



中诚信托研究周报

投资研究部
2021 年第 33 期
总第 152 期
2021/09/09

热点研究

当前利率条件下的资产配置策略分析

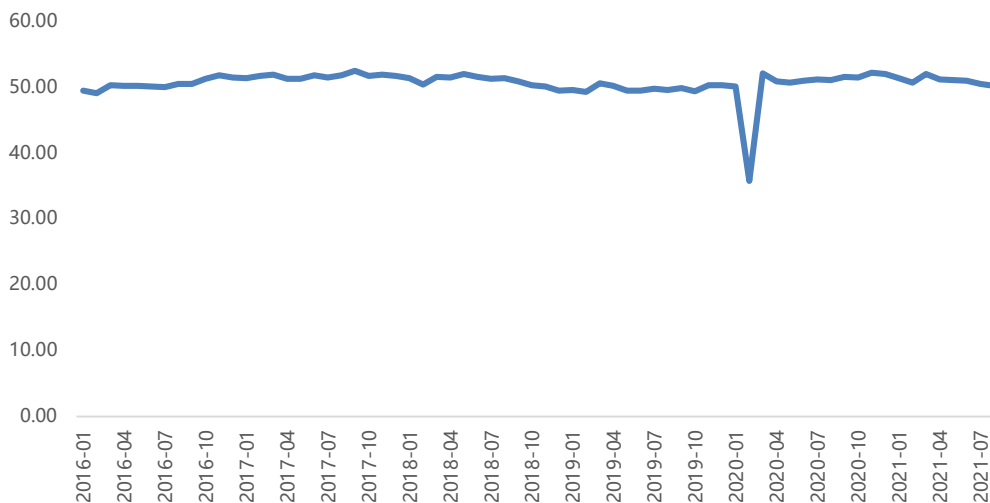
8 月份经济数据显示，当前经济增速出现放缓态势，中小企业面临一定经营压力。为支持中小企业发展，央行货币政策微调为结构性宽信用，年底前流动性保持合理充裕，短期利率保持平稳。在当前条件下，资产配置策略为：债券>现金>股票>商品。

一、当前经济增速放缓压力有所加大

受疫情冲击、成本提升等因素影响，经济增速出现放缓态势，中小企业面临一定经营压力。为保持宏观经济的平稳和政策衔接，中小企业将成为支持的重点。

（一）经济增速放缓逐步回归常态

从国家统计局近期公布的数据来看，8 月制造业 PMI 为 50.1，位于枯荣线上方，前值 50.4。虽然制造业仍继续保持在扩张区间，但扩张力度有所减弱。从结构上来看，新订单指数、新出口订单指数环比下降，内外需同步走弱。非制造业 PMI 为 47.5，低于上月 5.8 个百分点，降至临界点以下。受 7 月底疫情的影响，道路运输、航空运输、住宿、餐饮等商务活动大幅降至临界点以下。虽然 8 月份数据有疫情冲击的影响因素，但在 PPI 高位震荡的条件下，叠加基数效应经济增速放缓逐步回归常态。

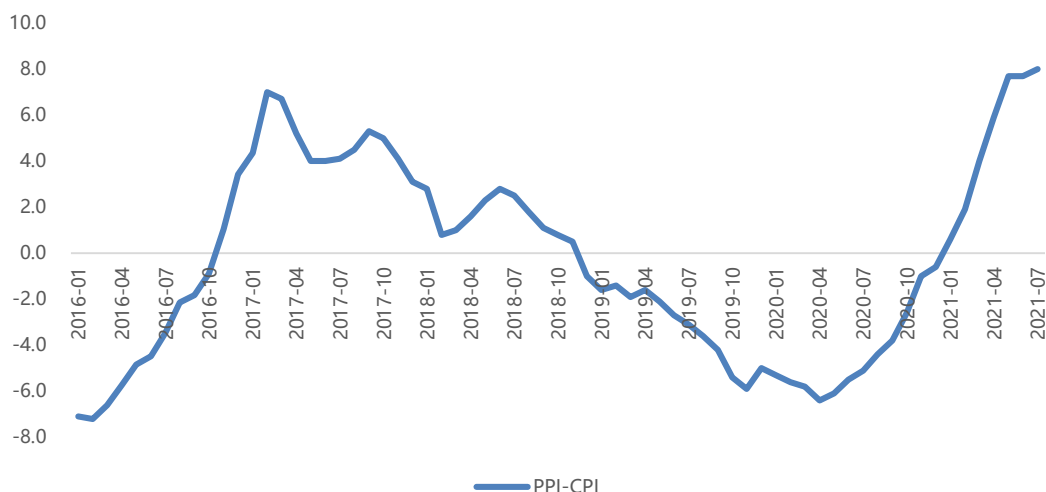


数据来源：WIND、中诚信托投资研究部

图 1：PMI 指数下行

（二）成本抬升难以向下游传导

PPI 与 CPI 的剪刀差是观察通胀是否由成本端向需求端转移的有效数据，若剪刀差过大则说明生产端向销售端传导不畅，企业经营压力提升。从当前的数据来看，PPI 与 CPI 剪刀差处于历史高位。虽然 5 月份以来，国务院部署了大宗商品的调控措施，但受供给错位、美元流动性泛滥和国际局势冲击等因素影响，大宗商品价格仍保持高位震荡。这也进一步加剧了上下游行业的分化，在总量层面对经济造成下行压力。



数据来源：WIND、中诚信托投资研究部

图 2：PPI 与 CPI 剪刀差走阔

（三）中小企业面临的经营压力更为突出

从财新公布的数据来看，8 月财新中国制造业 PMI 为 49.2，是 2020 年 5 月以来首次落入收缩区间，前值为 50.3。财新制造业 PMI 指数样本以中小企业为主，8 月指数走低表明，在当前的情况下，中小企业经营压力更大，就业市场略有恶化，通胀压力依然高企。8 月财新服务业 PMI 为 46.7，环比下降 8.2 个百分点，自 2020 年 5 月以来首次落入收缩区间。这与疫情反复、官方 PMI 下行等相互印证，服务业出现实质性收缩。虽然 8 月份出口数据仍然表现强劲，但在 9 月份美联储救助计划陆续退出、原材料成本抬升的背景下，四季度出口不能过于乐观。在经济增速放缓的条件下，提高科技水平、提升发展质量，大力发展民营经济是应对经济下行的重要措施，730 政治局会议进一步强调了调控政策跨周期调节，要统筹做好今明两年宏观政策衔接。从方向上来看，“专、精、特、新”类“小巨人”企业将成为重点支持的对象。

二、长期利率中枢存在下移趋势

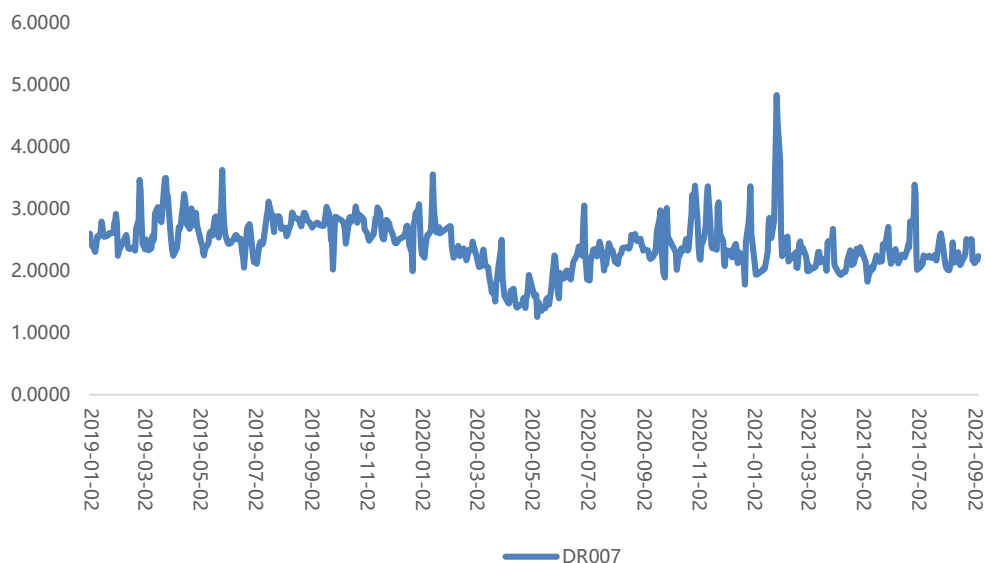
为助力中小企业和困难行业持续恢复，央行货币政策微调为结构性宽信用。虽面临地方债发行等扰动因素，但短期利率在政策工具对冲下预期年内基本保持平稳；长期利率中枢受经济增速放缓影响或将出现下移。

（一）货币政策微调为结构性宽信用

2021 年上半年，受房地产“三道红线”和治理地方政府隐性债务的影响，货币政策整体保持“稳货币、紧信用”的态势。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。其中，信托贷款、企业债券融资等大幅减少。8 月央行在金融机构货币信贷形势座谈会表示：以适度的货币增长支持经济高质量发展，助力中小企业和困难行业持续恢复；9 月，新增 3000 亿元支小再贷款额度，在今年剩余 4 个月内发放完毕，这表明当前货币政策由紧信用调整为结构性宽信用，中小微企业是重点支持方向。

（二）短期利率年内将保持平稳

受财政后置影响，下半年政府债券发行节奏有所提速，其中 8 月份新增地方债发行规模达 5930.44 亿元，环比增长 47%。截至 8 月底，地方债发行进度为 55.4%，剩余部分的月均发行规模约 5000 亿元。从 8 月份资金情况来看，央行通过公开市场操作等政策工具保持流动性合理充裕，DR007 未出现大的波动。央行近期也表示，今后几个月流动性供求将保持基本平衡，不会出现大的缺口和大的波动。即使出现财政收支、政府债券发行缴款等因素对流动性产生的阶段性扰动，央行也有充足的工具予以平滑，短期利率在年内基本保持平稳。



数据来源：WIND、中诚信托投资研究部

图 3：DR007 保持平稳

（三）长期利率中枢或将出现下移

2020 年，为应对新冠疫情，10 年期国债收益率一度下行至 4 月底的 2.5% 左右，随后阶段性上行至年底的 3.2% 左右。2021 年 5 月以来，再次开启下行趋势，7 月降准后，击穿 3.0%。当前，10 年期国债收益率为 2.86%，较年初下行 28.25BP。从当前内部环境来看，经济增速放缓，中小企业面临经营压力，流动性保持合理充裕，货币政策不具备大幅收紧条件，10 年期国债收益率大概率维持低位；从国

际环境来看，虽然欧美等主要经济体均表达了缩减QE的意向，但受疫情扰动，Taper的节奏将会放缓，市场预测美联储Taper将在今年年底或明年年初。因此，当前一段时间内，10年期国债收益率大幅上行的可能性不大。从长期来看，伴随经济增速下行，长期利率中枢或将出现下移趋势。



数据来源：WIND、中诚信托投资研究部

图4：10年期国债收益率保持低位

三、当前利率条件下的资产配置策略分析

当前阶段，经济增速出现放缓趋势，货币政策结构性调整，PPI高位震荡，资产配置策略建议为：债券>现金>股票>商品。

（一）债券市场表现相对较好

当前，债券市场对资金面的乐观情绪有所收敛，流动性收缩是主要的担忧。不过，央行表示，下一阶段并不存在很大的基础货币缺口，且可以对冲阶段性扰动，这也就意味着市场预期的年内二次降准不会很快到来，但流动性也不会过于收敛，当前利率阶段性保持低位，债券投资利率风险可控。在资产荒延续的背景下，重点关注短久期债券和公益性业务占比高的城投，可适度使用杠杆策略。

（二）股票市场关注中证500

9月7日，中证500指数报收7498.93点，较年初6367.11点上行1131.82点，上行17.78%。同期上证指数、深圳成指、创业板指分别上行3.13%、-2.01%和4.58%。从市场来看，大盘蓝筹近期有所回暖，但仍缺乏超额收益空间；新能源等行业高估值下的景气度能否持续有待于进一步观察。从政策来看，反垄断、支持中小企业等政策陆续出台，中盘低估值有助于持续收益。

（三）大宗商品难以形成趋势性机会

5月份，国务院部署了一系列措施，保障大宗商品供给，遏制其价格不合理上涨，努力防止大宗商品价格向居民消费价格传导。在经济增速放缓趋势下，若

PPI 高启并向 CPI 传导将形成滞涨格局。因而，若大宗商品出现上行，政策力度势必进一步加强。从国际环境来看，美国经济复苏不及预期及 Taper 预期也将进一步限制其上行空间。

执笔人：杨晓东

宏观形势

北京证券交易所设立

国家领导人表示，将继续支持中小企业创新发展，深化新三板改革，设立北京证券交易所，打造服务创新型中小企业主阵地。

央行发布《中国金融稳定报告（2021）》

央行发布《中国金融稳定报告（2021）》指出，要在继续统筹推进常态化疫情防控和经济社会发展的同时，保持宏观金融政策的连续性、稳定性和可持续性，稳健的货币政策灵活精准、合理适度；维护股市、债市、汇市平稳运行，严密防范外部风险冲击；继续深化改革开放，进一步推动利率汇率市场化改革，稳步推进资本市场改革，推动债券市场高质量发展。

中国 8 月官方制造业 PMI 为 50.1

中国 8 月官方制造业 PMI 为 50.1，预期 51.2，前值 50.4；继续保持在扩张区间，但扩张力度有所减弱。8 月官方非制造业 PMI 为 47.5，低于上月 5.8 个百分点，降至临界点以下。

同业动态

浙江四家信托公司共同签署“发展慈善信托、助力共同富裕”行动倡议

9 月 3 日，“数字公益×共同富裕”2021 年杭州市“中华慈善日”主题宣传活动暨“钱塘善潮”论坛在杭举办。本次论坛首次开设慈善信托分论坛，由浙江省民政厅、浙江银保监局指导，杭州市民政局主办，浙江省银行业协会信托公司工作委员会协办。分论坛以“慈善信托助力共同富裕示范区建设”为主题，围绕“如何利用信托金融工具开展‘慈善+金融’创新，更好助力浙江共同富裕示范区建设”展开讨论。会上，浙江省银行业协会信托公司工作委员会的四家信托公司共同签署了“发展慈善信托、助力共同富裕”行动倡议，呼吁信托公司齐心协力，积极发挥信托制度优势，在推动收入分配制度改革、实现社会主义共同富裕方面责无旁贷的贡献行业力量。

25 岁湖南大学在读博士生设立全国首例遗嘱慈善信托

9 月 2 日，在中华遗嘱库长沙服务中心，25 岁湖南大学在读博士生小邹通过

设立遗嘱慈善信托，确定将自己生前存款在离世后捐给糖尿病公益机构，这也是中华遗嘱库长沙服务中心登记的我国首例遗嘱慈善信托。

交银国际信托成功设立首单非遗类保险信托

8月30日，交银国际信托联动交通银行总行私人银行部、交银人寿、无锡分行，成功设立首单非遗类保险信托——“交银国信 臻承系列匠心1号保险信托”，保额规模近1200万元。该项目首次聚焦非遗类保险信托，将“保单+家训+技艺”元素融合在信托架构里，通过发挥“保险+信托”的双重优势，帮助客户实现物质财富与精神财富的有序传承，是家族信托业务在创新路上的又一次成功探索。

“数据资产信托合作计划”发布

8月29日，中国电子信息行业联合会数据要素市场促进会筹备启动会暨数据要素市场培育高峰论坛在京举办，论坛发布了“数据资产信托合作计划”。中国信托业协会会长、中航产融、中航信托党委书记、董事长姚江涛在会上表示，数据资产信托是实现数据要素权益灵活分配和有效流转的综合解决方案，也是信托行业服务数字经济发展和数字化社会生活的重要方向。

地产信息

国务院新闻办举行“住有所居”新闻发布会

8月31日，国务院新闻办公室举行“努力实现全体人民住有所居”新闻发布会，会上住建部对我国住房和城乡建设发展情况做出系统回顾与总结，同时明确未来政策导向和重点工作：1、加快完善以公租房、保障性租赁住房和共有产权住房为主体的住房保障体系，加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度；2、住房矛盾从总量短缺转为结构性供给不足，城市发展由大规模增量建设，转为存量提质改造和增量结构调整并重；3、坚持“房住不炒”，落实城市主体责任，促进房地产市场平稳健康发展；4、全面推进老旧小区改造，推进城市更新试点并探索方法路径；5、建立城市体检评估机制。

全国住房保障工作座谈会召开

9月2日，全国住房保障工作座谈会在杭州召开，会上提出：一是要提高对发展保障性租赁住房重要性的认识，认清住房保障工作的新使命主要是解决符合条件的新市民、青年人等群体的住房困难问题，新方式是加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度，新目标是确立起保障性租赁住房的政策制度；二是切实把保障性租赁住房作为“十四五”住房建设的重点；三是要确保政策落地见效，推动建立“两多一并”的制度。

《契税法》正式施行

《中华人民共和国契税法》已由中华人民共和国第十三届全国人民代表大会常务委员会第二十一次会议通过，自 2021 年 9 月 1 日起施行。《契税法》中指出，有六种情形可免征契税，其中包括：婚姻关系存续期间夫妻之间变更土地、房屋权属；法定继承人通过继承承受土地、房屋权属。

进一步规范存量住宅用地信息公开工作

9 月 1 日，自然资源部办公厅下发《关于进一步规范存量住宅用地信息公开工作的函》，要求各地相关部门严格按照制定的存量住宅用地信息公开样式表格，登记所有存量住宅用地信息、对外公开并按时更新，明确每季度初 10 日内完成更新。

广州建立二手房交易参考价格发布机制

8 月 31 日，广州市住房和城乡建设局发布关于《建立二手住房交易参考价格发布机制》的通知，提出成交活跃的热点区域，以住宅小区为单位，由广州市住房政策研究中心在过去一年二手住房网签成交价格基础上，综合考虑评估价格、周边一手楼盘成交价格等因素，形成二手住房交易参考价格，视市场运行情况在该局官方网站、微信公众号等适时发布。

西安扩大住房限购限售范围

8 月 30 日，西安市人民政府办公厅发布《关于进一步促进房地产市场平稳健康发展的通知》，提出扩大住房限购、限售范围，将西咸新区沣西新城高桥街道、马王街道纳入限购、限售范围。同时强化住房限购措施，居民家庭在西安落户满 3 年的，方可在限购区域购买第 2 套商品住房；夫妻离异的，离异前家庭在限购区域拥有 2 套及以上商品住房，离异后一年内任何一方均不得在限购区域购买商品住房。

徐州出台楼市新政

8 月 31 日，徐州市委办公室市政府办公室发布关于《进一步促进房地产市场平稳健康发展》的通知，强化房价地价联动机制，严格控制市域范围内土地溢价率；在市区范围内采用“双限”出让土地以及执销商品住房项目，批售的所有房源全部采用公证摇号方式公开销售，人才首套房家庭、本市区户籍无住房家庭优先参与摇号；同时，对热点区域加大预警研判，适时出台限购政策。

海南自由贸易港允许非居民按按需原则购买房产

9 月 1 日，人行海口中心支行、省地方金融监管局、银保监会海南监管局、证监会海南监管局、外汇局海南省分局制定的《关于贯彻落实金融支持海南全面深化改革开放意见的实施方案》正式发布。方案提及探索放宽个人跨境交易政策，允许符合条件的非居民按按需原则在海南自由贸易港内购买房地产。

前 8 月 TOP100 房企拿地总额同比下降 10.8%

中指研究院统计数据显示, 2021 年 1-8 月, TOP100 房企拿地总额 1.89 万亿, 同比下滑 10.8%, 门槛值为 44 亿, 与去年同期相比下降 10 亿。TOP100 房企招拍挂权益拿地总额占全国 300 城土地出让金的比例为 54.8%, 与 1-7 月相比下降了 1.5 个百分点。

房企销售业绩连续两月单月业绩同比下跌

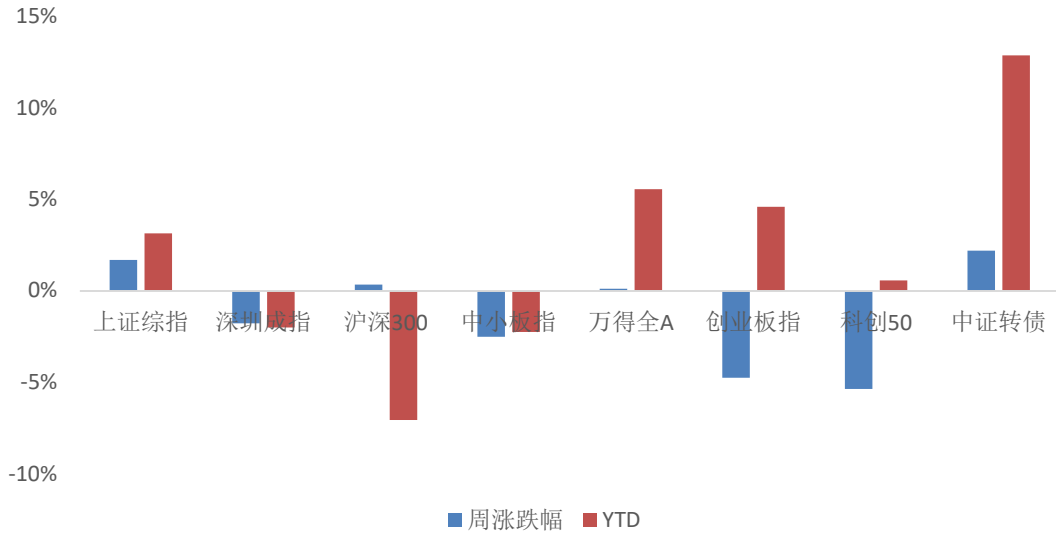
克而瑞地产研究报告统计数据显示, 2021 年 8 月, TOP100 房企单月实现销售操盘金额 7745.7 亿元, 同比下降 20.7%、环比下降 10.7%。下半年以来百强房企整体业绩表现不及上半年和历史同期, 7 月、8 月连续两月单月业绩同比下跌。从累计业绩表现来看, 1-8 月百强房企累计销售操盘金额较 2019 年和去年同期分别增长 29.1%和 21.6%, 增速自二季度以来也呈持续放缓趋势。

资本市场

股票市场

本期(8.30-9.3), 上证指数涨 1.69%。具体来看, 上证综指报收于 3581.73, 上涨 1.69%; 深证成指报收于 14179.86 点, 下跌 1.78%; 沪深 300 报收于 4843.06 点, 上涨 0.33%; 创业板指报收 3102.14 点, 下跌 4.76%; 中证转债指数报收于 415.67 点, 上涨 2.19%。

指数	收盘价	周涨跌幅	年初至今
上证综指	3,581.73	1.69%	3.13%
深圳成指	14,179.86	-1.78%	-2.01%
沪深 300	4,843.06	0.33%	-7.07%
中小板指	9,330.67	-2.52%	-2.25%
万得全 A	5,722.99	0.11%	5.55%
创业板指	3,102.14	-4.76%	4.58%
中证转债	1,400.89	-5.37%	0.56%



债券市场

本期（8.30-9.3），市场资金合理充裕，大部分资金价格小幅波动。具体来看，银行间存款机构隔夜回购利率报收1.9525，上涨10.09BP；DR007报收2.0913，下跌31.50BP。同业存单收盘到期收益率（AAA）1M、3M、6M、9M、1Y分别下行8.30BP、上行3.01BP、6.96BP和1.29BP、下行2.28BP。3个月短融和国债分别上行2.39P和下行1.84BP。

名称	周一报价	周五报价	周涨跌幅(bp)
隔夜	1.8516	1.9525	10.09
1周	2.4063	2.0913	-31.50
CDAAA1M	2.0478	1.9648	-8.30
CDAAA3M	2.2877	2.3178	3.01
CDAAA6M	2.4188	2.4884	6.96
CDAAA9M	2.6004	2.6133	1.29
CDAAA1Y	2.6875	2.6647	-2.28
短融3个月	2.4245	2.4484	2.39
国债3个月	2.0763	2.0579	-1.84
国债1年期	2.3125	2.3122	-0.03
国债十年期	2.8505	2.8327	-1.78
国开债十年期	3.1918	3.1721	-1.97

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 1300 亿元, 无 MLF 投放; 本期共有 1700 亿元逆回购到期, 无 MLF 到期, 共实现资金净回笼 400 亿元。

	上期 (8.21-8.27)		本期 (8.28-9.3)	
	到期	投放		到期
逆回购	500 亿元	1700 亿元	逆回购	500 亿元
MLF			MLF	
SLF			SLF	
SLO			SLO	
合计	净投放 1200 亿元		净回笼 400 亿元	