

资产配置月报

中债美股占优，A 股震荡分化

当前中美处于库存筑顶过渡阶段，基于周期定位的改进版 BL 模型建议增配美股、中债。

- **油价反弹，风险资产震荡。**2026 年 7-8 月，大类资产表现呈现明显的两阶段切换的特征。股票方面，7 月亚太股市普遍显著回调，仅恒指逆势走强；进入 8 月，驱动逻辑切换至超跌反弹与流动性预期改善，日、韩、台及 A 股显著修复，恒指则有所回落，美股整体表现相对稳健。商品方面，7 月原油接棒领涨，进入 8 月后驱动逻辑切换至避险与实际利率下行预期，黄金迎来反弹，带动整体商品板块表现切换。汇率方面，美元整体延续走弱，人民币呈现持续升值态势。债市方面，美债收益率 7 月大幅上行后于 8 月企稳，国内债市收益率则延续下行趋势。
- **库存筑顶过渡阶段。**我们输入的观点基于库存周期理论。经历去年下半年的小幅去库及今年上半年以来的价格上行后，目前中美均已步入库存筑顶阶段，预计未来一到两个季度内，中美即将步入被动补库->主动去库的过渡阶段。背后的支撑因素主要有两点：1) 前期支撑价格上行的供给约束正边际缓解，而高价格对下游需求的负反馈效应已逐步显现。价格高位难以持续，即将见顶回落。2) 需求边际走弱，但供给存在惯性，库存短期还将被动增加。整体而言，本轮价格筑顶过程或面临波动，但中美或将在 Q4 及明年逐步步入被动补库->主动去库阶段。
- **中债美股占优，A 股震荡分化。**基于更新的资产收益率数据，BL 模型对于未来一个季度资产配置观点如下：海外资产方面，美股仓位重新上调，美元维持低位，美债、商品仓位有所下调。国内资产方面，国债仓位延续增配趋势，A 股及商品配置建议有所分化。总体来看，未来 1-2 个季度模型输出建议上，中债及美股为不同目标下模型输出的较优配置资产。与此同时美债仓位下调为一致方向。此外，最大化效用目标下，A 股仓位总体处于 2026 年以来的水平小幅震荡。
- **风险提示：**1) 模型输出基于历史数据，历史经验不能完全代表未来；2) 海外风险存在超预期可能；3) 宏观政策不及预期。

相关研究报告

《资产配置模型系列：基于周期理论的改进 BL 资产配置模型与应用展望》20251204

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

策略研究

证券分析师：王君

(8610)66229061

jun.wang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300519060003

证券分析师：郭晓希

(8610)66229019

xiaoxi.guo@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300521110001

大类资产配置：中债美股较优，A股震荡分化

油价反弹，风险资产震荡

2026年7-8月，大类资产表现呈现明显的两阶段切换的特征。股票方面，7月亚太股市普遍显著回调，仅恒指逆势走强；进入8月，驱动逻辑切换至超跌反弹与流动性预期改善，日、韩、台及A股显著修复，恒指则有所回落，美股整体表现相对稳健。商品方面，7月原油接棒领涨，进入8月后驱动逻辑切换至避险与实际利率下行预期，黄金迎来反弹，带动整体商品板块表现切换。汇率方面，美元整体延续走弱，人民币呈现持续升值态势。债市方面，美债收益率7月大幅上行后于8月企稳，国内债市收益率则延续下行趋势。

图表 1. 2026年1-8月资产价格表现

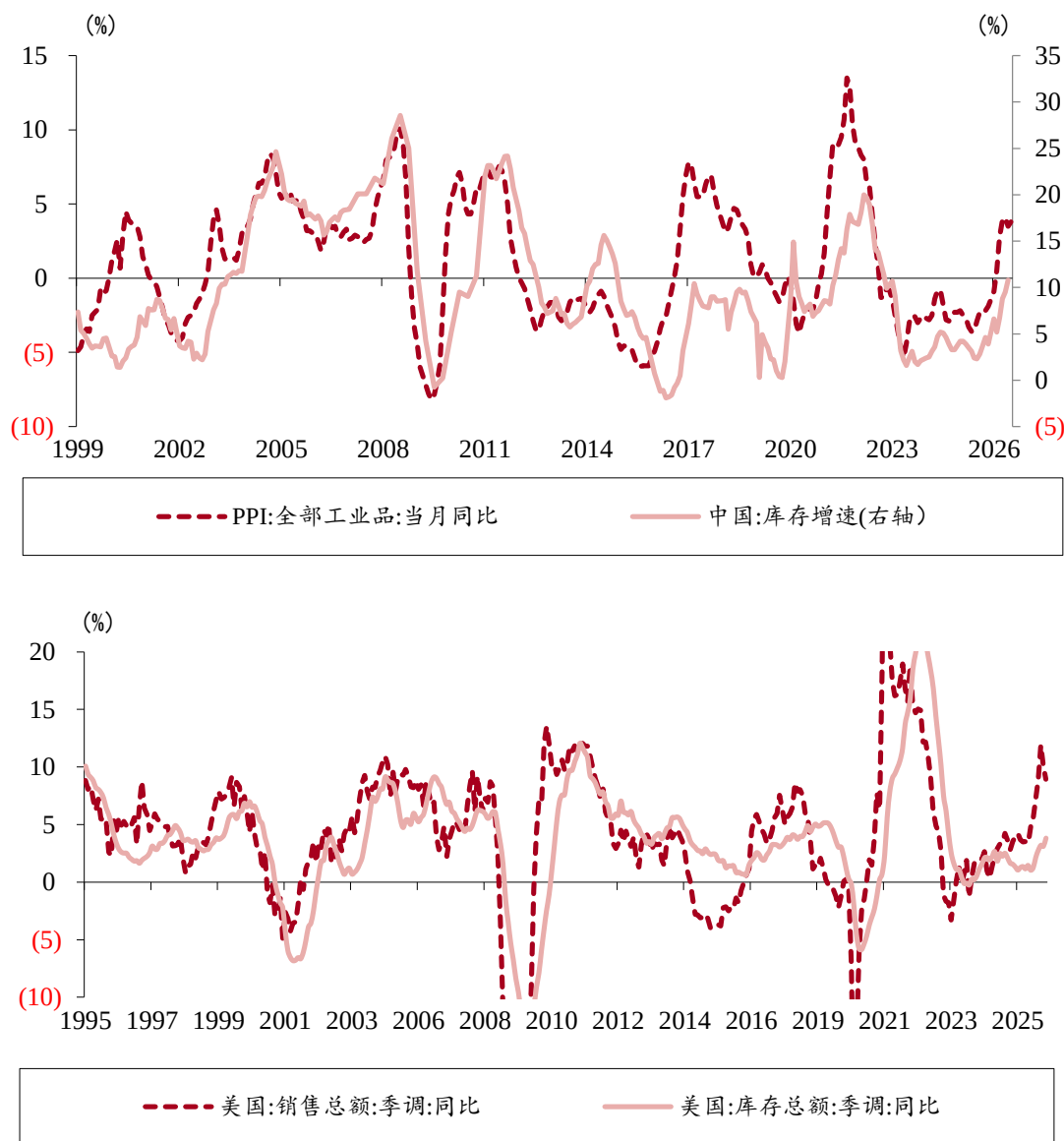
大类资产		2026年上半年涨跌幅(%)	2026.7	2026.8	2026年以来涨跌幅(%)
股	MSCI发达市场	8.92	(0.08)	2.48	12.37
	MSCI新兴市场	22.68	(9.28)	3.21	24.31
	标普500	9.55	(0.82)	2.52	13.43
	斯托克指数	9.79	(0.40)	0.84	9.12
	日经指数	39.18	(11.70)	3.03	29.16
	韩国综指	101.14	(34.01)	3.40	68.03
	台湾加权指数	59.25	(13.43)	6.98	66.27
	万得全A	11.52	(14.70)	5.38	0.92
	恒生指数	(0.73)	13.01	(1.23)	(3.11)
汇	美元指数	2.97	(1.19)	(0.37)	2.31
	美元兑人民币	(0.10)	(0.32)	(0.10)	(4.01)
	美元兑日元	3.77	(1.86)	1.42	0.46
	美元兑欧元	(2.76)	0.92	0.76	(2.54)
商	CRB商品	18.35	8.72	6.51	40.14
	LME铜	7.70	3.17	3.58	19.00
	WTI原油	35.18	21.86	2.96	84.23
	伦敦金现	(0.54)	0.01	8.11	1.75
债	10Y美债收益率(Bps)	26.00	31.00	0.00	52.00
	10Y国债收益率(Bps)	(11.43)	(1.89)	(2.58)	(13.12)

资料来源：万得，中银证券

库存筑顶过渡期

我们输入的观点基于库存周期理论。经历去年下半年的小幅去库及今年上半年以来的价格上行后，目前中美均已步入库存筑顶阶段，预计未来一到两个季度内，中美即将步入被动补库->主动去库的过渡阶段。背后的支撑因素主要有两点：1) 前期支撑价格上行的供给约束正边际缓解，而高价格对下游需求的负反馈效应已逐步显现。价格高位难以持续，即将见顶回落。2) 需求边际走弱，但供给存在惯性，库存短期还将被动增加。整体而言，本轮价格筑顶过程或面临波动，但中美或将在 Q4 及明年逐步步入被动补库->主动去库阶段。

图表 2. 当前中美库存周期



资料来源：万得，中银证券

中债美股占优，A股震荡分化

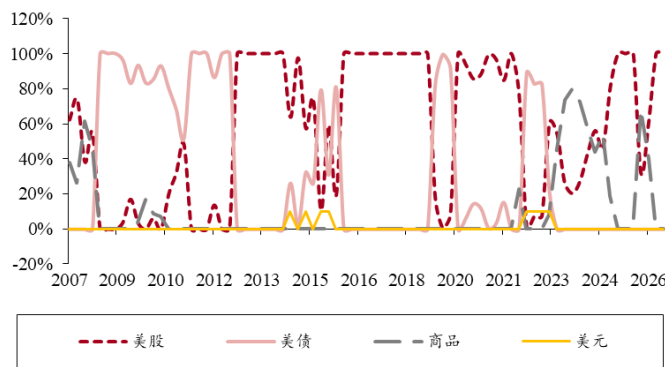
基于周期定位的改进版BL模型限制条件为：各类资产不得做空，货币资产的配置上限不得超过10%。模型优化目标为最大化效用或既定收益率下最小化波动。基于更新的资产收益率数据，BL模型对于未来一个季度资产配置观点如下：

海外资产方面，美股仓位重新上调，美元维持低位，美债、商品仓位有所下调。最大化效用目标下，模型输出建议未来两个季度上调美股仓位，与此同时下调商品仓位，美债、美元仓位维持低位。而最小化波动目标下，明年起小幅上调美股仓位，下调商品与美债仓位。总体来看，不同目标下模型的输出建议上，未来两个季度均提示不同程度的美股仓位上调，与此同时美债商品仓位建议不同程度下调，美元维持低位。

国内资产方面，国债仓位延续增配趋势，A股及商品配置建议有所分化。最大化效用目标下，模型输出建议2025年以来A股仓位逐步上调，未来1-2个季度，模型建议A股仓位延续2026年以来的整体仓位水平，明年一季度仓位小幅上调。与此同时，模型建议国债仓位持续提升，商品仓位建议边际下行。既定收益最小化波动目标下，未来1-2个季度，A股仓位小幅下调，国债仓位高位波动，商品仓位微幅提升。总体来看，国债仓位总体呈现增配态势，A股及商品资产配置比例基于不同目标有所分化。

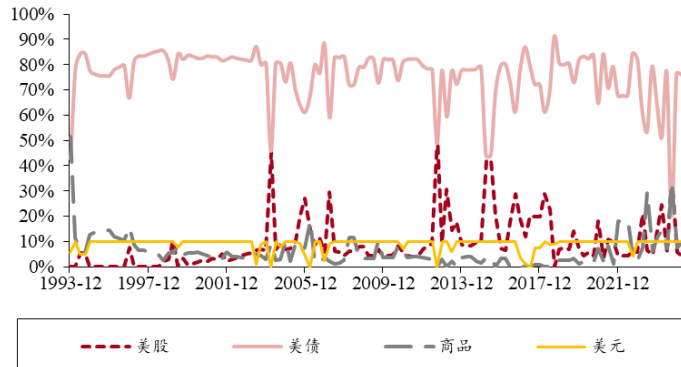
总体来看，未来 1-2 个季度模型输出建议上，中债及美股为不同目标下模型输出的较优配置资产。与此同时美债仓位下调为一致方向。此外，最大化效用目标下，A 股仓位总体处于 2026 年以来的水平小幅震荡。

图表 3. 最大化效用目标下海外资产配置比例



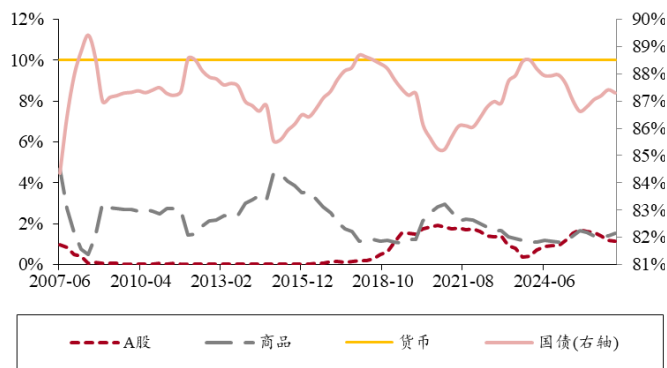
资料来源：万得，中银证券

图表 4. 既定收益最小化波动目标下海外资产配置比例



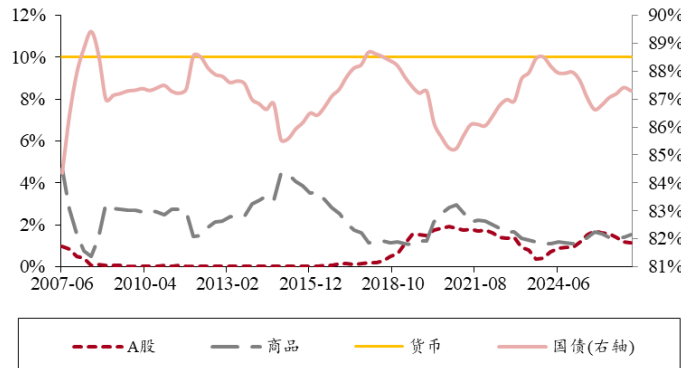
资料来源：万得，中银证券

图表 5. 最大化效用目标下国内资产配置比例



资料来源：万得，中银证券

图表 6. 既定收益最小化波动目标下国内资产配置比例



资料来源：万得，中银证券

风险提示

- 1) 模型输出基于历史数据，历史经验不能完全代表未来；
- 2) 海外风险存在超预期可能；
- 3) 宏观政策不及预期。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20%以上；
增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不得以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371