

# 12月大类资产配置策略

证券研究报告  
2019年12月10日

作者

经济基本面阶段性企稳的迹象已经显露，预计4季度GDP出现企稳走平或下行明显放缓（6.0左右），明年1季度呈现弱复苏（6.0-6.1）。

政策方面，现阶段更关注货币政策的实际取向能否超越当前各类表述的中性预期，16日能否再降MLF利率是重要的观察点。2020年新增专项债限额1万亿提前下达后，财政基本打破真空期。

股票：整体标配，稳中求进。偏向于低估值早周期和部分周期龙头。在真空期（数据、政策、中美）完全打破前，选择躁动明年主线是权宜之计（电子）；随着数据和政策进一步提升经济阶段性企稳预期，低估值早周期板块（金融、地产、家电、建材）将继续改善估值，成为躁动的主线。

债券：岁末年初，利率债的不利因素较多。基建地产建筑类需求好于制造，信用债中的城投和地产债好于制造民企。但是“16呼经开PPN001”延迟兑付再次敲响了打破刚兑信仰的警钟。对信用下沉仍要谨慎，优选区域和平台层级，控制久期。

商品：标配铜、做多铜金比。油价WTI 50-60美元，Brent 55-65美元。黄金有避险需求，但短期面临通胀疲弱和美元强势两大瓶颈，价格区间维持1450-1550美元。

**风险提示：**逆周期政策力度不及预期；中美贸易摩擦再次升级

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

相关报告



图 1：12 月大类资产配置图谱

大类资产	低配	标配	超配
股票			
债券			
商品			
<b>股票大类</b>	<b>低配</b>	<b>标配</b>	<b>超配</b>
周期			
消费			
成长			
<b>债券大类</b>	<b>低配</b>	<b>标配</b>	<b>超配</b>
利率			
信用			
<b>商品大类</b>	<b>低配</b>	<b>标配</b>	<b>超配</b>
黑色			
有色			
贵金属			
原油			

资料来源：天风证券研究所绘制

## 12 月经济

9-10 月经济数据再次出现季末反弹、季初回落的特征，但好于 7-8 月，透过数据波动的表象，经济基本面阶段性企稳的迹象已经显露，11 月官方 PMI 时隔 7 个月重回扩张区间，财新 PMI 已经连续 5 个月回升，CPI 进一步攀升至 4.5%（前值 3.8%），PPI 止跌反弹到 -1.4%（前值 -1.6%），工业库存周期进入被动去库阶段。预计 11 月工业增加值较 10 月小幅改善，投资走平、消费反弹、进出口回升转正，商品房销售小幅回落；金融数据可能好于一致预期，社融增速持平或略升高（10.7-10.8）。**预计 4 季度 GDP 出现企稳走平或下行明显放缓（6.0 左右），明年 1 季度呈现弱复苏（6.0-6.1）。**

## 12 月政策

《三季度货币政策执行报告》同时提到“经济下行压力加大”和“防止通胀预期扩散”的双向预期管理目标。11 月 MLF/OMO/LPR 降息 5bp 和 10-12 月连续超额投放 MLF 表明了货币政策的态度：既保证流动性合理充裕，打消货币收紧预期，也兼顾通胀预期，不释放明显的再宽松信号。**现阶段更关注货币政策的实际取向能否超越当前各类表述的中性预期，16 日（14 日是周六，MLF 操作可能顺延到周一）能否再降 MLF 利率将是重要的观察点。**11 月 27 日财政部提前下达 2020 年部分新增专项债限额 1 万亿，今年内提前发行的概率已经很低，预计明年初正常发行，**财政基本打破真空期。**

## 12 月股票

**整体标配，稳中求进。偏向于低估值早周期（银行地产基建地产竣工）和部分周期龙头。**

十月以来市场处于三维真空期（经济、政策、中美），核心是年底资金季节性偏紧，持续缩量震荡。接下来，真空期有望陆续打破，市场面临选择方向。由于短期没有新的利空因素，且中美达成协议的预期较高，市场选择向上的概率更大，叠加明年年初基建预期较高，春季躁动可能会提前开始。

中美达成第一阶段协议的预期较高，如果中美有协议（12月15日截止），行情可能从月中提前开始。如果没有协议，则可能快速下跌后倒逼货币边际放松，对于当前市场流动性边际宽松的作用更大，躁动可能等货币放松后开始。

**在真空期（数据、政策、中美）完全打破前，选择躁动明年主线是权宜之计。**目前来看，明年全年基本面较为清晰且预期比较一致的是电子，所以躁动也始于电子。**随着数据和政策进一步提升经济阶段性企稳预期，低估值早周期板块（金融、地产、家电、建材）将继续改善估值，成为躁动的主线。**如果后续的数据和政策能将经济预期从阶段性企稳进一步提升至复苏甚至过热，主线将延伸至部分中游周期行业的龙头（汽车、机械、有色、化工）。

等到明年初经济数据确认开门红，早周期板块的修复接近末尾，同时CPI在年初出现高点，利率中枢受CPI、专项债、经济数据等利空因素抬升，压制高估值板块，躁动结束，接下来需要在中美潜在冲突和政策节奏变化中消化估值。

## 12月债券

### 利率低配：

岁末年初，利率的不利因素较多：1）11月官方PMI和财新PMI同时回升，经济基本面阶段性企稳的迹象已经显露；2）预计11月主要经济数据较10月改善，信贷料增1.3-1.4万亿，社融增速10.7-10.8左右；3）CPI和PPI同时回升，明年初CPI有破5的可能性；4）中美谈判可能达成第一阶段协议，提升风险偏好；5）货币政策态度表述偏中性，14日MLF是否降息是重要观察点；6）专项债提前下达，要求“早发行、早使用，确保明年年初即可使用见效，确保形成实物工作量，尽早形成对经济的有效拉动”。

### 信用标配：

基建地产建筑类需求好于制造，信用债中的城投和地产债好于制造民企。由于专项债已提前下达，明年基建投资增速回升的确定性较高，建筑业的景气度持续高于制造业，因此信用债中仍然相对看好城投债，但是“16呼经开PPN001”延迟兑付再次敲响了打破刚兑信仰的警钟。对信用下沉仍要谨慎，优选区域和平台层级，控制久期。

## 12月商品

**铜：**10月资产配置中，我们建议标配铜、做多铜金比，该策略已经获利且依然有效。（1）需求方面，中国的基建（电气设备电网）、地产竣工（电线家电）和新能源车制造对铜有确定性支撑。（2）供给方面，库存和价格在低位，冶炼加工费也在低位，库存周期酝酿反转。（3）叠加中美贸易deal提升风险偏好，对大宗商品有催化。

**原油：**12月6日，OPEC+决定2020年开始减产50万桶/日，但前提是所有国家100%履约，目前看除沙特外的其他国家减产不积极，俄罗斯产量在9月创下历史新高，美国页岩油产量至明年仍将增加，因此明年上半年全球原油市场仍然大概率会供大于求。在需求主导的原油市场中，供给因素对油价只是阶段性影响，因此油价预测不变，WTI价格区间50-60美元，Brent价格区间55-65美元。

**黄金：**有避险需求，但短期突破1550-1600美元。顶部区间面临通胀疲弱和美元强势两大瓶颈，价格区间维持1450-1550美元。

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

## 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
		强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪		

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\\_8497](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_8497)

