

CCB TRUST

GREAT SAFETY
GREAT RESULTS
配置发掘价值 专业不负所托

2021年 第009期

文章字数： 3505个
阅读时长：约 16 min

建信观点

CCB TRUST INSIGHTS

Current events
Tracing

经济增速承压
坚持均衡配置

近一个月以来，资金利率宽松。在普遍结构性资产荒的形势下，信用债配置的需求旺盛，债市在金融市场中可谓一枝独秀。经济层面政策密集发布，主线基调仍是推动市场改革与支持实体小微企业；权益资产继续偏向中小盘风格演绎；商品市场持续高位震荡，场内资金损耗严重。国内主要资产收益率总体排序为：

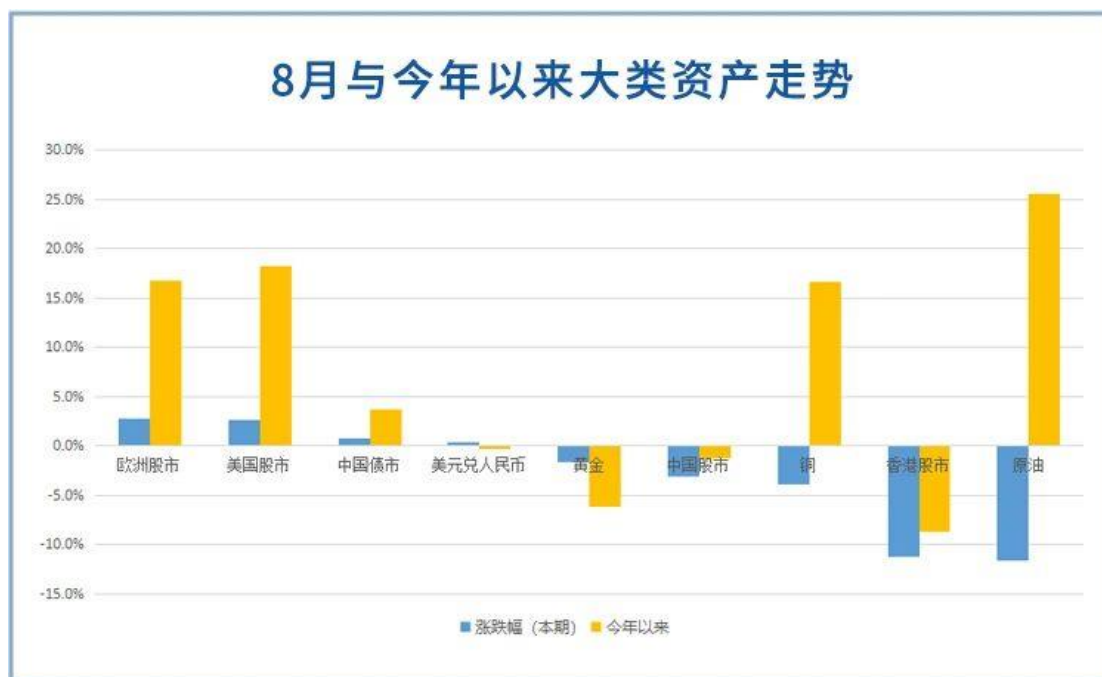
利率债>信用债>现金>0>黄金>A股>商品 权益市场方面，我们上期判断投资机会主要是结构上的，随着结构性分化的行情逐步走向极致，市场将越发脆弱，暴涨暴跌的概率逐步变大，本期 A 股继续演绎分化行情，中证 500 指数收平，沪深 300 及中证 800 大幅下跌超过 4%，中证 1000 大幅上涨 3.31%。



债市方面，我们上期判断债市短期风险较小，跟随市场是较好的选择，但是中期仍需谨慎对待，本期受益于宽松环境，收益率曲线长短端均出现上涨，中债短期财富指数上涨 0.73%，中长期财富指数上涨 2.09%。

自 7 月 19 日至 8 月 20 日，海外市场表现突出。海外股市受益于经济持续复苏和美联储等海外央行仍保持宽松政策的影响，本期维持上涨趋势。

大宗商品方面，北美活跃油井数量升至去年 4 月以来最高水平，叠加美元走强、中国和欧洲的名义需求不明朗，纽约原油本期大幅下跌超过 10%，净多头持仓也降至 10 个月最低水平。本轮需求冲击外溢，带动铜、金也小幅下跌。



8月26日中央财办副主任韩文秀答记者问时表示，共同富裕不搞“杀富济贫”，继续把做大蛋糕和分蛋糕两件事办好，及时纠正了市场对政策的错误解读。展望9月，随着政策落地，市场对“共同富裕”和涉及民生刚需等政策的误读将持续纠偏。综合来看，影响大类资产配置的因素主要集中在如下三大方面：

一、经济增速持续承压，关注短期扰动因素消退后的动能恢复。

二、货币操作量宽价稳，信用风险对市场的压制将继续有序释放，财政边际发力。

三、中报如期兑现，密切关注产业政策调整动向。

具体到大类资产的配置，我们将重点关注如下三点：

- 成长股和价值股的结构分化将如何收敛？
- 债券市场的宽松趋势是否可以延续，宽信用还有多少空间？
- 两市成交连续三十日破万亿，相对价值策略强于 CTA 策略的态势是否还将持续？

大类资产影响因子分析

◎ 经济增速持续承压 关注短期扰动消退后动能恢复

8月受疫情和政策等因素影响，经济短期扰动因素较大，导致8月PMI延续回落，服务业为代表的非制造业反应较为明显。预计国内三季度GDP增速在6.5%以下的概率增大，需进一步密切观察扰动因素消退后经济恢复动能情况。比如消费方面，各地散点疫情已显著缓解，随着中秋国庆假期临近，本轮疫情对国内消费的冲击是否会明显减小；投资方面，地方债发行提速稳定基建投资预期，四季度竣工是否将回暖；供给方面，上游原材料涨价和下游需求不足仍在抑制中游生产环节，相关政策落地对缓解阶段性供需矛盾的有效性情况。



◎ 货币操作量宽价稳，信用风险对市场的压制将继续有序释放，财政边际发力

在上期资产配置报告中，我们明确表达了“紧信用压力消退，货币政策料将维持中性偏松，财政政策成为更关键变量”的观点。8月份随着中央财经委员会第十次会议强调，要处理好“稳增长”和“防风险”的关系，避免发生次生金融风险，信用风险对市场的压制将继续有序释放。

货币方面，为配合政府专项债起量，8月央行始终保持“合理充裕”，市场利率围绕政策利率波动，其中包括缩量续作6000亿元MLF，以及相比7月提前开展的增量500亿元逆回购操作，显示出更为积极的资金面维稳态度。预计9月份MLF将小幅缩量或等量续作，价格保持平稳，且四季度仍有降准释放流动性的空间。

考虑到当前出口动能下降，地产严监管始终如一，财政政策继续发力布局跨年度和跨周期调节，虽然由于去年基数原因，预计社融增速下行趋势不变，但后续政府专项债起量预期下，本轮信用周期下行的“社融拐点”渐行渐近。

◎ 中报如期兑现 密切关注产业政策主线调整动向

二季度流动性宽松基本面疲弱的局面，造就了科技成长及中小盘的超额收益。随着中报兑现，Wind 全 A 指数上市公司的上半年净利润同比增速达到 43.6%，整体盈利维持高增长，但增速最高的行业主要集中在上游资源行业，高景气投资风格的背景下，成长风格占优，周期风格也存在机会。在十四五规划以及 2035 年远景目标的政策驱动下，科技创新、绿色环保和共同富裕的三条产业政策主线，将对当前结构性行情产生重大的影响。

9月资产配置策略与投资建议

◎ 权益资产：维持标配

8 月，股市成交情绪高涨，连续日均成交额破万亿之上。风格上则继续分化，结构性行情依旧，大盘蓝筹及前期涨幅过大的成长风格表现较差，而以中小盘为主的中证 1000 指数走势较好。随着全球央行年会上鲍威

尔对 Taper 的偏鸽派讲话落地，市场预期短期内仍会维持流动性偏宽松的现状。综合来看，**目前 A 股不存在系统性风险，我们维持“权益资产仍具有配置机会”的判断，建议保持弹性仓位和均衡配置。**



政策驱动下，未来小盘成长股仍有较好获取超额收益的机会。2021 年 7 月政治局会议明确了发展“专精特新”企业的方向，此类中小企业专注于产业链某个环节，具有专业化、精细化、特色化、新颖化的特点。在此配置趋势下，我们建议挖掘相关领域具备国产替代战略发展潜力、同时中报业绩利润率增速优秀的中小企业，对科技制造领域的细分行业龙头保持关注。

对于前期涨势好的上游资源品及高景气度热点题材，诸如新能源车、光

伏、军工等，短期内随着估值趋高，会有波动加大的风险，建议关注业绩与估值的匹配度；对于年初抱团的核心资产，关注估值趋于合理后的投资机会。同时，我们也建议重点关注各行业景气的边际变化，在适度把握估值回调后机会的同时，时刻做好仓位的均衡配置。

◎ 固定收益资产：维持标配

债券市场仍是利多因素强于利空因素。

利多因素方面，目前来看市场加仓热情仍在。市场机构在降准之后的配置有较大幅度的加速，且加仓仍在继续；其次，资金利率稳定，在普遍结构性资产荒的形势下，信用债配置的需求旺盛；城投债方面，银保监会下发城投 15 号文执行细则适度纠偏，核心要求在于防范系统性风险，对于城投市场并非采取“一刀切”的态度。细则发布后，前期市场紧张情绪相对缓解，因此，债市风险短期来看并不大。



利空因素方面，一是目前信用利差仍然维持低位，对于新配置资金的压力较大；二是对于部分有信用瑕疵的主体，市场出清的进程仍未结束，这对于信用债配置来说仍然是需要时刻注意防范的风险。

◎ 另类资产：维持标配

另类资产主要以策略配置为主，着重获取 α 性质的投资机会。

相对价值(量化对冲)策略：中证 500 期货 IC 目前基差贴水扩大至 10% 左右，对冲成本较之前有所增加，处于历史平均水平；两市成交量活跃，成交额连续多日破万亿；成长股强于价值股，新能源车、光伏、半导体、有色、稀土、军工等板块持续活跃；中小票走势强于大盘蓝筹股，**预计**

量化对冲策略产品仍有较好的配置机会，本期建议维持高配。

CTA（管理期货）策略：海外疫情反弹，影响全球经济复苏进度，美联储在经济和就业充分恢复之前维持低利率；商品市场经过前期调整后逐步企稳，煤炭延续强势，有色、化工等板块有望出现反弹行情；国内政策调控对商品市场的边际效应递减，商品市场走势依旧在通胀和政策调控之间博弈；CTA策略赚钱效应一般，短周期中高频策略表现强于长周期策略。综上，**商品市场仍旧存在阶段性的投资机会，本期建议维持标配。**

黄金：美国实际利率低位震荡，美元指数逐步反弹，黄金短期配置性价比较低，**本期维持低配。**

资产配置观点与9月投资建议总结

大类资产	细分资产/策略	配置观点
权益 标配	核心策略	业绩高增速是核心参考指标,关注高景气行业投资机会。
	卫星策略	持续关注核心资产估值趋于合理后的投资机会。 国内经济仍有韧性的宏观环境下,顺周期低估值板块仍有投资价值。
固定收益 标配	利率品种	债市短期风险并不大,但是中期仍需谨慎对待。
	信用品种	目前跟随市场仍是较好的选择,优选信用风险控制能力较强的标的。
另类 标配	相对价值策略	两市成交量活跃,成长股强于价值股,预计量化对冲策略产品仍有较好的配置机会。
	CTA策略	商品市场仍有一定投资机会,短期策略表现优于长期策略。
	贵金属	预计美元仍有可能走强,黄金维持低配。

建信信托财富管理 与大类资产配置团队

建信信托大类资产配置体系依托于一支经验丰富,专注于权益投资、固收投资、量化投资、商品投资四大专业领域研究的投研团队。



徐进先生

建信信托财富管理总监兼财富管理事业部总经理。具有国际金融理财师（CFP）执业资格。徐进先生潜心耕耘金融行业20余年，历任中国建设银行北京分行私人银行部总经理、中国建设银行伦敦分行业务发展总监、中国建设银行苏黎世分行副行长，并参与筹建了中国在瑞士设立的跨境人民币清算中心；在商业银行公司金融、零售金融、财富管理和私人银行等领域从事经营管理工作期间，以及在伦敦、苏黎世等国际金融中心积累了丰富的财富管理、资金交易和国际清算经验，拥有国际化视野。



刘洪波先生

建信信托证券业务总监兼证券市场事业部总经理。从业18年，熟悉各类证券投资类信托运作模式，拥有丰富的证券市场投资研究经验。刘洪波先生毕业于北京大学光华管理学院，获得经济管理硕士学位。



蔡洪武先生

建信信托资产配置部总经理。特许金融分析师（CFA），金融风险管理师（FRM），曾长期在国家外汇管理局中央外汇业务中心（储备司）从事国家外汇储备的管理工作，对资产配置和风险管理有着深刻的认识和丰富的实践经验。蔡洪武先生毕业于北京航空航天大学，获得计算机硕士学位。



吕致文先生

建信信托研究部总经理。长期进行宏观经济的分析与预测工作，曾任职于国家统计局综合司，具有丰富的宏观经济与金融市场研究经验。吕致文先生获得中国人民大学经济学博士学位，中国社会科学院工业经济研究所博士后。



张越艳女士

建信信托证券市场事业部董事总经理。曾任中国国际金融股份有限公司资产管理部执行总经理，具有丰富的金融产品设计经验与创新能力。张越艳女士获得北京大学经济学学士学位，中国科学院管理科学与工程博士学位，清华大学汽车系机械工程博士后。



龚嘉斌先生

金建（深圳）投资管理中心（有限合伙）首席投资官。曾供职于中金公司资产管理部FOF投资决策委员会兼资产配置团队负责人，管理规模逾100亿元，曾主要负责全球市场的投资配置和海外对冲基金投资业务，在全球范围内进行策略配置研究和对冲基金遴选，拥有多年资产配置投研经验。龚嘉斌先生获得清华大学物理系理学学士学位，清华大学经管学院金融学硕士学位。



赵伟刚先生

建信信托资产配置部投资经理，负责产品投资与研究。金融风险管理师（FRM），曾在农业银行总行、首创证券从事信息系统开发、量化风险模型搭建、证券业务风险管理等工作，拥有丰富的资产配置量化模型开发经验。赵伟刚先生毕业于南开大学，获得金融硕士学位。



孙博斐先生

建信信托资产配置部投资经理。曾在中国民生银行、嘉实基金从事资产配置研究和FOF/MOM投资工作，从业经验6年；擅长大类资产配置、权益资产风格轮动和FOF/MOM组合管理。孙博斐先生获得清华大学工学学士、北京大学管理学硕士学位。



马福玉先生

建信信托资产配置部投资经理。曾在证券公司、期货公司、基金公司长期从事量化投资研究和FOF产品投资运作，管理多只FOF产品和量化产品，产品业绩稳健，收益良好，具有丰富的资产配置及FOF产品投资实战经验。马福玉先生获得中科院数学与系统科学研究院金融数学硕士。

【 免责声明 】

本报告完全基于公开信息，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生变更。本报告内容及观点仅供交流使用，对任何个人和机构均不构成任何投资建议。本报告中提到的投资产品可能不适合所有投资者，请根据自身的具体情况做出决定。相关产品信息仅供参考，具体产品信息请以我公司官网披露及产品说明书为准。本报告版权仅为建信信托所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式对外翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。我公司保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。