

11 月资产配置报告

证券研究报告

2021 年 11 月 26 日

作者

宋雪涛 分析师
SAC 执业证书编号: S1110517090003
songxuetao@tfzq.com

林彦 联系人
linyanyan@tfzq.com

相关报告

- 1 《宏观报告：风险定价-未来交易逻辑会如何变化？-11 月第 4 周资产配置报告》2021-11-23
- 2 《宏观报告：宏观-房地产何时见底？——政策评估和数据测算》2021-11-23
- 3 《宏观报告：六问六答：年内新高后，美元指数怎么走？》2021-11-22

11 月-22 年 1 月大类资产配置建议：

权益：维持权益【**标配**】；维持上证 50 和沪深 300 至【**标配或高配**】、中证 500【**标配**】；维持金融【**高配**】，维持成长、周期和消费【**标配**】。宽基指数投资价值与上月基本保持一致。板块中，周期股回调较多，其他板块投资价值变化不大

债券：维持利率债【**标配**】，上调高评级信用债至【**标配或高配**】，维持转债【**标配**】

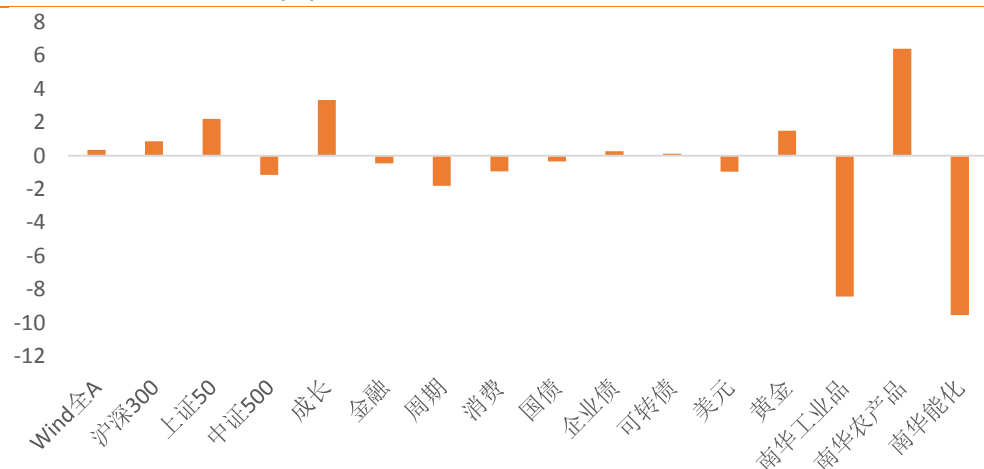
商品：维持【**低配**】贵金属、工业品、农产品

做多人民币汇率：维持【**标配**】

风险提示：疫情再爆发；经济增速下滑超预期；货币政策超预期收紧

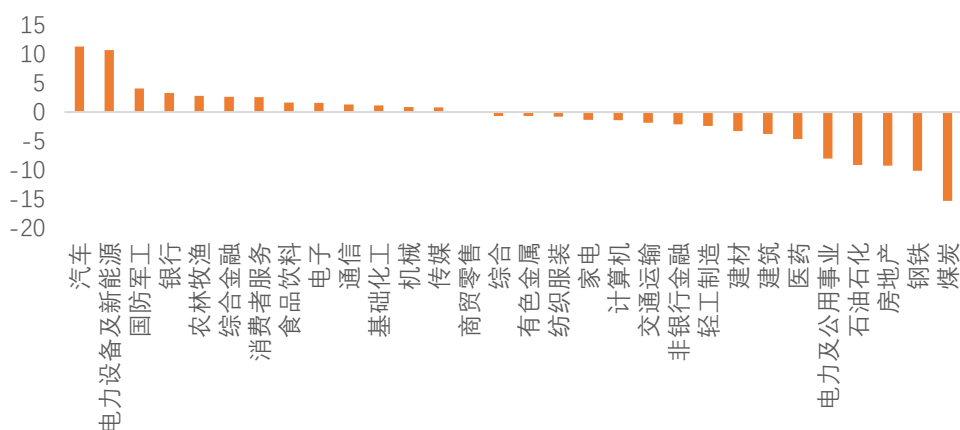
一、10 月市场回顾

图 1：10 月各类资产收益率 (%)



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 2：10 月 A 股行业收益率 (%)



资料来源：Wind，天风证券研究所

权益市场：10 月 Wind 全 A 指数窄幅震荡，中盘股（中证 500）与大盘蓝筹（上证 50 和沪深 300）之间的走势进一步收敛。板块上，成长继 9 月调整之后，10 月快速反弹基本收复了前期跌幅；金融、消费板块修复暂停；周期板块受大宗商品价格调整带动表现较弱。

债券市场：10 月利率债震荡偏弱；信用债震荡偏强，中证转债指数窄幅震荡基本收平。

商品市场：10 月大宗商品分化严重，其中能化品工业品分别下跌 9.53%和 8.43%；农产品上涨 6.40%。美债实际利率回落，黄金价格企稳回升。

外汇市场：10 月美元指数窄幅震荡。人民币对美元汇率走强，对一篮子货币有贬有升。

二、11 月宏观环境与政策状态

宏观环境：9 月底以来，房地产的短期政策底陆续出现。但是截至目前，房企融资环境的改善尚不明显。受预售资金监管限制，房企资金周转效率降低，拿地/开工意愿疲弱，成交土地溢价率持续处于冰点，新开工继续负增长，房地产投资增速维持加速下滑的状

态。在地产的拖累下，10月官方制造业 PMI 49.2，在荣枯线下继续下行，经济压力加大。订单类指数全部处于荣枯线以下，除新出口订单指数外，其它订单类指数继续回落，制造业需求不足对企业盈利的制约明显。能源和原材料价格快速上涨，对工业国的利润和消费的抑制较大，经济仍在衰退象限内。随着近期能源价格的调整，PPI 有望筑顶回落。10月 CPI 同比录得 1.5%，开始温和回升。

政策状态：目前流动性环境仍维持在【较宽松】的区间内。央行在三季度货币政策执行报告中强调“增强信贷总量增长的稳定性”。央行推出碳减排支持工具、设立 2000 亿元支持煤炭清洁高效利用专项再贷款，都预示着后续政策将开始由“宽货币”转向“宽信用”。信用环境有所改善，地产政策短期纠偏和年底财政支出进度加快，将会带来社融增速四季度回升。

三、11 月-明年 1 月大类资产配置建议

图 3：11 月-明年 1 月大类资产配置建议

大类资产	空仓/做空	低配	标配	高配	超配	相较上月
股票						-3%
债券						7%
商品						5%
股票大类	空仓	低配	标配	高配	超配	
周期						-6%
消费						-1%
成长						-1%
金融						-2%
上证 50						1%
沪深 300						0%
中证 500						2%
债券大类	空仓	低配	标配	高配	超配	
利率						7%
信用						7%
转债						1%
拉久期						
加杠杆						
信用下沉						
商品大类	空仓	低配	标配	高配	超配	
农产品						4%
工业品						6%
汇率	空仓	低配	标配	高配	超配	
人民币						-7%

资料来源：天风证券研究所

（1）权益：维持权益【标配】；维持上证 50 和沪深 300【标配或高配】、中证 500【标配】；维持金融【高配】，维持成长、周期、消费【标配】。宽基指数的投资价值与上月基本一致。周期股的投资价值回调较多，其他板块变化较小

11 月 Wind 全 A 胜率小幅回落到中性下方，连续两个月小幅回落。中证 500 的胜率小幅回升，但是仍处在中位数下方。上证 50 和沪深 300 胜率继续回升，目前处在中性偏高的位置。信用企稳回升的预期支撑了大盘股的胜率回升。

行业风格中，周期和金融的胜率有所下降，其中周期回落速度较快，消费和成长胜率小幅回升。成长和周期的胜率处在中性偏低位置，消费胜率略低于中性，金融胜率略高于中性。

金融股受经济回落加快和流动性宽松放缓的影响，**胜率小幅回落至中性附近。**

消费股在衰退中**整体胜率不高，但受信用扩张预期的支撑，胜率回升到略低于中性。**

成长股对信用回升和流动性宽松减慢的反应更敏感，受基本面的影响最钝化，利空和利多因素形成对冲，胜率变化较小。

周期股和金融股类似，对总需求回落和流动性宽松放缓更加敏感。在行业杠杆的约束下，周期股对信用扩张的反应相对钝化，目前胜率最低。

赔率方面，Wind 全 A 的估值【中性偏便宜】，上证 50 和沪深 300 的估值【中性偏便宜】，中证 500 的风险溢价较上期继续上升，处在【很便宜】的区间内。金融估值【很便宜】，成长估值【较便宜】，周期估值【较便宜】，消费估值【中性】。

配置策略：维持权益【标配】；维持上证 50 和沪深 300 至【标配或高配】、中证 500【标配】；维持金融【高配】，维持成长、周期和消费【标配】。宽基指数的投资价值与上月基本保持一致。周期股的投资价值回调较多，其他板块变化较小。

（2）债券：维持利率债【标配】，上调高评级信用债至【标配或高配】，维持转债【标配】

11 月利率债的胜率小幅提升。利多因素是基本面加速回落，不利因素是通胀回升且流动性宽松速度有所放缓，当前状态下信用企稳对利率债的影响较弱。如果信用在财政发力后出现回升，利率债可能有调整。

11 月高评级信用债的胜率继续上升，处于中高位置。在近几个月信用风险发酵的环境下，高评级信用债的胜率变化和利率债基本一致。11 月 AAA 级 3 年信用利差进一步回落至 13%分位，AA 级 3 年信用利差回落至 71%分位，信用市场的风险偏好仍然严重分化。

目前，利率债的期限利差位于中位数下方，久期策略的性价比有限；流动性溢价维持在中低水平，短端利率的风险定价偏贵。流动性预期从中高位置有所回落，市场对未来一年流动性收紧的担忧缓解。信用溢价再次回落至中性，信用债的性价比一般。

配置策略：维持利率债【标配】，上调高评级信用债至【标配或高配】，维持转债【标配】

（3）商品：维持【低配】贵金属、工业品、农产品

11 月工业品胜率开始回升，目前处在略低于中性的位置；农产品的胜率也回升至中性上方。

工业品的胜率开始回升，主要受信用企稳回升的预期支持。农产品对应的必需消费品有涨价预期，胜率也重回中性上方。地产销售与投资的加速回落压制总需求，钢材的消费数据 10 月大幅走弱。供给端，在保供政策支持下和能源价格加速回落之后，多数商品的边际供给仍在恢复。工业品的供需紧平衡趋向于缓解。另外，前期能源价格的利多因素基本定价合理，欧美新冠新增确诊人数再次上升，全球进入第四轮疫情周期明显压制了全球的需求恢复预期。

工业品的金融属性压力有限，11 月起美联储每月缩减资产购买规模 150 亿，符合市场预期。美债实际利率处在历史极低位置，目前贵金属的胜率中低，赔率中性。工业品、农产品和能化品的赔率进一步下降且目前都处在历史低位，大宗商品整体盈亏比极低。

配置策略：维持【低配】贵金属、工业品、农产品

（4）做多人民币策略：维持【标配】

11 月人民币胜率大幅下降，连续五个月处在中位数下方，目前处在中低位置。10 月中国制造业 PMI 在荣枯线下继续下行，而美国制造业 PMI 仍在 60 附近高位震荡。叠加美联储 11 月开始退出量化宽松，中国央行维持较宽松的货币政策，短期内人民币胜率中低。中美短期利差目前仍处在中高位置，未见明显回落，人民币赔率中高。

配置策略：【标配】人民币资产

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_30116

