

# 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**】

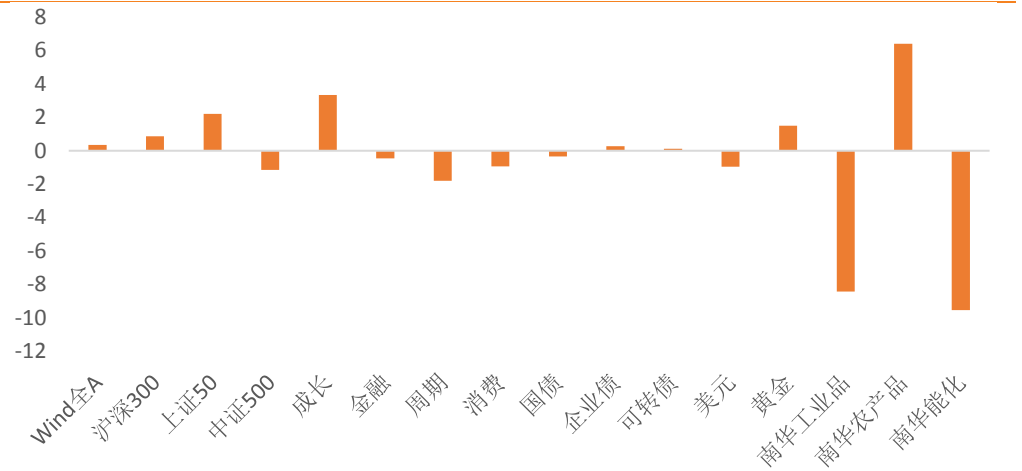
**商品：**维持【**低配**】贵金属、工业品、农产品

**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

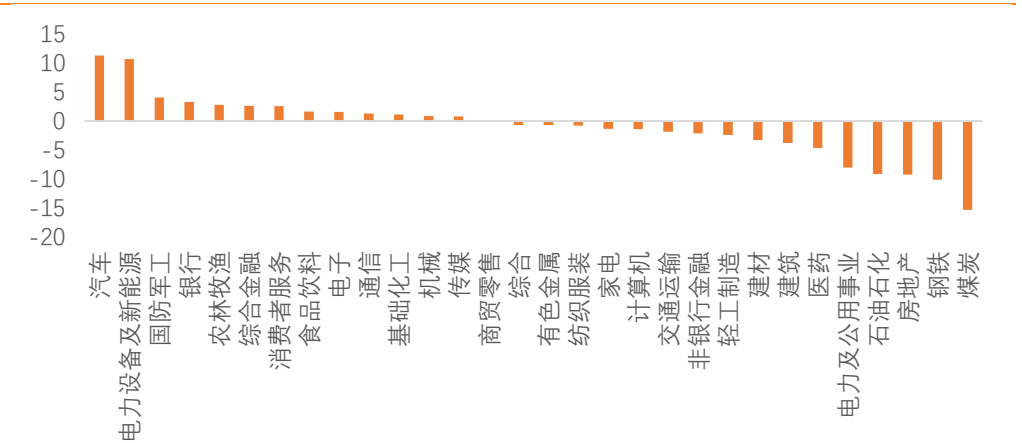
## 一、10月市场回顾

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

找报告, 上“数据理河”

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%
<b>股票大类</b>	<b>空仓</b>	<b>低配</b>	<b>标配</b>	<b>高配</b>	<b>超配</b>	
周期						-6%
消费						-1%
成长						-1%
金融						-2%
上证50						1%
沪深300						0%
中证500						2%
<b>债券大类</b>	<b>空仓</b>	<b>低配</b>	<b>标配</b>	<b>高配</b>	<b>超配</b>	
利率						7%
信用						7%
转债						1%
拉久期						
加杠杆						
信用下沉						
<b>商品大类</b>	<b>空仓</b>	<b>低配</b>	<b>标配</b>	<b>高配</b>	<b>超配</b>	
农产品						4%
工业品						6%
<b>汇率</b>	<b>空仓</b>	<b>低配</b>	<b>标配</b>	<b>高配</b>	<b>超配</b>	
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。

找报告，上“数据理河”

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**

**找报告，上“数据理河”**

## （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

## 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
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

## 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com

找报告，上“数据理河”

微信小程序、知识星球、www.bj-xinghe.com、微信群（18610100296）同步分享更新