

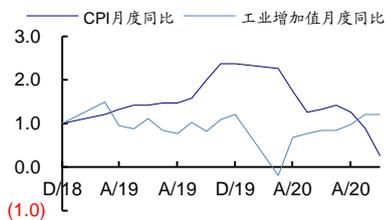
证券研究报告—动态报告

宏观经济

大类资产配置月报

2020年12月05日

CPI与工业增加值月度同比增速



宏观数据

固定资产投资累计同比	1.80
社零总额当月同比	4.30
出口当月同比	-20.70
M2	10.50

相关研究报告:

《大类资产配置月报: 大选结束后, 风险资产有望迎来普涨》——2020-11-05
 《宏观经济月报: 四季度投资拉动或再次上升, 消费修复动能仍充足》——2020-10-23
 《宏观经济月报: 消费补偿增长叠加积极财政或推动国内经济短期过热》——2020-09-30
 《大类资产配置月报: “股强债弱” 格局仍将延续》——2020-10-12
 《大类资产配置月报: 大宗商品大有可为》——2020-09-04

证券分析师: 徐亮

电话: 021-60933155
 E-MAIL: xuliang@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编码: S0980519110001

证券分析师: 董德志

电话: 021-60933158
 E-MAIL: dongdz@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编码: S0980513100001

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

宏观月报

继续期待顺周期资产的表现

● 国内大类资产月度展望

我们认为顺周期资产在未来的表现还是值得期待的。从短期宏观经济来看, 经济复苏的表现依然强劲, 11月中采制造业PMI和财新制造业PMI均创出近期新高, 其中财新PMI更是创2010年12月以来新高, 我国制造业、服务业、建筑业景气度均较高, 呈现全面上升态势, 整体经济增长向上的趋势得到强化。另外, 9月、10月工业增加值均达到了去年年底水平, 投资和消费增速也在继续上升。国内短期四季度经济的复苏强度可能会超出市场预期。从中期视角来看, 在严控新冠疫情的情况下, 中国经济已经率先复苏, 而后续随着疫苗的普及, 欧美经济将会逐步恢复, 未来全球经济的复苏共振将极大地促进顺周期资产的上涨。在各大类资产后续表现方面:

(1) **股票市场:** 整体来看, 国内经济的复苏进程还在继续, 后续欧美经济有望呈现复苏态势, 国内股票市场将受益于全球经济复苏而继续向好, 但仍需要提防外部经济冲击以及明年二季度内在经济走势的自然趋缓对股市的影响。结构上, 随着工业品价格的上涨, PPI同比上升的同时, 工业企业的利润也会随之改善, 周期类股票将会继续有较好的表现。

(2) **债券市场:** 我们认为债券市场的压力依然较大, 根据我们的测算, M1底部回升后的6-12个月内, PPI环比转正。同时, M1回升幅度10个点, 对应PPI环比在正值区域的平均月增幅为0.2-0.3%。因此, 我们认为, 2020年持续宽信用, 大概率推升工业品价格持续上涨, 相应的带动名义增长率持续上行。我们预计本轮10年期国债至少上行至3.5%, 2021年上半年收益率上行压力较大。

目前市场上有两个现象: 1. 国债期货基差水平较低, 这在一定程度上能够表明期货上的投资者相对现券上的投资者更加乐观一些。但这并不能说明未来债券利率会反转下行, 在判断利率方向上, 还是应以基本面为主。在我们预期利率还有上行压力的情况下, 未来国债期货的基差还是会向上修复的, 更有可能是以期货相对补跌的形式来修复。2. 股债性价比指标显示债券资产已具有优势, 股票资产的估值已相对较高。我们认为从资产估值的角度来说, 债券资产的性价比确实有所提升, 但是对于配置型资金而言, 对于交易型资金, 还是以右侧交易为主。

(3) **商品市场:** 近期, 顺周期资产表现强势, 商品指数也呈现一路上行走势, 整体已达到年初疫情前的高点。但这很可能不是商品上涨的终点, 而是商品价格上涨的新一轮起点。目前, 全球主要经济体表现中几乎是中国经济一枝独秀, 以国内市场为主的商品价格早已摆脱疫情束缚而创出新高, 下一阶段, 随着全球其它经济体的逐步复苏, 来自需求侧的刺激将会导致商品价格出现新一轮的上涨, 前期全球央行大幅货币投放的效应也将显现。商品资产在未来的表现将优于其他资产。

(4) **外汇市场:** 从中国的基本面出发, 无论是从疫情防控情况、经济恢复速度、央行货币政策放松程度来看, 人民币的升值基础始终存在。但在经历连续大幅升值之后, 人民币汇率进一步明显升值的空间不大, 后续需要关注美元指数是否还会进一步下跌。短期来看, 预计人民币汇率将会维持偏强震荡状态。

内容目录

大类资产价格变化月度回顾：顺周期资产表现亮眼	4
股票：周期、金融表现亮眼	5
债券：维持偏弱震荡状态	6
外汇：美元指数下探新低，人民币继续升值	8
商品：11月几乎一路上涨，仅贵金属表现不佳	8
各大类资产估值比价情况	10
历年来国内主要资产表现情况	10
历史分位点水平看各资产估值情况	10
股债相对估值	11
各大类资产收益波动比较	13
货币信用大类资产配置框架月度跟踪	13
货币信用风火轮当月状态判断	13
货币信用风火轮框架下的风险平价组合跟踪	14
国内大类资产月度展望	17
国信证券投资评级	19
分析师承诺	19
风险提示	19
证券投资咨询业务的说明	19

图表目录

图 1: 国内各大类资产在 2020 年 11 月的表现.....	5
图 2: 上证综指在 2020 年 11 月的表现	5
图 3: 股票及其风格指数在 2020 年 11 月的表现.....	6
图 4: 10 年期国债期货在 2020 年 11 月的表现.....	7
图 5: 国债期限利差 (10-1) 的表现.....	7
图 6: 货币市场加权利率走势.....	7
图 7: 5 年中票信用利差表现情况	8
图 8: 美元兑人民币汇率及美元指数走势.....	8
图 9: 各类商品指数在 2020 年 11 月的表现	9
图 10: 南华工业品指数走势	9
图 11: 历年国内主要资产表现情况.....	10
图 12: 国内各大类资产价格处于历史五年的百分位点情况 (2020.11)	11
图 13: 沪深 300 股息率/10 年国债利率及其百分位点	12
图 14: 沪深 300 市盈率倒数-10 年国债利率及其百分位点	12
图 15: “货币+信用”组合状态与大类资产价格变化关系一览 (概率按次数计算)	13
图 16: “货币+信用”组合状态与股票市场变化关系一览 (概率按次数计算)	14
图 17: 2020 年 12 月货币信用框架下的风险平价组合配置比例	15
图 18: 各个资产的权重变化 (2012.03-2020.12)	15
图 19: 股票债券资产的权重变化 (2012.03-2020.12)	15
图 20: 几种资产配置组合的净值走势图比较 (2012.03-2020.11)	16
图 21: 7 月以来周期指数表现强势.....	17
图 22: 中采 PMI 和财新 PMI 表现强势.....	17
表 1: 各大类资产价格的月度变化 (2020.11)	4
表 2: 国内各大类资产价格的估值情况 (2020.11)	11
表 3: 国内各大类资产收益的波动比较 (2020.11)	13
表 4: 几种资产组合的比较 (2012-03 至 2020-11)	16

大类资产价格变化月度回顾：顺周期资产表现亮眼

整体来看，2020年11月，各大类资产的优劣表现依次为商品>股票>汇率>债券，商品表现强势。具体来看：（1）股票在11月震荡上扬，受美国大选不确定性逐渐落地、新冠疫苗研发取得进展等方面的影响，股市表现不错，上涨明显；（2）债市表现依然偏弱，主要原因在于：风险偏好升温压制债市情绪、信用风险事件也对流动性形成冲击、经济复苏力度依然强劲；（3）商品指数在11月一路上升，与周期股的强劲表现相呼应，有色、能化和黑色商品表现亮眼；（4）美元指数下跌探底，人民币继续升值，除基本面因素外，中国资产较强的吸引力也对人民币汇率形成支撑。

表 1：各大类资产价格的月度变化（2020.11）

各大类资产	上月末价格 (2020-10-30)	当月末价格 (2020-11-30)	期间涨跌	涨跌原因	
股票	上证综指	3224.5	3391.8	5.19%	A股在月初和月中下旬均呈现明显上涨，原因主要在于：（1）美国大选不确定性逐渐落地，市场风险偏好上升明显；（2）新冠疫苗研发取得进展；（3）经济复苏依然强劲，10月经济数据表现不错，投资和消费需求均延续旺盛景气；（4）三季报披露完毕，A股面临的不确定性风险下降。但同时，股市在11月也受到了一些冲击，主要包括：（1）在“永煤事件”后，信用市场违约风险担忧上升，导致流动性和风险偏好均受到压制；（2）国内货币政策相对谨慎，三季度货币政策执行报告首次提出保持宏观杠杆率的稳定，重提“把好货币供应总闸门”。
	深证成指	13236.6	13670.1	3.28%	
	创业板指	2655.9	2631.9	-0.90%	
	上证50	3280.4	3469.4	5.76%	
	沪深300	4695.3	4960.3	5.64%	
	中证500	6111.5	6320.9	3.43%	
债券	中债财富总指数	200.3	200.6	0.17%	债市在11月期间的变化大致可以划分为三个阶段：第一阶段是11月2-4日，债市冲高。债市出现上涨的原因主要有：（1）资金面明显转松；（2）美国大选结果未定，引起全球风险资产波动加大，市场避险情绪升温。第二阶段是11月5-19日，债市继续下跌探底。具体来看，债市下跌的原因主要有：（1）股市、商品表现不错，债市情绪受到压制。美国大选结果明朗，不确定性减少，新冠疫苗研发又有进一步的进展等因素均进一步推升风险资产而压制债市；（2）市场对央行货币政策边际收紧依然存在担忧，央行政策吹风会提及政策退出，三季度货币政策执行报告首次提出保持宏观杠杆率的稳定，重提“把好货币供应总闸门”；（3）受信用风险事件影响，部分债券型基金面临较大赎回压力，资金面相对偏紧，拖累利率债走势；（4）10月经济数据较好，经济复苏势头继续向好；（5）国债一级招标结果不佳，打压债市情绪。第三阶段是11月20-30日，债市出现反弹。具体来看，债市反弹的原因主要有：（1）金融委释放维稳信号，强调“保持流动性合理充裕，牢牢守住不发生系统性风险的底线”，债市情绪好转；（2）央行净投放资金，而且交易所的资金融出也出现明显放量，资金面有所转松；（3）央行意外操作MLF，对市场情绪提振明显。
	中债1-30年利率债指数	163.4	163.8	0.23%	
	中债信用债总财富指数	188.1	187.7	-0.22%	
	10年国开利率	3.66	3.70	4.0	
	10年国债利率	3.18	3.25	6.9	
	1年国债利率	2.73	2.83	10.4	
汇率	美元指数	94.02	92.03	-2.11%	因为疫情防控成果较好，中国经济率先复苏，央行也保持相对谨慎的宽松货币政策，人民币汇率的升值基础是始终存在的。近期人民币兑美元汇率向下突破6.6，继续明显升值，原因主要有：（1）美元指数继续下跌，短期来看，美国经济复苏依然面临严峻考验，财政刺激政策还未落地，新冠疫情影响愈发严重，政策还将继续保持极度宽松水平；（2）中国资产的吸引力始终明显，国内A股的表现不错，是全球资产配置机构的主要配置标的，另外，中美利差也走阔至历史高位，国内债券的配置吸引力显著提升。
	美元兑人民币（在岸）	6.70	6.58	-1.75%	
	美元兑人民币（离岸）	6.70	6.58	-1.67%	
	人民币汇率指数	95.23	95.41	0.19%	
商品	南华综合指数	1423.8	1541.5	8.27%	在美国大选情况明朗、新冠疫苗进展较好、国内经济复苏势头依然向好的情况下，顺周期资产表现最优，商品指数更是一路上涨，表现尤为强势。但同时，受市场风险偏好明显上升的影响，以黄金为代表的贵金属资金表现不佳。
	南华工业品指数	2161.0	2401.8	11.14%	
	布伦特原油（美元）	37.9	47.8	26.15%	
	上期所原油	233.3	281.6	20.70%	
	伦敦现货黄金（美元）	1881.9	1762.6	-6.34%	
	上期所黄金	399.4	371.3	-7.02%	

资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理
 注：债券利率的价格变动单位为：基点

图 1：国内各大类资产在 2020 年 11 月的表现



资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

股票：周期、金融表现亮眼

2020 年 11 月，国内股票表现不错，除创业板指外，其余主要指数均呈现不同程度的上涨，顺周期板块表现亮眼，万得全 A 指数在 11 月上涨 4.0%。从不同类型股票指数来看：（1）上证综指和深证成指分别上涨 5.19%和 3.28%，但创业板指小幅下跌 0.90%；（2）上证 50、沪深 300 和中证 500 分别上涨 5.76%、5.64%和 3.43%；（3）从风格指数来看，周期股和金融股表现亮眼，分别上涨 8.8%和 8.1%；稳定股也上涨了 5.3%；但成长股和消费股表现相对不佳，分别上涨 1.6%和 0.1%。

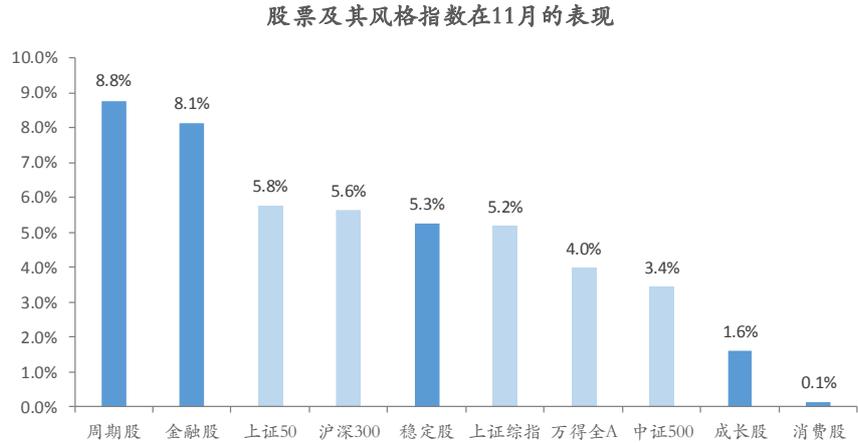
回顾 11 月表现，A 股在月初和月中下旬均呈现明显上涨，原因主要在于：（1）美国大选不确定性逐渐落地，市场风险偏好上升明显；（2）新冠疫苗研发取得进展；（3）经济复苏依然强劲，10 月经济数据表现不错，投资和消费需求均延续旺盛景气；（4）三季报披露完毕，A 股面临的不确定性风险下降。但同时，股市在 11 月也受到了一些冲击，主要包括：（1）在“永煤事件”后，信用市场违约风险担忧上升，导致流动性和风险偏好均受到压制；（2）国内货币政策相对谨慎，三季度货币政策执行报告首次提出保持宏观杠杆率的稳定，重提“把好货币供应总闸门”。

图 2：上证综指在 2020 年 11 月的表现



资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

图 3: 股票及其风格指数在 2020 年 11 月的表现



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理
注: 股票风格指数采用中信风格指数

债券: 维持偏弱震荡状态

2020 年 11 月, 债市先抑后扬, 整体小幅下跌, 继续维持偏弱震荡状态。11 月, 10 年期国开利率上行约 4BP; 10 年国债利率上行约 7BP; 1 年期国债利率上行约 10BP; 国债期限利差 (10-1Y) 当前为 42BP, 整体在 11 月下行约 3BP。

10 年期国债期货主力合约 T2103 下跌 0.010 元, 尽管国债期货价格最终变化不大, 但振幅相对较大, 国债期货在 11 月的表现继续强于现券。以 10 年期国债期货为例, 债市在 11 月期间的变化大致可以划分为三个阶段:

第一阶段是 11 月 2-4 日, 债市冲高。债市出现上涨的原因主要有: (1) 资金面明显转松; (2) 美国大选结果未定, 引起全球风险资产波动加大, 市场避险情绪升温。

第二阶段是 11 月 5-19 日, 债市继续下跌探底。具体来看, 债市下跌的原因主要有: (1) 股市、商品表现不错, 债市情绪受到压制。美国大选结果明朗, 不确定性减少, 新冠疫苗研发又有进一步的进展等因素均进一步推升风险资产而压制债市; (2) 市场对央行货币政策边际收紧依然存在担忧, 央行政策吹风会提及政策退出, 三季度货币政策执行报告首次提出保持宏观杠杆率的稳定, 重提“把好货币供应总闸门”; (3) 受信用风险事件影响, 部分债券型基金面临较大赎回压力, 资金面相对偏紧, 拖累利率债走势; (4) 10 月经济数据较好, 经济复苏势头继续向好; (5) 国债一级招标结果不佳, 打压债市情绪。

第三阶段是 11 月 20-30 日, 债市出现反弹。具体来看, 债市反弹的原因主要有: (1) 金融委释放维稳信号, 强调“保持流动性合理充裕, 牢牢守住不发生系统性风险的底线”, 债市情绪好转; (2) 央行净投放资金, 而且交易所的资金融出也出现明显放量, 资金面有所转松; (3) 央行意外操作 MLF, 对市场情绪提振明显。

在收益率曲线变化方面,以国债期限利差 (10-1Y) 为例, 收益率曲线在 11 月继续小幅走平, 期限利差下行约 3BP 至 42BP 左右。具体来看, 国债期限利差在 11 月先上后下, 主要受到短端利率的影响。在月底之前, 资金面处于偏紧水平, 短端利率一路上行且幅度明显超过长端利率, 收益率曲线因此变平明显; 而在 11 月底, 央行开始投放资金并意外操作 MLF, 资金面明显转松, 短端利率又出现明显下行, 收益率曲线开始转陡。

在信用利差方面,以 5 年中票为例, 高评级中票信用利差收窄, 而相对低评级

中票的信用利差有所走阔，5年AAA、AA+、AA和AA-中票信用利差在2020年11月分别变化-8BP、1BP、5BP和5BP。当前，5年AAA、AA+、AA和AA-中票信用利差分别为93BP、121BP、161BP和378BP，其分别处于过去五年的百分位点位置为41%、38%、33%和70%。

图 4：10 年期国债期货在 2020 年 11 的表现



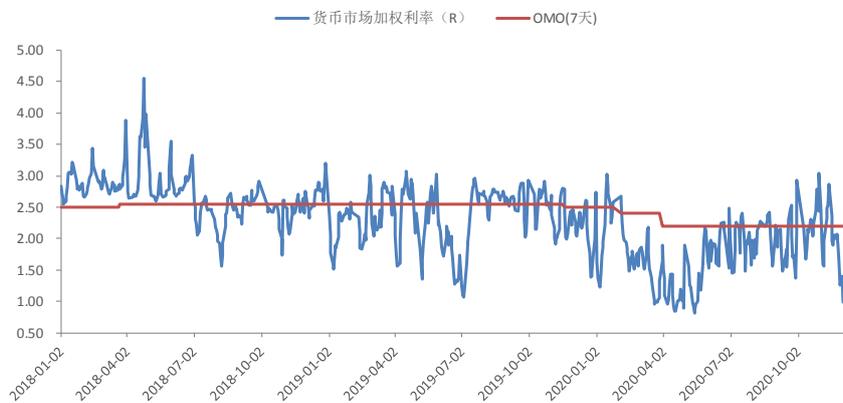
资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

图 5：国债期限利差（10-1）的表现



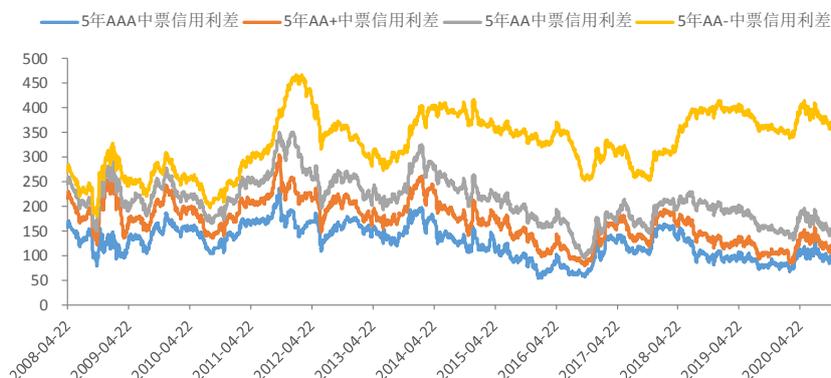
资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

图 6：货币市场加权利率走势



资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

图 7：5 年中票信用利差表现情况



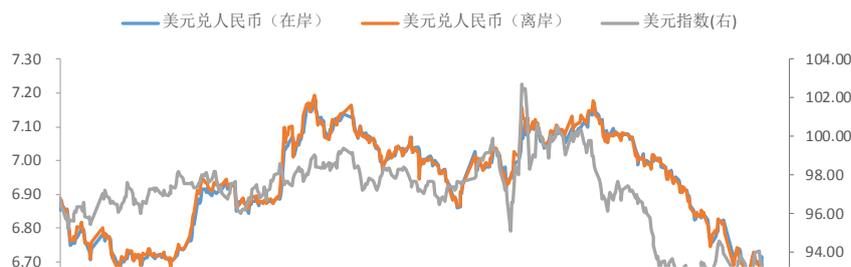
资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

外汇：美元指数下探新低，人民币继续升值

11 月，美元指数下跌并突破近期新低，其在 11 月下跌 2.11%；同时，人民币表现继续强势，整体继续升值，在岸人民币兑美元汇率在 11 月下行约 1.75%，离岸人民币汇率在 11 月下跌约 1.67%。

具体来看，因为疫情防控成果较好，中国经济率先复苏，央行也保持相对谨慎的宽松货币政策，人民币汇率的升值基础是始终存在的。近期人民币兑美元汇率向下突破 6.6，继续明显升值，原因主要有：（1）美元指数继续下跌，短期来看，美国经济复苏依然面临严峻考验，财政刺激政策还未落地，新冠疫情愈发严重，政策还将继续保持极度宽松水平；（2）中国资产的吸引力始终明显，国内 A 股的表现不错，是全球资产配置机构的主要配置标的，另外，中美利差也走阔至历史高位，国内债券的配置吸引力显著提升。

图 8：美元兑人民币汇率及美元指数走势



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_1083



云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>