



中诚信托研究周报

战略研究部
2020 年第 26 期
总第 98 期
2020/7/16

热点研究

市场流动性变化对组合投资策略的影响展望

国内外应对新冠疫情的数量型货币政策是近期影响国内资本市场波动的主要因素。随着疫情控制情况的不同，国内外流动性将呈不同变化趋势。信托公司的组合投资业务可采取稳中求进策略，控制好权益资产配置比重。

一、流动性变化是近期国内资本市场波动的主要因素

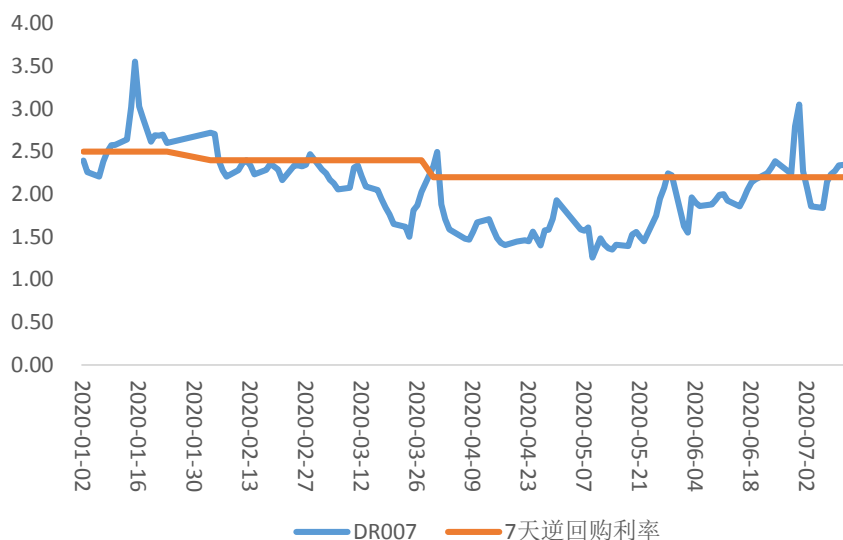
为应对新冠疫情的冲击，国内外央行均采取了数量型的货币政策，增加流动性投放。受国内外流动性变化的影响，国内债券、股票市场也产生了一定的扰动。

（一）数量型货币政策增加了流动性供给

为应对新冠疫情对实体经济的冲击，央行通过数量型货币政策，扩大总量供给，以解决企业融资难、融资贵的问题。通过三次降低存款准备金率、增加 1.8 万亿元再贷款再贴现额度、出台小微企业信用贷款支持计划、实施中小微企业贷款阶段性延期还本付息等政策，满足了银行间市场特殊时期的流动性需求。从央行公布的数据来看，2020 年上半年社会融资规模的增量累计为 20.83 万亿元，比去年同期多 6.22 万亿元；上半年人民币贷款增加 12.09 万亿元，同比多增 2.42 万亿元。

（二）国内流动性变化对资本市场产生扰动

由于 3、4 月份市场资金面较为充裕，10 年期国债收益率突破了 2.6% 的历史低点达到 2.49% 左右，债券市场表现较为优异，A 股也开启了反弹的进程。5 月份以来，随着国内复工复产的稳步推进，央行货币政策更加谨慎，DR007 不断回升，DR007 利率与 7 天逆回购利率倒挂的现象逐步缓解、消失。短期资金利率上行和央行特殊货币政策适时退出导致进一步宽松预期落空，债券市场出现较大回调；7 月份股票市场表现优异，上证指数从 7 月 1 日起快速上行，并于 7 月 13 日达到 3458.79 点的短期高点。不过，受流动性预期等因素影响，A 股短期进入调整阶段。



数据来源：Wind，中诚信托战略研究部

图 1 DR007 不断回升

（三）美元走弱影响国内资本市场

在国际方面，美联储、欧洲央行等应对疫情均开启了量化宽松的闸门。参考 2008 年次贷危机后美国三轮量化宽松中美元的表现，在 QE 开始阶段，美元受国际流动性趋紧影响不断走高；在 QE 实施阶段，美元指数大部分时间偏弱；在 QE 结束前，美元提前走强。在美元指数走弱阶段，资金流入新兴市场，推高大宗商品价格和金融资产价格。从近期国内资本市场的数据来看，截至 6 月末，境外机构连续 19 个月净增持利率债。1-6 月，境外机构分别是国债和政金债的第二、第三大增持机构，买入了国债和政金债增量的 17% 和 15%。从股票市场来看，根据国盛证券的统计，7 月份以来北上资金结构中，“假外资”占比出现了明显提升：其中，与交易型资金挂钩的外投行托管市值占比从 6 月底的 16.7% 提升至 18.1%。

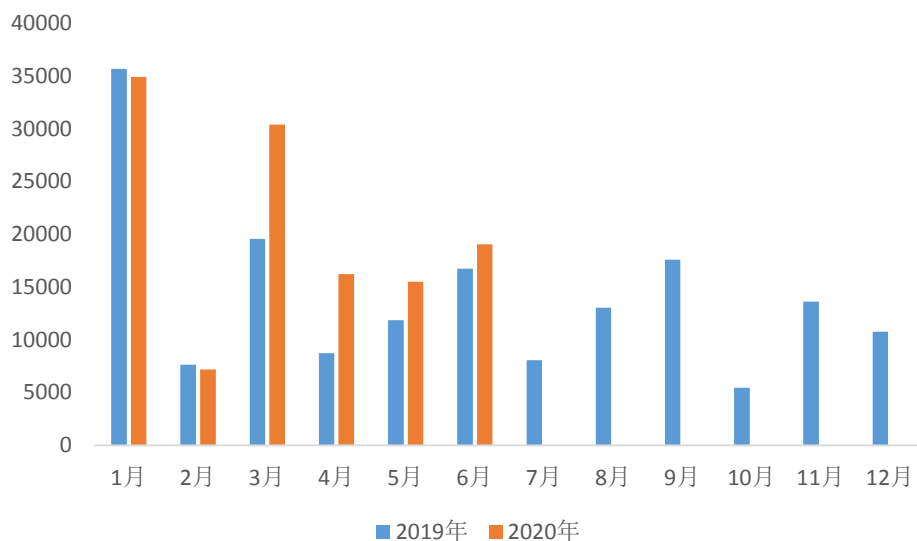
二、经济复苏程度将决定境内外流动性差异

随着国内复工复产的稳步推进，货币政策更加谨慎，国内应对疫情的超常规货币政策逐步退出。但美联储受疫情和复苏的影响，中长期操作仍呈扩张趋势。国内外流动性将呈一紧、一松的态势，美元总体趋于走弱。

（一）国内疫情期间的政策工具将适时退出

从国家统计局公布的数据来看，国内 GDP 一季度同比下降 6.8%，二季度则实现由负转正，增长 3.2%。复工复产稳步推进，疫情期间的政策工具将适时退出。中国人民银行行长易纲在 6 月份曾表示，货币政策还将保持流动性合理充裕，预计将带动全年人民币贷款新增近 20 万亿元，社会融资规模的增量将超过 30 万亿元。截至 6 月末，新增人民币贷款和社会融资规模增量分别为 12.3 万亿元和 20.83 万亿元，分别达到了目标规模的 61.5% 和 69.43%。从时间节点上来看，考虑到 1 万亿特别国债和 19431 亿元新增地方政府债券发行的资金需求，三

季度资金面仍将保持合理充裕。不过，随着因疫情推出的特殊的、阶段性的货币政策工具的适时退出，国内货币政策将逐步回归常态化。

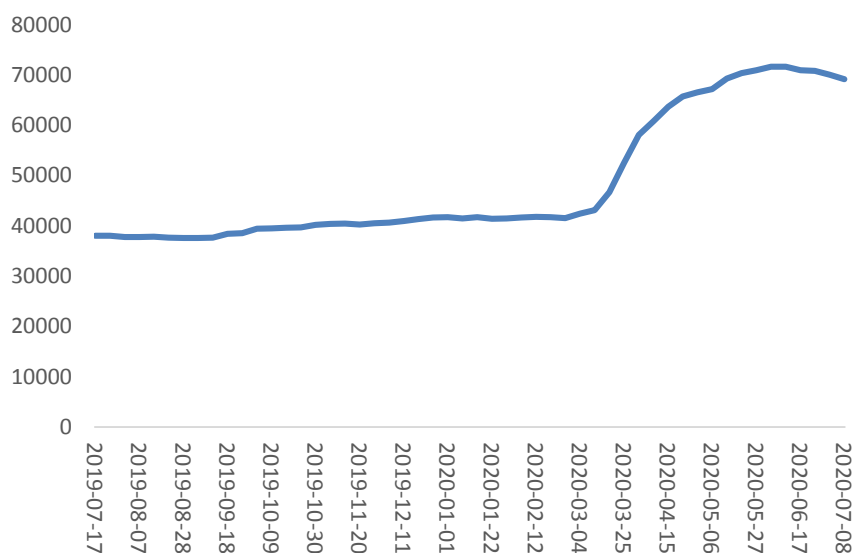


数据来源：Wind，中诚信托战略研究部

图2 新增人民币贷款情况

（二）美联储中长期操作仍呈扩张态势

美联储 7 月 9 日公布数据显示，截至 7 月 8 日美联储的资产负债表总规模减少约 880 亿美元，至 6.97 万亿美元，而一周前为 7.06 万亿美元。不过，从结构的角度来看，正回购、贷款和央行流动性互换三项收缩，但美联储所持有的美债和 MBS 仍在减速攀升、美联储通过 SPV 购买的企业债规模也还在扩张。这表明，美国金融市场条件好转，临时性需求显著减少，中长期操作仍处于扩张态势。



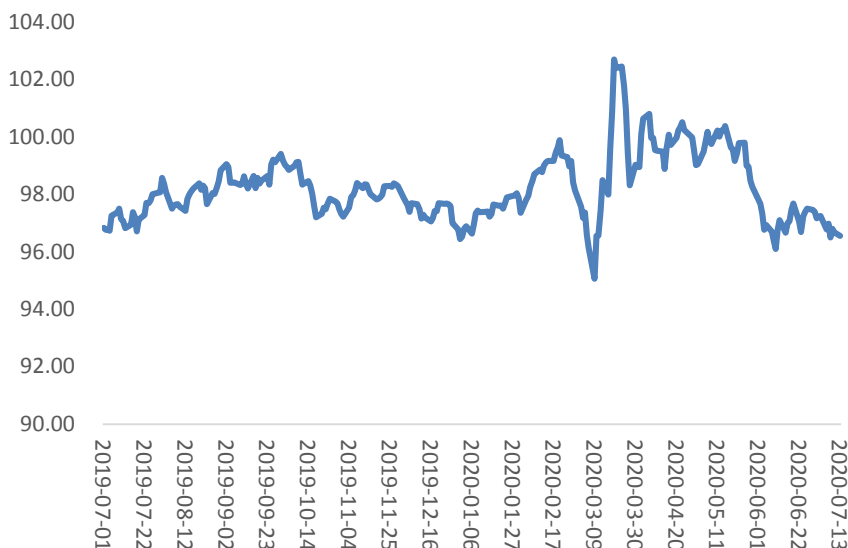
数据来源：Wind，中诚信托战略研究部

图3 美联储资产规模出现下行

（三）美元需求放缓使美元指数走弱

3 月底，受避险需求的影响，美元指数突破 100，持续走强。美联储通过央

行流动性互换操作，缓解离岸美元流动性压力。随着金融市场条件的转好，经济数据的改善，美元流动性紧张的压力不断缓解，美元指数不断回落。目前，美国疫情有不断加重的趋势，部分疫情严重的州可能会重启封锁，近期的经济数据很难有超预期的表现。随着疫情的不断发酵，美国政府仍在酝酿新一轮的刺激措施，这将进一步加大美元贬值压力。



数据来源：Wind，中诚信托战略研究部

图 4 美元指数开始走弱

三、流动性变化下的组合投资策略展望

受国内超常规货币政策退出和美联储持续投放的影响，短期国内资本市场可能会出现盘整迹象。从信托公司组合投资策略来看，可以采取稳中求进策略，保持 80%左右的仓位比重；从具体标的上来看，保持黄金配置比重，逐步增加权益资产配置比重。

（一）总体仓位上采取稳中求进策略

虽然疫情仍在全球范围内发酵，但由于疫情控制力度不同，国内复工复产稳步推进。从国家统计局公布的二季度数据来看，二季度经济增长由负转正，主要指标恢复性增长，经济运行稳步复苏，市场预期总体向好。目前，虽然市场进入盘整期，组合投资策略稳中求进，保持 80%左右的仓位比重。

（二）从配置结构上加大权益资产配置比重

近期短端利率的上行，债券市场出现了较大的波动。从年内流动性的角度来看，债券市场四季度仍有下行的压力，配置价值有所降低，配置比重需降至 60%以下；在权益投资方面，近期股票市场快速上行，投资者预期出现分化，市场进入震荡调整阶段。从长期来看，中国经济基本面保持良好，A 股市场整体估值水平较低，在调整期仍具有较好的配置价值，配置比重需提高至 20%以上；2019 年，受美联储降息、中美贸易摩擦、英国脱欧等事件影响，黄金价格上涨 15%左右，是 2015 年以来的最好年份。随着美元的走弱，黄金价格仍将呈上行趋势，具备较好的配置价值，配置比重保持在 15%-20%。

（三）从板块上关注重点配置机会

债券市场方面，近期各期限债券的到期收益率均有不同程度的上升，10 年期国债收益率已经突破 3.0%，回升至新冠疫情爆发之前的水平。可重点关注中短期利率债和高信用等级债；股票市场方面，A 股市场整体估值水平较低，但部分板块估值已经处于高位，可重点关注高息、低估值板块和家电板块。在组合投资配置中，可配置金融地产指数基金等。

执笔人：杨晓东

宏观形势

二季度 GDP 增长 3.2%

国家统计局 16 日发布的数据显示，今年上半年国内生产总值 456614 亿元，按可比价格计算，同比下降 1.6%。分季度看，二季度 GDP 增速由负转正，一季度同比下降 6.8%，二季度增长 3.2%。

6 月 M2 同比增长 11.1%

央行公布的数据显示，6 月 M2 同比增长 11.1%，连续 3 个月增速持平，预期增 11.2%；新增人民币贷款 1.81 万亿元，预期 1.76 万亿元，前值 1.48 万亿元。6 月社会融资规模增量为 3.43 万亿元，预期 2.8 万亿元，前值 3.19 万亿元。上半年社会融资规模增量累计为 20.83 万亿元，比上年同期多 6.22 万亿元；上半年人民币贷款增加 12.09 万亿元，同比多增 2.42 万亿元。

CPI 涨幅连续收窄

国家统计局数据显示，6 月 CPI 同比涨 2.5%，终结连续 4 个月涨幅收窄态势，预期涨 2.6%，前值涨 2.4%。6 月 PPI 同比降 3%，结束连续 4 个月降幅扩大趋势，预期降 3.1%，前值降 3.7%。

同业动态

信托产品发行回升收益率继续下行

根据普益标准的 6 月市场统计，本月信托产品发行和成立数量比上月均有增长，增幅分别为 25.65%和 19.16%，产品平均收益率则继续下行。

与 5 月相比，6 月信托产品发行与成立规模止跌，市场景气回升。普益标准数据显示，从发行情况看，6 月共有 58 家信托公司发行了 2768 款集合信托产品，发行数量环比增加 565 款，增幅为 25.65%。今年 5 月，信托产品平均收益率跌至 7.81%，6 月则延续下行趋势。具体来看，6 月除了投资于证券市场领域的信托产品收益率略有上升，投资于房地产、工商企业、基础产业及金融机构领域的产品收益率均有下降。

中国信登：上半年服务信托占比接近 23%

近日，中国信托登记有限责任公司（以下简称中国信登）披露上半年信托业运行数据。中国信登信托受益权信息定期报送数据显示，截至 2020 年 5 月末，信托存续规模为 20.40 万亿元。今年以来，中国信登共办理完成初始登记 1.3 万余笔，涉及募集金额 3.3 万余亿元。办理完成终止登记 0.8 万余笔，涉及信托本金及收益金额为 3.3 万余亿元。

上半年信托本源业务占比逐步升高，从 2020 年 6 月信托登记系统办理完成初始登记的新增数据来看，以家族信托、资产证券化信托、企业年金信托和慈善信托为代表的服务信托的规模占比近 23%。

建信信托增 3 倍至 105 亿

7 月 8 日，北京银保监局发布《关于建信信托有限责任公司变更注册资本的批复》，同意建信信托注册资本由 24.67 亿元增至 105 亿元。北京银保监局表示，增资后建信信托的股东名称、出资金额（注册资本）和出资比例为，建设银行出资金额 70.35 亿元，出资比例 67%；合肥兴泰金融控股（集团）有限公司，出资金额 34.65 亿元，出资比例 33%。

68 家信托公司中，中信信托、重庆信托、平安信托、中融信托、华润信托、昆仑信托等注册资本已逾 100 亿元。

云南信托携手蚂蚁集团，区块链+供应链解决中小微企业融资

7 月 10 日，云南信托与蚂蚁集团签订战略合作协议，发挥区块链对供应链金融的科技赋能作用，重点解决中小微企业融资难题。在今年疫情期间，云南信托依托蚂蚁区块链技术已成功为国内医药流通龙头上市公司瑞康医药的上游中小企业（药品供应商）提供了供应链金融服务。

地产信息

上周房地产市场：楼市整体成交回落，土地整体供求环比走低

中指研究院报告显示，上周楼市整体成交回落，同环比齐降。环比来看，各线代表城市均降；同比来看，仅三线代表城市上扬，一二线代表城市均不同程度下滑。

	成交量环比变化	成交量同比变化
一线城市	-40.4%	-12.2%
二线城市	-38.6%	-3.2%
三线城市	-40.4%	+19.8%

上周一线城市成交量整体环比下降，降幅为 38.6%。分城市来看，上海降幅显著，超五成；广州次之，下降 49%；仅深圳上扬，升幅超 30%。同比来看，楼市整体成交下行，降幅为 12.2%。其中，上海降幅明显，约为 42%；另外，深圳同比上升 34%，升幅较高。

城市	成交面积/万平方米	环比变化	同比变化
----	-----------	------	------

北京	14.15	-24%	-10%
上海	15.46	-53	-42%
广州	15.70	-49%	+19%
深圳	10.00	+32%	+34%

二线代表城市成交环比下降 40.9%，同比下降 3.2%。其中温州降幅较高，近八成；大连、苏州次之，降幅均超 60%。监测的代表城市中，仅武汉环比上升，升幅约为 9.6%。三线代表城市成交量环比下降 40.4%，其中东莞降幅较高，超 50%；惠州次之，下降 36.1%。同比来看，三线代表城市整体上升 19.8%。



图：上周二三线重点城市成交面积环比涨跌幅

土地市场来看，上周全国 40 大中城市推地总量 714 万平方米，环比减少 34%；成交面积 546 万平方米，环比降幅为 59%；出让金 584 亿元，环比大幅减少 62%；溢价率 16%，环比提升 5 个百分点。

	本周	环比变化
推出面积	714 万平方米	-34%
成交面积	546 万平方米	-59%
出让金	584 亿元	-62%
溢价率	16%	提升 5 个百分点

央行强调确保资金流向实体

7 月 7 日，人民银行联合银保监会在北京召开金融支持稳企业保就业工作座谈会，要求各金融机构要把支持稳企业保就业作为当前和今后一段时期工作的重中之重。要把握好信贷投放节奏，与市场主体实际需求保持一致，确保信贷资金平稳投向实体经济。要着力提升小微金融服务能力，完善内部转移定价、分支行综合绩效考核权重等激励机制，加强金融科技运用，提高风险评估能力。要落实尽职免责要求，让基层行和业务人员真正敢贷、愿贷、能贷、会贷等。

多地收紧房地产市场调控政策

7 月上旬，已有杭州、东莞、宁波、海南等热点城市出台政策加大房地产市场调控力度。杭州出台《关于进一步明确商品住房公证摇号公开销售有关要求的通知》，通过人才购房限售方面抑制投机炒房。东莞出台《关于进一步加强商品住房预（销）售管理的通知》，加强商品住房预（销）售管理，抑制房地产市场热度。宁波发布《关于进一步保持和促进我市房地产市场平稳健康发展的通知》，

从保持土地市场平稳、调整限购区域范围、强化金融政策监管、保障自住住房需求以及强化市场销售管理等方面提出稳定房地产市场的“十条”新政。海南省发布消息称，将持续开展房地产市场整治，严厉查处虚假宣传、违规销售、骗购住房等违法违规行为。

苏州扩大人口落户范围

7月9日，苏州市发布《关于征求我市户籍制度改革相关文件修改意见的公告》，阐明《苏州市流动人口积分管理办法》、《苏州市流动人口积分管理积分标准》、《苏州市户籍准入管理办法》的主要修订内容，包括扩大积分落户和积分入医适用范围，扩大户籍准入范围，调整优化参加城镇社保年限、连续居住年限积分项的相关分值权重等。

北京公积金管理中心发布行政处罚裁量基准

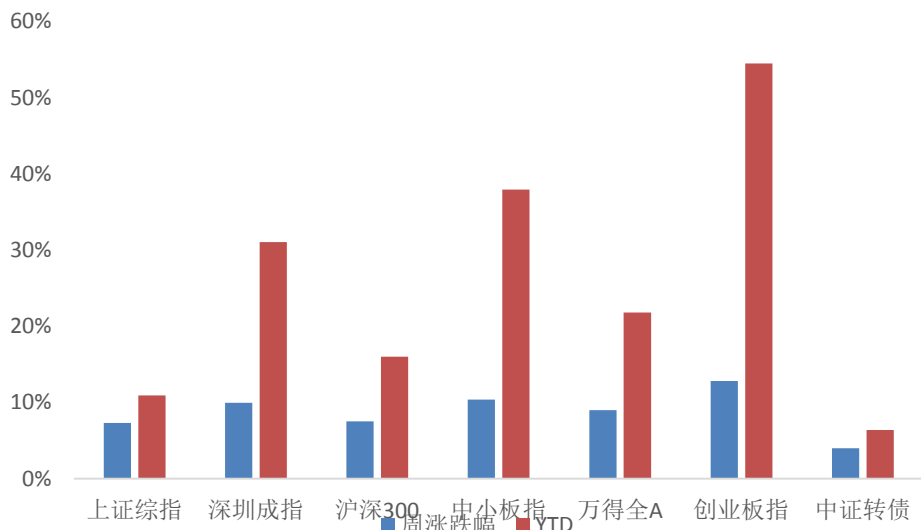
7月10日，北京住房公积金管理中心发布《北京住房公积金管理中心行政处罚裁量基准》，明确指出了一些单位或企业违规的行为及相应处罚措施，包括单位不办理住房公积金缴存登记、单位不为职工办理住房公积金账户设立手续、单位拒绝管理中心检查、不如实提供相关材料等。此次政策的目的是，在于督促单位依法足额为职工缴存住房公积金，有助于保障职工公积金缴纳和使用的权利，有助于规范北京公积金缴存市场，同时也对全国市场有积极的借鉴意义。

资本市场

股票市场

本周（7.6-7.10），创业板指累涨 12.83%，创史上最大单周涨幅。具体来看，上证综指报收于 3383.32 点，上涨 7.31%；深证成指报收于 13671.24 点，上涨 9.96%；沪深 300 报收于 4753.13 点，上涨 7.55%；创业板指报收 2778.46 点，上涨 12.83%；中证转债指数报收于 372.29 点，上涨 3.99%。

指数	收盘价	周涨跌幅	年初至今
上证综指	3,383.32	7.31%	10.92%
深圳成指	13,671.24	9.96%	31.07%
沪深 300	4,753.13	7.55%	16.03%
中小板指	9,149.69	10.40%	37.95%
万得全 A	5,258.92	9.03%	21.83%
创业板指	2,778.46	12.83%	54.52%
中证转债	372.29	3.99%	6.39%



债券市场

本周,市场资金面收紧,资金价格上行。具体来看,隔夜 SHIBOR 报收 2.1970, 上涨 85.10BP; 7 天 SHIBOR 报收 2.2030, 上涨 40.90BP。同业存单收盘到期收益率(AAA)1M、3M、6M、9M、1Y 分别上行 21.51BP、33.06BP、24.06BP 和 3.42BP、9.09BP。3 个月短融和国债分别下行 32.80BP 和 38.22BP。

名称	周一报价	周五报价	周涨跌幅(bp)
隔夜	1.3460	2.1970	85.10
1 周	1.7940	2.2030	40.90
CDAAA1M	1.8464	2.0615	21.51
CDAAA3M	1.9177	2.2483	33.06
CDAAA6M	2.1235	2.3641	24.06
CDAAA9M	2.3917	2.4259	3.42
CDAAA1Y	2.4224	2.5133	9.09
短融 3 个月	2.0985	2.4265	32.80
国债 3 个月	1.7190	2.1012	38.22
国债 1 年期	2.1263	2.2165	9.02
国债十年期	2.9959	3.0305	3.46

央行公开市场操作情况

根据央行公告,本周末开展公开市场逆回购操作,无 MLF 投放;本周共有 2900 亿元逆回购到期,无 MLF 到期,共实现资金净回笼 2900 亿元。

	上周 (6.27-7.3)		本周 (7.4-7.10)	
	到期	投放	到期	投放

逆回购	4900 亿元	1000 亿元	2900 亿元	
MLF				
SLF				
SLO				
合计	净回笼 3900 亿元		净回笼 2900 亿元	