



中诚信托研究周报

战略研究部

2021 年第 8 期

总第 127 期

2021/3/11

热点研究

近期资本市场波动因素与信托公司配置策略建议

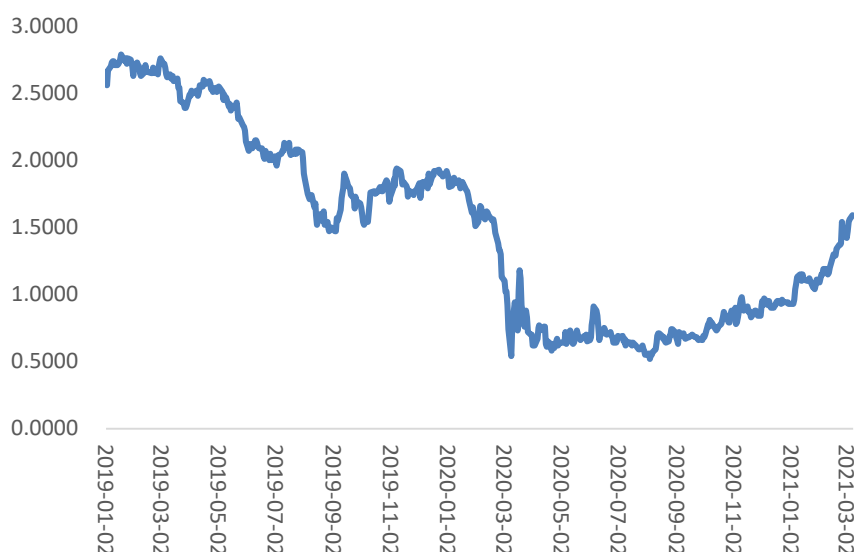
3 月份以来，国内外资本市场大幅震荡。从外部因素来看，通胀预期提升，美债收益率上行是主要冲击因素。从内部因素看，信用收缩是影响近期资本市场的主要因素。信托公司在标品信托业务的资产配置策略上，短期可以防守为主，适度降低仓位，权益市场重点关注低估值、顺周期行业，债券市场重点关注短久期央企永续债和大行二级债。

一、资本市场外部扰动因素将会趋缓

10 年期美债收益率是全球风险资产定价之锚。近期 10 年期美债收益率上行，引发全球资产价格大幅震荡。目前，通胀上行仍处于预期引导阶段，资本市场外部扰动因素影响将会趋缓。

（一）美债收益率上行引起全球资产价格震荡

10 年期美债收益率是全球无风险资产定价的经验锚，也是风险资产定价之锚。受疫苗接种加速和美国大规模财政刺激政策的影响，市场通胀预期不断强化，10 年期美债收益率持续上行，引发全球资产价格震荡。2 月 25 日，10 年期美债收益率突破 1.5% 的关键点位，盘中更是达到 1.61% 的高点，上升斜率十分陡峭。当日，美股三大股指大幅收跌，纳斯达克收盘下跌 478.54 点，跌幅为 3.52%，报 13119.43 点。从商品价格来看，国际油价大幅上行，纽约原油由年初的 48.42 美元/桶，上升到约 67 美元/桶，涨幅达 38%；LME 铜由年初 7753 美元/吨上行至 8800 美元/吨，涨幅 13.5%，最高达 9497 美元/吨。



数据来源：WIND，中诚信托战略研究部

图 1：10 年期美债收益率突破 1.5%

（二）通胀上行处于预期引导阶段

尽管当前美债收益率上行，但包括美联储主席鲍威尔在内的数位美联储官员均表示美债收益率上行是市场对于经济走出新冠危机的乐观预期所致，美联储没有因此过早收紧货币政策的计划。这表明，当前美债收益率上行主要逻辑在于经济和通胀预期修复。从油价供求关系来看，60-70%石油需求是交通需求，新冠疫情定向打击了石油需求，当前油价处于供给主导对通胀拉升作用有限；铜价上升则由全球流动性宽松和需求复苏双重因素引导。铜油比价能否出现明显的正相关性，仍需观察疫苗大范围接种后，需求因素对油价拉升的幅度。

（三）资本市场外部扰动因素将会趋缓

疫情前，全球经济面临低增长、低通胀、低利率问题，其主要原因在于技术进步停滞、贫富差距增大和人口老龄化。新冠疫情对全球经济的冲击主要在于供给侧，后疫情时代需求拉动通胀回升虽具有一定的合理性，但难改全球低增长的趋势；美国面临 29 万亿美元的债务压力，1.9 万亿美元刺激法案进一步增大了国债供给压力，若美债收益率持续攀升将影响国债发行，不排除干预的可能；此外，油价当前的上行若由供给主导转换为需求主导，不排除 OPEC 内部成员增产的可能；最后，各国复苏的顺序不同，美国等发达国家复苏相对较快，美元升值也可能对冲大宗商品价格上行。

二、信用收缩将是近期资本市场的主要影响因素

国内货币政策近期将以防风险为主，信用收缩将对资本市场产生短期负面影响。

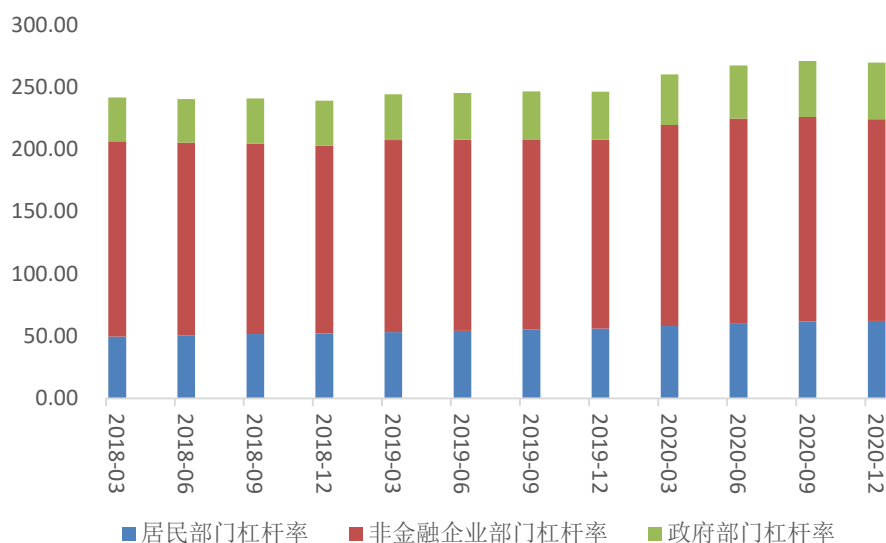
（一）防风险是近期货币政策主题

3 月 2 日，银保监会郭树清主席在国新办举行的推动银行业保险业高质量发展新闻发布会总表示，房地产泡沫是金融体系最大灰犀牛，欧美发达国家金融市场高位运行，和实体经济严重背道而驰，需防范海外金融市场尤其是美股大幅下跌向国内的传导。这表明，监管部门高度重视金融市场风险问题，防范和化解风险是近期的政策主题。鉴于 2020 年 19.63 万亿信贷投放后宏观杠杆率上行，防风险意味着信贷收缩，总体的政策环境将是紧信用。

（二）紧信用主要集中在上半年

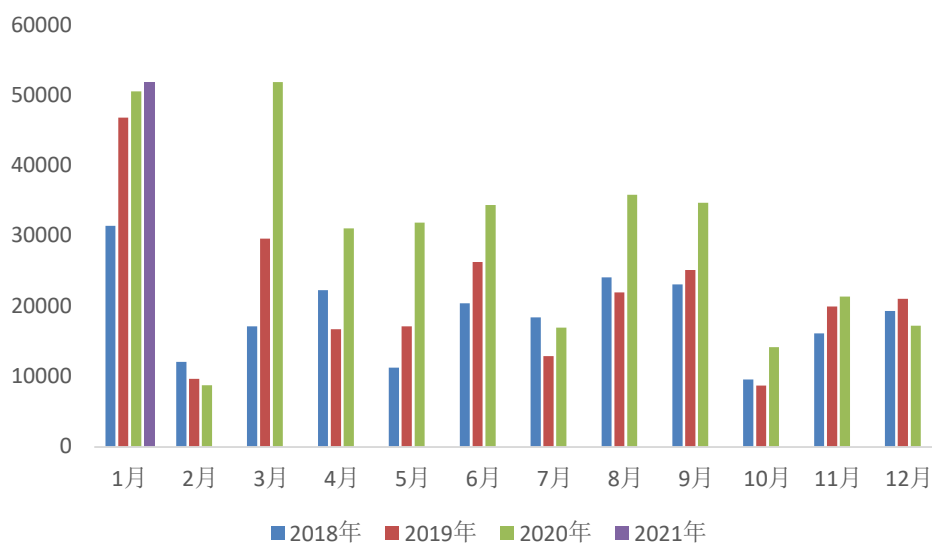
2020 年全年，宏观杠杆率共上升 23.6 个百分点，从 2019 年末的 246.5% 增至 270.1%。其中，居民部门杠杆率共上升了 6.1%，增幅较大，全部居民债务中，占最大比例的是居民中长期消费贷款（主要是住房按揭贷款），占到了全部居民贷款的 65%；非金融企业部门杠杆率上升了 10.4%，主要以银行信贷为主，但在 2020 年三季度后银行贷款增速放缓，回归往年平均水平；政府部门杠杆率增幅达 7.1%，达到有杠杆率数据统计以来的历史最高水平，地方政府专项债增长较多，但资金使用效率有限。从时间节点上来看，2020 年 3-6 月份社会融资规模增量较大，主要由新增信贷和企业债券融资贡献，且当期经济增速基数较低，信

用收缩将主要集中于今年上半年。其中，3月份新增信贷投放达3万亿元，占全年信贷投放15.28%，是重要的观察窗口期。



数据来源：WIND，中诚信托战略研究部

图2：宏观杠杆率变化情况



数据来源：WIND，中诚信托战略研究部

图3：社会融资规模变化情况

（三）紧信用对资本市场产生短期负面影响

紧信用对股票和债券市场影响整体偏负面。由于信贷投放减少和财政贴息退出，企业资金需求增强、融资成本回升，叠加外部无风险收益率提升，对股票的盈利和估值产生双重压制，债券市场违约事件则进一步影响交易情绪。不过，紧信用负面影响不会持续较长时间。当前DR007回归2.3%常规区间，10年期国债利率保持在3.2%左右，均处于正常区间，流动性保持中性的可能性较大，货币政策可能是“稳货币+紧信用”组合；相对于发达国家，国内货币政策在应对疫情过程中，相对克制并未大水漫灌。在经济基础尚处于恢复阶段，货币政策过于收

紧不利于防风险和稳增长；2020 年，委托贷款和信托贷款余额全年共下降了 1.5 万亿，大量表外融资回归表内，金融体系的稳定性较强。

三、信托公司近期标品信托配置策略可以适度防守为主

从信托公司资产配置策略来看，短期内可以适度防守为主，股票市场重点关注低估值、顺周期行业，债券市场仍需防范信用风险。

（一）整体配置策略以适度防守为主

2020 年下半年，本轮紧信用实际上在就已经开启，委托贷款和信托贷款余额四个季度分别下降了 1051 亿、2400 亿、3800 亿和 7600 亿。从资本市场影响来看，债券市场以华晨集团违约、永煤事件等为代表，并在春节之后向股市蔓延。当前，紧信用仍将持续，资本市场仍处于震荡区间，信托公司资产配置可以防守为主，整体保持 70%左右仓位，适度降低权益资产配置比重。

（二）股票市场关注低估值、顺周期行业

近期，无风险收益率提升使 A 股高估值抱团股遭受重创，股票市场大幅回调。3 月 8 日，上证指数、创业板指均创近八个月来最大单日跌幅。上证指数失守 3500 点，下跌 2.30%，深证成指和创业板指下跌 3.81%、4.98%。港股市场也未能幸免，恒生指数收跌 1.92%，失守 29000 点。在当前环境下，可配置银行、保险等低估值高性价比防御板块，以及化工、有色的强景气度顺周期板块。随着市场短期压力的释放，适度增配疫情受损的相关行业板块。

（三）债券市场仍需防范信用风险

二月份央行货币政策维稳意图较为明显，资金利率较上月相比明显下行。短端利率 DR007 由 4.39 下行至 2.37，下行 202BP；长期利率 10 年期国债利率由 3.18 上行至 3.28，上行 10.10BP。市场利率处于正常操作区间，上行空间有限，债券市场处于底部空间。但 2020 年共有 7.3 万亿元贷款本息实施延期，使得很大一部分贷款到期偿付压力延期到 2021 年；2021 年 3 月和 4 月，信用债合计到期超 1.6 万亿元、较 2020 年同期多增近 5000 亿元。信用债到期压力增大，且有较多高收益债券即将到期，债券市场需防范负面事项对于信用利差的影响，可重点关注短久期央企永续债和大行二级债等。

执笔人：杨晓东

宏观形势

政府工作报告明确 2021 年主要目标

政府工作报告明确 2021 年主要目标，主要包括：GDP 增长 6%以上；CPI 在 3%左右；城镇新增就业 1100 万人以上。今年部分重点工作包括：赤字率 3.2%、将小规模纳税人增值税起征点从月销售额 10 万元提高到 15 万元、中小企业宽带和专线平均资费再降 10%、稳定增加汽车、家电等大宗消费；推动区域全面经济伙伴关系协定尽早生效实施、中欧投资协定签署。

1-2 月进出口实现创纪录增长

海关总署公布数据显示,在经济积极复苏和新冠疫情好转背景下,前 2 个月,我国货物贸易进出口总值 5.44 万亿元人民币,同比增长 32.2%。其中,出口增长 50.1%,进口增长 14.5%,贸易顺差 6758.6 亿元,去年同期为逆差 433 亿元。按美元计价,前 2 个月,我国进出口总值 8344.9 亿美元,增长 41.2%。其中,出口增长 60.6%,进口增长 22.2%,贸易顺差 1032.5 亿美元,去年同期为逆差 72.1 亿美元。

2 月财新服务业 PMI 为 51.5

2 月财新服务业 PMI 为 51.5,为 2020 年 5 月以来最低值,综合 PMI 为 51.7。服务业供求增速继续放缓,外需疲弱,就业形势恶化,通胀压力增加,但疫情防控形势好转、不利季节即将过去等因素提振企业信心,企业预期更加乐观。

同业动态

证监会原主席肖钢：完善信托制度，促进推行家族信托

全国政协委员、证监会原主席肖钢建议,从修订信托法、建立与家族信托相配套的基础设施、出台信托法的司法解释以及加强监管等四方面完善信托制度,促进推行家族信托。

信托转型三年资产规模压降 5.8 万亿，信托业务结构不断优化

3 月 8 日,中国信托业协会发布《2020 年度中国信托业发展评析》(下称《评析》)显示,截至 2020 年 4 季度末,信托资产规模为 20.49 万亿元,同比下降 5.17%,较 2019 年末减少 1.12 万亿元,较 2017 年末的历史峰值减少 5.76 万亿元,连续 12 个季度下降。2020 年分 4 个季度看,分别减少 2772.93 亿元、477.55 亿元、4182.31 亿元、3726.77 亿元。与此同时,信托业业务结构不断优化,集合资金信托与管理财产信托的占比首次超过 70%,以证券投资类为主的金融类信托“逆流而上”,超 2 万亿元信托资金涌入了资本市场。

杭州工商信托推出首单中性多策略 FOF 产品

近日,杭州工商信托股份有限公司发行的首单中性多策略 FOF 产品“杭工信·恒源 1 号集合资金信托计划”成功落地,为杭州工商信托证券投资类业务又增一支主力军。“恒源 1 号”是继“光源 1 号”后,杭州工商信托推出的第二只 FOF 产品,也是首只以稳健收益为目标的中性多策略 FOF 产品。该产品秉承多元风格的配置理念,采用中性子策略对冲的投资框架来构建投资组合;同时,充分研究全市场公募基金管理人,在每个子策略内精选优秀的管理人,进一步优化投资收益。

地产信息

2 月百城房价环比涨幅收窄

中指研究院发布的 2 月百城价格指数显示，2021 年 2 月，全国 100 个城市新建住宅平均价格为 15,884 元/平方米，环比上涨 0.20%，涨幅较上月收窄 0.17 个百分点。从涨跌城市个数看，66 个城市环比上涨、27 个城市环比下跌、7 个城市与 1 月份持平。从二手房方面来看，全国 100 个城市二手住宅平均价格环比上涨 0.28%，涨幅较 1 月份收窄 0.04 个百分点。从涨跌城市个数看，63 个城市环比上涨，33 个城市环比下跌，4 个城市与 1 月份持平。

前两月 50 城土地成交金额涨幅 30%

据中原地产研究中心统计数据显示，2021 年 1-2 月的土地成交金额同比涨幅较高，50 大热点城市卖地 5146.8 亿元，同比上涨高达 30%，其中上海、杭州、北京、广州、成都、南京、宁波、苏州、长沙、福州、重庆等 11 个城市卖地超百亿。其中，上海卖地排名超过杭州，位居首位，土地出让金额为 943.26 亿元，同比上涨了 52.38%。

政府工作报告重申房住不炒，解决好大城市住房突出问题

2021 年政府工作报告指出，保障好群众住房需求，坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，稳地价、稳房价、稳预期。解决好大城市住房突出问题，通过增加土地供应、安排专项资金、集中建设等办法，切实增加保障性租赁住房和共有产权住房供给，规范发展长租房市场，降低租赁住房税费负担，尽最大努力帮助新市民、青年人等缓解住房困难。

郭树清表示房地产金融化泡沫化倾向仍然比较强

3 月 2 日，银保监会主席郭树清在国新办举行的新闻发布会上表示，房地产金融化泡沫化势头得到遏制，2020 年房地产贷款增速 8 年来首次低于各项贷款增速。他指出，房地产金融化、泡沫化倾向还比较强，但是去年投向房地产的贷款增速第一次降到了平均贷款增速之下，这个成绩来之不易。相信房地产的问题会逐步得到好转。他同时表示，现在很多人买房子不是为了居住，而是为了投资或者投机，这是很危险的。因为持有那么多房产，将来如果市场价格下降，个人财产就会有很大损失，贷款还不上，银行也收不回贷款、本金和利息，经济生活就会发生很大的混乱。所以必须既积极又稳妥地促进房地产市场平稳健康发展。

住建部调研杭州、无锡楼市

3 月 4 日，住建部调研杭州、无锡楼市，指出城市政府要充分认识房地产市场平稳健康发展的重要性，毫不动摇坚持房住不炒，切实落实城市主体责任。同时强调，要坚持问题导向，加强市场监测分析，及时发现问题；要完善调控机制，加强住房和人口、土地、金融政策协同，形成政策合力；要大力发展保障性租赁住房，完善长租房政策，加大土地、财税、金融支持力度。

南京扩大租赁住房土地供给

《南京市空间要素保障创新计划和若干配套政策》3 月 3 日起施行。配套政

策中有两项涉及“租赁住房”：扩大租赁住房土地供给，鼓励自有用地建设租赁住房。南京支持国有平台在地铁沿线建设租赁住房，保障新城市人口安居需求；15 个高新区、省级以上经济技术开发区以及轨道交通场站综合开发特定规划区范围以内的居住类用地，用地面积大于 3 公顷的，出让时可配套建设不低于地上总建筑面积 5%的租赁住房，建成后无偿移交政府或园区管委会，纳入市房屋租赁服务监管平台管理。

上海加强房地产市场管理

3 月 3 日，上海发布《关于进一步加强本市房地产市场管理的通知》，要求：一、强化住宅用地供应管理；二、深化完善房价地价联动机制，商品住宅用地出让实行现价竞价；三、严格新建商品住房价格备案管理，强化新建商品住房项目价格备案复核，坚决防止上市销售项目备案价格过高；四、强化商品住房交易管理；五、进一步加强房地产中介管理；六、严格规范企业购买商品住房，严格审核企业购买的商品住房再次上市交易的年限限制；七、实施住房限售，对按照优先购房政策购买的新建商品住房，在购房合同网签备案满 5 年后方可转让。

上海加强房产中介和住房租赁机构管理

3 月 4 日，上海市房屋管理局发布《关于进一步加强本市房地产经纪机构和住房租赁经营机构主体管理的通知》，提出加强房地产经纪机构备案管理、加强住房租赁经营机构开业报告（信息记载）管理、加强经营主体入网认证管理、建立健全行业信用体系和加强从业主体管理信息化支撑等五方面措施。《通知》提出建立健全行业信用体系，推行实名从业制度。凡在本市已备案的房地产经纪机构、已开业报告（信息记载）的住房租赁经营机构，应当在领取备案证书或完成开业报告后 30 日内，为其聘用的从业人员向市房地产经纪行业协会申请办理“房地产经纪和住房租赁从业人员信息卡”。

杭州严防经营贷、消费贷违规流入房地产市场

3 月 3 日，杭州市住保房管局发布《关于进一步规范房地产市场秩序的通知》，从进一步加强住房限购、严格防范经营贷、消费贷违规流入房地产市场、严厉打击房地产中介机构违法违规行为、严格规范房地产市场信息发布四个方面加强房地产市场调控。《通知》明确严格防范经营贷、消费贷违规流入房地产市场。严禁发放用于购房首付款或偿还首付款借贷资金的个人经营性贷款和消费贷款，严格个人经营贷和消费贷真实性审查，加强贷后资金管理。

深圳拟删除商务公寓通途

3 月 3 日，深圳市规划和自然资源局发布关于《深圳市城市规划标准与准则》局部条款修订公开展示的通告，拟对《深圳市城市规划标准与准则》第 2 章、第 5 章局部内容进行动态修订。通告显示，在此次局部修订中，删除了 2019 年修订的《深标》中 C1 商业用地中关于“适建商务公寓”的表述，在“建筑与设施

用途分类指引”上，也删除了商务公寓。

石家庄发布人才新政

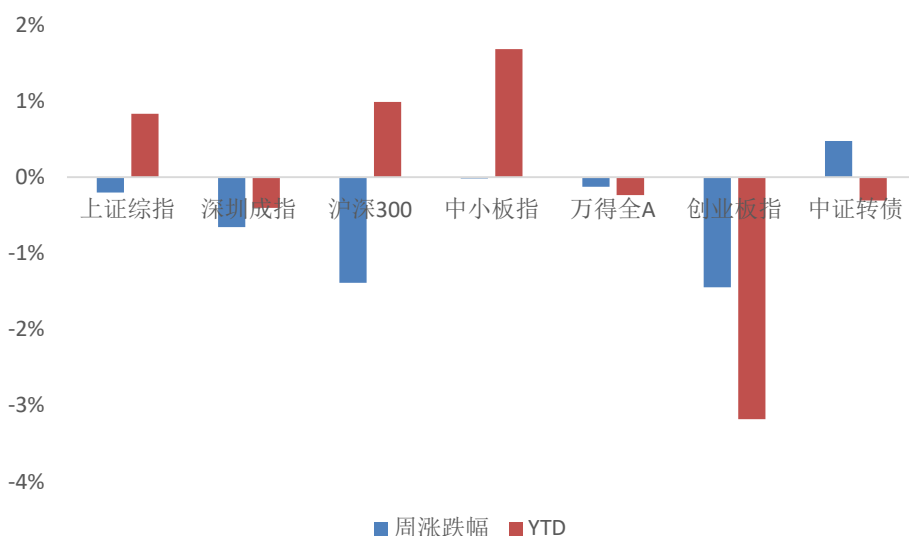
3月2日，石家庄印发《关于高质量建设人才强市的实施意见》。《意见》围绕高质量建设人才强市，打造人才绿卡升级版，营造良好人才生态，制定了务实管用的人才培养引进政策措施。其中，提高博士租房购房标准：自到石家庄工作之日起5年内，每月享受的房租补助由2,000元提高到3,000元，在市域内购买首套自用商品住房的，给予的一次性购房补贴由15万元提高到30万元。

资本市场

股票市场

本期（3.1-3.5），上证指数下滑0.2%，创业板指跌超1%。具体来看，上证综指报收于3501.99点，下跌0.20%；深圳成指报收于14412.31点，下跌0.66%；沪深300报收于5262.80点，下跌1.39%；创业板指报收2871.97点，下跌1.45%；中证转债指数报收于367.17点，上涨0.47%。

指数	收盘价	周涨跌幅	年初至今
上证综指	3,501.99	-0.20%	0.83%
深圳成指	14,412.31	-0.66%	-0.40%
沪深300	5,262.80	-1.39%	0.99%
中小板指	9,705.35	-0.02%	1.68%
万得全A	5,409.34	-0.13%	-0.24%
创业板指	2,871.97	-1.45%	-3.18%
中证转债	367.17	0.47%	-0.31%



债券市场

本期，市场资金整体保持充裕，资金价格整体大部下行。具体来看，隔夜 SHIBOR 报收 1.5650，下跌 58.90BP；7 天 SHIBOR 报收 1.9990，下跌 21.70BP。同业存单收盘到期收益率(AAA) 1M、3M、6M、9M、1Y 分别上行 5.34BP、下行 6.19BP、11.28BP 和 4.20BP、上行 2.71BP。3 个月短融和国债分别下行 7.12BP 和上行 5.79BP。

名称	周一报价	周五报价	周涨跌幅(bp)
隔夜	2.1540	1.5650	-58.90
1 周	2.2160	1.9990	-21.70
CDAAA1M	2.2536	2.3070	5.34
CDAAA3M	2.6985	2.6366	-6.19
CDAAA6M	2.8914	2.7786	-11.28
CDAAA9M	3.0630	3.0210	-4.20
CDAAA1Y	3.1213	3.1484	2.71
短融 3 个月	2.7927	2.7215	-7.12
国债 3 个月	2.0012	2.0591	5.79
国债 1 年期	2.6096	2.6390	2.94
国债十年期	3.2475	3.2457	-0.18
国开债十年期	3.7088	3.6742	-3.46

央行公开市场操作情况

根据央行公告，本期累计开展公开市场逆回购操作 500 亿元，无 MLF 投放；本期共有 800 亿元逆回购到期，无 MLF 到期，共实现资金净回笼 300 亿元。

	本期（2.20-2.26）		本期（2.27-35）	
	到期	投放	到期	投放
逆回购	900 亿元	8800 亿元	800 亿元	500 亿元
MLF				
SLF				
SLO				
合计	净回笼 100 亿元		净回笼 300 亿元	