投资			消费	外需
	工业增加值	服务业生产指数	房地产投资	制造业投资	基建投资（含电力）	社零	出口
2023年6月	4.4	6.8	-7.9	6	10.15	3.1	-8.3
2023年5月	3.5	11.7	-7.2	6	10.05	12.7	-0.8
2023年4月	5.6	13.5	-6.2	6.4	9.8	18.4	16.8
2023年3月	3.9	9.2	-5.8	7	10.82	10.6	23.42
2023年1-2月	2.4	5.5	-5.7	8.1	12.18	3.5	0.9
2022年12月	1.3	-0.8	-10	9.1	11.52	-1.8	-0.5
2022年11月	2.2	-1.9	-9.8	9.3	11.65	-5.9	0.7
2022年10月	5	0.1	-8.8	9.7	11.39	-0.5	7
2022年9月	6.3	1.3	-8	10.1	11.2	2.5	10.7
2022年8月	4.2	1.8	-7.4	10	10.37	5.4	11.8
2022年7月	3.8	0.6	-6.4	9.9	9.58	2.7	23.9
2022年6月	3.9	1.3	-5.4	10.4	9.25	3.1	22
2022年5月	0.7	-5.1	-4	10.6	8.16	-6.7	15.3
2022年4月	-2.9	-6.1	-2.7	12.2	8.26	-11.1	1.9
2022年3月	5	-0.9	0.7	15.6	10.5	-3.5	12.9
2022年1-2月	7.5	4.2	3.7	20.9	8.5	6.7	6.2
2021年12月	5.8	5.3	-3	11	1.6	3.9	19.5
2021年11月	5.4	5.6	3	11.2	-0.7	4.4	21.2
2021年10月	5.2	5.5	3.3	6.9	1.6	4.6	18.7
2021年9月	5	5.3	4	6.4	-0.7	3.8	18.4
2021年8月	5.4	4.4	5.9	6.1	-0.3	1.5	17
2021年7月	5.6	5.6	6.4	2.8	-1	3.6	12.9
2021年6月	6.5	6.5	7.2	6	3.5	4.9	15.1

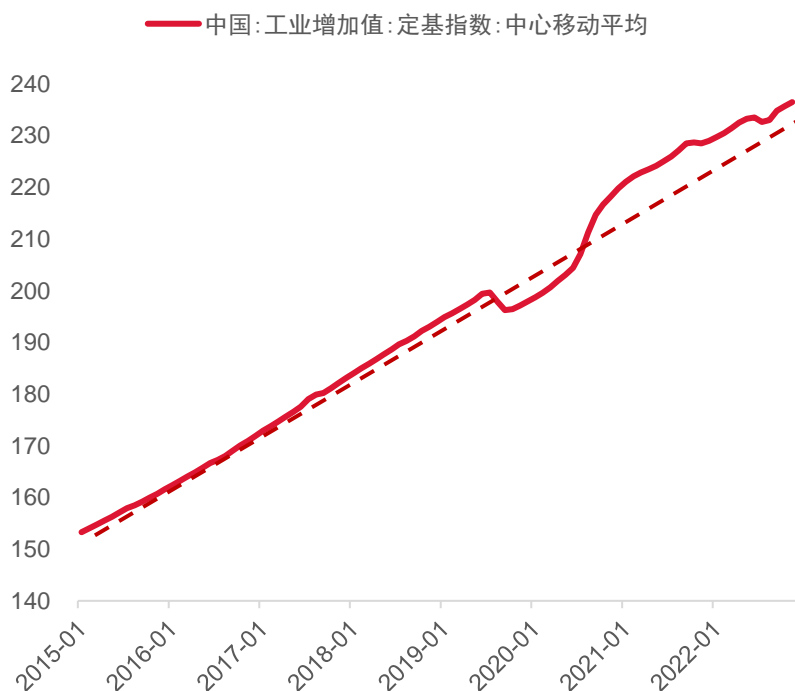
库存增速回落，但去库周期难言见底

- **库存周期的三个拖累因素：**二季度以来，企业库存偏高，再加上内外需均偏弱，企业“以价换量”主动去库，库存增速回落伴随着利润明显下滑。但本轮库存周期存在新的变量或拖累库存周期的反转：1) 实际库存增速仍然较高，名义库存快速回落主因PPI快速下行；2) 地产周期共振而非对冲；3) 供需“负缺口”在疫后有所扩大，与疫情前趋势相比，供大于求的格局尚未改善。
- **库存去化速度放缓，去库周期难言见底：**因此本轮库存的去库周期或相对较长，企业经营压力依然不小，转向被动去库周期需要观察企业利润增速的回正，价格、利润率、营业成本、库销比等多维数据的共振改善。

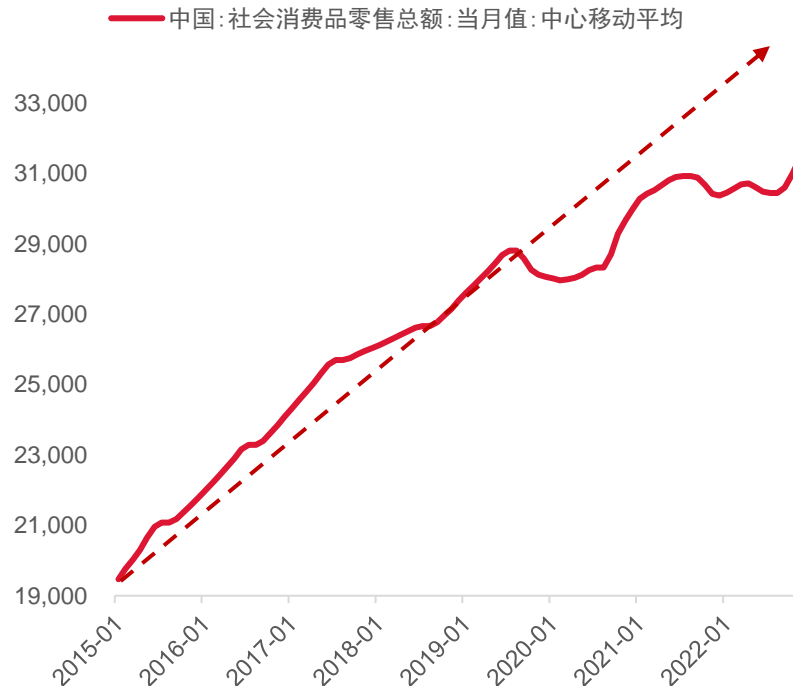
库存同比继续回落，但实际同比降幅放缓 (%)



生产强于疫情前趋势



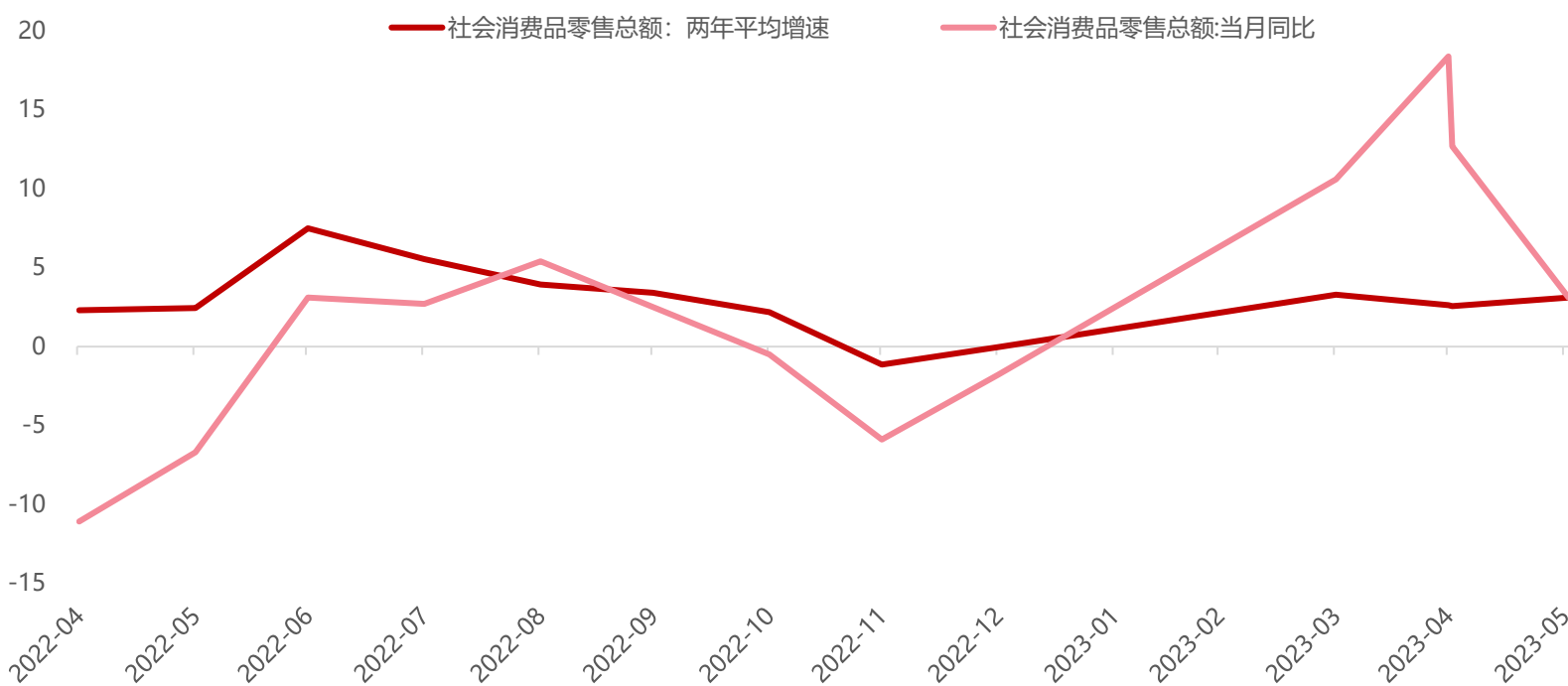
消费明显弱于疫情前趋势 (亿元)



消费小幅恢复，居民收入待改善

- **可选消费恢复加快，消费有所改善。**6月社会消费品零售总额同比增长3.1%，剔除基数效应，两年平均增速较5月小幅回升0.55个百分点至3.1%。从消费类型看，家电、化妆品、金银珠宝等可选消费出现较为明显改善。
- **居民收入增长回落、分化加剧仍是未来需求拖累项。**二季度居民收入增长放缓，拖累需求改善空间。考虑到去年基数影响，以两年平均增速计算，二季度全国居民人均可支配收入5.5%，较一季度回落0.2%，与央行二季度调查居民收入感受及收入预期指数回落相互印证，且收入中位数增速下滑更快，疫情后居民收入分化加剧的趋势有待改善。

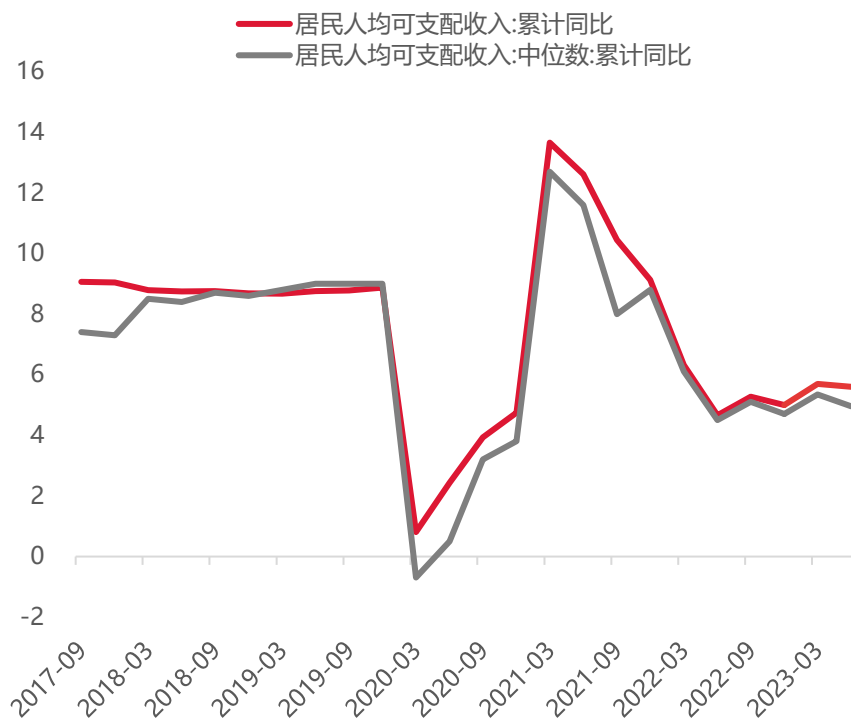
消费复苏斜率继续放缓（%）



可选消费出现较为明显改善（%）

	2023年5月份两年平均增速	2023年6月份两年平均增速	2023年6月份两年平均增速较5月份变化
必选消费			
粮油、食品类	6.6	7.2	0.6
饮料类	2.1	1.3	-0.8
烟酒类	7.3	8.4	1.0
服装鞋帽针纺织品类	-2.4	2.7	5.1
日用品类	1.6	1.6	0.0
中西医药品类	8.5	8.4	-0.2
可选消费（地产相关）			
家用电器和音像器材类	-7.4	1.4	8.8
家具类	-7.2	-5.0	2.1
建筑及装潢材料类	-14.0	-8.8	5.2
可选消费（非地产相关）			
化妆品类	1.8	9.0	7.3
金银珠宝类	0.7	5.5	4.8
文化办公用品类	-0.4	0.9	1.3
通讯器材类	11.3	8.9	-2.4
石油及制品类	4.4	3.9	-0.5
汽车类	3.2	8.2	5.0

二季度收入增速回落，收入分化加剧（%）

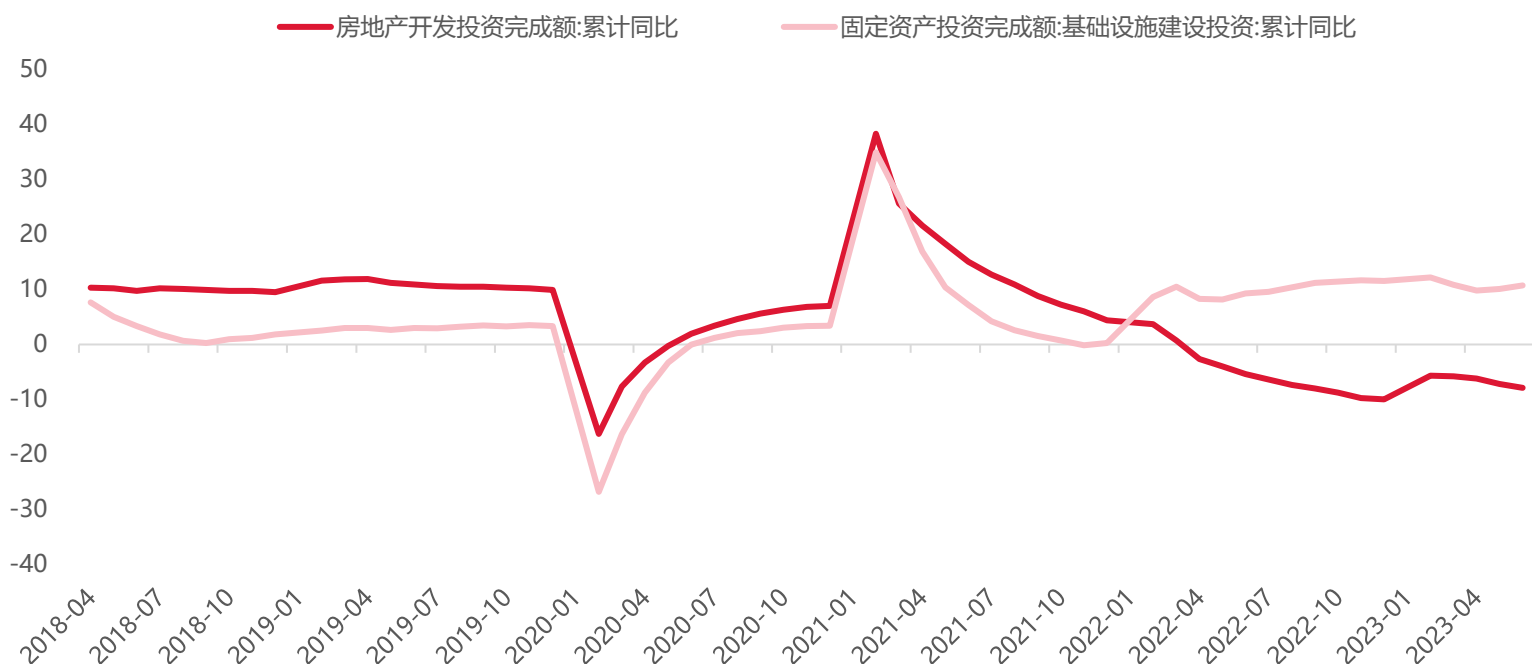


注：2023年为两年平均增速

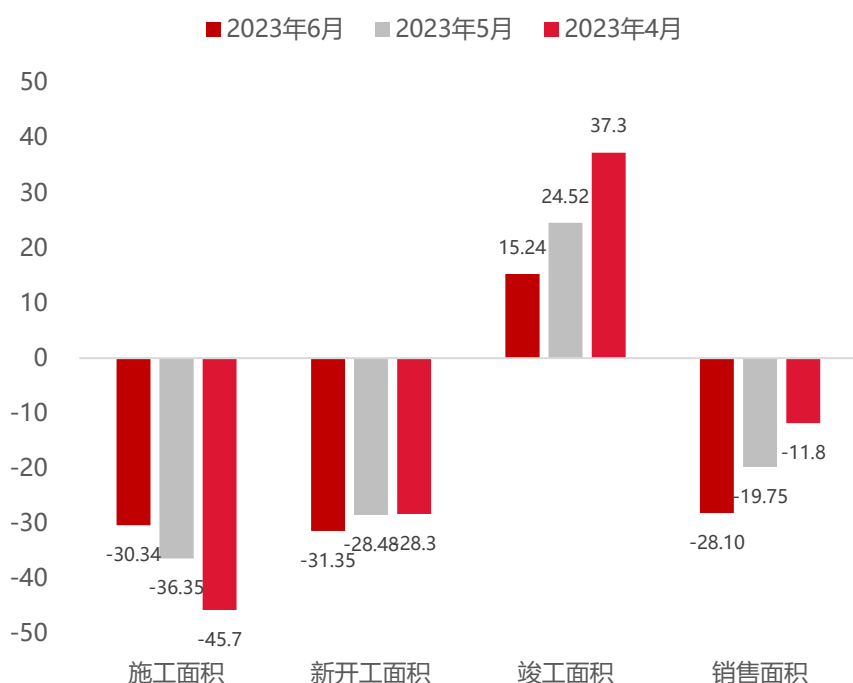
基建继续发力托底经济，地产下行风险犹存

- 专项债发行提速，基建或保持韧性。**6月初央行重提逆周期调节，7月政治局会议提出要加快地方政府专项债券发行和使用，再加上近期监管部门要求2023年新增专项债需于9月底前发行完毕。三季度，随着专项债发行提速，基建将继续发力，起到托底经济作用。
- 地产供需双弱局面延续。**“保交楼”对竣工的拉动作用减弱，6月地产竣工面积单月同比增速继续回落至15.24%（前值24.52%）。新开工、施工面积当月同比增速延续大幅下滑趋势。需求侧继续走弱，6月商品房销售面积当月同比增速继续下行8.4个百分点至-28.1%。30大中城市商品房成交面积7月进一步下行。地产后续下行风险犹存，需观察地产政策优化节奏及对需求端拉动效果。

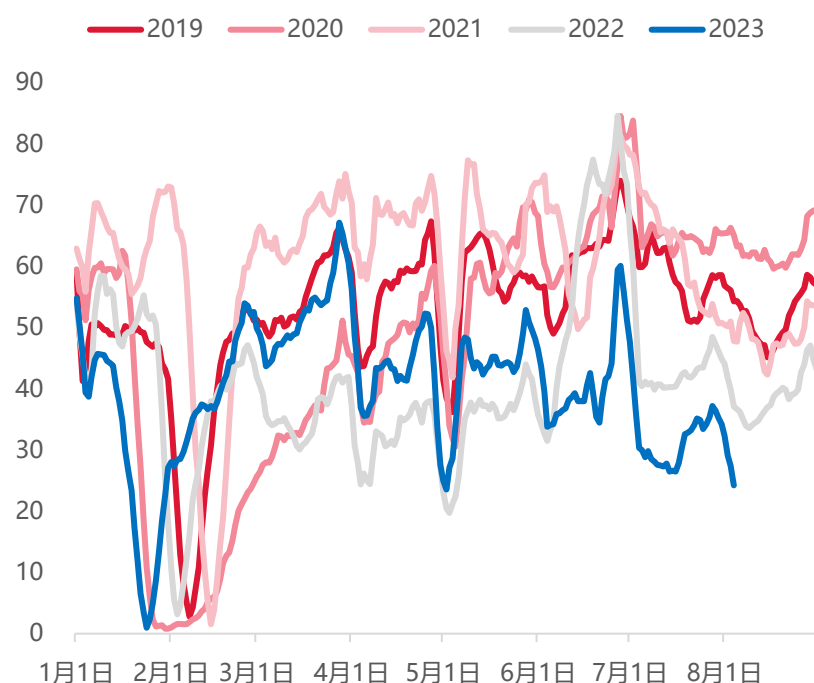
基建投资小幅走强，地产投资继续下行（%）



地产供需双弱（当月同比，%）



30大中城市商品房成交面积（万平方米）



政治局会议明确新的挑战，短期托底，兼顾长远

- 明确当前困难挑战“对症下药”，经济恢复非一蹴而就：**明确新的困难挑战，也是后续政策“对症下药”的着力点——内需、企业经营、风险隐患、外部环境。要认识到经济的恢复并非一蹴而就，在经济调结构、高质量发展基调下，是波浪式发展、曲折式前进的过程。反映出政策总体将保持一定定力，重视长期修复，而非短期大规模刺激。
- 政策兼顾短期发力逆周期调节及长期政策储备：**宏观政策再度强调逆周期调节，意味着将适度加大对经济托底的力度；同时，提及加强政策储备则意味着政策仍然注重高质量发展，不把“子弹”打光，不过度透支未来政策空间，着眼长远。

	2023.07 政治局会议	2023.04 政治局会议
形势判断	<p>当前经济运行面临新的困难挑战，主要是国内需求不足，一些企业经营困难，重点领域风险隐患较多，外部环境复杂严峻。</p> <p>疫情防控平稳转段后，经济恢复是一个波浪式发展、曲折式前进的过程。</p>	<p>需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力得到缓解，经济增长好于预期，市场需求逐步恢复，经济发展呈现回升向好态势，经济运行实现良好开局。</p> <p>当前我国经济运行好转主要是恢复性的，内生动力还不强，需求仍然不足，经济转型升级面临新的阻力，推动高质量发展仍需要克服不少困难挑战。</p>
宏观政策基调	<p>要用好政策空间、找准发力方向，扎实推动经济高质量发展。要精准有力实施宏观调控，加强逆周期调节和政策储备。要继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，延续、优化、完善并落实好减税降费政策，发挥总量和结构性货币政策工具作用，</p>	<p>恢复和扩大需求是当前经济持续回升向好的关键所在。积极的财政政策要加力提效，稳健的货币政策要精准有力，形成扩大需求的合力。</p>

三大亮点： 重视内需“痛点”，短期改善风险偏好

- **1) 找准内需“痛点”——终端需求：**当前内需“痛点”在于居民终端需求不足，不仅要在投资端及供给侧发力带动需求，通过增加居民收入、终端需求带动更为关键。不过从居民收入端改善终端需求将是一项中长期工作。
- **2) 防风险领域释放积极信号：**对当前市场担忧的两大防风险领域——地产、地方化债问题，释放积极信号。房地产市场由于形势变化，将逐渐优化限制政策，转为托底政策，防范进一步下行风险，未来降低存量房贷、逐步放宽核心城市“认房认贷”和首付比例等措施可期；地方政府债务问题转向化债、处置阶段，极端风险降低。
- **3) 罕见提及活跃资本市场：**在市场情绪低迷的环境下释放积极信号，或意味着更多活跃市场举措将逐步出台，增加市场活跃度和信心。
- **政治局会议对于市场风险偏好、投资者信心的短期改善较为明显，不过盈利改善仍偏中长期，8月将是政策落地的观察期，具体政策措施及力度将决定盈利预期。**

	2023. 07 政治局会议	2023. 04 政治局会议
扩内需	要积极扩大国内需求，发挥消费拉动经济增长的基础性作用， 通过增加居民收入扩大消费，通过终端需求带动有效供给。 要更好发挥政府投资带动作用，加快地方政府专项债券发行和使用。要制定出台促进民间投资的政策措施。	要多渠道增加城乡居民收入，改善消费环境，促进文化旅游等服务消费。要发挥好政府投资和政策激励的引导作用，有效带动激发民间投资。
防风险	适应我国房地产市场供求关系发生重大变化的新形势，适时调整优化房地产政策， 因城施策用好政策工具箱，更好满足居民刚性和改善性住房需求，促进房地产市场平稳健康发展。 要切实防范化解重点领域风险，要有效防范化解地方债务风险， 制定实施一揽子化债方案。	要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位， 因城施策，支持刚性和改善性住房需求，做好保交楼、保民生、保稳定工作，促进房地产市场平稳健康发展，推动建立房地产业发展新模式。 要加强地方政府债务管理， 严控新增隐性债务。
活跃资本市场	要活跃资本市场，提振投资者信心。	

内容目录

- 01 市场回顾
- 02 海外经济环境及政策影响
- 03 国内经济环境及政策影响
- 04 股债策略与市场结构特征**
- 05 资产配置观点展望
- 06 风险提示



7月初政治局会议前，市场交投活跃度持续探底；政治局会议之后，政策托底的信号明确，市场风险偏好逐步提升，两市交投活跃度触底反弹。

- ✓ 两市成交额：7月中上旬两市交投活跃度持续探底，一度缩量至日均7570亿元。政治局会议后，交投活跃度触底反弹，但是整体仍处在历史中低分位数区间。
- ✓ 换手率：7月份以来，市场换手率也呈现先回落后触底反弹的走势；政治局会议后，市场活跃度回升，换手率从7月初的近3年历史分位数6%回升至月底的30%左右。

市场交投活跃触底反弹



市场风险偏好：A股配置具备较高的安全边际

- 目前股票市场投资者情绪处于历史较低位置，股债性价比处在历史高位，叠加政策底已现，A股配置具备较高的安全边际。
- 股/债性价比高于正两倍标准差：截至7月底，沪深300股息率/十年期国债收益率1.08（前值1.14），高于2010年以来的正两倍标准差水平（1.06），股票性价比维持高位。
- 风险溢价率有所回落：7月万得全A风险溢价率为2.92（前值3.04），市场避险情绪有所改善。

股票性价比仍在高位 (%)



市场避险情绪改善 (%)

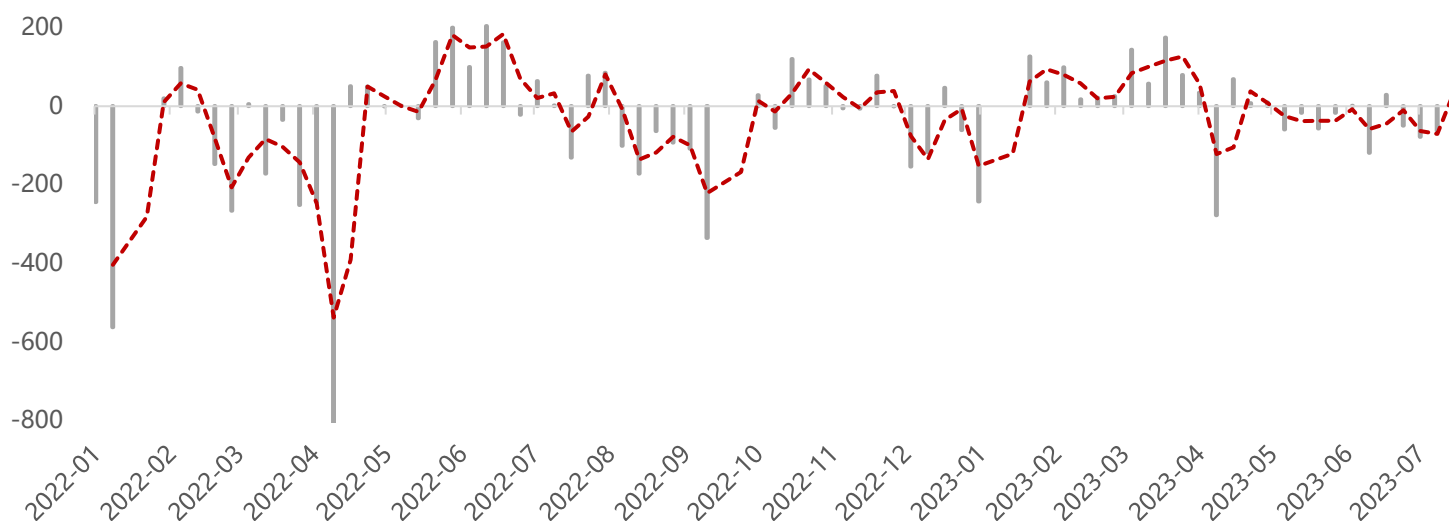


A股资金面：北向资金为主要增量，内资依旧偏谨慎

- 7月融资资金延续净流出；北向资金净流入规模显著扩大，新发偏股基金规模继续下降。
- 从增量资金结构来看，从6月中旬以来，北上资金净流入逐渐呈回升态势，政治局会议后，净流入规模显著扩大，成为主要增量资金来源；而融资余额保持了下降的趋势，偏股型基金发行低迷，境内投资者情绪依旧不高。
- 境内投资者情绪好转与否，将是行情持续性的重要影响因素。若融资资金开始回流，与北上资金形成共振，市场多表现为小盘风格占优。但是，想要看到内资情绪的显著改变较大概率仍需看到更明确的赚钱效应，或基本面的明确拐点。
- 因此，从资金角度，8月大概率仍将是存量博弈的环境。尽管美债收益率上行短期扰动外部风险偏好，但海外加息预期见顶趋势下，8月北向资金有望延续净流入的趋势。北上资金较大概率成为主要增量资金来源，带动市场大盘风格相对占优。

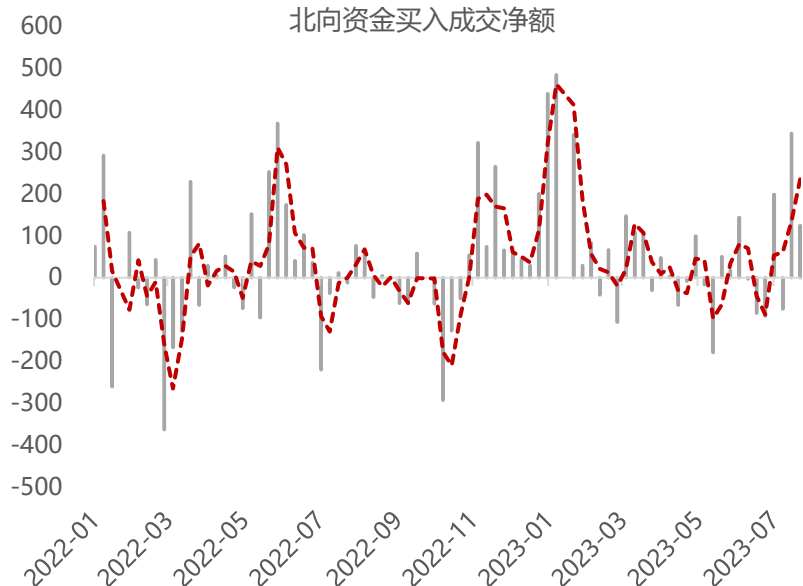
内资情绪偏谨慎（亿元）

融资余额环比变化



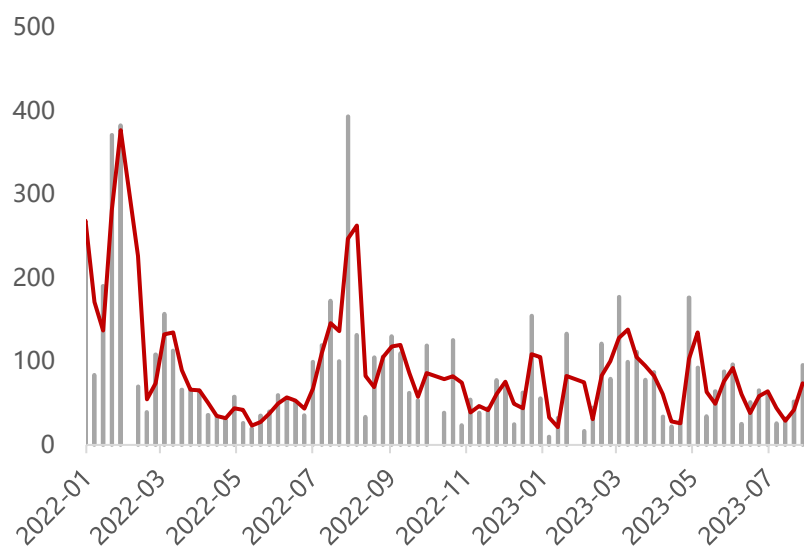
北向资金流入规模扩大（亿元）

北向资金买入成交净额



新发基金规模继续下降（亿份）

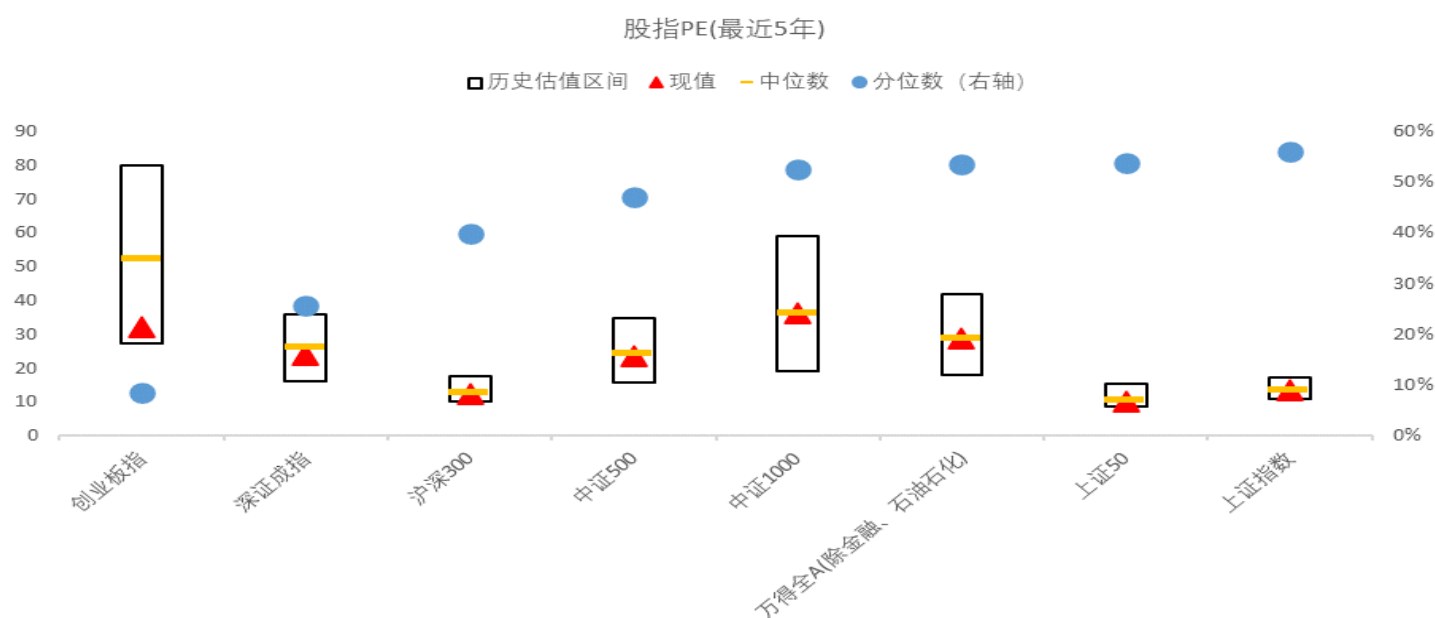
偏股基金成立份额



股指估值PE：大盘指数涨幅显著

- 7月，大盘指数估值涨幅显著，跟踪的8个股指中，**上证50、上证指数、沪深300** 估值明显上升，其中**上证50、上证指数**估值分位数上行至中位数以上区间。
- 创业板指、中证1000**估值小幅下行，其中**中证1000**估值分位数仍处在中位数以上区间。
- 跟踪PE的8个股指中，4个位于中位数以下区间，其中1个处于下1/4分位数以下区间。

注：行业标注绿色代表估值向下变化；行业标注红色代表估值向上变化；行业标注蓝色代表估值无明显变化。单位：%



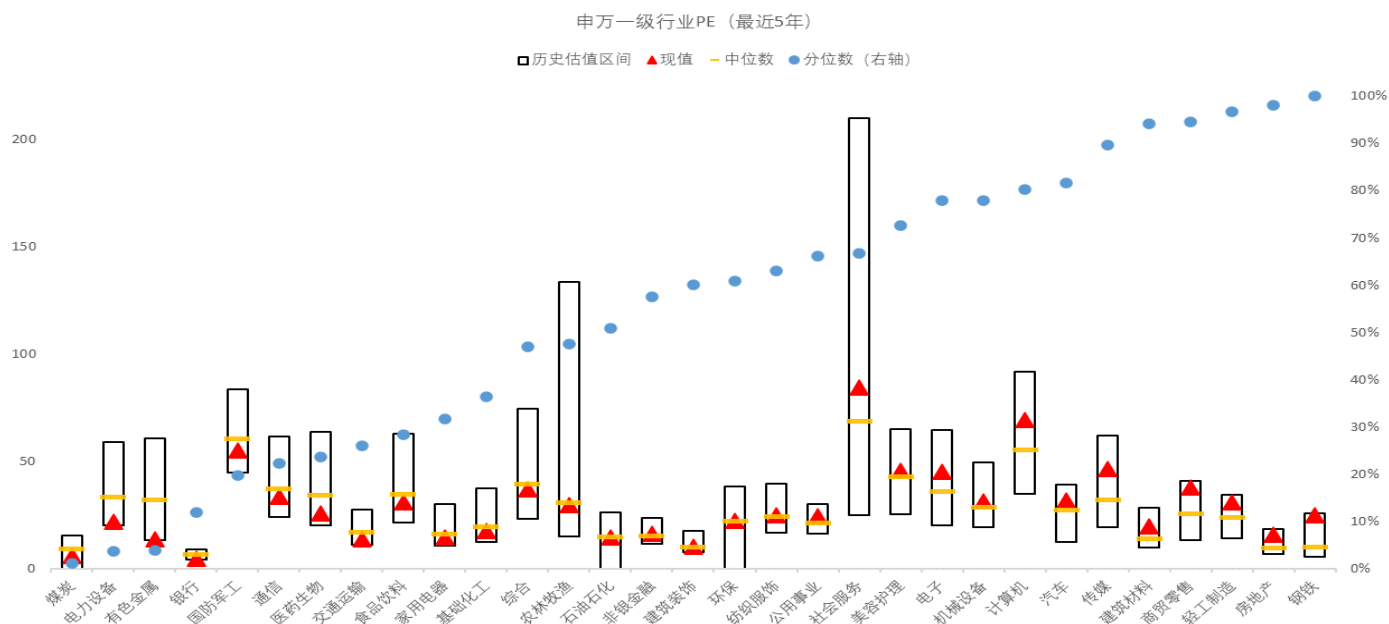
注：自2021年起，各行业最近5年历史估值宽度趋于稳定，因此历史估值数据统计时间自2018年1月1日至今，按最大值归一化处理。

	上月涨跌幅 (%)	今年以来涨跌幅 (%)	PE	百分位
创业板指	0.98	-5.02	32.12	8.50
深证成指	1.43	0.75	23.77	25.50
沪深300	4.48	2.79	12.10	39.69
中证500	1.49	3.44	23.55	47.08
中证1000	-1.31	3.02	36.24	52.55
万得全A(除金融、石油石化)	1.20	3.55	28.74	53.66
上证50	6.47	-0.15	10.13	53.88
上证指数	2.78	5.55	13.32	56.10

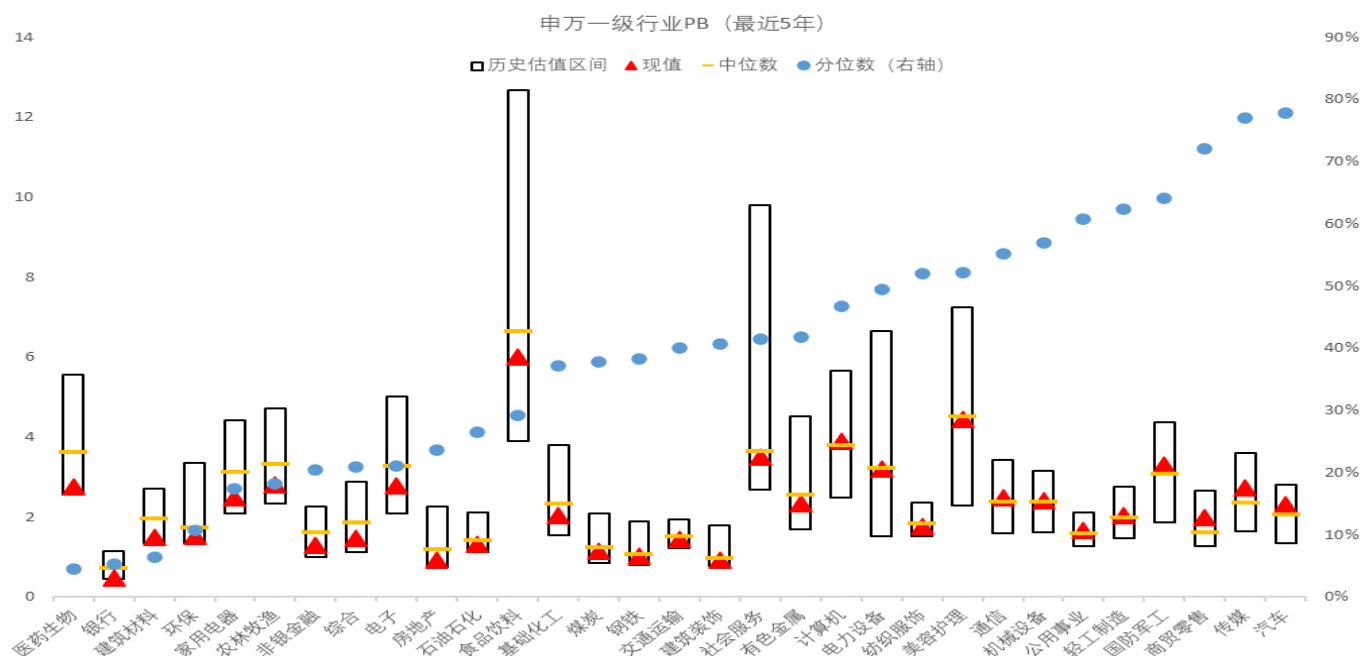
行业估值：顺周期板块上行

- 7月，顺周期板块估值分位数显著上升，跟踪PE的23个行业中，其中**非银金融、食品饮料、环保、房地产、汽车**行业估值涨幅最为显著。**国防军工、通信、公用事业**等几个行业的估值回落比较明显。
- 跟踪PB的8个行业中，其中**建筑装饰、石油石化、钢铁**行业估值涨幅较为显著，**传媒、煤炭**行业的估值分位数有所下行。
- 当前观察PE的23个行业中，4个行业处于下1/4分位数以下区间，7个行业位于上1/4分位数以上区间。
- 当前观察PB的8个行业中，2个行业处于下1/4分位数以下区间，1个行业位于上1/4分位数以上区间。

注：行业标注绿色代表估值向下变化；行业标注红色代表估值向上变化；行业标注蓝色代表估值无明显变化。



注：自2021年起，各行业最近5年历史估值宽度趋于稳定，因此历史估值数据统计时间自2018年1月1日至今，按最大值归一化处理。



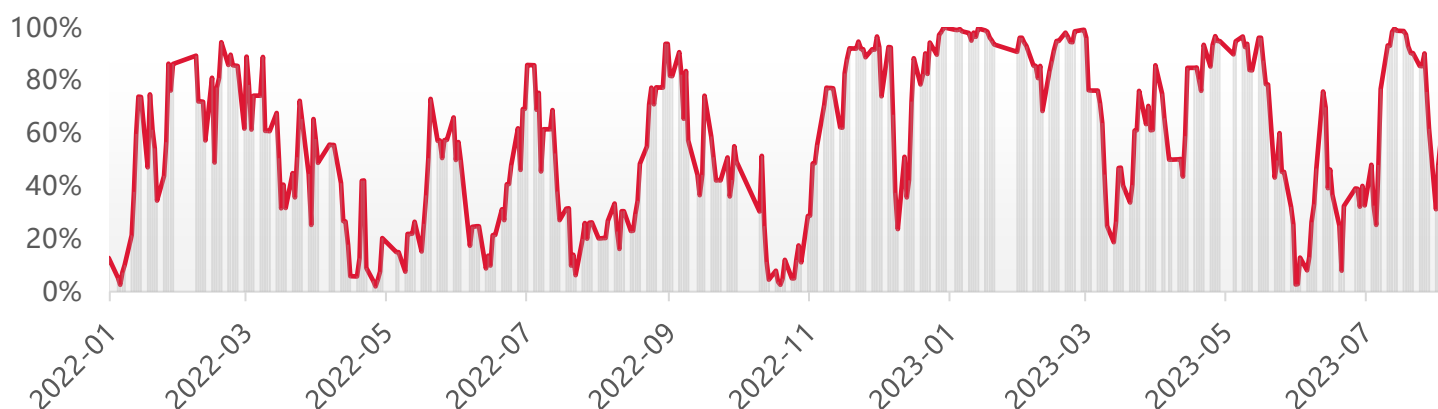
A股交易结构：行业轮动较快，行业收益分化降低

7月初政治局会议前，行业间轮动速度加快，行业间超额收益走弱；政治局会议后市场得以提振，行业轮动速度有所放缓，行业间收益率差异有所回升。往后看，8月如果科技成长和顺周期博弈剧烈，则行业轮动速度仍有潜在上行可能。

- ✓ 行业轮动：7月行业轮动速度较6月明显加快，轮动速度在月末短暂回落后，8月重新加快。
- ✓ 行业收益分布差：7月初以来，行业轮动加快，行业间收益率分化明显降低；政治局会议后，以大盘价值为代表的顺周期行业交易活跃度明显升温，行业间收益率差异也有所回升，但总体处于相对偏低的位置。
- ✓ 行业拥挤度：7月交易热度明显提升的行业主要集中在两大方向：1) 受益于地产政策预期改变的板块，主要包括大金融、地产、建筑装饰、建材、钢铁等；2) 受益于扩内需政策预期的大消费板块，如食品饮料、商贸零售、纺织服装、美容护理等。

行业轮动加快

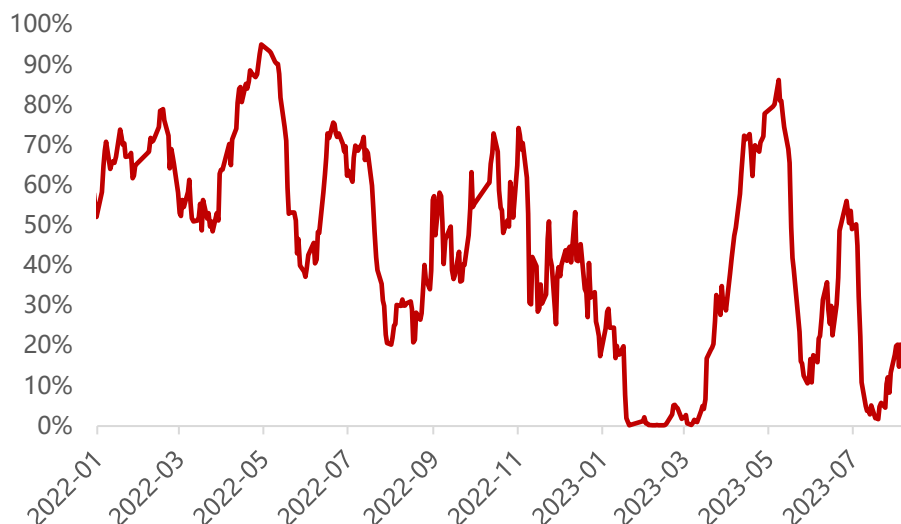
行业轮动指数



注：数值越高代表行业轮动速度越快

行业间收益差异

行业收益率分布差



注：数值越高代表不同行业收益率分化越大，10个交易日移动平均

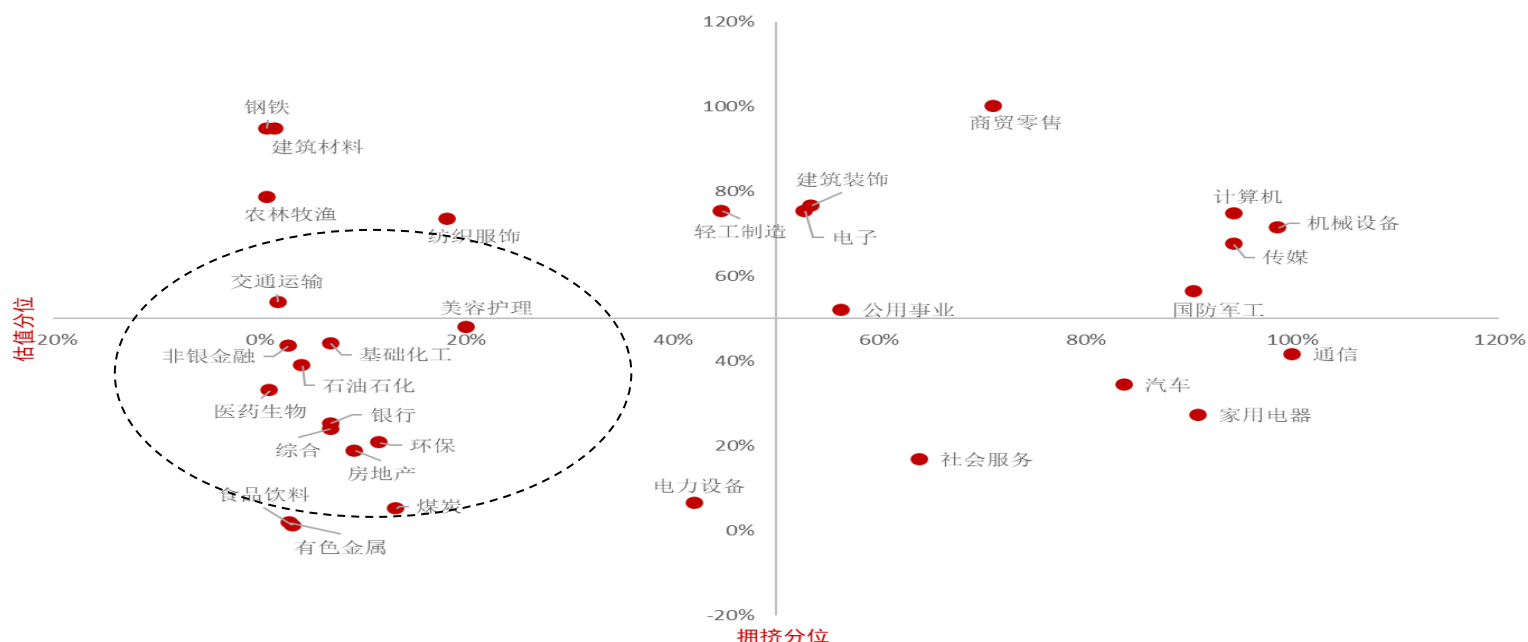
行业拥挤度变化

	行业拥挤度 (近三年)	月度分位数变化
非银金融	100.0%	97.2%
房地产	97.0%	87.7%
商贸零售	95.0%	24.0%
汽车	89.1%	5.4%
建筑装饰	85.5%	32.1%
通信	85.4%	-14.6%
传媒	81.7%	-12.7%
计算机	80.4%	-13.9%
银行	76.4%	69.6%
社会服务	67.4%	3.4%
纺织服装	59.1%	40.9%
美容护理	58.1%	38.2%
环保	57.6%	46.0%
轻工制造	57.4%	12.7%
建筑材料	53.4%	51.9%
钢铁	51.0%	50.3%
食品饮料	42.1%	39.0%
机械设备	37.5%	-61.2%
国防军工	25.1%	-65.4%
电子	23.1%	-29.6%
家用电器	15.8%	-75.1%
电力设备	15.4%	-26.7%
交通运输	14.7%	12.9%
石油石化	14.5%	10.3%
有色金属	13.2%	10.3%
公用事业	12.8%	-43.5%
农林牧渔	12.1%	11.4%
综合	10.9%	4.0%
医药生物	9.5%	8.5%
基础化工	9.4%	2.5%
煤炭	9.4%	-3.9%

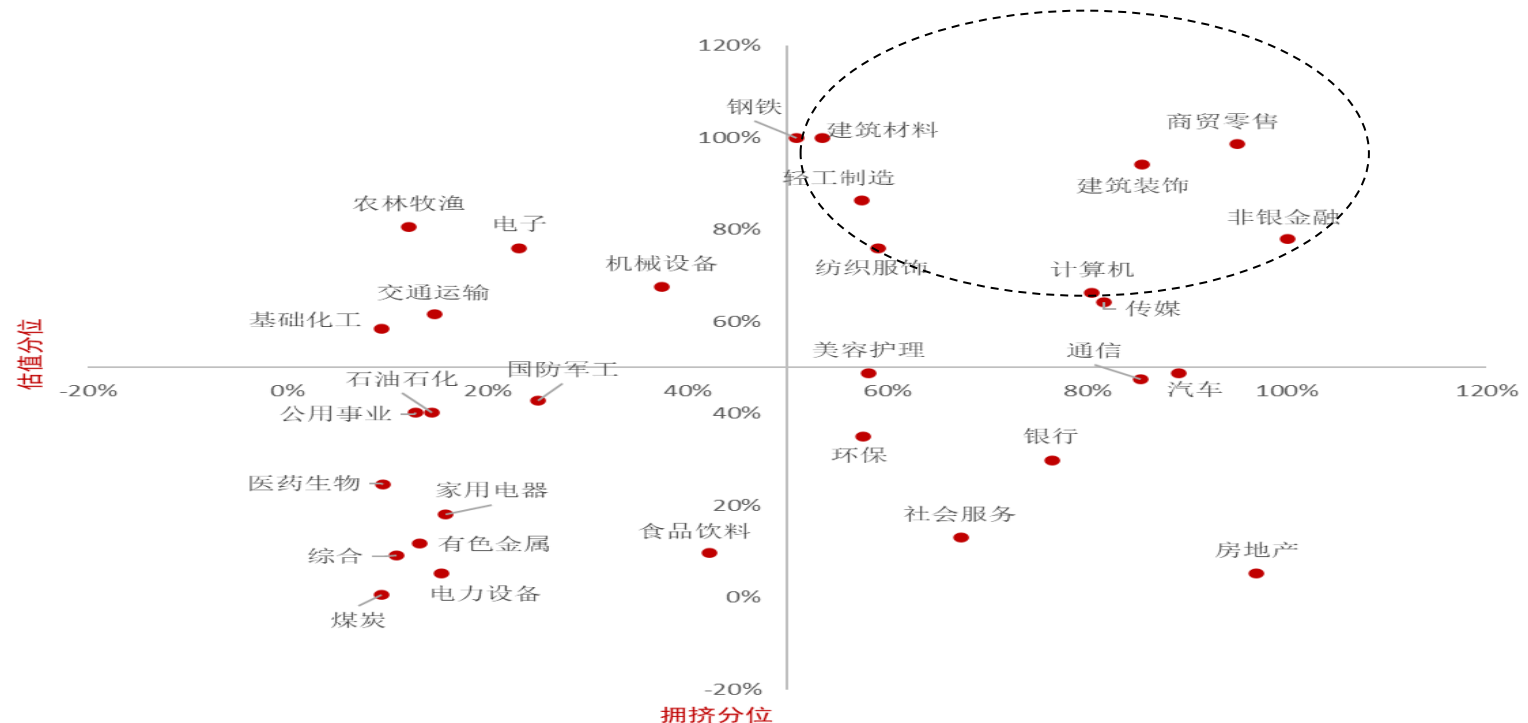
行业比较：谨慎追高，低位布局的逆向投资思路

- 今年以来，行业轮动特征较为明显，各个板块的表现持续性不佳，且交易节奏加快。因此，投资的思路还是以反转策略为主，谨慎追逐热门板块，尽量低位布局。
- 6月交易热度主要集中在通信、传媒、计算机、机械等行业，上述行业7月跌幅靠前。而6月“无人问津”的行业像非银金融、食品饮料、建材等，成为7月领涨的行业。因此，如果以月度维度考量，呈现出一个重要特征是：**谨慎追高，低位布局。**
- 截至目前，行业拥挤度及估值分位数尚处于历史中低分位水平附近，且结合基本面景气度与潜在政策影响等因素综合比较，建议关注电力设备、计算机、电子、基础化工、机械、家电等。

6月末行业交易拥挤度和估值分位



当前行业交易拥挤度和估值分位



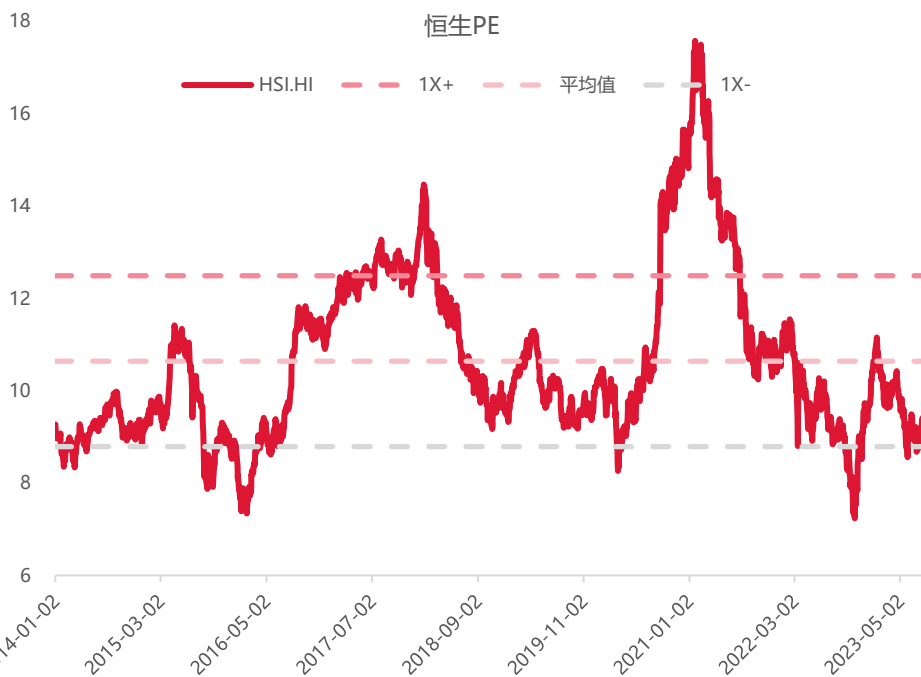
注：估值、拥挤度数据计算方式为10天滚动平均的3年历史分位数

资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

港股：短期外部风险因素偏多，保持谨慎

- 7月港股继续回升，但AH股溢价率有所上行。
- 港股虽7月继续回升，且涨幅高于A股，但AH股却有所上行。港股的上涨主要是恒生科技带动，港股中金融、地产等板块并未有明显上涨。
- 港股估值偏低，但需关注外部扰动：
- 虽港股估值仍处低位，但连续上涨两个月后，港股科技股继续上行动力减弱，部分港股地产股风险显著上升。再加上美债收益率对于港股仍有一定压制作用，港股短期或存波动风险，建议保持适当谨慎。

AH股溢价率继续上行 (%)



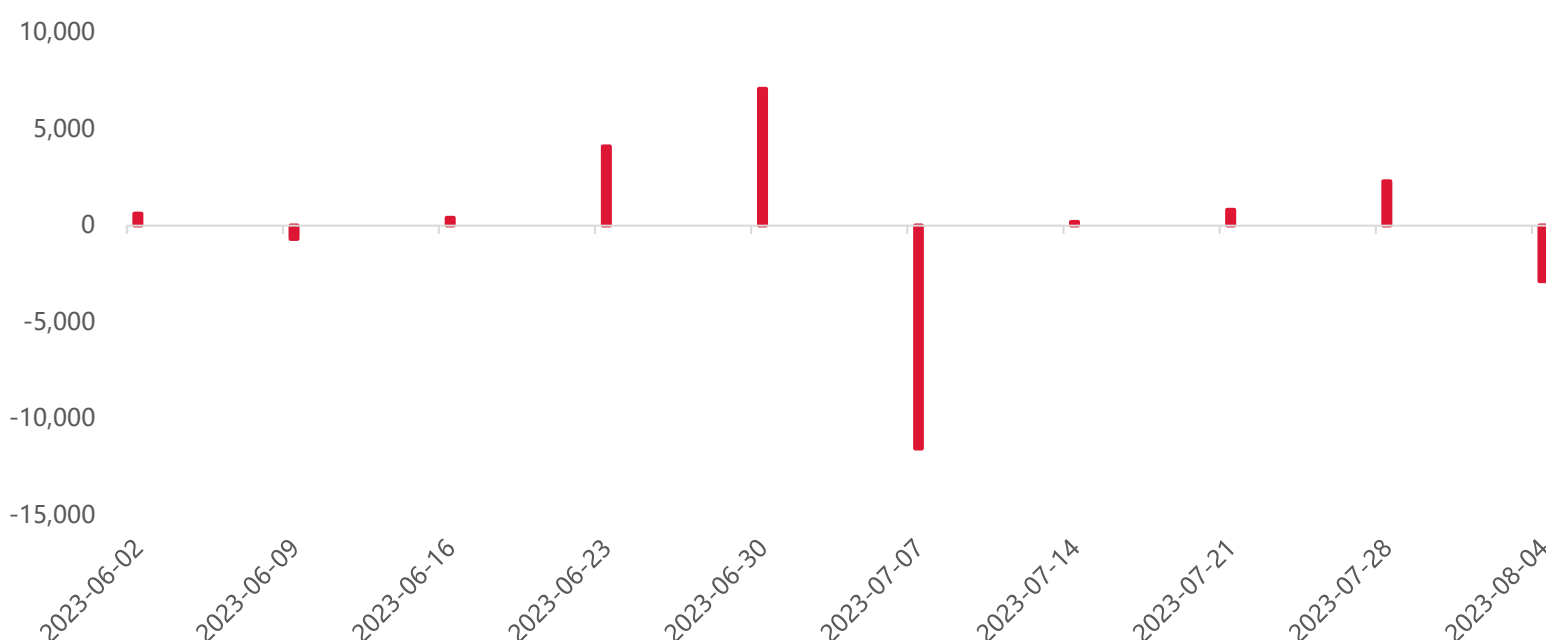
注：单位：倍

资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

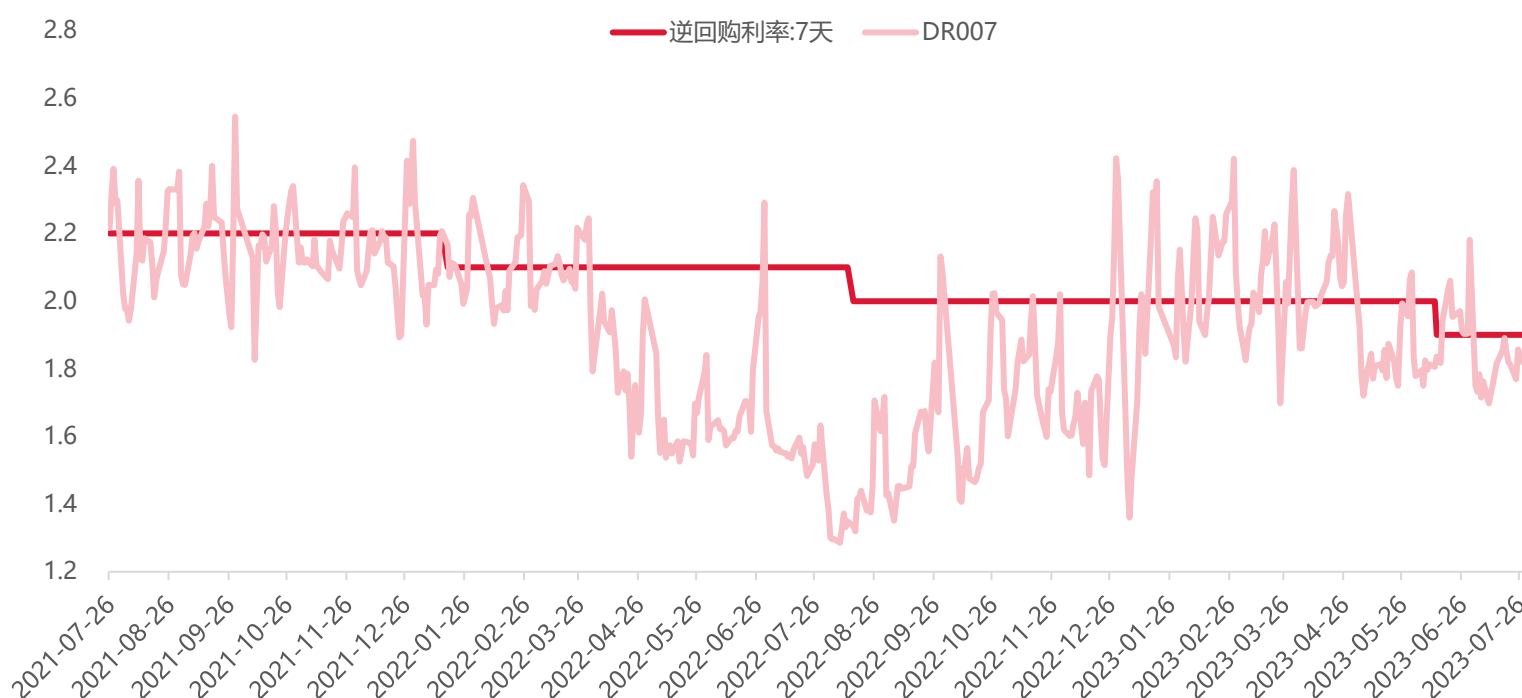
债市：资金需求偏弱，市场流动性充裕

- **7月公开市场操作仍取决于市场资金需求：**7月央行公开市场操作总体规模较上月有所减少，主要是因为资金需求偏弱，央行根据市场需求量合理投放流动性，使市场资金维持在相对充裕水平。
- **资金需求偏弱，市场流动性较为充裕：**7月虽是缴税大月，但税期扰动影响有限，再加上资金需求偏弱，市场资金利率中枢仍处在政策利率下方。
- **政策延续稳中偏松基调，对冲专项债发行加速影响，降准可期。**政治局会议后，需求端主要扰动来自于专项债加速发行、MLF到期规模较大等因素。不过政治局会议重提“发挥总量和结构性货币政策工具作用”意味着货币政策基调稳健偏宽松，后续或将通过包括降准降息在内的政策工具对冲上述资金需求，后续资金面预计总体平稳。

7月公开市场操作净投放量较少（亿元）



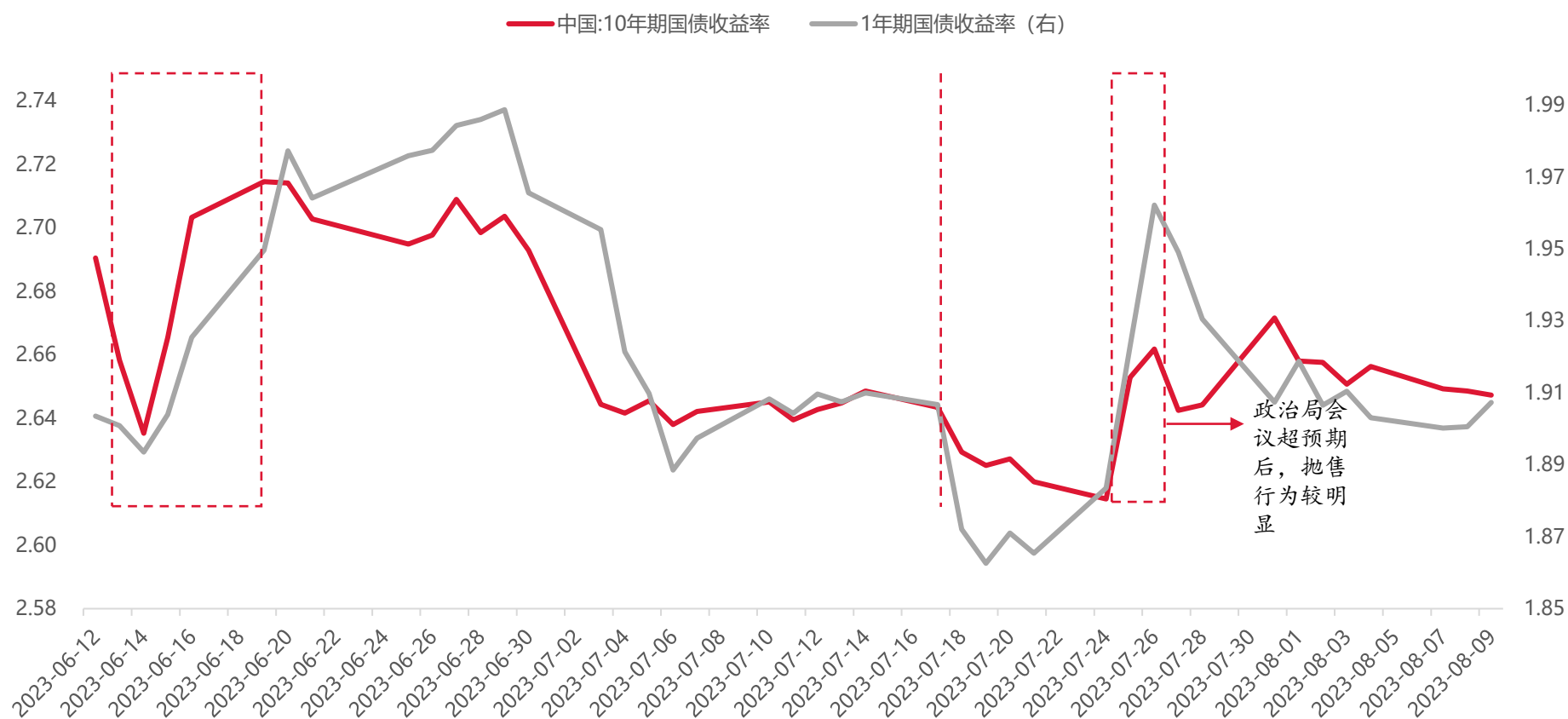
市场利率仍低于政策利率水平 (%)



债市高位止盈情绪较重，缺乏趋势性机会

- 7月国债收益率呈“降-升-降”走势。上半月，市场处在政策博弈预期，市场保持观望，债市呈震荡走势；到了月中，经济数据偏弱，加上政策主要以维稳为主，债市做多情绪升温，收益率逐步下行至2.6%附近；而政治局会议超预期，给债市带来一定调整压力，收益率上行，不过未超过6月降息后2.69%的高点；随着市场对于政策预期的逐步消化，以及经济“弱现实”环境尚未改变，收益率上行后配置意愿再度回升，收益率再次回到2.65%附近。
- 债市高位止盈情绪较重，缺乏趋势性机会。经历了长达半年多的债券牛市后，机构盈利普遍较好，再加上政治局会议后，处在宽信用政策落地期，对债市存在一定扰动。同时，2022年债市“踩踏事件”后，机构高位及时止盈的情绪较重。

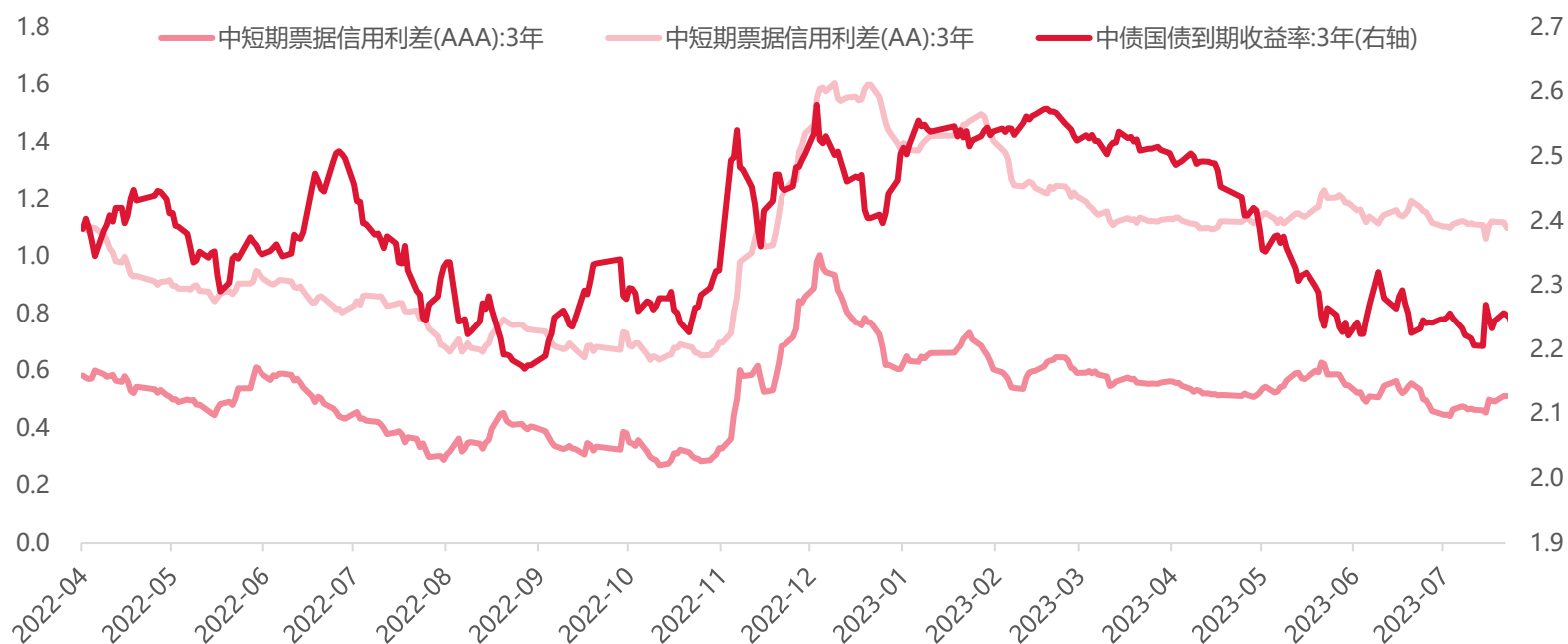
7月国债收益率呈“降-升-降”走势 (%)



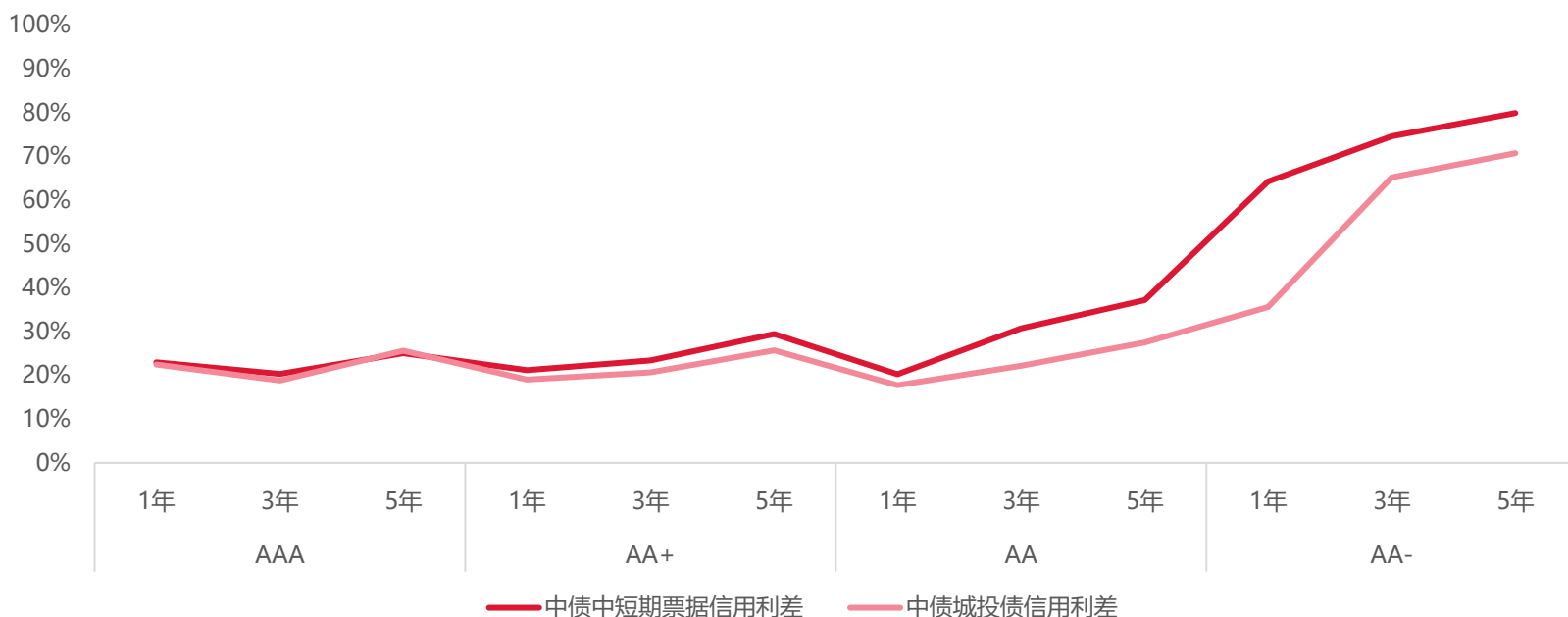
利率债维持震荡，信用债侧重中高评级

- **利率债：或延续震荡走势。**经济复苏阶段，货币政策收紧概率较低，但市场流动性难以再次出现过度充裕情况。所以对于债市而言，收益率上行风险以及向下突破空间均相对有限。加上市场当前风险偏好不高，加杠杆意愿不强，交易盘也相对有限，主要以长线资金配置盘为主。预计8月利率债将延续窄幅震荡走势，10Y国债收益率或维持在2.65%附近。
- **信用债：票息策略吸引力上升，关注高评级信用债机会。**考虑到城投化债尚未有明确的处置方案，机构当前风险偏好相对较低，配置方向更偏防御，主要侧重于中高评级信用债，规避低评级信用债相关风险。在利率缺乏趋势性机会的情况下，票息策略吸引力上升。

7月信用利差整体收窄 (%)



各期限、等级信用利差所处分位数



内容目录

- 01 市场回顾
- 02 海外经济环境及政策影响
- 03 国内经济环境及政策影响
- 04 股债策略与市场结构特征
- 05 资产配置观点展望**
- 06 风险提示



FICC配置观点——全球化配置

规避 低配 标配 高配 超配



资产类别	主要观点	配置建议
港股	<ul style="list-style-type: none"> ➤ 短期来看，美债收益率偏强运行压制境外权益资产估值 ➤ 恒生科技前期反弹较多，上行动能减弱，且需警惕部分港股地产股短期波动风险 ➤ 压力主要以短期、偏地产板块影响为主，恒生科技并无持续下行风险 ➤ 恒指短期风险偏多，适当谨慎，建议低配。恒生科技指数或相对稳健。 	低配
美股	<ul style="list-style-type: none"> ➤ 美国财政部发债超预期引发市场对美元流动性担忧，短期美债收益率偏强运行压制美股走势 ➤ 中长期来看，欧美央行加息接近尾声，估值端无进一步利空 ➤ 欧洲经济近期走弱，欧央行转鸽后，欧元对美元趋势反转，美国经济软着陆预期升温，支撑美股盈利，美元资产吸引力回升 ➤ 美股短期调整后，有望延续震荡上行走势，调整即布局机会。维持标配。 	标配 (先抑后扬)
美债	<ul style="list-style-type: none"> ➤ 美国超预期发债，短期美债收益率大概率高位波动 ➤ 美联储加息近尾声的趋势下，美债收益率“上有顶” ➤ 短期收益空间有限，且波动较高，中长期具备较好配置价值 ➤ 维持标配。 	标配
美元	<ul style="list-style-type: none"> ➤ 欧央行从鹰转鸽，货币政策预期方面，欧元对美元转势，推动美元偏强 ➤ 市场担忧美元流动性偏紧，美债收益率偏强运行，美元资产吸引力回升 ➤ 政治局会议后，人民币兑美元贬值压力显著缓解，人民币汇率企稳后，兑美元转向双向波动，兑一揽子货币总体升值，短期不建议过度博弈升值或贬值。 ➤ 维持标配。 	标配

FICC配置观点——债市及黄金

规避 低配 标配 高配 超配



资产类别		主要观点	配置建议
债券	利率债	<ul style="list-style-type: none"> 当前政策预期改善、市场风险偏好有所修复限制利率下行空间，且在前期获利较多的情况下，止盈意愿上升加大了债市上行阻力 市场流动性充裕，经济仍处于弱复苏格局下，债市仍有配置盘支撑 在宽信用效果显现前，仍有继续宽货币空间，利率上行风险不高 债市或偏横盘震荡运行。维持标配。 	标配
	信用债	<ul style="list-style-type: none"> 由于利率债趋势性机会降低，票息策略吸引力增加 “资产荒”环境下，优质信用债供给不足、刚性配置需求较高为中高评级信用债提供支撑 信用利差收敛至合理区间，难以进一步降低 中高评级信用债建议标配。 警惕地方政府债务化解进程中部分低评级城投债务相关风险，如展期降息等潜在化债措施的影响，警惕低评级（AA-）信用债中期潜在风险，维持低配。 	中高评级标配 低评级低配
商品	黄金	<ul style="list-style-type: none"> 美债收益率偏强运行，美国通胀“见顶”，美国实际收益率上行，黄金上行空间受到一定限制 考虑到未来外部潜在的金融市场风险及地缘风险，黄金下行风险较低 中长期来看，黄金仍具备较好配置价值，欧美央行未来确认加息终点将利好黄金的趋势性机会，关注9月议息会议 短期上行、下行空间均较低，维持标配。 	标配

FICC配置观点——A股策略

规避 低配 标配 高配 超配



资产类别		主要观点	配置建议
权益	A股大盘	<p>➤ 大盘方面：波浪式慢修复行情，稳中求进不激进：</p> <ul style="list-style-type: none"> ◆ 政策对经济以短期托底、中长期波折修复基调为主，三季度经济及盈利预期大概率走平，呈筑底状态； ◆ 国内仍有进一步降准降息空间，估值端有潜在小幅利好空间； ◆ 赚钱效应仍不显著，内资情绪不高，增量资金依赖于外资，资金面短期中性，中期略偏积极； ◆ 政治局会议后基调偏积极，压实阶段性底部，地产托底、政府化债、活跃资本市场表述利于短期风险偏好修复。但从股债表现来看，短期风险偏好修复或已基本完成； ◆ 行业轮动再度加速，风格主线分歧较大，难以形成持续大涨的合力，后续将以波浪式慢修复为主。建议在波浪式行情中稳健把握低位布局指数的机会，不宜激进追高。 	<p>标配</p> <p>(低位布局，不宜追高)</p>
权益	行业/风格	<p>➤ 风格：轮动特征下，行业差异弱化，以均衡配置为基础，偏大盘</p> <ul style="list-style-type: none"> ◆ 短期金融、地产、消费等价值板块修复后，行业轮动再度加速，行业收益率差异弱化，押注单一风格或行业的超额收益并不明显，反而会加大波动，推荐均衡配置。 ◆ 大盘股安全边际相对更高，或相对优于小盘风格。 <p>➤ 行业：</p> <ul style="list-style-type: none"> ◆ 行业方面，基本面无显著利空，且近期交易指标偏“弱”的行业安全边际及反弹空间相对较高。考虑行业拥挤度及估值分位数尚处于历史中低分位水平附近，且结合基本面景气度与潜在政策影响等因素综合比较，建议关注电力设备、计算机、电子、家用电器、基础化工、机械等。 	<p>均衡偏大盘</p>
权益	策略工具	<p>➤ 策略工具方面：</p> <p>短期来看，在震荡慢修复行情中，建议关注网格交易策略，把握区间震荡行情高抛低吸机会；</p> <p>中长期来看，1) 下行风险降低，建议关注安全边际更高的偏大盘指增策略，在波浪式行情中耐心等待调整阶段低位定投的机会。2) 宏观层面投资回报率趋于降低，不确定性增多，低波红利策略长期配置价值将持续提升。</p>	<p>网格交易</p> <p>偏大盘指增策略</p> <p>低波红利</p>

- 国际形势超预期演变、地缘风险事件；
- 美联储货币政策紧缩超预期强化；
- 欧美经济衰退风险；
- 海外高息环境下金融领域风险；
- 政策落地不及预期；
- 天气灾害对经济的影响超预期；
- 国内经济复苏不及预期。

分析师承诺：

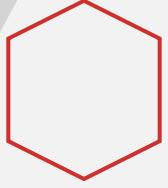
本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体建议或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

风险提示：

- ★ 华宝证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格。
- ★ 市场有风险，投资须谨慎。
- ★ 本报告所载的信息均来源于已公开信息，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。
- ★ 本报告所载的任何建议、意见及推测仅反映本公司于本报告发布当日的独立判断。本公司不保证本报告所载的信息于本报告发布后不会发生任何更新，也不保证本公司做出的任何建议、意见及推测不会发生变化。
- ★ 在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。
- ★ 本公司秉承公平原则对待投资者，但不排除本报告被他人非法转载、不当宣传、片面解读的可能，请投资者审慎识别、谨防上当受骗。
- ★ 本报告版权归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何组织或个人不得对本报告进行任何形式的发布、转载、复制。如合法引用、刊发，须注明本公司出处，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。
- ★ 本报告对基金产品的研究分析不应被视为对所述基金产品的评价结果，本报告对所述基金产品的客观数据展示不应被视为对其排名打分的依据。任何个人或机构不得将我方基金产品研究成果作为基金产品评价结果予以公开宣传或不当引用。

适当性申明：

- ★ 根据证券投资者适当性管理有关法规，该研究报告仅适合专业机构投资者及与我司签订咨询服务协议的普通投资者，若您为非专业投资者及未与我司签订咨询服务协议的投资者，请勿阅读、转载本报告。



谢谢!

敬请扫描二维码

关注微信公众号「华宝财富魔方」



华宝证券
HWABAO SECURITIES