

资产配置及 A 股风格月报

8 月市场或重回杠铃结构

商品资产配置比例有所调升，8 月市场或重回杠铃结构。

- **大类资产配置：**风险资产延续相对优势，商品配置比例有所调升。基于更新的 7 月资产收益率数据，我们基于周期嵌套的改良版 BL 模型更新了 8 月资产配置观点：海外资产方面，8 月总体呈现风险资产配置比例边际提升，避险资产边际下调的局面。美股、商品资产配置比例边际上调，美债、美元配置比例边际下行。国内资产方面，避险资产仓位持续下调，商品资产仓位有所提升，股票资产小幅调降。
- **A 股市场风格：**8 月市场风格或重新回归杠铃结构。7 月市场风格表现为小市值、高估值、高盈利、强动量，与我们在 2025 年 7 月 3 日发布的《资产配置及 A 股风格半月报》中的预判方向一致。基于风格因子模型，我们认为未来一个月低估值、弱盈利、小市值或将成为市场占优风格方向。其中盈利因子 7 月反弹较快，目前计价预期偏高，8 月或面临阶段性修整；与此同时，8 月低估值因子或有阶段性表现，小市值风格或维持小幅占优格局，杠铃风格有望出现短暂修复。宽基指数上，未来一个月可重点关注：北证 50、上证指数。
- **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

《风格制胜 3：风格因子体系的构建及应用》
20250606

《资产配置及 A 股风格半月报：风险资产有望延续优势》20250703

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

1. 大类资产配置：风险资产延续相对优势，商品配置比例有所调升

我们基于周期嵌套理论改良版 BL 模型显示 8 月风险资产的相对强势有望延续, 商品资产仓位调升, A 股观点边际分化, 或呈现进二退一的走势, 避险资产仓位相较 7 月出现不同程度的的边际调降。

未来 1 个季度，内外弱补库延续

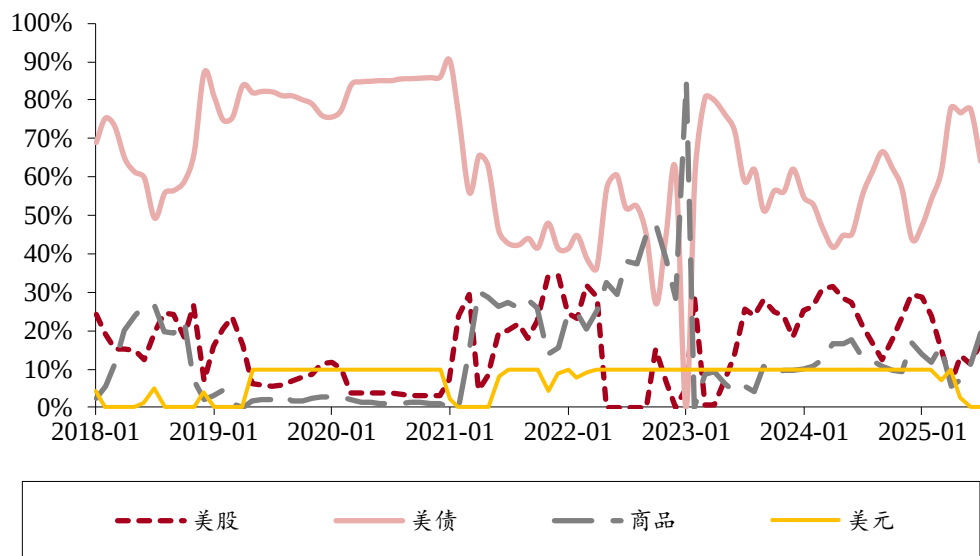
我们输入的观点基于库存周期理论，结合中期策略，未来一个季度，内外弱补库有望延续。原因在于：1) 海外补库动能有韧性。当前美消费支出维持平稳，投资领先指标 PMI 尚未明显走弱，企业补库动能有望得到保障。2) 国内政策有支撑。当前内生增长动力有待进一步夯实。但需要指出的是，政策确定性增强，为市场注入了关键的稳定预期，前期困扰市场的中长期结构性担忧已得到有效修正。往后看，国内政策支撑下，弱补库韧性短期有望延续。

8 月风险资产延续相对优势，A 股进二退一

基于股债商汇四资产的 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。基于更新的 7 月资产收益率数据，BL 模型对于 8 月资产配置观点如下：

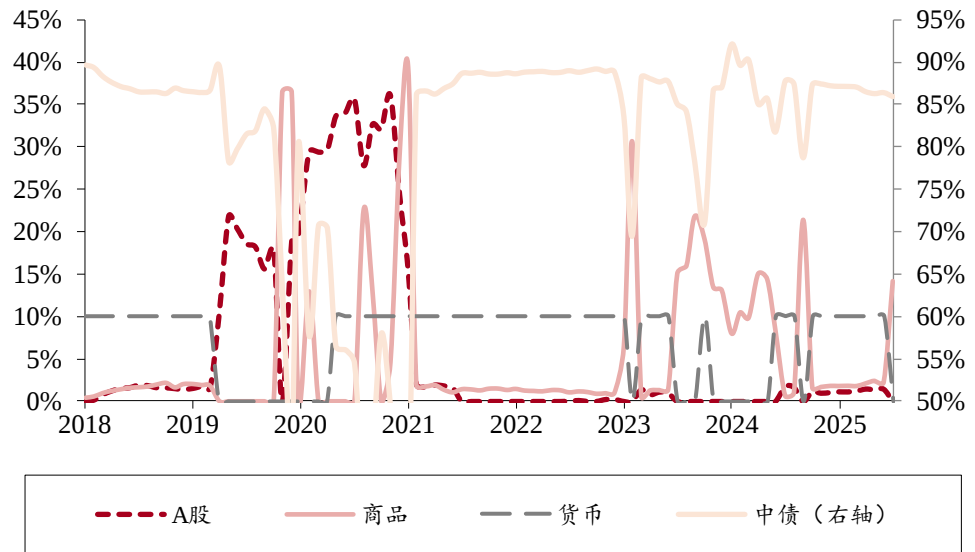
海外资产方面，8 月总体呈现风险资产配置比例边际提升，避险资产边际下调的局面。美股、商品资产配置比例边际上调，美债、美元配置比例边际下行。国内资产方面，避险资产仓位持续下调，商品资产仓位有所提升，股票资产小幅调降。8 月债券及货币资产的推荐配置比例相较 7 月均出现不同程度的下调。风险资产内部，8 月商品资产仓位有所提升，股票资产仓位小幅调降，但不同约束目标下股票资产仓位观点有所分化（最小化波动目标下，股票资产三季度仓位相较此前有所下调，最大化效用目标下，股票资产仓位持续提升）。这也与我们在周报中对于 8 月 A 股市场进二退一、风偏阶段性回落的预判基本一致。

图表 1. 基于模型输出 2025 年 8 月海外风险资产配置比例略有提升



资料来源：万得，中银证券

图表 2. 基于模型输出 2025 年 8 月国内资产配置比例



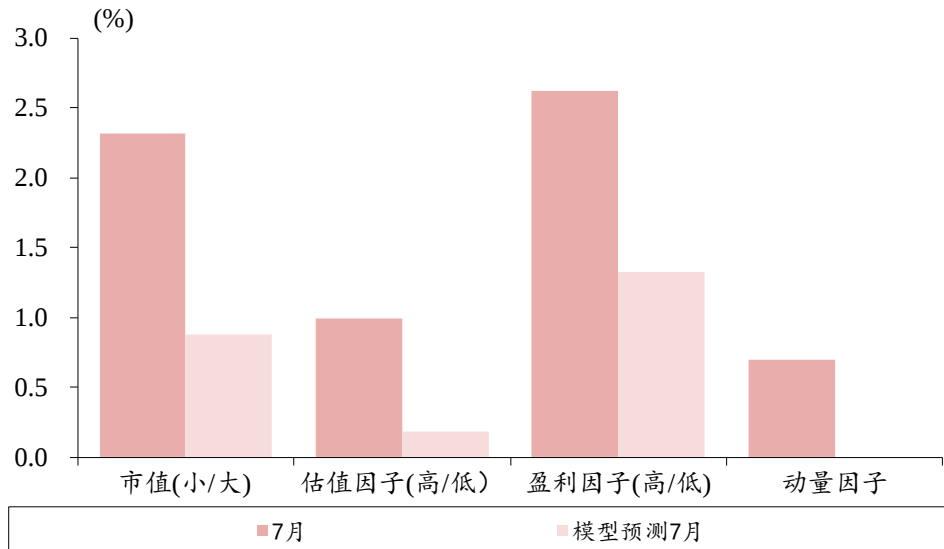
资料来源：万得，中银证券

2. A 股市场风格：高盈利及估值因子或迎阶段性调整

7 月高盈利、高估值因子表现强势

基于我们的风格因子模型，7 月市场风格表现为小市值、高估值、高盈利、强动量，与我们在 2025 年 7 月 3 日发布的《资产配置及 A 股风格半月报》中的预判方向一致。7 月以来，“反内卷”政策及雅下水电站增量带动盈利预期回升，盈利因子有所修复；7 月市场风偏持续走强，高估值因子迎来修复；此外，充裕的剩余流动性背景下 7 月小市值优势延续。

图表 3. 7 月市场风格因子表现



资料来源：万得，中银证券

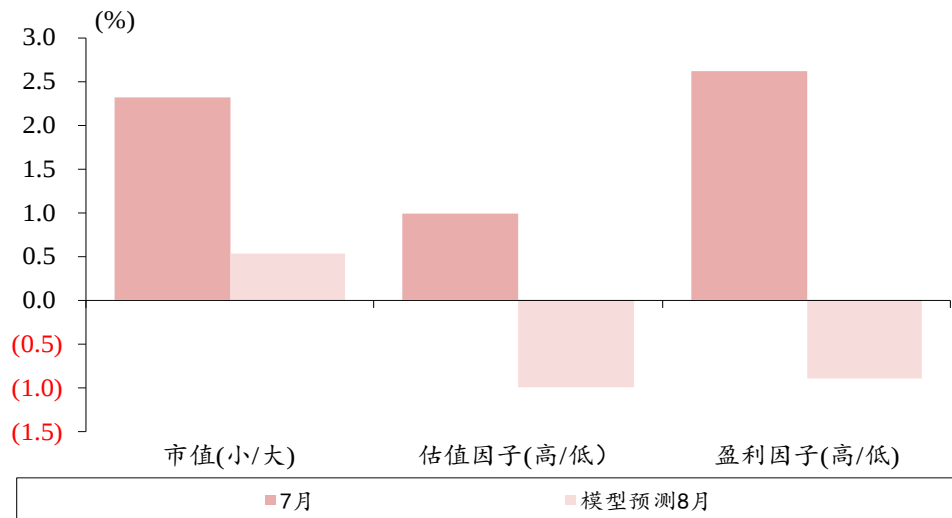
高盈利及估值因子或迎阶段性调整，8月市场风格或重新回归杠铃结构

基于我们的风格因子模型，未来一个月市场占优风格为：低估值、弱盈利、小市值。

8月预判的模型假设条件为：1) 货币环境方面，我们认为下半年国内有望维持在5月双降以来的相对宽松的合意水平，7月国内货币环境处于极为宽松的状态，8月货币环境维持或略弱于7月水平。2) 信用环境方面，维持信用磨底弱修复的预判，节奏上前高后低，季末发力，8月维持弱信用预判。3) 基本面角度，8月起PPI基数压力开始减轻，价格有望迎来止跌小幅修复。4) 风险偏好角度，截至7月31日，股债风险溢价所反映的市场风偏已经修复至年内高点并接近去年10月高点水平，市场短期或面临阶段性风偏调整。

基于以上宏观假设，我们认为未来一个月低估值、弱盈利、小市值或将成为市场占优风格方向。其中盈利因子7月反弹较快，目前计价预期偏高，8月或面临阶段性修整；与此同时，8月低估值因子或有阶段性表现，小市值风格或维持小幅占优格局，杠铃风格有望出现短暂修复。

图表 4. 未来一个月市场风格预判



资料来源：万得，中银证券

宽基指数上，未来一个月可重点关注：北证 50、上证指数。基于市场主要宽基指数的风格属性及 8 月风格模型预判，低估值、弱盈利、小市值主线下，可重点关注北证 50 和上证指数，市场风格或重新回归杠铃结构。

图表 5. 当前主要宽基指数风格属性（近 3 年风格因子相关性）

	上证指数	创业板指	北证 50	沪深 300	中证 500	中证 A500	中证 1000	中证 2000
市值因子 (小/大)	0.32	-0.03	0.47	-0.05	0.22	-0.02	0.32	0.78
估值因子 (高/低)	0.26	0.83	0.09	0.62	0.78	0.70	0.83	0.46
盈利因子 (高/低)	0.24	0.85	0.11	0.64	0.76	0.71	0.79	0.37
动量因子	0.13	0.76	-0.09	0.61	0.60	0.65	0.59	0.11

资料来源：万得，中银证券（注：近 3 年指 2022 年-2025 年 5 月）

图表 6. 主要宽基指数风格属性

	创业板指	北证 50	沪深 300	中证 500	中证 A500	中证 1000	中证 2000
市值	大市值	小市值	大市值		大市值		小市值
估值	高估值			高估值	高估值	高估值	
盈利	高盈利			高盈利	高盈利	高盈利	

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:

中银国际研究有限公司

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
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