

## 证券研究报告-大类资产配置 专题

发布日期：2022年08月07日

### 相关报告

《大类资产配置专题：资产价格波动放大，推荐战术性防御》 2022-07-13

《大类资产配置专题：全球经济预期走弱，大类资产普遍回落》 2022-05-16

《大类资产配置专题：货币政策错位加剧，中美利差倒挂》 2022-04-11

联系人：马巍琦

电话：021-50586973

地址：上海浦东新区世纪大道1788号16楼

邮编：200122

### 投资要点：

- **国内生产回落，欧美趋向滞胀。**7月国内经济再度有所回落，生产超季节性趋弱，但需求月末显示出修复迹象。PMI回落到49，收缩幅度明显超预期。从分项来看，价格和生产双收缩是主要原因，新订单和新出口订单也比较弱；行业结构层面，建筑业较强，服务业仍在荣枯线上，上游生产弱。反映了两个宏观逻辑：一是低利润空间推动上游行业在生产淡季主动去库，二是疫情反复在现实和预期层面形成了双重冲击。海外方面，7月欧美通胀形势仍然严峻，衰退迹象逐渐显露。在此情况下，欧美央行一方面延续紧缩态势。欧央行7月年来首次加息，幅度达到50bp。美联储7月FOMC再度加息75bp。另一方面不约而同淡化前瞻指引，表明经济的不确定性已经明显加大，货币政策不得不牺牲“透明”性来保留相机抉择的空间。美联储连续三次加息25、50、75bp后终于没有在第四次加息100bp，“变鹰”幅度放缓被市场解读为重要的鸽派或拐点信号。美债收益率因此明显回落。市场定价的利率“路径”是美联储加息周期2023年见顶，随后很快转入降息。但必须指出，这一路径存在假设不能实现的重大风险，即高估了菲利普斯曲线的斜率。
- **7月全球权益市场延续分化表现，全球债市普涨，商品延续跌势，美元指数高位震荡。**7月A股多数行业回落，受益于汽车景气度持续较高及猪价上涨等逻辑的机械、汽车、电力和农林牧渔行业表现靠前。消费者服务、食品饮料及建材、医药、金融等行业表现靠后。美债利率交易经济衰退和联储货币政策见到拐点，上旬到中旬震荡，下旬快速下行。国内债市从交易复苏转向交易经济走弱，上旬小幅调整后高位震荡，中下旬社融发布后市场利空出尽，随着地产信贷风险事件发酵持续震荡下行。美元在大幅走强后高位震荡，人民币兑美元汇率维持在6.7到6.8区间震荡。
- **7月境内外大类资产（主要是权益类资产）表现有所分化，境内债券>权益和商品，境外权益>债券>商品。**全球宏观经济处于“滞胀”阶段向“衰退”阶段的切换期，经济预期持续调降，但未来变化幅度的不确定性明显扩大，因此资产定价的逻辑较为反复和拉锯。从资产性价比来看，目前股票估值、商品价格均相对中性。本月我们推荐回归均衡配置，标配债券、权益和商品。我们的美林时钟策略当前信号仍然指向第四（衰退）象限，推荐配置债券。这一信号历史胜率约72%，上月取得0.7%正收益。

**风险提示：**（1）通胀超预期上行，全球央行货币政策被迫加速转向；  
（2）疫情反复，疫苗有效性降低拖延疫情恢复进度。

## 内容目录

1. 周期阶段拐点，不确定性加大.....	4
1.1. 国内生产回落，欧美趋向滞胀.....	4
1.2. 大类资产配置策略：周期阶段拐点，不确定性加大.....	9
2. 股票：全球权益资产延续分化态势.....	14
3. 债券：全球债市普涨.....	17
4. 商品与外汇：商品延续跌势，美元指数高位震荡.....	20
5. 风险提示.....	25

## 图表目录

图 1：全球新增确诊反弹.....	5
图 2：7 月制造业 PMI 回落.....	5
图 3：生产回落.....	5
图 4：6 月工业增加值修复放缓.....	5
图 5：固定资产投资平稳.....	5
图 6：地产投资走弱，基建投资加快.....	6
图 7：消费尚待恢复.....	6
图 8：出口平稳.....	6
图 9：CPI 小幅上扬.....	6
图 10：M2 同比持续回升.....	6
图 11：居民长贷有所修复.....	6
图 12：主要行业去库存.....	7
图 13：采矿业和制造业利润表现.....	7
图 14：地产销售与挖掘机销售地位震荡.....	7
图 15：汽车销售上涨.....	7
图 16：美国 PMI 明显回落.....	7
图 17：美国住房销售有放缓迹象.....	7
图 18：美国通胀.....	8
图 19：主要发达国家核心通胀.....	8
图 20：欧元区通胀.....	8
图 21：欧元区 PMI.....	8
图 22：OECD 领先指标.....	8
图 23：韩国和越南出口.....	8
图 24：主要经济体花旗经济意外指数.....	9
图 25：主要资产品种长期年化回报率和波动率.....	10
图 26：2010 年以来历年大类资产收益表现.....	10
图 27：沪深 300 波动率存在周期性回归特征.....	11
图 28：商品指数波动率.....	11
图 29：主要大类资产品种长期相关性：2010 年初至 2021 年上半年.....	11
图 30：大类资产短期相关性：2021 年全年.....	12
图 31：沪深 300 与中证 500、港股、利率债资产 3 个月滚动相关性.....	12
图 32：沪深 300 与商品、黄金 3 个月滚动相关性.....	12
图 33：7 月全球资产表现.....	13
图 34：2010 年以来参考组合表现.....	13
图 35：PMI-美林时钟策略.....	13

图 36: 全球主要股票指数月表现 (%) .....	14
图 37: MSCI 发达市场和新兴市场 .....	14
图 38: 标准普尔 500 波动率指数 .....	15
图 39: A 股主要股票指数月表现 (%) .....	15
图 40: A 股风格指数表现 .....	15
图 41: A 股行业涨幅排名 .....	16
图 42: A 股成交规模与市值 .....	16
图 43: A 股估值水平 .....	16
图 44: A 股市场情绪 .....	17
图 45: 金融地产板块估值 .....	17
图 46: 联邦基金利率 .....	18
图 47: Ted 息差 .....	18
图 48: 美联储与欧央行资产负债表规模 .....	18
图 49: 联储资产负债表负债端主要项目 .....	19
图 50: 美国十年期国债收益率和实际国债收益率走势 .....	19
图 51: 10 年美债构成: 实际利率与通胀预期 .....	19
图 52: 美国国债期限结构 .....	19
图 53: 主要发展中国家 10 年期国债收益率 .....	20
图 54: 主要发达国家 10 年期国债收益率 .....	20
图 55: 美国投资级信用债信用利差 .....	20
图 56: 中美利差 .....	20
图 57: 本月主要商品涨幅排序 .....	21
图 58: 黄金及白银价格 .....	21
图 59: 金银、金铜、金油三大重要比值 .....	21
图 60: 金铜比与 10 年期美债 .....	22
图 61: 黄金与美国实际利率 .....	22
图 62: 螺矿比、焦矿比、焦煤比走势 .....	22
图 63: 螺纹钢和铁矿石价格走势 .....	22
图 64: LME 铜、镍、锡价格走势 .....	22
图 65: LME 铝、铅、锌价格走势 .....	22
图 66: 铜库存情况 .....	23
图 67: 铜供需缺口 .....	23
图 68: CBOT 小麦、玉米走势 .....	23
图 69: 大豆、白砂糖、棉花走势 .....	23
图 70: 原油价格走势 .....	23
图 71: 原油价格与库存规模 .....	23
图 72: 动力煤、天然气价格走势 .....	24
图 73: 建材价格走势 .....	24
图 74: CRB 现货指数走势 .....	24
图 75: 美元对欧元、英镑、日元走势 .....	24
图 76: 美日、美德利差走势 .....	24
图 77: 人民币指数与美元兑人民币汇率 .....	25
图 78: 近 3 年人民币汇率与铜价强相关 .....	25
图 79: 美元指数走势 .....	25

## 1. 周期阶段拐点，不确定性加大

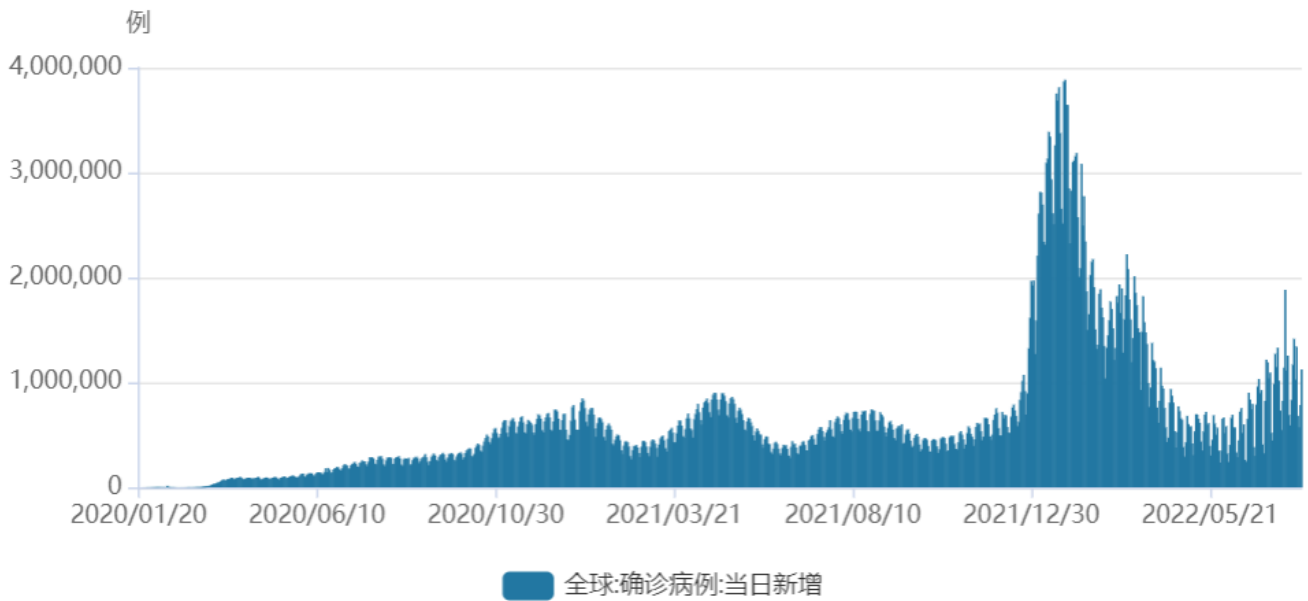
### 1.1. 国内生产回落，欧美趋向滞胀

7月国内经济再度有所回落，生产超季节性趋弱，但需求月末显示出修复迹象。PMI 回落到49，收缩幅度明显超预期。从分项来看，价格和生产双收缩是主要原因，新订单和新出口订单也比较弱；行业结构层面，建筑业较强，服务业仍在荣枯线上，上游生产弱。反映了两个宏观逻辑：一是低利润空间推动上游行业在生产淡季主动去库，二是疫情反复在现实和预期层面形成了双重冲击。这与高频数据中生产开工类数据7月中下旬以来普遍持续下降的现象基本对应。月末票据利率大幅下行也暗示社融可能再度有所回落。但经济结构中乐观的一面是，需求类高频数据7月下旬普遍有所修复，30城房地产成交企稳回升，汽车销售景气度持续处于高位，观影人数等数据也有所攀升。流动性被动宽松，银行间隔夜加权价格在缴税大月税期波动微弱，逐步压缩到1%附近，反映地方债供给高峰过去和贷款可能有所回落的背景下全月生息资产可能供给偏弱，资金充裕。

海外方面，7月欧美通胀形势仍然严峻，衰退迹象逐渐显露。美国二季度经济数据公布，连续两个季度环比下滑，技术上陷入衰退。尽管这一信号意义有限，去年Q4存货投资推动基数异常上行，环比短期回落是正常现象。但回落的美国PMI数据，尤其是快速下降且连续两个月处于收缩区间的新订单分项等数据显示需求回落迹象已经较为明显。欧洲形势相对更为严峻，7月欧元区调和CPI达到8.9%再创新高，核心CPI也继续攀升到4%水平，同时欧元区制造业PMI跌破荣枯线水平，衰退风险加大。在此情况下，欧美央行一方面延续紧缩态势。欧央行7月年来首次加息，幅度达到50bp。美联储7月FOMC再度加息75bp。另一方面不约而同淡化前瞻指引，表明经济的不确定性已经明显加大，货币政策不得不牺牲“透明”性来保留相机抉择的空间。

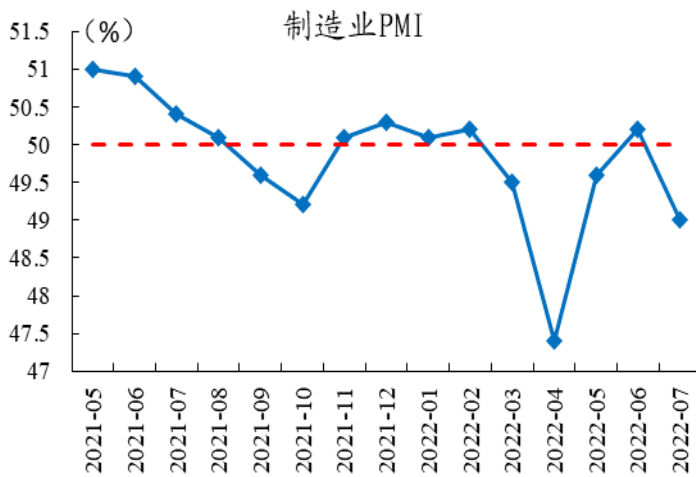
美联储连续三次加息25、50、75bp后终于没有在第四次加息100bp，“变鹰”幅度放缓被市场解读为重要的鸽派或拐点信号。美债收益率因此明显回落。市场定价的利率“路径”是美联储加息周期2023年见顶，随后很快转入降息。但必须指出，这一路径存在假设不能实现的重大风险，即高估了菲利普斯曲线的斜率，未来如果短期“浅衰退”并没有有效的推动CPI下行，导致美联储无法找到合适的机会及时降息，最终导致欧美经济衰退幅度超预期。大宗商品尤其是能源价格回落后，未来一到两个月CPI的走势较为关键。如果“输入式通胀”下降不能缓和核心CPI的上行趋势，出现前述场景的风险明显上行，欧美利率可能存在明显回升的风险。

图 1：全球新增确诊反弹



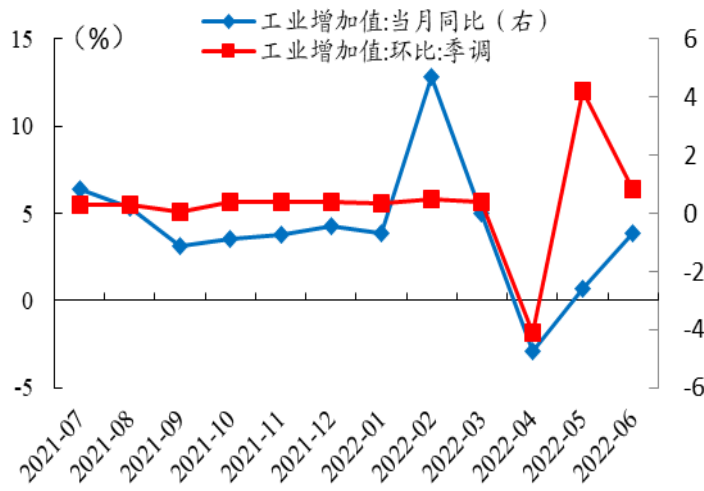
资料来源：Wind, 中原证券

图 2：7 月制造业 PMI 回落



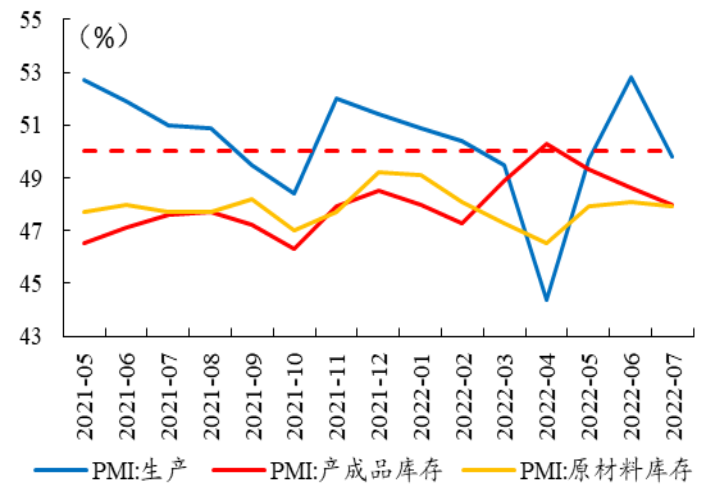
资料来源：Wind, 中原证券

图 4：6 月工业增加值修复放缓



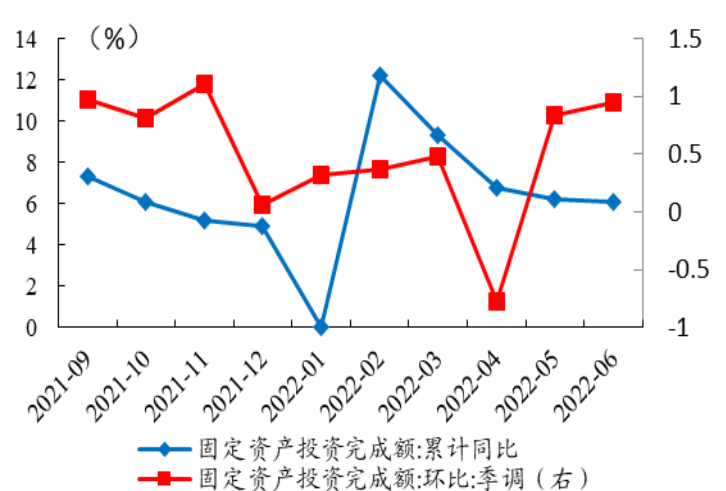
资料来源：Wind, 中原证券

图 3：生产回落



资料来源：Wind, 中原证券

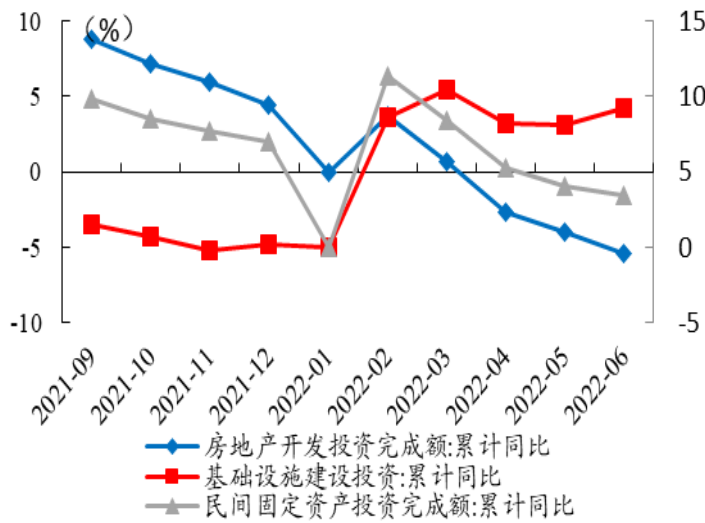
图 5：固定资产投资平稳



资料来源：Wind, 中原证券

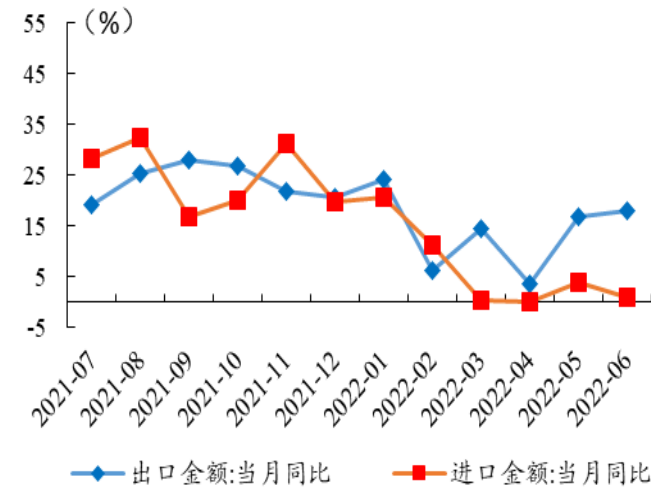


图 6：地产投资走弱，基建投资加快



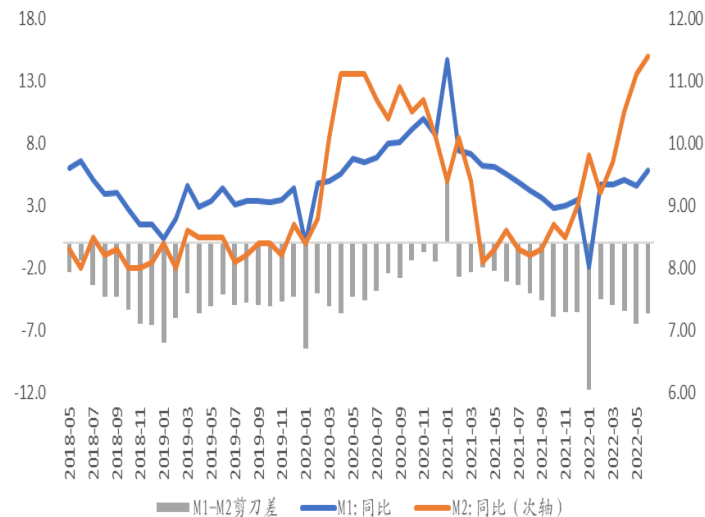
资料来源：Wind, 中原证券

图 8：出口平稳



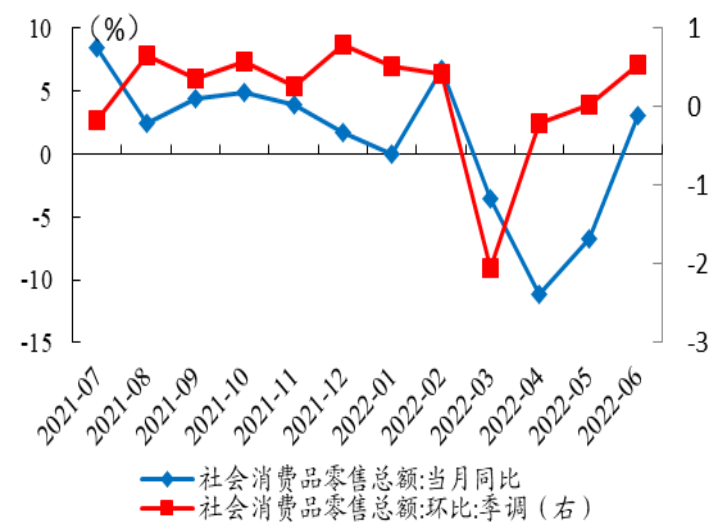
资料来源：Wind, 中原证券

图 10：M2 同比持续回升



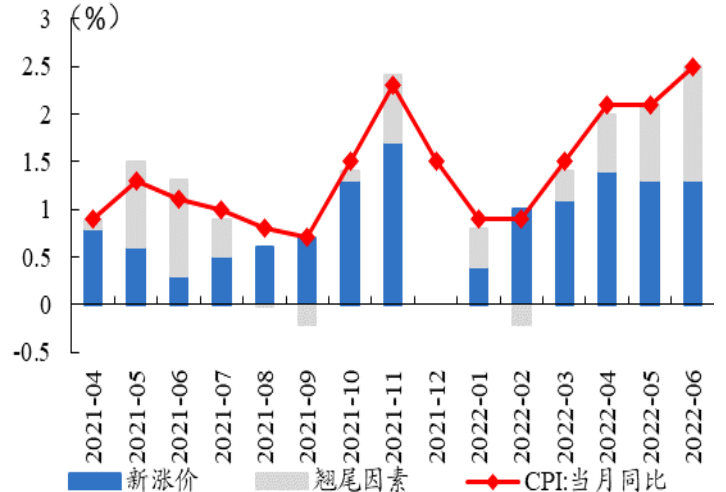
资料来源：Wind, 中原证券

图 7：消费尚待恢复



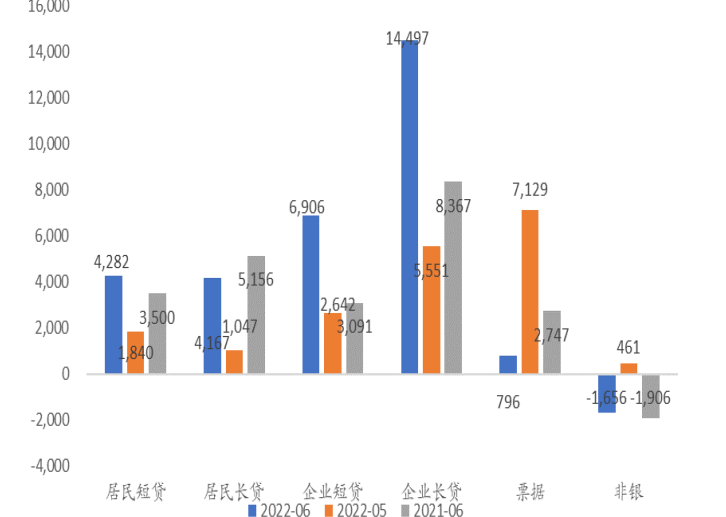
资料来源：Wind, 中原证券

图 9：CPI 小幅上扬



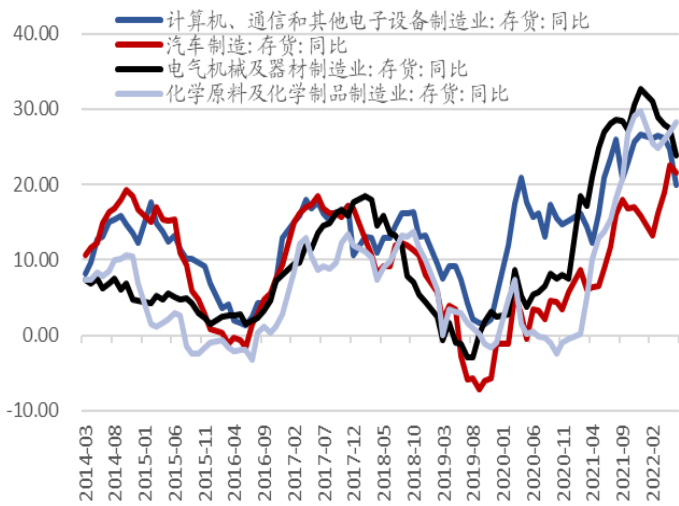
资料来源：Wind, 中原证券

图 11：居民长贷有所修复



资料来源：Wind, 中原证券

图 12: 主要行业去库存



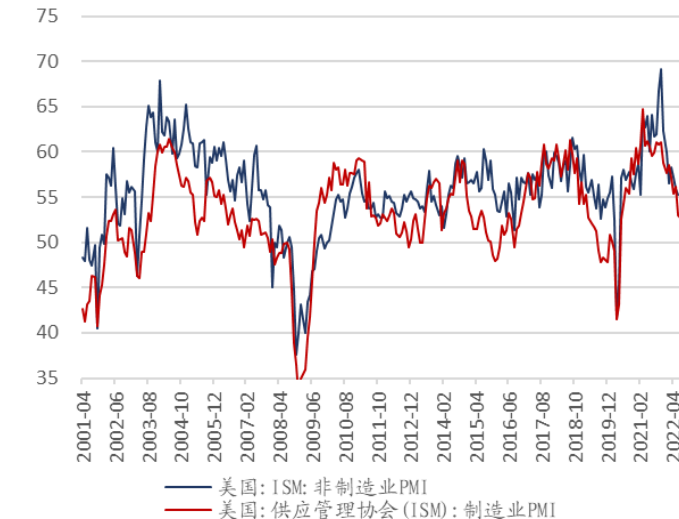
资料来源: Wind, 中原证券

图 14: 地产销售与挖掘机销售地位震荡



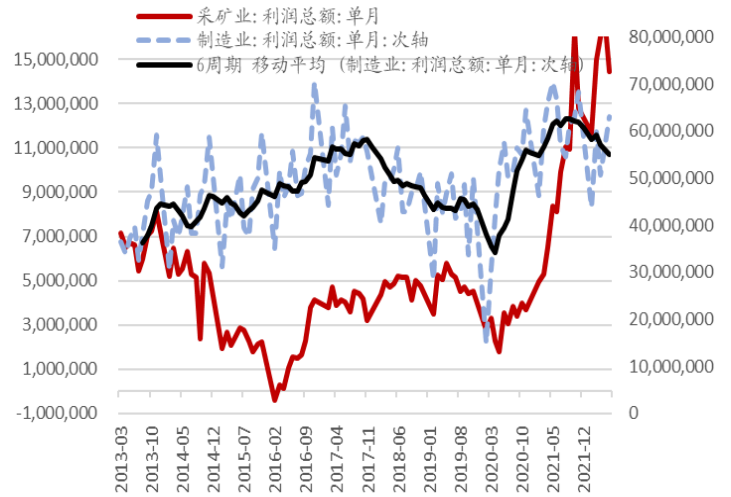
资料来源: Wind, 中原证券

图 16: 美国 PMI 明显回落



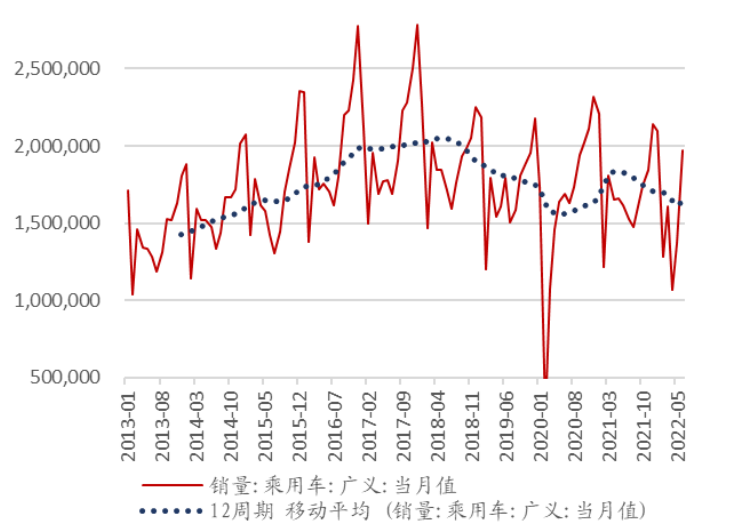
资料来源: Wind, 中原证券

图 13: 采矿业和制造业利润表现



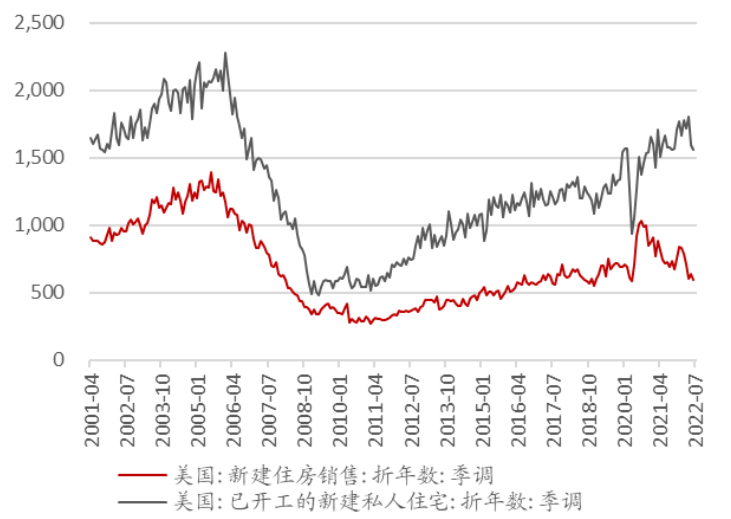
资料来源: Wind, 中原证券

图 15: 汽车销售上涨



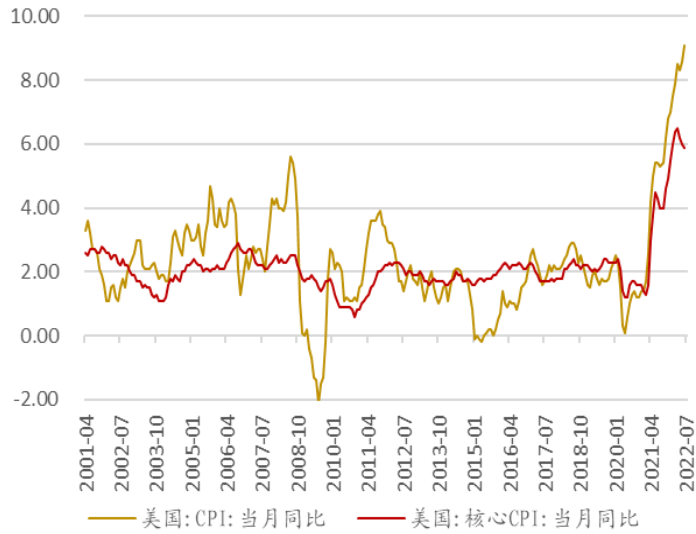
资料来源: Wind, 中原证券

图 17: 美国住房销售有放缓迹象



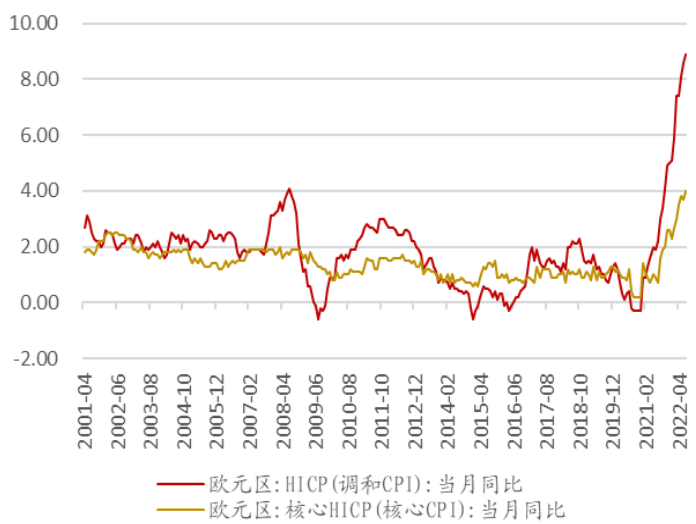
资料来源: Wind, 中原证券

图 18: 美国通胀



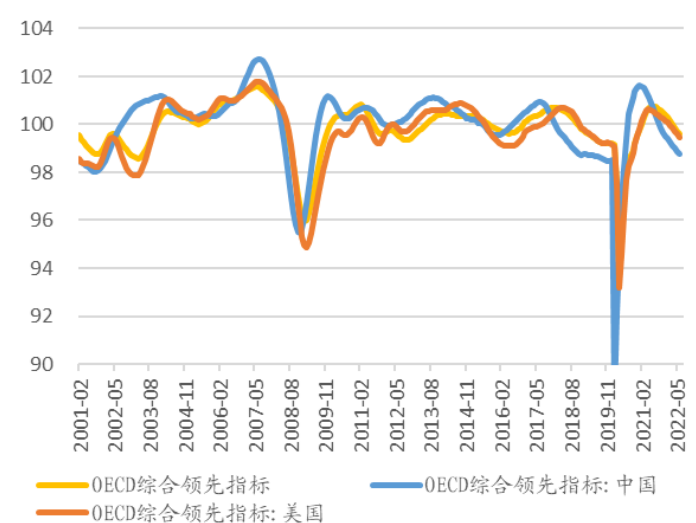
资料来源: Wind, 中原证券

图 20: 欧元区通胀



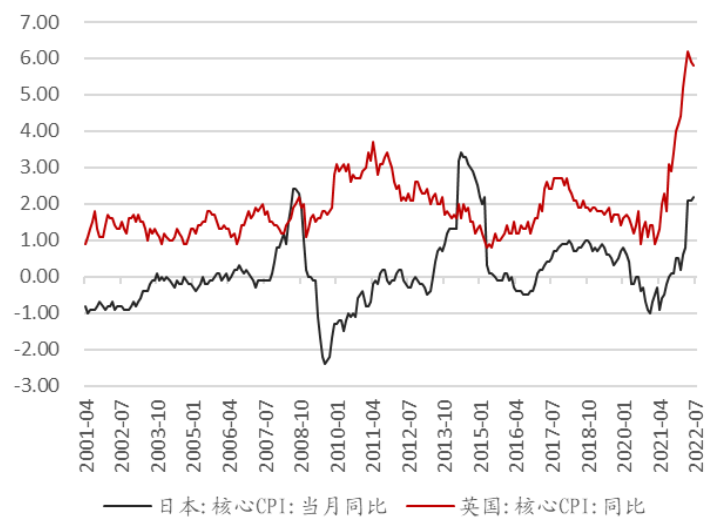
资料来源: Wind, 中原证券

图 22: OECD 领先指标



资料来源: Wind, 中原证券

图 19: 主要发达国家核心通胀



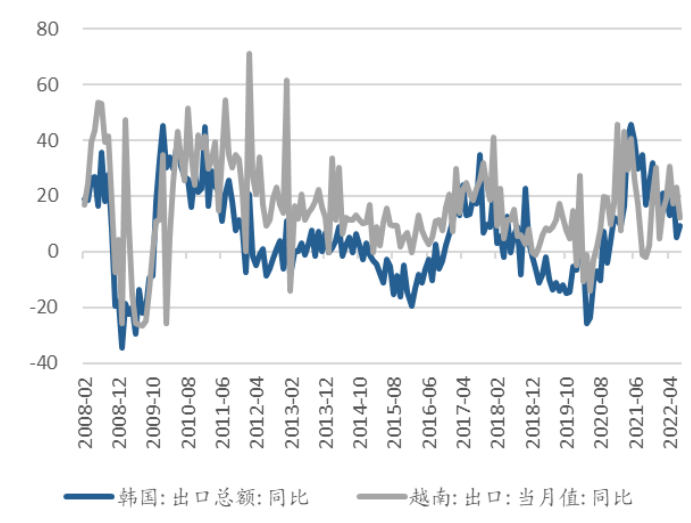
资料来源: Wind, 中原证券

图 21: 欧元区 PMI



资料来源: Wind, 中原证券

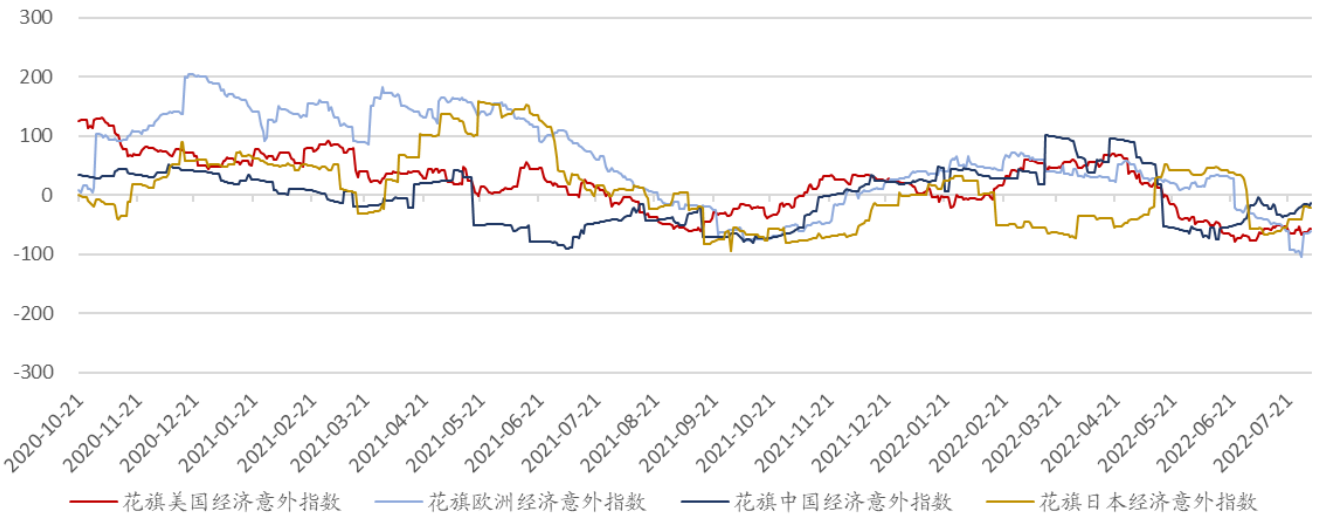
图 23: 韩国和越南出口



资料来源: Wind, 中原证券



图 24：主要经济体花旗经济意外指数



资料来源：Wind, 中原证券

### 1.2. 大类资产配置策略：周期阶段拐点，不确定性加大

7月境内外大类资产（主要是权益类资产）表现有所分化，境内债券>权益和商品，境外权益>债券>商品。全球经济整体回落，欧美经济出现衰退征兆，国内经济修复较弱有所回落，导致全球收益率普遍下行，债券资产表现相对较好，商品则定价经济需求疲弱，普遍大幅回落。境内外权益资产维持了近几个月以来的分化表现，国内市场在5-6月反弹后以回调整理交易经济回落，海外市场则走出5-6月的连续下挫，出现一轮交易“货币政策触顶，未来较快回到宽松阶段”的明显反弹。

全球宏观经济处于“滞胀”阶段向“衰退”阶段的切换期，经济预期持续调降，但未来变化幅度的不确定性明显扩大，因此资产定价的逻辑较为反复和拉锯。从资产性价比来看，目前股票估值、商品价格均相对中性。本月我们推荐回归均衡配置，标配债券、权益和商品。我们的美林时钟策略当前信号仍然指向第四（衰退）象限，推荐配置债券。这一信号历史胜率约72%，上月取得0.7%正收益。

图 25：主要资产品种长期年化回报率和波动率

品种	长期回报率:年化	长期波动率:年化
800收益	5.24%	22.94%
300收益	5.53%	22.73%
500收益	4.47%	26.11%
中证1000全收益	4.72%	27.56%
国证1000R	5.26%	23.12%
国证2000R	8.16%	26.76%
恒生指数R	5.93%	18.43%
恒生综指R	6.65%	18.95%
中债-总财富(总值)指数	3.97%	1.72%
中债-综合财富(总值)指数	4.22%	1.22%
中债-新综合财富(总值)指数	4.21%	1.18%
中债-信用债总财富(总值)指数	5.01%	1.01%
南华商品指数	2.54%	14.15%
伦敦金现	4.08%	15.71%

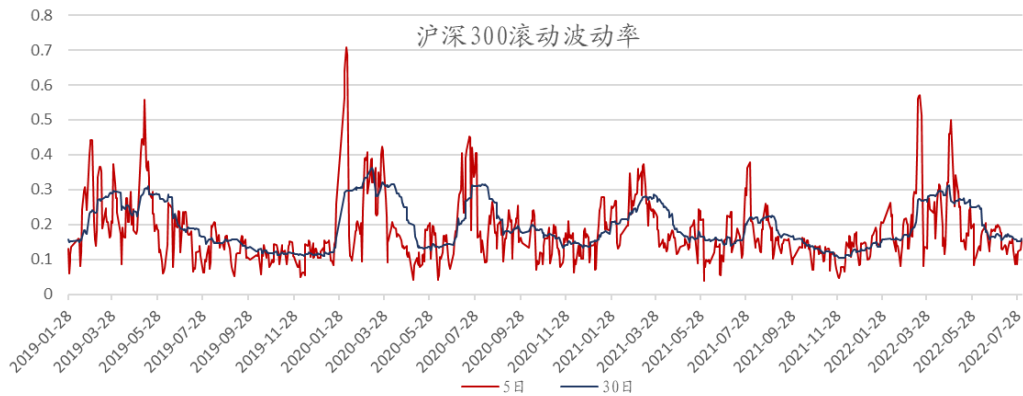
资料来源：Wind, 中原证券

图 26：2010 年以来历年大类资产收益表现

回报率：%	股票				债券		其它资产			
年份	大盘	中盘	小盘	港股	利率债	信用债	商品	黄金	现金	房地产
2010	-11.58	10.51	17.64	9.27	1.92	4.06	12.04	29.52	1.71	-
2011	-24.05	-33.49	-32.78	-19.34	5.72	4.19	-16.96	10.06	3.24	4.30
2012	9.80	1.18	-0.77	26.45	2.51	6.26	4.22	7.14	2.81	0.06
2013	-5.33	18.06	32.50	8.29	-2.10	1.71	-12.37	-28.04	3.27	11.53
2014	55.85	40.45	35.26	3.97	11.23	10.09	-16.54	-1.81	2.81	-2.67
2015	7.22	43.85	76.59	-4.58	8.03	9.07	-14.52	-10.37	2.01	4.17
2016	-9.26	-17.17	-19.69	2.77	1.30	2.27	51.34	8.48	2.11	18.73
2017	24.25	0.61	-16.89	42.98	-1.19	2.31	7.85	13.16	2.65	7.16
2018	-23.64	-32.54	-36.28	-13.93	9.63	7.44	-5.83	-1.57	2.43	7.36
2019	39.19	28.14	26.98	14.73	4.36	5.04	15.58	18.33	2.16	5.52
2020	29.89	22.26	20.45	15.37	3.07	3.32	7.41	25.07	1.54	5.50
10年平均	8.39	7.44	9.36	7.82	4.04	5.07	2.93	6.36	2.43	6.17
标准差	26.26	26.74	34.24	17.59	4.27	2.83	20.06	16.39	0.58	5.90

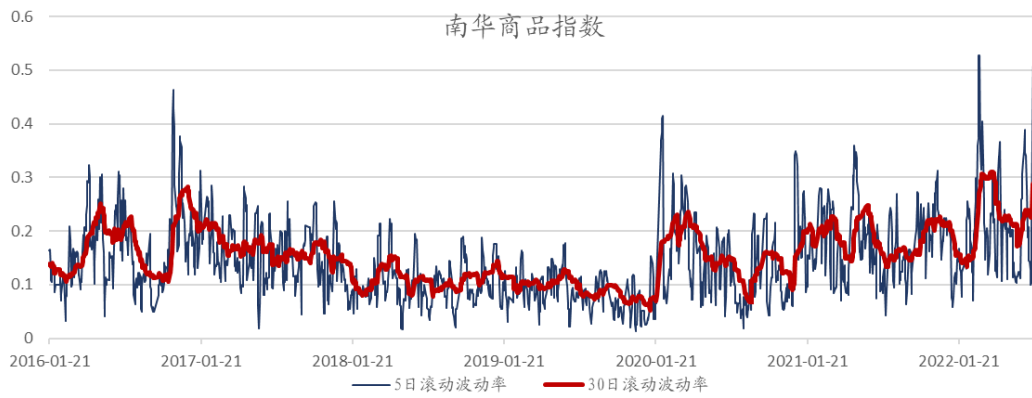
资料来源：Wind, 中原证券

图 27：沪深 300 波动率存在周期性回归特征



资料来源：Wind, 中原证券

图 28：商品指数波动率



资料来源：Wind, 中原证券

图 29：主要大类资产品种长期相关性：2010 年初至 2021 年上半年

长期相关性	A股大盘股	A股中盘股	A股小盘股	港股	纳斯达克	道琼斯	利率债	信用债	商品	黄金	铜	原油	螺纹钢
A股大盘股	1.00	0.79	0.58	0.89	0.90	0.85	0.84	0.83	0.38	0.27	-0.06	-0.69	0.02
A股中盘股	0.79	1.00	0.95	0.59	0.56	0.54	0.60	0.61	-0.11	-0.15	-0.36	-0.75	-0.40
A股小盘股	0.58	0.95	1.00	0.38	0.35	0.36	0.46	0.47	-0.35	-0.31	-0.53	-0.71	-0.60
港股	0.89	0.59	0.38	1.00	0.94	0.95	0.86	0.88	0.45	0.24	-0.03	-0.53	0.09
纳斯达克	0.90	0.56	0.35	0.94	1.00	0.97	0.92	0.93	0.44	0.38	-0.07	-0.58	0.06
道琼斯	0.85	0.54	0.36	0.95	0.97	1.00	0.94	0.96	0.38	0.25	-0.17	-0.59	-0.01
利率债	0.84	0.60	0.46	0.86	0.92	0.94	1.00	1.00	0.24	0.23	-0.36	-0.77	-0.18
信用债	0.83	0.61	0.47	0.88	0.93	0.96	1.00	1.00	0.22	0.18	-0.37	-0.76	-0.20
商品	0.38	-0.11	-0.35	0.45	0.44	0.38	0.24	0.22	1.00	0.60	0.76	0.15	0.88
黄金	0.27	-0.15	-0.31	0.24	0.38	0.25	0.23	0.18	0.60	1.00	0.48	0.10	0.49
铜	-0.06	-0.36	-0.53	-0.03	-0.07	-0.17	-0.36	-0.37	0.76	0.48	1.00	0.60	0.90
原油	-0.69	-0.75	-0.71	-0.53	-0.58	-0.59	-0.77	-0.76	0.15	0.10	0.60	1.00	0.49
螺纹钢	0.02	-0.40	-0.60	0.09	0.06	-0.01	-0.18	-0.20	0.88	0.49	0.90	0.49	1.00

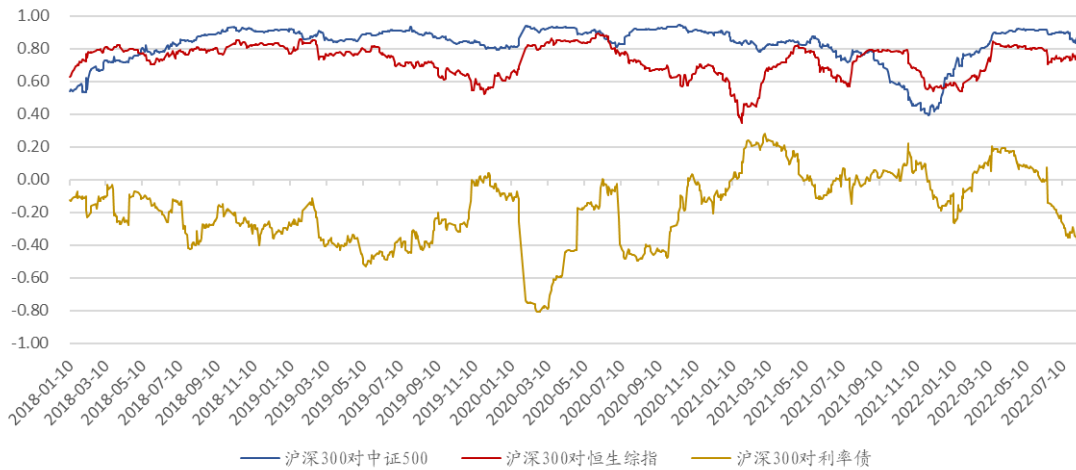
资料来源：Wind, 中原证券

图 30：大类资产短期相关性：2021 年全年

短期相关性	A股大盘股	A股中盘股	A股小盘股	港股	纳斯达克	道琼斯	利率债	信用债	商品	黄金	铜	原油	螺纹钢
A股大盘股	1.00	-0.45	-0.52	0.72	-0.57	-0.74	-0.68	-0.69	-0.60	0.36	-0.60	-0.60	-0.33
A股中盘股	-0.45	1.00	0.98	-0.80	0.87	0.72	0.92	0.90	0.71	0.05	0.39	0.66	0.07
A股小盘股	-0.52	0.98	1.00	-0.86	0.90	0.75	0.95	0.93	0.69	0.01	0.37	0.66	0.00
港股	0.72	-0.80	-0.86	1.00	-0.78	-0.72	-0.92	-0.90	-0.64	0.14	-0.38	-0.63	0.04
纳斯达克	-0.57	0.87	0.90	-0.78	1.00	0.82	0.92	0.92	0.68	-0.02	0.42	0.76	-0.07
道琼斯	-0.74	0.72	0.75	-0.72	0.82	1.00	0.88	0.91	0.82	-0.03	0.77	0.82	0.27
利率债	-0.68	0.92	0.95	-0.92	0.92	0.88	1.00	0.99	0.78	-0.02	0.54	0.76	0.08
信用债	-0.69	0.90	0.93	-0.90	0.92	0.91	0.99	1.00	0.82	-0.04	0.59	0.81	0.10
商品	-0.60	0.71	0.69	-0.64	0.68	0.82	0.78	0.82	1.00	-0.09	0.80	0.87	0.47
黄金	0.36	0.05	0.01	0.14	-0.02	-0.03	-0.02	-0.04	-0.09	1.00	-0.05	-0.12	-0.17
铜	-0.60	0.39	0.37	-0.38	0.42	0.77	0.54	0.59	0.80	-0.05	1.00	0.68	0.52
原油	-0.60	0.66	0.66	-0.63	0.76	0.82	0.76	0.81	0.87	-0.12	0.68	1.00	0.19
螺纹钢	-0.33	0.07	0.00	0.04	-0.07	0.27	0.08	0.10	0.47	-0.17	0.52	0.19	1.00

资料来源：Wind, 中原证券

图 31：沪深 300 与中证 500、港股、利率债资产 3 个月滚动相关性



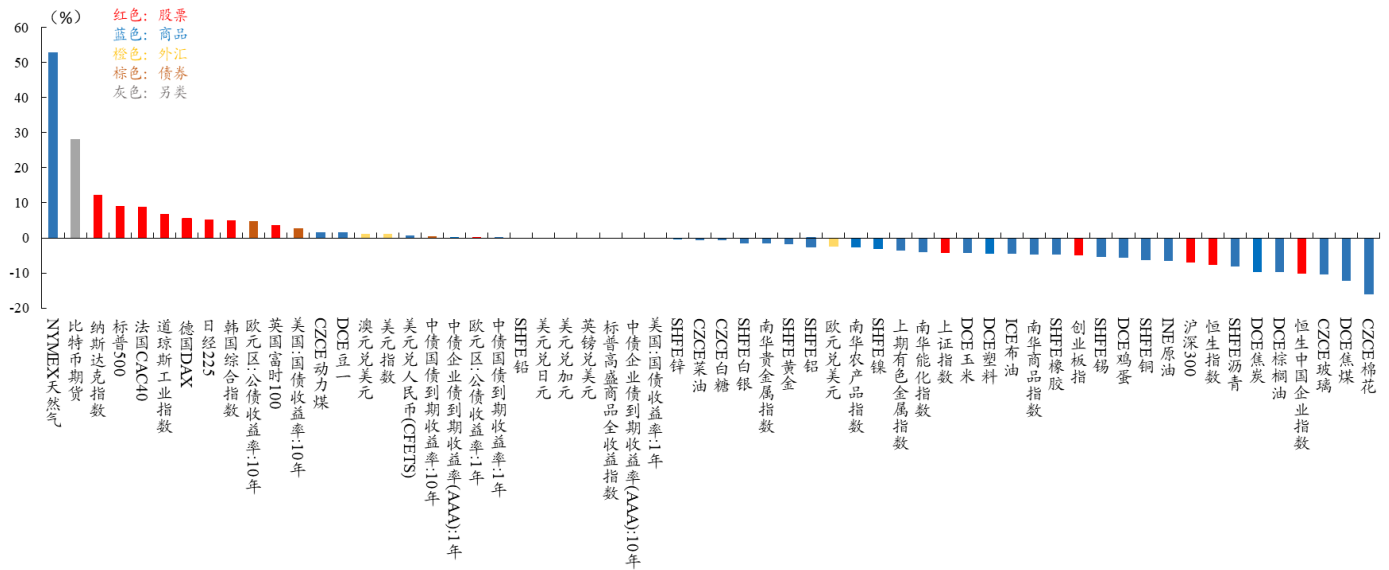
资料来源：Wind, 中原证券

图 32：沪深 300 与商品、黄金 3 个月滚动相关性



资料来源：Wind, 中原证券

图 33: 7 月全球资产表现



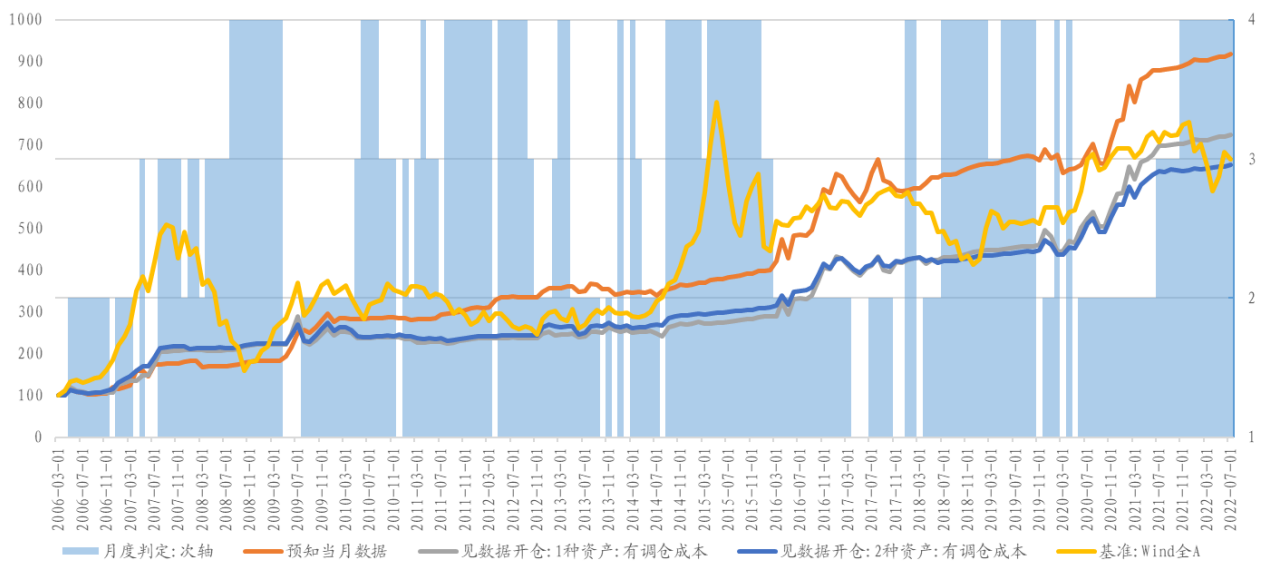
资料来源: Wind, 中原证券

图 34: 2010 年以来参考组合表现



资料来源: Wind, 中原证券

图 35: PMI-美林时钟策略



资料来源: Wind, 中原证券

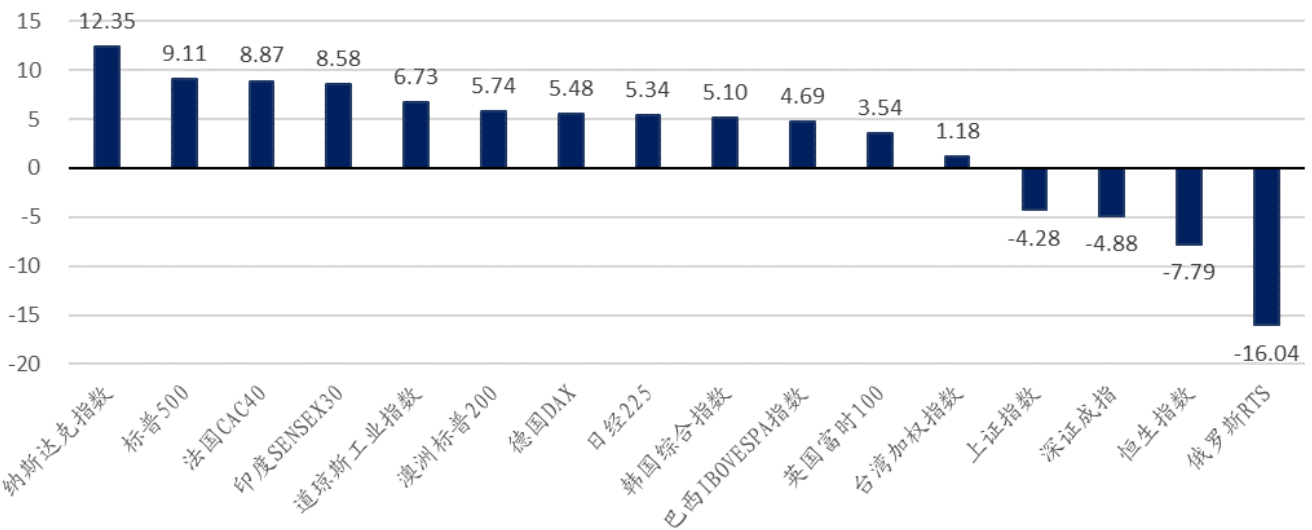


## 2. 股票：全球权益资产延续分化态势

7月全球权益市场延续分化表现，发达国家市场反弹为主，境内股市回调整理，走势均较前两个月有所反转。分国别市场来看，国内、俄罗斯等市场从反弹走向回落，美欧主要发达国家市场下跌后企稳反弹。美股在经历了一轮回撤后当前估值处于中性水平，但盈利预期下调幅度较历史经验仍有明显空间，“杀估值”之后可能有一个“杀盈利”的阶段，未来一段时期内预计或震荡偏弱。

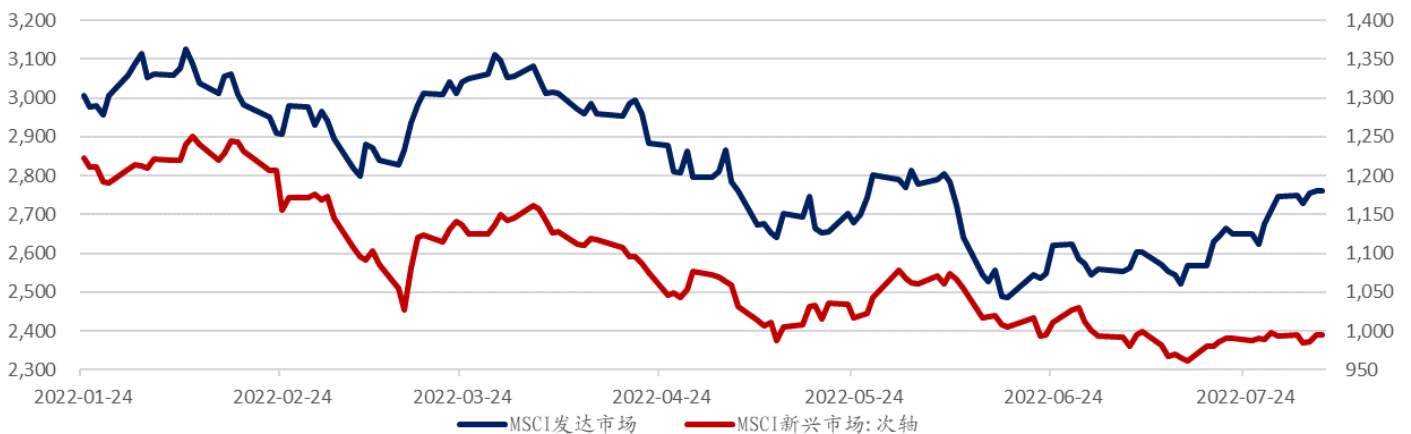
7月A股多数行业回落，受益于汽车景气度持续较高及猪价上涨等逻辑的机械、汽车、电力和农林牧渔行业表现靠前。消费者服务、食品饮料及建材、医药、金融等行业表现靠后。经济复苏过程中出现一些反复但并不值得过度悲观，本月我们维持推荐标配权益。中期来看权益市场依然是较有性价比的资产，我们保持积极态度。

图 36：全球主要股票指数月表现 (%)



资料来源：Wind, 中原证券

图 37：MSCI 发达市场和新兴市场



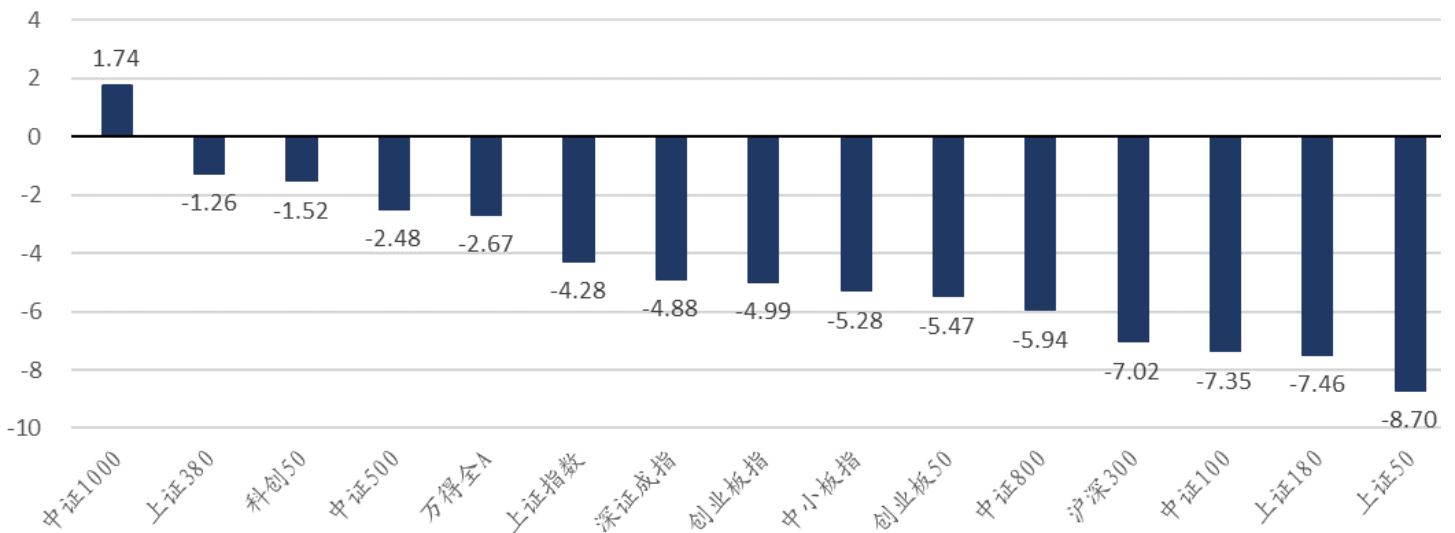
资料来源：Wind, 中原证券

图 38: 标准普尔 500 波动率指数



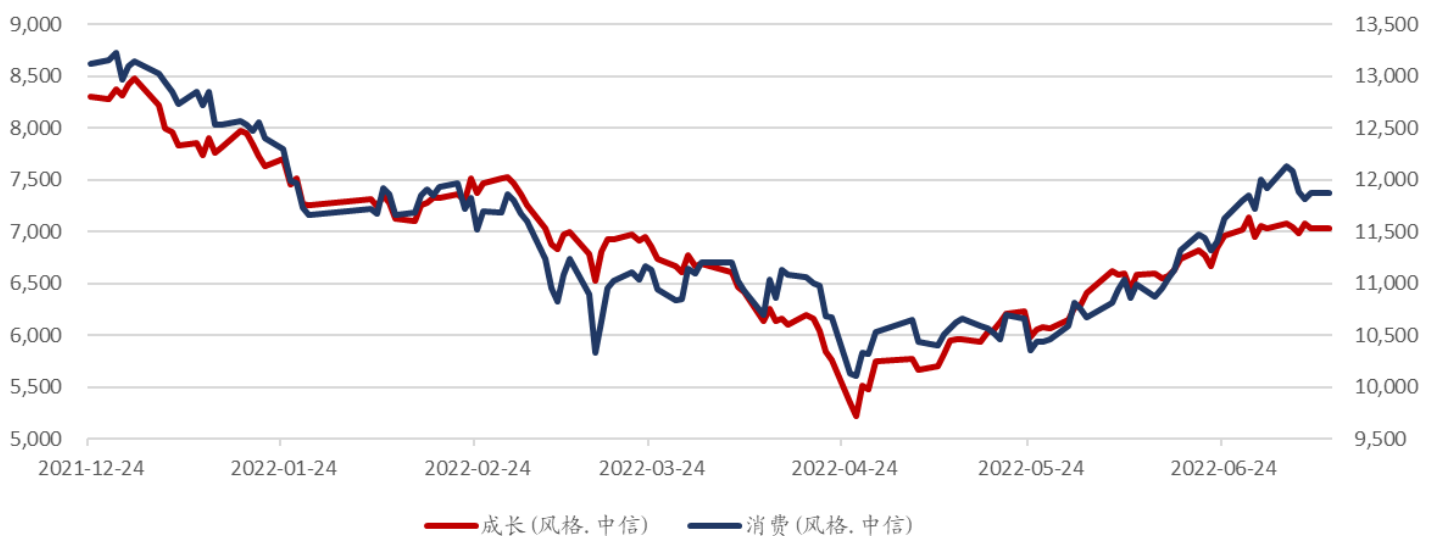
资料来源: Wind, 中原证券

图 39: A 股主要股票指数月表现 (%)



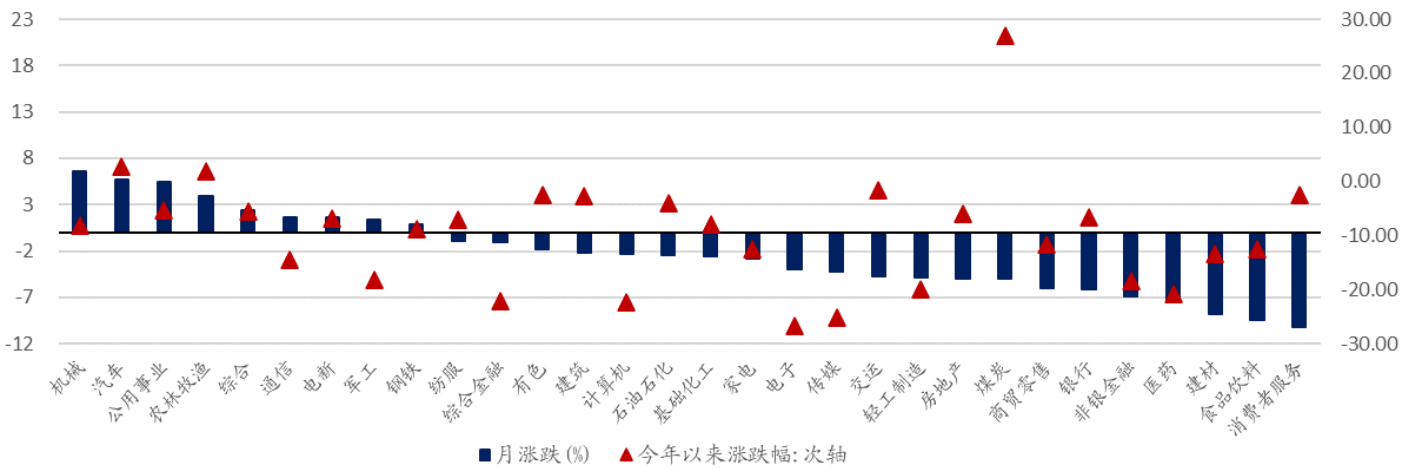
资料来源: Wind, 中原证券

图 40: A 股风格指数表现



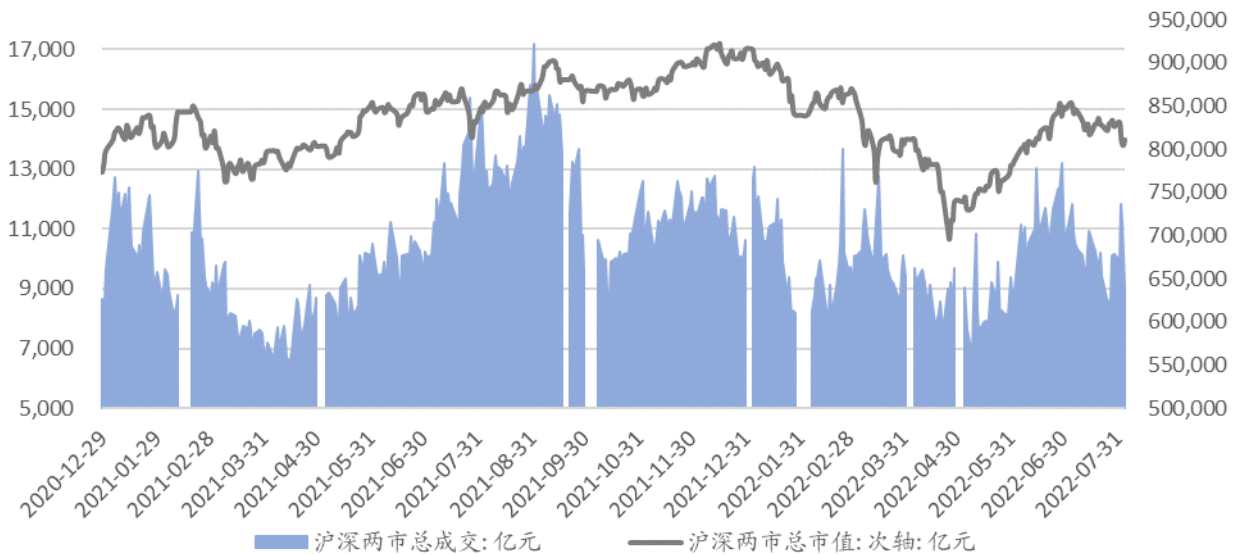
资料来源: Wind, 中原证券

图 41: A 股行业涨幅排名



资料来源: Wind, 中原证券

图 42: A 股成交规模与市值



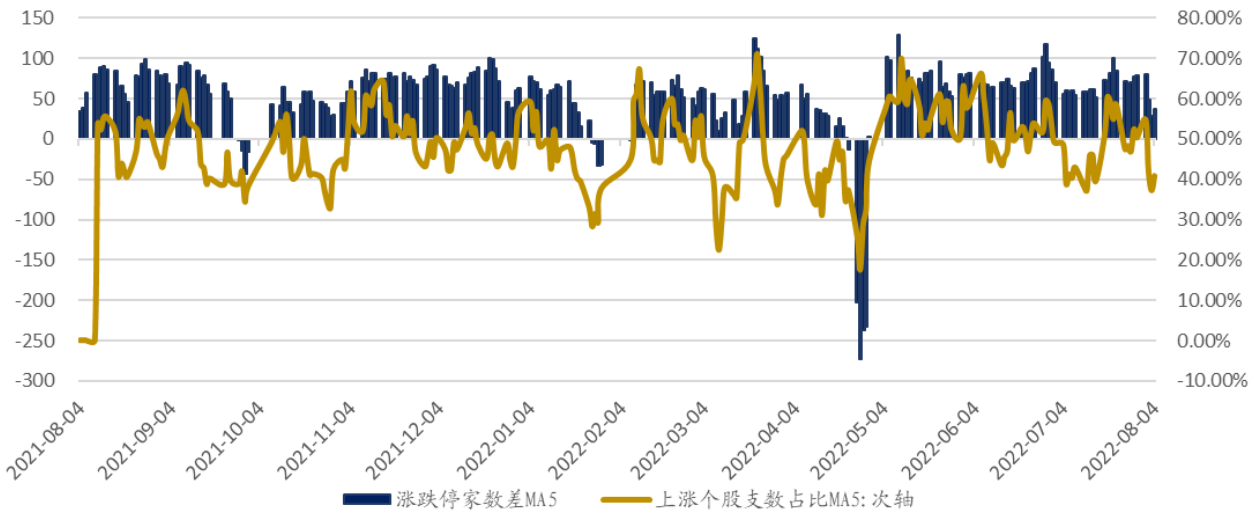
资料来源: Wind, 中原证券

图 43: A 股估值水平



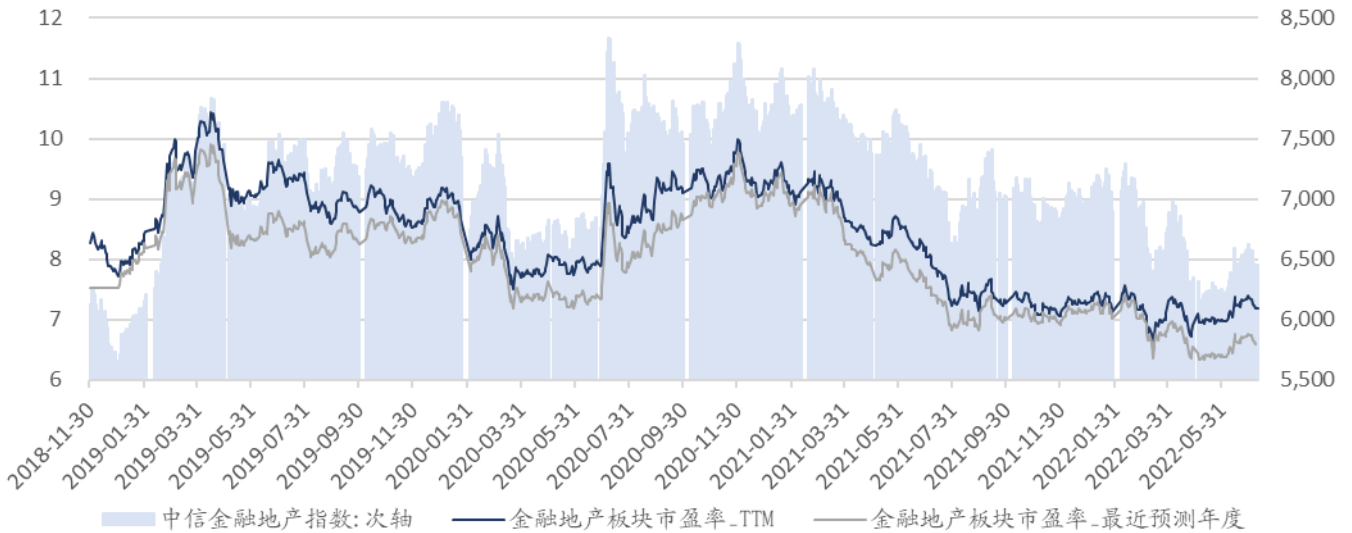
资料来源: Wind, 中原证券

图 44: A 股市场情绪



资料来源: Wind, 中原证券

图 45: 金融地产板块估值

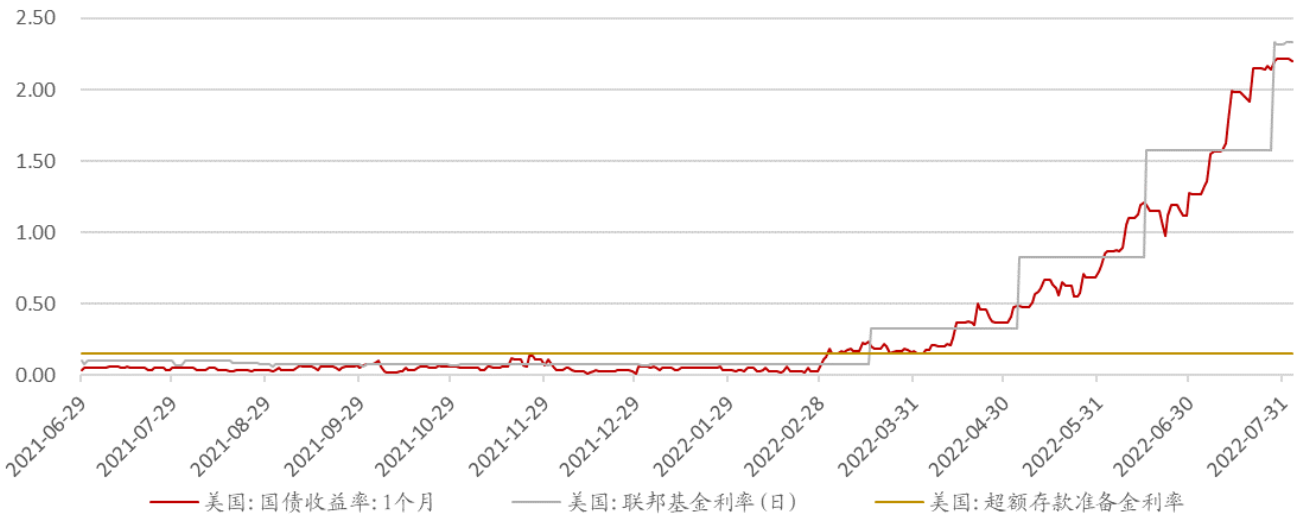


资料来源: Wind, 中原证券

### 3. 债券: 全球债市普涨

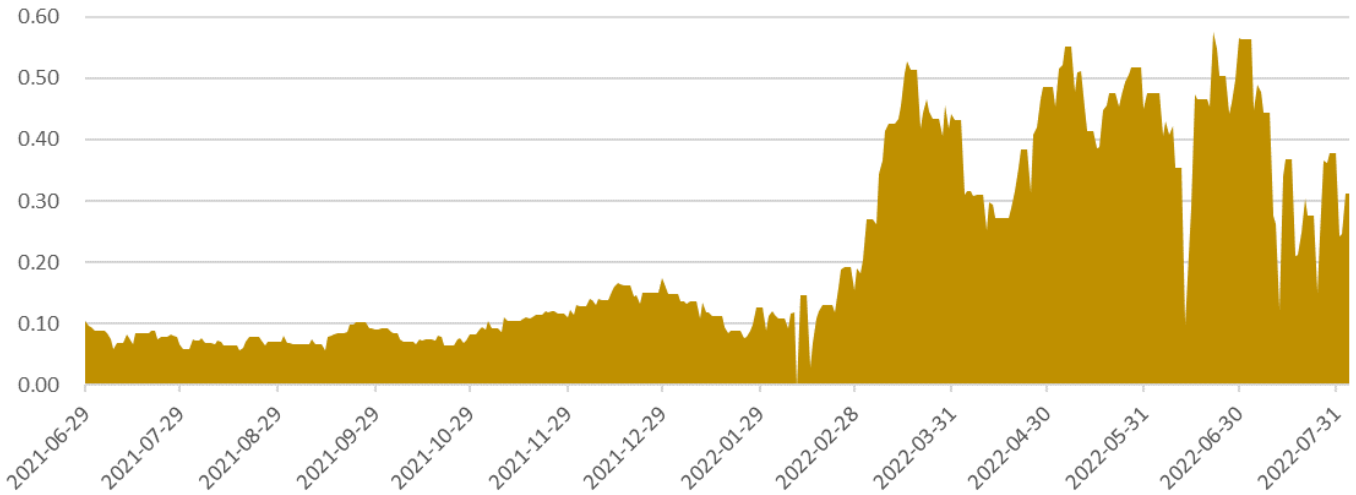
7 月全球债市普涨。美债利率交易经济衰退和联储货币政策见到拐点, 上旬到中旬震荡, 下旬快速下行。国内债市从交易复苏转向交易经济走弱, 上旬小幅调整后高位震荡, 中下旬社融发布后市场利空出尽, 随着地产信贷风险事件发酵持续震荡下行。展望来看, 美国经济处于周期象限切换阶段, 加息逻辑和衰退逻辑反复拉锯之下, 如果通胀放缓不及预期, 收益率未来仍有上行风险。国内债市经历一轮上涨, 收益率水平处于低位, 短期内与基本面走势变化基本匹配, 总体定价合理。我们维持市场格局震荡偏牛的观点, 推荐当前标配债券资产。

图 46: 联邦基金利率



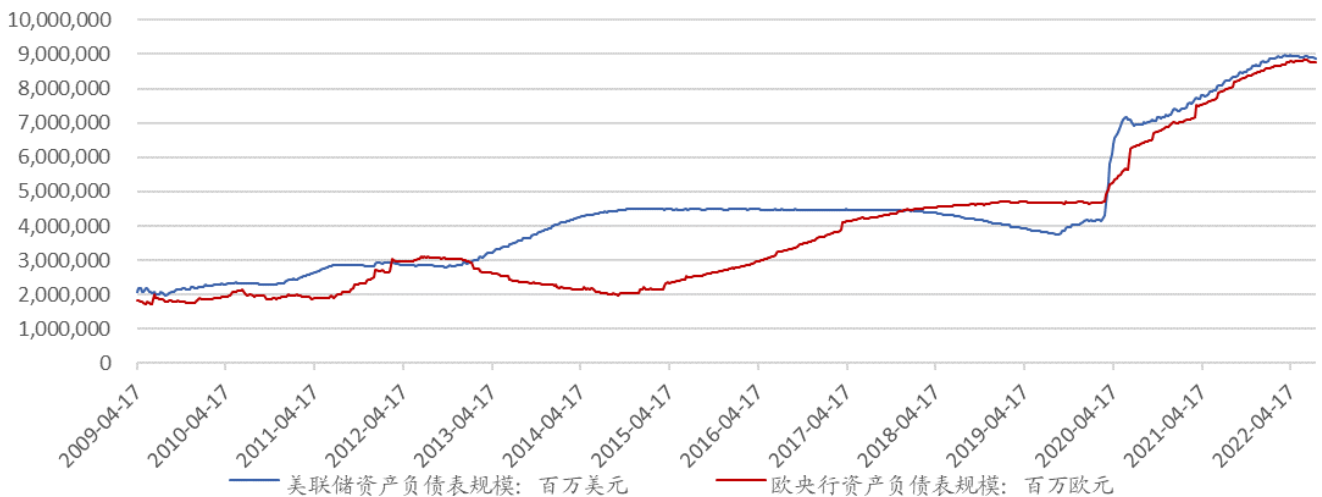
资料来源: Wind, 中原证券

图 47: Ted 息差



资料来源: Wind, 中原证券

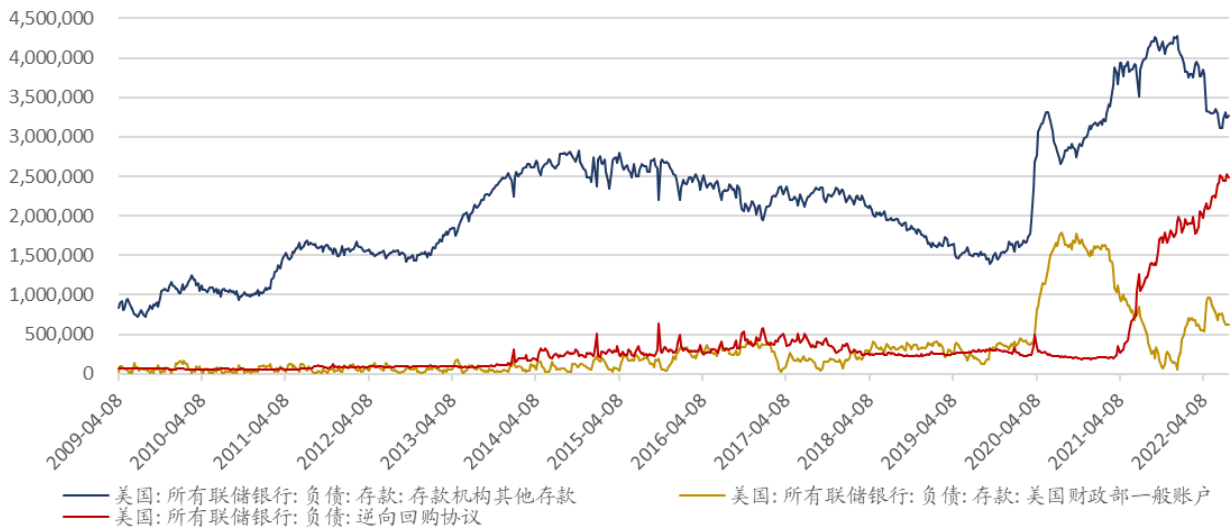
图 48: 美联储与欧央行资产负债表规模



资料来源: Wind, 中原证券

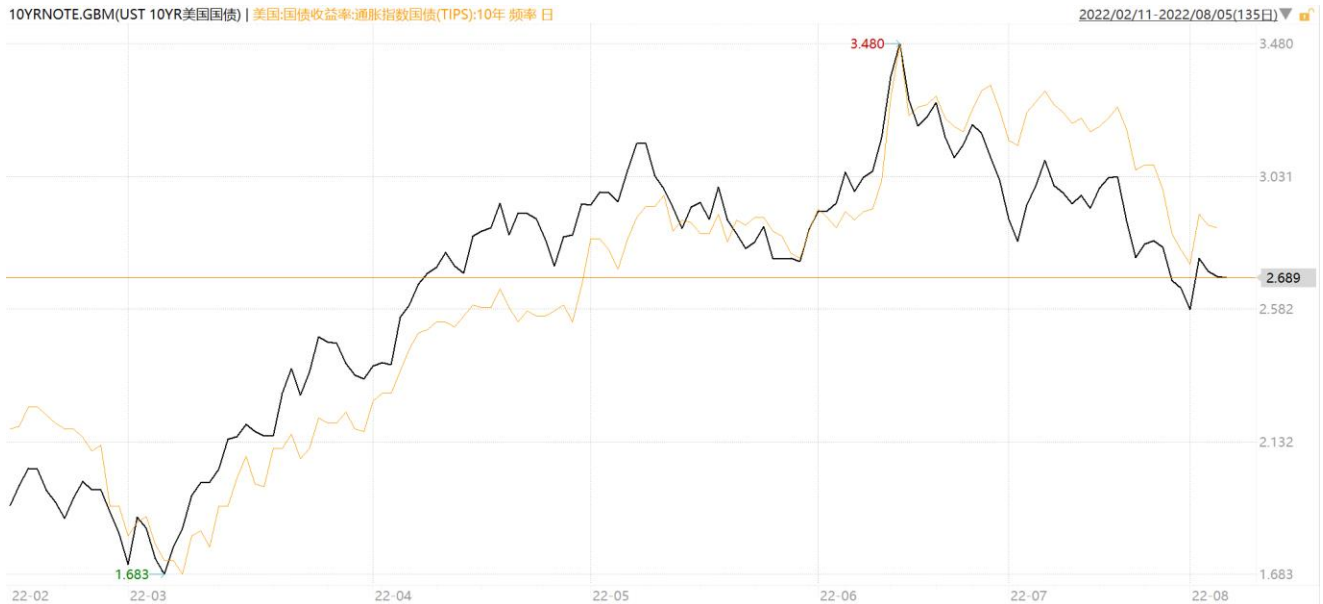


图 49: 联储资产负债表负债端主要项目



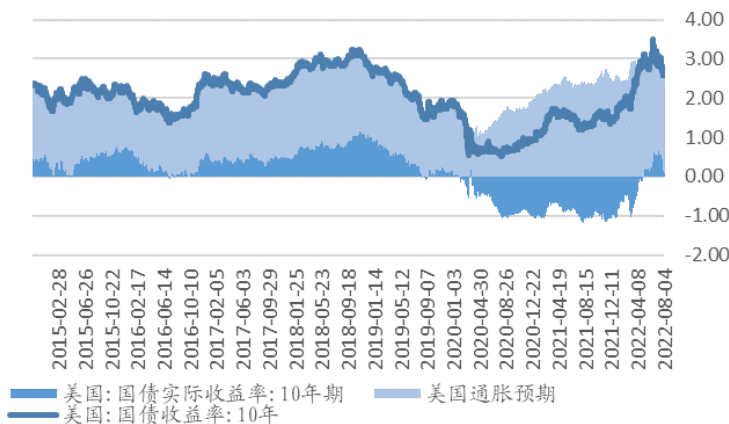
资料来源: Wind, 中原证券

图 50: 美国十年期国债收益率和实际国债收益率走势



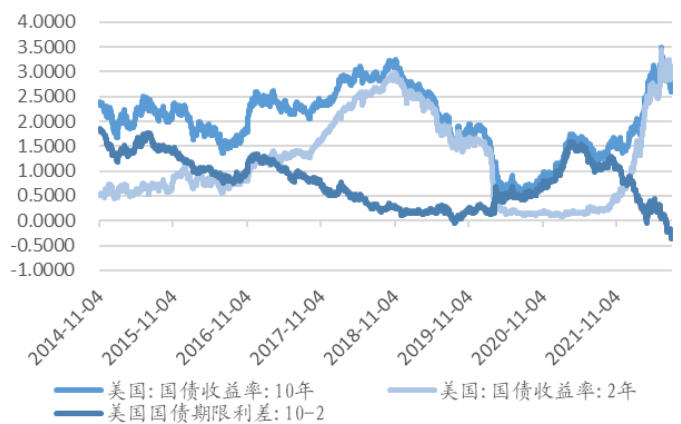
资料来源: Wind, 中原证券

图 51: 10 年美债构成: 实际利率与通胀预期



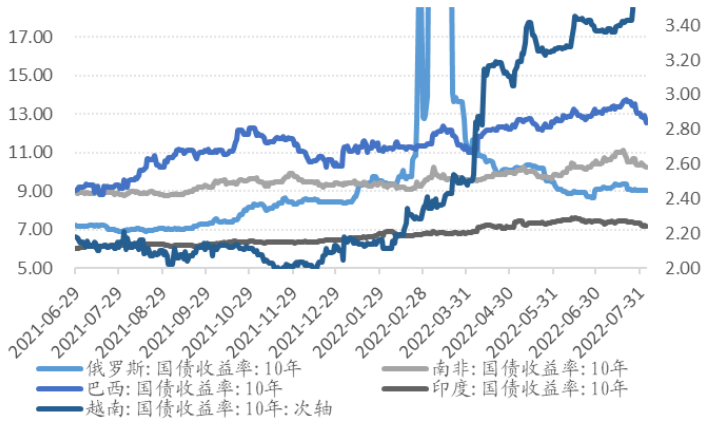
资料来源: Wind, 中原证券

图 52: 美国国债期限结构



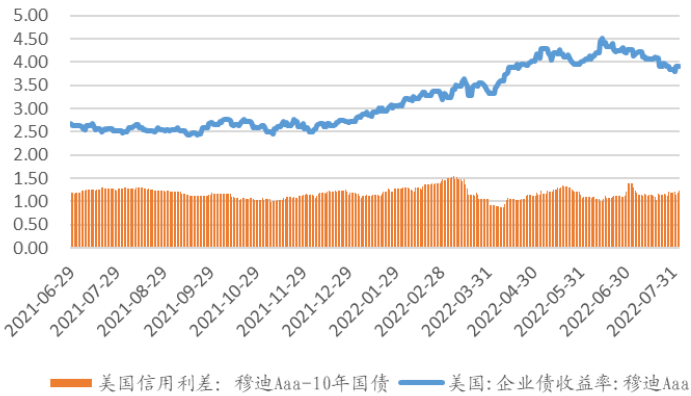
资料来源: Wind, 中原证券

图 53: 主要发展中国家 10 年期国债收益率



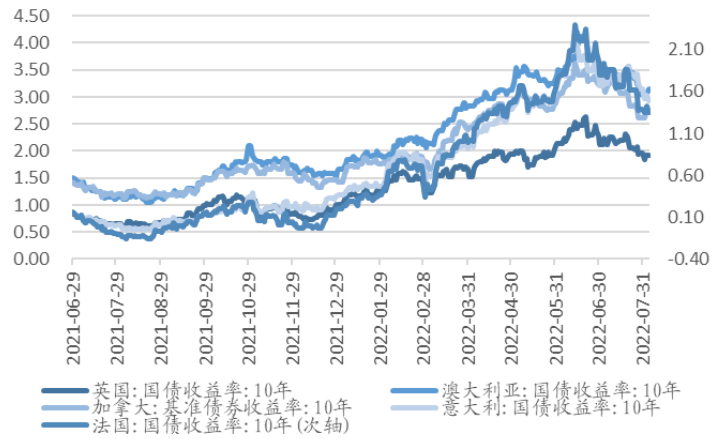
资料来源: Wind, 中原证券

图 55: 美国投资级信用债信用利差



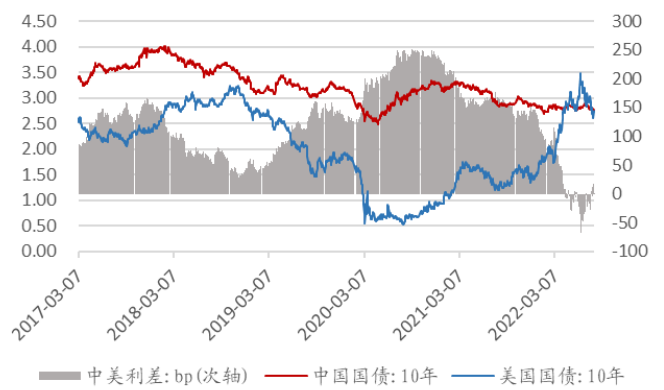
资料来源: Wind, 中原证券

图 54: 主要发达国家 10 年期国债收益率



资料来源: Wind, 中原证券

图 56: 中美利差



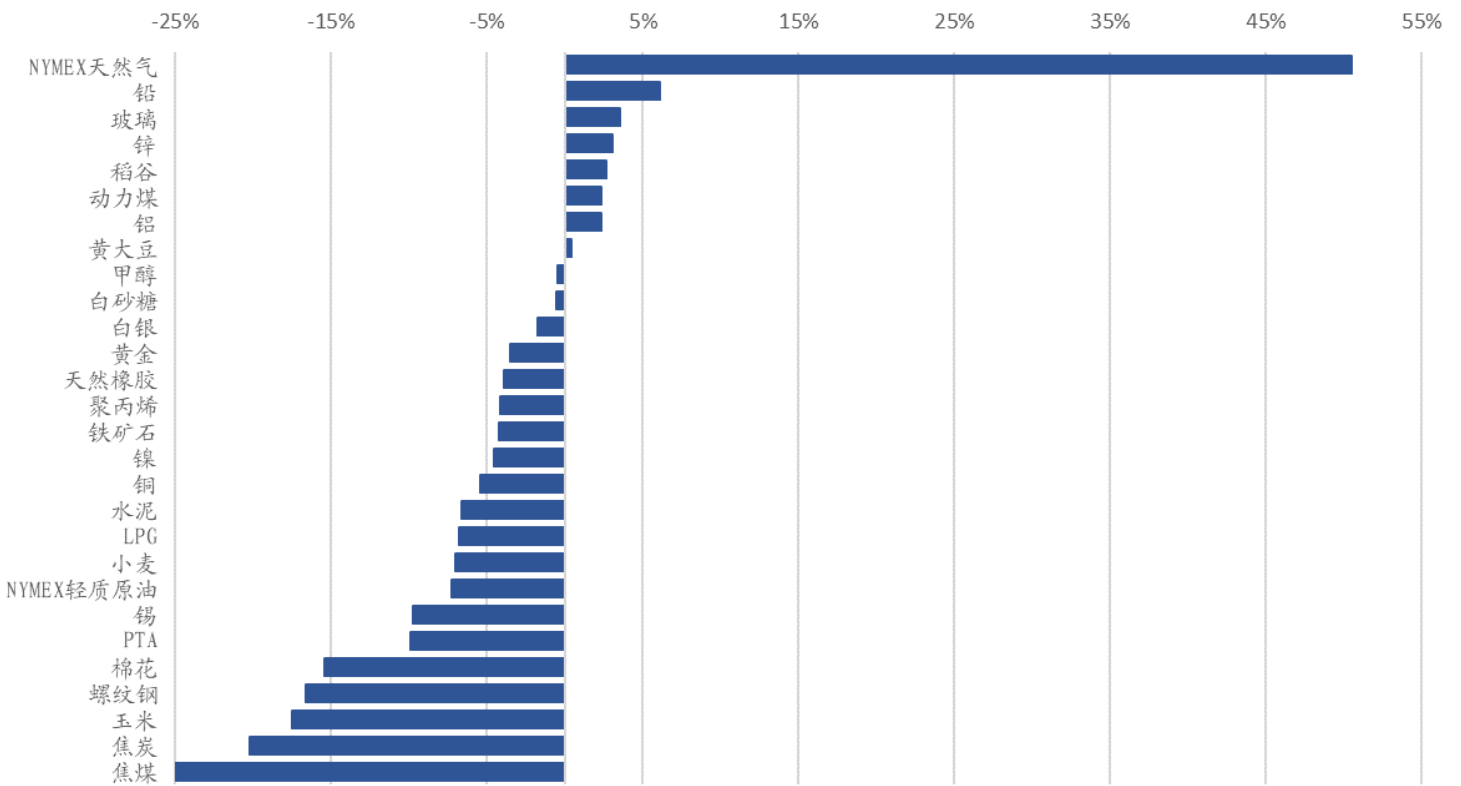
资料来源: Wind, 中原证券

## 4. 商品与外汇: 商品延续跌势, 美元指数高位震荡

商品价格 7 月多数进一步下跌, 仅有天然气价格在围绕北溪管道的地缘政治博弈背景下大幅反弹 50%, 铅、锌、铝、玻璃、稻谷等少数商品小幅反弹外, 多数商品下跌。部分国内定价商品如双焦、螺纹跌幅偏大, 反映经济复苏出现一定波折, 需求偏弱。连续下跌后, 商品价格的高估态势有明显缓解, 部分商品价格已经回到疫情前水平。

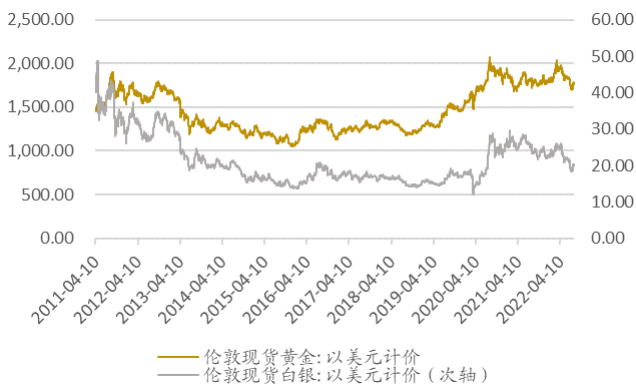
美联储“变鹰”进程放缓被视作潜在的货币政策态度拐点, 美元在大幅走强后高位震荡, 7 月美元指数先上后下, 从 7 月中旬最高点的 108.6 回落到近期的 106 附近。欧元区经济数据偏弱, 衰退担忧强化推动欧股大跌, 欧元震荡走弱。欧元兑美元破位下跌到平价 (1:1) 附近。人民币兑美元汇率维持在 6.7 到 6.8 区间震荡, 短期关注疫情和地缘政治局势影响, 未来可能维持双向波动。

图 57：本月主要商品涨幅排序



资料来源：Wind, 中原证券

图 58：黄金及白银价格



资料来源：Wind, 中原证券

图 59：金银、金铜、金油三大重要比值



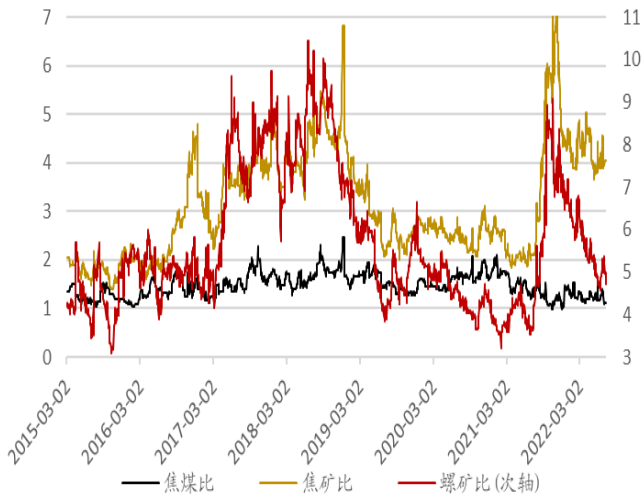
资料来源：Wind, 中原证券

图 60: 金铜比与 10 年期美债



资料来源: Wind, 中原证券

图 62: 螺矿比、焦矿比、焦煤比走势



资料来源: Wind, 中原证券

图 64: LME 铜、镍、锡价格走势



资料来源: Wind, 中原证券

图 61: 黄金与美国实际利率



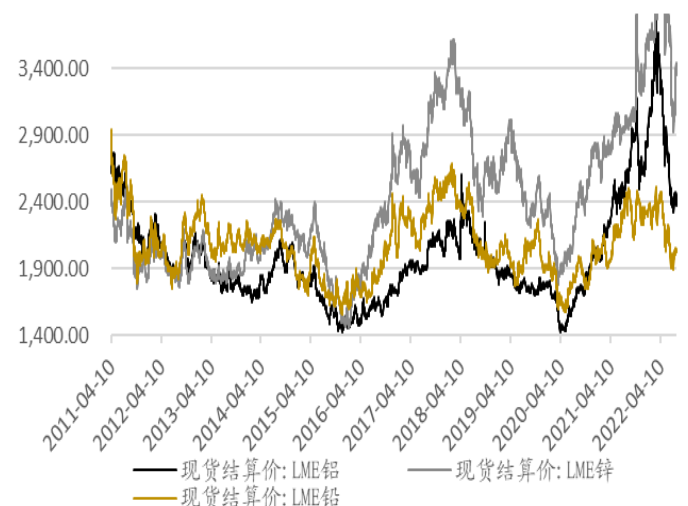
资料来源: Wind, 中原证券

图 63: 螺纹钢和铁矿石价格走势



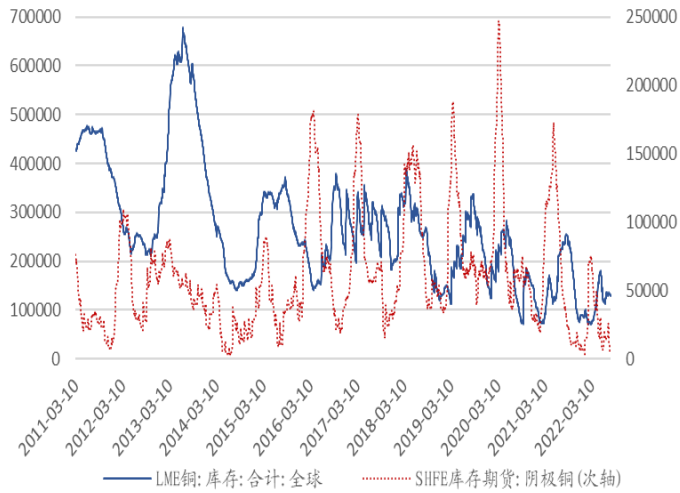
资料来源: Wind, 中原证券

图 65: LME 铝、铅、锌价格走势



资料来源: Wind, 中原证券

图 66: 铜库存情况



资料来源: Wind, 中原证券

图 68: CBOT 小麦、玉米走势



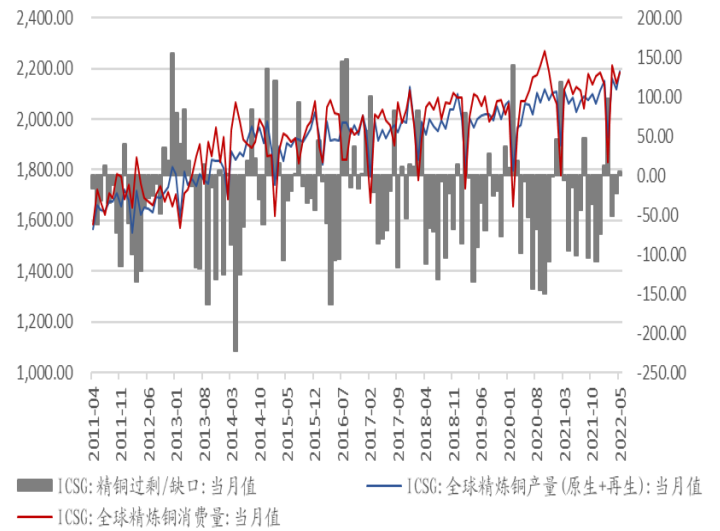
资料来源: Wind, 中原证券

图 70: 原油价格走势



资料来源: Wind, 中原证券

图 67: 铜供需缺口



资料来源: Wind, 中原证券

图 69: 大豆、白砂糖、棉花走势



资料来源: Wind, 中原证券

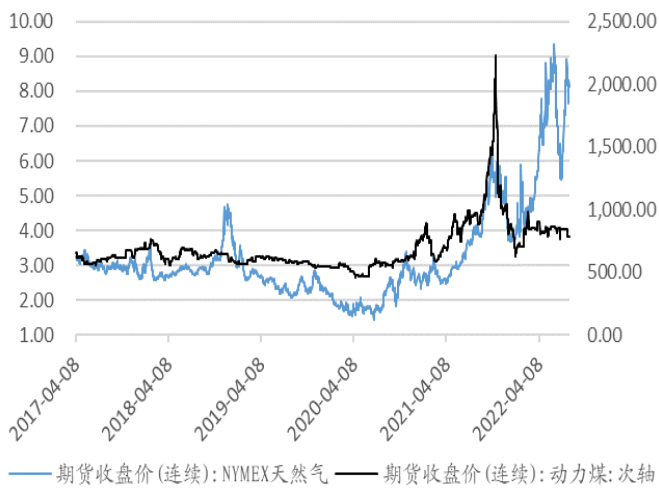
图 71: 原油价格与库存规模



资料来源: Wind, 中原证券

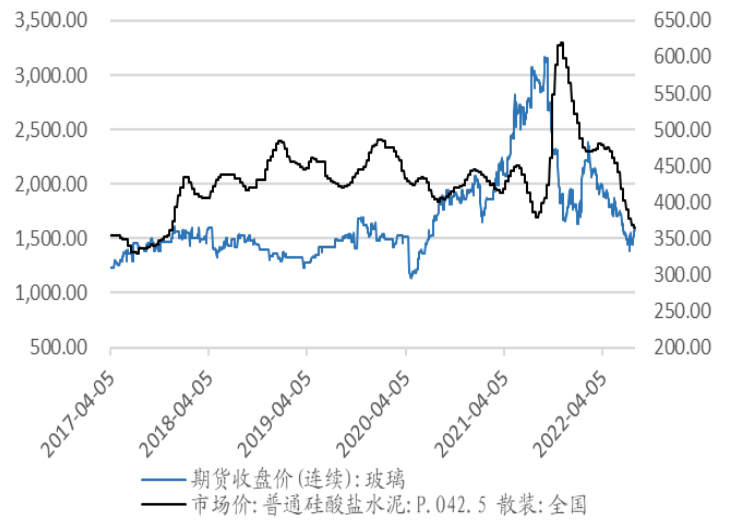


图 72: 动力煤、天然气价格走势



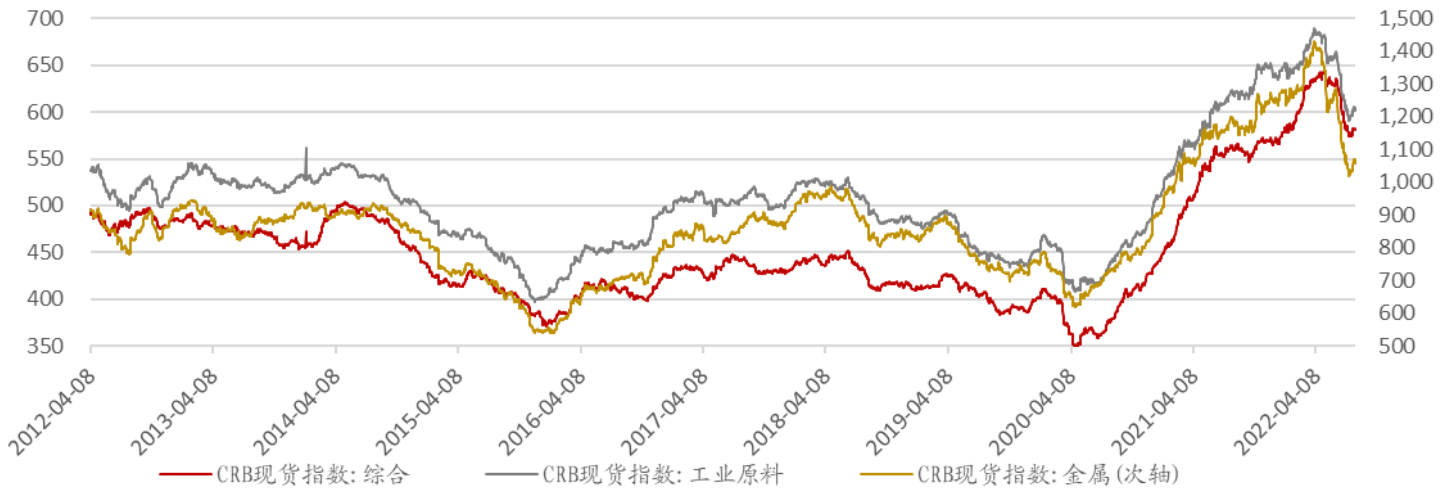
资料来源: Wind, 中原证券

图 73: 建材价格走势



资料来源: Wind, 中原证券

图 74: CRB 现货指数走势



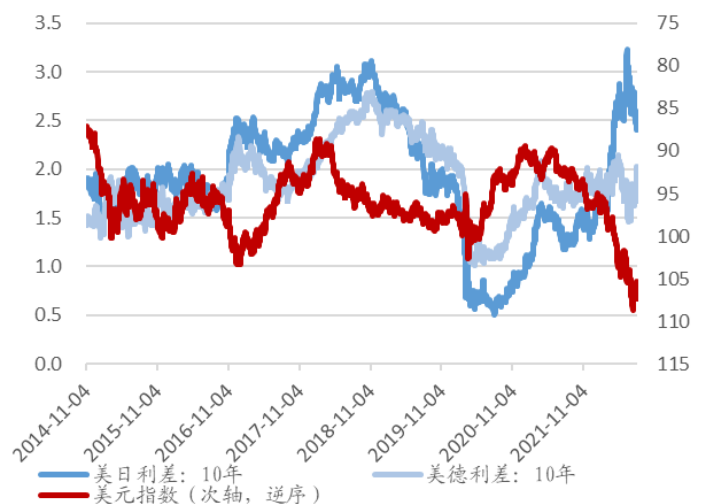
资料来源: Wind, 中原证券

图 75: 美元对欧元、英镑、日元走势



资料来源: Wind, 中原证券

图 76: 美日、美德利差走势



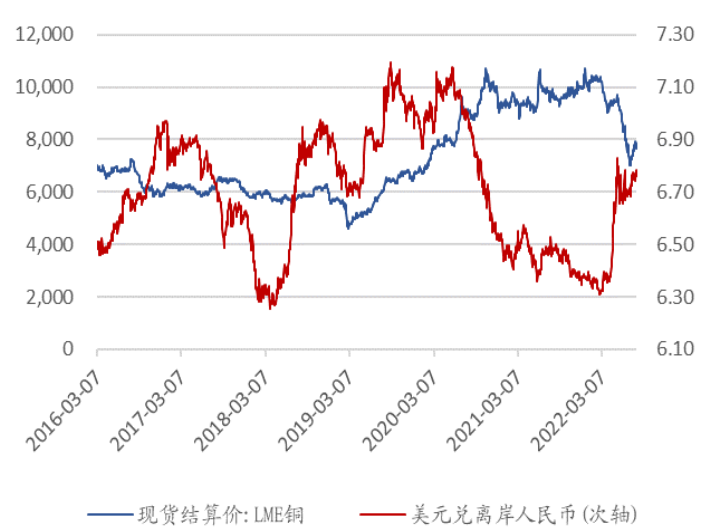
资料来源: Wind, 中原证券

图 77：人民币指数与美元兑人民币汇率



资料来源：Wind, 中原证券

图 78：近 3 年人民币汇率与铜价强相关--



资料来源：Wind, 中原证券

图 79：美元指数走势



资料来源：Wind, 中原证券

## 5. 风险提示

通胀超预期上行，全球央行货币政策被迫加速转向。

疫情反复，疫苗有效性降低拖延疫情恢复进度。

### 行业投资评级

强于大市：未来 6 个月内行业指数相对大盘涨幅 10% 以上；

同步大市：未来 6 个月内行业指数相对大盘涨幅-10% 至 10% 之间；

弱于大市：未来 6 个月内行业指数相对大盘跌幅 10% 以上。

### 公司投资评级

买入：未来 6 个月内公司相对大盘涨幅 15% 以上；

增持：未来 6 个月内公司相对大盘涨幅 5% 至 15%；

观望：未来 6 个月内公司相对大盘涨幅-5% 至 5%；

卖出：未来 6 个月内公司相对大盘跌幅 5% 以上。

### 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

### 重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

### 特别声明

在合法合规的前提下，本公司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头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。