

市场波动较大，商品上下躁动

——10月资产配置月报

2021年10月

要点：

百瑞信托博后工作站

○ 市场情况：

权益：节后权益市场交易活跃度回落，市场进入震荡调整期

债券：利空较多，跌势为主，长端配置性凸显；

商品：能源紧张，限产类大涨。

○ 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：工业生产增速持续回落；

投资端：固投偏弱、PMI 跌破枯荣线、PPI 居高不下；

消费端：社零增长略有回升，CPI 回落；

进出口端：韧性较强。

○ 配置建议：

权益指数依然调整，关注部分中下游机会（汽配、化工）

利率债近期大幅调整砸出配置机会，信用利差还需走阔；

商品大涨大跌，风险较大，激进者轻仓参与，保守者可观望。

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		√				下游有些向中游传导，关注化工、汽配
	消费			√			估值依然还是不便宜
	中证500	√					中线推荐500ETF，估值处于历史底部
债券	利率债	√					近期大调砸出配置机会，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，关注成长周期低估值标的
商品	农产品				√		除苹果外，整体偏弱，关注玉米、淀粉机会
	能化		√				近期波动较大，激进可少量短线空单，保守出局观望
	工业	√					短线或有进入机会
	黑色		√				双焦、双硅波动较大，激进短线少量空单，保守出局观望

一、市场回顾

1、商品结构性行情为主，股市风格轮换、债市调整

自小票从8月开始连续上涨后，截至10月15日，10月A股风格轮换，小票出现休整回调，大票接力，上证50、沪深300分别上涨3%、1%，而中证500下跌1%。主要概念板块也有不同程度的表现：300消费跟随大盘上涨5%；而300成长、300周期势头有所减弱，分别上涨1%、2%。而债券在月中前，因为政策信号较弱持续调整，进入月中后，因MLF到期续作，降准预期下行，中长久期调整幅度较大，凸显配置价值。商品方面，受全球能源紧缺，拉闸限电，依然表现为限产类品种的大涨行情，但涨幅较大，风险有所积聚。

图表1：各类资产表现

		权益														
品种	2020年度	2021T	2020.10	2020.11	2020.12	2021.01	2021.02	2021.03	2021.04	2021.05	2021.06	2021.07	2021.08	2021.09	2021.10	
%	沪深300	27%	-7%	2%	6%	5%	3%	2%	-8%	1%	4%	-2%	-8%	0%	1%	1%
	中证500	21%	12%	-1%	3%	1%	0%	2%	-4%	4%	4%	1%	-1%	7%	-2%	-1%
	上证50	19%	-12%	1%	6%	5%	2%	4%	-8%	-1%	5%	-4%	-10%	-1%	3%	3%
	创业板指	65%	9%	3%	-1%	13%	5%	-5%	-7%	12%	7%	5%	-1%	-7%	1%	1%
	300成长	44%	-7%	3%	4%	9%	4%	1%	-9%	5%	4%	0%	-10%	-4%	4%	1%
	300价值	0%	-4%	2%	10%	-3%	2%	8%	-5%	-3%	2%	-4%	-10%	5%	1%	0%
	300周期	6%	-5%	1%	10%	-1%	1%	6%	-7%	-1%	5%	-5%	-8%	6%	-1%	2%
	300消费	75%	-16%	4%	2%	16%	2%	1%	-9%	4%	6%	-7%	-20%	-5%	14%	5%
		债券														
品种	2020年度	2021T	2020.10	2020.11	2020.12	2021.01	2021.02	2021.03	2021.04	2021.05	2021.06	2021.07	2021.08	2021.09	2021.10	
BP	国债10Y	0.64	-26.53	3.27	6.90	-10.71	3.56	9.37	-8.36	-2.46	-11.90	3.27	-24.15	0.87	3.26	9.07
	国债5Y	6.15	-23.78	-7.82	9.53	-11.96	4.93	9.28	-10.98	-2.21	-3.69	2.70	-26.44	-0.60	3.23	10.21
	国债1Y	11.08	-14.12	8.11	10.37	-35.71	20.60	-8.17	-2.11	-21.79	5.22	1.79	-29.47	17.59	2.21	0.34
	AAA3	7.90	-32.66	-7.75	14.69	-31.66	13.83	6.86	-14.75	-5.71	-15.10	4.30	-32.84	2.14	8.60	12.60
	AA+3	34.88	-54.67	-8.76	32.67	-24.67	-4.17	9.86	-17.75	-9.71	-5.10	-0.68	-36.88	0.15	9.62	9.60
	AA3	47.88	-27.67	-4.76	41.67	-15.67	2.82	8.86	-10.75	-10.71	-14.11	-1.69	-25.88	8.15	15.63	9.60
%	中证转债	5%	11%	2%	1%	0%	-1%	1%	0%	1%	3%	0%	3%	4%	0%	-1%
		商品														
品种	2020年度	2021T	2020.10	2020.11	2020.12	2021.01	2021.02	2021.03	2021.04	2021.05	2021.06	2021.07	2021.08	2021.09	2021.10	
%	南华商品	7%	23%	0%	8%	7%	0%	13%	-7%	7%	1%	1%	3%	-2%	4%	5%
	南华农产品	12%	10%	5%	1%	4%	-2%	6%	-8%	5%	1%	-1%	4%	1%	5%	4%
	南华能化	-10%	52%	0%	10%	6%	2%	14%	-7%	4%	0%	5%	6%	1%	19%	8%
	南华工业	9%	39%	0%	11%	6%	1%	15%	-5%	7%	0%	3%	5%	-1%	11%	6%
	南华黑色	64%	29%	4%	10%	18%	-4%	9%	-1%	11%	-3%	5%	5%	-1%	5%	3%

资料来源：Wind, iFind, 百瑞信托

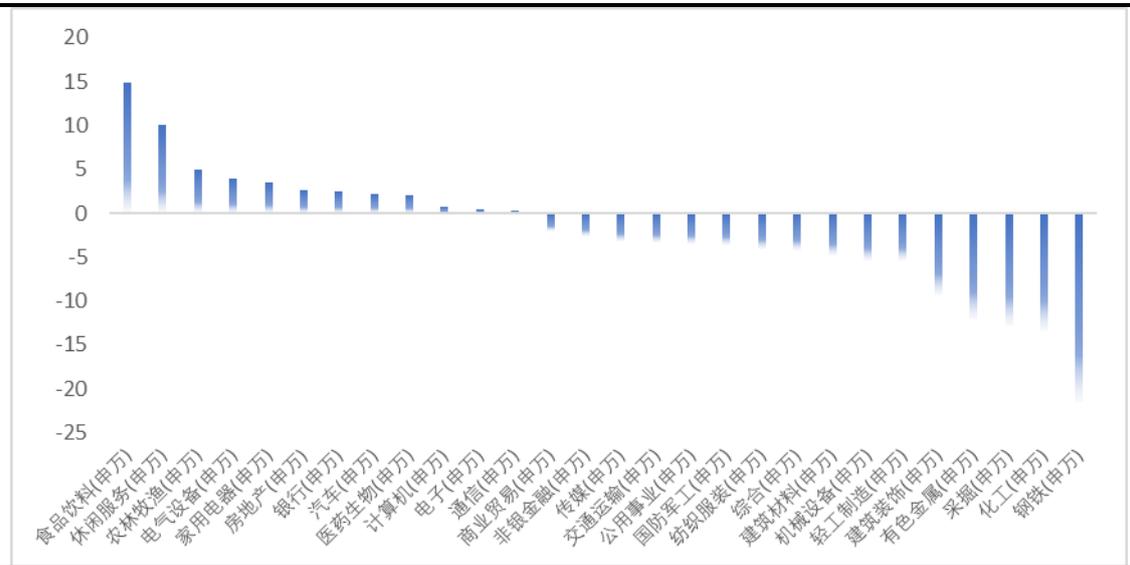
2、市场表现描述

1) 权益：节后权益市场交易活跃度回落，市场进入震荡调整期

截至10月15日，国内股市整体处于震荡调整阶段。主要指数持续上月分化行情，前期涨幅较大的中证500指数回落，下跌5.68%，而前期回落较大的上证50指数本月涨幅最大，上涨5.31%，创业板指也表现较好，上涨4.71%。板块方面，上月涨幅较大的钢铁和采掘板块区间内回调，分别下跌21.65%和16.88%，化工、有色金属以及建筑材料板块表现也不如预期，跌幅均超9%。食品饮料和休闲服务板块本月涨幅居前二，分别上涨14.84%和10.12%，农林牧渔、

电气设备、家用电器板块表现也较好，涨幅在 3%-5%之间。

图表 2：申万一级行业涨跌幅（09.17--10.15）



资料来源：Wind, 百瑞信托

2) 债券：利空较多，跌势为主，长端配置性凸显

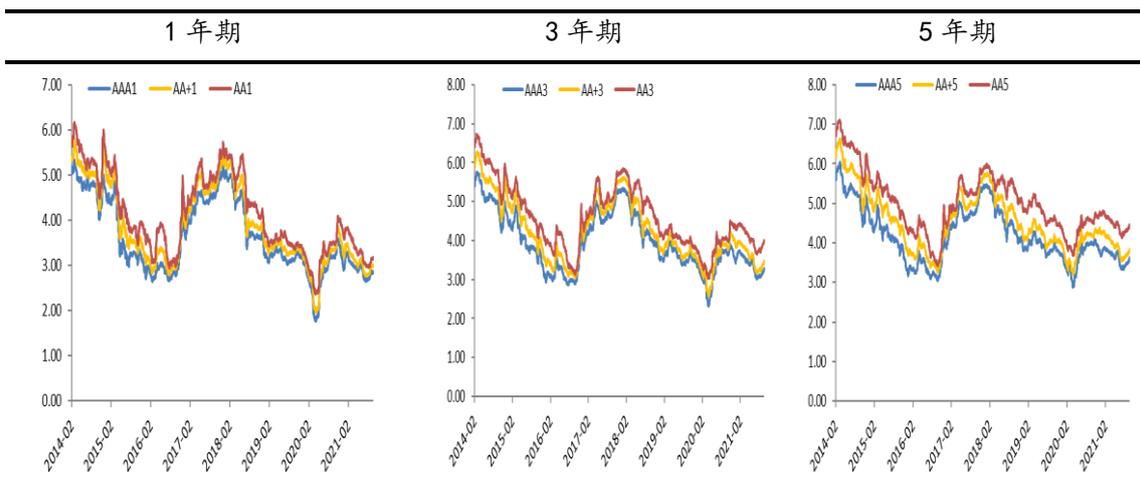
本月（9月17日-10月15日），利率债方面，月中以前处于政策真空期，短端受资金面较松，收益率有所下行，但长端受 PPI 高企，MLF 对冲等利空因素，收益率有所上行；但月中后，MLF 到期续作，打消降准预期，债市大跌，但使得长端配置价值凸显。具体来看，1Y 国债下行 6.17BP、3Y 国债上行 6.3BP、5Y 国债上行 8.27BP、10Y 国债上行 8.98BP（未涵盖 10.18 的大跌）。

信用债方面，信用债收益率整体跟随利率债上行。从产业债来看，AAA1Y 上行 4.6BP、AAA3Y 上行 13.88BP、AAA5Y 上行 13.61BP、AA+1Y 上行 7.58BP、AA+3Y 上行 16.9BP、AA+5Y 上行 12.62BP。

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 2.37BP；AA+3Y 产业债信用利差走阔 3.35BP；AA3Y 产业债信用利差则走阔 3.25BP。

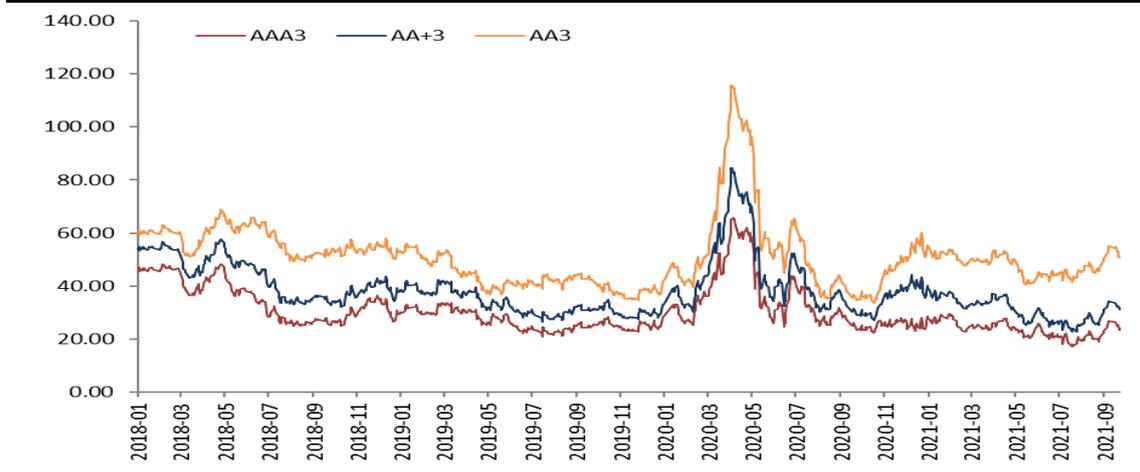
从期限利差来看，有所收敛。具体来看，AAA10Y-3Y 利差收窄 4.51BP，AAA7Y-3Y 期限利差走阔 1.33BP，AAA5Y-3Y 期限利差收窄 0.27BP。

图表 3：各期限产业债收益率下行



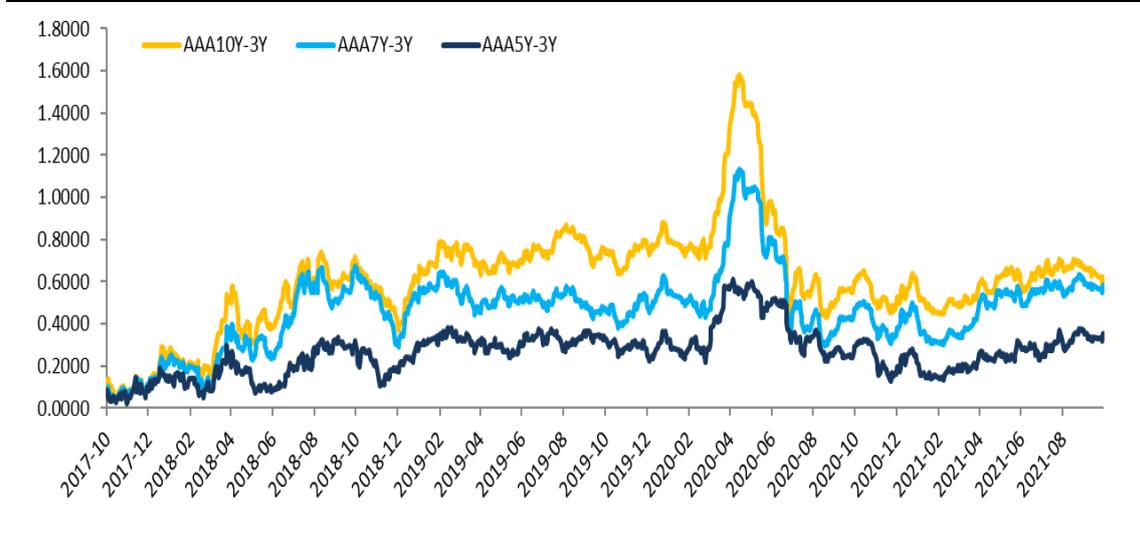
资料来源：Wind, 百瑞信托

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



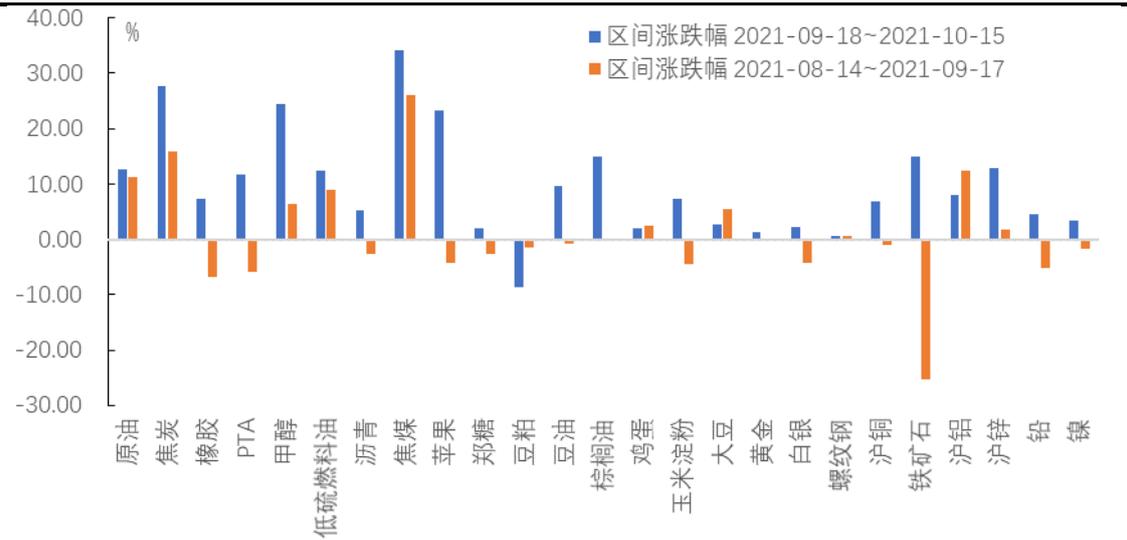
资料来源：Wind, 百瑞信托

3) 商品市场：能源紧张，限产类大涨

截至 10 月 15 日，本期南华商品指数上涨 10.64%（前值-0.25%）。在当前能源危机潜在风险不断显现的情况下，商品价格呈现出明显涨幅，特别是能化以及有色金属表现强劲。而大宗商品价格再度提振引发市场通胀预期提升，类滞涨逻辑概率也在上升。高频数据显示，国内投资端仍面临下行压力，尽管专项债发行进一步加速，但形成实物工作量仍需时间。

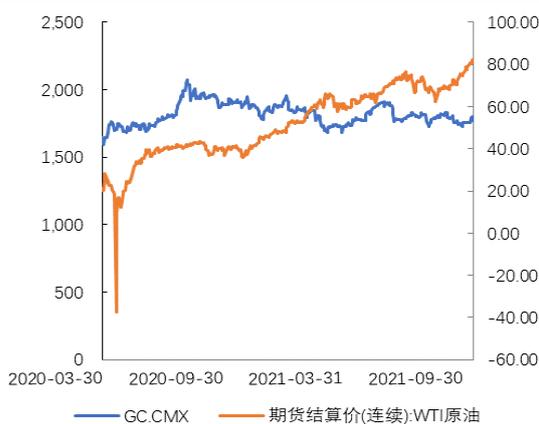
本月（9 月 18 日-10 月 15 日），商品期货各板块普涨。其中受全球能源紧张局势影响，能化指数上涨 19.73%，成为涨幅最大的板块；金属指数上涨 6.86%；农产品指数上涨 9.00%。金属方面，有色带动金属板块。而铁矿石下游遇冷冲高回落。农产品方面，仍保持分化局面，苹果受天气影响大幅上涨 23.34%，而进口大豆成本下降拖累国内豆粕价格导致豆粕重挫 8.60%。贵金属方面，与有色金属相比位于低位，本期上涨 1.70%。

图表 6：各类商品指数本月表现（0918-1015）



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

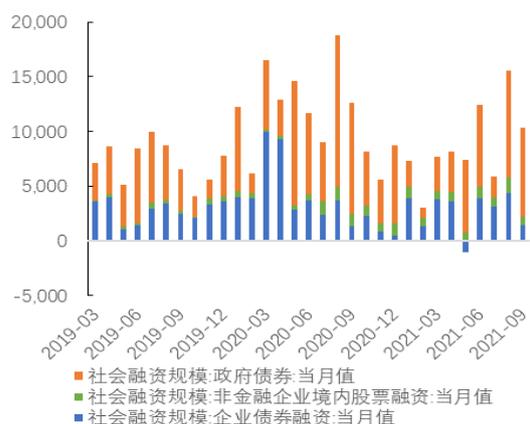
1、流动性情况

1) 社融存量同比连续三个月下行

9 月份,社会融资规模增量为 2.9 万亿元, 比上年同期少 5675 亿元, 比 2019 年同期多 3876 亿元。初步统计, 2021 年前三季度社会融资规模增量累计为 24.75 万亿元。从存量数据看, 9 月社融存量同比增速由 8 月的 10.3%降至 10%, 社融存量同比增速已连续三个月下行。除信贷不及去年同期外, 还受到政府债高基数、非标持续压降的影响。

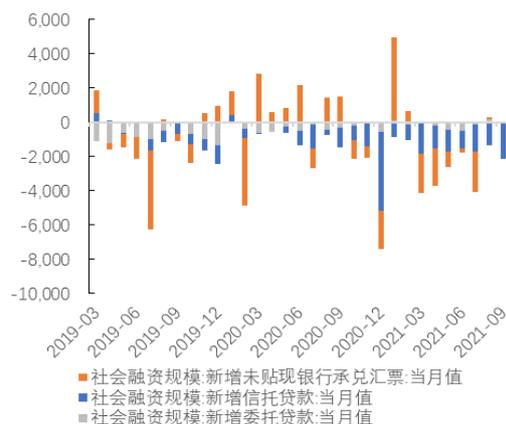
从结构上来看: 1) 表内融资方面, 9 月新增居民贷款较 8 月显著回暖, 但从贷款增速来看, 居民与企业的中长期贷款增速依然不容乐观。; 2) 直接融资(企业债券融资+政府债券+非金融企业境内股票融资) 新增 1.03 万亿元, 9 月企业债券与政府债券发行同步放缓。3) 在资管新规引导下, 表外融资继续收缩。其中, 委托贷款同比基本持平, 信托贷款同比多减 0.1 万亿, 未贴现银行承兑汇票同比少增 0.15 万亿。

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



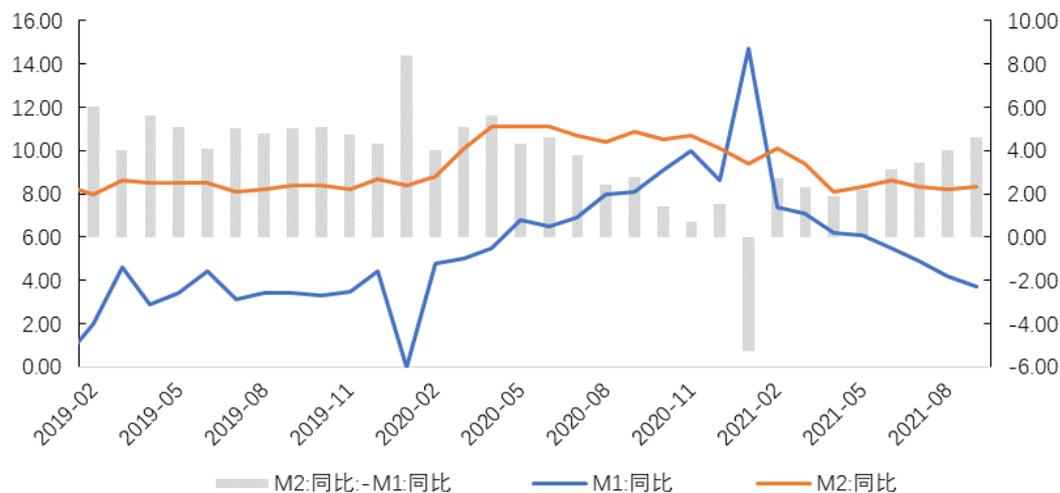
数据来源：Wind，百瑞信托

2) 货币供应：M2 与 M1 剪刀差再度走阔

9 月末，广义货币(M2)余额 234.28 万亿元,同比增长 8.3%，增速比上月末高 0.1 个百分点，比上年同期低 2.6 个百分点；狭义货币(M1)余额 62.46 万亿元,同比增长 3.7%，增速分别比上月末和上年同期低 0.5 个和 4.4 个百分点；流通中货币(M0)余额 8.69 万亿元,同比增长 5.5%。

9 月，M2 与 M1 之间的剪刀差继续扩大至 4.60%，反映出经济增长动能走弱趋势延续。同时，社融-M2 剪刀差在 9 月环比下行 0.4pct 至 1.7%，广义流动性缺口连续五月收窄，指向银行负债端压力得以缓解。

图表 11：M2 与 M1 剪刀差扩大

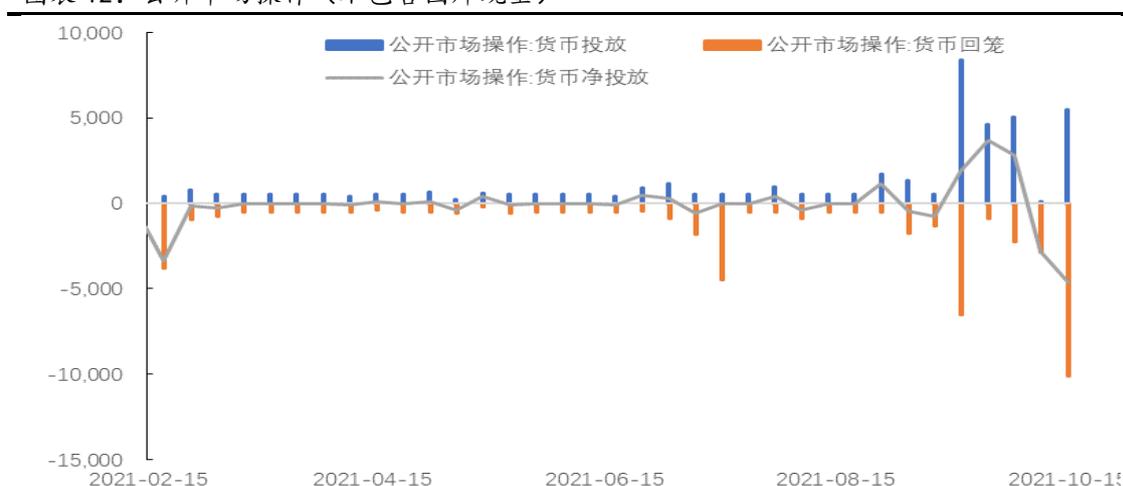


资料来源：Wind，百瑞信托

3) 应对跨季提前放量操作，灵活精准的货币政策基调未发生变化

央行在 9 月末提前放量操作 7 天逆回购，并重开 14 天逆回购，以维护季末流动性平稳。央行公开市场操作与前几个月操作风格保持一致，延续稳健的货币政策基调。国庆假期后，央行重回每日进行 100 亿元 7 天逆回购操作。10 月 15 日，央行进行 5000 亿元中期借贷便利（MLF）操作，精准对冲到期量，是连续第二个月等量平价续做 MLF。7 天逆回购、14 天逆回购、MLF 操作中标利率分别为 2.20%、2.35%和 2.95%，政策利率均保持不变，表明当前货币政策灵活精准、合理适度的政策基调未发生变化。

图表 12：公开市场操作（不包含国库现金）

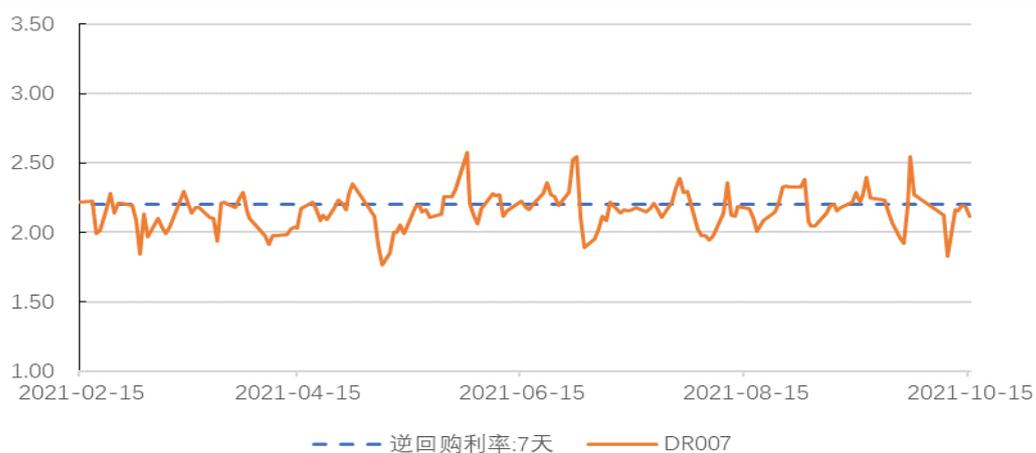


资料来源：Wind，百瑞信托

4) 资金价格受跨季、央行净回笼因素影响较大

9 月最后两周，受跨季等因素影响，资金面偏紧。但央行提前开始跨季流动性维稳操作，市场预期不断改善，市场机构提前操作，资金面情况逐步好转。国庆假期后，连续多日的净回笼使市场利率未快速回落，但随着逆回购到期量逐渐降低且央行等量续作 MLF，维稳态度明确，银行间质押回购利率逐步降低。截至 10 月 15 日，DR007 利率为 2.1174%，回落至政策利率之下。

图表 13: 存款类机构间 7D 质押式回购利率 (%)

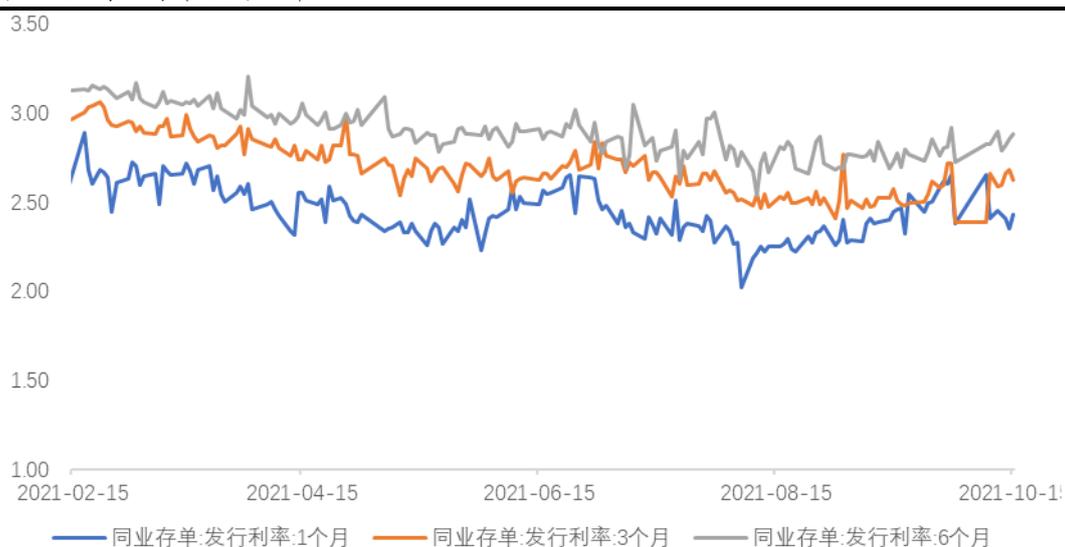


资料来源: Wind, 百瑞信托

5) 同业存单发行持续低温

9 月银行同业存单净融资规模为 407.50 亿元, 其中, 发行总额达 13395.80 亿元, 仅高于 1 月的发行量, 处于年内低点。10 月, 发行态势尚未有明显回温。与此同时, 发行利率有所回升, 9 月同存平均发行利率为 2.6314%; 10 月利率继续上调, 截至 10 月 15 日, 平均发行利率为 2.6899%。1 个月期同业存单发行利率为 2.4289%, 3 个月同业存单发行利率为 2.6211%, 6 个月同业存单发行利率为 2.8787%。同业存单发行规模的下降可能与部分银行备案额度不足有关。

图表 14: 同业存单发行利率 (%)



资料来源: Wind, 百瑞信托

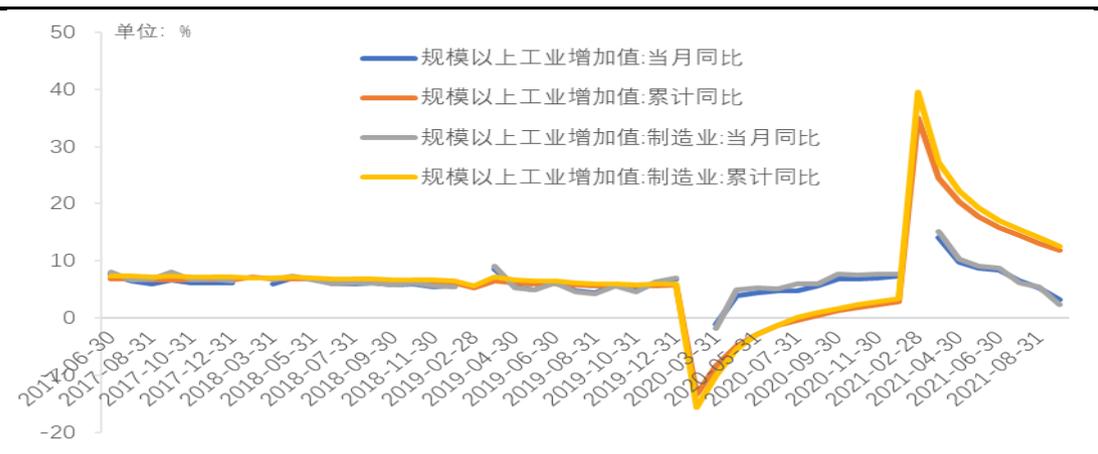
2、宏观数据点评

1) 生产端：工业生产增速持续回落

2021年9月，规模以上工业增加值同比实际增长3.1%，比2019年同期增长10.2%，两年平均增长5.0%。2021年1-9月，规模以上工业增加值累计同比增长11.8%，两年平均增长6.4%。近几个月以来，工业增加值增速逐月回落。与2019年和2020年同期相比，当前工业生产的增速已降至较低水平，反映出经济增长面临较大的下行压力。9月制造业的工业增加值增速为2.4%，低于整体增速，表明制造业的增长压力同样较大。

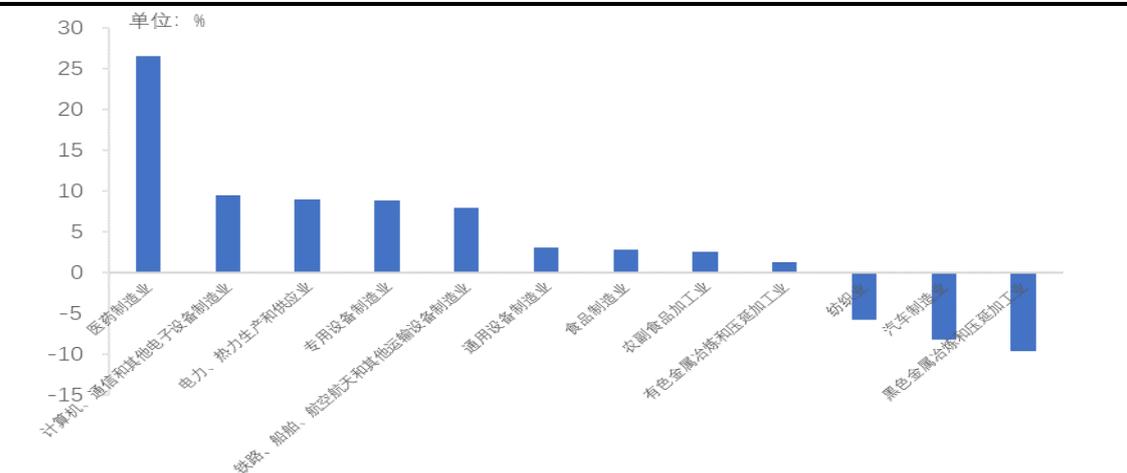
分行业来看，2021年9月，41个大类行业中有30个行业增加值同比实现增长。其中，医药制造业的增速继续表现亮眼，达到26.5%，为增速最高的细分行业。增速为负的行业包括黑色金属冶炼和压延加工业、汽车制造业、纺织业。

图表 15：工业生产增速持续回落



数据来源：iFinD，百瑞信托

图表 16：工业生产上下游情况



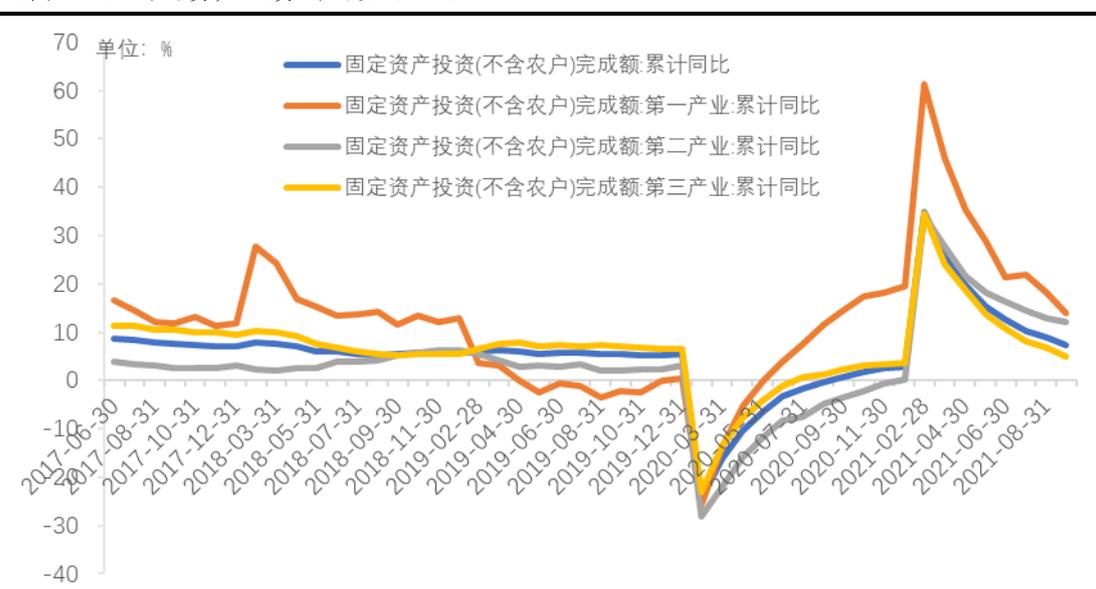
数据来源：iFind，百瑞信托

2) 投资端：固投偏弱、PMI 跌破枯荣线、PPI 居高不下

2021 年 1-9 月，我国固定资产投资（不含农户）397,827 亿元，同比增长 7.3%，比 2019 年 1-9 月份增长 7.7%，两年平均增长 3.8%。固定资产投资的增速呈现继续回落的态势。当前固定资产投资的增速已降至较低水平，两年平均增速数据反映固定资产投资的增长仍然偏弱。

分产业来看，1-9 月第一、第二、第三产业的增速分别为 14.0%、12.2%、5.0%，第一、第二产业的增速高于平均增速。在第二产业中，工业投资增速为 12.2%，制造业投资增速为 14.8。制造业中投资增速较高的细分行业包括铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业、专用设备制造业、计算机、通信和其他电子设备制造业、电气机械和器材制造业、农副食品加工业，增速在 20%以上。汽车制造业投资增速为-6.5%，自 2021 年 3 月以来连续 7 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

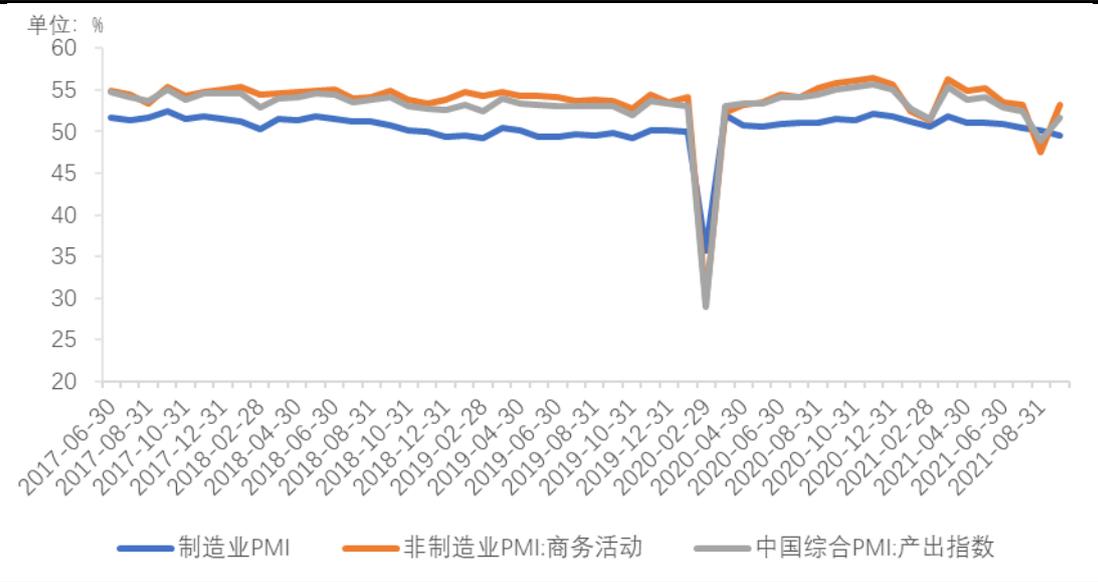
2021 年 9 月，制造业 PMI 指数为 49.6%，降至临界点之下，为 2020 年 3 月以来首次降至临界点之下，表明制造业景气水平有所回落。从 5 个分类指数来看，生产指数、新订单指数、原材料库存指数、从业人员指数和供应商配送时间指数全部低于临界点，表明我国未来经济增长下行压力较大。

2021 年 9 月，随着我国局部地区疫情影响的消除，非制造业 PMI 指数为 53.2%，在 8 月降至临界点之下之后，再次回升至临界点之上，表明非制造业景气水平有所回升。分行业看，建筑业商务活动指数为 57.5%，较 8 月下降 3 个百分点。服务业商务活动指数为 52.4%，较 8 月上升 7.2 个百分点。

2021 年 9 月我国综合 PMI 产出指数为 51.7%，较 8 月上升 2.8 个百分点，

回升至临界点之上，表明我国企业生产经营活动总体扩张步伐已较 8 月加快。

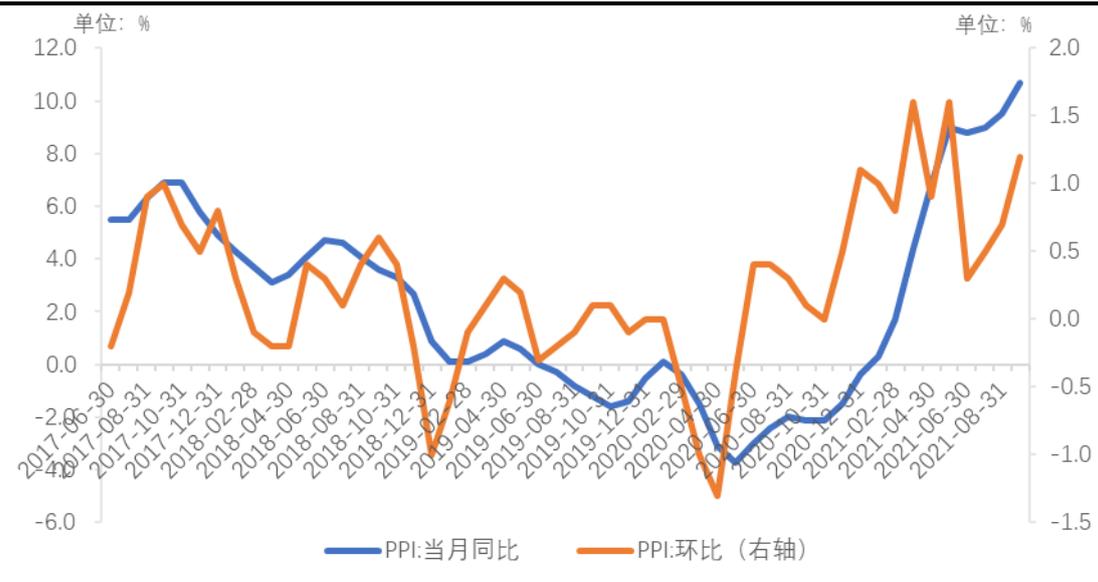
图表 18：制造业 PMI 回落至临界点之下



数据来源：iFinD，百瑞信托

2021 年 9 月，PPI 同比上涨 10.7%，增速较 8 月上升 1.2 个百分点，持续处于高位。生产资料价格上涨 14.2%，其中采掘工业价格和原材料工业价格上涨较快，分别达 49.4%、20.4%。生活资料价格上涨相对温和，为 0.4%。从环比来看，9 月 PPI 上涨 1.2%，涨幅较 8 月上升 0.5 个百分点。

图表 19：PPI 仍在高位



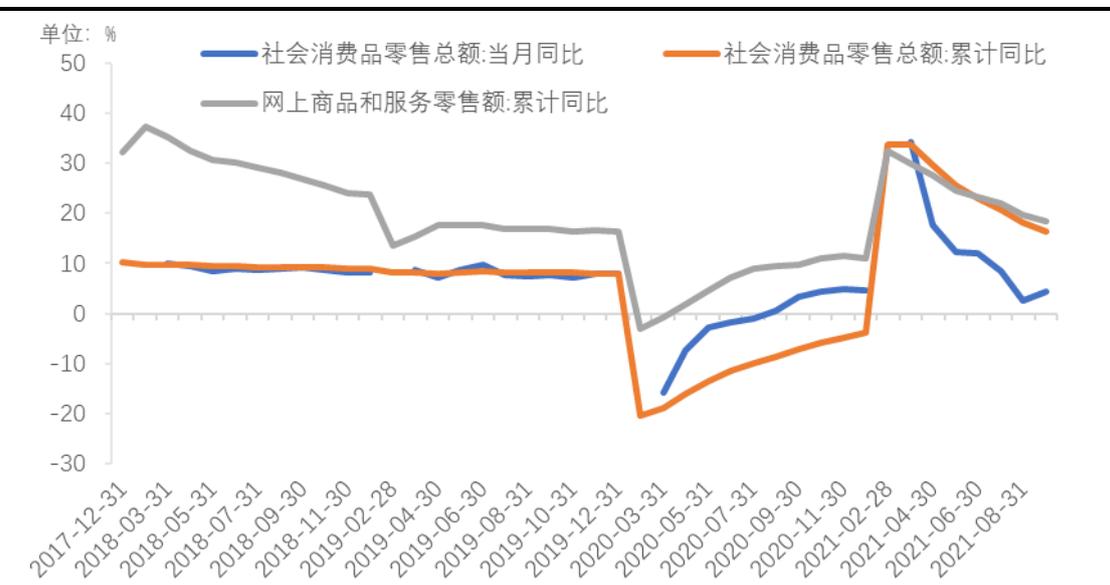
数据来源：iFinD，百瑞信托

3) 消费端：社零增长略有回升，CPI 回落

2021 年 9 月，社会消费品零售总额同比增长 4.4%，增速较 8 月上升 1.9 个百分点。与 2019 年 9 月相比增长 7.8%，两年平均增长 3.8%。1-9 月的累计同比增速为 16.4%，比 2019 年 1-9 月增长 8.0%。虽然 9 月社消增速已有所回升，但对比历史数据仍处于较低水平。扣除价格因素，9 月份社消同比实际增长 2.5%，表明我国消费的增长面临较大的压力。

按消费类型来看，9 月商品零售同比增长 4.5%，餐饮收入则由 8 月的负增长转正，增速为 3.1%。2021 年 1-9 月，我国网上零售额同比增长 18.5%，继续位于较高增速水平。

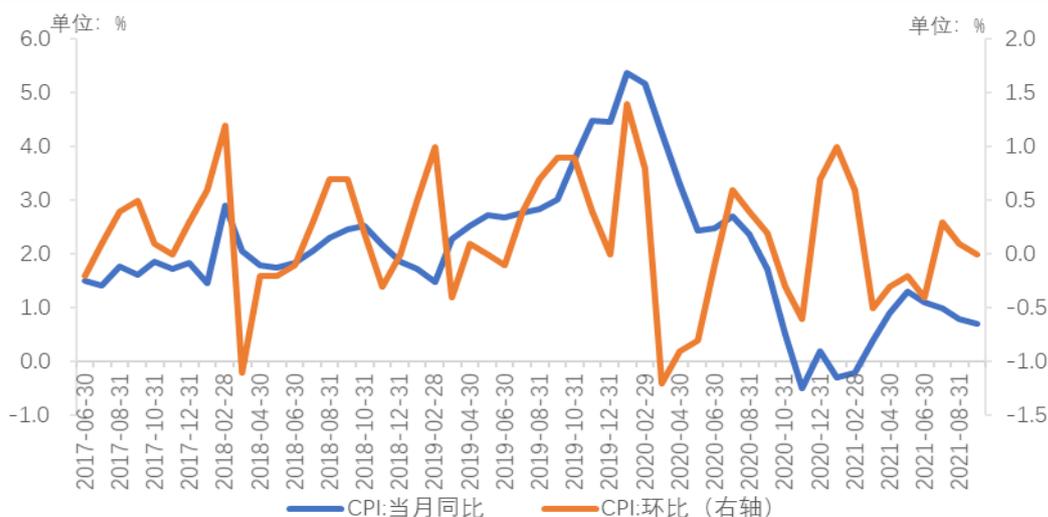
图表 20：社会消费品零售略有回升



数据来源：iFinD，百瑞信托

2021 年 9 月，我国居民消费价格指数 CPI 同比上涨 0.7%，涨幅较 8 月回落 0.1 个百分点。食品价格下降 5.2%，其中猪肉价格下降 46.9%，影响 CPI 下降约 1.12 个百分点。环比来看，9 月 CPI 与 8 月持平，环比涨幅较 8 月回落 0.1 个百分点。其中食品价格环比下降 0.7%，非食品价格环比上涨 0.2%。9 月，PPI 上行、CPI 下行，表明上游价格的上涨传导至下游的压力不太大。

图表 21：CPI 回落

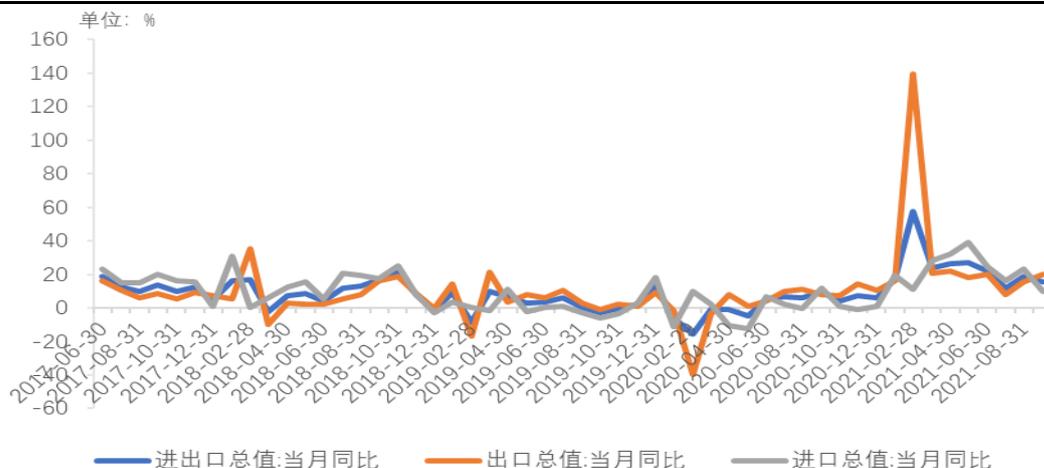


数据来源：iFinD，百瑞信托

4) 进出口端：韧性较强

2021 年 9 月，按人民币计价，我国进出口总额 35,328.8 亿元，同比增长 15.4%。其中，出口总额 19,830.3 亿元，同比增长 19.9%；进口总额 15,498.4 亿元，同比增长 10.1%，实现顺差 4,331.9 亿元。9 月的进出口增速仍处于较高水平，其中出口的增速较 8 月进一步提高，进口的增速较 8 月有所下降，但仍位于 10%以上。在海外疫情发展态势尚不明朗的情况下，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，我国出口有望保持在较高的增速水平。9 月以来我国部分企业受限电限产措施的影响，对原材料进口的需求有所减弱，导致 9 月进口增速有所回落。总体来看，我国进出口仍有较强的韧性，全年有望保持在较高增速水平。

图表 22：出口同比增速仍处于较高位置



数据来源：iFinD，百瑞信托

3、重要事件

1) 货币政策委第三季度例会：加强货币政策与财政、产业、监管政策之间的协调

9月24日，中国人民银行货币政策委员会2021年第三季度例会召开，会议分析了国内外经济金融形势。会议强调，加强国际宏观经政策协调，防范外部冲击搞好跨周期政策设计，统筹做好今明两年宏观政策衔接；稳健的货币政策要灵活精准、合理适度保持流动性合理充裕；落实好普惠小微企业贷款延期还本付息政策和信用贷款支持计划延期工作；有序推动碳减排支持工具落地生效等。

与二季度货币政策委员会例会相比，三季度对于国内经济形势的定调删除了“稳中加固、稳中向好”的判断，转而表示我国经济恢复依然“不稳固、不均衡”，这表明我国经济下行压力加大。三季度例会中增加了“加强与财政、产业、监管政策之间的协调，统筹金融支持实体经济与防风险”的表述。这主要与近段时间我国经济金融运行中出现的若干新现象、新问题有关，包括社融规模明显少增、房地产市场运行稳定性值得关注、大宗商品价格居高不下挤压下游企业利润等。值得注意的是，相较二季度例会本次例会新增“维护房地产市场的健康发展，维护住房消费者的合法权益”这一表述，但针对房地产的各项调控措施短期内预计难以放松。

2) 人民银行、银保监会联合召开房地产金融工作座谈会

9月29日，人民银行、银保监会联合召开房地产金融工作座谈会。会议认为，近年来，金融部门全面落实房地产长效机制，稳妥实施房地产金融审慎管理制度，保持房地产金融政策连续稳定，在服务实体经济、推动经济转型升级和促进房地产市场平稳健康发展中发挥了积极作用。会议强调，金融部门要认真贯彻落实党中央、国务院决策部署，围绕“稳地价、稳房价、稳预期”目标，准确把握和执行好房地产金融审慎管理制度，坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，坚持不将房地产作为短期刺激经济的手段，持续落实好房地产长效机制，加快完善住房租赁金融政策体系。会议要求，金融机构要按照法治化、市场化原则，配合相关部门和地方政府共同维护房地产市场的平稳健康发展，维护住房消费者合法权益。

3) 央行回应房地产金融风险、四季度流动性、通胀等问题

10月15日，中国人民银行召开2021年第三季度金融统计数据发布会，就房地产金融政策、四季度流动性缺口、通胀形势等当前金融市场热点问题作出回应。

关于近期房企债务风险方面，央行金融市场司司长邹澜表示，部分房企债

务的问题在房地产行业是个别现象，经过近几年的房地产宏观调控，尤其是房地产长效机制建立后，国内房地产市场的地价、房价、预期保持平稳，大多数房地产企业经营稳健，财务指标良好，房地产行业总体是健康的。房地产金融调控政策将在坚持“房住不炒”的总原则下保持连续性和稳定性，房地产企业债券融资渠道将保持稳定、畅通。

面对下半年经济下行压力加大的宏观形势，近期市场对于降准的呼声较高。央行货币政策司司长孙国峰在回应记者关于四季度流动性缺口补充问题时表示，四季度，银行体系流动性供求将继续保持基本平衡，不会出现大的波动。针对下一阶段货币政策取向，孙国峰表示，下一阶段，稳健的货币政策将灵活精准、合理适度，以我为主、稳字当头，做好跨周期调节，统筹考虑今明两年政策衔接。

孙国峰强调，总的来看，我国的通胀总体可控。PPI 可能在近期维持高位，但是考虑到我国是全球主要生产国，经济自给能力较强，企业大部分能源品供应有长期协议保障，国际大宗商品价格上涨和各国通胀上行的输入性影响可控，所以 PPI 维持高位还是一个阶段性的。随着全球供给恢复、运输效率提升和高基数效应显现，PPI 有望于今年底至明年趋于回落。CPI 将有所上行，但会继续处在年初的预期目标区间之内。

4) 银保监会发布通知：服务煤电行业正常生产和商品市场有序流通

2021 年 10 月 5 日，银保监会印发《关于服务煤电行业正常生产和商品市场有序流通 保障经济平稳运行有关事项的通知》(以下简称《通知》)。

《通知》强调，要保障煤电、煤炭、钢铁、有色金属等生产企业合理融资需求。要督促银行保险机构全力做好今冬明春能源电力保供金融服务工作，满足能源电力供应合理资金需求，积极支持煤炭主产区和重点煤炭企业增加电煤供应，确保人民群众温暖过冬。严禁挪用套取信贷资金或绕道理财、信托等方式，违规参与煤炭、钢铁、有色金属等大宗商品投机炒作。严禁挪用各种贷款，严禁银行保险资金违规流入股市、债市、期市，严禁对符合支持条件的煤电、煤炭等企业和项目违规抽贷、断贷。要积极推动消费信贷规范健康发展等。

在“双控”的背景下，银保监会为缓解近期用电紧张、大宗商品价格上升等给经济生活带来的压力，提出优先满足能源电力供应合理资金需求，并将保持监管高压态势严防银行保险资金影响商品市场。《通知》还指出，积极推动消费信贷规范健康发展，推动健全有利于消费信贷可持续发展的管理制度和指标体系。

三、配置建议

图表 23：配置建议

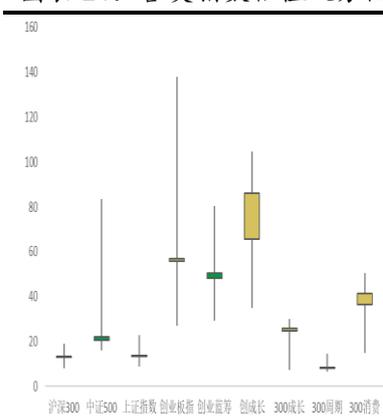
分类	多		中性		空		备注
	+	-	+	-	+	-	
权益		√		√			国产替代的科技、低估值医药可适度关注
成长							下游有些向中游传导，关注化工、汽配
周期							估值依然还是不便宜
消费				√			中线推荐500ETF，估值处于历史底部
中证500		√					
债券		√					近期大调砸出配置机会，中线依然看到2.7
利率债							等待信用周期转宽松
信用债				√			alpha行情为主，关注成长周期低估值标的
可转债			√				
商品					√		除苹果外，整体偏弱，关注玉米、淀粉机会
农产品				√			近期波动较大，激进可少量短线空单，保守出局观望
能化							短线或有进入机会
工业		√					
黑色			√				双焦、双硅波动较大，激进短线少量空单，保守出局观望

资料来源：百瑞信托

1、权益市场

截至 10 月 15 日，除中证 500、创业蓝筹估值降低外，其余指数估值均有所增长，沪深 300，中证 500、上证指数和创业板指数的 PE 估值分别是 13.26、20.57、13.68、57.07；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 48.24、86.19、25.71、8.21、41.37。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	2021-09-17	10Y	10Y	2021-10-15	2021-09-17	2021-10-15
	PE	最高	最低	PE	分位数%	分位数%
沪深300	13.10	19.00	8.01	13.26	66.68	69.21
中证500	21.94	83.24	16.00	20.57	7.77	5.23
上证指数	13.80	22.98	8.90	13.68	54.92	53.56
创业板指	55.62	137.86	27.04	57.07	62.03	66.28
创业蓝筹	50.41	80.42	29.32	48.24	32.20	21.55
创成长	65.78	104.70	34.80	86.19	64.09	89.38
300成长	24.76	29.95	7.47	25.71	95.85	96.54
300周期	8.28	14.39	6.64	8.21	16.10	15.95
300消费	36.29	50.50	15.04	41.37	70.51	96.67

资料来源：Wind，百瑞信托

市场观点：1) 国家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作为中长期目标会暂时让位于保障民生、稳大宗商品价格的短期目标。2) 9 月 PPI 持续高企，上游价格对中下游行业存在一定利润挤压，但是有一部分中下游行业有曙光乍现的迹象，可以关注：新能源行业中的汽车配件、整车；以及化工板块。

2、债券市场

利率债方面，在基本面供需双降，经济下行压力逐渐加大的背景下，利多债市；但近期债市利空因素较多，一来是 PPI 屡创新高，PPI-CPI 也再刷新高，对 CPI 形成一定传导压力；二来是 MLF 的续作打消市场对降准的预期。所以，10 月中旬以前，由于政策信号模糊，市场主要以小幅调整为主，但 MLF 的续作使得 10.18 出现大幅调整，我们认为降准只是推迟并非取消，随着 10.18 大调后，10Y 国债已经回调到降准前的水平，中线配置机会更加凸显，坚持中线 2.7 的判断。

信用债方面，在 9 月的过热交易后，近期有些熄火，主要是在地产债的带动下，信用利差开始走阔为主，AAA 产业利差分位数也从此前的 0%到 15%的位置，在信用还未整体转宽松的情况下，信用利差还有走阔的空间。从 2021 年中报数据来看，行业利润导致的行业利差分化也存在明显的趋势，可以适当关注净利润改善或较稳，同时行业利差分位数处于 50%左右的电力、化工、电气设备、通信、食品饮料等行业的利差修复。

转债方面，在经历一波快速风格轮动后，逐步企稳，依然建议看重基本面，精选个券，在成长和周期中精挑细选，同时关注价值风格的个券机会。

图表 25：债券表现及分位数（09.17-10.15，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	0.24	0.02	-0.17	-0.26	-0.54					
国开	0.15	-0.03	-0.13	-0.18	-0.43	21	13	1	7	2
非国开	0.18	0.10	-0.21	-0.18	-0.39	12	11	10	13	4
铁道	0.17	-0.13	-0.30	-0.48	-0.62	15	12	26	35	15
产业AAA	0.17	-0.15	-0.34	-0.47	-0.47	15	14	34	52	22
产业AA+	0.15	-0.21	-0.28			13	16	19		
产业AA	0.22	-0.09	-0.50			12	43	51		
产业AA-	0.30	-0.01				79	93	92		
城投AAA	0.17	-0.14	-0.27	0.02	-0.47	13	15	19	17	11
城投AA+	0.13	-0.21	-0.52			19	27	38		
城投AA	0.17	-0.19	-0.49			21	26	37		
城投AA-	0.31	0.00				92	90	86		

资料来源：Wind，百瑞信托

3、商品市场

能化方面，因全球能源紧缺，导致原油、煤炭大幅上涨，但目前动力煤涨幅和基本面关系已经扑朔迷离了，昨日在发改委喊话下动力煤砸至跌停板，建议出局观望；化工方面，前期推荐的与动力煤挂钩的甲醇、EG、PP、塑料等可以获利出局了。

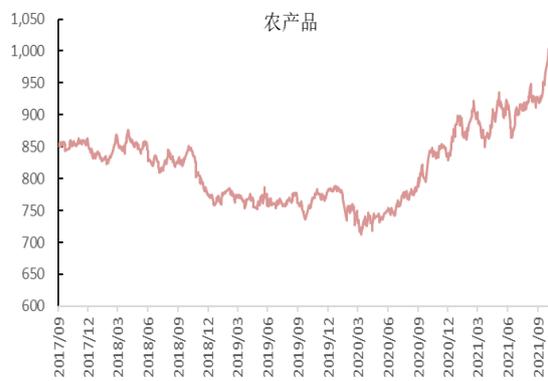
黑色方面，受多地能耗双控加码，双焦、双硅强势上行，但在龙头动力煤

的下跌下，也纷纷跌停，在这种极端行情下，建议出局观望，激进可短线少量空单。螺纹、热卷需求偏弱，目前参与度不高，可关注后续基建升温的情况，上月推荐的铁矿石短线反弹机会可获利出局。

工业方面，受电力不足影响，铜、铝、锌等出现一小波拉升行情，但很快跟随动力煤下跌，多头可关注后续进入机会，少量参与。

农产品方面，整体弱势判断；苹果、生猪因天气和收储有一波行情，但目前涨幅较大，不建议追高；可关注玉米、淀粉；粕类方面，因受生猪盈利亏损而需求下降，但油粕比在不断上升，短线或有反弹机会。

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



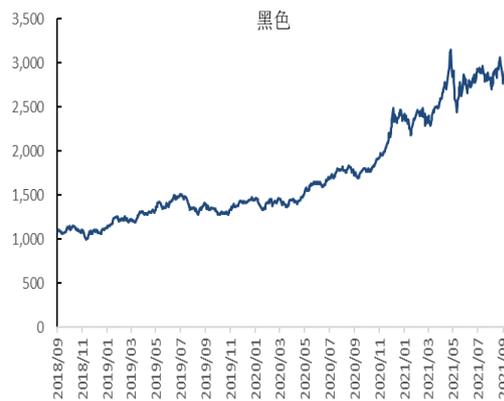
数据来源：Wind，百瑞信托

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