下载日志已记录，仅供内部参考

适度反攻——9 月大类资产配置及投资策略

投资要点：

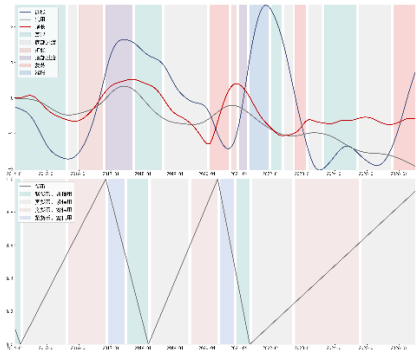
- **7 月经济数据多项数据再度回落，但高频数据显示增长仍有韧性，若政策加速出台，后续经济或有望企稳回升。因此，本期宏观假设仍为 75%复苏+25%底部过度。海外方面，**基准情形为增长尚可、通胀偏高、财政偏松、货币偏紧。关注三条主线：第一，做陡美债收益率曲线，而非简单押注久期。就业降温有利于前端，但财政赤字和通胀风险继续支撑长端期限溢价。第二，继续战略性看多黄金，但降低短期追涨冲动。第三，关注全球货币政策从“同步宽松”向“差异化紧缩”的切换。**国内方面，**7 月经济各项指标几乎全线回落，尤其是消费增速延续低位、固投跌幅再度扩大且连续 4 个月负增、均指向当前经济下行压力有所加大。结构上，经济呈现 K 型分化，出口与科技等新经济表现强劲，高技术制造业、装备制造业景气度在扩张区间持续走高，但地产、消费等旧经济表现仍相对偏弱。不过，输入性通胀放缓，政府投资开始发力，高频数据中增长仍有韧性，后续政策或有望加速落地。**展望未来，**若政策积极发力，后续经济大概率仍处在供需改善的修复路径之上。货币政策维持宽松，但信用传导需要时间。综上所述，本期宏观假设为 75%复苏+25%底部过度+宽货币紧信用。

- **债券策略:基本面偏弱支撑债市整体格局向好，但短期赔率有限，逢调增配。利率债方面，**基本面弱预期下货币宽松整体格局不变，利率债支撑充分，把握短期震荡的配置机会以及长债利差压缩机会。基本面方面，经济延续弱复苏特征，需求端修复仍然偏慢，7 月经济数据反映“供强需弱”的结构性矛盾尚未发生根本改变；价格方面，CPI 温和回升但仍处低位，核心通胀修复有限，尚不足以对货币政策形成明显约束。10 年期国债更可能呈现低位震荡、重心略偏下的运行格局，预计主要运行区间在 1.65%-1.70%，但是往四季度后期看，10Y 国债低点有机会接近 1.60%附近，30-10 利差策略可能仍有获利空间。**信用债方面，**近期配置力量增强推动信用债修复，但随着扰动因素增多，短期波动难以避免，逢调整增配仍是更优策略。由于评级利差已压缩至低位，继续依赖信用下沉获取超额收益的性价比较低，相比之下，可结合期限利差适度拉长久期，并重点关注个券票息价值及利率债走势。短期来看，前期收益率下行较快的品种存在一定回调压力；但随着摊余成本债基逐步建仓，4-7 年普通信用债的配置需求有望得到补充，中期仍偏利好。策略上，配置盘可重点关注 5 年左右非金融信用债，交易盘则可适度参与二永债，并在利率环境友好时把握长久期信用利差进一步压缩的机会。**转债方面，**供需错配，转股溢价率、纯债溢价率等估值指标居高不下，限制上涨空间和跟涨弹性，建议维持中性配置，行业上主要参考股票配置。

- **股票策略：指数预计仍在反弹周期内，行业可考虑均衡配置为主。**前期 TMT 调整主要是拥挤度出清与中报定价切换的叠加，尚且不是产业逻辑的证伪。考虑到科技资金仍然介入的比较深，大概率科技板块会进入震荡行情。TMT 板块风险大幅释放，存在短线反弹机会。此外，中报业绩验证窗口期或提供其他板块资金切换的机会，可考虑均衡配置为主。轮动方向上可以观察科技、红利（金融、煤炭、电力）、创新药等方向表现。此外，近期小微盘率先修复，微观结构极致失衡后的再平衡之后也可以考虑部分配置。据此，利得自上而下优选出以下基金：工银瑞信医药健康行业股票 A、华富新能源股票发起式 A、易方达远见成长混合 A、工银瑞信主题策略混合 A、银华沪深股通精选混合 A、富国消费主题 A、诺安多策略 A。

- **风险提示：**海外流动性收紧超预期。

宏观经济周期



资料来源：详见下文，利得研究院。

大类资产配置建议

大类资产	子板块	本期配置权重	与上期变动	配置建议
股票	大盘股	13%	0%	中性
	中盘股	16%	-1%	超配
	小盘股	10%	-4%	中性
债券	利率债	11%	1%	中性
	信用债	28%	2%	超配
	可转债	15%	1%	中性
商品	商品	7.0%	1%	中性

资料来源：详见下文，利得研究院。

基金优选

基金代码	基金简称	分类	基金经理	成立时间	近一年收益	近一年最大回撤
006002.OF	工银瑞信医药健康行业股票A	创新药	谭冬寒	2018-07-30	2.6	-29.6
012445.OF	华富新能源股票发起式A	新能源	沈成	2021-06-29	22.9	-33.9
010115.OF	易方达远见成长混合A	通信	武阳	2021-03-05	137.6	-30.1
481015.OF	工银瑞信主题策略混合A	电子	林念	2011-10-24	187.7	-26.6
008116.OF	银华沪深股通精选混合A	金融	和炜	2020-05-14	14.8	-14.8
519915.OF	富国消费主题A	消费	王园园	2014-12-12	-18.7	-30.9
070032.OF	嘉实优化红利A	红利	常蓁	2012-06-26	6.5	-9.6

资料来源：详见下文，利得研究院。

电话：400-820-9935
上海利得基金销售有限公司
https://www.leadfund.com.cn

下载日志已记录，仅供内部参考

目录

1. 市场行情回顾 2
1.1 大类资产表现：黄金大涨，美债阶段性新高 2
1.2 A股反弹 2
1.3 短升长降，牛平延续 2
2. 当前宏观情况 4
2.1 基准情景：增长尚可、通胀偏高、财政偏松、货币偏紧 4
2.2 7月国内经济数据多项回落 8
3. 资产配置 13
3.1 债券 15
3.1.1 9月债市的五大关注 15
3.1.2 债券投资策略 17
3.2 股票 17
3.2.1 大势或震荡反弹 17
3.2.2 行业选择 18
法律声明 23

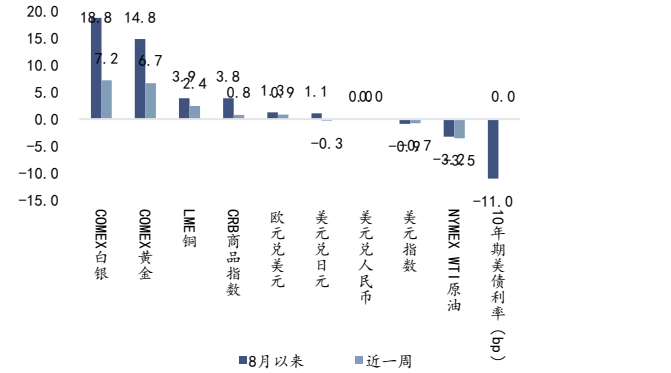
下载日志已记录，仅供内部参考

1. 市场行情回顾

1.1 大类资产表现：黄金大涨，美债阶段性新高

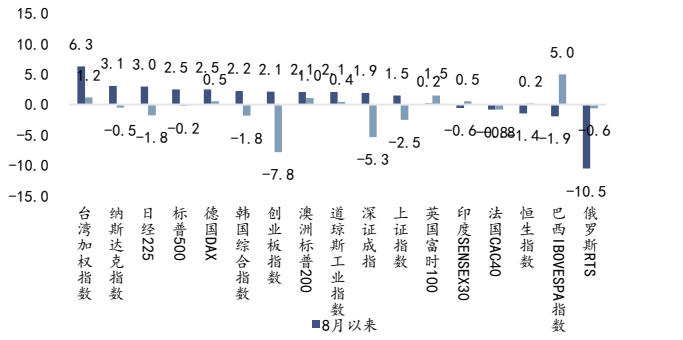
8月以来，黄金大涨，30年期美债利率创2007年以来新高。8月18日，美国30年期国债收益率盘中一度攀升至 5.32%-5.33%，创 2007年6月以来（近19年）最高水平；同日10年期一度升破4.7%，盘中最高触及4.75%，为2025年1月以来最高。美债新高压制了全球高久期科技资产的估值，纳斯达克在月初强势上涨后进入调整。与此同时，美国债务危机也进一步放大了资金对黄金的追随。经过调整的黄金，本月大幅上涨。原油方面，受OPEC+增产、美伊重启谈判的影响，本月油价维持"高位宽幅震荡"格局。

图1 大类资产表现（%）



资料来源：Wind，利得研究院，统计日期：2026/8/1~2026/8/26

图2 全球股市涨跌幅（%）

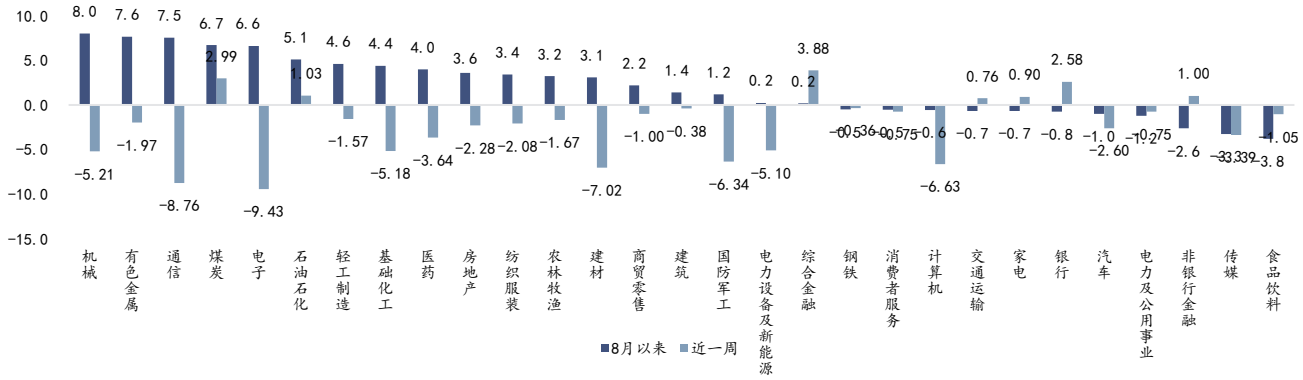


资料来源：Wind，利得研究院，统计日期：2026/8/1~2026/8/26

1.2 A股反弹

本月A股进入反弹阶段，。受"人形机器人第一股"宇树科技8月20日登陆科创板影响，机械板块开启了一段主题炒作。而受黄金上涨，铜接近新高的带动，有色板块亦明显上涨。此外，TMT板块在前期大幅调整后，本月企稳反弹。从宽基指数来看，本月小微盘明显上涨，大盘权重跑输。

图3 A股行业涨跌幅



资料来源：Wind，利得研究院，统计日期：2026/8/1~2026/8/26

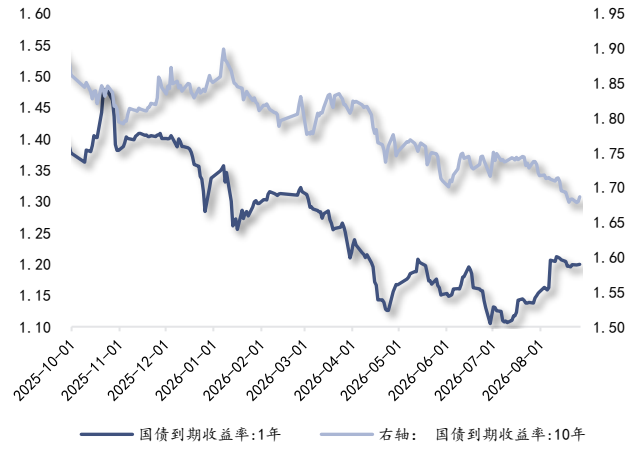
1.3 短升长降，牛平延续

下载日志已记录，仅供内部参考

8 月以来，债市短升长降。8 月以来，短端上行 4.4bp，长端下行 3.04bp。月初债市延续偏强格局，基本面和通胀数据未明显改善，叠加央行继续强调实施适度宽松的货币政策，长端收益率稳步下行。尤其是 30 年国债表现较强，8 月上旬收益率一度逼近 2.15%，长端利差明显压缩。中旬后，摊余成本法债基申报开闸、住房公积金可投资政策性金融债等消息强化了配置需求，政金债和长端国债同步走强。下旬市场虽受到税期、MLF 缩量续作以及局部资金面偏紧扰动，但长端表现仍相对坚挺，显示配置盘承接较强。8 月 25 日前后，10 年国债活跃券收益率已降至 1.67%左右，30 年国债降至 2.15%附近；与此同时，短端受资金波动影响相对更大，曲线进一步趋平。

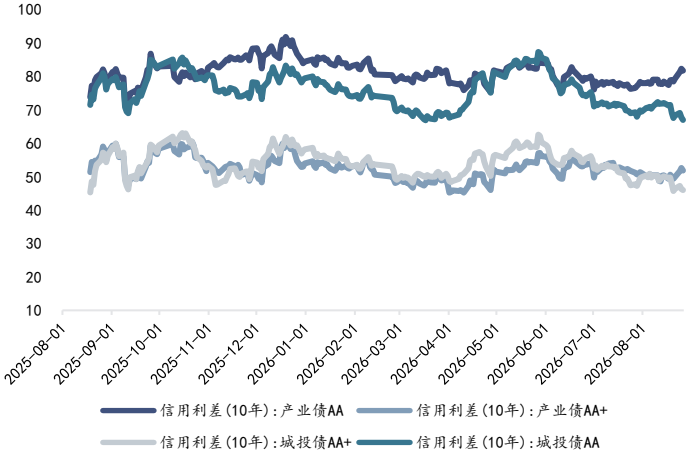
近一月信用利差有所分化。产业债 AA 信用利差走阔 3.68bp、产业债 AA+信用利差走阔 0.77bp，城投债 AA+信用利差收窄 3.91bp、城投债 AA 信用利差收窄 2.41bp。

图4 长、短端债市表现



资料来源：Wind，利得研究院，统计区间：2025/10/1~2026/8/26

图5 近一月信用利差表现



资料来源：Wind，利得研究院，统计区间：2025/8/1~2026/8/26

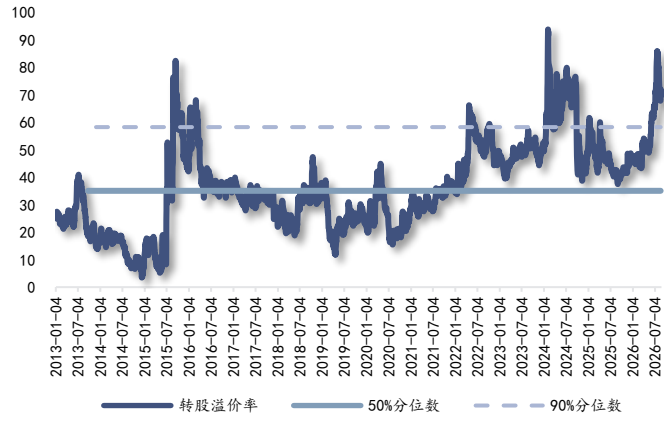
近一月转债下跌，估值下跌。近一月中证转债指数下跌 1.06%，同期万得全 A 收涨 3.52%，当前转股溢价率为 70.8%，为 2013 年以来的 90%分位数为 58.2%，50%分位数为 35%。

图6 近 1 月转债和 WIND 全 A 走势



资料来源：Wind，利得研究院，统计区间：2025/1/1~2026/8/26。

图7 转债估值



资料来源：Wind，利得研究院，统计区间：2013/1/1~2026/8/26。

下载日志已记录，仅供内部参考

2. 当前宏观情况

2.1 基准情景：增长尚可、通胀偏高、财政偏松、货币偏紧

9 月全球宏观需要回答三个问题：第一，能源和关税导致的通胀究竟是一次性的供给冲击，还是正在转化为更持久的二次通胀；第二，在美国财政赤字长期维持高位背景下，美联储即便不进一步加息，长端美债利率能否真正回落；第三，当美联储、欧央行和日央行同时受到通胀约束，但经济基本面又存在明显差异时，全球货币政策是否将进入新一轮分化。

我们的基准判断是：9 月美联储大概率选择“鹰派暂停”，ECB 和 BOJ 则存在更明确的加息可能；美债曲线仍以高位陡峭化为主，10 年期美债难以形成趋势性牛市；全球通胀进入“商品通胀重新抬头、核心通胀缓慢回落”的阶段；油价中枢仍高，但极端风险溢价可能边际下降；黄金则仍处于中长期牛市结构之中，但短期波动将明显放大。

（1）货币政策：9 月倾向于美联储按兵不动，日欧加息概率升温

对美联储而言，9 月更可能维持“鹰派不加息”。7 月 FOMC 将联邦基金目标区间维持在 3.50%-3.75%，但会议内部已经出现明显鹰派分化，12 名投票委员中有 3 人支持加息 25bp。同时，会议纪要显示，多数委员虽然选择等待更多数据，但对通胀风险的警惕明显上升。彼时核心 PCE 同比仍达到 3.3%，远高于 2%的目标，美联储认为关税、能源价格以及 AI 投资相关需求均对价格形成新的上行压力。但进入 8 月后，通胀数据又出现一定缓和。7 月美国 CPI 同比由 3.5%回落至 3.4%，核心 CPI 同比 2.5%，环比分别为 0.1%和 0.2%，一定程度缓解了市场对立即加息的担忧。与此同时，就业市场已经出现边际降温迹象，7 月非农三个月移动平均新增就业仅约 2 万人，意味着美国劳动力市场正在从此前的强劲状态向“低招聘、低裁员”的弱平衡转变。

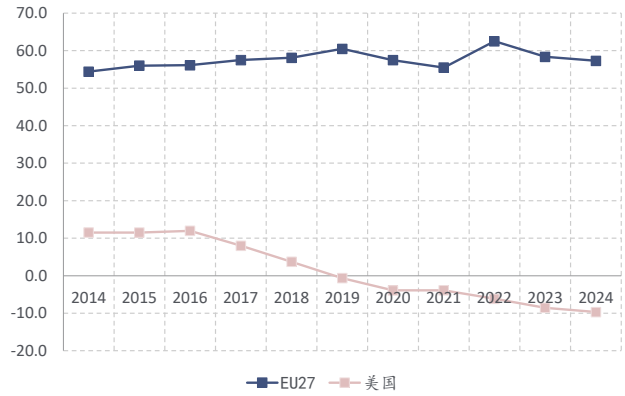
因此，我们认为 9 月 FOMC 的基准情景仍是维持利率不变，但政策声明、点阵图及新闻发布会整体偏鹰。美联储当前并不存在迫切降息的必要性，而重新加息又需要更充分证据证明能源价格和关税已经形成持续性二次通胀。9 月 4 日非农和 9 月 11 日 CPI 因而具有极高权重，如果就业进一步走弱，同时核心通胀维持温和，暂停将成为较高概率选择；但如果能源向核心商品、运输以及服务价格的传导重新加速，9 月甚至四季度重新加息仍不能排除。

欧洲央行在 9 月加息 25bp 的概率较此前也有所上升。欧洲的政策约束甚至比美国更加直接。中东局势导致原油、天然气和成品油价格上涨，而欧洲能源进口依赖度明显高于美国，因此能源冲击对于欧洲通胀的传导速度和幅度更大。7 月 ECB 选择维持利率不变，但明确强调能源价格冲击的最终通胀影响尚未完全显现，需要密切关注其持续时间、间接影响以及二次效应。进入 8 月后，市场对于 9 月 ECB 加息的预期明显升温。

我们认为，ECB 在 9 月加息 25bp 具有一定的合理性，但也并非必须，即便加息，这也更会像一次风险管理式加息，而非开启连续、大幅度的紧缩周期。一方面，欧元区经济并未因能源冲击迅速衰退，近期商业活动和德国经济数据反而显示一定韧性；另一方面，中长期通胀预期仍相对稳定，意味着 ECB 没有必要提前承诺持续加息。因此，9 月 ECB 可能呈现“加息一次、不给远期指引”的组合。如果中东局势缓和、能源价格在四季度回落，欧洲加息周期仍有可能迅速重新进入观察期；但如果油气价格持续高位，欧洲货币政策的终点利率需要进一步上修。

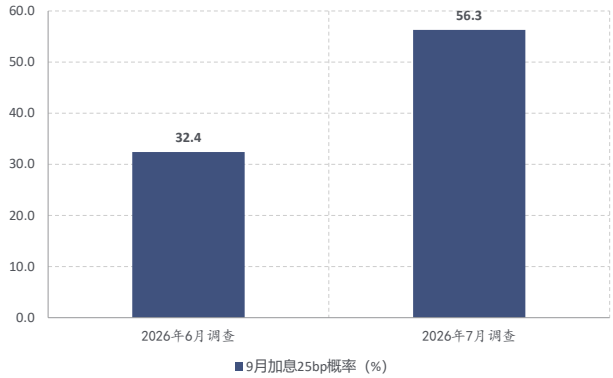
下载日志已记录，仅供内部参考

图8 EU27 与美国的进口能源依赖度（%）



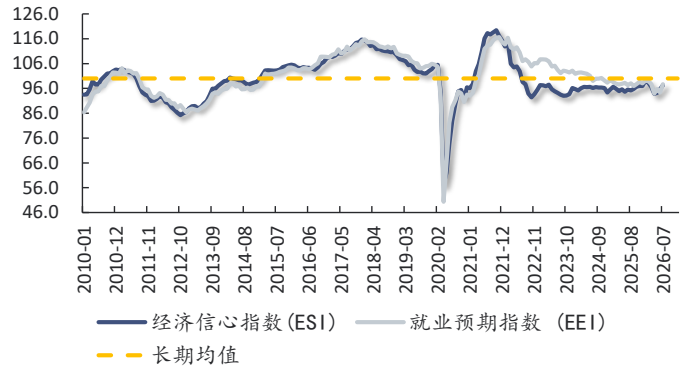
资料来源：Wind，利得研究院

图9 ECB 在 7 月调查中加息 25bp 的概率上浮



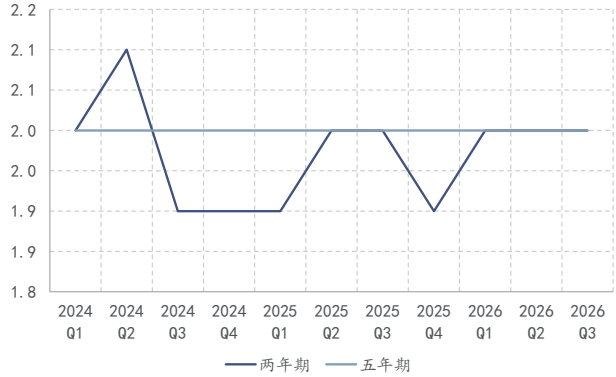
资料来源：ECB，利得研究院

图10 7 月欧元区的经济信心和就业预期均显著改善



资料来源：ECB，利得研究院

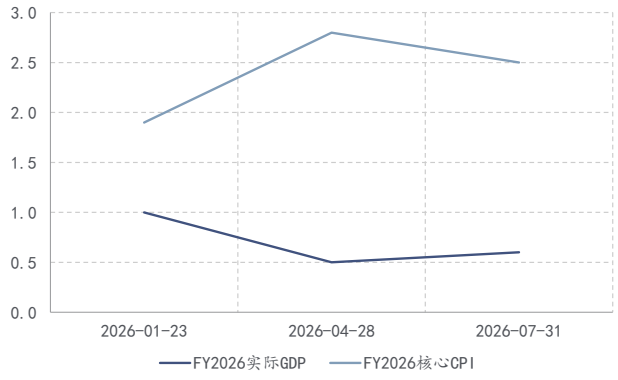
图11 欧元区中长期 HICP 通胀预期仍相对稳定（%）



资料来源：ECB，利得研究院

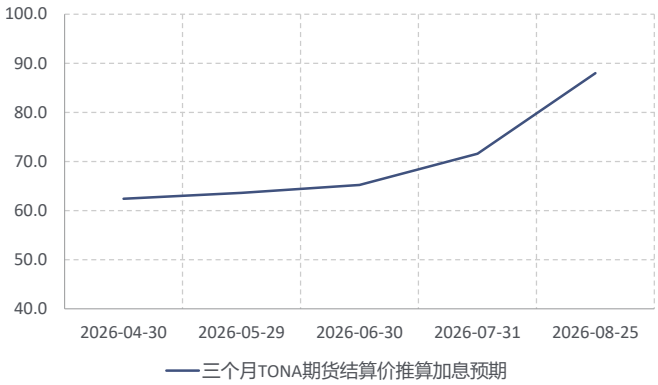
日本则是由弱日元与输入型通胀推动货币政策正常化提速。相比美联储和 ECB，日本央行当前的政策方向更加清晰，争议主要集中在加息节奏。BOJ 在 7 月展望报告中表示，日本经济仍将温和增长，但原油上涨、日元贬值以及半导体等商品价格上涨可能推动 2026 财年下半年 CPI 明显高于 2%；如果经济和物价按照基准情景发展，日本央行将继续提高政策利率并降低货币宽松程度。日本 7 月整体通胀已由 6 月的 1.6%升至 1.9%，同时日元持续偏弱，使进口能源和原材料价格更容易向国内传导。从三个月 TONA 期货结算价隐含的加息预期来看，目前市场对 9 月 BOJ 会议加息 25bp 的预期已经明显升高。

图12 BOJ 对 FY2026 增长与核心 CPI 预测修订（%）



资料来源：BOJ，利得研究院

图13 三个月 TONA 期货结算价隐含的加息预期



资料来源：TFX，利得研究院

下载日志已记录，仅供内部参考

我们倾向于认为，BOJ 在 9 月加息的概率高于美联储，甚至可能成为 9 月全球主要央行中政策方向最明确的一家。日本货币政策正在从过去单纯关注工资、通胀循环，逐渐加入汇率和输入型通胀约束。如果日元继续疲弱、油价维持高位，日本央行可能需要比此前设想更快地提高实际利率。这意味着日美利差进一步收窄仍是未来数季度的重要方向，日元中期升值逻辑没有破坏，但短期表现仍取决于美国长端利率。如果美债 10 年期收益率长期停留在 4.5%以上，日元升值过程仍可能非常曲折。

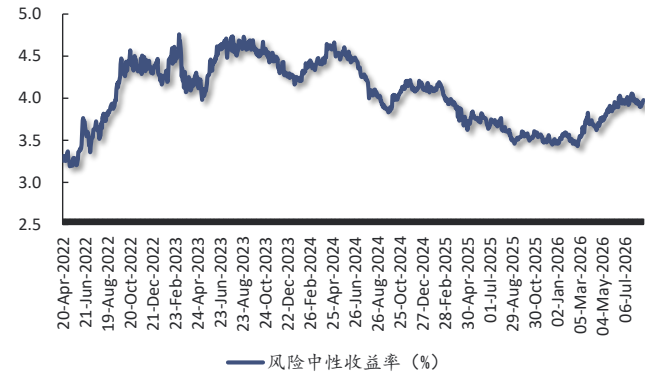
(2)美债：熊陡、震荡、再陡峭化仍是主要结构

9 月美债存在三股力量的博弈。

第一，增长和就业边际放缓利多债券。如果 9 月非农进一步走弱，2-5 年期美债收益率存在明显下行空间。

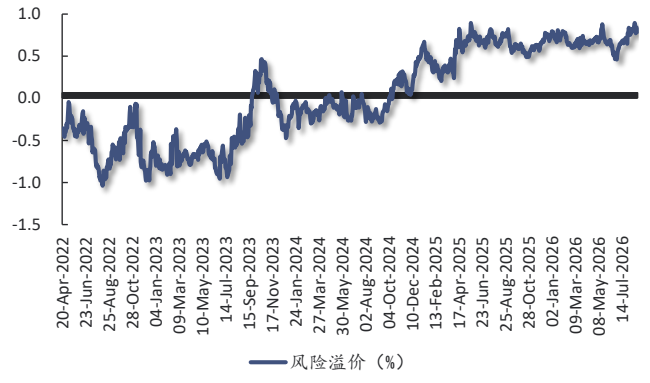
第二，能源、关税以及财政扩张限制长端收益率下行。市场不仅在交易未来 Fed Fund Rate，还必须为长期通胀不确定性和财政风险支付更高的期限溢价。基于 ACM 模型对 10 年期美债收益率进行拆解可以发现，年内长端利率的上行驱动已出现明显切换。2 月底以来，10 年期美债风险中性利率——即市场对未来 10 年联邦基金利率平均水平的隐含预期——自 3.43%的阶段低点持续震荡上行，并于 6 月下旬一度升至 4.03%，显示这一阶段 10 年期美债收益率上行主要由市场对美联储政策利率路径的重新定价所驱动。但进入近期后，随着美国非农就业、通胀等关键数据连续弱于市场预期，市场对美联储进一步加息的预期逐步降温，风险中性利率在高位趋于震荡，并开始出现边际回落。与之形成鲜明对比的是，10 年期美债期限溢价自 0.46%左右的阶段低点快速回升至 0.8%附近，基本重返 5 月高位。这意味着，7 月以来长端美债收益率的主要驱动因素已由“政策利率预期上修”逐步转向“期限溢价抬升”。尽管加息预期降温对风险中性利率形成下行压力，但期限溢价的快速走高对其形成了明显对冲，并成为支撑乃至推升 10 年期美债名义收益率的核心力量。换言之，当前长端利率高企更多反映的是投资者对持有长期美债所要求的额外风险补偿上升，而非对美联储进一步显著收紧货币政策的预期持续强化。

图14 ACM 模型隐含的 10Y 美债风险中性利率



资料来源：NY FED，利得研究院

图15 ACM 模型隐含的 10Y 美债风险风险溢价

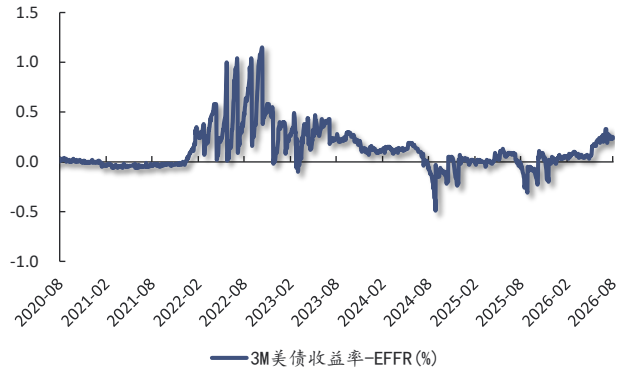


资料来源：NY FED，利得研究院

第三，财政部回购可以改善市场技术面，却不能改变中长期供需关系。有投资者可能认为财政部可以提高短债占比来改善供需，我们认为可行性不强。短期国库券的主要买方是货币市场基金，其增持短债往往伴随 RRP 资金流出。过去 RRP 余额较高时，货币基金可以直接将存放在逆回购工具中的闲置资金转投新增短债，因此供给扩张对短端利率冲击有限。当前 RRP 已接近耗尽，货币市场的流动性缓冲明显下降，若短债供给继续大幅增加，就需要依靠更高收益率吸引增量资金，这也是 3M-EFFR 利差走阔所反映的供给压力。若进一步提升短债发行比例，可能抬升短端融资成本并加大货币市场波动，形成类似货币收紧的效果，并对美联储政策操作造成一定掣肘。

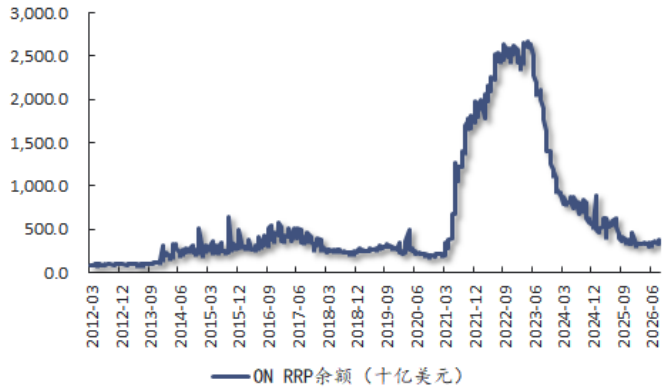
下载日志已记录，仅供内部参考

图16 3M 美债收益率与 EFFR 利差小幅走阔



资料来源：Wind，利得研究院

图17 美联储逆回购余额显著下降



资料来源：Wind，利得研究院

因此，我们更倾向于认为 9 月 10 年期美债收益率仍将在较高区间震荡，而不是趋势性跌破 4%。如果美国增长维持韧性、油价保持 80 美元以上，10 年期收益率重新测试 4.8%甚至 5%的风险仍然存在；只有当就业明显恶化并引发市场重新定价 2027 年降息路径时，长端利率才可能真正形成趋势性下行。

（3）黄金：财政信用与货币信用成为新的定价锚，中长期牛市尚未结束

8 月以来黄金重新快速上涨，现货价格一度升至 4600 美元/盎司以上的三个月高位。与传统黄金框架相比，本轮上涨并不能简单由实际利率下降解释，因为同期美国长端实际利率仍然偏高。

黄金 ≈ 实际利率 + 地缘政治风险 + 财政信用风险 + 全球储备多元化需求。美国财政赤字长期化、长端美债市场波动上升，以及市场开始讨论财政政策对于货币政策独立性的潜在约束，实际上都会强化黄金作为非主权负债资产的价值。因此，我们继续看好黄金中长期趋势，但对 9 月走势保持一定战术谨慎。经历 8 月快速上涨之后，黄金短期已经积累较高获利盘，如果美联储在 9 月释放更鹰信号、美元阶段性走强，黄金可能出现明显回撤。但我们认为这种回撤更偏向牛市中的调整，而非趋势反转。只要美国财政赤字没有形成可信的收缩路径、央行购金趋势延续、地缘政治风险保持高位，黄金的战略配置逻辑仍然成立。

综上，对 9 月海外宏观交易而言，我们更加关注三条主线：

第一，做陡美债收益率曲线，而非简单押注久期。就业降温有利于前端，但财政赤字和通胀风险继续支撑长端期限溢价。

第二，继续战略性看多黄金，但降低短期追涨冲动。财政信用、央行购金与地缘政治仍构成中长期支撑。

第三，关注全球货币政策从“同步宽松”向“差异化紧缩”的切换。如果 ECB 与 BOJ 加息、美联储暂停，美元指数未必出现单边上涨，欧元和日元相对于美元存在阶段性修复机会。

9 月最大的上行风险是中东局势重新升级，引发油价突破并推动全球央行全面转鹰；最大的下行风险则是美国就业突然失速，使市场重新交易衰退和 2027 年快速降息。在两个尾部情景之间，我们认为基准环境仍然更接近一种“增长尚可、通胀偏高、财政偏松、货币偏紧”的晚周期组合。

下载日志已记录，仅供内部参考

2.2 7月国内经济数据多项回落

二季度GDP同比不及预期，7月经济数据多项数据再度回落。我国二季度GDP降至4.3%，增速较一季度大幅回落0.7个百分点，上半年GDP同比增长4.7%。尽管6月经济数据除固定资产投资加速下滑，其他多数呈现出好转迹象。但7月经济各项指标几乎全线回落，尤其是消费增速延续低位、固投跌幅再度扩大且连续4个月负增、均指向当前经济下行压力有所加大。结构上，经济呈现K型分化，出口与科技等新经济表现强劲，高技术制造业、装备制造业景气度在扩张区间持续走高，但地产、消费等旧经济表现仍相对偏弱。不过，输入性通胀放缓，政府投资开始发力，后续政策或有望加速落地。具体来看：

1）物价：7月CPI 同比增长0.5%（前值1%），PPI同比涨幅3.5%（前值4.1%）。PPI方面，受原油价格回落影响，PPI见顶回落，PPI见顶回落，相比较生活资料同比-0.8%，生产资料同比虽有回落但仍达到4.8%，反映出上游价格偏强、下游终端顺价偏弱的格局仍好转仍需要时间。CPI方面，受消费品价格下滑，和汽油价格回落带动工业消费品价格走弱的影响，CPI环比下降0.1%，核心通胀亦下滑至0.9%。往前看，美伊谅解备忘录到期后，双方强硬表态，国际油价再度大幅波动，当前处于90美元较高位置。在不失控的前提下，预计布油将在70-90美元之间震荡。后续PPI下行或呈现出波动趋势，不顾整体输入性通胀压力减轻，下半年PPI同比中枢大概率呈回落态势，CPI预计将维持稳定。

2）进出口：7月出口同比增长23.9%（前值26.9%），进口增长27.6%（前值35.8%）。出口方面，AI链仍是绝对核心：集成电路出口387.4亿美元、同比+116.6%（前值121.9%）出口方面，与此同时，汽车、船舶、高新技术产品、稀土都高于40%的增速。中下游产品呈现量价齐升的势头。进口方面，亦受到全球AI周期高景气的提振，自动数据处理设备及其零部件进口高达193%。近月，我国大幅进口AI链相关产品，其对增速的贡献近一半。但除AI外，汽车、飞机、医疗等高科技制造业进口表现较弱、上游原材料等受价格拉动，进口同比增长。

3）工业增加值：7月份，规模以上工业增加值同比增长4.5%，前值5.3%。工业增加值的回落主要受采矿业的拖累，公用事业和制造业基本保持平稳。细分来看，产量同比为负的主要在有色、非金属等传统行业。而高技术制造业中的电子通信、船舶航天等都保持在10+%，且增速扩大的状态，这与固定资产投资同比相互印证。显示出当前经济K型分化明显，且出口成为了我国经济的重要支撑来源之一。

4）社零：中国7月社会消费品零售总额同比0.6%，前值1%。单月0.6%的同比低于6月，但高于4月（0.2%）和5月（-0.6%）。7月消费需求走弱，主要是商品零售中的可选消费明显走弱。如汽车受到国补影响，导致需求“前置”。除汽车以外的消费品零售额当月同比2.5%（前值3%）。此外，受大宗品价格影响的金银珠宝速回落较明显。而地产系的家具、装潢受地产行业不景气影响，同样表现较差。同比增速高达20%以上的只有AI高景气带动之下的通讯器材。相比商品零售而言，本月餐饮收入增速小幅回升至1.4%（前值1.2%）。

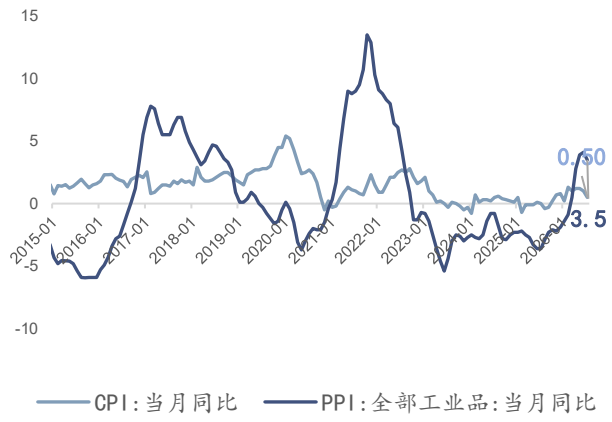
5）固定资产投资：1-7月固定资产投资同比-6.7%（前值-5.7%）。其中，地产投资同比-19.2%（前值-18%），基建投资同比-3.6%（前值-2.4%），制造业投资同比-1.7%（前值-1.2%）。1-7月固定资产投资累计降幅再次走扩，弱于市场预期。结构上看，主要是地产深度拖累、基建、制造业投资同比降幅不同程度扩大。其中，地产新开工和竣工单月同比仍超过-20%，房企现金流状况仍承明显。制造业中高技术、知识产权投资结构性走强，1-7月高技术产业投资同比增长3.3%，较前值3.2%加快，增长态势明显快于制造业整体，指向新旧动能转换期制造业企业更多聚焦新兴产业方向。而基建投资放缓应是与部分地区暴雨洪涝灾害、专项债发行节奏放缓（今年1-7月地方专项债发行进度54.7%，滞后于去年同期的63.1%）、缺项目等因素有关。但随着8月沥青开工率显著回升、水泥发运率小幅回落，指向实物工作量结构性改善，以及7月政治局会议提出的"切

下载日志已记录，仅供内部参考

实落实好存量政策，积极谋划增量政策"，后续基建数据或有望企稳。展望未来，随着下半年基数降低和财政资金投放进度修复，投资增速或有望见底回升，但回升强度将取决于实体信心的修复情况，重点需观察外部不确定性情况和内部供需格局改善情况。

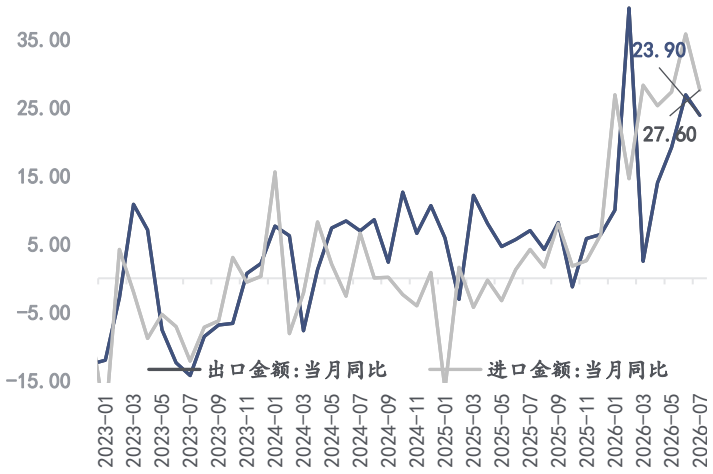
6）社融：社融存量同比增速为 7.4%，较上月（7.4%）持平。结构上来看，居民端和企业端靠均短贷支撑，企业的短贷主要是对票据的替代，票据同比少增了 4954 亿元。居民端的长端持续不足也和地产较弱相呼应。直接融资方面，政府债不再拖累，企业债与股权融资延续多增，直接融资补位特征强化。由于上半年政府债券融资进度不及去年，结合当前财政融资安排来看，7 月专项债发行进度已经开始加快，考虑到剩余发行量，预计后续债券融资或不再成为拖累项。往后看，短期国内政策或提速加力，货币端宽松仍是大方向，后续需关注基本面演化及政策落地效果。

图18 输入性通胀压力边际缓解



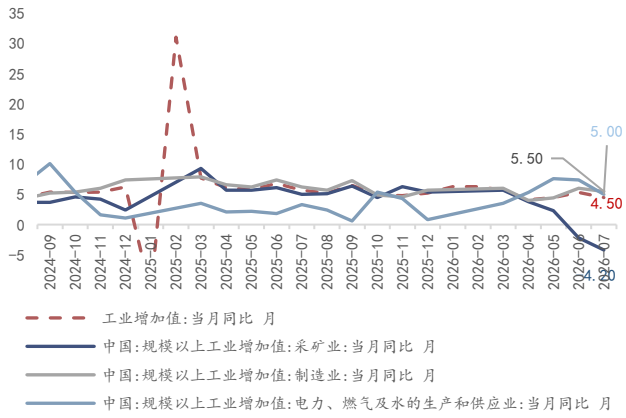
资料来源：Wind，利得研究院

图19 进出口回升



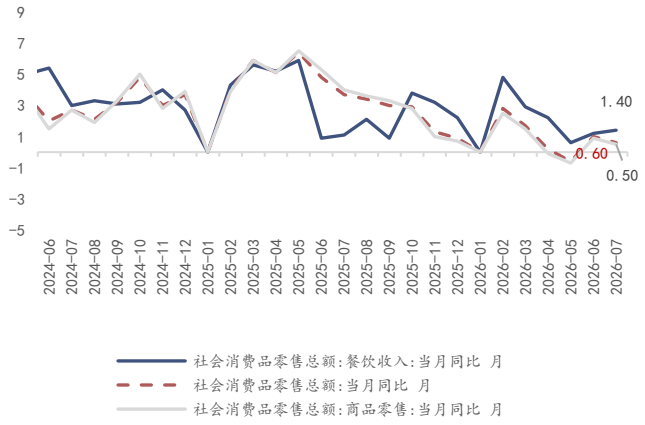
资料来源：Wind，利得研究院

图20 工业增加值持续回升



资料来源：Wind，利得研究院

图21 社零回正



资料来源：Wind，利得研究院

7）高频数据：8 月增长周期向上、通胀稳定，信用继续向下。我们从地产、汽车、

下载日志已记录，仅供内部参考

工业、基建等多个维度找到日度、周度的高频数据以便跟踪经济运行情况。基于高频数据搭建增长高频因子，从社融各组成部分的相关高频指标，比如地产销售数据、地方债净融资、企业债净融资、股权融资数据等构建信用因子，根据猪肉价格构建 CPI 因子，根据铜、铝、石油等商品价格构建 PPI 因子。**通胀方面，**当前原油回落，PPI 增速收窄，预计后续 PPI 可能呈现见顶回落势态，而 CPI 方面，猪价几乎没有下跌空间，预计将维持平稳。**信用方面，**货币定调仍然宽松，但当前货币向信用传导较为缓慢，2025 年下半年以来，社融增速持续下行。今年财政政策方面和去年基本持平，上半年政府债发行速度较慢，下半年发债逐渐提速，后续政府债对社融拖累预计有所降低，但信用整体趋势可能依然缓慢向下。**增长方面，**宏观数据显示 7 月经济数据再度全面下滑，但高频数据显示未增长趋势，7 月末政治局会议召开完毕，政策加速出台预期有望增强。

综合来看，7 月经济数据多项数据再度回落，但高频数据显示增长仍有韧性，若政策加速出台，后续经济或有望企稳回升。因此，本期宏观假设仍为 75%复苏+25%底部过度。尽管 6 月经济数据除固定资产投资加速下滑，其他多数呈现出好转迹象。但 7 月经济各项指标几乎全线回落，尤其是消费增速延续低位、固投跌幅再度扩大且连续 4 个月负增、均指向当前经济下行压力有所加大。结构上，经济呈现 K 型分化，出口与科技等新经济表现强劲，高技术制造业、装备制造业景气度在扩张区间持续走高，但地产、消费等旧经济表现仍相对偏弱。不过，输入性通胀放缓，政府投资开始发力，高频数据中增长仍有韧性，后续政策或有望加速落地。展望未来，我们认为当前外围环境基本稳定，后续经济大概率仍处在供需改善的修复路径之上。货币政策维持宽松，但信用传导需要时间。综上所述，本期宏观假设为 75%复苏+25%底部过度+宽货币紧信用。

图22 高频数据跟踪

下载日志已记录，仅供内部参考

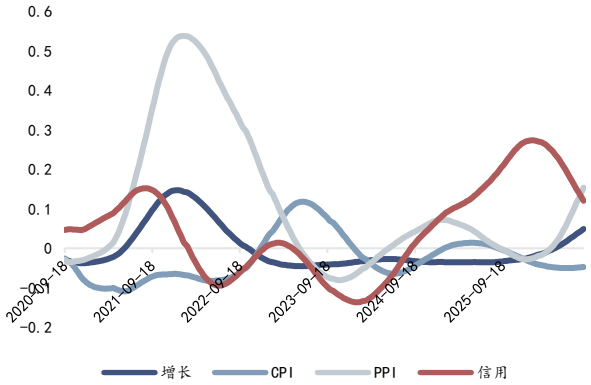
分类	指标	频次	最新日期	最新值	8月环比	8月同比
地产	30大中城市:商品房成交面积(万平方米)	日度	2026/8/25	20.20	-15.26	-13.60
	100大中城市:成交土地面积(万平方米)	周度	2026/8/23	895.55	-16.41	-26.05
	100大中城市:成交土地溢价率(%)	周度	2026/8/23	4.85	-6.43	85.16
汽车	当周销量:乘用车:厂家零售(辆)	周度	2026/8/16	44408.00	-19.28	-38.62
	当周销量:乘用车:厂家批发(辆)	周度	2026/8/16	43974.00	-52.01	-54.37
出口	CCFI:综合指数	周度	2026/8/21	1821.65	-1.85	54.10
	SCFI:综合指数	周度	2026/8/21	3409.63	5.51	127.35
工业	唐山钢厂:高炉开工率(%)	周度	2026/8/21	92.53	-0.13	1.70
	高炉开工率(247家):全国	周度	2026/8/21	82.82	-0.33	-1.03
	开工率:汽车轮胎:半钢胎(%)	日度	2026/8/20	65.74	1.22	-11.31
	PTA产业链负荷率螳:PTA工厂(%)	周度	2026/8/24	60.64	-3.48	-27.82
	PTA产业链负荷率:江浙织机(%)	周度	2026/8/20	51.78	-2.80	-13.75
	钢材产量(万吨)	旬	2026/8/20	249.00	-2.89	-0.51
基建	水泥发运率	周度	2026/8/21	38.21	-5.61	-3.37
	水泥价格指数(点)	日度	2026/8/24	91.84	-1.37	-11.89
	水泥库容比(%)	周度	2026/8/21	61.00	0.61	-1.32
	磨机运转(%)	周度	2026/8/20	35.66	-8.01	-3.29
	螺纹钢主要钢厂产量(万吨)	周度	2026/8/21	180.34	-9.73	-15.33
	石油沥青装置开工率(%)	周度	2026/8/19	23.50	24.38	-24.45
	沥青期货库存(吨)	日度	2026/8/25	40730.00	23.84	-51.90
	沥青期货收盘价(元/吨)	日度	2026/8/25	4554.00	7.15	22.95
	LME铜现货结算价(美元/吨)	日度	2026/8/25	14425.00	5.91	48.51
	LME铜总库存(吨)	日度	2026/8/25	238725.00	-23.07	46.50
	全钢胎开工率(%)	周度	2026/8/20	62.79	0.52	-0.43

资料来源:Wind，利得研究院。

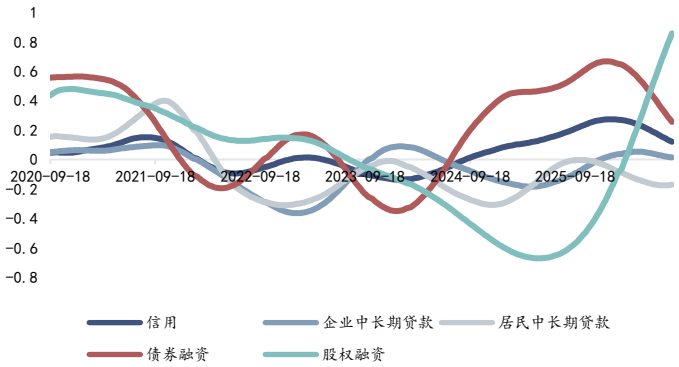
图23 PPI 向上，CPI 向下

图24 债券融资对信用支撑减弱

下载日志已记录，仅供内部参考



资料来源：Wind，利得研究院，统计日期截止：2026/8/21



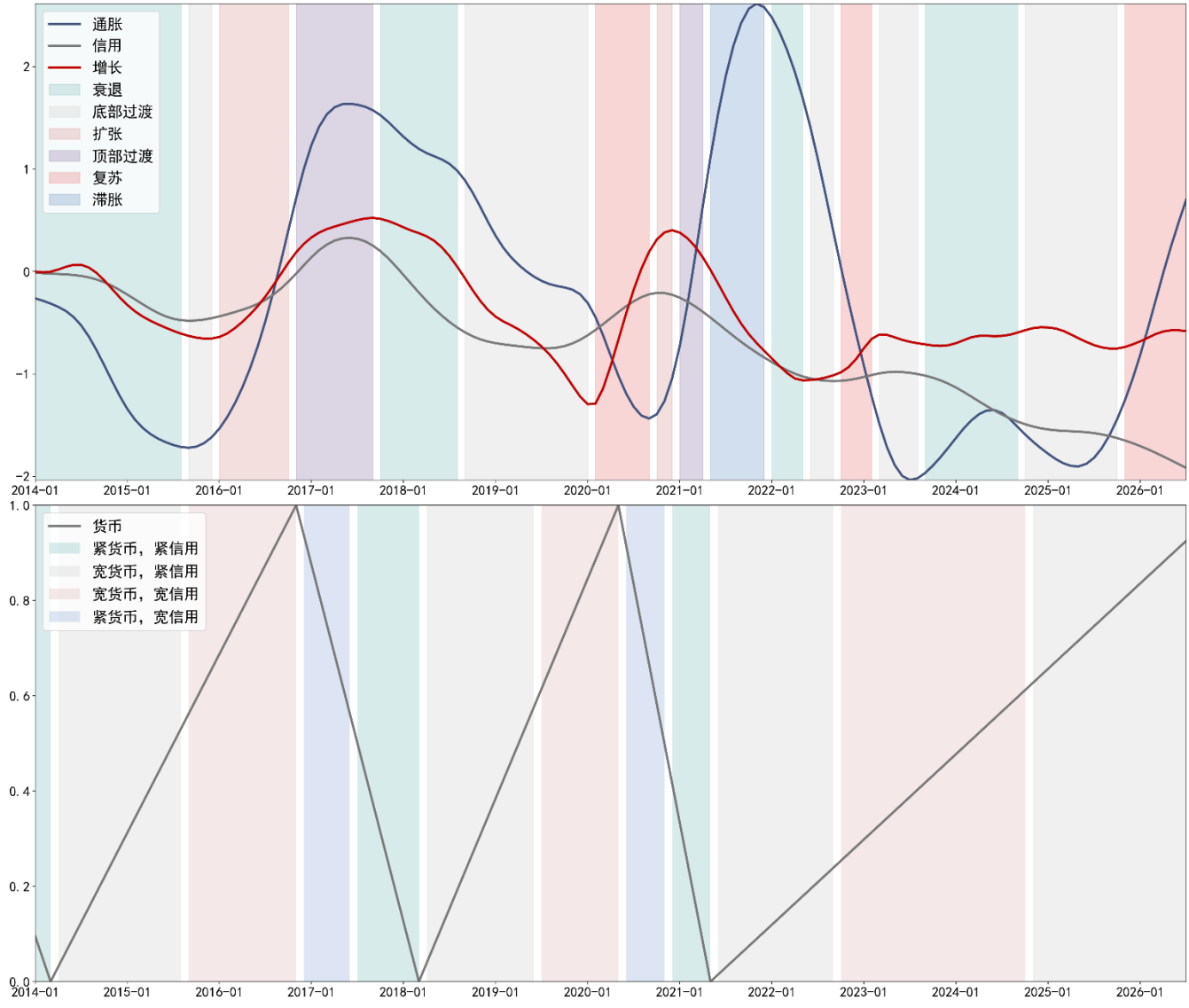
资料来源：Wind，利得研究院，统计日期截止：2026/8/21

下载日志已记录，仅供内部参考

3. 资产配置

7月经济数据多项数据再度回落，但高频数据显示增长仍有韧性，若政策加速出台，后续经济或有望企稳回升。因此，本期宏观假设仍为 75%复苏+25%底部过度。海外方面，基准情形为增长尚可、通胀偏高、财政偏松、货币偏紧。9月倾向于美联储按兵不动，利率最大的上行风险是中东局势重新升级，引发油价突破并推动全球央行全面转鹰；最大的下行风险则是美国就业突然失速，使市场重新交易衰退和2027年快速降息。**国内方面，**7月经济各项指标几乎全线回落，尤其是消费增速延续低位、固投跌幅再度扩大且连续4个月负增、均指向当前经济下行压力有所加大。结构上，经济呈现K型分化，出口与科技等新经济表现强劲，高技术制造业、装备制造业景气度在扩张区间持续走高，但地产、消费等旧经济表现仍相对偏弱。不过，输入性通胀放缓，政府投资开始发力，高频数据中增长仍有韧性，后续政策或有望加速落地。展望未来，若政策积极发力，后续经济大概率仍处在供需改善的修复路径之上。货币政策维持宽松，但信用传导需要时间。综上所述，本期宏观假设为75%复苏+25%底部过度+宽货币紧信用。

图25 宏观周期划分



资料来源:统计日期截止：2026/8/26，Wind，利得研究院。

下载日志已记录，仅供内部参考

图26 大类资产配置

大类资产	子板块	上期配置权重	本期配置权重	与上期变动	配置建议	对应ETF
股票	大盘股	13%	13%	0%	中性	沪深300ETF
	中盘股	17%	16%	-1%	超配	A500ETF
	小盘股	13%	10%	-4%	中性	国证2000ETF、中证1000ETF
债券	利率债	10%	11%	1%	中性	国债ETF
	信用债	26%	28%	2%	超配	信用债ETF
	可转债	14%	15%	1%	中性	可转债ETF
商品	商品	6.4%	7.0%	1%	中性	能源化工ETF、有色ETF

资料来源：Wind，利得研究院

下载日志已记录，仅供内部参考

3.1 债券

3.1.1 9月债市的五大关注

当前债市的核心矛盾已经从“方向判断”转向“低收益率环境下的赔率选择”，基于市场交易与机构交流来看，目前投资者的五大关注主要包括：

（1）10年国债跌到1.6%-1.7%附近后，债牛还能走多远？

10年国债进入1.6%-1.7%后，方向上仍偏多，但赔率已经明显下降。基本面偏弱、货币环境宽松和机构欠配仍对长端形成支撑，但当前收益率已较充分反映利多，除非出现超预期降息或经济明显走弱，否则继续大幅下行空间有限。因此策略上，不建议继续激进拉久期，更适合适度止盈超长端、降低久期暴露，转向5-7年利率债和中短久期高等级信用债，通过票息和骑乘获取更稳定收益。若10年国债回调至1.7%以上，反而是更好的重新加久期窗口。

（2）9月货币政策会不会进一步加码，尤其是降息、降准预期？

我们认为，9月更可能看到的是逆回购、MLF、买断式逆回购等工具继续积极投放，对冲政府债发行和季末因素扰动。降准仍有可能，降息概率不高也并非没有空间，但是否落地取决于8月经济数据、信贷表现和人民币汇率约束。对债市而言，只要DR007仍围绕政策利率低位运行，债市的基础环境就仍然偏友好。

图27 当前各期限利率在政策利率上下波动

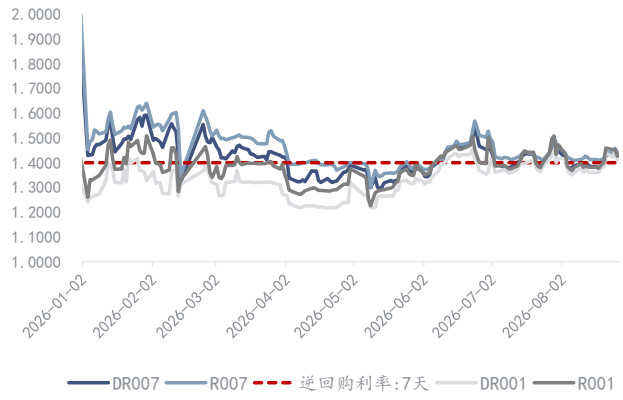
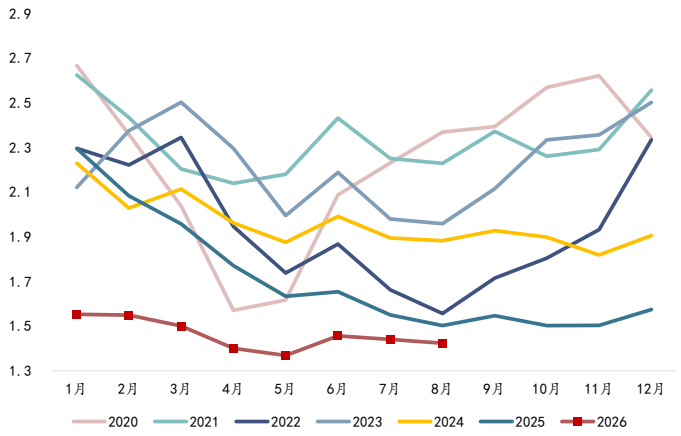


图28 9月资金利率大概率平稳



资料来源：Wind，利得研究院，统计日期截止：2026/8/26

（3）基本面到底是真弱，还是“弱预期已经打满”？

最近一轮债市上涨，一个很明显的变化是交易逻辑重新回到基本面：票据利率偏低、信贷需求偏弱、经济修复斜率有限，都在支持利率下行。接下来如果经济只是“弱而不失速”，对债市的新增利多会比较有限；只有地产、消费、信贷等进一步明显低于预期，才能打开收益率继续下行的空间。

我们更倾向于基本面是“真”弱。从7月的数据看，出口是唯一景气方向，因为在AI投资浪潮和油价冲击工同作用下，出现全球性的涨价潮，带动名义进出口金额上涨，，同时，全球制造业PMI景气度上行，叠加中东地缘冲突，全球补库存需求升温；最后，美以伊战争推动全球能源替代进程，中国新能源产品出口高增。然而，从最近全球PMI来看，已普遍出现回升动力不足，加之能源和AI产业链也开始出现回落，虽然我们不认为

下载日志已记录，仅供内部参考

出口会大幅回落，但也大概率难以保持进一步的支撑强度。另外，7 月通胀指标普遍回落，需求端压力较大，且后续政策重点在投资，年内通胀大概率已经见顶。

当然，债市也已经不便宜，未来行情更取决于“弱到什么程度”，需要边走边看。

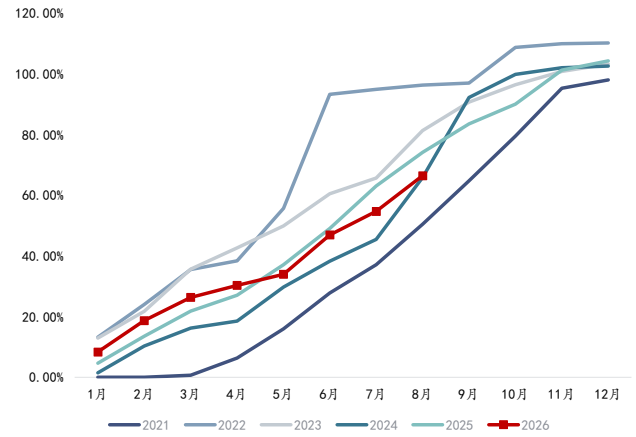
（4）政府债供给会不会重新成为压制长端的因素？

根据我们的估算，专项债发行完成年度计划的 66.5%，国债发行进度也较为接近，后续几个月政府债券的供给压力可能会较为明显。

我们认为这可能会有扰动，但并不是决定性因素。第一，历史经验表明，政府债供给与长端利率并不存在稳定的正相关关系。例如，2024 年 8-9 月政府债单月净融资分别达到 1.8 万亿元和 1.5 万亿元，但长债收益率仍持续下行；同年 11 月净融资约 1.8 万亿元，10 年国债收益率也一度回落至 2.0%附近。虽然 2025 年 2-3 月曾出现供给放量与长债调整并存的情形，但整体来看，供给规模本身并不足以决定长端利率走势，资金面、机构配置需求及基本面预期往往更为关键。第二，政府债发行节奏通常具有较强可预见性，市场往往会提前交易供给压力，因此实际发行落地时，利空影响可能已被部分消化，甚至开始定价后续供给回落。同时，供给放量阶段通常伴随货币政策流动性对冲，从而弱化其对债市的冲击。

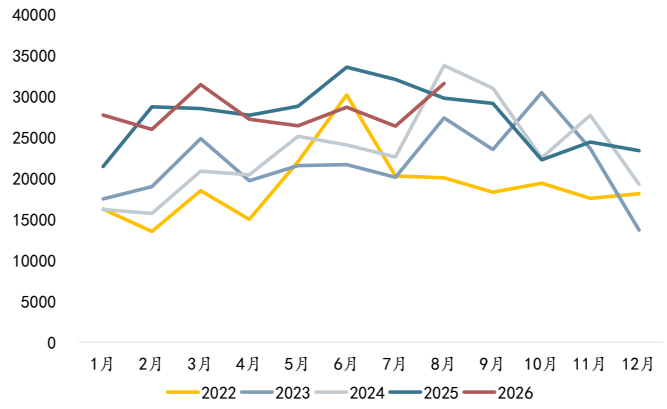
所以，9 月如果国债、地方债发行节奏集中，叠加季末资金扰动，确实可能短期推高长端收益率。但决定这种压力能否演变成趋势的关键，还是央行是否充分对冲资金缺口，以及机构配置需求是否继续承接供给。在货币环境仍偏宽松、银行和保险配置需求较强的情况下，政府债供给更可能造成阶段性短期扰动，而不是改变债市趋势，因而如有调整则更多是配置机会。

图29 政府债发行进度



资料来源：Wind，利得研究院。

图30 利率债净融资情况（亿元）



资料来源：Wind，利得研究院。

（5）机构欠配是否还存在？谁还在继续买？

银行、保险、理财、公募的行为已经明显分化：银行在信贷需求偏弱、资产端配置压力较大的情况下，仍会持续配置国债、地方债和政策性金融债；保险由于负债久期长，对 30 年国债、超长期地方债仍有刚性需求；理财和公募则更偏向中短久期信用债、同业存单以及银行二永债，以获取票息和骑乘收益。

我们认为，现在的市场更像是：钱还在，但不愿意无差别追长。长端和超长端仍有配置盘托底，但在收益率已经很低的情况下，交易型机构继续拉久期的意愿下降，增量资金更多向 5-7 年利率债、2-3 年高等级信用债以及部分二永债集中。

下载日志已记录，仅供内部参考

3.1.2 债券投资策略

利率债方面，基本面弱预期下货币宽松整体格局不变，利率债支撑充分，把握短期震荡的配置机会以及长债利差压缩机会。国内债券市场的宏观环境仍然偏友好，但在收益率经过 8 月较快下行后，债市交易的主要矛盾正在由“方向判断”转向“赔率选择”。基本面方面，经济延续弱复苏特征，需求端修复仍然偏慢，7 月经济数据反映“供强需弱”的结构性矛盾尚未发生根本改变；价格方面，CPI 温和回升但仍处低位，核心通胀修复有限，尚不足以对货币政策形成明显约束。货币政策方面，央行继续强调实施适度宽松的货币政策，保持银行体系流动性充裕，并明确提出适时调整货币政策工具、谋划增量政策，因此 9 月资金面出现趋势性收紧的概率很低。但从市场定价来看，截至 8 月 25 日，10 年期国债活跃券收益率已回落至 1.68%左右，市场对经济偏弱和货币宽松的定价已较为充分。因此，我们判断 9 月债市仍有支撑，但收益率进一步单边下行需要更强催化。10 年期国债更可能呈现低位震荡、重心略偏下的运行格局，预计主要运行区间在 1.65%-1.70%，但是往四季度后期看，10Y 国债低点有机会接近 1.60%附近，30-10 利差策略可能仍有获利空间。

信用债方面，近期配置力量增强推动信用债修复，但随着扰动因素增多，短期波动难以避免，逢调整增配仍是更优策略。由于评级利差已压缩至低位，继续依赖信用下沉获取超额收益的性价比较低，相比之下，可结合期限利差适度拉长久期，并重点关注个券票息价值及利率债走势。短期来看，前期收益率下行较快的品种存在一定回调压力；但随着摊余成本债基逐步建仓，4-7 年普通信用债的配置需求有望得到补充，中期仍偏利好。策略上，配置盘可重点关注 5 年左右非金融信用债，交易盘则可适度参与二永债，并在利率环境友好时把握长久期信用利差进一步压缩的机会。

转债方面，供需错配，转股溢价率、纯债溢价率等估值指标居高不下，限制上涨空间和跟涨弹性，建议维持中性配置，行业上主要参考股票配置。

图31 不同期限债券收益率水平情况

不同期限收益率水平		1y	3y	5y	7y	10y	30y
国债	当前水平（%）	1.20	1.26	1.40	1.62	1.69	2.13
	近10年中位数（%）	2.27	2.55	2.70	2.87	2.88	3.46
	当前分位数（%）	4	1	1	1	4	7
国开债	当前水平（%）	1.42	1.47	1.54	1.65	1.76	2.24
	近10年中位数（%）	2.47	2.79	3.02	3.24	3.19	3.82
	当前分位数（%）	5	3	2	1	5	7

资料来源：Wind，利得研究院，统计区间：2015/1/1-2026/8/26。

图32 当前期限利差情况

期限利差		3y-1y	5y-3y	10y-5y	10y-1y	30y-10y
国债	当前水平(bp)	6.23	13.64	28.84	48.71	44.61
	近10年中位数(bp)	23.58	15.63	18.68	58.90	48.24
	当前分位数(%)	10	84	89	28	40
国开债	当前水平(bp)	5.53	16.76	22.26	34.55	48.38
	近10年中位数(bp)	33.43	15.59	18.18	66.29	43.57
	当前分位数(%)	2	13	68	13	58

资料来源：Wind，利得研究院，统计区间：2015/1/1-2026/8/26。

图33 各信用债收益率

收益率（%）	隐含评级	中短票	城投债	二级资本债	产业债
1Y	AAA	1.53	1.53	1.54	1.53
	AA+	1.55	1.54	1.55	1.55
	AA	1.57	1.56	1.91	1.57
3Y	AAA	1.67	1.67	1.69	1.63
	AA+	1.70	1.70	1.70	1.68
	AA	1.75	1.73	2.00	1.72
5Y	AAA	1.74	1.74	1.85	1.74
	AA+	1.81	1.80	1.88	1.79
	AA	1.93	1.85	2.05	1.91

资料来源：Wind，利得研究院,截止日期：2026/8/26。

图34 2020 至今各类信用债信用利差历史分位

2020年以来信用利差历史分位（%）	隐含评级	中短票	城投债	二级资本债	产业债
1Y	AAA	1.01	2.76	3.37	1.62
	AA+	0.34	0.94	3.84	0.54
	AA	0.34	0.61	42.48	0.74
3Y	AAA	13.01	8.70	9.78	2.02
	AA+	4.59	3.57	6.74	1.15
	AA	0.13	1.69	36.28	0.00
5Y	AAA	6.61	1.69	11.80	5.87
	AA+	4.45	3.24	10.86	1.01
	AA	3.51	0.81	12.14	2.36

资料来源：Wind，利得研究院，截止日期：2026/8/26。

3.2 股票

3.2.1 大势或震荡反弹

下载日志已记录，仅供内部参考

整体来看，我们认为 H1 利润增速或好于 Q1。一方面，从工业企业利润来看，规模以上企业利润 1-6 月累计同比达 18.7%，高于 Q1 的 15.5%，通常来说，工企利润与全 A 非金融上市公司利润历史拟合度高。另一方面，中报预喜 832 家、占比 45.80%，在近五年中处于中上水平，仅次于 2024 年（46.4%），说明今年中报业绩预告整体偏积极，或指向温和改善。再结合 2025Q2 基数偏弱（万得全 A 同比增速 2.5%，低于 2025Q1），与已披露公司中报业绩情况——2026 年中报同比增速为+22.10%来看，综合估计 2026 年 H1 归母净利润同比增速或高于 Q1（+9.30%）。

当前库存周期进入主动补库阶段，企业利润或有望持续修复。根据当前企业库存周期来看，出现了企业利润、存货、营收三者同步向上的趋势。 且当前库存仍处于 15 年周期的底部向上阶段，按照历史规律来说，修复至少还要持续半年。若下半年没有重大黑天鹅事件发生，在利润的驱动下，市场补库阶段有望持续。此外，再结合宏观经济来看，由于 7 月宏观经济增速的回落，后续各项政策或陆续出台支撑。预计下半年企业利润仍有望持续修复。

指数层面上，当前市场更类似于牛市中继而非牛熊拐点。分子端来看，全 A 仍处于盈利回升周期，预计 H1 利润增速或好于 Q1。且二季度可能为本年经济底部拐点，后续经济数据有望抬升，在常规情况下，企业利润有望缓慢修复。**分母端来看，**海外方面尽管当前加息预期仍有波动，但明显不及 3 月油价大幅上涨时期，且部分加息已经被市场计价。国内方面，货币始终保持在宽松稳定状态，经济未明显修复期间大概率不存在收紧可能。**情绪面来看，**在经历 7 月连续数周的大幅调整后，8 月初以来市场有所修复。在盈利、流动性、风险偏好未同时转向的背景下，市场转熊可能性不高，无需太过悲观，预计牛市基础仍然存在。近期预计仍将维持震荡反弹格局，但牛市行情仍需催化剂确立。

3.2.2 行业选择

截止 8 月 26 日，共 3,849 家公司已披露 2026 年中报，约为全部 A 股的 7 成。H1 业绩高增的多为科技成长与资源类板块。披露率居前且达到 70%的行业为通信、建筑材料、基础化工、煤炭、石油石化、钢铁、家用电器、农林牧渔、电子、食品饮料、纺织服饰、传媒、国防军工、机械设备、美容护理。根据披露情况来看，H1 保持正增长的行业：房地产、电子、有色金属、计算机、电力设备、基础化工、商贸零售、通信。其中，房地产因 2025 年中报基数含巨额亏损（-382.8 亿），2026 年亏损收窄（+26.6 亿）导致增速虚高，属低基数效应，尚不代表行业景气反转。此外，H1 增速为正且高于 Q1（边际改善）的行业主要是：基础化工（+22.6%）、房地产（低基数效应）。而 H1 好于 Q1，但同比仍为负数（降幅收窄）的是钢铁和美容护理行业。

图35 2026 年 H1 业绩情况（整体法）

下载日志已记录，仅供内部参考

申万一级行业	已披露中报公司数	披露率	Q1 所有公司增速	已披露公司 Q1 增速	已披露公司 H1 增速
通信	102	80.30%	4.70%	3.90%	3.30%
建筑材料	58	76.30%	-39.50%	11.50%	-35.40%
基础化工	339	76.20%	16.00%	13.80%	22.60%
煤炭	25	75.80%	-3.80%	-1.50%	-67.80%
石油石化	36	75.00%	15.30%	23.70%	-23.50%
综合	15	75.00%	52.90%	-15.30%	45.50%
钢铁	32	74.40%	-78.50%	-39.30%	-16.30%
家用电器	75	73.50%	-7.80%	-12.00%	-60.10%
农林牧渔	82	71.90%	-109.30%	-96.20%	-127.50%
电子	368	71.70%	144.50%	63.00%	53.00%
食品饮料	90	71.40%	3.30%	1.30%	-25.30%
纺织服饰	77	71.30%	-1.90%	-7.20%	-41.30%
传媒	93	71.00%	-1.00%	-5.20%	-17.80%
国防军工	98	70.50%	83.00%	44.20%	-25.50%
机械设备	425	70.10%	-4.70%	1.10%	-27.30%
美容护理	21	70.00%	-11.60%	-9.20%	-7.40%
计算机	250	69.40%	114.50%	64.60%	34.00%
电力设备	287	69.30%	51.40%	62.80%	27.30%
有色金属	99	68.30%	112.60%	109.00%	49.90%
医药生物	343	68.20%	7.20%	10.70%	-17.50%
汽车	217	68.20%	-22.10%	-17.30%	-61.70%
公用事业	93	67.40%	-5.60%	-9.40%	-55.70%
社会服务	57	66.30%	6.80%	49.80%	-36.30%
轻工制造	110	65.90%	-19.40%	-27.50%	-54.30%
交通运输	84	65.60%	19.50%	10.80%	-58.70%
商贸零售	65	65.00%	49.30%	33.00%	13.20%
环保	86	63.70%	18.30%	17.90%	-15.90%
非银金融	50	63.30%	-1.40%	4.50%	-21.60%
建筑装饰	97	61.80%	-15.30%	-8.10%	-95.2% ⚠
房地产	58	61.10%	1.00%	86.50%	106.90%
银行	16	38.10%	3.00%	5.50%	-82.0% ⚠

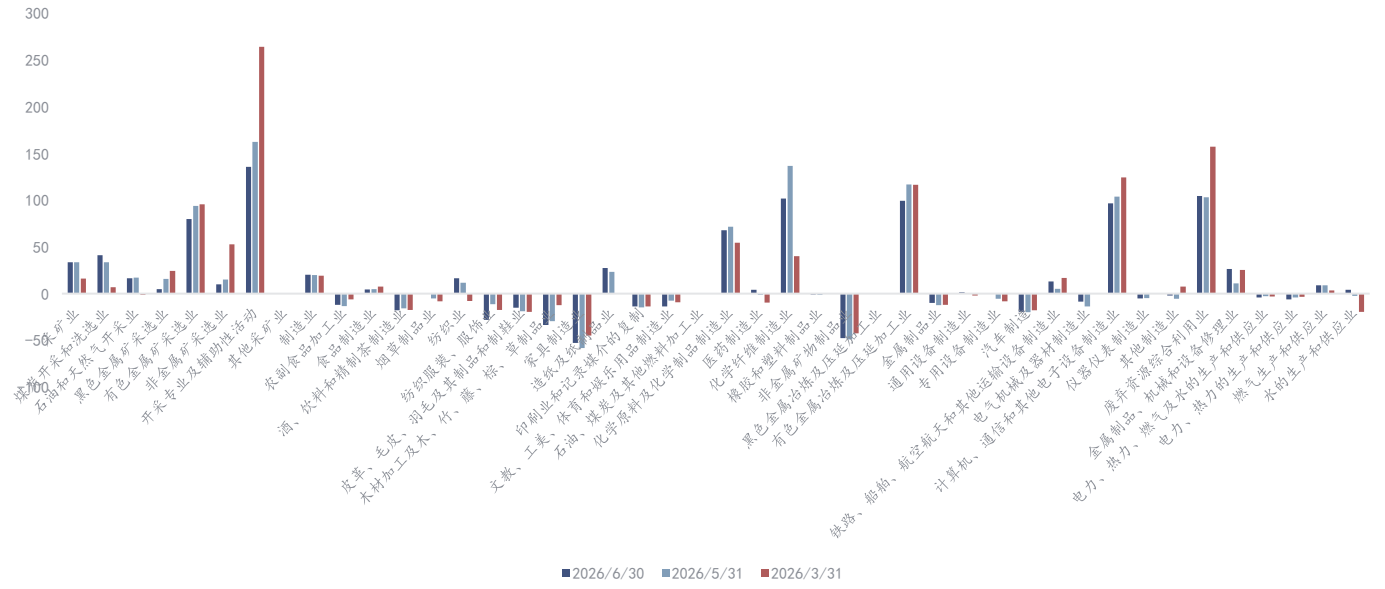
资料来源：Wind，利得研究院。

从工业企业利润来看，利润高增的行业主要集中在上游原材料和下游 TMT 行业，医药和轻工业出现好转迹象，这与业绩情况基本一致。在能源、AI 两大主线带动下，行业盈利分化加剧。利润继续向采矿、原材料等上游行业转移，化工、有色成为拉动整体利润增长的主力领域。与此同时，电子信息制造业也在 AI 持续扩张与电子元件涨价的带动下，企业盈利保持着 100%左右的高增速。对比 1-3 月来看，采矿业增速明显扩大，主要集中在煤炭、石油这两类上游行业。此外，纺织业、造纸等轻工制造以及化工、医药、设备制造等行业盈利增速都有提升，公用事业中的燃气和水供应盈利也有所抬升。再对比 5 月来看，6 月金属和 TMT 行业尽管仍是高增，但速度小幅放缓。煤炭行业增速中等，但 6 月再度提速。而传统行业如：食品、纺织业、医药、家具等等出现由负转正或降幅收窄的情况。

下载日志已记录，仅供内部参考

库存端来看，当前库存下降或较低，利润抬升趋势的主要集中在煤炭、化工等上游周期行业，以及 TMT 等制造业，此外，近期医药、纺织业也出现明显的库存低位利润向上的势头。根据工业企业利润及库存数据来看，**上游**采矿业整体呈现盈利向上，库存向下趋势，比较典型的如煤炭行业。而化工处于盈利高增存货低位，有色行业处于存货和盈利同步向上的趋势，石油处于存货高位盈利略微向上的情形，非金属的盈利和库存均向下，黑色金属处于盈利和库存均在低位的状态。**中游制造业来看，**TMT 行业利润和库存均向上，处于典型的高景气状态。但当前利润增速有边际放缓的势头，不过库存仍处于低位，预计行业利润增速短期仍能保持较高增速。专用设备、电气、汽车等行业，库存上升，但盈利处于低位。纺织业则出现利润回升，库存低位的情况。**下游来看，**农副加工、食品制造均处于库存向上盈利向下阶段。而医药、交通运输则出现利润回升，库存低位的情况。公用事业则是库存及利润均处于低位。通用设备则出现存货上升，盈利水平低位的情况。

图36 企业利润累计同比



资料来源：Wind，利得研究院。

综合宏观经济、二季度工业企业利润、A 股业绩及库存周期情况来看，我们认为 A 股 H1 利润同比增速或略好于 Q1。结构上来看，新旧动能"K 型"分化明显，内需弱于出口。TMT、有色、化工贡献主要增量，汽车、地产基建链拖累。具体来看：

1、业绩高增：原材料涨价链（有色、原油、化工）、AI 产业链（电子、通信）。由于周期板块业绩通常与价格息息相关，因此后续仍需要追踪原材料价格走势，近期原油进入震荡区间，有色中，黄金反弹、伦铜接近历史新高，碳酸锂进入价格回升阶段，后续可重点关注有色价格走势。此外，煤炭和原油板块还具有更多防御属性，在大盘下跌时，往往吸引避险资金流入。AI 板块则要关注行业景气度，如国外头部公司投资、扩产、盈利等情况以及相关硬件价格走势（如存储等）。

2、行业盈利修复信号出现：医药、纺织轻工等行业当前库存低位，盈利有向上势头，随着库存的消耗，后续或有望继续好转的行业。光伏行业随着企业出清开始，盈利已经从 Q2 出现转正迹象。

3、基本面底部，亏损出清中：食品饮料、房地产链、农林牧渔（猪企）、汽车。

下载日志已记录，仅供内部参考

展望未来，指数预计仍在反弹周期内，行业可考虑均衡配置为主。前期 TMT 调整主要是拥挤度出清与中报定价切换的叠加，尚且不是产业逻辑的证伪。考虑到科技资金仍然介入的比较深，大概率科技板块会进入震荡行情。TMT 板块风险大幅释放，存在短线反弹机会。此外，中报业绩验证窗口期或提供其他板块资金切换的机会，可考虑均衡配置为主。轮动方向上可以观察科技、红利（金融、煤炭、电力）、创新药等方向表现。此外，近期小微盘率先修复，微观结构极致失衡后的再平衡之后也可以考虑部分配置。据此，利得研究院根据定量与定性相结合的优选方法论，对基金经理的历史管理业绩、投资理念、风格及行业投资能力、选股能力、收益归因、风险管理等多重维度交叉检验基金业绩的可持续性，自上而下优选出以下基金：

图37 优选基金推荐

基金代码	基金简称	分类	基金经理	成立时间	近一年收益	近一年最大回撤	持仓分析	一句话基金画像
006002.OF	工银瑞信医药健康行业股票A	创新药	谭冬寒	2018/7/30	2.6	-29.6	配置方向和持仓并没有大幅调整变化，依然坚持重仓在创新药和创新药产业链。认为创新药的产业趋势依然较为明确，研发和 BD 进展还在顺利推进	本基金为大盘均衡型基金，基金规模中等，行业集中，个股平衡，中抱团，换手率中等，基金持仓大类主题为医药生物，行业超配医药生物，低配基础化工、电子、美容护理，尤其偏好化学制药、医疗服务、生物制品，本期增仓最多行业为医药生物，本期减仓最多行业为-，个股风格偏好高波动率因子、成长因子、市值因子，低财务杠杆因子、红利因子、Beta 因子，主要超额收益来源是个股选择
012445.OF	华富新能源股票发起式A	新能源	沈成	2021/6/29	22.9	-33.9	维持全面配置泛新能源各细分行业，包括锂电、储能、风电、光伏、燃气轮机与电网设备、新能源汽车整车与零部件（含人形机器人）等	本基金为大盘均衡型基金，基金规模中等，行业集中，个股平衡，中抱团，换手率高，基金持仓大类主题为新能源，行业超配基础化工、电力设备、钢铁，低配公用事业、机械设备、电子，尤其偏好电池、光伏设备、塑料，本期增仓最多行业为电力设备，本期减仓最多行业为基础化工，个股风格偏好高波动率因子、流动性因子、动量因子，低 Beta 因子、红利因子，主要超额收益来源是个股选择
010115.OF	易方达远见成长混合A	通信	武阳	2021/3/5	137.6	-30.1	以科技、高端制造、大消费和医疗健康等成长性行业作为主要配置方向，同时不断加强对个股的精选和资金的使用效率。基金超配 AI 算力	本基金为大盘成长型基金，基金规模中等，行业集中，个股集中，中抱团，换手率高，基金持仓大类主题为科技 TMT，行业超配通信、机械设备，低配电子、计算机、电力设备，尤其偏好通信设备、半导体、专用设备，本期增仓最多行业为电子，本期减仓最多行业为通信，个股风格偏好高波动率因子、流动性因子、Beta 因子，低红利因子、财务杠杆因子，主要超额收益来源是个股选择
481015.OF	工银瑞信主题策略混合A	电子	林念	2011/10/24	187.7	-26.6	基金超配半导体，主要在半导体设备和晶圆厂。与此同时，组合还增加了模拟芯片的配置比例，并基于景气成长的线索在机械、电力设备新能源等板块中积极寻找相关投资机会	本基金为大盘成长型基金，基金规模中等，行业集中，个股集中，高抱团，换手率中等，基金持仓大类主题为科技 TMT，行业超配电子、机械设备，低配通信、计算机、电力设备，尤其偏好半导体、通用设备，本期增仓最多行业为机械设备，本期减仓最多行业为通信，个股风格偏好高 Beta 因子、波动率因子、估值因子，低红利因子、质量因子、财务杠杆因子，主要超额收益来源是行业配置
008116.OF	银华沪深股通精选混合A	金融	和玮	2020/5/14	14.8	-14.8	一季度初组合将重点仓位转移到非银方向，认为慢牛行情的演化是大概率事件，券商的基本面明显改善，而估值处于合理偏低的水平。对未来市场以及非银板块仍保持乐观预期	本基金为大盘价值型基金，基金规模偏小，行业集中，个股平衡，高抱团，换手率高，基金持仓大类主题为金融地产，行业超配非银金融、传媒、商贸零售，低配银行、房地产、建筑装饰，尤其偏好证券Ⅱ、广告营销、旅游零售Ⅱ，本期增仓最多行业为非银金融，本期减仓最多行业为有色金属，个股风格偏好高财务杠杆因子、红利因子、Beta 因子，低市净率因子、波动率因子、估值因子，主要超额收益来源是股票资配
519915.OF	富国消费主题A	消费	陈媛	2020/2/27	-11.5	-25.9	本基金为大盘均衡型基金，基金规模中等，行业集中，个股平衡，中抱团，换手率低，基金持仓大类主题为均衡配置。	本基金运用“价值为本，成长为重”的合理价格成长投资策略来确定具体选股标准。该策略通过建立统一的价值评估框架，综合考虑上市公司的增长潜力和市场估值水平，以寻找具有增长潜力且价格合理或被低估的股票。行业超配食品饮料、医药生物、交通运输，低配电力设备、电子、通信，尤其偏好白酒Ⅱ、医疗器械、小家电，本期增仓最多行业为食

下载日志已记录，仅供内部参考

								品饮料，本期减仓最多行业为电力设备，个股风格偏好高红利因子、质量因子、市值因子，低波动率因子、动量因子、财务杠杆因子，主要超额收益来源是股票资配。
320016.OF	诺安多策略A	微盘	孔宪政	2011/8/9	4.3	-26.68	本基金为小盘均衡型基金，基金规模中等，行业集中，个股分散，不抱团，换手率高，基金持仓大类主题为均衡配置，行业超配房地产、医药生物、美容护理，低配电子、通信、有色金属。	本基金个股风格偏好高流动性因子，低市值因子、质量因子、红利因子，主要超额收益来源是股票资配

资料来源：wind，利得研究院



下载日志已记录，仅供内部参考

法律声明

风险提示

投资有风险。基金的过往业绩并不预示其未来表现。基金管理人管理的其他基金的业绩并不构成基金业绩表现的保证。相关数据仅供参考，不构成投资建议。投资人请详阅基金合同等法律文件，了解产品风险收益特征，根据自身资产状况、风险承受能力审慎决策，独立承担投资风险。

重要声明

阁下/贵方接受、阅读或使用本文件即表明阁下/贵方已事先及无条件接受以下“重要声明”所载之条款和条件：

本文件系为利得研究院备制，本文件中的信息仅作参考之用，不构成任何具有法律约束力之产品投资要约或要约邀请，并且不可用于对投资的评估。

本文件所载信息仅为初步提示，利得研究院从未表述或保证本文件中的信息的完整性和准确性，接受或使用者亦不得对其完整性和准确性提出要求。即使本文件所有信息系已尽最大的谨慎提供、选择和校验，利得研究院对于信息的完整性以及内容的正确性亦不承担任何责任。

本资料仅为宣传用品，本机构及工作人员不存在直接或间接主动推介相关产品的行为，不构成投资建议。

保密条款

本文件中的信息均为保密信息，未经利得研究院书面事先同意，不得为任何其它目的，整体或部分地使用、复制或传播本文本中所含信息。

未经事先书面许可，本文件不可被复制或分发，本文件内容亦不可向任何第三者披露，仅供特定范围内的资深专业投资人士使用，不得用作它途。一旦接收或阅读本文件，阁下/贵方应被视为已经接受此项保密条款。