

# 盘起盘落，轮动已现

——11月资产配置月报

2021年11月

## 要点：

百瑞信托博后工作站

### ○ 市场情况：

权益：中小盘接力，行业供给小幅回升；

债券：利空出尽，上涨为主；

商品：能化商品价格偃旗息鼓，大宗商品等待需求拉动启航。

### ○ 宏观数据：

流动性：社融企稳，流动性合理充裕；

生产端：工业生产增速超预期；

投资端：固投偏弱、PMI 跌破枯荣线、PPI 高点已至；

消费端：社零增长继续回升，CPI 抬头；

进出口端：韧性较强。

### ○ 配置建议：债券>股票>商品

自9月配置报提及年内下半段的资产轮动，目前债券已拔头筹接力。

利率债中线依然看多，信用债关注高盈利行业的中高评级表现；

权益指数依然调整，但风格向中小盘迁移，依然推荐成长及中证500；

商品大起大落后，部分超跌品种有回补需求，但趋势性行情不在。

分类	多		中性		空		备注
	+	-	+	-	+	-	
权益		√					成长弹性或展开空间，国产替代的科技、低估值医药依然是关注重点
周期				√			受制地产需求不振、双限解除，周期将迎来回调，关注点为业绩持续性及成长属性
消费				√			估值依然还是不便宜
中证500		√					中线推荐向上弹性空间较大的500ETF，估值处于历史底部
债券		√					交易情绪尚可，中线依然看到2.7
利率债			√				关注高盈利行业中高等级表现
信用债			√				交易情绪略微过热，临近年末，注意扰动冲击，适度均配对抗
可转债							
商品					√		整体板块偏弱，苹果、粕类或有回调
农产品							形势不太明朗，建议暂时规避能化
能化				√			或有短线进入机会
工业				√			
黑色				√			铁矿石、双硅存在技术面小反弹，可轻仓布多，注意止损止盈

# 一、市场回顾

## 1、股市风格轮换、债市上涨、商品大跌

自小票从 8 月开始连续上涨后，截至 11 月 19 日，A 股风格轮换，小盘重新接力，，中证 500 上涨 2%，而上证 50、沪深 300 分别下跌 2%、0%。主要概念板块也有不同程度的表现：300 成长跟随小盘股上涨 2%；而 300 价值、300 周期势头有所减弱，均下跌 1%。债券利空出尽后，开始大幅回补。商品方面，受发改委喊话及煤炭供应跟上，商品经历连续大幅下跌，特别是能化、工业、黑色，目前差不多已吃掉前期的上涨空间。

图表 1：各类资产表现

		权益														
品种	2020年度	2021T	2020.11	2020.12	2021.01	2021.02	2021.03	2021.04	2021.05	2021.06	2021.07	2021.08	2021.09	2021.10	2021.11	
%	沪深300	27%	-7%	6%	5%	3%	2%	-8%	1%	4%	-2%	-8%	0%	1%	1%	0%
	中证500	21%	12%	3%	1%	0%	2%	-4%	4%	4%	1%	-1%	7%	-2%	-1%	2%
	上证50	19%	-12%	6%	5%	2%	4%	-8%	-1%	5%	-4%	-10%	-1%	3%	2%	-2%
	创业板指	65%	9%	-1%	13%	5%	-5%	-7%	12%	7%	5%	-1%	-7%	1%	3%	2%
	300成长	44%	-7%	4%	9%	4%	1%	-9%	5%	4%	0%	-10%	-4%	4%	0%	1%
	300价值	0%	-4%	10%	-3%	2%	8%	-5%	-3%	2%	-4%	-10%	5%	1%	-2%	-1%
	300周期	6%	-5%	10%	-1%	1%	6%	-7%	-1%	5%	-5%	-8%	6%	-1%	0%	-1%
	300消费	75%	-16%	2%	16%	2%	1%	-9%	4%	6%	-7%	-20%	-5%	14%	3%	0%
		债券														
品种	2020年度	2021T	2020.11	2020.12	2021.01	2021.02	2021.03	2021.04	2021.05	2021.06	2021.07	2021.08	2021.09	2021.10	2021.11	
BP	国债10Y	0.64	-26.53	6.90	-10.71	3.56	9.37	-8.36	-2.46	-11.90	3.27	-24.15	0.87	3.26	9.55	-4.29
	国债5Y	6.15	-23.78	9.53	-11.96	4.93	9.28	-10.98	-2.21	-3.69	2.70	-26.44	-0.60	3.23	13.04	-8.29
	国债1Y	11.08	-14.12	10.37	-35.71	20.60	-8.17	-2.11	-21.79	5.22	1.79	-29.47	17.59	2.21	-2.26	-4.82
	AAA3	7.90	-32.66	14.69	-31.66	13.83	6.86	-14.75	-5.71	-15.10	4.30	-32.84	2.14	8.60	3.69	-10.71
	AA+3	34.88	-54.67	32.67	-24.67	-4.17	9.86	-17.75	-9.71	-5.10	-0.68	-36.88	0.15	9.62	1.69	-10.69
	AA3	47.88	-27.67	41.67	-15.67	2.82	8.86	-10.75	-10.71	-14.11	-1.69	-25.88	8.15	15.63	2.70	-10.69
%	中证转债	5%	11%	1%	0%	-1%	1%	0%	1%	3%	0%	3%	4%	0%	0%	4%
		商品														
品种	2020年度	2021T	2020.11	2020.12	2021.01	2021.02	2021.03	2021.04	2021.05	2021.06	2021.07	2021.08	2021.09	2021.10	2021.11	
%	南华商品	7%	23%	8%	7%	0%	13%	-7%	7%	1%	1%	3%	-2%	4%	-2%	-3%
	南华农产品	12%	10%	1%	4%	-2%	6%	-8%	5%	1%	-1%	4%	1%	5%	6%	1%
	南华能化	-10%	52%	10%	6%	2%	14%	-7%	4%	0%	5%	6%	1%	19%	-10%	-5%
	南华工业	9%	39%	11%	6%	1%	15%	-5%	7%	0%	3%	5%	-1%	11%	-8%	-6%
	南华黑色	64%	29%	10%	18%	-4%	9%	-1%	11%	-3%	5%	5%	-1%	5%	-16%	-11%

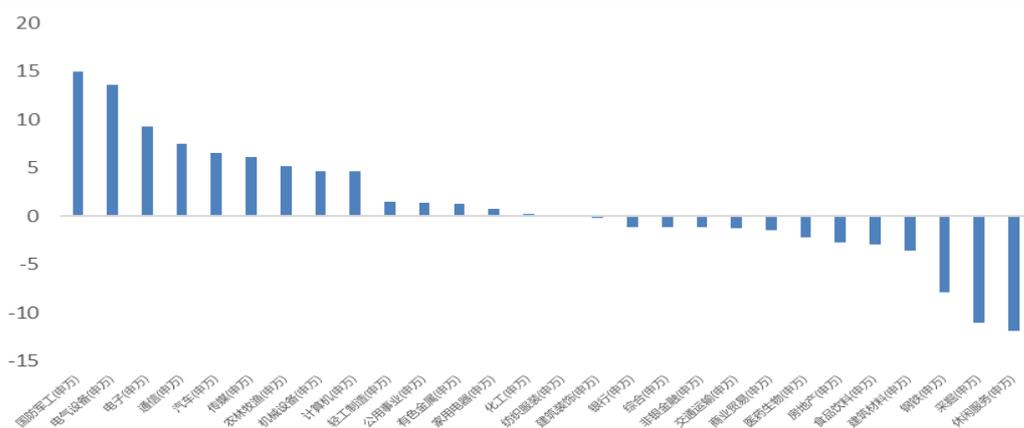
资料来源：Wind, iFinD, 百瑞信托

## 2、市场表现描述

### 1) 权益：中小盘重新接力，行业供给小幅回升

2021 年 10 月 15 日至 2021 年 11 月 19 日，A 股走势震荡，不同指数表现分化明显。科创 50 指数领先其他主要指数，区间内上涨 7.24%，收于 1444.7；创业板指区间内上涨 6.32%，收于 3418.96。上证 50 指数区间内跌幅最大，下跌-1.77%，收于 3212.91；沪深 300 下跌-0.48%，收于 4890.06。行业板块方面，根据申万一级行业分类，国防军工，电气设备，电子，通信和汽车等板块区间内涨幅居前，其中国防军工和电气设备板块区间内涨幅超过 10%。下跌板块中，休闲服务和采掘板块跌幅均超-10%；钢铁板块跌幅超-5%。建筑材料，食品饮料，房地产和医药生物分别下跌-3.50%，-2.90%，-2.70%和-2.21%。市场情绪方面，三季度报过后市场迎来了 2-3 个月的真空期，当前市场对年底的经济增长偏悲观。

图表 2：申万一级行业涨跌幅（10.15--11.19）



资料来源：Wind, 百瑞信托

## 2) 债券：利空出尽，上涨为主

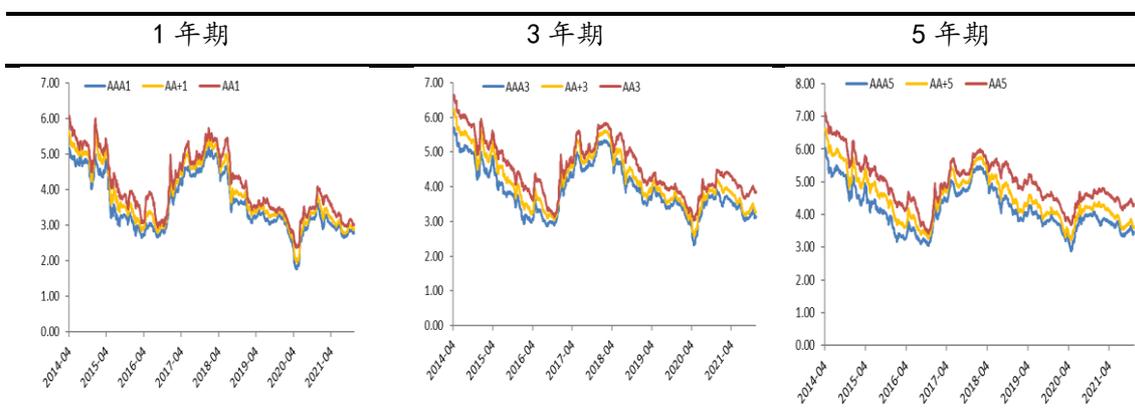
本月（10月15日-11月19日），利率债方面，受利空出尽，收益率有所下行。具体来看，1Y 国债下行 7.43BP、3Y 国债下行 3.1BP、5Y 国债下行 5.47BP、10Y 国债下行 3.81BP（未涵盖 10.18 的大跌）。

信用债方面，信用债收益率整体跟随利率债下行。从产业债来看，AAA1Y 下行 5.93BP、AAA3Y 下行 13.82BP、AAA5Y 下行 18.53BP、AA+1Y 下行 9.93BP、AA+3Y 下行 19.82BP、AA+5Y 下行 22.52BP。

从产业债信用利差变化来看，收窄为主。整月来看，AAA3Y 产业债信用利差收窄 3.82BP；AA+3Y 产业债信用利差收窄 6.03BP；AA3Y 产业债信用利差收窄 3.88BP。

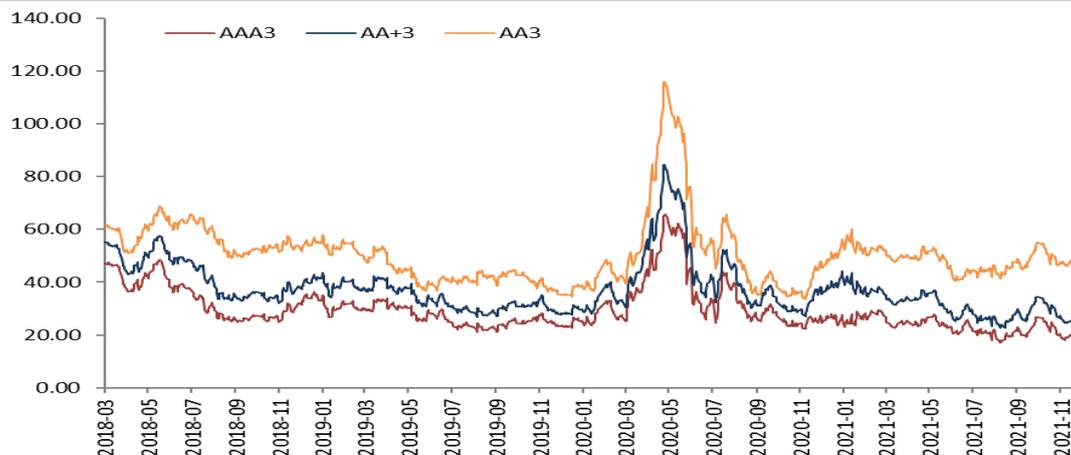
从期限利差来看，收窄为主。具体来看，AAA10Y-3Y 利差走阔 1.47BP，AAA7Y-3Y 期限利差收窄 3.78BP，AAA5Y-3Y 期限利差收窄 4.71BP。

图表 3：各期限产业债收益率下行



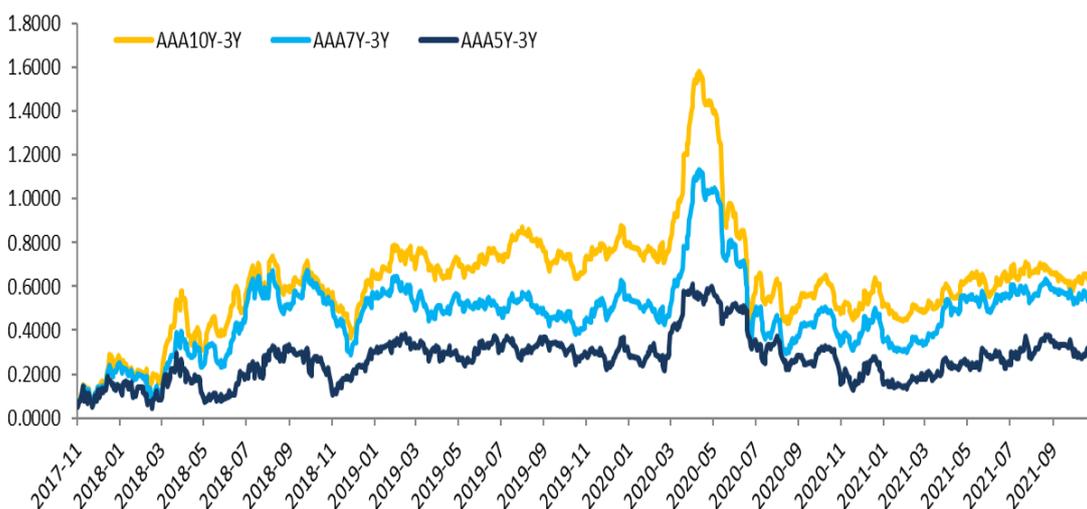
资料来源：Wind, 百瑞信托

图表 4：产业债信用利差



资料来源：Wind，百瑞信托

图表 5：期限利差



资料来源：Wind，百瑞信托

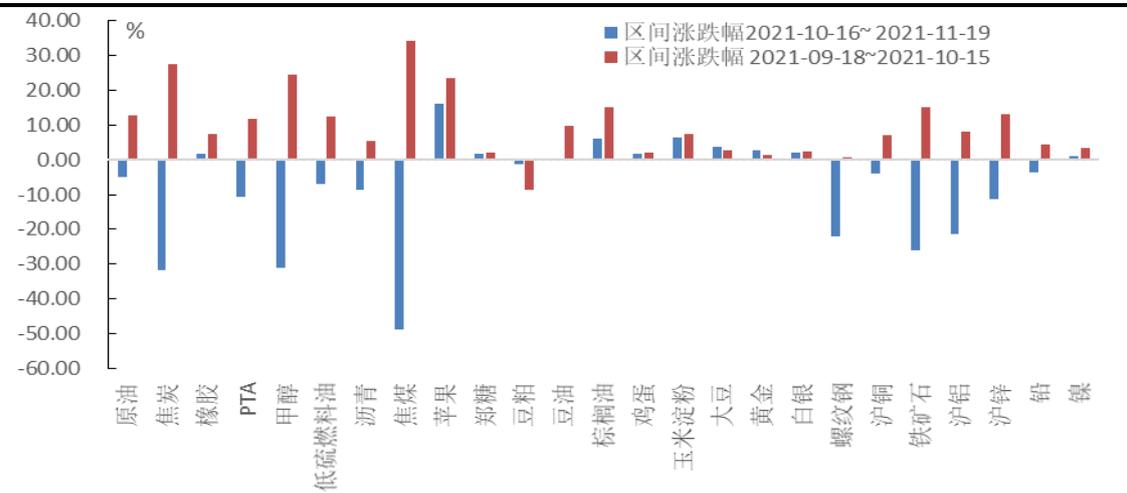
### 3) 商品市场：能化商品价格偃旗息鼓，大宗商品等待需求拉动启航

截至 11 月 19 日，本期南华商品指数下跌 9.63%（前值 10.64%）。10 月中旬以来，全球能源短期预期减弱，国内方面，在相关部委的强力推动下，能源保供成效显著，煤炭产能不断释放。在经历了前期急跌之后，风险初步得到释放，但主要工业品仍疲于弱需求。房地产政策面的松动、宽信用预期、基建刺激等，短期对大宗商品价格的影响支撑仍不足，长期市场情绪有望修复改善。

本月（10 月 16 日-11 月 19 日），除农产品上涨 3.81%外，其余各板块均有不同程度下跌。能化指数下跌 20.50%，成为跌幅最大的板块；金属指数下跌 16.19%；金属方面，因需求受到压制，螺纹钢、沪铝领跌；农产品方面，除油脂类本期价格下跌以外，其他各品种均上涨，苹果上涨 15.92%涨幅最大；贵金

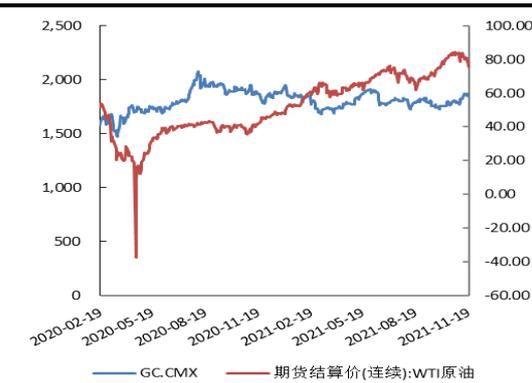
属方面，受美国方面通胀数据大超预期等因素影响，本期上涨 2.51%。

图表 6：各类商品指数本月表现（1016-1119）



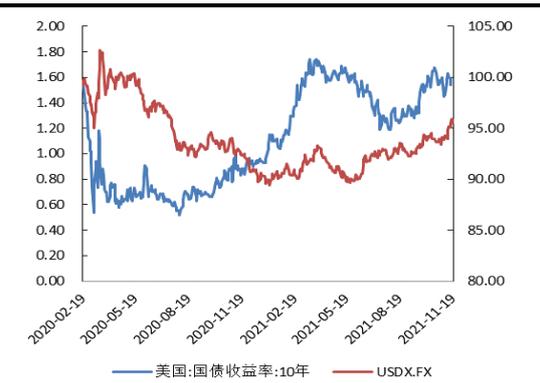
资料来源：Wind, 百瑞信托

图表 7：黄金与原油价格变化



数据来源：Wind, 百瑞信托

图表 8：美元指数与美国国债



数据来源：Wind, 百瑞信托

## 二、宏观环境与重要事件

### 1、流动性情况

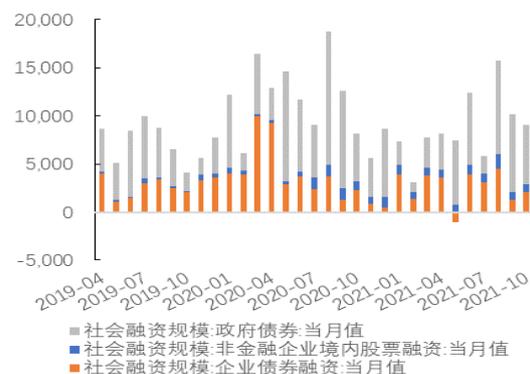
#### 1) 社融存量指标企稳

2021 年 10 月社会融资规模增量为 1.59 万亿元，比上年同期多 1970 亿元，比 2019 年同期多 7219 亿元。从存量数据看，10 月末社会融资规模存量为 309.45 万亿元，同比增长 10%，持平上月。社融指标企稳背后的原因在于政策面上的信用供给略有宽松。

从结构上来看：1) 表内融资方面，10 月居民贷款新增 4647 亿元，推动人民币信贷增加，同比小幅多增 300 亿元；2) 直接融资（企业债券融资+政府债

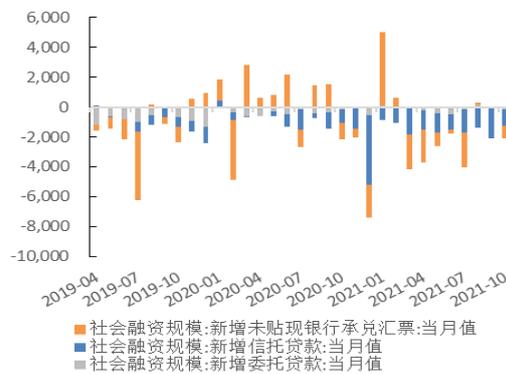
券+非金融企业境内股票融资)新增 9043 亿元,政策托底态度及碳减排支持工具的推出,均表明信贷投放仍有结构性支撑。3)在资管新规引导下,表外融资继续收缩。

图表 9: 直接融资增量变化



数据来源: Wind, 百瑞信托

图表 10: 表外融资增量变化



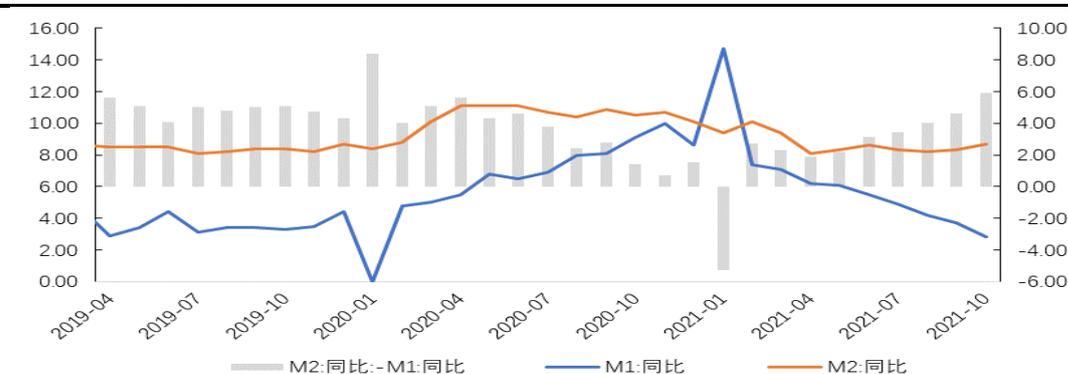
数据来源: Wind, 百瑞信托

## 2) 货币供应: M2 增速回升, M2-M1 持续走阔

10 月末,广义货币(M2)余额 233.62 万亿元,同比增长 8.7%,增速比上月末高 0.4 个百分点,比上年同期低 1.8 个百分点。政府债发行加速带动 M2 增速反弹,但从驱动因素来看,其并非基于经济内生动力的融资需求恢复,而主要依赖政府债务融资的滞后发力。狭义货币(M1)余额 62.61 万亿元,同比增长 2.8%,增速分别比上月末和上年同期低 0.9 个和 6.3 个百分点;流通中货币(M0)余额 8.61 万亿元,同比增长 6.2%。

10 月, M2 与 M1 之间的剪刀差持续扩大至 5.90%,反映出经济增长动能走弱趋势延续。不过在政策边际宽松的条件下,与 M1 相关性较强的房地产销售预计有所转暖, M1 有望在房地产销售带动下进入上行通道。

图表 11: M2 与 M1 剪刀差扩大

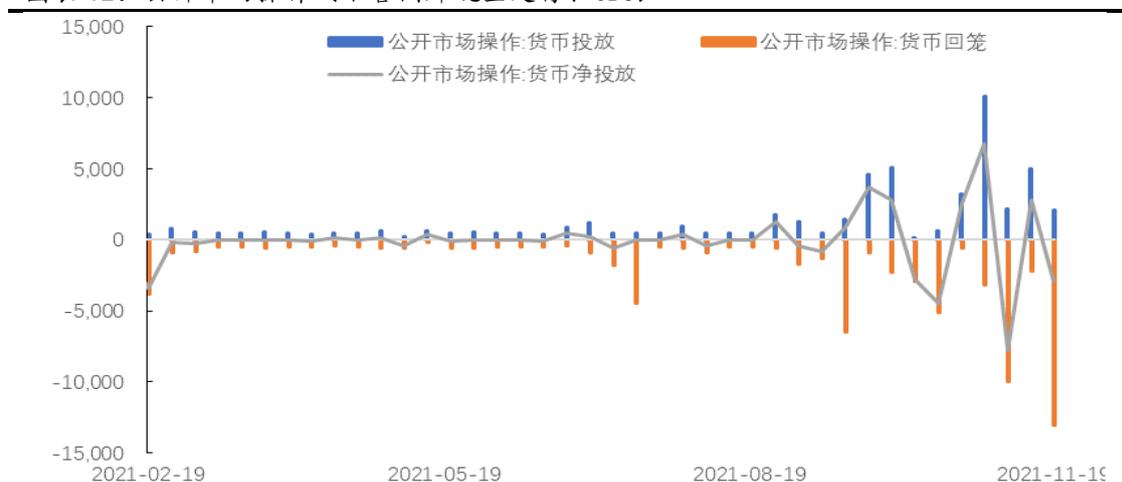


资料来源: Wind, 百瑞信托

### 3) 灵活开展公开市场操作，维持流动性合理充裕

央行每日连续开展公开市场操作，精准把握操作力度，以对冲税期高峰、地方债密集发行等因素的影响，保持银行体系流动性合理充裕。10月最后一周，为应对跨月资金压力，央行每日开展2000亿元7天逆回购操作。进入11月后，央行视市场资金供需情况调整每日投放力度。11月15日，央行进行10000亿元中期借贷便利（MLF）操作，完全对冲当月到期量，是连续第三个月等量平价续做MLF。7天逆回购、14天逆回购、MLF操作中标利率分别为2.20%、2.35%和2.95%，政策利率均保持不变，表明当前货币政策灵活精准、合理适度的政策基调未发生变化。

图表 12：公开市场操作（不含国库现金定存、CBS）

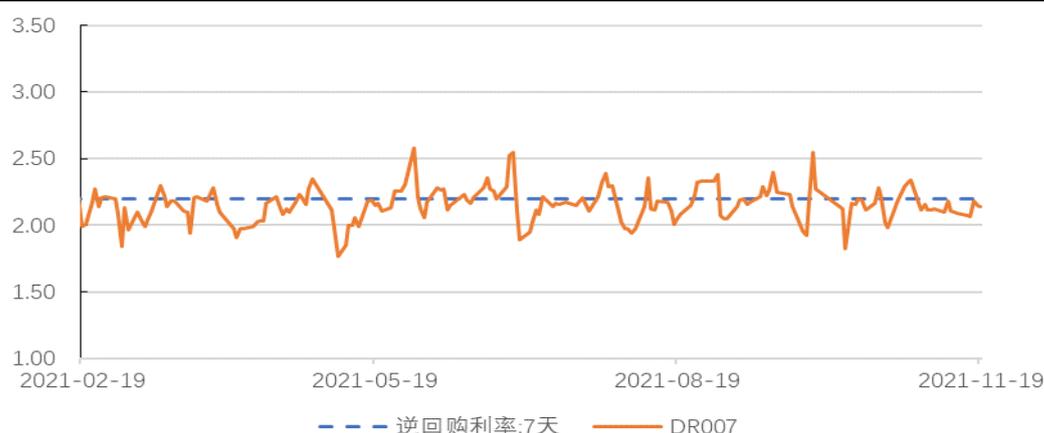


资料来源：Wind，百瑞信托

### 4) 流动性预期更加平稳，市场利率围绕政策利率波动

央行科学引导市场预期，资金面总体平稳。受跨月、缴税等因素影响，资金价格上升，随后合理回落。在央行维护流动性合理充裕的引导下，金融机构的预防性需求减少，货币市场利率围绕政策利率价格平稳波动。本期（10.16-11.19）银行间市场存款类机构7天期回购加权平均利率（DR007）的均值为2.1541%，低于政策利率（7天逆回购操作利率2.20%）。

图表 13: 存款类机构间 7D 质押式回购利率 (%)



资料来源: Wind, 百瑞信托

## 5) 同业存单发行利率缓步回归政策中枢

同业存单净融资规模为 4,497.00 亿元。其中, 发行总额达 16,133.90 亿元, 平均发行利率为 2.7192%, 到期量为 11,636.90 亿元。同业存单发行利率仍处于上升趋势之中, 缓步回归政策中枢, 但仍位于 MLF 利率 (2.95%) 下方。截至 2021 年 11 月 19 日, 1 个月期同业存单发行利率为 2.3835%, 3 个月同业存单发行利率为 2.7782%, 6 个月同业存单发行利率为 2.8784%。

图表 14: 同业存单发行利率 (%)



资料来源: Wind, 百瑞信托

## 2、宏观数据点评

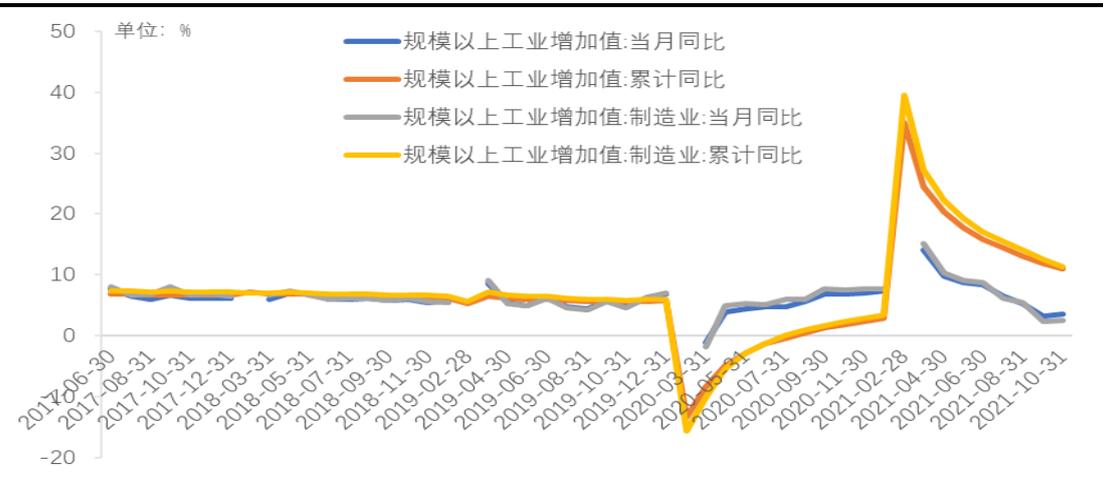
### 1) 生产端: 工业生产超预期

2021 年 10 月, 规模以上工业增加值同比实际增长 3.5%, 比 2019 年同期增长 10.6%, 两年平均增长 5.2%。2021 年 1-10 月, 规模以上工业增加值累计同比增长 10.9%, 两年平均增长 6.3%。10 月, 我国工业增加值增速较 9 月略有回升,

制造业的工业增加值增速为 2.5%，同样较 9 月略有回升，反映了 10 月我国经济发展情况已略有回暖。

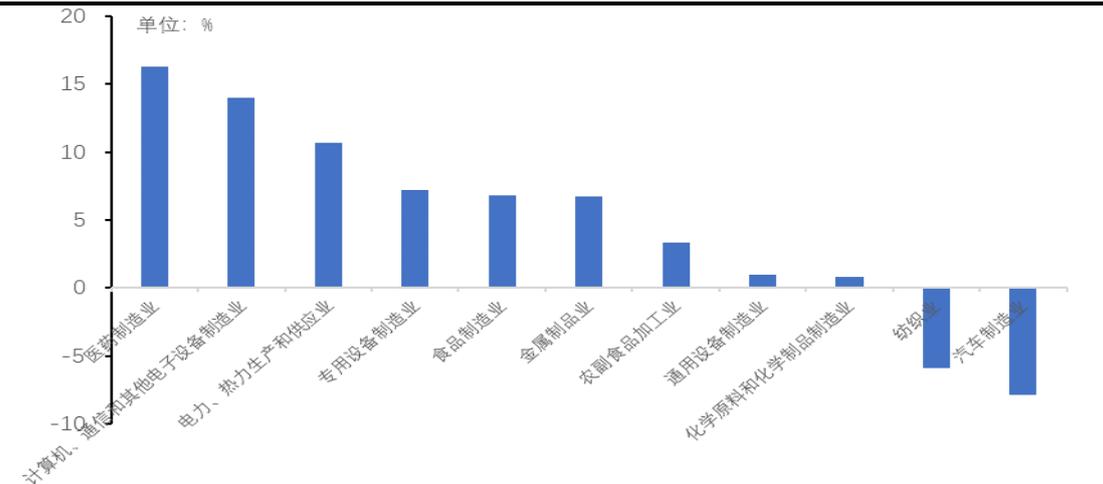
分行业来看，2021 年 10 月，41 个大类行业中有 28 个行业增加值同比实现增长。其中，医药制造业的增速继续表现亮眼，达到 16.3%，为增速最高的细分行业。其他增速较高的细分行业包括计算机、通信和其他电子设备制造业、电力、热力生产和供应业等，增速在 10%以上。增速为负的行业包括纺织业、汽车制造业等。

图表 15：工业生产增速超预期



数据来源：Wind，百瑞信托

图表 16：工业生产上下游情况



数据来源：Wind，百瑞信托

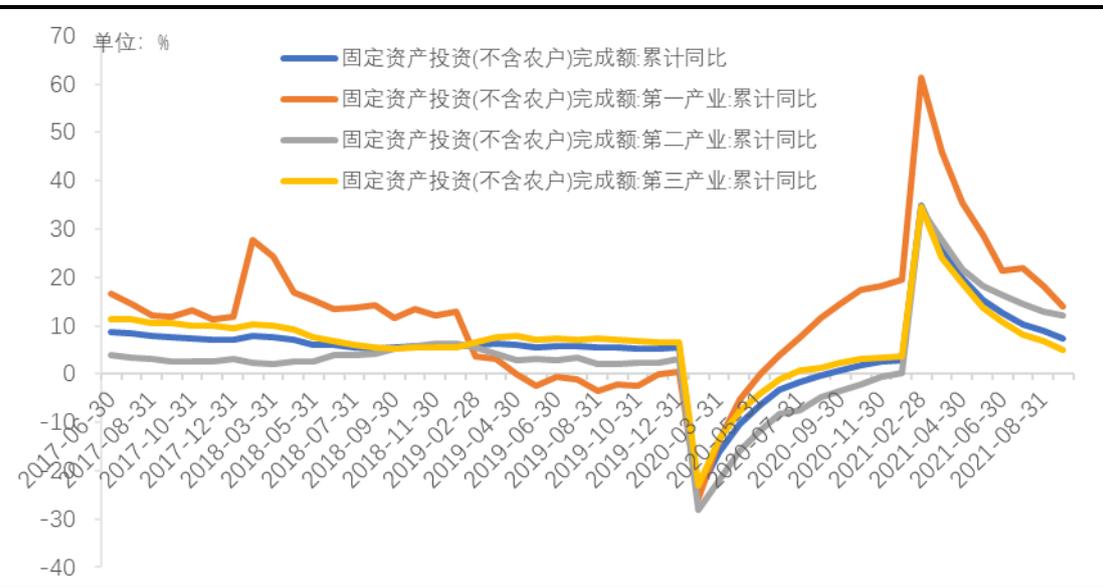
## 2) 投资端：固投偏弱、PMI 跌破枯荣线、PPI 高点已至

2021 年 1-10 月，我国固定资产投资（不含农户）445,823 亿元，同比增长 6.1%，比 2019 年 1-10 月份增长 7.8%，两年平均增长 3.8%。固定资产投资的增

速呈现继续回落的态势。当前固定资产投资的增速已降至较低水平，两年平均增速数据反映固定资产投资的增长仍然偏弱。

分产业来看，1-10月第一、第二、第三产业的增速分别为11.1%、11.3%、3.7%，第一、第二产业的增速高于平均增速。在第二产业中，工业投资增速为11.4%，制造业投资增速为14.2%。制造业中投资增速较高的细分行业包括专用设备制造业、电气机械和器材制造业、计算机、通信和其他电子设备制造业、铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业等，增速在20%以上。汽车制造业投资增速为-5.5%，自2021年3月以来连续8个月负增长。

图表 17：固定资产投资增速回落



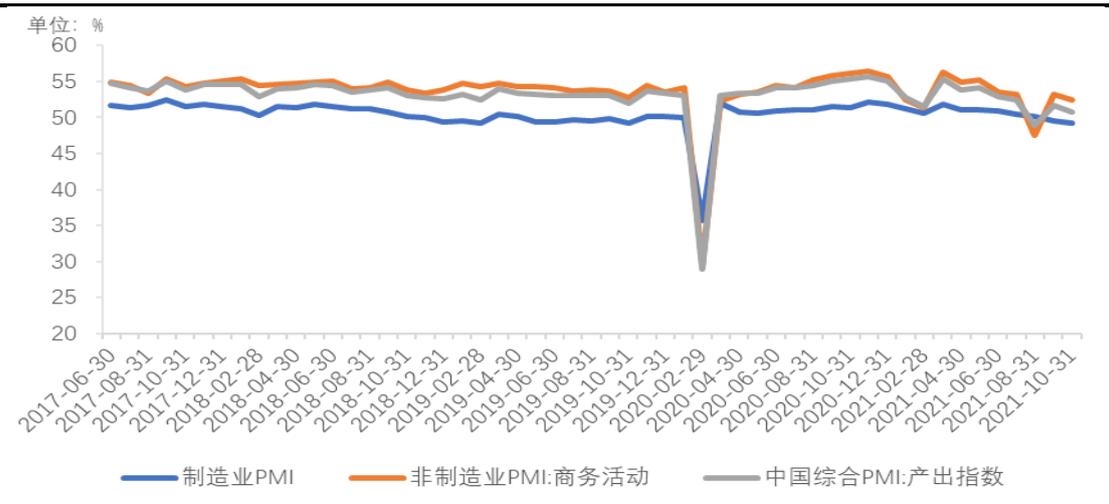
数据来源：Wind，百瑞信托

2021年10月，制造业PMI指数为49.2%。9-10月，制造业PMI已连续2个月位于临界点之下，且10月较9月继续下降0.4个百分点，表明制造业景气度有所减弱。5个分类指数，包括生产指数、新订单指数、原材料库存指数、从业人员指数和供应商配送时间指数均全部低于临界点，且较9月进一步下降，未来制造业下行压力依然较大。

2021年10月，非制造业PMI指数为52.4%，较9月下降0.8个百分点。但非制造业PMI仍处于临界点之上，保持扩张态势。分行业看，建筑业商务活动指数为56.9%，较9月下降0.6个百分点。服务业商务活动指数为51.6%，较9月下降0.8个百分点。

2021年10月我国综合PMI产出指数为50.8%，继续位于临界点之上，但较9月下降0.9个百分点，表明我国企业生产经营活动总体扩张步伐略有放缓。

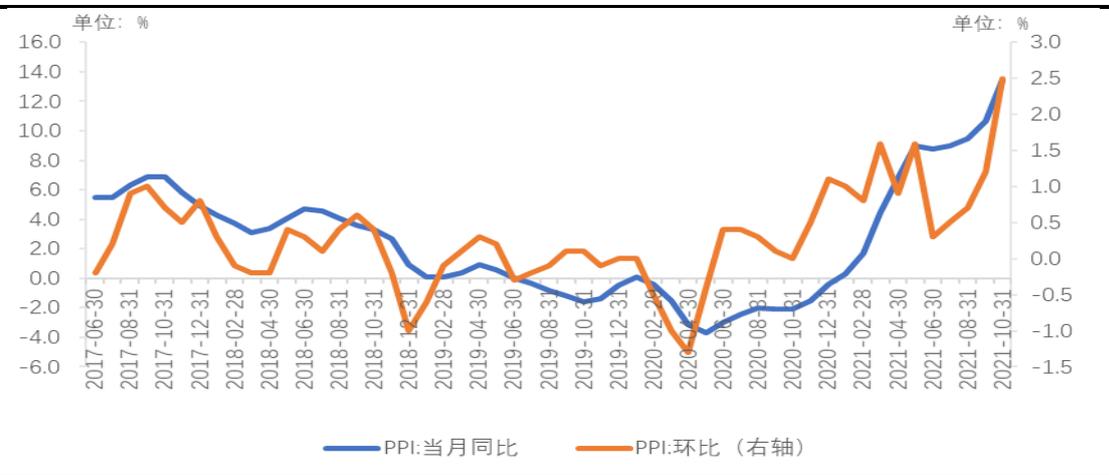
图表 18：制造业 PMI 回落至临界点之下



数据来源：Wind，百瑞信托

2021 年 10 月，PPI 同比上涨 13.5%，增速较 9 月上升 2.8 个百分点，持续处于高位。生产资料价格上涨 17.9%，其中采掘工业价格和原材料工业价格上涨较快，分别达 66.5%、25.7%。生活资料价格上涨保持温和，为 0.6%。从环比来看，10 月 PPI 上涨 2.5%，涨幅较 9 月上升 1.3 个百分点。

图表 19：PPI 仍在高位



数据来源：Wind，百瑞信托

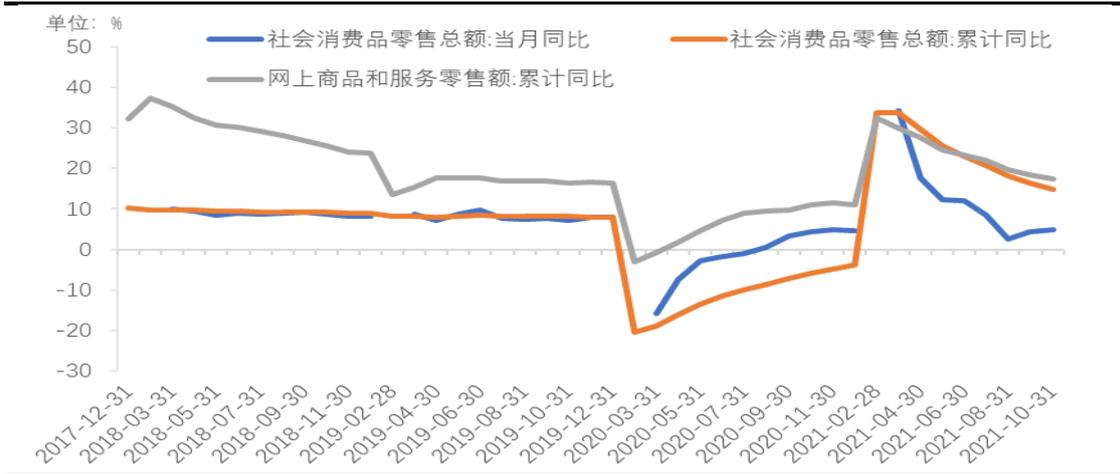
### 3) 消费端：社零增长继续回升，CPI 抬头

2021 年 10 月，社会消费品零售总额同比增长 4.9%，增速较 9 月上升 0.5 个百分点，社零增速已连续 2 个月回升。与 2019 年 10 月相比，社零增长 9.4%，两年平均增长 4.6%。1-10 月的累计同比增速为 14.9%，比 2019 年 1-10 月增长 8.1%。10 月社零增速继续回升，与国庆黄金周的带动有一定的关系。但由于 10

月中下旬以来疫情在全国多地散发，后续社零增速能否继续保持回升态势仍有待检验。

按消费类型来看，10月商品零售同比增长5.2%，餐饮收入继续保持正增长，增速为2.0%。2021年1-10月，我国网上零售额同比增长17.4%，继续位于较高增速水平。

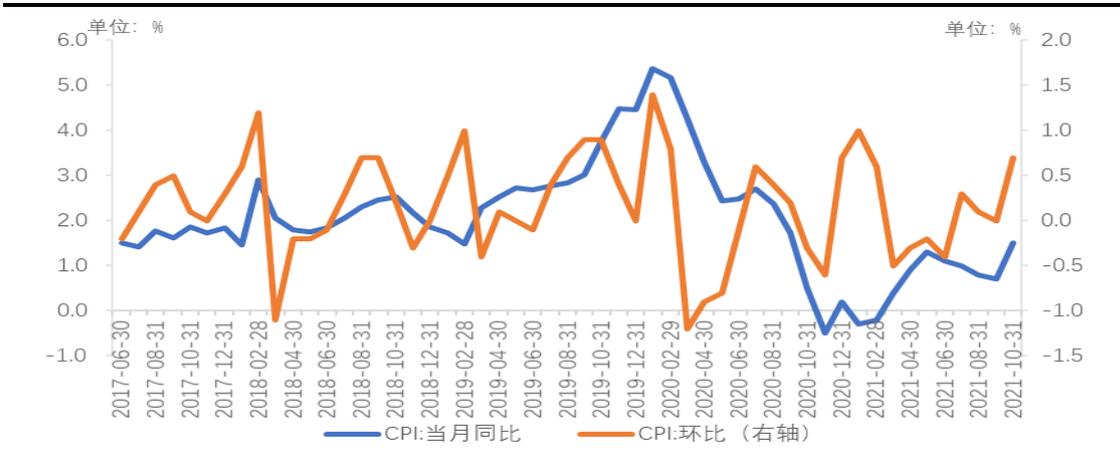
图表 20：社会消费品零售略有回升



数据来源：Wind，百瑞信托

2021年10月，我国居民消费价格指数CPI同比上涨1.5%，涨幅较9月上升0.8个百分点。食品价格下降2.4%，非食品价格上涨2.4%。食品价格中，猪肉、畜肉类价格分别下降44.0%、26.7%，其他鲜菜、蛋类、水产品、粮食、鲜果等价格均有不同程度的上涨。环比来看，10月CPI上涨0.7%，环比涨幅较9月上升0.7个百分点。其中食品、非食品价格分别环比上涨1.7%、0.4%。

图表 21：CPI 抬头

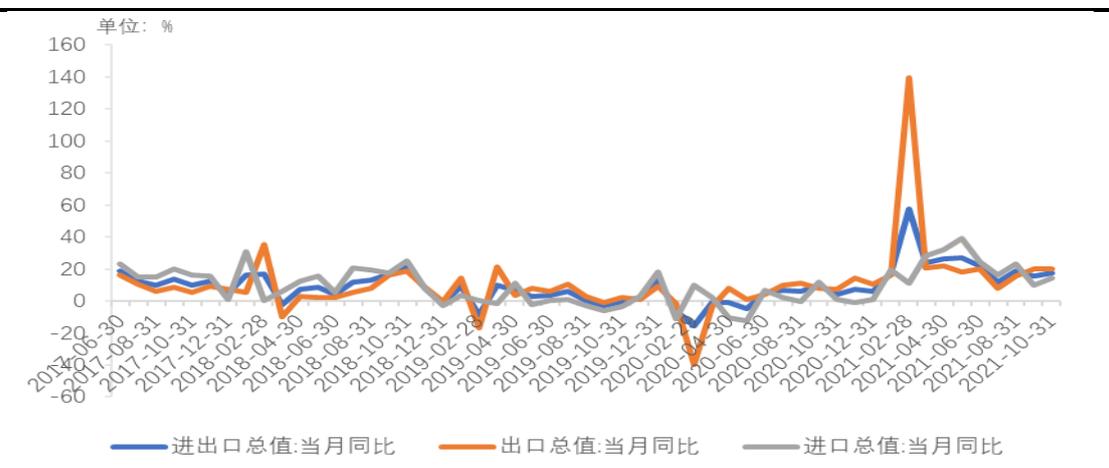


数据来源：Wind，百瑞信托

#### 4) 进出口端：韧性较强

2021 年 10 月，按人民币计价，我国进出口总额 33,356.9 亿元，同比增长 17.8%。其中，出口总额 19,408.2 亿元，同比增长 20.3%；进口总额 13,948.7 亿元，同比增长 14.5%，实现顺差 5,459.5 亿元。10 月的进出口增速继续处于较高水平，进出口总额、出口、进口增速均较 9 月有所提升。今年以来，我国进出口增速数据表现强劲，体现了较强的韧性。近期国外疫情有再次蔓延的苗头，国外生产的恢复面临较大的不确定性，预计我国出口增速仍将继续保持在较高水平。总体来看，我国进出口全年将大概率保持在较高增速水平。

图表 22：出口同比增速仍处于较高水平



数据来源：Wind，百瑞信托

### 3、重要事件

#### 1) 北京证券交易所开市交易

2021 年 11 月 15 日，北交所鸣锣开市。北交所上市公司数量为 81 家，其中新三板精选层的 71 家挂牌公司平移至北交所。另外 10 家公司完成公开发行等程序将直接在北交所上市。开盘后，除 3 只因转板上市停牌个股外，其余 78 只个股市场表现良好。

北交所开市，是我国资本市场改革发展的又一重要标志性事件，也是新三板市场运营八年多来积极探索具有中国特色资本市场普惠金融之路的新起点。将进一步增强我国多层次资本市场服务中小企业的能力和水平。北交所设立后，在资金募集、并购重组和交易估值等基础功能方面，将更好满足创新型中小企业需要，助力中小企业实现更好更快发展。

#### 2) 人民银行推出碳减排工具

2021 年 11 月 8 日，中国人民银行发布公告推出碳减排支持工具。年初以

来，央行积极推动“碳减排支持工具”的落地，该政策的出台符合市场预期，也是双碳“1+N”政策体系的一部分。

根据安排，碳减排支持工具发放对象暂定为全国性金融机构，即政策性银行、国有银行、股份制银行。操作形式上，碳减排支持工具与再贷款形式基本相同，采用“先贷后借”的直达机制。重点支持的领域为：清洁能源、节能环保、碳减排技术。初期碳减排工具突出支持重点领域“小而精”、指定发放对象、要求公开披露信息。

碳减排工具是央行结构性货币政策工具的又一创新，再贷款的使用对基础货币的投放和流动性的影响日益扩大。且未作额度与带动资金的限制，在此过程中央行通过提供再贷款资金，可以充分发挥杠杆效应。但使用效果可能在不同的银行主体和企业间分化。第一，对于企业融资环境而言，并不意味着变全面降准。第二，碳减排支持工具是“做加法”，用增量资金支持清洁能源等重点领域的投资和建设，从而增加能源总体供给能力。第三，来自指定机构的资金成本有望下降，具体利率预计会随项目、企业主体有不同程度调整。

对于传统火电项目而言，受今年高煤价影响，大部分传统火电企业现金流受影响，央行工具带来的流动性将有效助力其进行火电改造、升级转型，加速传统火电提质增效；对于新能源项目而言，新能源项目普遍有重资产属性，工具带来的流动性改善将促进新建项目进度加速。

### **3) 第二批公募 REITs 正式获批**

2021年11月12日，第二批公募 REITs 正式获批，分别为华夏越秀高速公路 REIT 和建信中关村产业园 REIT。第二批公募 REITs 的底层资产分别为，湖北武汉的汉孝高速和北京市海淀区中关村软件园的3栋物业。截至11月12日，今年6月份上市的9只首批公募 REITs 项目合计规模已经达到了356亿元。

### **4) 人大常委会授权国务院在部分地区开展房地产税改革试点工作**

2021年10月23日，全国人大授权国务院在部分地区开展房地产税改革试点工作。试点地区的房地产税征税对象为居住用和非居住用等各类房地产，不包括依法拥有的农村宅基地及其上住宅。土地使用权人、房屋所有权人为房地产税的纳税人。国务院制定房地产税试点具体办法，试点地区人民政府制定具体实施细则。按照积极稳妥的原则，统筹考虑深化试点与统一立法、促进房地产市场平稳健康发展等情况确定试点地区。本决定授权的试点期限为五年，条件成熟时，及时制定法律。

实际上近年来房地产税的政策信号便已频繁释放。今年3月，十四五规划明确提出“推进房地产税立法，健全地方税体系，逐步扩大地方税政管理权”。

2021年10月,《求是》杂志发表习近平主席重要文章《扎实推进共同富裕》提出“要积极稳妥推进房地产税立法和改革,做好试点工作”。

当前,全国仅上海和重庆试点房地产税,试点较少且整体效果不明显,缺乏全国推广经验。此次开展房地产税改革试点工作决定的出台,一方面能够调节房地产市场住房供给,致力于共同富裕;另一方面,可为地方拓展税收来源。

### 三、配置建议

图表 23: 配置建议

分类	多		中性		空		备注
	+	-	+	-	+	-	
权益		√			√		成长弹性或展开空间,国产替代的科技、低估值医药依然是关注重点
周期					√		受制地产需求不振、双限解除,周期将迎来回调,关注点为业绩持续性及成长性
消费					√		估值依然还是便宜
中证500		√					中线推荐向上弹性空间较大的500ETF,估值处于历史底部
债券		√					交易情绪尚可,中线依然看到2.7
利率债							关注高盈利行业中高等级表现
信用债			√				交易情绪略微过热,临近年末,注意扰动冲击,适度均配对抗
可转债			√				
商品					√		整体板块偏弱,苹果、粕类或有回调
农产品							形势不太明朗,建议暂时规避能化
能化				√			或有短线进入机会
工业			√				
黑色			√				铁矿石、双硅存在技术面小反弹,可轻仓布多,注意止损止盈

资料来源:百瑞信托

#### 1、权益市场

截至11月19日,创业成长估值降幅较大,而创业板指数、创业蓝筹、300消费估值增长较多,其他变化不大。从10年分位数来看,中证500、300周期依然处于历史低位,但中证500的弹性较好,空间较大,故做中线配置推荐。而300消费受消费行业盈利较稳,依然维持高位,且空间有所放大,需注意风险。

图表 24: 各类指数估值及分位数(统计为近10年)

指数名称	2021-10-15	10Y	10Y	2021-11-19	2021-10-15	2021-11-19
	PE	最高	最低	PE	分位数%	分位数%
沪深300	13.26	19.00	8.01	13.10	69.21	65.79
中证500	20.57	83.24	16.00	20.37	5.23	5.68
上证指数	13.68	22.98	8.90	13.53	53.56	51.71
创业板指	57.07	137.86	27.04	64.59	66.28	85.63
创业蓝筹	48.24	80.42	29.32	59.73	21.55	74.42
创成长	86.19	104.70	34.80	77.76	89.38	76.90
300成长	25.71	29.95	7.47	25.54	96.54	95.92
300周期	8.21	14.39	6.64	7.87	15.95	14.16
300消费	41.37	53.39	15.04	53.37	88.87	99.96

资料来源:Wind,百瑞信托

未来一段时间 PPI-CPI 将边际收紧，中下游企业利润或将逐渐改善，从而利好小盘风格。政策方面，1) 国家房地产调控政策边际回暖，信贷预期会有小幅放宽，保竣工、保交房的大环境下，年内支撑地产投资的核心逻辑仍是竣工逻辑；2) 10 月以来政府对于煤炭价格的调控效果显著，能耗双控力度也开始边际缓和；3) 国家主席习近平同美国总统拜登举行视频会晤，此次会议进一步明确中美关系阶段性缓和的信号。美方或将继续推动关税排除清单的出台程序，关注最新发布的关税拟排除清单中进口规模居前产品，以及先前未被豁免但后续存在列入豁免的可能性，因而对其所在行业带来超预期利好的方向，包括电子、电气设备、家电、轻工、汽车、纺织服装等行业。

## 2、债券市场

利率债方面，三季度货币政策执行报告删除了“坚决不搞“大水漫灌”、“管好货币总闸门”，新增了“保持经济平稳运行的难度加大”、“以我为主”、“增强信贷总量增长的稳定性”。整体认为宽信用节奏将开始弱启动，同时在稳增长的压力下，货币政策明年上半年不会收紧。在此基础上 10Y 国债短期 2.9-3.0 区间震荡，2.9 位置为交易偏热区，可松点仓位；中线 2.7 配置机会依然存在。风险因素不排除海外加息的传导，目前市场对于开启减少购债到加息的时间仍有较大分歧。

信用债方面，分化依然持续，高等、中高评级随利率债收益率下行有所收窄，但低评级的未见收敛；另外，从评级利差来看，AA-、AA 评级利差依然在走阔。从 2021 年三季度盈利数据来看，行业利润导致的行业利差分化也存在明显的趋势，上个月推荐的电力、化工利差有较大修复，目前绝大多数较好盈利行业的高评级利差均在 10%分位数以下配置性价比不高，可以适当关注净利润改善的 AA+，比如医药生物、化工、有色金属的个券挖掘机会，其 AA+行业分位数还处于 50%附近。

图表 25：债券表现及分位数（10.15-11.19，分位数统计为近 10 年）

	全价 (%)					相对信用利差分位数 (%)				
	1年	3年	5年	7年	10年	1年	3年	5年	7年	10年
国债	0.29	0.34	0.51	0.41	0.60					
国开	0.28	0.64	0.62	0.72	0.98	27	1	0	2	0
非国开	0.26	0.67	0.75	0.79	1.19	70	62	65	66	62
铁道	0.31	0.72	1.32	1.33	1.33	22	2	3	11	5
产业AAA	0.32	0.69	1.16	1.42	1.37	24	2	6	13	7
产业AA+	0.37	0.87	1.36			13	1	0		
产业AA	0.52	0.71	1.03			8	33	42		
产业AA-	0.62	0.95				81	91	91		
城投AAA	0.34	0.81	1.10	1.00	1.23	16	1	3	5	5
城投AA+	0.38	0.88	1.43			17	1	9		
城投AA	0.51	0.88	1.38			11	1	22		
城投AA-	0.67	1.00				91	86	85		

资料来源：Wind，百瑞信托

转债方面，从估值及成交来看市场情绪较热，结合三季度货政报告表述，我们认为目前宽信用缓慢启动，转债估值大幅压缩的可能性不大，但是情绪高点叠加年末时点仍需注意可能的波动，注意仓位及行业均配对抗。

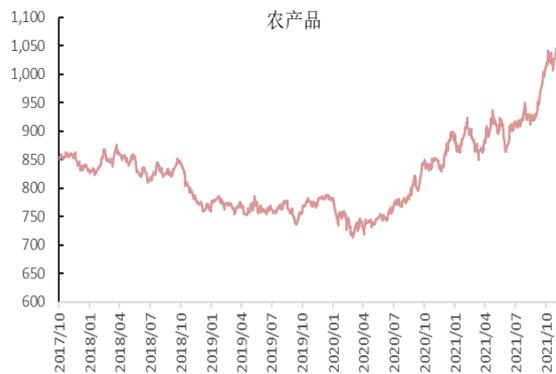
### 3、商品市场

商品经过限产限电及煤炭放量供给导致的快速大涨大跌之后，或将进入较长时间的休眠期，部分产品可能存在超跌回补，后续趋势性行情将结束，以部分产品的结构性行情为主，可以关注长期低迷的橡胶产需上的变化。

能化、黑色、工业为重灾区，目前在能源和煤炭形势不明朗前，推荐暂时规避能化板块，黑色方面可以关注超跌的双硅和踩到前期低位的铁矿石，或存在小幅回补空间，可轻仓参与，注意止盈，工业品可关注铝、锌。

农产品，苹果、粕类在市场大跌时走出一波独立行情，商品进入反弹回补期间，可能存在回调。

图表 26：南华农产品指数



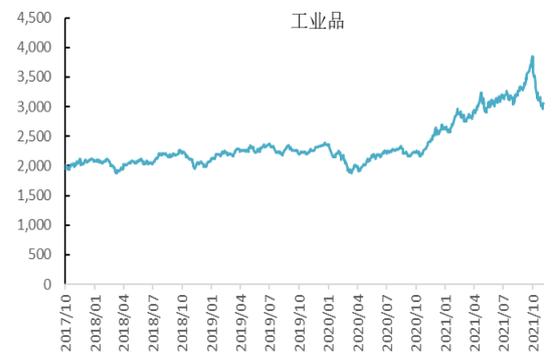
数据来源：Wind，百瑞信托

图表 27：南华能化指数



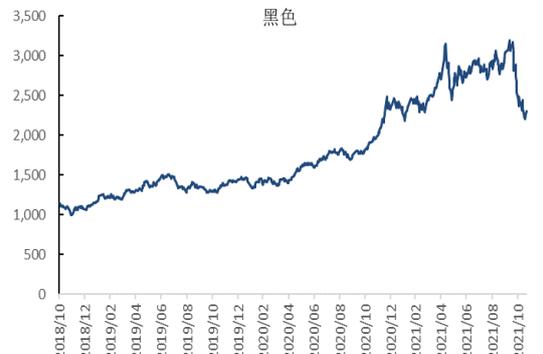
数据来源：Wind，百瑞信托

图表 28：南华工业品指数



数据来源：Wind，百瑞信托

图表 29：南华黑色指数



数据来源：Wind，百瑞信托