

权益走势分化，债商双双齐涨

——7月资产配置月报

2021年7月

要点：

百瑞信托博后工作站

○ 市场情况：

权益：指数分化震荡、北向资金有调仓迹象；
债券：收益率整体下行，信用利差被动收窄；
商品：市场情绪转暖，黑色领衔上涨。

○ 宏观数据：

资金面：降准强化稳货币政策，社融超预期；
生产端：工业生产有所回落，但仍然较稳；
投资端：制造业投资支撑，PMI略有回落、PPI松动；
消费端：社零修复困难，CPI通胀压力弱化；
进出口端：出口同比增速反弹，但持续有待观望。

○ 配置建议：商品>债券>权益

商品依然是最优资产，可关注未回补的化工品种；
降准脉冲下，中长端利率或由牛陡转牛平；
权益行情表现为结构行情，轻指数，偏成长。

分类	多		中性		空		备注
	+	-	+	-	+	-	
权益		√					尽管板块估值偏贵，但小票行情下国产替代的科技、低估值医药可适度关注
成长			√				能源转型趋势下从价值走向成长逻辑，关注化工、有色
周期				√			消费依然偏贵，需等待泡沫消化
消费							
债券		√				√	受降准刺激10Y国债突破3.0%的技术及政策压力位，2.9有盘整需求，中线看2.7附近
利率债							风险尤在，谨慎下沉，建议关注优质城投平台，和政策受益的节能和新能源产业链相关产业债
信用债			√				转债估值已达近年高点，部分优质个券已开始透支正股带来的涨幅，可适当降低仓位考虑应对波动
可转债							
商品				√			玉米、淀粉已在调整，粕类中线偏多
农产品			√				原因因OPEC+增产，进入回调区间，后续深调的部分化工有回补需求
能化			√				限电政策与铜铝锌国储投放双叠加，上下两难
工业			√				压产预期偏强，走势有超前高趋势，可维持多单，需注意政策监管及基差偏低的情况下的盘面调整
黑色		√					

一、7月市场回顾

1、债券、商品优于股票，小票行情持续

截至7月16日，7月以来A股表现分化，大盘股（上证50、沪深300）一人保持回调，分别下跌4%、2%，而小盘股（中证500）上涨2%。主要概念板块也在下跌，300成长下跌3%，300价值下跌3%、300周期下跌2%、300消费下跌5%。而债券受降准刺激表现全线上涨，月涨幅逼近2020年12月份（央行持续释放MLF注入流动性缓解“永煤事件”冲击）。商品方面，因通胀压力持续发酵，各板块继续上攻，黑色继续保持反弹行情，有超前高态势，目前为2020年至今表现最佳资产。

图表1：各类资产表现

			权益													
品种	2020年度	2021T	2020.07	2020.08	2020.09	2020.10	2020.11	2020.12	2021.01	2021.02	2021.03	2021.04	2021.05	2021.06	2021.07T	
%	沪深300	27%	-2%	13%	3%	-5%	2%	6%	5%	3%	2%	-8%	1%	4%	-2%	-2%
	中证500	21%	9%	12%	1%	-7%	-1%	3%	1%	0%	2%	-4%	4%	4%	1%	2%
	上证50	19%	-7%	10%	3%	-3%	1%	6%	5%	2%	4%	-8%	-1%	5%	-4%	-4%
	创业板指	65%	16%	15%	-2%	-6%	3%	-1%	13%	5%	-5%	-7%	12%	7%	5%	-1%
	300成长	44%	2%	15%	2%	-5%	3%	4%	9%	4%	1%	-9%	5%	4%	0%	-3%
	300价值	0%	-3%	6%	4%	-3%	2%	10%	-3%	2%	8%	-5%	-3%	2%	-4%	-3%
	300周期	6%	-3%	10%	3%	-3%	1%	10%	-1%	1%	6%	-7%	-1%	5%	-5%	-2%
	300消费	75%	-7%	19%	9%	-10%	4%	2%	16%	2%	1%	-9%	4%	6%	-7%	-5%

			债券													
品种	2020年度	2021T	2020.07	2020.08	2020.09	2020.10	2020.11	2020.12	2021.01	2021.02	2021.03	2021.04	2021.05	2021.06	2021.07T	
BP	国债10Y	0.64	-19.97	14.34	5.12	13.05	3.27	6.90	-10.71	3.56	9.37	-8.36	-2.46	-11.90	3.27	-13.46
	国债5Y	6.15	-16.33	14.80	25.27	9.88	-7.82	9.53	-11.96	4.93	9.28	-10.98	-2.21	-3.69	2.70	-16.37
	国债1Y	11.08	-20.20	6.63	26.95	13.39	8.11	10.37	-35.71	20.60	-8.17	-2.11	-21.79	5.22	1.79	-15.74
	AAA3	7.90	-32.57	31.47	18.60	2.74	-7.75	14.69	-31.66	13.83	6.86	-14.75	-5.71	-15.10	4.30	-22.00
	AA+3	34.88	-51.59	28.47	15.60	3.73	-8.76	32.67	-24.67	-4.17	9.86	-17.75	-9.71	-5.10	-0.68	-24.02
	AA3	47.88	-42.59	23.47	2.59	4.74	-4.76	41.67	-15.67	2.82	8.86	-10.75	-10.71	-14.11	-1.69	-17.02
%	中证转债	5%	7%	7%	1%	-4%	2%	1%	0%	-1%	1%	0%	1%	3%	0%	2%

			商品													
品种	2020年度	2021T	2020.07	2020.08	2020.09	2020.10	2020.11	2020.12	2021.01	2021.02	2021.03	2021.04	2021.05	2021.06	2021.07T	
%	南华商品	7%	19%	4%	3%	-6%	0%	8%	7%	0%	13%	-7%	7%	1%	3%	
	南华农产品	12%	4%	4%	2%	1%	5%	1%	4%	-2%	6%	-8%	5%	1%	3%	
	南华能化	-10%	21%	1%	2%	-7%	0%	10%	6%	2%	14%	-7%	4%	0%	2%	
	南华工业	9%	25%	4%	3%	-7%	0%	11%	6%	1%	15%	-5%	7%	0%	3%	
	南华黑色	64%	24%	8%	4%	-3%	4%	10%	18%	-4%	9%	-1%	11%	-3%	6%	

资料来源：Wind，iFind，百瑞信托

2、市场表现描述

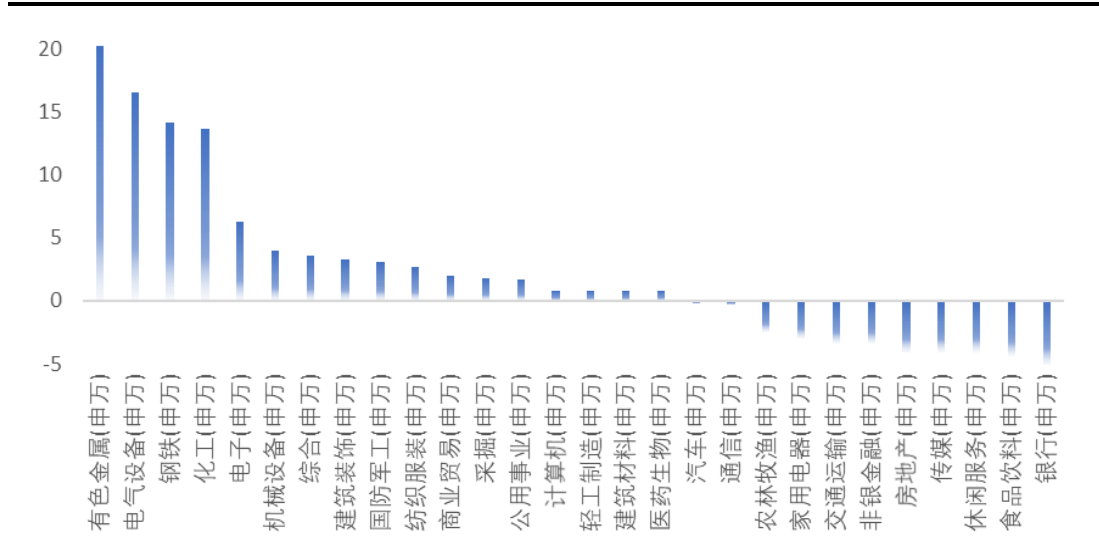
1) 权益：指数分化震荡、北向资金有调仓迹象

截至7月16日，A股市场区间内整体处于震荡上涨趋势，区间涨跌幅高于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。

北向资金月净流入13.85亿元，其中沪股通净卖出33.08亿元，深股通净买入46.93亿元，内部分化明显，并且表现反复，从短期超百亿元进出来看，有明

显的调仓迹象。北向资金净买入的行业包括了软件服务、通讯行业、保险行业和化工行业等；净卖出的行业包括了汽车行业、包装行业、综合行业和券商信托行业等。受北向资金的影响，近期新能源车产业出现退潮，市场热度逐渐回落分行业来看，汽车类板块走弱，比亚迪、长安汽车一度盘中跌超 5%。

图表 2：申万一级行业涨跌幅



资料来源：Wind, 百瑞信托

2) 债券：收益率整体下行，信用利差被动收窄

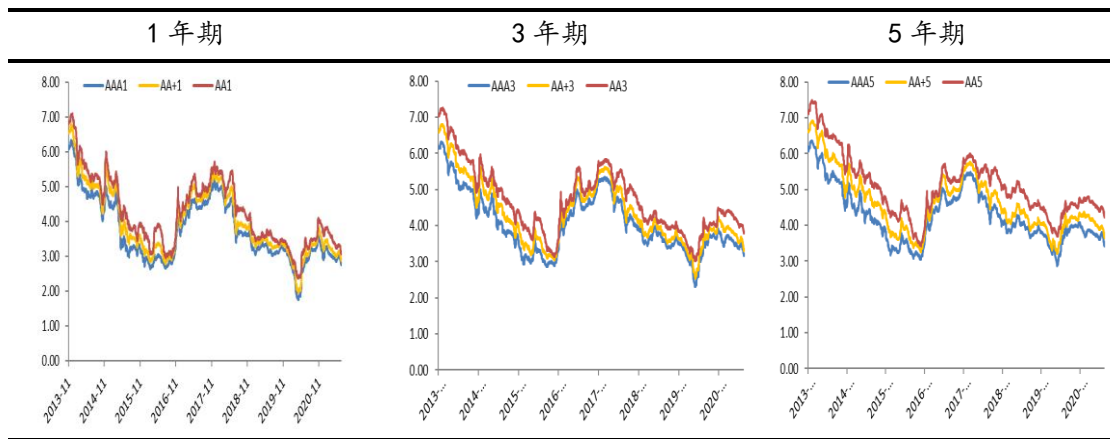
利率债方面，受央行全面降准影响，债市大涨，1Y 国债下行 25.55BP、3Y 国债下行 21.05BP、5Y 国债下行 19.88BP、10Y 国债下行 17.05BP。目前 10 年期国债活跃券已突破 3%的关键位置，在交易情绪助推之下，或有部分交易空间，但从短线的技术面来看，2.9%位置存在整顿震荡倾向。

信用债方面，本月（6月18日-7月16日），信用债收益率整体跟随利率债下行。从产业债来看，AAA1Y 下行 27.13BP、AAA3Y 下行 31.56BP、AAA5Y 下行 35.29BP、AA+1Y 下行 25.17BP、AA+3Y 下行 35.57BP、AA+5Y 下行 31.27BP。

从产业债信用利差变化来看，月初走阔，降准后大幅被动收窄。整月来看，AAA3Y 产业债信用利差收窄 3.94BP；AA+3Y 产业债信用利差收窄 7.95BP；AA3Y 产业债信用利差则走阔 5.05BP。

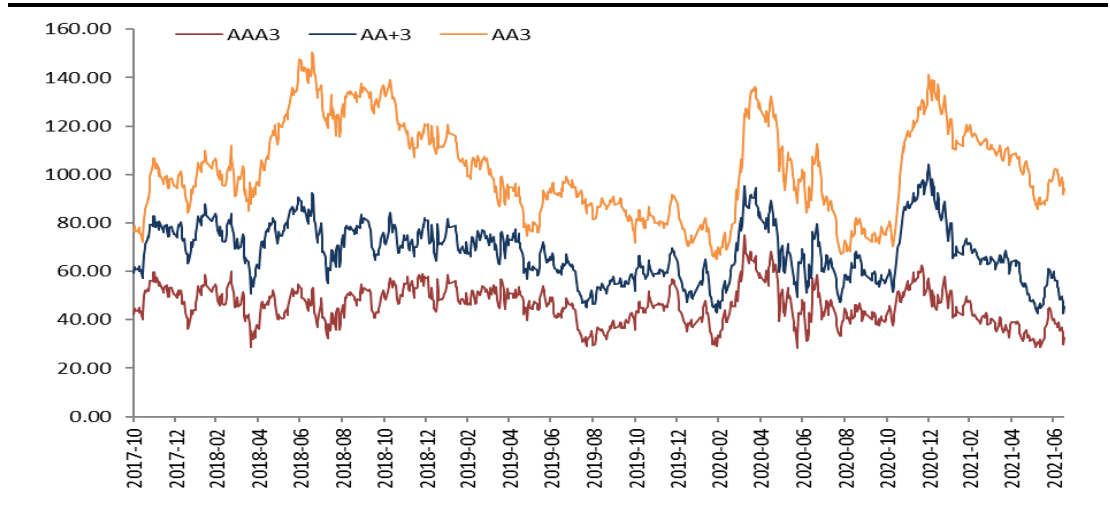
从期限利差来看，受中端下行较快影响，中端产业债期限利差收窄较多，长端利差整体依然处于高位。具体来看，AAA10Y-3Y 利差走阔 5.95BP，AAA7Y-3Y 期限利差走阔 7.09BP，AAA5Y-3Y 期限利差收窄 3.73BP。

图表 3：各期限产业债收益率下行



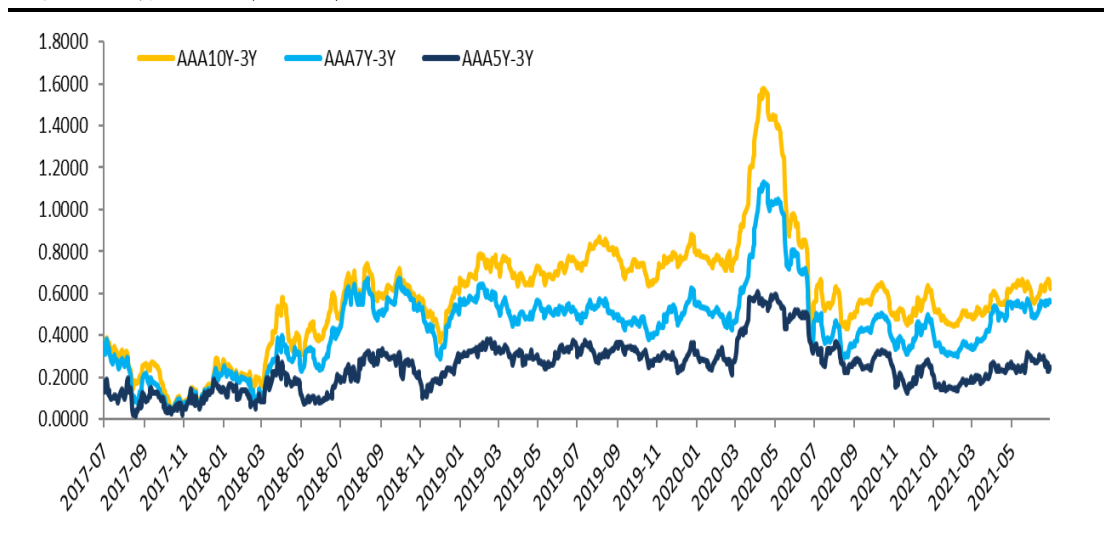
资料来源：Wind, 百瑞信托

图表 4：产业债信用利差被动收窄



资料来源：Wind, 百瑞信托

图表 5：期限利差中端收窄



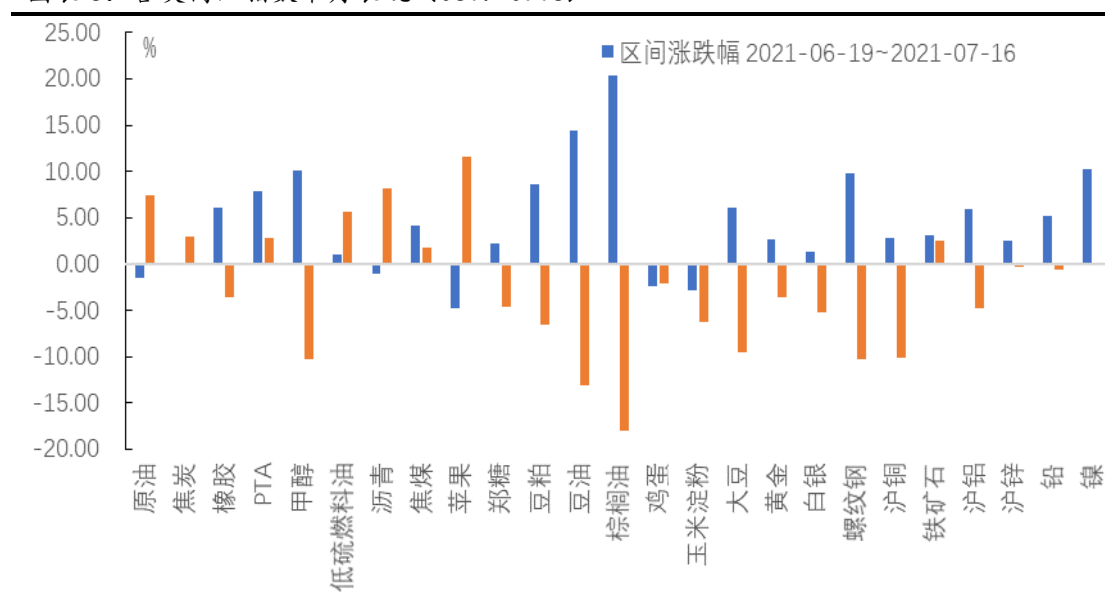
资料来源：Wind, 百瑞信托

3) 商品市场：市场情绪转暖，黑色领衔上涨

截至7月16日，本期南华商品指数上涨4.33%（前值-1.29%）。内外政策线索分化仍是商品期货市场的主线。国内政府多次表示将应对大宗商品涨价问题。发改委准备投放规模超过1000万吨的煤炭储备。同时，7月15日全面降准正式落地，稳健的货币政策取向未发生改变，市场情绪转暖。而海外通胀不退，美债利率自4月以来延续低位盘整。随着美国官宣Taper时间临近，随后风险资产将面临快速调整。此外，原油产量增至14个月来最高，国际油价继续下跌，WTI跌至近一个月低点。能化和有色板块将面临疫情防控风险和欧佩克增产不确定性风险。

本月（6月19日-7月16日），南华商品期货指数及各品种均出现上涨。工业品方面，金属大幅上涨6.58%，镍、螺纹钢大幅上涨约10个百分点；能化板块上涨3.85%，原油市场不确定性大，价格下跌。农产品上涨5.89%，内部分化较大，国内大豆供应紧张，油脂类涨幅最大。贵金属方面，本期上涨2.15%，货币环境维持宽松，继续对贵金属价格形成利好。

图表6：各类商品指数本月表现（0619-0716）



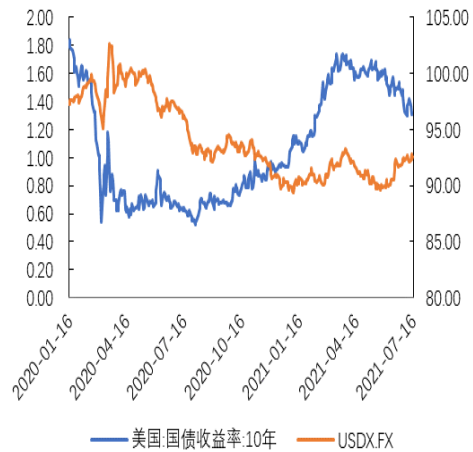
资料来源：Wind, 百瑞信托

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

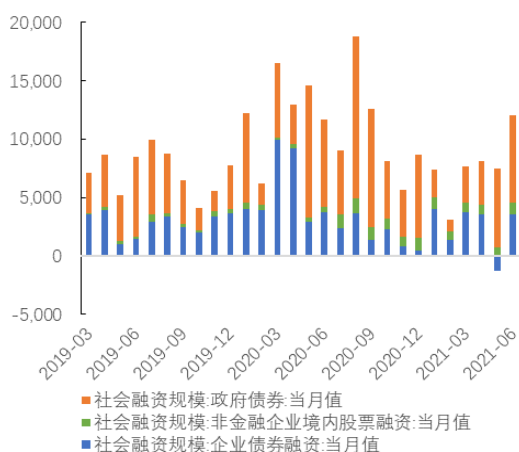
1) 社融存量收敛放缓，新增规模超预期

2021年6月新增社会融资规模3.67万亿元，环比多增1.74万亿，同比多增0.2万亿，较2019年同期多增1.05万亿，整体超市场预期。

截至6月末社会融资规模存量为301.56万亿元，同比增长11%，持平5月，收敛速度放缓。2021年上半年社会融资规模增量累计为17.74万亿元，比上年同期少3.13万亿元，比2019年同期多3.12万亿元。

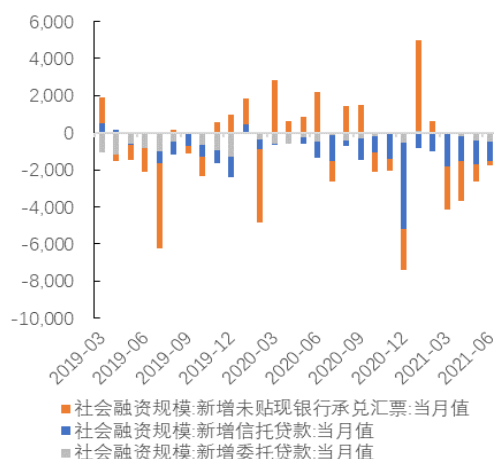
从结构上来看：1) 表内融资占比上升明显，新增人民币贷款在高基数下同比多增4141亿元，环比多增8888亿元，表内融资推动社融新增规模放量；2) 新增企业债券占比大幅提升，政府债券发行提速。6月新增企业债券融资3702亿元，略高于去年同期的3686亿元。政府债券净融资7475亿元，较前值6701亿元继续回升。3) 表外融资继续收缩，但收缩规模连续四个月回升，与3月、4月、5月相比，压降规模有所减少。委托贷款、信托贷款、未贴现银行承兑汇票表外融资减少1740亿元。

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



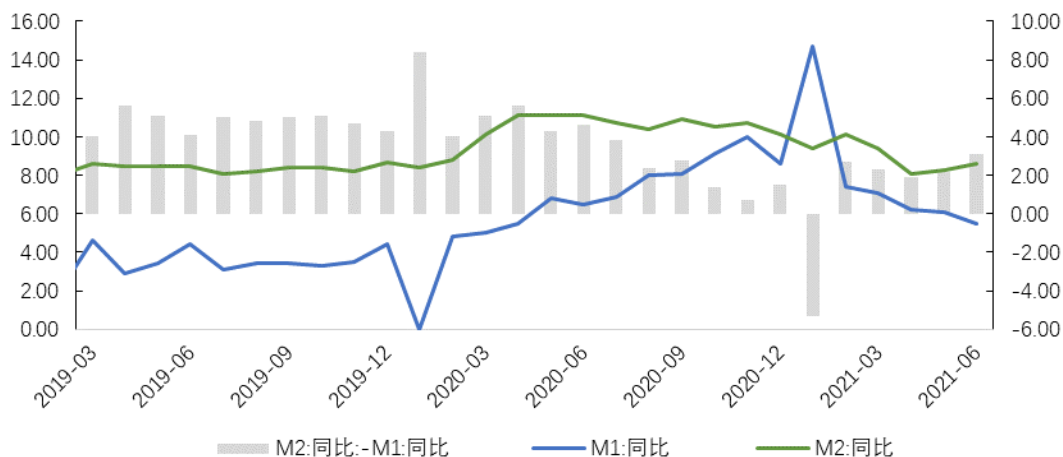
数据来源：Wind，百瑞信托

2) 货币供应：M1-M2 负剪刀差再次走阔

6 月，广义货币(M2)余额 237.78 万亿元，同比增长 8.6%，增速比上月末高 0.3 个百分点，比上年同期低 2.5 个百分点；狭义货币(M1)余额 63.75 万亿元，同比增长 5.5%，增速分别比上月末和上年同期低 0.6 个和 1 个百分点；流通中货币(M0)余额 8.43 万亿元，同比增长 6.2%，较上月末变化不大。当月净投放现金 169 亿元。

M2 的回升是信贷投放超预期，为了呵护监管严控地产与城投风险的信用环境。M1 下降则主要是由于房地产销售走弱，居民存款向企业存款转移放缓导致。6 月，M1 与 M2 之间的负剪刀差结束 2020 年 9 月以来的收窄状态，再次扩大至 3.10%，后续需关注。

图表 11：M1-M2 负剪刀差再次走阔



资料来源：Wind，百瑞信托

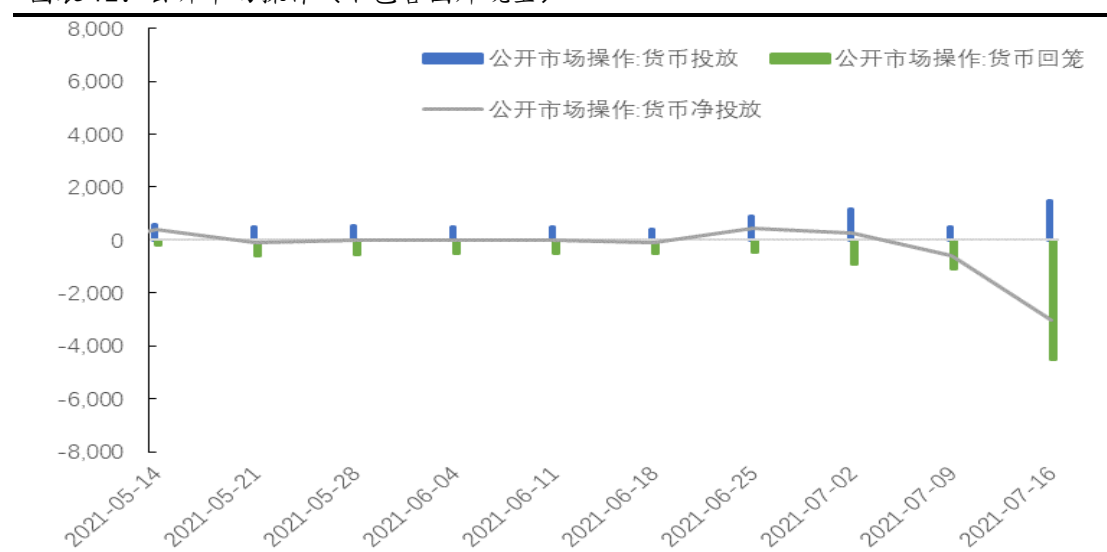
3) 公开市场操作延续稳定货币政策基调

6月19日至7月16日之间，央行为保证资金合理充裕，对以往每日常规投放100亿元7天逆回购进行调整。6月24日-6月30日期间，为维护半年末流动性平稳，央行以利率招标方式每日开展300亿元逆回购操作。进入7月后，央行回归每日进行100亿元逆回购操作。

7月15日，实施全面降准，央行降准是在货币政策总体维持中性的背景下适当释放流动性。考虑到正值税期高峰等因素，金融机构对中长期资金仍有一定需求，为维护银行体系流动性合理充裕，人民银行缩量续作1000亿元中期借贷便利（MLF）。

由于6月末央行超预期放量进行7天逆回购操作，且缩量续做MLF，公开市场在7月第2、3周为净回笼状态。整体而言，央行开展的公开市场业务延续了稳定的货币政策基调，公开市场操作利率未发生变化，7天逆回购中标利率为2.20%，MLF中标利率为2.95%。

图表 12：公开市场操作（不包含国库现金）

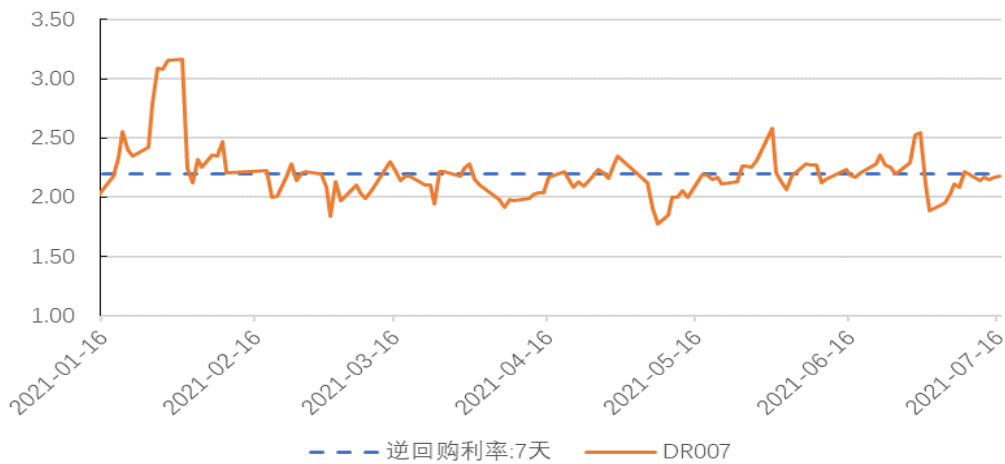


资料来源：Wind，百瑞信托

4) 资金价格依然在政策价格上下波动

受跨月影响，DR007在6月末冲高至7日逆回购利率水平（2.20%）之上。6月30日，DR007达到本期最高值2.5480%。进入7月份之后，DR007开始迅速回落，7月7日，国常会释放降准信号激发市场热情，资金面继续保持较为宽松的状态。至7月16日，DR007利率为2.1762%。

图表 13: 存款类机构间质押式回购利率 (%)

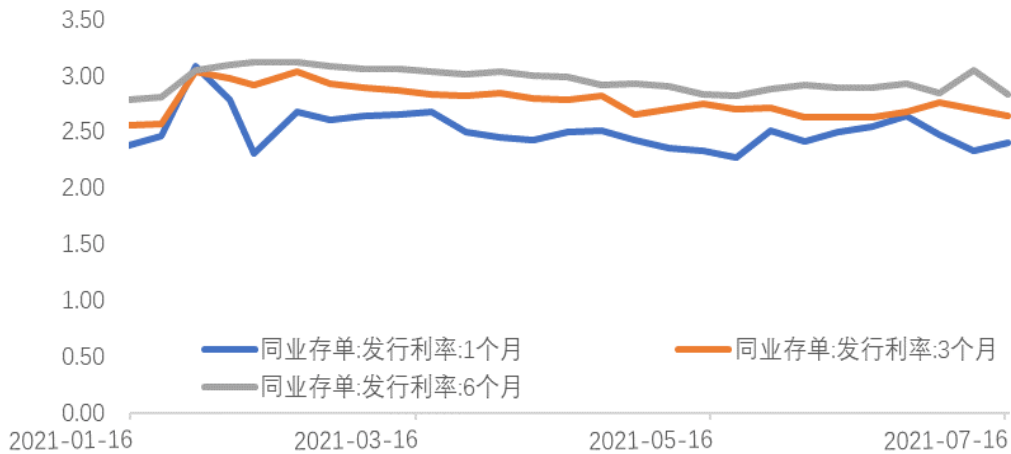


资料来源: Wind, 百瑞信托

5) 同业存单: 发行利率略降

2021年4月以来, 同业存单发行规模持续下降。6月, 同业存单发行14573.59亿元, 较上月环比减少了21.04%, 净融资量为-7247.8亿元, 进入7月后, 净融资量上升。发行利率方面, 截至7月16日, 1个月期同业存单发行利率为2.3450%, 3个月同业存单发行利率为2.5532%, 6个月同业存单发行利率为2.7963%。

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

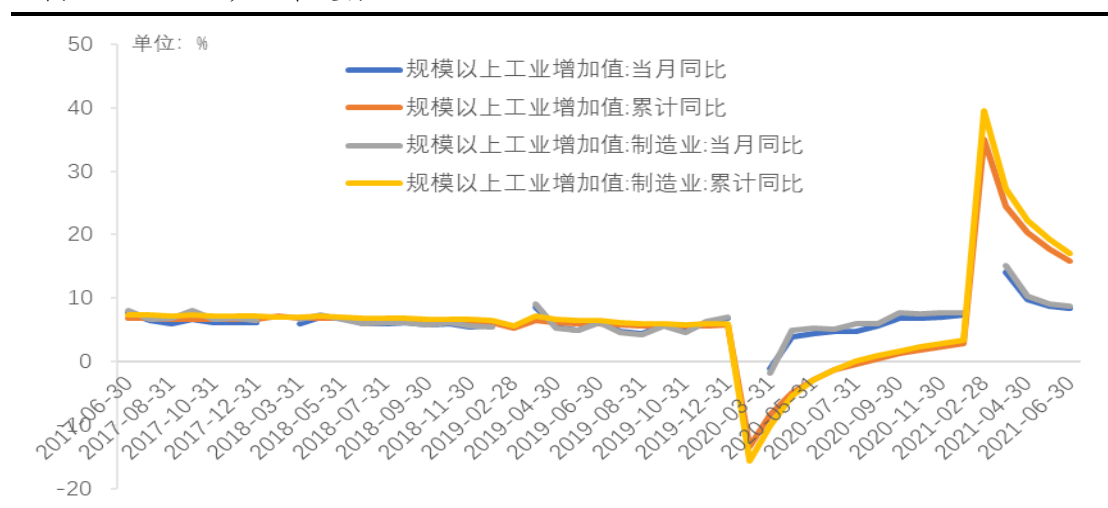
1) 生产端: 工业生产有所回落, 但仍然较稳

2021年6月, 规模以上工业增加值同比实际增长8.3%, 比2019年同期增长

13.5%，两年平均增长 6.5%。2021 年 1-6 月，规模以上工业增加值累计同比增长 15.9%，两年平均增长 7.0%。相较 5 月的数据表现，6 月的增速均有所回落，其中 6 月当月同比增速较 5 月下降 0.5 个百分点，累计同比增速较 1-5 月下降 1.9 个百分点。主要受到了 2019 年同期基数跃升 1.3 个百分点影响，工业生产仍然较为稳定。

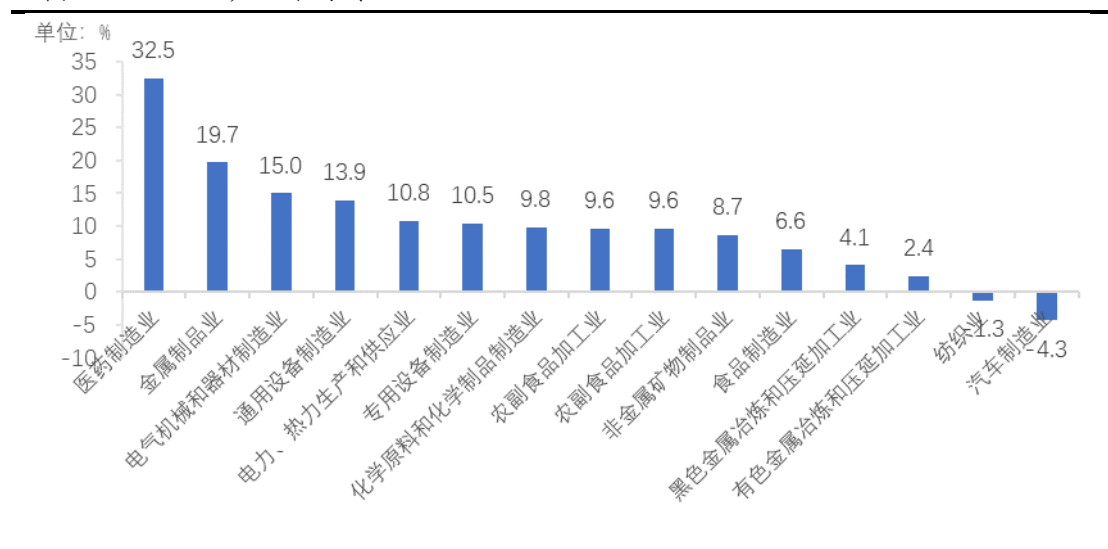
分行业来看，2021 年 6 月，41 个大类行业中有 34 个行业增加值保持同比增长。其中，医药制造业的增速继续保持领先，达到 32.5%，其他增速较高的行业包括金属制品业、电气机械和器材制造业，增速在 15%以上。增速为负的行业仅 2 个，为纺织业和汽车制造业。

图表 15：工业生产还未走弱



数据来源：iFinD，百瑞信托

图表 16：工业生产上下游情况



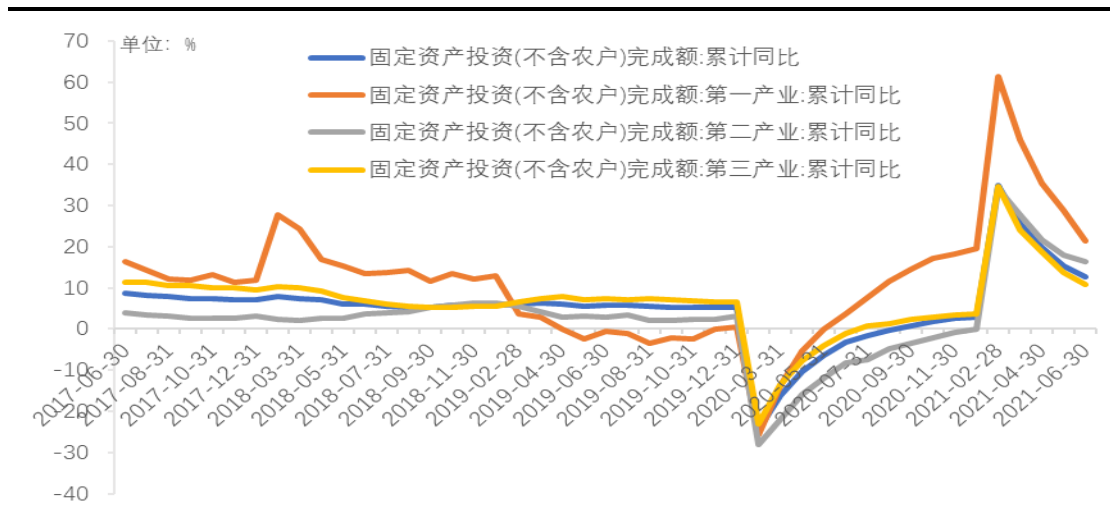
数据来源：iFind，百瑞信托

2) 投资端：制造业投资支撑，PMI 略有回落、PPI 松动

2021 年 1-6 月，我国固定资产投资（不含农户）255,900 亿元，同比增长 12.6%，比 2019 年 1-6 月份增长 9.1%，两年平均增长 4.4%。固定资产投资的增速同样呈现逐步回落的态势，增速较上月下降 2.8 个百分点。自 2017 年以来，我国固定资产投资的增速有一定的下降趋势。至 2019 年，固定资产投资的增速区间约为 5%-6%。因此，从两年平均增速来看，当前我国固定资产投资的增速区间较 2019 年有进一步下降的趋势。

分产业来看，1-6 月第一、第二、第三产业的投资增速分别为 21.3%、16.3%、10.7%，第一、第二产业的增速高于平均增速。在第二产业中，制造业投资增速较高，达 19.2%，是支撑固定资产增速上升的主要力量。制造业中投资增速较高的细分行业包括农副食品加工业，化学原料和化学制品制造业，医药制造业，专用设备制造业，铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业，计算机、通信和其他电子设备制造业，电气机械和器材制造业，增速在 20% 以上。制造业中的汽车制造业投资增速为 -2.3%，为唯一负增长的细分行业。

图表 17：固定资产投资动能放缓



数据来源：iFinD，百瑞信托

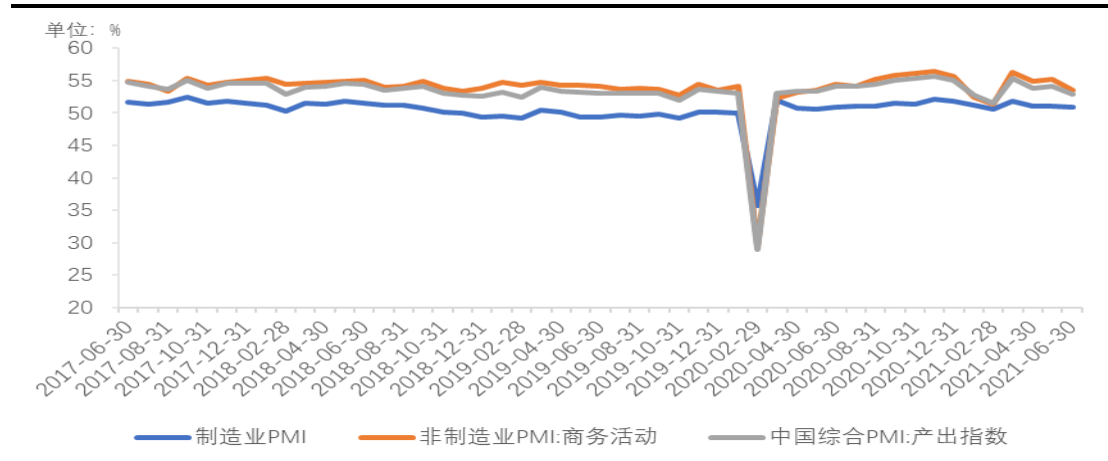
2021 年 6 月，制造业 PMI 指数为 50.9%，较 5 月回落 0.1 个百分点。从分类指数来看，结构性问题有所改善，6 月生产指数、新订单指数均高于临界点；原材料及出厂价格均大幅回落，有助于缓解中下游企业的经营压力。6 月制造业新出口订单指数为 48.1%，较 5 月回落 0.2 个百分点，进口指数下降至临界点之下，为 49.7%，较 5 月回落 1.2 个百分点。

2021 年 6 月的非制造业商务活动指数为 53.5%，较 5 月回落 1.7 个百分点，回落幅度相对较大，表明非制造业扩张力度有所减弱。6 月非制造业新出口订单

指数为 45.4%，较 5 月回落 2.2 个百分点。

2021 年 6 月我国综合 PMI 产出指数为 52.9%，较 5 月回落 1.3 个百分点，景气度略有回落但仍然延续扩张态势。

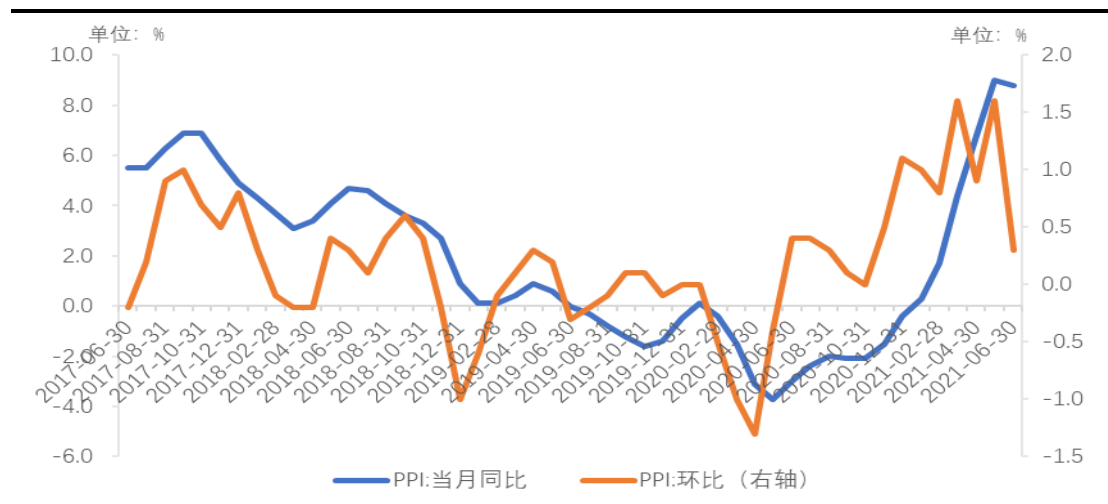
图表 18：PMI 景气度略有回落



数据来源：iFinD，百瑞信托

2021 年 6 月，PPI 同比上涨 8.8%，较 5 月回落 0.2 个百分点，为近 1 年来同比涨幅的首次回落。其中，生产资料价格上涨 11.8%，涨幅也较 5 月回落 0.2 个百分点，生活资料价格上涨仅 0.3%。从环比来看，6 月 PPI 上涨 0.3%，涨幅较 5 月回落 1.3 个百分点。

图表 19：PPI 见顶回落

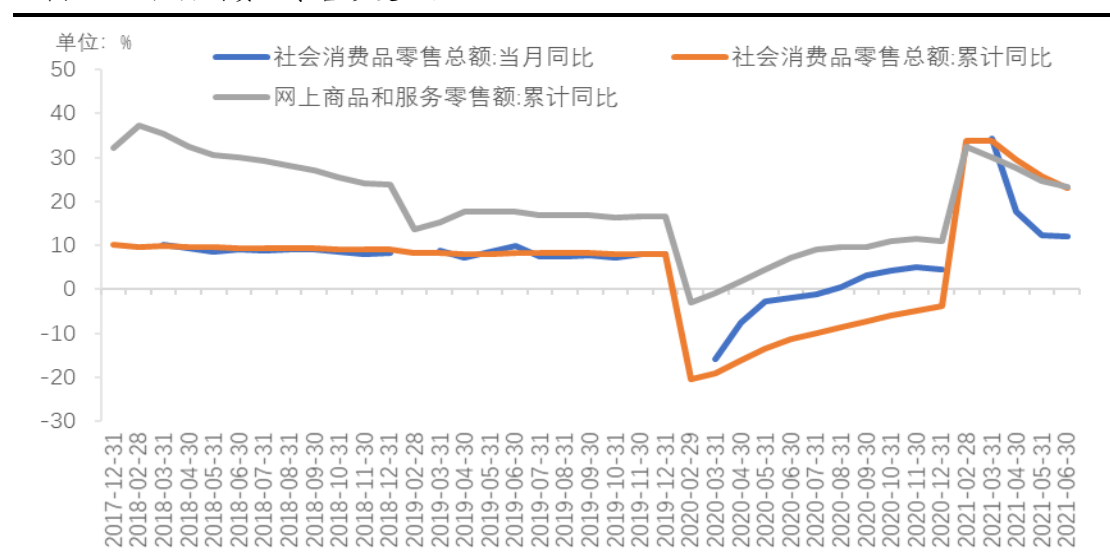


数据来源：iFinD，百瑞信托

3) 消费端：社零修复困难，CPI 通胀压力弱化

2021年6月，社会消费品零售总额 37,586 亿元，同比增长 12.1%；比 2019 年 6 月份增长 10.0%，两年平均增速为 4.9%。1-6 月的累计同比增速为 23.0%，两年平均增速 4.4%，较 1-5 月微升 0.1 个百分点。主要来自两类重点产品的一弱一强影响：一弱为受制于缺芯，汽车销售增速进一步回落至 4.5%，显著拖累社零增速，其两年平均增速则回落至 -2.06%，较 1-5 月份下降近 7 个百分点；一强为受“618”促销带动生活办公类消费品继续高增影响，2021 年 1-6 月，我国网上零售额 61,133 亿元，同比增长 23.2%。汽车“缺芯”拖累短期难以改善，预计未来线上商品零售修复动力和空间有限，消费恢复主要依赖于限额以下商品和餐饮消费的改善。

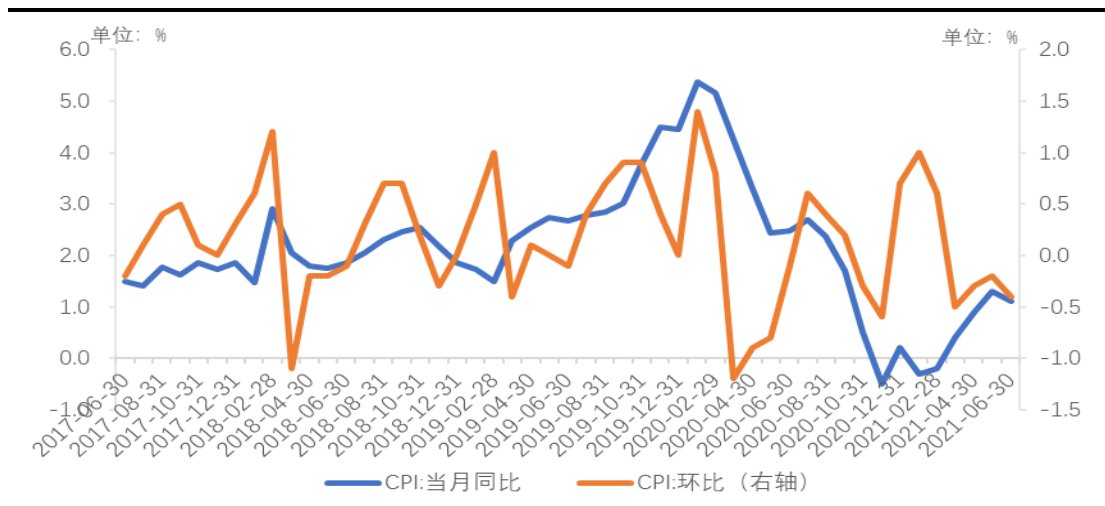
图表 20：社会消费品零售修复不佳



数据来源：iFinD，百瑞信托

2021年6月CPI同比上涨1.1%，涨幅较5月回落0.2个百分点。其中，食品价格由5月上涨0.3%转为下降1.7%，猪肉价格及鲜菜鲜果价格的持续下行是主因；非食品价格同比上涨1.7%，涨幅比5月扩大0.1个百分点，但环比由5月环比上涨0.2%转为持平。在猪肉收储干预下，猪肉价格有望止跌反弹，或对食品价格端拉动，但整体CPI通胀压力不大。

图表 21：CPI 通胀压力弱化



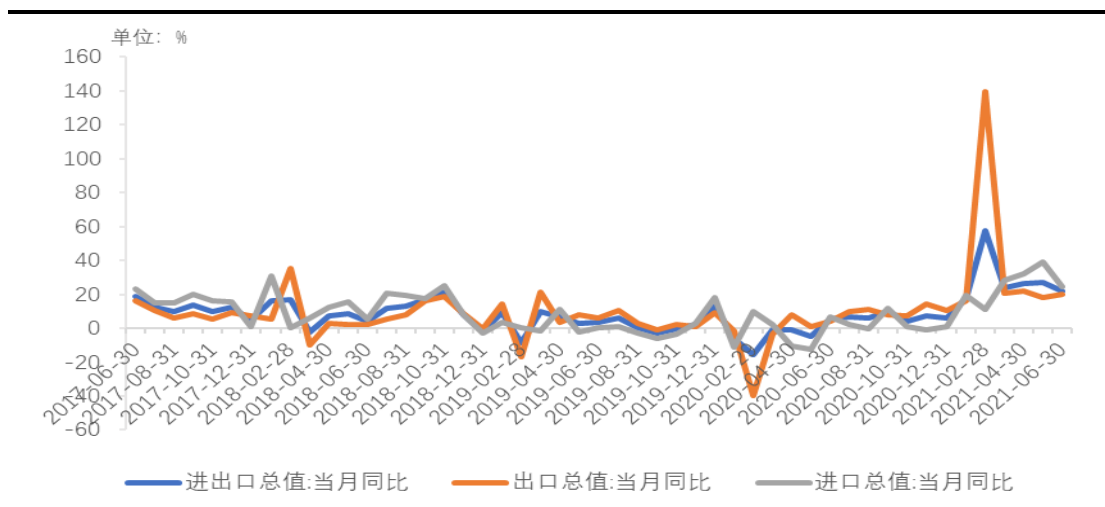
数据来源：iFinD，百瑞信托

4) 进出口端：出口同比增速反弹，但持续有待观望

2021 年 6 月，按人民币计价，我国进出口总额 32,915.5 亿元，同比增长 22.0%。其中，出口总额 18,121.5 亿元，同比增长 20.2%；进口总额 14,794.0 亿元，同比增长 24.3%，实现顺差 3,327.5 亿元。总体来看，我国 6 月的进出口继续保持较高的增速。其中，出口的增速较 5 月提高 2.2 个百分点，进口的增速较 5 月回落 15.1 个百分点。

出口同比增速反弹，主要受“疫苗复苏”引起的需求带动，分产品看，6 月我国主要出口商品增速呈现结构上的转变，表现为部分原材料和中间品增速边际大幅上行，同时前期增长强劲的消费品增速回落较慢。尽管出口数据超预期，但下半年高增速有待观望，主要是下半年高基数效应影响将放大。

图表 22：出口同比增速反弹



数据来源：iFinD，百瑞信托

3、重要事件

1) 央行货币政策委员会召开 2021 年第二季度例会

中国人民银行货币政策委员会 2021 年第二季度（总第 93 次）例会于 6 月 25 日在北京召开。会议指出，当前我国经济运行稳中加固、稳中向好，但国内外环境依然复杂严峻。要加强国内外经济形势的研判分析，加强国际宏观经济政策协调，防范外部冲击，集中精力办好自己的事，搞好跨周期政策设计，支持经济高质量发展。稳健的货币政策要灵活精准、合理适度，把握好政策时度效，保持流动性合理充裕，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，保持宏观杠杆率基本稳定，维护经济大局总体平稳，增强经济发展韧性。

2) 金融机构存款准备金率下调 0.5 个百分点

中国人民银行于 2021 年 7 月 9 日宣布，决定于 2021 年 7 月 15 日下调金融机构存款准备金率 0.5 个百分点（不含已执行 5% 存款准备金率的金融机构）。本次下调后，金融机构加权平均存款准备金率为 8.9%。据介绍，此次降准为全面降准，降准释放长期资金约 1 万亿元。

3) 银保监会就《银行保险机构关联交易管理办法》（征求意见稿）公开征求意见

2021 年 6 月 21 日，中国银保监会发布关于《银行保险机构关联交易管理办法（征求意见稿）》公开征求意见的公告。主要包括：一是统筹规范银行业保险业关联交易监管。吸收整合银行业保险业两方面制度优势，既统一关联交易管理规则，又兼顾不同类型机构特点，力争实现监管标准一致性基础上的差异化监管。二是明确了监管总体原则。银行保险机构应当维护公司经营的独立性，提高市场竞争力，控制关联交易的数量和规模，重点防范向股东及其关联方进行利益输送风险，避免多层嵌套等复杂安排。三是坚持问题导向。按照实质重于形式和穿透监管原则，优化关联方和关联交易识别，加强对表外、资管、同业等重点领域关联交易管理，设置跨部门的关联交易管理办公室，明确牵头部门、设置专岗，加强重点风险识别。四是加强信息披露，丰富监管措施。压实主体责任，建立层层问责机制，提高信息披露标准，强化机构内部管理和外部监督措施。

4) 全国碳排放交易于 2021 年 7 月 16 日启动

2021 年 7 月 16 日，全国碳排放权交易在上海环境能源交易所正式启动。9 点 30 分，首笔全国碳交易已经撮合成功，价格为每吨 52.78 元，总共成交 16 万吨，交易额为 790 万元。从全国碳排放权交易市场开市现场获悉，申能集团、华润电力、中国华电集团、中国石油化工集团、国家能源集团、国家电力投资集团、

中国华能集团、中国石油天然气集团、中国大唐集团、浙江能源集团等 10 家企业成为全国碳交易市场首批成交企业。全国碳市场首日成交均价 51.23 元/吨，成交量 410.40 万吨，成交额逾 2.1 亿元。

三、配置建议

图表 23：配置建议

分类	多		中性		空		备注
	+	-	+	-	+	-	
权益		√					尽管板块估值偏贵，但小票行情下国产替代的科技、低估值医药可适度关注
成长			√				能源转型趋势下从价值走向成长逻辑，关注化工、有色
周期				√			消费依然偏贵，需等待泡沫消化
债券		√					受降准刺激10Y国债突破3.0%的技术及政策压力位，2.9有盘整需求，中线看2.7附近
利率债						√	风险尤在，谨慎下沉，建议关注优质城投平台，和政策受益的节能和新能源产业链相关产业债
信用债			√				转债估值已达近年高点，部分优质个券已开始透支正股带来的涨幅，可适当降低仓位考虑应对波动
商品				√			玉米、淀粉已在调整，粕类中线偏多
农产品				√			原油因OPEC+增产，进入回调区间，后续深调的部分化工有回补需求
能化				√			限电政策与铜铝锌国储投放双叠加，上下两难
工业		√					压产预期偏强，走势有超前高趋势，可维持多单，需注意政策监管及基差偏低的情况下的盘面调整
黑色		√					

资料来源：百瑞信托

1、权益市场

截至 7 月 19 日，大盘股指数（沪深 300）估值有所回落，小盘股指数（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 14.31、22.29、14.38、61.70；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 52.72、81.03、28.88、8.82、39.63。

图表 24：各类指数估值及分位数（统计为近 3 年）

	2021/7/16				2021/6/18			
	最新PE	最高	最低	分位数%	最新PE	最高	最低	分位数%
沪深300	14.31	17.46	10.09	71.64	14.49	17.46	10.09	76.13
中证500	22.29	34.51	16.00	23.29	21.51	34.51	16.00	19.34
上证指数	14.38	16.91	10.85	69.86	14.18	16.91	10.85	68.45
创业板指	61.70	79.68	27.04	73.97	59.00	79.68	27.04	64.33
创业蓝筹	52.72	80.42	29.32	45.42	52.36	80.42	29.32	43.20
创成长	81.03	104.70	34.80	83.53	73.95	104.70	34.80	79.52
300成长	28.88	29.95	11.61	97.81	28.87	29.45	11.61	99.73
300周期	8.82	10.83	7.94	17.67	9.11	10.83	7.94	33.20
300消费	39.63	50.50	20.03	81.64	41.45	50.50	20.03	90.12

资料来源：Wind，百瑞信托

下半年权益的 beta 机会很难会是收益的主要来源，主要还是在小票中的结

构性机会中挖掘，但目前板块分化、个股分化都在持续。7-9年中报窗口将是近期最确定的机会，可重点把握，从中报预告来看，已披露2021年中报预告业绩扭亏为盈的行业有化工、采掘和休闲服务；已披露中报预告同比增长率居前的行业为交通运输626.21%、房地产484.74%和纺织服装404.29%；同比负增长的行业为商业贸易-23,221.11%。

2、债券市场

截至7月16日，目前10年期国债活跃券已突破3%的关键位置，在交易情绪助推之下，或有部分交易空间，但从短线的技术面来看，2.9%位置存在盘整需求，中线的向下的阻力依然存在（底部看到2016年的低点2.7%附近）。主要逻辑有二，一是降准对流动性的影响相对中性，关注缴税期资金价格变动；二是基本面存在结构性分化，在内外通胀的压力下长端驱动的动力不足，故维持2.7-3.1之间的宽幅震荡观点。

信用债方面，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。在紧信用下，产业债中弱资质大型国企和尾部民企违约风险仍存。

转债方面，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，抓下半年的结构性机会。

图表 25：债券表现及分位数（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	0.40	0.77	1.00	1.22	1.63					
国开	0.32	0.94	1.28	1.05	1.67	19	8	3	14	32
非国开	0.32	0.80	1.02	1.07	1.70	18	8	6	10	9
铁道	0.43	1.05	1.91	1.78	2.25	8	0	0	16	8
产业AAA	0.46	1.14	1.88	1.74	2.21	8	2	0	22	16
产业AA+	0.46	1.26	1.71			5	0	0		
产业AA	0.49	0.97	1.32			9	25	19		
产业AA-	0.62	1.05				75	82	80		
城投AAA	0.49	1.20	1.77	1.19	1.58	3	0	0	23	16
城投AA+	0.47	1.21	1.64			7	1	3		
城投AA	0.44	0.95	1.44			6	6	18		
城投AA-	0.59	0.88				93	94	95		

资料来源：Wind，百瑞信托

3、商品市场

能化方面，前期OPEC+内部分歧反复，导致原油进入回调区间，目前已达成增产协议，8月起逐月增产40万桶/日，计划明年9月前全面取消减产，加之

Delta 变异毒株的蔓延，造成了市场担忧，短期来看，原油还有下跌空间，压力线在 390，后续关注收复近期跌幅；化工方面，被原油带下回调的化工品比如 L、PP 依然有回补空间；

黑色方面，压产预期偏强，钢铁、动力煤、焦炉、开工率都偏弱运行，库存持续去化，价格人有持续反弹驱动，但仍需注意政策监管及基差偏低的情况下的盘面调整；

工业方面，整体来看，受云南等地限电、及国储投放影响，铜、铝、锌等市场进退两难，短期内维持震荡运行；

农产品方面，玉米、淀粉维持空单，国储持续收购托底，但需求依旧没有明显好转，导致大豆偏弱；豆粕方面，受生猪出栏量继续增加影响，已实现一部分涨幅，后期维持偏强震荡为主。

图表 26：南华农产品指数



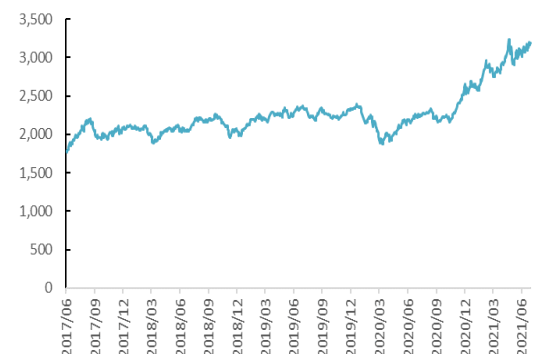
数据来源：Wind，百瑞信托

图表 27：南华能化指数



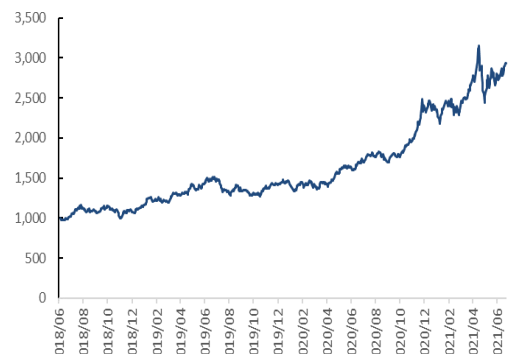
数据来源：Wind，百瑞信托

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