

哑铃型配置：高景气度&高估值性价比

——2021年9月资产配置报告

HWABAO SECURITIES

／ 2021年9月17日

分析师：杨宇 （执业证书编号 S0890515060001）
分析师：王震 （执业证书编号 S0890517100001）

▶ 请仔细阅读报告结尾处风险提示及免责声明

 华宝证券
HWABAO SECURITIES

- **宏观逻辑：**宏观经济偏弱的背景下，宏观政策偏向“稳增长”，“宽货币+宽信用”的政策组合；PPI-CPI剪刀差反映的经济不稳固、不均衡问题持续，对应的央行结构化宽松政策不会退出。出口旺盛和PPI高企的背景下，上游的企业盈利仍有保证，但短期涨幅较大，市场波动将会加大；下游需求端继续承压；由于内需偏弱，导致中下游企业无法将上游涨价带来的成本上升向消费端转移，中下游利润空间将会受到侵蚀；后面的关键点是盯住PPI向CPI传导的具体情况。后续如果货币和财政政策效果明显，尤其基建明显发力的情况下，则会带动下游需求逐步回暖，将会使PPI向CPI传导路径通常，全面通胀压力下，政策就有了收紧的压力，这个时候股票市场的压力可能会增大；如果需求的修复不及预期，上游的供需矛盾缓解，PPI回落，中下游的压力缓解。
- **资产配置观点：**
 - ✓ **股票：**

标配。均衡配置：自下而上精选成长板块中盈利弹性好、波动较小的龙头标的；以及周期板块中具有成长属性、景气持续性高的相关标的。行业方面，重点关注景气度较高，供需格局较好的化工行业，以及硬科技行业。逐步配置部分估值回调明显的消费“白马”。
 - ✓ **债市：**

利率债：标配。货币政策已经比较宽松，后续“稳增长”的抓手在于“宽信用”和“宽财政”，这种环境不利于债市。长债难有机会，拉长久期的性价比较低。

信用债：标配。经济需求端较弱，地产加快去杠杆，信用利差有上行压力，建议配置高等级信用债。
 - ✓ **黄金：超配。**短期来看，疫情扰动下，美国经济有陷入滞涨的风险，美联储启动taper的时间点虽然市场一致预期是11月份，但不确定性仍大。超配黄金对冲滞涨风险。
- **风险：变异病毒超预期；美国货币政策收紧节奏超预期；经济陷入滞涨环境。**

内容目录

- 01 市场回顾
- 02 宏观经济环境
- 03 宏观政策与流动性环境
- 04 市场结构与特征
- 05 资产配置观点展望



市场回顾：大类资产表现

2021年8月份的大类资产表现的特征为：

- 国内市场：转债>A股>普通债券>商品；
- A股整体有所上涨，但内部结构性分化比较明显，大盘股继续调整，创业板出现明显回调，而中小盘板块则出现明显的上涨；
- 由于转债指数中成分券的正股属于中小盘板块的居多，中小盘板块的上涨也带动了转债指数的整体的上涨。
- 美元指数有所走强，人民币相对美元出现小幅贬值；
- 美元走弱和海外疫情恶化的背景下，贵金属出现小幅下跌，原油价格也有一定的调整。

资产类别		区间涨跌幅			
		8月份	7月份	上半年	今年以来
A股	Wind全A	3.22	-3.10	5.45	8.69
	上证指数	4.31	-5.40	3.40	5.86
	沪深300	-0.12	-7.90	0.24	-4.19
	中证500	7.21	-0.60	6.93	17.78
	中证1000	6.42	2.52	6.58	18.53
	创业板指	-6.57	-1.06	17.22	9.62
港股	恒生指数	-0.32	-9.94	5.86	-3.22
	恒生中国企业指数	-0.54	-13.41	-0.70	-11.83
	恒生科技指数	-2.55	-16.85	-3.21	-18.25
海外股市	标普500	2.90	2.27	14.41	20.34
	纳斯达克指数	4.00	1.16	12.54	19.29
	德国DAX	1.87	0.09	13.21	15.48
	日经225	2.95	-5.24	4.91	9.01
	英国富时100	1.24	-0.07	8.93	10.66
	法国CAC40	1.02	1.61	17.23	21.16
债券	中债总财富指数	0.30	1.27	2.14	3.81
	中债信用债指数	0.34	0.73	2.15	3.33
	中证转债指数	3.84	2.94	4.04	14.98
商品	南华商品指数	-1.78	3.42	15.89	19.77
	ICE布油	-3.25	2.29	45.04	38.09
	COMEX黄金	-0.40	2.35	-6.57	-5.12
汇率	美元指数	0.60	-0.29	2.68	2.87
	美元兑人民币	0.13	-0.08	-1.20	-1.21

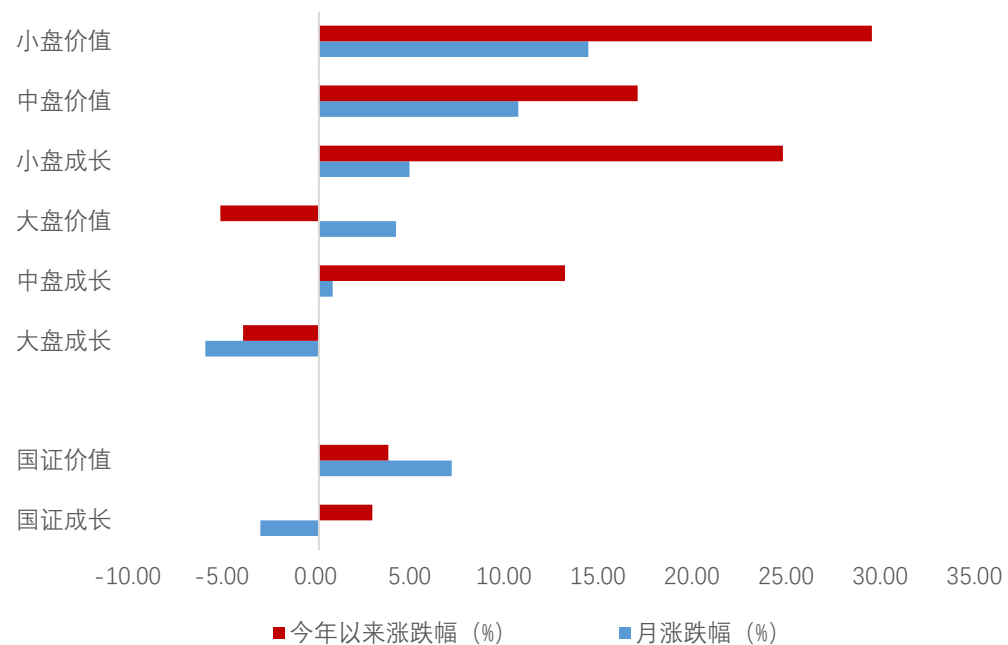
资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

注：数据截至2021年8月31日

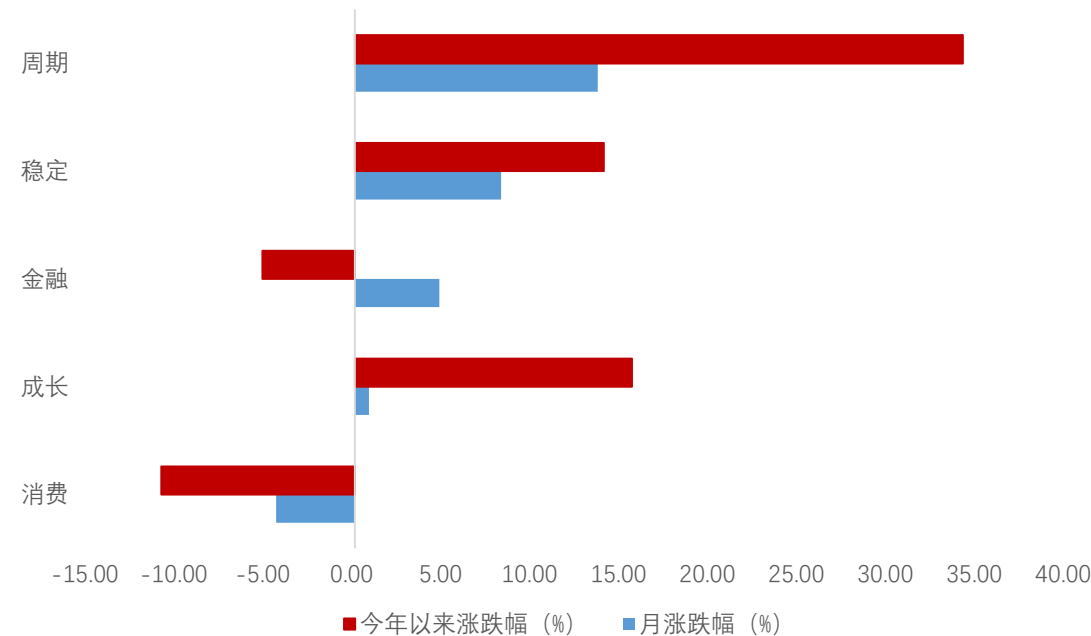
市场回顾：A股风格上价值强于成长，小盘股强于大盘股

- 8月份市场风格分化明显，价值风格表现明显强于成长风格，小盘风格明显强于大盘风格。具体来看，8月份，国证价值指数上涨7.06%，而国证成长指数下跌3.12%；小盘价值大幅上涨，月涨幅14.32%，大盘成长则出现明显下跌，月跌幅6.03%。
- 8月整体依然是高景气度方向表现较好，中报业绩高增的周期板块表现尤其突出，周期指数月涨幅13.67%，此外估值较低有稳定高股息的稳定板块也有较高涨幅，此前持续调整的金融板块则有所反弹，消费板块持续调整。

8月份小盘股和价值股的表现突出



周期和稳定板块在8月份表现较好

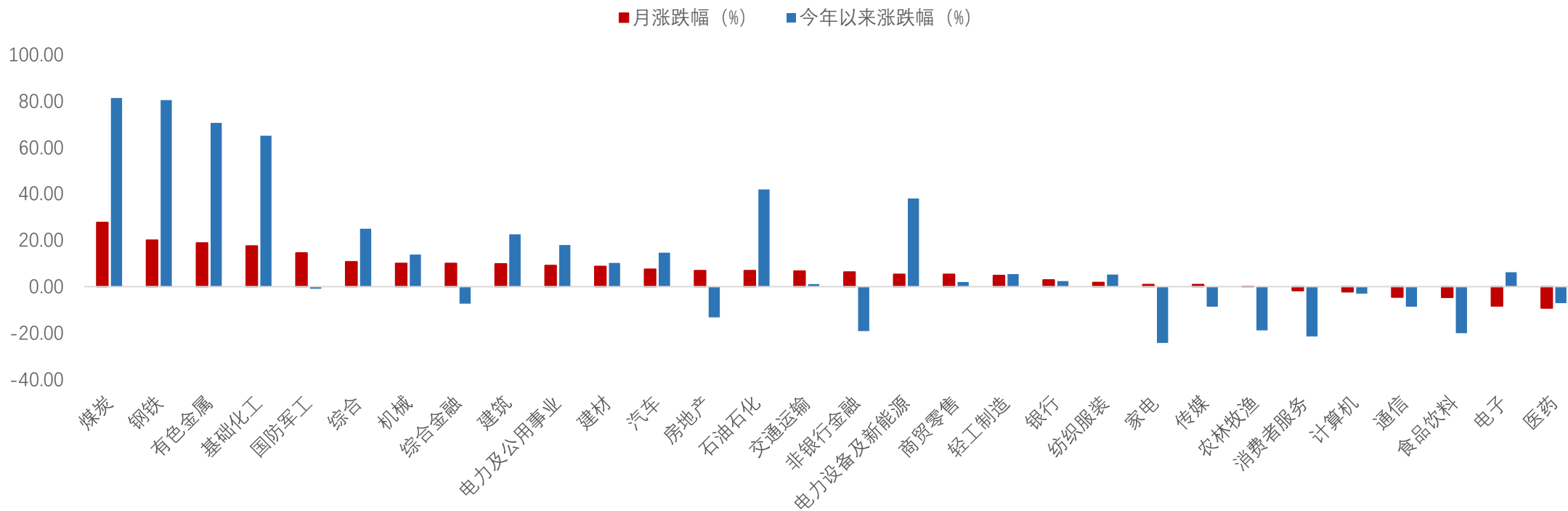


市场回顾：周期行业和部分高景气度的成长行业表现较好

- 从行业涨跌幅来看，8月份中信一级行业的变现呈现明显的“顺周期”特征，涨幅领先主要是中报业绩高增的周期板块：煤炭（27.66%）、钢铁（20.05%）、有色金属（18.81%）、基础化工（17.56%），此外，高景气度的国防军工和机械也有较高涨幅，估值处于低位的综合金融、建筑、电力及公用事业板块也有较高表现；跌幅较大的行业主要有：医药（-9.26%）、电子（-8.32%）、食品饮料（-4.68%）、通信（-4.51%）。

8月份和今年以来不同行业、涨跌幅情况（中信一级行业分类）

不同行业8月份和今年以来表现（中信一级行业分类）



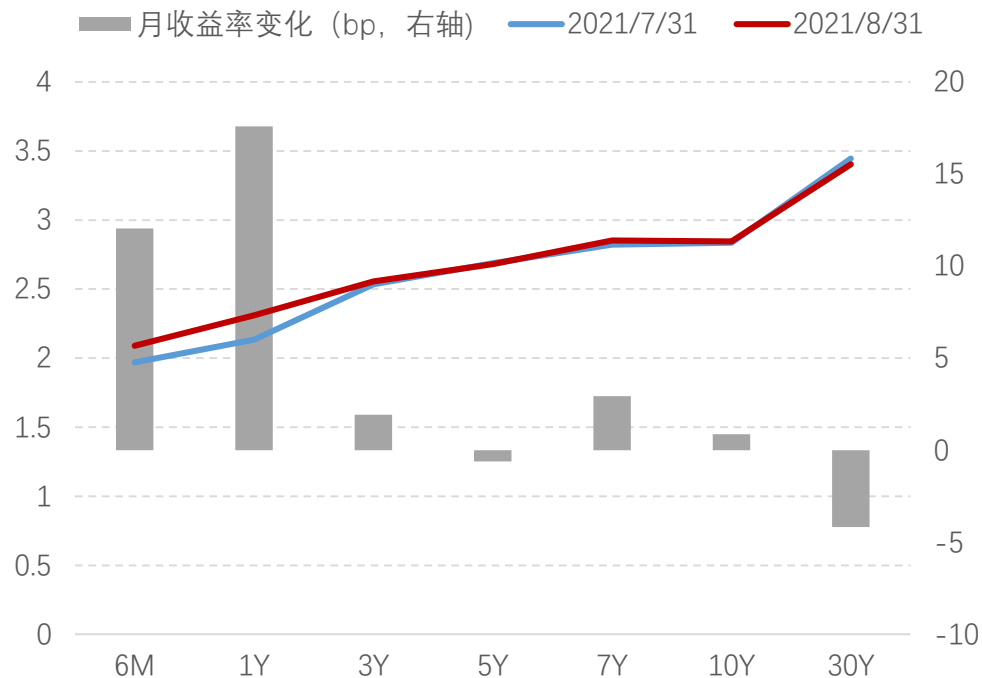
资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

注：中信一级行业分类

市场回顾：债券市场整体保持平淡状态，收益率窄幅震荡

- 8月份，债券市场整体保持平淡状态，长端收益率窄幅震荡。以国债为例，10年国债收益率在2.8-2.9%之间震荡，8月份月末较上个月月末收益率上行1bp；短端利率则出现了明显上行，6个月期国债收益率上行12bp，1年期国债收益率上行18bp；
- 长端国开债与国债的利差继续保持下行趋势，反映出交易盘相比配置盘力量持续走强。

利率债收益率曲线平坦化上行



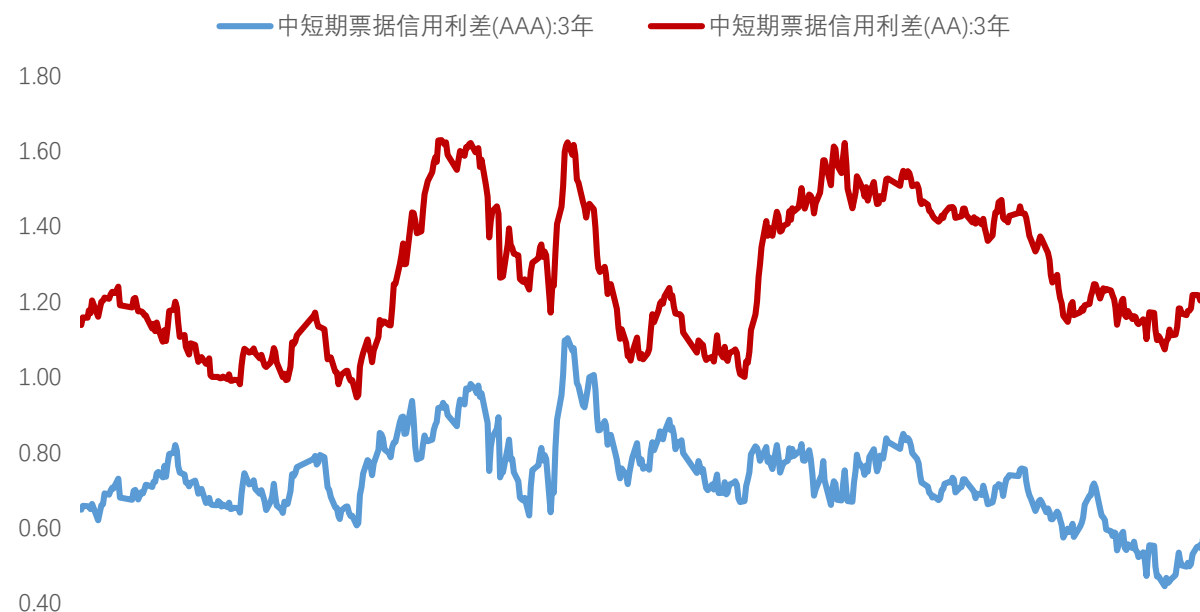
税收利差呈现下行趋势



市场回顾：信用债信用利差有所反弹

- 信用债方面，8月份，信用利差持续压缩的节奏有所逆转，信用利差有所反弹。3年期AAA级中短期票据信用利差下行至45bp的低点后开始反弹至月末的55bp；3年期AA级中短期票据信用利差下行至107bp的低点后也开始反弹，月末至122bp。
- 信用利差的反弹，一是和专项债大规模的发行，市场欠配压力有所缓解有关，8月份，各地组织发行地方政府债券8797亿元，新

信用利差有所上行



预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_26721

