

12 月资产配置报告

证券研究报告
2020 年 12 月 16 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: 美国房地产存在疫情新周期吗? 对市场关心问题的解答-美国房地产存在疫情新周期吗? 对市场关心问题的解答》 2020-12-14
- 2 《宏观报告: 风险定价 | 海外风险资产脆弱性进一步上升-12 月第 3 周资产配置报告》 2020-12-14
- 3 《宏观报告: 信用回落、经济上行之后的利率表现》 2020-12-13

12 月配置建议:

权益: 标配权益, 高配周期 (顺周期的中游制造和上游材料), 高配/标配消费 (可选消费) 和金融 (保险和部分银行), 标配成长。复苏中后段腰部公司的复苏弹性相对较大。

债券: 低配 (交易盘) 或标配 (配置盘) 利率债; 低配/标配中高等级信用债。

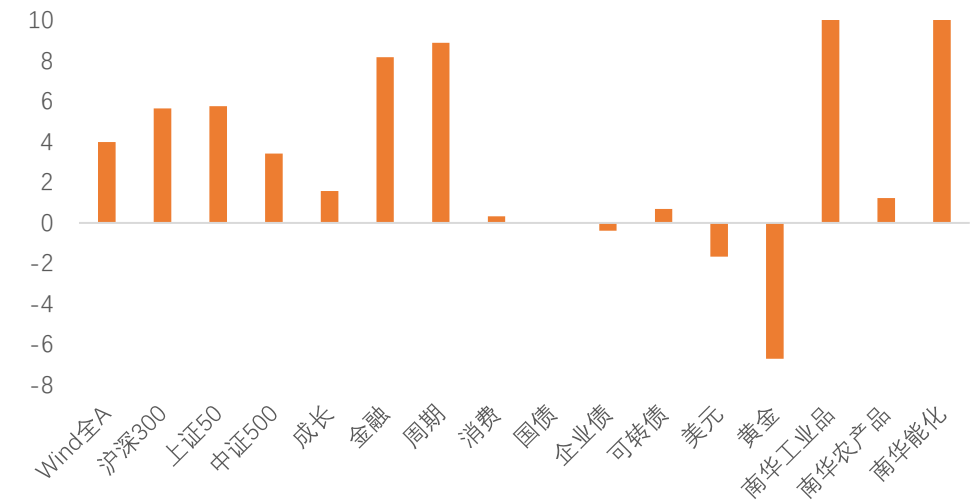
商品: 标配工业品、标配农产品。具体品种上, 标配黑色金属、有色金属, 低配贵金属、能化品。

人民币汇率: 继续做多

风险提示: 信用事件发酵, 导致信用周期加快回落; 美债利率大幅上行; 疫情大规模复发, 疫苗研发不及预期

一、11 月市场回顾

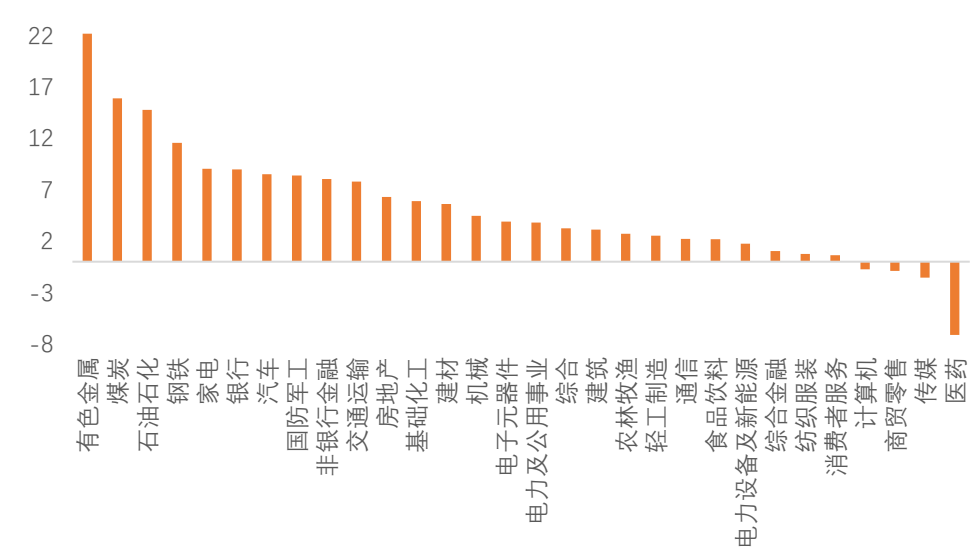
图 1：11 月各类资产收益率 (%)



资料来源：Wind，天风证券研究所

权益市场：11 月美国大选尘埃落定，全球市场风险偏好回升，万得全 A 上涨 3.98%，成交量也随之回升。一级行业中，我们配置组合连续三个月高配的周期 11 月上涨 8.9%，其中有色、煤炭与石油石化涨幅靠前；我们过去三个月逐渐将消费从低配/标配提升至标配/高配，在 10 月兑现了较大涨幅，11 月消费仅上涨 0.33%，主要是医药、消费者服务、食品饮料等表现靠后。。

图 2：11 月 A 股行业收益率 (%)



资料来源：Wind，天风证券研究所

债券市场：我们 11 月低配了利率债和信用债，低配/标配了可转债，并提示信用溢价处于低位且上升较快。目前看利率债还没有出现左侧的交易性机会，11 月利率债价格低位震荡；经历了永煤事件后，企业债价格先升后降；随着权益市场的反弹，可转债指数震荡走强。

商品市场：11 月商品市场表现火热，能化品、工业品都录得 10% 以上的涨幅，农产品也延续之前的上涨态势，黄金价格受疫苗研发顺利的利空影响，收于 1800 美元/盎司以下。

外汇市场：11 月美元指数下跌，人民币兑美元升值 1.75%，人民币兑其他主要货币震荡偏弱。

二、宏观环境与政策状态

海外新冠疫情进入冬季后卷土重来，供给恢复再次受阻，而需求依旧维持较强的韧性，庞大的供需缺口持续利好中国出口增速与出口份额的提升。同时制造业投资与消费继续恢复，内需复苏外需强韧的背景下，工业增加值有望保持高速增长，工业品价格通缩进一步收窄，工业库存周期处于主动补库阶段，4 季度中国 GDP 增速可能暂时超越潜在增速。

11 月流动性溢价在央行的呵护下冲高回落到中位数下方。货币政策保持常态化，央行明确表示不会让市场缺钱，但是也不会让流动性溢出，流动性维持紧平衡的状态。社融表征的信用宽松周期顶点确认，叠加前期的信用违约事件，信用溢价目前处在 80%分位的较高位置。未来预计信用小幅平稳回落到 2021 年一季度左右，之后下行斜率转陡。

整体而言，当前的经济增长和通胀状态处于复苏中后段，类似 2012 年底-2013 年年初与 2016 年底-2017 年年初；经济总量增速预计将在明年上半年修复见顶（不考虑基数影响）。货币政策走在市场曲线之前，已经回归正常化。信用环境位于宽松周期的顶部，类似 2013 年与 2016 年-2017 年。

三、11 月大类资产配置建议

图 3：11 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
股票					
债券					
商品					
股票大类	空仓	低配	标配	高配	超配
周期					
消费					
成长					
金融					
债券大类	空仓	低配	标配	高配	超配
利率		交易盘	配置盘		
信用		交易盘	配置盘		
转债					
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					
工业品					
黑色					
有色					
原油					
汇率	空仓	低配	标配	高配	超配
人民币					

资料来源：Wind，天风证券研究所

(1) 权益：标配权益，高配周期（顺周期的中游制造和上游材料），标配消费（可选消费）、金融（保险和部分银行）、成长。复苏中后段腰部公司的复苏弹性相对较大。

信用周期的拐点到来给 A 股估值的提升带来一定阻力，经济复苏进入中后段，权益市场的

机会主要来自行业修复节奏差异带来的结构性机会，以及内外疫情和货币错位带来的阶段性机会。

当前 Wind 全 A、中证 500、上证 50 和沪深 300 的胜率都处在中高水平，中证 500 的胜率继续高于上证 50 和沪深 300，复苏中后段腰部公司的业绩弹性更大。周期、消费、成长、金融的胜率都比较好，金融的胜率提升最多，周期的胜率下降最多。金融（保险、银行）绝对受益于经济改善，相对受益于信用与流动性环境偏紧。可选消费（汽车、家电、家居、白酒）和顺周期（中游制造、上游原材料）继续受益于经济复苏，成长性行业的景气度也处于较高水平。

当前 Wind 全 A、上证 50、沪深 300、中证 500 的风险溢价均降至历史较低水平，风险资产整体估值偏贵。周期估值中性，成长估值中性偏贵，消费和金融估值较贵。恒生指数的风险溢价继续下降，目前处在 18%分位，盈亏比偏低。

配置策略：近期国内市场短期情绪指数继续上升到了 83%分位，股指期货的基差也上升到了 81%分位。权益市场的短期策略拥挤度继续回升，市场情绪回暖，风险偏好有所上升。仓位上建议标配权益，风格上高配周期（顺周期的中游制造和上游材料），标配消费（可选消费），金融（保险、部分银行）和成长。

行业视角：与上期相比，当前多数行业延续了复苏态势。家具制造、酒饮料和精制茶制造，其他制造，医药，橡胶塑料，电气设备，通用设备等行业环比改善较大。纺织服装、化学纤维、石油天然气开采、非金属等少数行业复苏相对缓慢，收入修复斜率偏低，本期景气度出现小幅下滑。随着企业利润和现金流的逐渐修复，传统制造业投资还会继续改善，消费服务也将出现较大复苏。建议关注化学原料、化学纤维，专用设备，酒饮料茶制造、烟草制品、纺织服装服饰和皮革制品以及造纸等行业。

（2）债券：低配（交易盘）或标配（配置盘）利率债；低配/标配中高等级信用债。

目前短端利率对于货币政策回归正常化定价充分，长端利率对于基本面和通胀预期有合理定价，但明年信用紧缩程度和海外通胀回升幅度存在不确定性，因此交易机会还需要等待。从配置的维度，当前利率债处于利多因素逐渐积累的通道，长端利率的风险溢价维持在中位数附近，利率债的配置价值值得关注。

当前利率债、低等级和高等级信用债的胜率依旧处于中低水平。信用债的 alpha 机会可关注景气度环比改善较大但绝对水平不高的行业。

债券风险溢价方面，期限利差目前在 36%分位，信用溢价飙升到了 80%左右的高位，流动性溢价和流动性预期在央行 11 月底额外 MLF 操作之后回落到中性偏低水平。利率债的短期拥挤度处在较低位置，市场情绪依旧比较冷淡。

配置策略：维持低配（交易盘）或标配（配置盘）利率债。考虑到高评级信用债当前赔率较高，本期对高等级信用债上调至低配或标配，交易策略偏向于短久期中高等级信用债，控制杠杆。

（3）商品：标配工业品、农产品。具体品种，标配黑色金属、有色金属，低配贵金属、能化品。

目前库存周期继续维持在主动补库的阶段，工业品和农产品的供求关系有望继续改善。本轮信用周期正在形成一个较为平缓的顶部，而不是一个尖顶，对工业品的利空有限。农产品指数和工业品指数维持中高胜率，分别为 66%和 60%。赔率方面，农产品估值中性较贵（35%分位），工业品估值随着 11 月的大幅上涨已经来到了很低的水平，能化品估值相对便宜（59%分位）。

黑色方面，11 月螺纹钢产量低位企稳，库存大幅去化，表观消费量同比较 10 月进一步上升，环比还要稍高于 10 月，展现出淡季不淡的特征，暗示建筑业施工强度上升，可能与北方气温偏暖、入冬前加速赶工和财政支出强度提升有关。热轧卷板产量基本持平，库存

正常去化，表观消费量同环比基本持平，需求相对一般。总的来看国庆节后的钢材需求较节前有所回升，未来黑色系商品的走势还是要紧密跟踪库存。

能化方面，受疫苗研发顺利的消息催化，11月ICE布油价格大涨26%，是5月份以来表现最好的一个月，但从疫苗获批到大规模接种还需要时间。油价有望在明年二季度大规模接种疫苗提振需求后明显回升，但是油价在页岩油现金成本上方又会遇到产能释放的阻力。

贵金属方面，感恩节美国新增确诊人数再次爆发，近期公布的非农就业数据不及预期，美国实际利率再次下探-1.0%，给予黄金价格短期支撑。黄金的风险溢价再次降至历史较贵水平（10%分位），期货非商业净多头持仓占比仍然处于历史较高位置（81%分位），多头仍在坚守。中期来看，资本开支低迷和结构性失业在疫后将持续，实际利率可能长期处于较低区间，黄金价格中期维持高位震荡。

配置策略：标配工业品，标配农产品。具体品种上，标配黑色金属、有色金属，短期低配贵金属、能化品。

（4）人民币汇率：继续做多

11月海外疫情反复，供给受限需求强韧导致供需缺口进一步放大，国内出口增速飙升至超过20%。由于疫情控制与疫苗研发速度的问题，国内经济与海外经济在今年到明年都将保持一定的错位，在海外疫情得到控制，国内经济增速见顶之前，基本面的增速差将继续支撑人民币的升值。随着经济回到潜在增速之后，明年国内将经济重心转到稳杠杆之后，人民币的升值速度会有明显减弱。

根据EPFR数据，11月资金持续净流入中国权益市场（包括H股和A股）与债券市场超过两个月。11月北向资金净流入创下今年以来的新高。资金流向在短期内对人民币中性偏多。

本期人民币的胜率中性略偏高（55%），过去3个月胜率连续回落，表明继续升值的势头还在，但动力已经开始减弱；赔率处于较高位置，人民币仍然具备一定的升值空间。同时，人民币的短期交易拥挤度连续几周保持在极高位（98%分位）。

配置策略：高配做多人民币汇率的交易策略

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_790

