

稳增长政策逐渐加码，权益市场环境边际改善

中建投信托宏观研究团队

2021年12月10日

【2021年12月】大类资产配置策略

核心内容

- **大类资产配置主线：**当前国内宏观经济呈现四大特征：一是生产边际修复；二是总需求暂时性改善，但地产下行压力继续发酵；三是PPI冲高已至尾声，PPI-CPI剪刀差将进入收敛阶段；四是社融逐渐企稳的方向比较明确，但节奏有待观察。在经济下行压力加大背景下，货币财政政策整体基调均偏宽松，当前应把握“政策偏宽”窗口，权益市场所处的政策环境边际改善，应适当增配。
- **全球资产定价因素（美债收益率+美元指数）：**短期而言，美债收益率仍有上行动力；美元指数以偏强震荡为主，趋势性走高的动力有所减弱。
- **国内资产配置逻辑：**从经济增长视角看，经济面临“需求收缩、供给冲击、预期转弱”三重压力，PPI触顶回落；从信用货币视角看，政策组合为“稳信用+稳货币”；从股债相对估值角度看，股债性价比处于中性位置。
- **11月市场回顾：**11月，创业板（成长股）>债市>美元>黄金>价值股>农产品>工业品>恒生指数>原油。其中，流动性在边际宽松背景下，成长股表现强势；海外风险偏好下降使得恒生指数表现较差，新毒株催化下市场预期全球需求下滑，原油表现垫底。
- **12月大类资产配置展望：**A股仍以震荡调整和结构性行情为主，但政策环境有所改善，应适当增配，短期重视有对冲经济下行作用的板块，如基建等；利率债短期仍然存在宽货币和宽信用的博弈，维持震荡格局，但基本面仍对债市形成支撑；信用债以短久期高等级为主，谨慎下层资质；商品市场整体上难有趋势性做多的机会。

资产大类	资产细分	观点	短期建议	中长期建议
股票	A股	仍以震荡调整和结构性特征为主，但宏观政策边际利好	标配+	超配
债券	利率债	窄幅震荡	标配	超配
	信用债	信用风险仍在扩散	标配-	标配
商品	大宗商品	难有趋势性行情	标配+	标配
	原油	短期波动会加大	标配	标配-
	黄金	震荡偏弱	标配-	标配

注：根据大类资产未来预期表现，分别给予超配、标配+、标配、标配-、低配五个评级；具体配置比例综合考量各类资产历史风险收益特征和各类资产之间的阶段性比价。

大类资产配置依据：

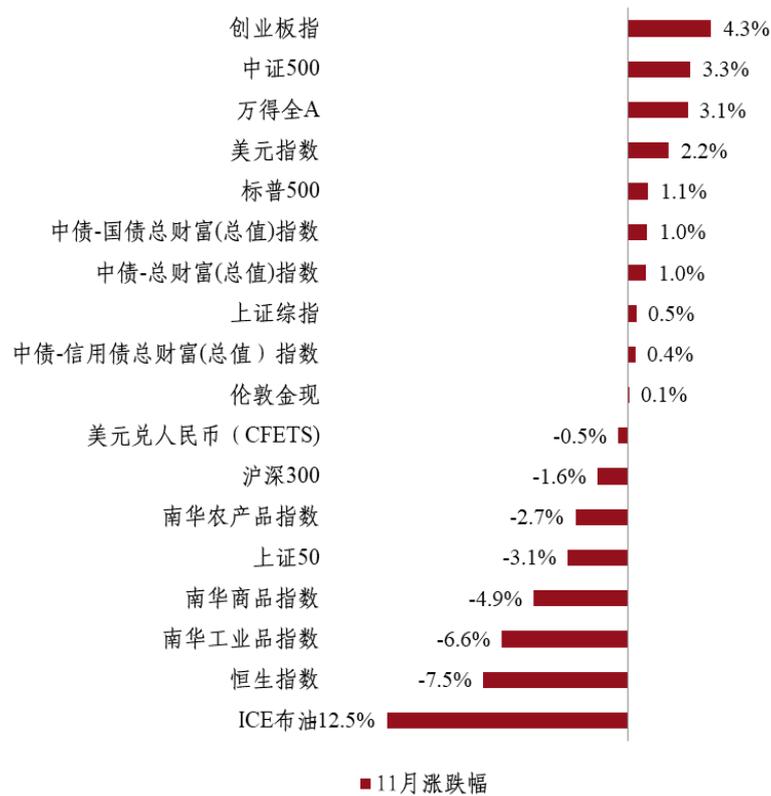
重要指标	今年以来运行态势	后续展望
美元指数	截至2021年11月30日，收于95.897	以偏强震荡为主，但趋势性走高的动力有所减弱
十年期美债收益率 (%)	截至2021年11月30日，收于1.43%	整体存在上行压力
GDP	GDP下行 PPI上行，宏观经济周期处于类“滞胀”场景	GDP下行 PPI触顶回落
PPI		
社融/M2	货币政策处于“紧信用+稳货币”政策组合	宽财政加码，“稳信用+稳货币”
DR007		
股权风险溢价率	股债性价处于相对中性位置。	

一、 11 月市场回顾：稳增长政策加码是主线

11 月，从资产表现来看，创业板（成长股）>债市>美元>黄金>价值股>农产品>工业品>恒生指数>原油。市场受到房地产下行压力、美联储缩收紧流动性，叠加月底奥密克戎变异病毒扰动，市场波动明显放大。其中，海外风险偏好下降使得恒生指数表现较差，新毒株催化下市场预期全球需求下滑，原油表现垫底。

此外，11 月 18 日李克强总理在经济形势座谈会上表示“经济出现新的下行压力”，三季度央行货政报告去掉“不搞大水漫灌”，政策宽松信号逐渐显现，此后权益资产尤其是成长股开始出现上涨。

图表 1 稳增长信号释放，月底由于 Omicron 呈现避险行情

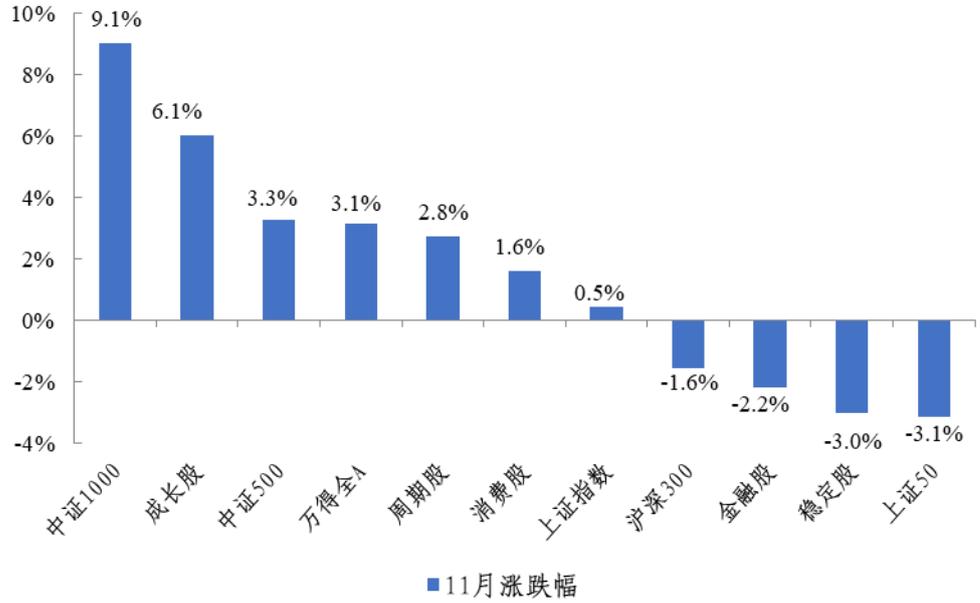


数据来源: Wind, 中建投信托

1.1 A 股：成长股强势

11 月，上证 50 下跌 3.1%，沪深 300 下跌 1.6%，而创业板指上涨 4.3%、深证成指上涨 2.4%、中证 500 上涨 3.3%。中信风格指数下各个板块全月回报排序为：成长>周期>消费>金融>稳定。货币政策在边际宽松背景下，成长股以 6.1% 的涨幅领跑。

图表2 成长股强势

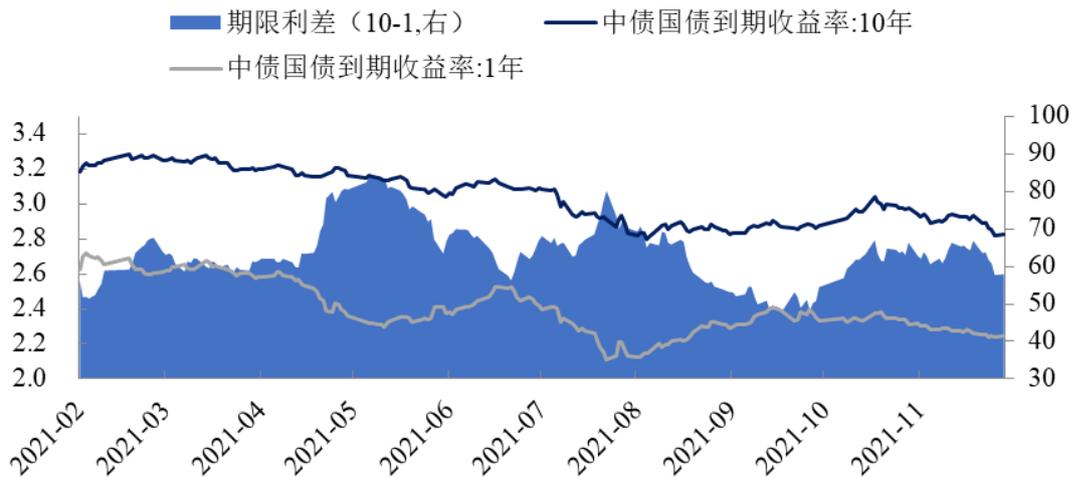


数据来源:Wind, 中建投信托; 注: 股票风格指数采用中信风格指数

1.2 国内债券市场: 先震荡后上涨

11月中上旬央行呵护流动性, 新冠疫情多地偶发, 制造业 PMI 不佳, 虽然美国 Taper 落地, 碳排放支持工具落地但均对债市影响或略微, 多空博弈下, 债市呈现震荡行情。进入下旬以来, 资金面、供需面偏利多, 叠加国内产需偏弱, 新的变异毒株 Omicron 引发全球避险情绪升温, 债市整体大幅上涨。

图表3 先震荡后上涨

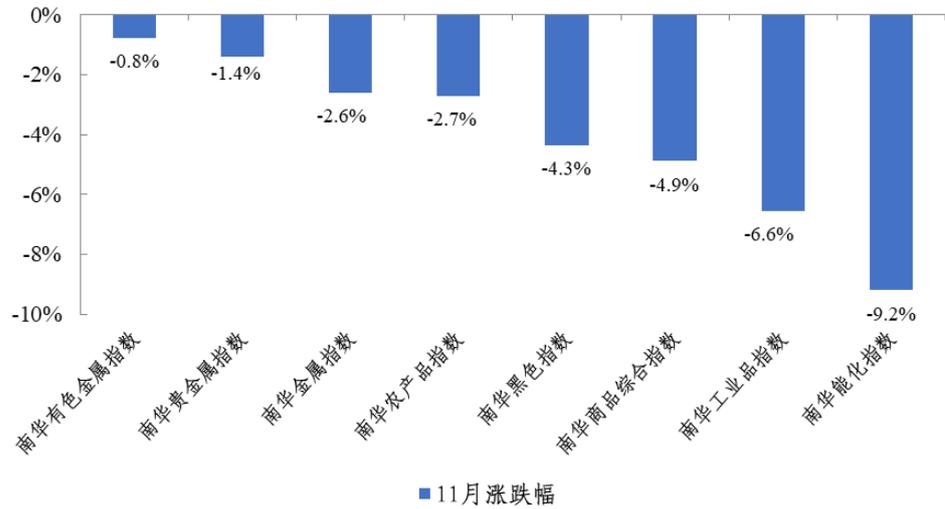


数据来源:Wind, 中建投信托

1.3 国内商品市场: 商品全线暴跌

Omicron 病毒变异冲击下，市场预期需求走弱引发大宗商品加速下行，南华能源指数领跌 9.2%，工业品指数下跌 6.6%，回撤最小的有色金属下跌 0.8%。

图表 4 能化指数跌幅最大



数据来源: Wind, 中建投信托

1.4 外汇市场回顾：人民币维持韧性

11 月份美元指数收于 95.897，上涨 2.0%，人民币小幅升值，11 月上涨 0.6%，人民币表现体现韧性十足。全球其他国家多数货币贬值，主要由于两点：一是美元指数上行，二是一些大宗商品货币受累于大宗价格回调而下跌。

图表 5 人民币维持韧性

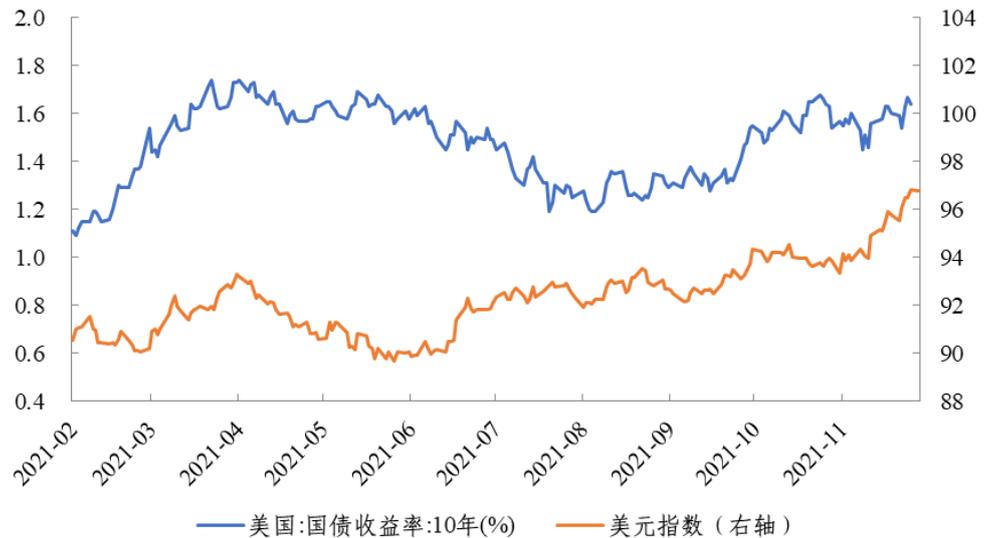


数据来源: Wind, 中建投信托

二、全球资产宏观定价因素：美债收益率+美元指数

截至 2021 年 11 月 30 日，美元指数收于 95.897，10 年期美债收益率收于 1.43%，均震荡上行。短期而言，美债收益率仍有上行动力，美元指数以偏强震荡为主，趋势性走高的动力有所减弱。

图表 6 美债利率美元指数震荡上行



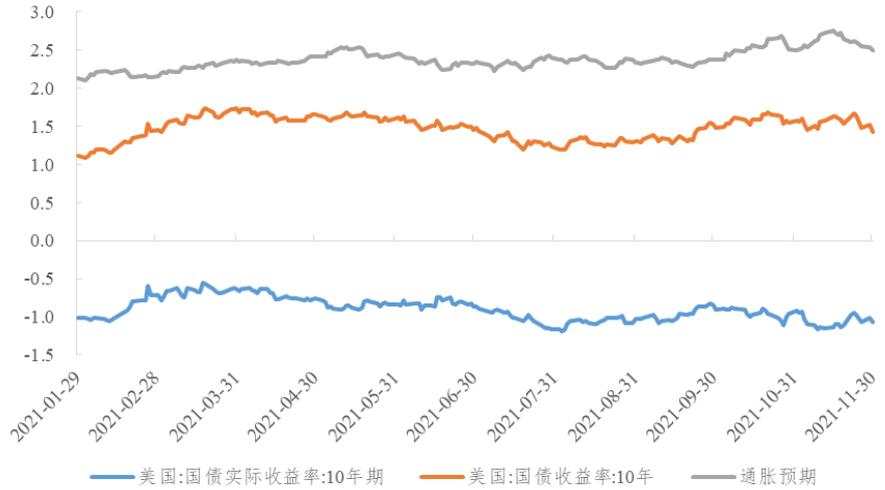
数据来源: Wind, 中建投信托

2.1 美债收益率：整体仍存在上行压力

对美债收益率进行拆分： $\text{名义美债收益率} = \text{实际美债收益率} + \text{通货膨胀预期}$ 。一方面，随着美联储启动 Taper，在今年一直处于历史低位的实际利率有望出现向均值回归，并推动美债名义利率的走升。

另一方面，短期上游原材料继续涨价的趋势尚未被打破，可能会造成通胀预期的进一步走高，并推动美债名义利率上行。

图表 7 美债收益率拆分



数据来源: Wind, 中建投信托

2.2 美元指数: 以偏强震荡为主, 但趋势性走高的动力有所减弱

从美欧货币政策差异来看, 目前美联储已启动 Taper, 而欧央行则仍未有关于缩债的实质性讨论。因此, 美联储关于流动性收紧的讨论、步伐均快于欧央行, 这将对美元指数构成支撑。

从美欧经济差异来看, 目前高频数据—美欧经济意外指数之差显示“美强欧弱”的经济格局出现边际变化, 这也可能是美元在 10 月下旬出现回落的原因之一。随着“美弱欧强”的局面出现, 可能会对美元指数构成一定拖累。

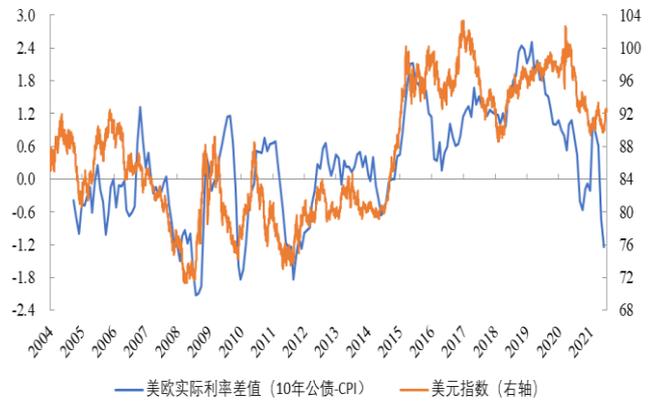
因此, 综合两方面因素, 美元指数预计将以偏强震荡为主, 趋势性走高的概率不高。

图表 8 “美强欧弱”的经济预期差或边际改变



数据来源: Wind, 中建投信托

图表 9 美元指数与美欧实际利率差值高度相关



数据来源: Wind, 中建投信托

三、国内大类资产配置逻辑

从经济增长视角看，经济下行压力加大，PPI 触顶回落；从信用货币视角看，政策组合为“稳信用+稳货币”；从股债相对估值角度看，股债性价比处于中性位置

3.1 增长与通胀视角：经济下行，通胀触顶回落

增长方面，11月18日，总理主持召开经济形势专家企业家座谈会，对经济更加担心，强调“新的下行压力”，并首提“保持经济平稳运行的难度加大”。中央经济工作会议也提出，经济面临“需求收缩、供给冲击、预期转弱”三重压力。

11月PMI回升0.9个点至50.1，略超预期。动能来自两个方面：一是需求分项存在季节性，过去5年的每个11月新出口订单指数均出现环比上升，有4年新订单指数环比回升；二是生产分项面临供给约束解除、煤炭价格回落后的反弹。因此，PMI反弹与限电限产影响的消除、海外圣诞季季节性有较大关系，影响不具备可持续性

通胀方面，11月CPI同比2.3%，预期2.5%，前值1.5%；PPI同比12.9%，预期12%，前值13.5%。PPI或已触顶回落，CPI温和反弹，PPI-CPI剪刀差进入收敛阶段。

3.2 货币信用视角：稳信用+稳货币

11月新增人民币贷款1.27万亿预期1.53万亿，前值0.83万亿；新增社融2.61万亿，预期2.81万亿，前值1.59万亿；社融存量增速10.1%，前值10%；M2同比8.5%，预期8.7%，前值8.7%；M1同比3.0%，前值2.8%。

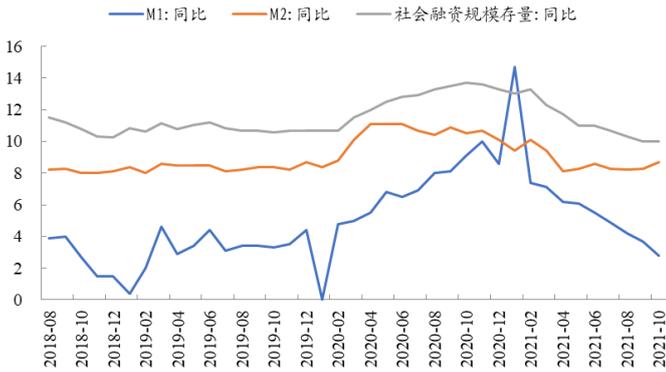
11月社融增速小升0.1个百分点至10.1%，主因地产纠偏继续带动按揭、专项债多发带动政府融资。整体看，11月份社融稳而未宽，结构有待改善。随着各类会议都聚焦在宽信用，尤其以再贷款为主要手段的结构性宽信用政策陆续出台，宽信用的方向逐步成为市场的共识，但节奏有待进一步观察。

央行加大流动性对冲投放力度，维护资金市场平稳。低超储率和大额MLF到期，叠加政府债券集中供给、财政支出尚未到年底集中支出时点，流动性缺口增大背景下，央行较大的流动性对冲投放力度，表现出维稳资金面的决心。11月15日一次性等额续作1万亿元MLF，创历史最高投放规模，提前弥补月内中长期流动性缺口。10月份以来DR007偏离均值的程度越来越小，也说明资金面越来越平稳。此外，央行将于2021年12月15日再下调金融机构存款准备金率0.5个百

分点，释放长期资金约 1.2 万亿元，本次下调后金融机构加权平均存款准备金率为 8.4%

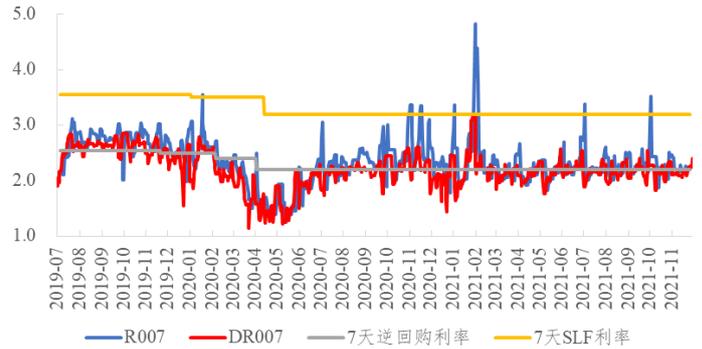
整体而言，社融逐渐企稳的方向比较明确，但节奏有待进一步观察，货币流动性将保持合理充裕，货币政策组合将为“稳信用+稳货币”。

图 10 社融增速筑底



数据来源: Wind, 中建投信托

图 11 DR007 利率围绕 7 天政策利率窄幅波动



数据来源: Wind, 中建投信托

3.3 股债性价比: 处于相对平衡位置

一般而言，风险补偿溢价 (ERP), $ERP=1/PE-10$ 年国债利率，即权益市场的预期收益率减 10 年期国债收益率。该指标蕴含着权益市场的预期收益率能高多少，显然，这个溢价越高，权益资产表现可能越好。

2010 年以来，万得全 A 市盈率 (TTM) 倒数-10 年期国债收益率的均值为 2.40%。从均值回归的角度而言，当风险溢价在均值 2.32% 附近波动时，此时股债性价比处于相对平衡位置；当风险溢价处于均值+1 标准差 (黄线) 附近或以上时，此时股票性价比更高；当风险溢价处于均值-1 标准差 (灰线) 附近或以下时，此时债券性价比更高。当前股债性价已回归相对中性位置。

图表 12 股债性价比：处于相对中性位置



数据来源: Wind, 中建投信托

四、12月大类资产配置展望

12月，美元指数与美债收益率大概率震荡偏强，全球流动性或边际收紧；从经济增长视角看，经济延续下行，PPI触顶回落；从信用货币视角看，政策组合为“稳信用+稳货币”；从股债相对估值角度看，股债性价比处于中性位置。整体而言，当前应把握“政策偏宽”时间窗口，权益市场所处的宏观环境有所改善，应适当增加配置。

4.1 股票市场：跨年行情有望逐步展开

国内宏观经济的基本面已经由“增长动能见顶、工业品通胀环比回落但仍处于高位”转向“经济逐级回落，工业品通胀缓解，货币政策约束条件边际放松”阶段。

“经济下+政策上”组合背景下，权益市场环境有所改善，风格偏成长、消费。建议围绕高景气度（新能源、半导体及军工）及CPI涨价两个主线配置。同时重视有对冲经济下行作用的板块，如基建等。

4.2 债券市场：窄幅震荡

利率债市场：短期债券市场仍然存在宽货币和宽信用的博弈，日内波动较大的时点是市场围绕降准预期和房地产政策放松预期进行交易的时点。在降准政策落地后，市场开始关注宽信用是否能实现。在宽信用预期下，利率债进一步下行受到一定制约。在多空力量博弈下，利率债市场将呈现震荡格局。

信用债市场：信用风险仍在扩散。经济增长动能趋弱触发了市场对于宽信用的博弈，但信用债最好的入场时间永远是风险释放之后而非之前，当前国内信用的风险仍高，在政策实质性改善经济基本面之前，短久期高等级信用债是次于利率债的选择，但不应考虑信用下沉策略。

4.3 商品市场：难有趋势性行情

宏观环境上，一方面在新变种 Omicron 病毒疫情扰动下，全球需求受到一定负面影响；另一方面美联储“Taper”落地，表明全球流动性趋于收紧，因此，整体不利于大宗商品价格继续大幅上行，难有趋势性做多的机会。

原油：短期仍受到 Omicron 病毒的影响，参照 Delta 病毒对油价的影响，此轮 Omicron 病毒可能导致油价震荡的时间持续在 2 周以上。但长期来看，全球需求仍处在不断恢复的过程中，供给的缺口短期较难修复，对油价有一定的支撑。

贵金属：或维持承压格局。美元指数与美债收益率震荡上行均对黄金价格形成压制；扰动项在于避险情绪；整体而言预计震荡偏弱。

免责声明

本报告由中建投信托股份有限公司（以下简称“本公司”）宏观研究团队撰写发布，仅代表公司宏观研究团队的观点和立场。

报告中的相关信息来源于本公司认可的已公开资料或其他信息，但本公司对该类信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告仅为报告出具日的观点、评估及预测，本公司对报告内容可在不发出通知情形下做出更改。

在不同时期，公司宏观研究团队可能发布与本报告观点不一致的研究报告。

本报告内容仅供参考，所载观点不构成对任何特定投资者的建议。

本报告版权仅为本公司所有。