

# 关注政策风向，资产轮动窗口渐现

——9月资产配置月报

2021年9月

## 要点：

百瑞信托博后工作站

### ○ 市场情况：

权益：中证500表现亮眼，需关注后期有震荡回调风险

债券：延续回调，信用利差略有走阔；

商品：能化表现强势，市场较为敏感。

### ○ 宏观数据：

流动性：政府债券发行提速，新增社融略高于预期；

生产端：工业生产增速继续回落；

投资端：固投增速回落、非制造业PMI回落至临界点之下、

PPI仍处高位；

消费端：社零增长偏弱，CPI涨幅回落；

进出口端：韧性较强。

### ○ 配置建议：

下半年以来经济数据全面放缓，内生增长动力不足，短期内较难修复，未来经济的表现情况需依靠于政策的力度：1) 财政政策方面，按730政治局会议精神，下半年财政支出已在逐渐释放，带动基建投资；同时地方债发行也在提速，在此支持下社融预计将在年底附近阶段性回升；2) 货币政策方面，自7月降准之后保持了一段观望期，但我们认为年内货币政策转宽松的概率不大，原因有二：一是国内基础货币缺口不大，依然能保持流动性的供求平衡；二是全球货币政策宽松进程接近尾声。不过鉴于经济数据疲软，以及年底MLF到期压力较大，不排除年内会再现置换式降准的可能，一来可以对冲MLF到期，二来可以抑制居高不下的PPI。

所以在“类滞胀”的经济环境和“紧货币宽信用”的政策预期下，我们认为商品行情逐步接近尾声，而债券、权益将相继接力。

分类	多		中性		空		备注
	+	-	+	-	+	-	
权益	成长	√					国产替代的科技、低估值医药可适度关注
	周期		√				周期类依然处于高景气度
	消费			√			估值依然还是不便宜
	中证500	√					推荐500ETF，估值处于历史底部
债券	利率债	√					短期调整为主，中线依然看到2.7
	信用债			√			等待信用周期转宽松
	可转债		√				alpha行情为主，建议关注价格安全垫较厚的正股低估值标的
商品	农产品				√		均较弱，鸡蛋稍强，粕类中线偏多逻辑未变
	能化	√					能源进入阶段性高位需关注美国经济复苏情况及美联储议息会议，化工推荐与动力煤挂钩产品
	工业			√			从供需平衡向压力缓解过渡，高位震荡为主
	黑色	√					对于限产的双焦、双硅可以边打边撤，落袋为安思路，铁矿石有超短线反弹需求

# 一、市场回顾

## 1、权益表现略佳，商品结构性行情为主，债市震荡

自 8 月反弹行情后，截至 9 月 17 日，9 月 A 股表现震荡偏强，上证 50、中证 500 稍强，分别上涨 2%、2%，而沪深 300 上涨 1%。主要概念板块也有不同程度的表现：300 价值上涨 3%；300 消费继 7-8 月大跌后反弹 5%；而 300 成长、300 周期势头有所减弱，分别下跌 1%、上涨 1%。而债券依然在回调整顿区间，受资金面略紧影响，短端收益类上行较多。商品方面，表现为原油化工的反弹行情，以及限产类品种的上漲延续行情。

图表 1：各类资产表现

		权益														
品种	2020年度	2021T	2020.09	2020.10	2020.11	2020.12	2021.01	2021.02	2021.03	2021.04	2021.05	2021.06	2021.07	2021.08	2021.09	
%	沪深300	27%	-7%	-5%	2%	6%	5%	3%	2%	-8%	1%	4%	-2%	-8%	0%	1%
	中证500	21%	16%	-7%	-1%	3%	1%	0%	2%	-4%	4%	4%	1%	-1%	7%	2%
	上证50	19%	-13%	-3%	1%	6%	5%	2%	4%	-8%	-1%	5%	-4%	-10%	-1%	2%
	创业板指	65%	8%	-6%	3%	-1%	13%	5%	-5%	-7%	12%	7%	5%	-1%	-7%	-1%
	300成长	44%	-9%	-5%	3%	4%	9%	4%	1%	-9%	5%	4%	0%	-10%	-4%	1%
	300价值	0%	-3%	-3%	2%	10%	-3%	2%	8%	-5%	-3%	2%	-4%	-10%	5%	3%
	300周期	6%	-3%	-3%	1%	10%	-1%	1%	6%	-7%	-1%	5%	-5%	-8%	6%	1%
	300消费	75%	-23%	-10%	4%	2%	16%	2%	1%	-9%	4%	6%	-7%	-20%	-5%	5%
		债券														
品种	2020年度	2021T	2020.09	2020.10	2020.11	2020.12	2021.01	2021.02	2021.03	2021.04	2021.05	2021.06	2021.07	2021.08	2021.09	
BP	国债10Y	0.64	-26.44	13.05	3.27	6.90	-10.71	3.56	9.37	-8.36	-2.46	-11.90	3.27	-24.15	0.87	3.34
	国债5Y	6.15	-21.84	9.88	-7.82	9.53	-11.96	4.93	9.28	-10.98	-2.21	-3.69	2.70	-26.44	-0.60	5.17
	国债1Y	11.08	-7.60	13.39	8.11	10.37	-35.71	20.60	-8.17	-2.11	-21.79	5.22	1.79	-29.47	17.59	8.72
	AAA3	7.90	-34.54	2.74	-7.75	14.69	-31.66	13.83	6.86	-14.75	-5.71	-15.10	4.30	-32.84	2.14	6.72
	AA+3	34.88	-56.55	3.73	-8.76	32.67	-24.67	-4.17	9.86	-17.75	-9.71	-5.10	-0.68	-36.88	0.15	7.74
	AA3	47.88	-31.55	4.74	-4.76	41.67	-15.67	2.82	8.86	-10.75	-10.71	-14.11	-1.69	-25.88	8.15	11.75
%	中证转债	5%	12%	-4%	2%	1%	0%	-1%	1%	0%	1%	3%	0%	3%	4%	1%
		商品														
品种	2020年度	2021T	2020.09	2020.10	2020.11	2020.12	2021.01	2021.02	2021.03	2021.04	2021.05	2021.06	2021.07	2021.08	2021.09	
%	南华商品	7%	17%	-6%	0%	8%	7%	0%	13%	-7%	7%	1%	1%	3%	-2%	-1%
	南华农产品	12%	4%	1%	5%	1%	4%	-2%	6%	-8%	5%	1%	-1%	4%	1%	0%
	南华能化	-10%	37%	-7%	0%	10%	6%	2%	14%	-7%	4%	0%	5%	6%	1%	7%
	南华工业	9%	29%	-7%	0%	11%	6%	1%	15%	-5%	7%	0%	3%	5%	-1%	2%
	南华黑色	64%	17%	-3%	4%	10%	18%	-4%	9%	-1%	11%	-3%	5%	5%	-1%	-4%

资料来源：Wind, iFinD, 百瑞信托

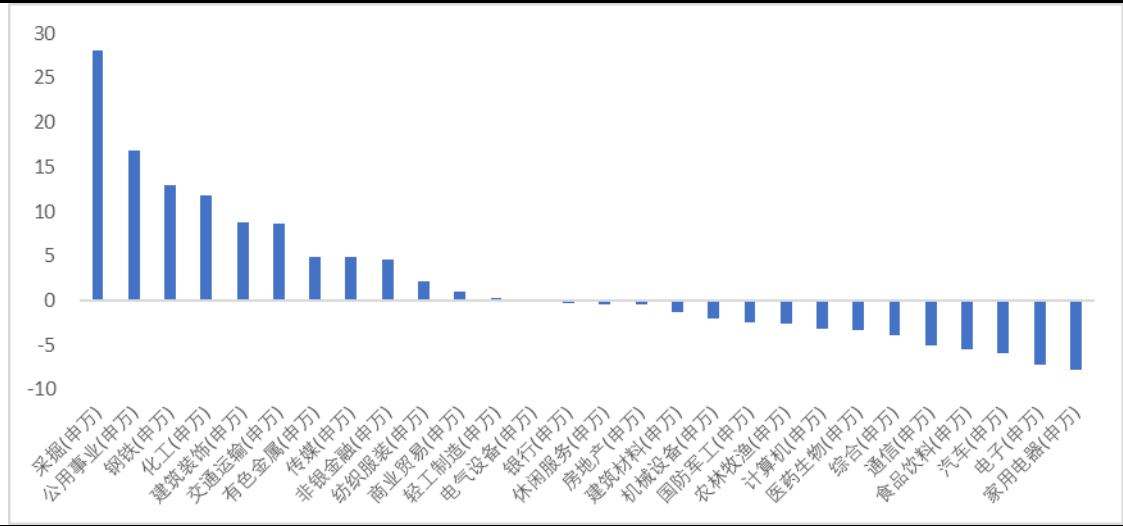
## 2、市场表现描述

### 1) 权益：中证 500 表现亮眼，需关注后期有震荡回调风险

截至 9 月 17 日，A 股市场区间内整体处于震荡阶段，主要指数持续上月分化行情，中证 500 指数依然领先其他主要指数，区间内上涨 4.54%，收于 7395.56，而科创 50 指数没有延续上涨趋势，月内下跌 13.08%，收于 1349.68。以中证 500 为代表的中小市值企业在流动性未有明显收紧、结构市中的配置价值有望延续，需要注意的是，短期内的快涨，有震荡回调风险。板块方面，采掘、公共事业以及钢铁板块区间内涨幅居前三，分别上涨 28.12%、16.88%以及 13.00%；化工、建筑装饰以及交通运输板块表现也较好，涨幅均超 8%；而上个

月涨幅较大的汽车行业回调，区间内下跌 5.92%；家用电器以及电子板块月内下跌居于前二，分别下跌 7.73%和 7.16%。市场情绪方面，今年中秋节和国庆节假期相对较长，节前避险资金会出逃，市场往往会有避险性下跌，预计节后市场情绪将慢慢修复。

图表 2：申万一级行业涨跌幅（07.19-08.13）



资料来源：Wind, 百瑞信托

## 2) 债券：延续回调，信用利差略有走阔

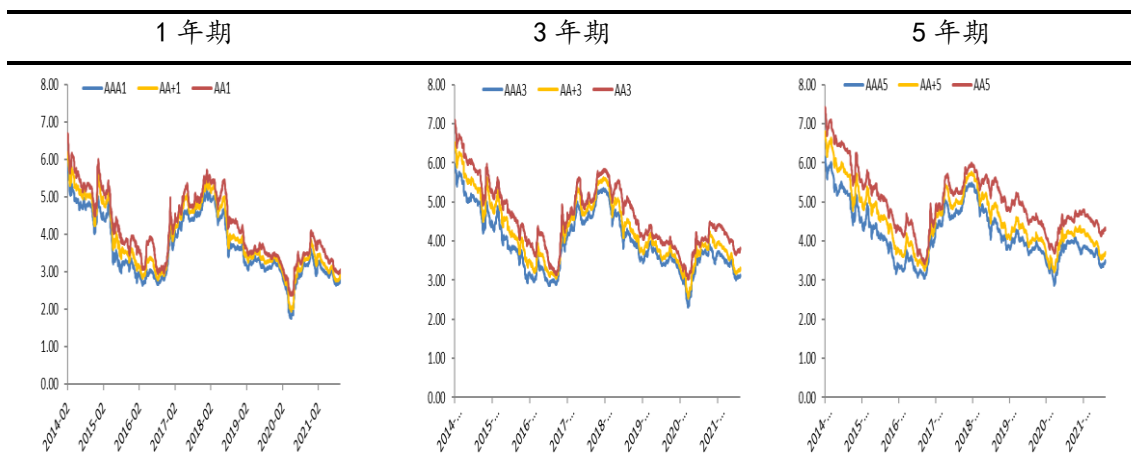
本月（8月13日-9月17日），利率债方面，收益率受宏观数据偏弱及资金面紧张影响主要呈现“V”形走势。整体来看短端变化较大，长端变动不大，但波动较大，1Y 国债上行 17.69BP、3Y 国债下行 0.79BP、5Y 国债上行 1.76BP、10Y 国债下行 0.07BP。目前 10 年期国债活跃券已回调到 2.9%的盘整位置，从技术面及政策面来看，2.85-2.95 附近位置可能还存在整顿滚固期。

信用债方面，信用债收益率整体跟随利率债调整。从产业债来看，AAA1Y 上行 11.72BP、AAA3Y 上行 6.68BP、AAA5Y 上行 6.96BP、AA+1Y 上行 11.7BP、AA+3Y 上行 10.68BP、AA+5Y 上行 7.96BP。

从产业债信用利差变化来看，略有走阔。整月来看，AAA3Y 产业债信用利差走阔 3.01BP；AA+3Y 产业债信用利差走阔 4.57BP；AA3Y 产业债信用利差则走阔 4.62BP。

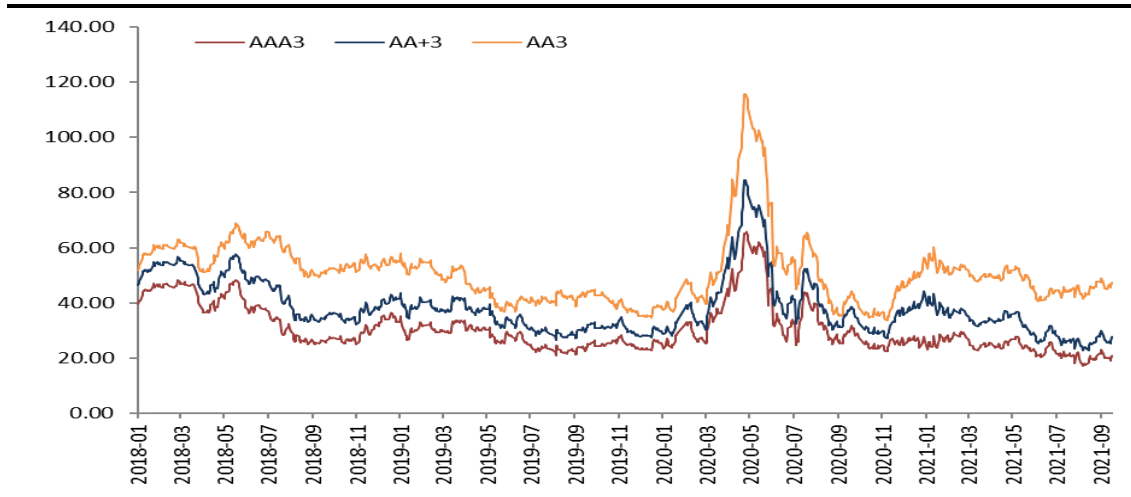
从期限利差来看，有所收敛。具体来看，AAA10Y-3Y 利差收窄 3.77BP，AAA7Y-3Y 期限利差走阔 0.37BP，AAA5Y-3Y 期限利差收窄 0.51BP。

图表 3：各期限产业债收益率下行



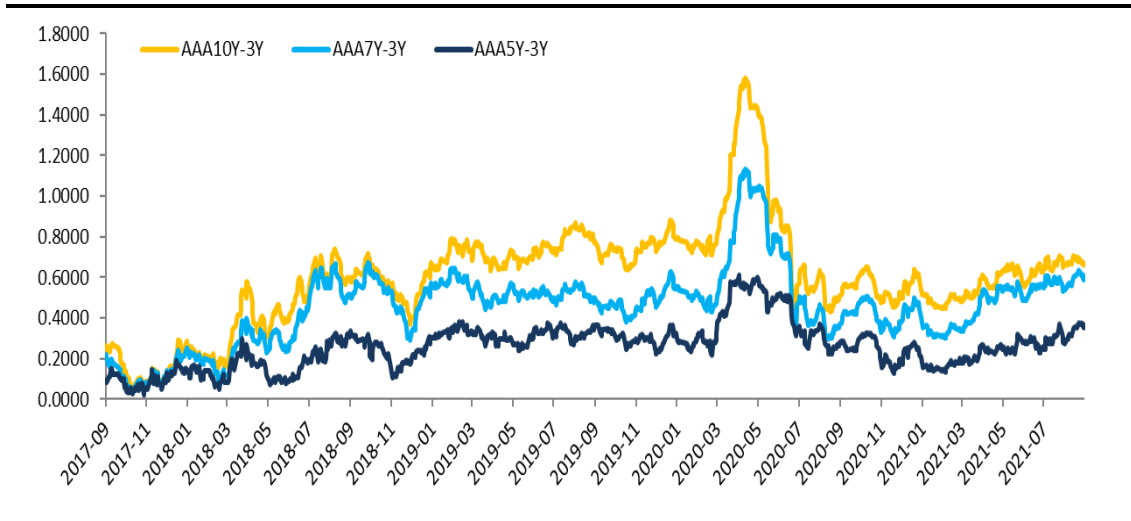
资料来源：Wind, 百瑞信托

图表 4：产业债信用利差



资料来源：Wind, 百瑞信托

图表 5：期限利差



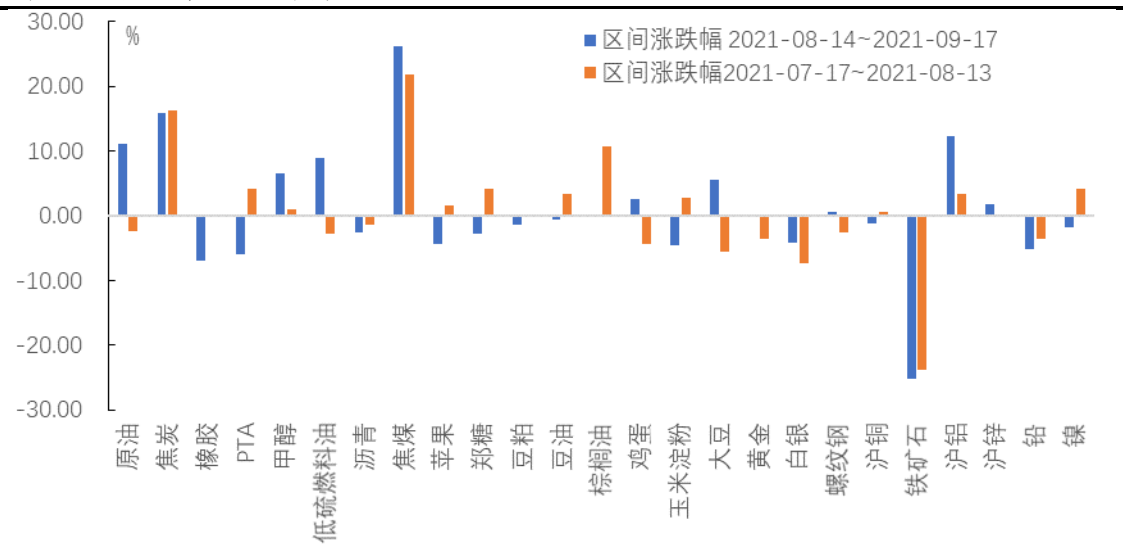
资料来源：Wind, 百瑞信托

### 3) 商品市场：能化表现强势，市场较为敏感

截至 9 月 17 日，本期南华商品指数下跌 0.25%（前值 1.27%）。国内方面，8 月经济数据受到疫情和汛情的影响，整体低于市场预期，复苏放缓的迹象比较明显，风险资产价格受此影响而调整。海外方面，美国 8 月零售销售以外录得回升，环比增长 0.7%，显示美国经济仍在持续改善的过程中。因此，外需主导型商品利好延续。不过，在美联储明确 taper 路径之前，市场仍然会十分敏感。

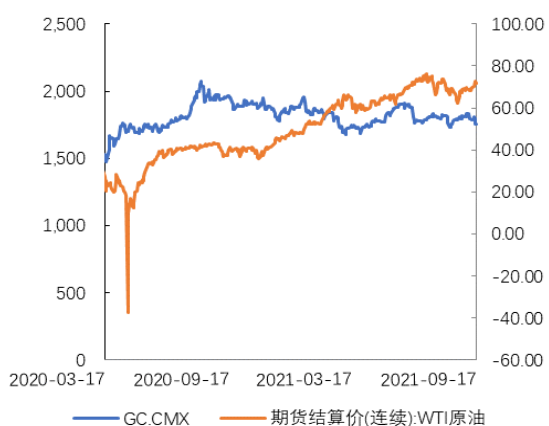
本月（8 月 14 日-9 月 17 日），商品期货板块分化，能化指数上涨 9.96%，金属指数下跌 5.01%，农产品指数下跌 1.31%。能化方面，焦煤、焦炭价格延续上涨，不过随着多地能耗双控加码，双焦于本期后期高位回落。金属方面，铁矿石压产持续发力，下半年全国粗钢压产的政策强压基本延续，铁矿石本期重挫 25.25%，拖累金属板块。农产品方面，除鸡蛋外，表现均不佳。从供需情况来看，美豆库存偏低，东南亚棕榈油也同样维持低库存转态，国内油粕价格易涨难跌。贵金属方面，本期下跌 1.67%，美元走强令黄金再承压，建议关注本周美联储议息会议。

图表 6：各类商品指数本月表现（0814-0917）



资料来源：Wind, 百瑞信托

图表 7：黄金与原油价格变化



数据来源：Wind，百瑞信托

图表 8：美元指数与美国国债



数据来源：Wind，百瑞信托

## 二、宏观环境与重要事件

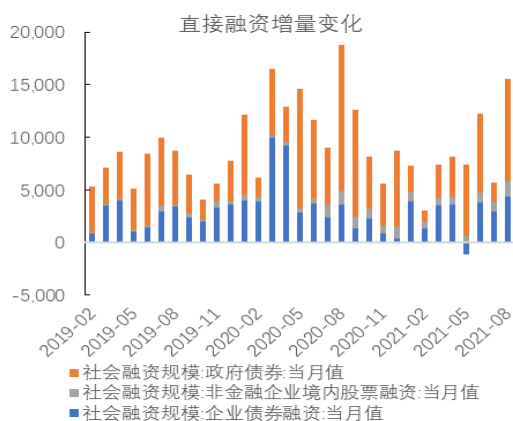
### 1、流动性情况

#### 1) 政府债券发行提速，新增社融略高于预期

2021年8月社会融资规模增量为2.96万亿元，环比多增1.9万亿元，比上年同期少6295亿元，略高于预期。8月末社会融资规模存量为305.28万亿元，同比增长10.3%。社融存量同比增速降低至10.30%。社融数据主要受到新增人民贷款的拖累，本月政府债发行迎来明显提速，但面临去年同期的高基数效应，此外非标融资持续压缩也对社融规模持续造成影响。

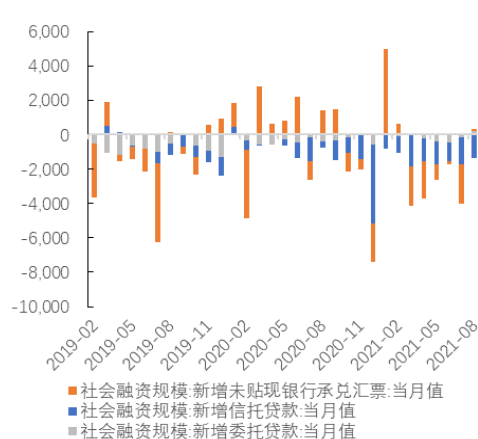
从结构上来看：1) 表内融资占比较低，对新增社会融资金额造成拖累。不过在“稳信用”的政策诉求下，实体经济融资需求边际改善；2) 直接融资发行节奏提速。8月企业债券净融资4341亿元，同比多增682亿元，企业债券融资继续回暖；8月政府债券融资新增0.97万亿，同比少增0.41万亿，但环比大幅多增0.79万亿，政府债券发行明显提速，今年财政政策后置，政府债券对社融的支持作用有望逐步显现。3) 在资管新规引导下，表外融资继续收缩。委托贷款、信托贷款、未贴现银行承兑汇票表外融资合计减少1058亿元。

图表 9：直接融资增量变化



数据来源：Wind，百瑞信托

图表 10：表外融资增量变化



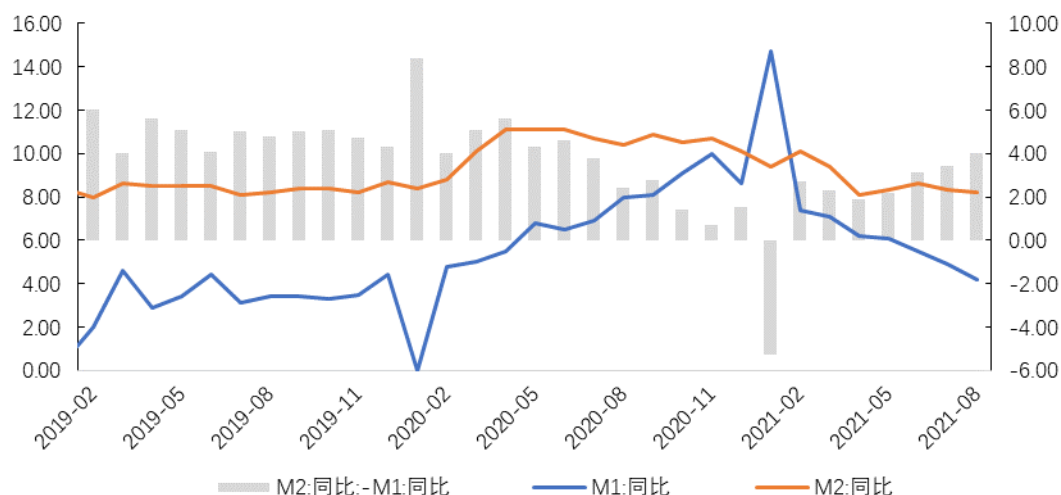
数据来源：Wind，百瑞信托

## 2) 货币供应：M1、M2 增速再落，M2 与 M1 剪刀差继续扩大

8 月末，广义货币(M2)余额 231.23 万亿元,同比增长 8.2%，增速分别比上月末和上年同期低 0.1 个和 2.2 个百分点；狭义货币(M1)余额 62.67 万亿元,同比增长 4.2%，增速分别比上月末和上年同期低 0.7 个和 3.8 个百分点；流通中货币(M0)余额 8.51 万亿元,同比增长 6.3%。当月净投放现金 342 亿元。8 月贷款走弱影响存款派生。

目前我国坚持“稳”字当头，采取正常的货币政策。房地产行业监管趋严、政府债发行后置对实体经济融资需求均有所影响。8 月，M2 与 M1 之间的剪刀差扩大至 4.00%，反映出经济增长动能继续走弱趋势。

图表 11：M2 与 M1 剪刀差扩大



资料来源：Wind，百瑞信托

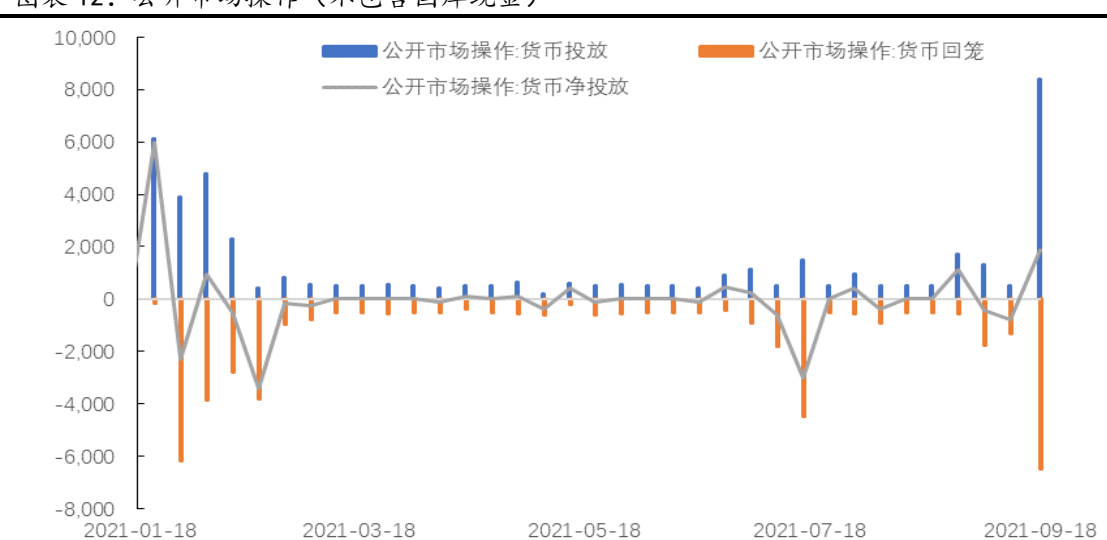
## 3) 公开市场操作维护季末流动性平稳

央行在 8 月末放量操作 7 天逆回购，以维护月末流动性平稳。并自 9 月中

旬提前放量操作 7 天逆回购，并重启 14 天逆回购操作，其余时间每日常规进行 100 亿元 7 天逆回购操作。央行公开市场操作与前 3 月操作风格保持一致，延续稳健的货币政策基调。9 月 15 日，央行等量平价续作 6000 亿元 MLF，公开操作利率未发生变化，7 天逆回购中标利率为 2.20%，14 天逆回购中标利率为 2.35%，MLF 中标利率为 2.95%。

进入 9 月，季节性因素扰动将对流动性产生冲击。季末税期来临，叠加即将到来的国庆假期在一定程度上会造成流动性收紧。加之 9 月地方债发行加速带来的流动性压力较大。因此，央行通过等量续作 MLF、提前放量逆回购、拉长逆回购期限等多重方式维护季末流动性平稳，符合当前“稳健的货币政策要更加灵活适度”的指引。

图表 12：公开市场操作（不包含国库现金）



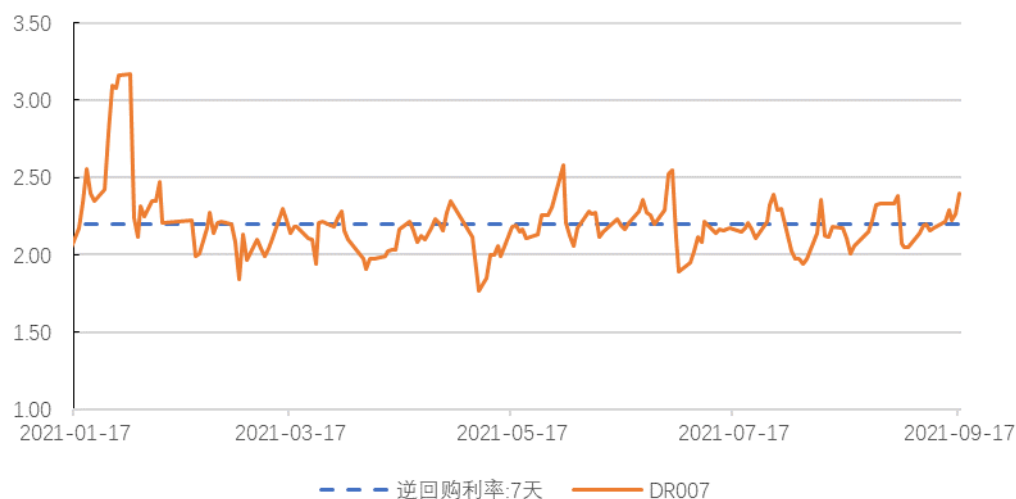
资料来源：Wind，百瑞信托

#### 4) 资金价格受季节性因素影响较大

受跨月压力影响，DR007 在 8 月末冲高。进入 9 月后，跨月压力缓解，银行间流动性有所好转，DR007 回落。但受季节性因素影响，市场态度较为谨慎，9 月前半月资金面整体偏紧。截至 9 月 17 日，DR007 利率为 2.3998%，成为本期峰值。



图表 13: 存款类机构间 7D 质押式回购利率 (%)

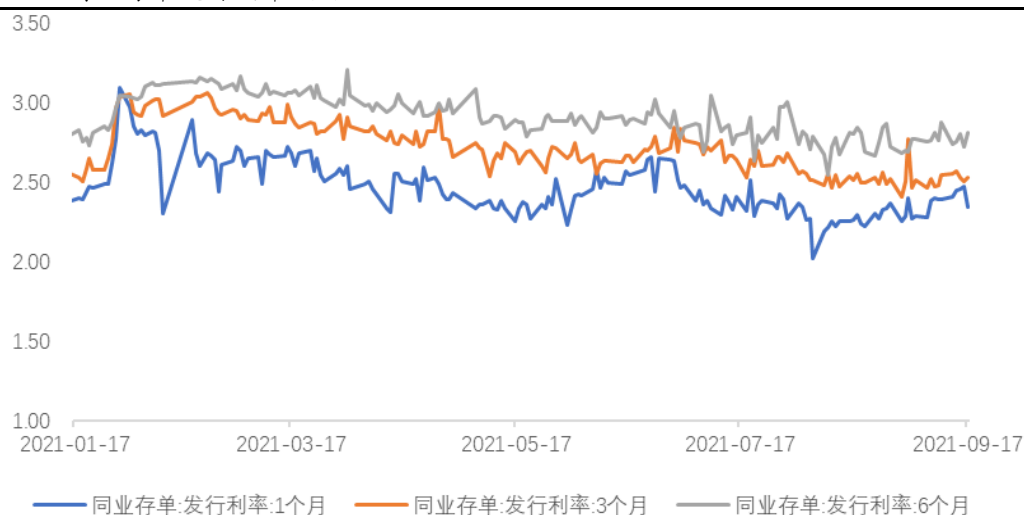


资料来源: Wind, 百瑞信托

### 5) 同业存单发行规、发行利率均保持近期低位

8 月, 同业存单净融资量为 1234.5 亿元, 平均发行利率为 2.605%。与 7 月相比, 净融资额收缩, 发行利率下滑。截至 9 月 17 日, 平均发行利率为 2.6024%, 与 MLF 明显偏离。1 个月期同业存单发行利率为 2.3388%, 3 个月同业存单发行利率为 2.5238%, 6 个月同业存单发行利率为 2.8070%。综合同业存单发行规模和发行利率来看, 均维持在近期低位。

图表 14: 同业存单发行利率 (%)



资料来源: Wind, 百瑞信托

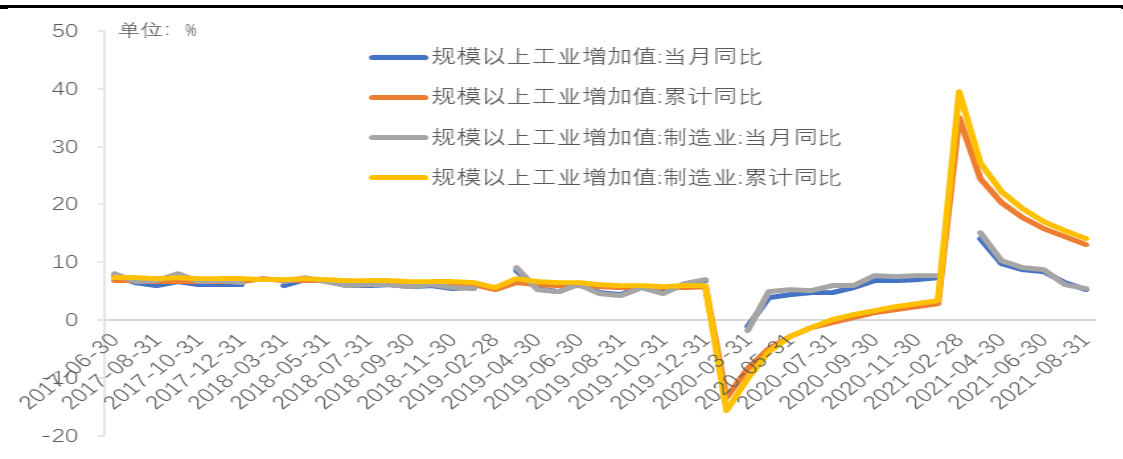
## 2、宏观数据点评

### 1) 生产端：工业生产增速继续回落

2021年8月，规模以上工业增加值同比实际增长5.3%，比2019年同期增长11.2%，两年平均增长5.4%。2021年1-8月，规模以上工业增加值累计同比增长13.1%，两年平均增长6.6%。自4月以来，工业增加值增速逐月回落，目前已回落至2019年5%-7%之间的增速水平。受到局部地区疫情反复的影响，我国工业生产面临一定的不确定性，增长面临较大的下行压力。8月制造业的工业增加值增速为5.5%，较整体增速略高。

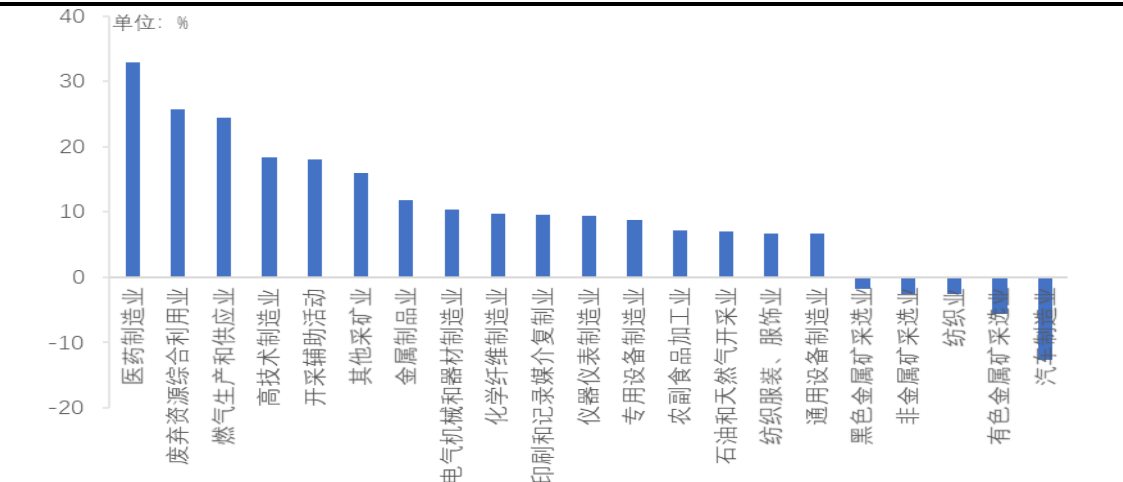
分行业来看，2021年8月，41个大类行业中有34个行业增加值同比实现增长。其中，医药制造业的增速继续保持领先，达到32.9%，高技术制造业的增速达到18.3%。汽车制造业增速为-12.6%，已连续3个月为负增长。

图表 15：工业生产增速继续回落



数据来源：iFind，百瑞信托

图表 16：工业生产上下游情况



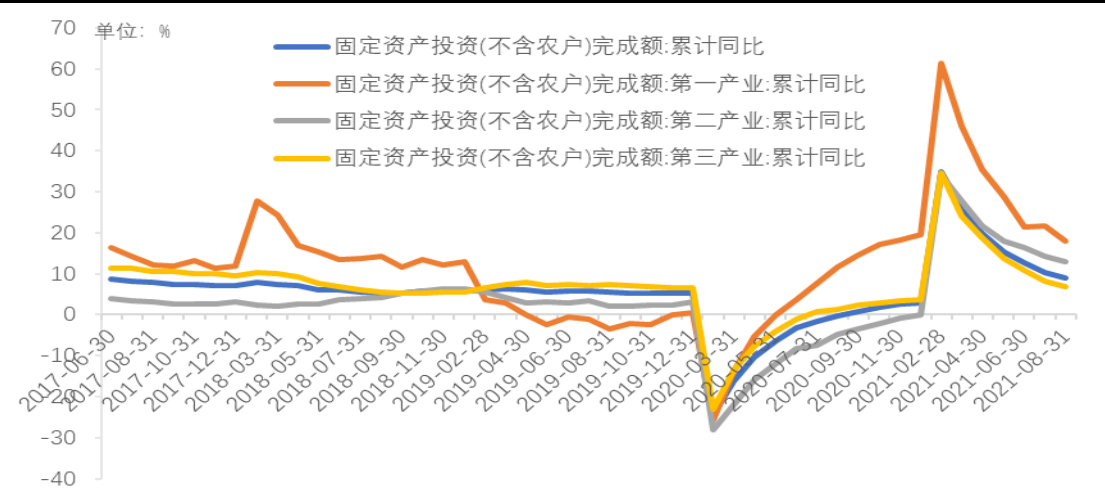
数据来源：iFind，百瑞信托

## 2) 投资端：固定资产投资增速回落、非制造业 PMI 回落至临界点之下、PPI 仍处高位

2021 年 1-8 月，我国固定资产投资（不含农户）346,913 亿元，同比增长 8.9%，比 2019 年 1-8 月份增长 8.2%，两年平均增长 4.0%。固定资产投资的增速呈现继续回落的态势。从两年平均增速来看，当前我国固定资产投资的增速有较 2019 年进一步下降的趋势，固定资产投资的增长仍然偏弱。

分产业来看，1-8 月第一、第二、第三产业的增速分别为 18.1%、12.9%、6.8%，第一、第二产业的增速高于平均增速。在第二产业中，制造业投资增速相对较高，达 15.7%。铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业、专用设备制造业的投资增速较高，在 25%以上，汽车制造业投资增速为-4.4%，自 2021 年 3 月以来连续 6 个月负增长。

图表 17：固定资产投资增速整体回落



数据来源：iFinD，百瑞信托

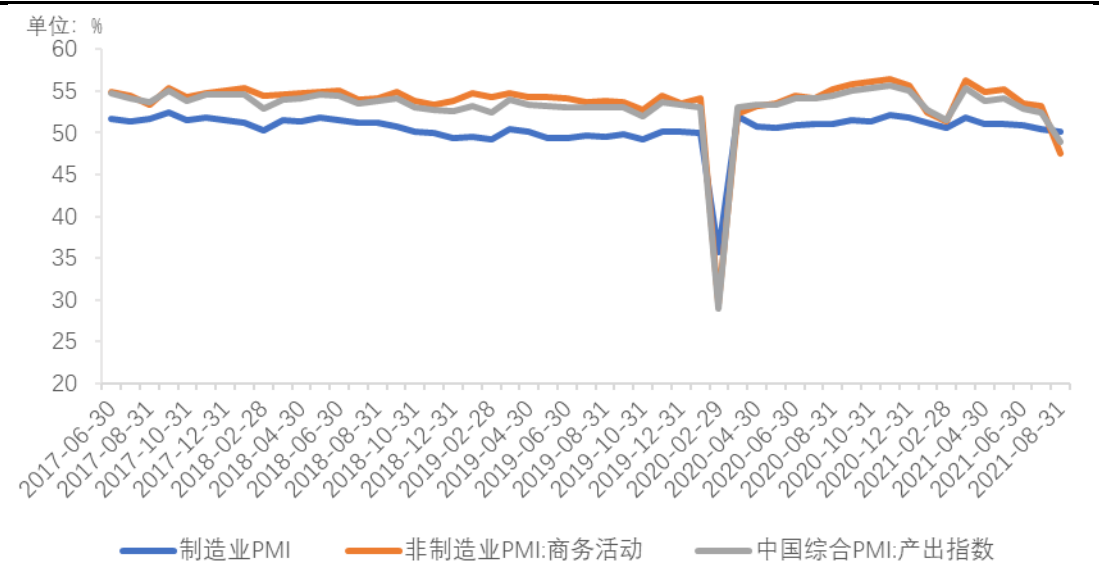
2021 年 8 月，制造业 PMI 指数为 50.1%，已连续 18 个月高于临界点。虽然制造业 PMI 仍位于临界点之上，但自 4 月以来已连续 5 个月回落，表明制造业扩张步伐有所放缓。从 5 个分类指数来看，8 月仅生产指数高于临界点，新订单、原材料库存、从业人员和供应商配送时间 4 个指数均低于临界点，表明我国未来经济增长下行压力较大。

2021 年 8 月，受部分地区疫情反复的影响，非制造业景气度明显回落，非制造业商务活动指数为 47.6%，较 7 月大幅回落 5.8 个百分点，为 2020 年 3 月以来首次回落至临界点之下。分行业看，建筑业商务活动指数为 60.5%，仍位于临界点之上，但服务业商务活动指数为 45.2%，较 7 月回落 7.3 个百分点。

2021 年 8 月我国综合 PMI 产出指数为 48.9%，较 7 月回落 3.5 个百分点，

表明我国企业生产经营活动总体扩张步伐明显放缓。

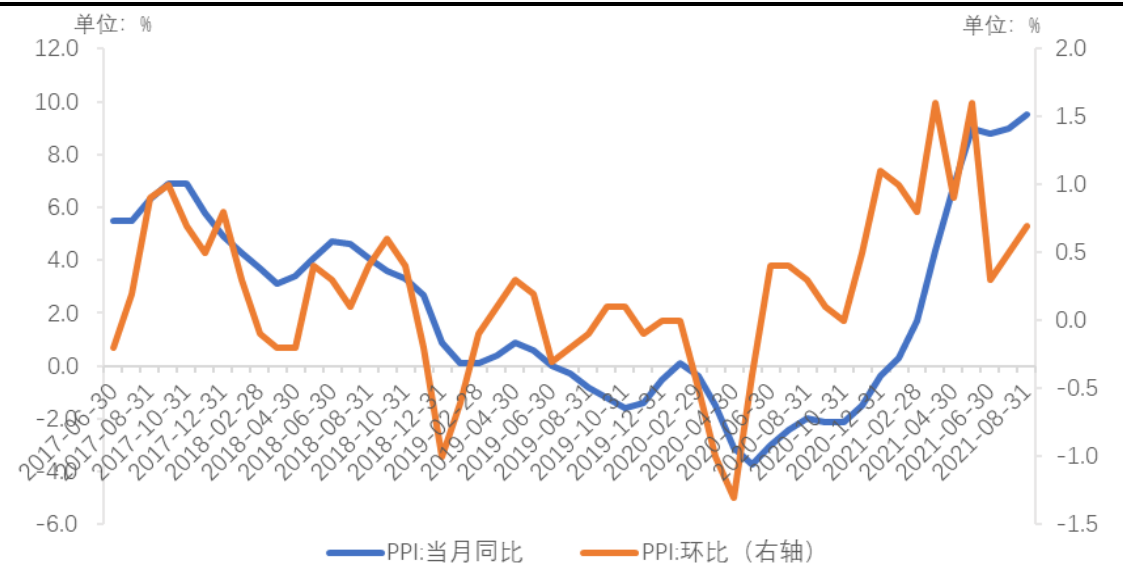
图表 18：8 月非制造业 PMI 回落至临界点之下



数据来源：iFinD，百瑞信托

2021 年 8 月，PPI 同比上涨 9.5%，增速较 7 月上升 0.5 个百分点，仍处于高位。生产资料价格上涨 12.7%，其中采掘工业价格和原材料工业价格上涨较快，分别达 41.8%、18.3%。生活资料价格上涨相对温和，为 0.3%，与 7 月持平。从环比来看，8 月 PPI 上涨 0.7%，涨幅较 7 月上升 0.2 个百分点。

图表 19：PPI 仍在高位



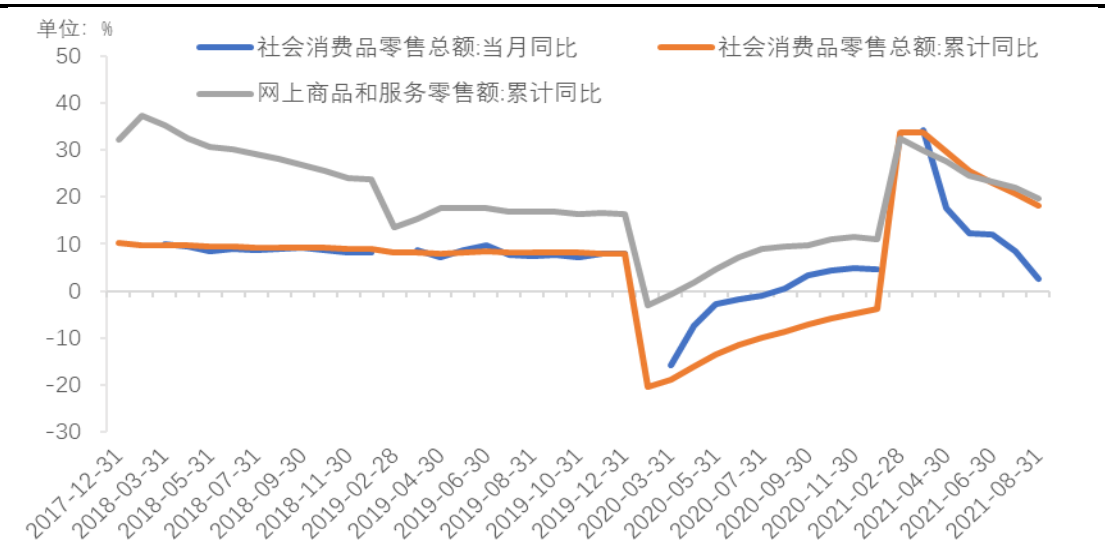
数据来源：iFinD，百瑞信托

### 3) 消费端：社零增长偏弱，CPI 涨幅回落

2021 年 8 月，社会消费品零售总额同比增长 2.5%，比 2019 年 8 月增长 3.0%。1-8 月的累计同比增速为 18.1%，比 2019 年 1-8 月增长 8.0%。8 月社会消费品零售总额的增速数据明显偏低，为近 1 年来的最低水平。8 月的社零增速数据，反映了我国消费的增长面临较大的压力。

按消费类型来看，8 月商品零售同比增长 3.3%，餐饮收入下降 4.5%，反映出局部地区疫情反复的因素对餐饮行业产生了较大的冲击。2021 年 1-8 月，我国网上零售额同比增长 19.7%，虽然有所回落，但仍继续位于较高增速水平。

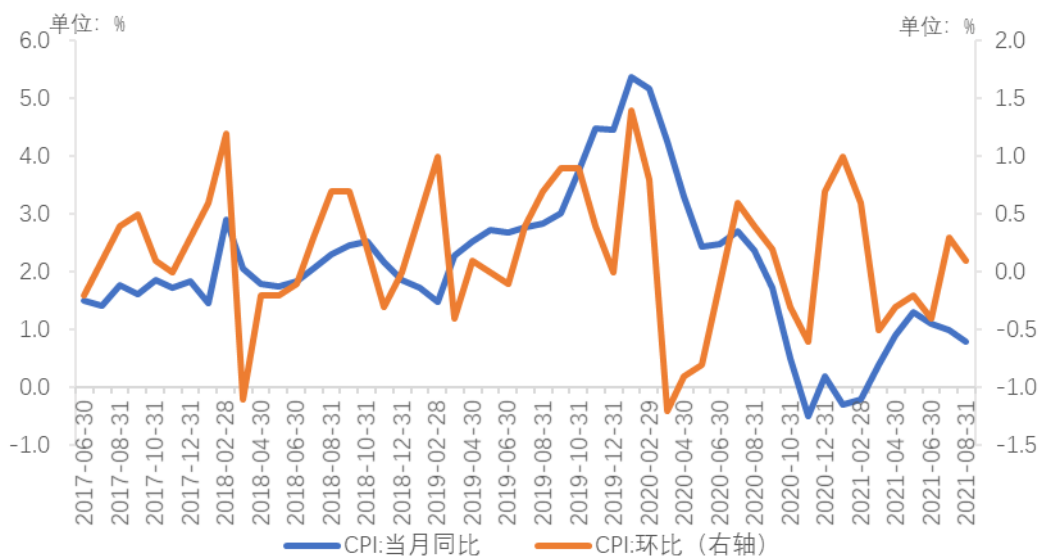
图表 20：社会消费品零售持续偏弱



数据来源：iFinD，百瑞信托

2021 年 8 月，我国居民消费价格指数 CPI 同比上涨 0.8%，涨幅较 7 月回落 0.2 个百分点。食品价格下降 2.0%，其中猪肉价格下降 44.9%，影响 CPI 下降约 1.09 个百分点。环比来看，8 月 CPI 环比上涨 0.1%，环比涨幅较 7 月回落 0.1 个百分点。其中食品价格环比上涨 0.8%，非食品价格环比下降 0.1%。8 月，PPI 上行、CPI 下行，表明上游价格的上涨传导至下游的渠道并不通畅。由于生产资料价格上涨，但消费端价格并未有明显上涨，部分消费行业的企业将面临较大的经营压力。

图表 21：CPI 涨幅回落

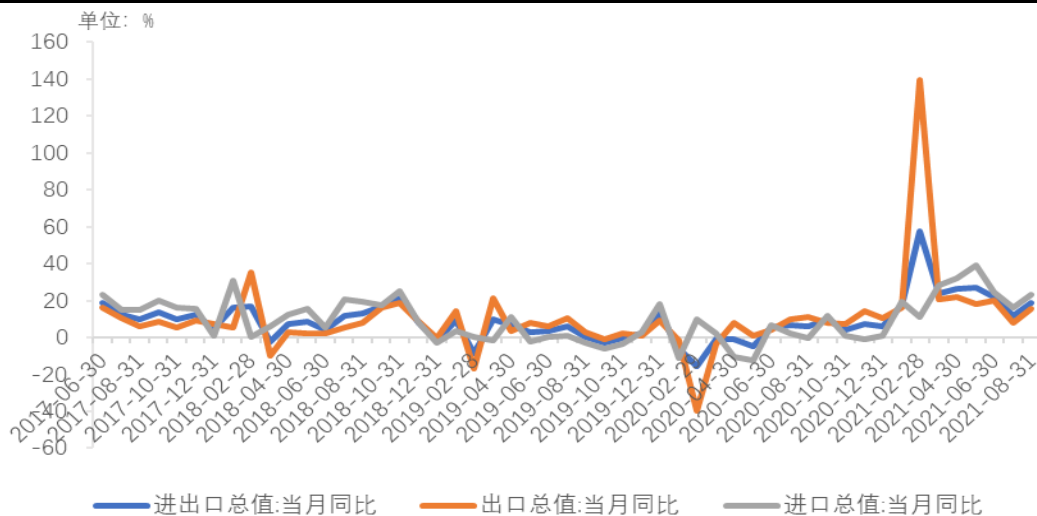


数据来源：iFinD，百瑞信托

#### 4) 进出口端：韧性较强

2021 年 8 月，按人民币计价，我国进出口总额 34,293.4 亿元，同比增长 18.9%。其中，出口总额 19,028.2 亿元，同比增长 15.7%；进口总额 15,265.2 亿元，同比增长 23.1%，实现顺差 3,763.1 亿元。8 月的进出口增速数据较 7 月有明显回升，展现了我国进出口的强大韧性。考虑到新冠疫情仍在海外蔓延，海外生产的恢复面临较大的不确定性，这为我国出口的增长创造了有利条件。未来在同期高基数效应的影响下，虽然进出口增速可能会有一定的下行压力，但在海外疫情发展尚不明朗的情况下，预计我国进出口仍将保持一定的韧性，全年有望保持在较高增速水平。

图表 22：出口同比增速回升



数据来源：iFinD，百瑞信托

### **3、重要事件**

#### **1) 中央财经委会议：促进共同富裕、做好重大金融风险防范化解工作**

2021年8月17日习近平主持召开第十次中央财经委会议，研究扎实促进共同富裕问题，研究防范化解重大金融风险、做好金融稳定发展工作问题。习近平在会上发表重要讲话强调，共同富裕是社会主义的本质要求，是中国式现代化的重要特征，要坚持以人民为中心的发展思想，在高质量发展中促进共同富裕；金融是现代经济的核心，关系发展和安全，要遵循市场化法治化原则，统筹做好重大金融风险防范化解工作。

#### **2) 人民银行召开金融机构货币信贷形势分析座谈会**

2021年8月23日，人民银行召开金融机构货币信贷形势分析座谈会，研究当前货币信贷形势，部署下一步货币信贷工作。会议指出，要继续做好跨周期设计，衔接好今年下半年和明年上半年信贷工作，加大信贷对实体经济特别是中小微企业的支持力度，增强信贷总量增长的稳定性，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配。

会议指出，要坚持推进信贷结构调整，加大对重点领域和薄弱环节的支持，使资金更多流向科技创新、绿色发展，更多流向中小微企业、个体工商户、新型农业经营主体。要促进实际贷款利率下行，小微企业综合融资成本稳中有降。要继续推进银行资本补充工作，提高银行信贷投放能力。

#### **3) 设立北京证券交易所，打造服务创新型中小企业主阵地**

9月2日，国家主席习近平在2021年中国国际服务贸易交易会全球服务贸易峰会上发表视频致辞，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。证监会表示，深化新三板改革，将以现有的新三板精选层为基础组建北京证券交易所。建设北京证券交易所的主要思路是，严格遵循《证券法》，按照分步实施、循序渐进的原则，总体平移精选层各项基础制度，坚持北京证券交易所上市公司由创新层公司产生，维持新三板基础层、创新层与北京证券交易所“层层递进”的市场结构，同步试点证券发行注册制。

9月3日，证监会就北京证券交易所有关基础制度向全社会公开征求意见。北京证券交易所有限责任公司已于9月3日注册成立，注册资本为10亿元。与沪深交易所的定位有所不同，北交所的定位是着力打造符合中国国情、有效服务专精特新中小企业的资本市场专业化发展平台，更好发挥资本市场功能作用，

支持中小企业创新发展。设立北京证券交易所，形成北京证券交易所与沪深交易所、区域性股权市场错位发展和互联互通的格局，中国资本市场的多层次市场结构将进一步完善。

#### 4) 债券“南向通”将于 9 月 24 日上线

中国人民银行、香港金融管理局 9 月 15 日发布公告称，香港与内地债券市场互联互通南向合作（以下简称“南向通”）将于 2021 年 9 月 24 日上线。债券“南向通”是指内地机构投资者通过内地与香港基础服务机构连接，投资于香港债券市场的机制安排。“南向通”跨境资金净流出额设有上限。目前，“南向通”年度总额度为 5000 亿元等值人民币，每日额度为 200 亿元等值人民币。“南向通”有利于内地机构投资者拥有更多的投资渠道，有利于稳步推动金融市场双向开放。

### 三、配置建议

下半年以来，经济数据全面放缓，内生增长动力不足，短期内较难修复，未来经济基本面的表现情况还是需依靠政策的力度：1) 财政政策方面，按 730 政治局会议精神，下半年财政支出已在逐渐释放，带动基建投资，但需关注基建项目的落地情况；同时地方债发行也在提速，在此支持下社融预计将在年底附近阶段性回升；2) 货币政策方面，自 7 月降准之后保持了一段观望期，但我们认为年内货币政策转宽松的概率不大，原因有二：一是国内基础货币缺口不大，依然能保持流动性的供求平衡；二是全球货币政策宽松进程接近尾声。不过鉴于经济数据疲软，以及年底 MLF 到期压力较大，不排除年内会再现置换式降准的可能，一来可以对冲 MLF 到期，二来可以抑制居高不下的 PPI。

所以在“类滞胀”的经济环境和“紧货币宽信用”的政策预期下，我们认为商品行情快逐步接近尾声，而债券、权益将相继接力。

图表 23：配置建议

分类	多		中性		空		备注
	+	-	+	-	+	-	
权益		√					国产替代的科技、低估值医药可适度关注 周期类依然处于高景气度 估值依然还是不便宜 推荐500ETF，估值处于历史底部
成长 周期 消费 中证500			√				
债券		√		√			短期调整为主，中线依然看到2.7 等待信用周期转宽松 alpha行情为主，建议关注价格安全垫较厚的正股低估值标的
利率债 信用债 可转债			√				
商品		√			√		均较弱，鸡蛋稍强，粕类中线偏多逻辑未变 能源进入阶段性高位需关注美国经济复苏情况及美联储议息会议，化工推荐与动力煤挂钩产品 从供需紧平衡向压力缓解过渡，高位震荡为主 对于限产的双焦、双硅可以边打边撤，落袋为安思路，铁矿石有超短线反弹需求
农产品 能化 工业 黑色				√			
		√					

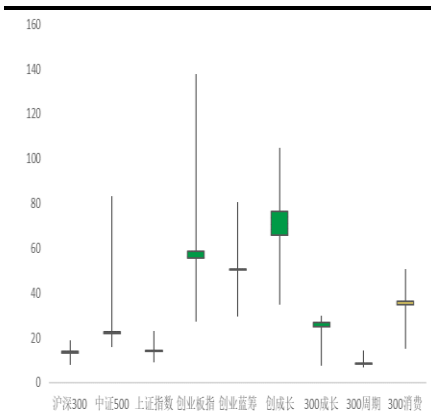
资料来源：百瑞信托



## 1、权益市场

截至 9 月 17 日，尽管主要指数有所回升，但指数估值除了 300 消费有所抬升外（白酒暴力反弹），其他各类指数估值均有所回落，沪深 300，中证 500、上证指数和创业板指数的 PE 估值分别是 13.10、21.94、13.80、55.62；风格领域中，创业蓝筹、创成长、300 成长、300 周期、300 消费的 PE 估值分别是 50.41、65.78、24.76、8.28、36.29。从 10 年分位数来看，中证 500、300 周期依然处于历史低位。

图表 24：各类指数估值及分位数（统计为近 10 年）



指数名称	2021-08-13	10Y	10Y	2021-09-17	2021-08-13	2021-09-17
	PE	最高	最低	PE	分位数%	分位数%
沪深300	13.86	19.00	8.01	13.10	77.98	66.68
中证500	22.46	83.24	16.00	21.94	9.22	7.77
上证指数	14.33	22.98	8.90	13.80	63.00	54.92
创业板指	58.43	137.86	27.04	55.62	70.78	62.03
创业蓝筹	50.69	80.42	29.32	50.41	32.37	32.20
创成长	76.46	104.70	34.80	65.78	77.13	64.09
300成长	26.92	29.95	7.47	24.76	97.90	95.85
300周期	8.56	14.39	6.64	8.28	18.47	16.10
300消费	34.81	50.50	15.04	36.29	62.14	91.16

资料来源：Wind，百瑞信托

国家政策方面：关注政策支持下的高景气 and 业绩支撑的板块，如碳中和、高端制造业以及绿色发展板块。中长线来看，科技创新仍将是经济发展核心路径之一，十四五对于科技创新的政策倾斜将利好资本开支较高的相关行业，真正优质的成长白马有望获得更高的估值定价，重点围绕基本面价值、高景气 and 业绩支撑进行布局，关注内循环背景下长期结构性的趋势和布局机会。

## 2、债券市场

截至 9 月 17 日，9 月中旬随着偏弱的经济数据逐步公布，债市依然难改回调之势，主要是此前的过热交易下，市场充分反映了基本面的偏弱预期，而货币政策在降准之后也保持了一段时间的观望态度，所以调整时间持续了较长时间，但调整空间有限或在 2.85-2.95 区间。久期策略方面，利率债的期限利差开始走平，逐渐接近中性，性价比降低。

信用债方面，高评级、中高评级的短久期债，其信用利差已经被交易到历史分位数较低水平，性价比已经不高了。细分来看：尽管城投债受到 15 号文的化解地方隐形债务、发债限制政策等影响，但在资产荒的行情下，区县级城投

依然受到市场的热捧。产业债，受限产控能耗政策带动，周期类行业、电力及公用事业行业依然处于高景气度，但此前被低估的周期债已经被交易到均值恢复了。

转债方面，前期部分转债的涨幅超过正股，主要估值达近年高点，大涨后近期股性估值也有所调整，策略上推荐均衡为主，重基本面，精选个券，抓alpha行情，建议关注价格安全垫较厚的正股低估值标的。

图表 25：债券表现及分位数（08.13-09.17，分位数统计为近 10 年）

	全价 (%)					相对信用利差分位数 (%)				
	1年	3年	5年	7年	10年	1年	3年	5年	7年	10年
国债	0.05	0.27	0.18	0.37	0.28					
国开	0.08	0.10	0.49	0.19	0.59	1	10	1	9	4
非国开	0.09	0.17	0.23	0.16	0.25	0	16	9	15	11
铁道	0.16	0.10	-0.30	-0.22	0.04	1	4	22	29	16
产业AAA	0.15	0.11	0.01	-0.13	0.05	1	5	25	43	28
产业AA+	0.16	0.01	-0.01			0	4	16		
产业AA	0.33	0.18	-0.12			0	34	50		
产业AA-	0.43	0.21				65	93	94		
城投AAA	0.17	0.09	-0.02	-0.46	0.31	0	6	17	30	16
城投AA+	0.19	0.08	-0.09			0	11	25		
城投AA	0.39	-0.02	-0.41			1	14	26		
城投AA-	0.43	0.50				86	90	92		

资料来源：Wind，百瑞信托

### 3、商品市场

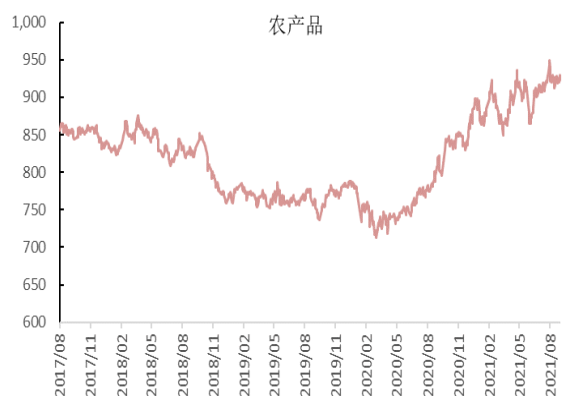
能化方面，9月初开始 Ida 飓风导致墨西哥湾供给中断，提振油价，也带动了与原油及与原油直接挂钩的燃油、沥青的上涨，目前或进入阶段性高位，需关注美国经济复苏情况及美联储议息会议；化工方面，推荐与动力煤强挂钩的甲醇，同时可以关注部分化工的表现情况，比如 EG、PP、塑料。

黑色方面，受多地能耗双控加码，双焦、双硅强势上行，螺纹、热卷偏弱上行，对于双焦、双硅可以边打边撤，落地为安思路；相比之下，上游端的铁矿石则维持弱势，目前从短线技术面来看，铁矿石有反弹需求。

工业方面，受供给扰动及低库存影响，铜、铝、锌等市场进退两难，短期内维持高位震荡运行。

农产品方面，生猪、玉米、淀粉、大豆维持弱势判断；生猪、玉米主要是供给问题，而大豆主要是需求依旧没有明显好转；豆粕方面，依然认为中线上涨趋势不变，目前维持震荡为主。

图表 26: 南华农产品指数



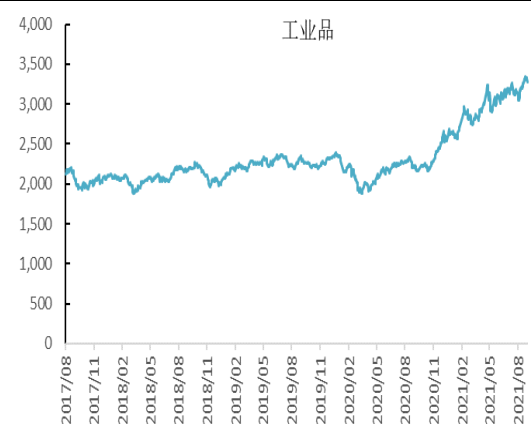
数据来源: Wind, 百瑞信托

图表 27: 南华能化指数



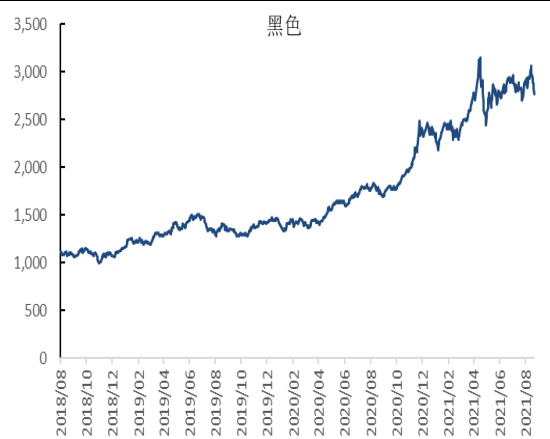
数据来源: Wind, 百瑞信托

图表 28: 南华工业品指数



数据来源: Wind, 百瑞信托

图表 29: 南华黑色指数



数据来源: Wind, 百瑞信托