

# 降准稳增长政策出，可盼阳春可盼苏

——12月资产配置月报

2021年12月

## 要点：

百瑞信托博士后工作站

### ○ 市场情况：

权益：估值切换，行业板块涨多跌少；

债券：降准催化，空间有限；

商品：黑色反弹较多，受制疲弱需求。

### ○ 宏观数据：

流动性：降准落地，货币政策延续稳健基调；

生产端：下游生产改善支撑工业生产；

投资端：固投偏弱、PMI重回枯荣线、PPI回落；

消费端：社零增长回落，CPI抬头；

进出口端：韧性较强。

### ○ 配置建议：债券>股票>商品

利率债中线依然看多，信用债城投为主，关注高景气度行业的表现，适当拉久期及下沉；

降准及稳增长预期，权益市场边际修复，依然推荐成长及中证500做中线配置；

商品大起大落后，波动率大幅收窄，操作空间一般。

分类	多		中性		空		备注
	+	-	+	-	+	-	
权益	成长	√					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		√				明年财政逆周期重启，可适当关注
	消费			√			估值依然还是不便宜
债券	利率债	√					短期2.8-2.9间震荡，待降息突破下限
	信用债		√				明年维稳年，信用风险相对收敛，可关注高盈利行业的表现，适当拉久期
	可转债		√				交易拥挤度较高，警惕明年行业利润回落，影响正股估值水平
商品	农产品		√				苹果、粕类较坚挺，警惕节后回落
	能化			√			形势不太明朗，建议暂时规避能化
	工业			√			等待需求端改善
	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

先破后立，浴火重生。站在 2021 与 2022 的接替之际来看，宏观经济及政策均体现了“先破后立”的思想。“破”是体现在地产持续打压及双控双限带来的经济压力；而“立”则体现在“专精特新”行业投资强度的增大及明年宏观政策上的纠偏。我们对 2022 的经济及策略展望如下：

#### 宏观政策方面：

从中央经济工作会议来看，明年宏观政策主要以稳为主，财政政策节奏回归前置，在货币政策需要与财政政策有机结合的要求下，货币政策在上半年有望出现转宽窗口，降息可期，下半年逐步回归中性。

#### 经济基本面：

在政策得呵护下，明年经济应该是前低后高的形态，上半年主要还是受制于地产下行周期以及消费疲软的拖累，在 PPI-CPI 收敛的带动下，下半年中下游盈利将会回升，所以推动经济回升。

#### 市场策略展望：

1) 权益：在政策及基本面的驱动下，中下游盈利的回升预期或在上半年出现，需要关注价格变化（PPI-CPI 的收敛度），可关注景气度或回升的中下游行业比如：汽车零部件、专用设备等；而下半年随着政策回归中性，利率中枢或上移，可关注低估的大金融板块；高端制造（半导体、军工）、科技（人工智能、物联网）、新能源（风电、氢能、光伏、锂电池、新能源车）依然是政策鼓励的领域，但从目前的交易情况来看，新能源赛道拥挤度较高，可以考虑重点关注科技和高端制造，逢低进入新能源赛道。

2) 债券：在经济前低后高，政策前置的预期下，10Y 国债大概率也应该是先下后上，所以时点把握较为重要，而信用债方面，在非标持续收缩及债券市场整改下，明年依然还是资产荒的一年，城投债的违约风险依然会是最低的品种，产业债中受益于新一轮宽信用周期，可关注高景气或者景气回归行业的中等评级信用债，信用利差有望收窄。

3) 商品：由于美国 taper 提速加快了加息的步伐，而国内上半年流动性存在宽松契机，内外矛盾导致商品以结构性行情为主。目前较清晰的逻辑是：随着前置政策松动，铜、锌、铝等工业品在二三季度后有做空时机，而农产品中，由于存栏下行，肉禽品种有做多机会。

# 一、市场回顾

## 1、估值切换、债市上涨

截至 12 月 15 日，北上资金连续净流入，风格明显偏好大白马，所以 12 月份以来，大票表现较好，上证 50、沪深 300 分别上涨 5%、4%，而中证 500 上涨 1%，而创业板指数下跌 1%。主要概念板块也有不同程度的表现：300 消费由于白酒食品行情上涨 8%；而 300 成长、300 价值、300 周期分别上涨 3%、5%、3%。债券因在降准前已透支部分市场预期，所以降准落地后调整为主。商品方面，经历大涨大跌后，波动率大幅收窄，操作空间一般，黑色反弹行情。

图表 1：各类资产表现

		权益														
品种	2020年度	2021T	2020.12	2021.01	2021.02	2021.03	2021.04	2021.05	2021.06	2021.07	2021.08	2021.09	2021.10	2021.11	2021.12	
%	沪深300	27%	-4%	5%	3%	2%	-8%	1%	4%	-2%	-8%	0%	1%	1%	-2%	4%
	中证500	21%	15%	1%	0%	2%	-4%	4%	4%	1%	-1%	7%	-2%	-1%	3%	1%
	上证50	19%	-9%	5%	2%	4%	-8%	-1%	5%	-4%	-10%	-1%	3%	2%	-3%	5%
	创业板指	65%	17%	13%	5%	-5%	-7%	12%	7%	5%	-1%	-7%	1%	3%	4%	-1%
	300成长	44%	-3%	9%	4%	1%	-9%	5%	4%	0%	-10%	-4%	4%	0%	1%	3%
	300价值	0%	-5%	-3%	2%	8%	-5%	-3%	2%	-4%	-10%	5%	1%	-2%	-3%	5%
	300周期	6%	-5%	-1%	1%	6%	-7%	-1%	5%	-5%	-8%	6%	-1%	0%	-3%	3%
	300消费	75%	-6%	16%	2%	1%	-9%	4%	6%	-7%	-20%	-5%	14%	3%	1%	8%
		债券														
品种	2020年度	2021T	2020.12	2021.01	2021.02	2021.03	2021.04	2021.05	2021.06	2021.07	2021.08	2021.09	2021.10	2021.11	2021.12	
BP	国债10Y	0.64	-29.27	-10.71	3.56	9.37	-8.36	-2.46	-11.90	3.27	-24.15	0.87	3.26	9.55	-14.82	2.51
	国债5Y	6.15	-24.89	-11.96	4.93	9.28	-10.98	-2.21	-3.69	2.70	-26.44	-0.60	3.23	13.04	-15.18	1.03
	国债1Y	11.08	-16.38	-35.71	20.60	-8.17	-2.11	-21.79	5.22	1.79	-29.47	17.59	2.21	-2.26	-6.36	6.37
	AAA3	7.90	-46.72	-31.66	13.83	6.86	-14.75	-5.71	-15.10	4.30	-32.84	2.14	8.60	3.69	-14.27	-3.48
	AA+3	34.88	-69.71	-24.67	-4.17	9.86	-17.75	-9.71	-5.10	-0.68	-36.88	0.15	9.62	1.69	-13.26	-3.47
	AA3	47.88	-45.71	-15.67	2.82	8.86	-10.75	-10.71	-14.11	-1.69	-25.88	8.15	15.63	2.70	-12.26	-8.48
%	中证转债	5%	17%	0%	-1%	1%	0%	1%	3%	0%	3%	4%	0%	0%	5%	1%
		商品														
品种	2020年度	2021T	2020.12	2021.01	2021.02	2021.03	2021.04	2021.05	2021.06	2021.07	2021.08	2021.09	2021.10	2021.11	2021.12	
%	南华商品	7%	17%	7%	0%	13%	-7%	7%	1%	1%	3%	-2%	4%	-2%	-5%	2%
	南华农产品	12%	13%	4%	-2%	6%	-8%	5%	1%	-1%	4%	1%	5%	6%	-3%	-1%
	南华能化	-10%	28%	6%	2%	14%	-7%	4%	0%	5%	6%	1%	19%	-10%	-9%	3%
	南华工业	9%	22%	6%	1%	15%	-5%	7%	0%	3%	5%	-1%	11%	-8%	-7%	3%
	南华黑色	6.4%	9%	18%	-4%	9%	-1%	11%	-3%	5%	5%	-1%	5%	-16%	-4%	6%

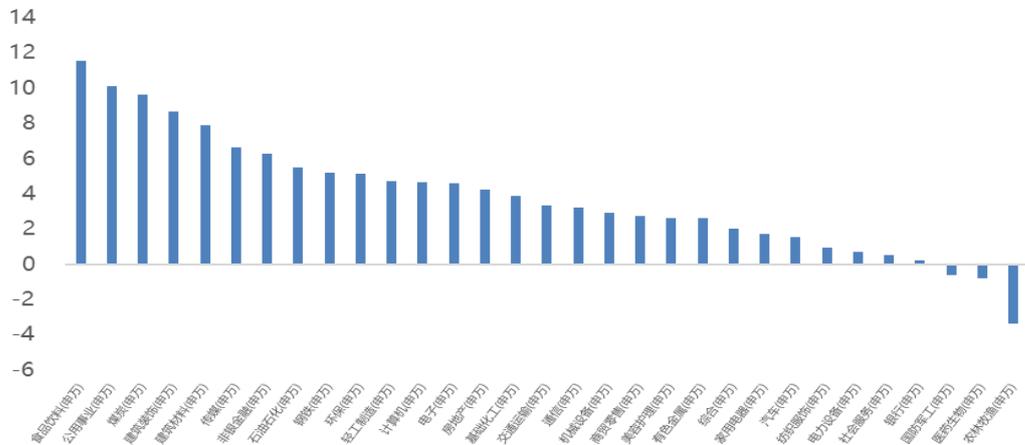
资料来源：Wind, iFinD, 百瑞信托

## 2、市场表现描述

### 1) 权益：估值切换，行业板块涨多跌少

2021 年 11 月 19 日至 2021 年 12 月 15 日，A 股市场区间震荡，整体震荡上行。上证 50 指数领先其他主要指数，区间内上涨 4.59%，收于 3318.98；上证指数区间内上涨 3.60%，收于 3647.63；中证 500 区间内上涨 3.24%，收于 7314.26；科创 50 涨幅最小，上涨 0.07%，收于 1424.90。行业板块方面，根据申万一级行业分类，大部分板块在区间内有所上涨，其中食品饮料和公共事业板块区间内涨幅超过 10%；煤炭、建筑装饰、建筑材料、传媒、非银金融、石油石化、钢铁、环保板块在区间内涨幅超过 5%。在区间内国防军工、医药生物、农林牧渔三个板块有所下跌，分别下跌-0.60%，-0.81%和-3.37%。

图表 2：申万一级行业涨跌幅（11.19--12.15）



资料来源：Wind, 百瑞信托

## 2) 债券：降准催化，空间有限

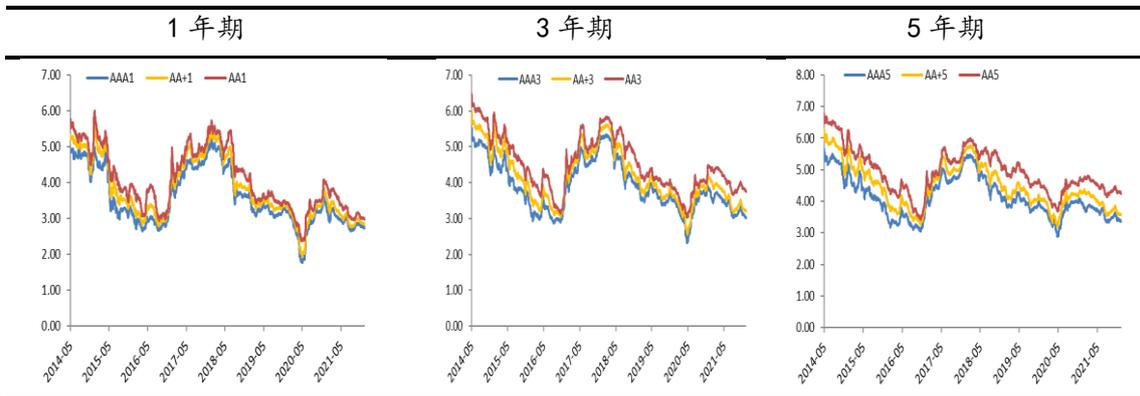
本月（11月19日-12月15日），利率债方面，受降准催化，长端收益率有所下行，短端由于资金稍紧，略有上行。具体来看，1Y 国债上行 4.83BP、3Y 国债下行 4.63BP、5Y 国债下行 5.85BP、10Y 国债下行 5.02BP。

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 2.23BP、AAA3Y 下行 9.87BP、AAA5Y 下行 6.67BP、AA+1Y 下行 2.2BP、AA+3Y 下行 5.86BP、AA+5Y 下行 3.66BP。

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。

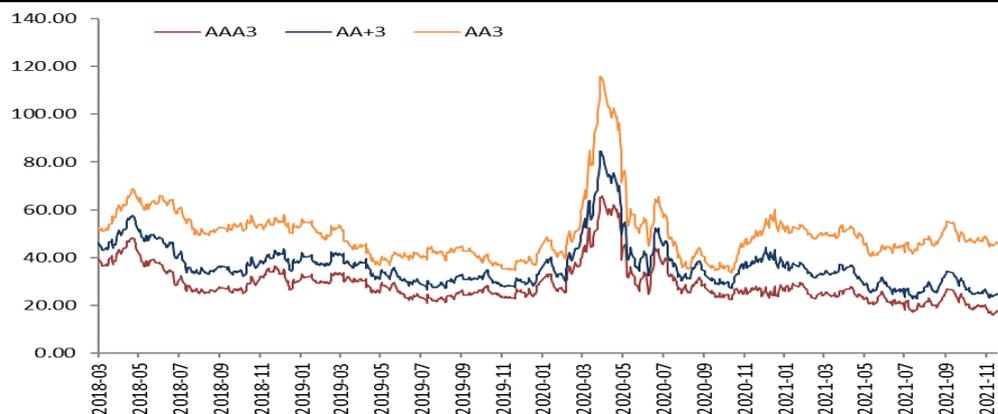
从产业债期限利差来看，走阔为主。具体来看，AAA10Y-3Y 利差走阔 616BP，AAA7Y-3Y 期限利差走阔 4.68BP，AAA5Y-3Y 期限利差走阔 3.20BP。

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：产业债期限利差



资料来源：Wind，百瑞信托

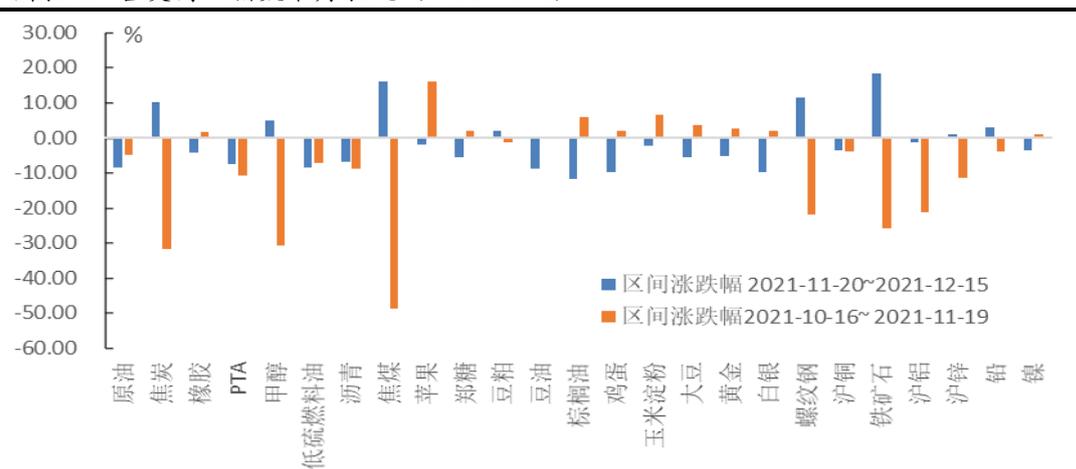
### 3) 商品市场：稳增长预期逐步兑现，中短期仍受制疲弱需求

截至 12 月 15 日，本期南华商品指数下跌 0.17%（前值-9.63%）。近期大宗商品的焦点在于海外奥密克戎病毒蔓延及国内政策边际宽松。随着短期奥密克戎印发的恐慌逐步消散，原油价格出现反弹，铜价开始企稳。12 月召开的中央经济工作会议继续提及“住房不炒”，此外还提到“适度超前开展基础设施投资”，预计明年上半年基建投资有望发力。近期，稳增长预期逐步兑现，11 月国内经济数据显示，房地产各项指标回暖、制造业延续韧性，相对利多大宗商品的需求预期，但目前数据总体仍然疲弱。

本期（11 月 20 日-12 月 15 日），各板块涨跌不一。能化指数下跌 1.69%；金属指数上涨 6.27%，涨幅最大；农产品跌幅 4.50%，跌幅最大。能化板块经历了上期大幅下挫后，利空风险逐步被消化，不过冷冬预期或落空，需求仍持续

疲软。金属方面，受宏观政策边际转暖影响，铁矿石领涨，大幅反弹 18.24%；11 月底螺纹钢表现需求出现回升，本期上涨 11.53%。农产品方面，鸡蛋继续下跌，且仍有下跌空间；油脂高处不胜寒，价格有松动迹象；饲料类板块也随着本周生猪价格的走弱小幅下滑，后期有进一步下跌的可能。贵金属方面，在临近美联储利率决议之际，黄金价格出现回落，目前不确定性较大。

图表 6：各类商品指数本月表现（1120-1215）



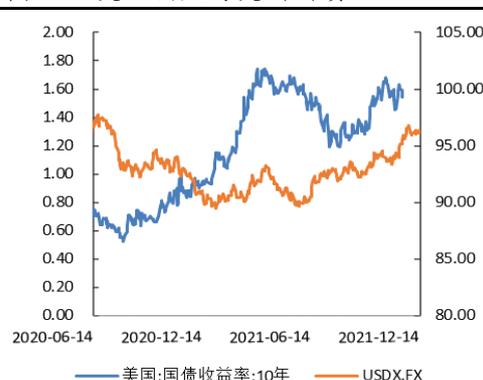
资料来源：Wind, 百瑞信托

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

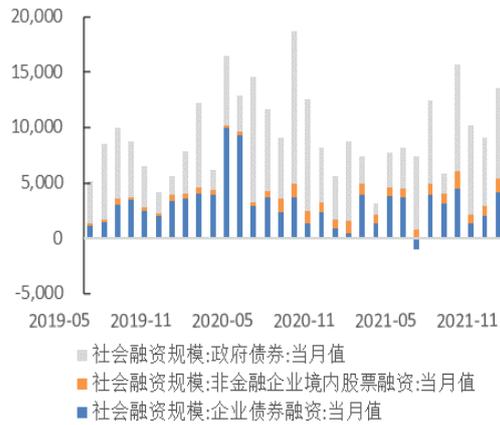
#### 1) 社融存量指标小幅反弹，结构依旧不佳

2021 年 11 月社会融资规模增量为 2.61 万亿元，比上年同期多 4786 亿元，比 2019 年同期多 6204 亿元。从存量数据看，11 月末社会融资规模存量为

311.9 万亿元，同比增长 10.1%，与上月相比小幅反弹 0.1 个百分点，变化不大。其增速回升主要是企业债和政府债大幅同比多增 7400 多亿元拉动，而信贷总量偏弱、结构依旧不佳。

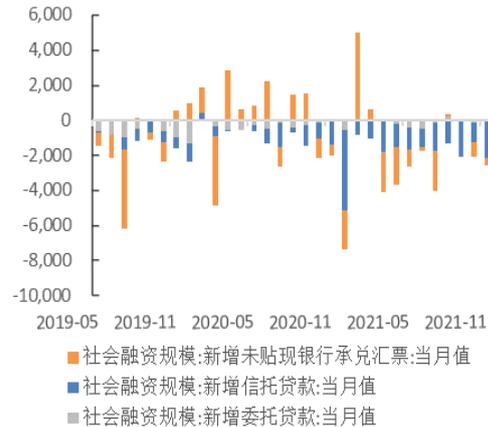
从结构上来看：1) 表内融资方面，9 月新增居民贷款较去年同期少增 2309 亿元，居民部门按揭贷款微好转改善，企业部门信贷结构不佳。2) 直接融资（企业债券融资+政府债券+非金融企业境内股票融资）11 月增加 5398 亿元，其中政府债券净融资 8158 亿元，同比多增 4158 亿元，反映出专项债发行进度的显著加快；企业债券净融资 4104 亿元，同比多增 3264 亿元，主要得益于城投政策边际好转下城投债发行回暖。3) 表外融资继续收缩，11 月信托贷款压降最为明显，信托贷款减少 2190 亿元。

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



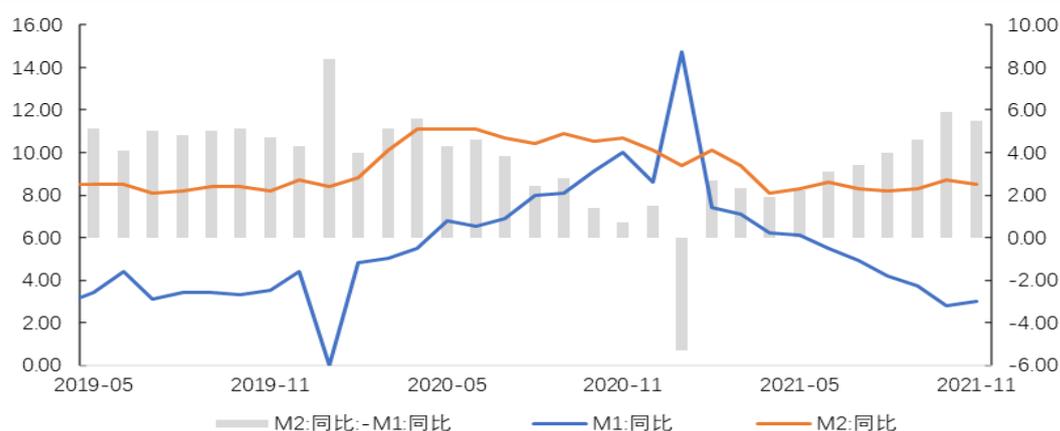
数据来源：Wind，百瑞信托

## 2) 货币供应：M1 增速回升，M2 增速回落，M2-M1 剪刀差收敛

11 月末，广义货币(M2)余额 235.6 万亿元,同比增长 8.5%，增速分别比上月末和上年同期低 0.2 个和 2.2 个百分点；狭义货币(M1)余额 63.75 万亿元，同比增长 3%，增速比上月末高 0.2 个百分点，比上年同期低 7 个百分点；流通中货币(M0)余额 8.74 万亿元，同比增长 7.2%。

11 月，由于 M1 增速回升且 M2 增速回落，M2 与 M1 之间的剪刀差缩窄至 5.50%。M1 自 2 月以来首次上升，与近期房地产销售的好转，个人按揭贷贡献存款有关。

图表 11: M2 与 M1 剪刀差收敛

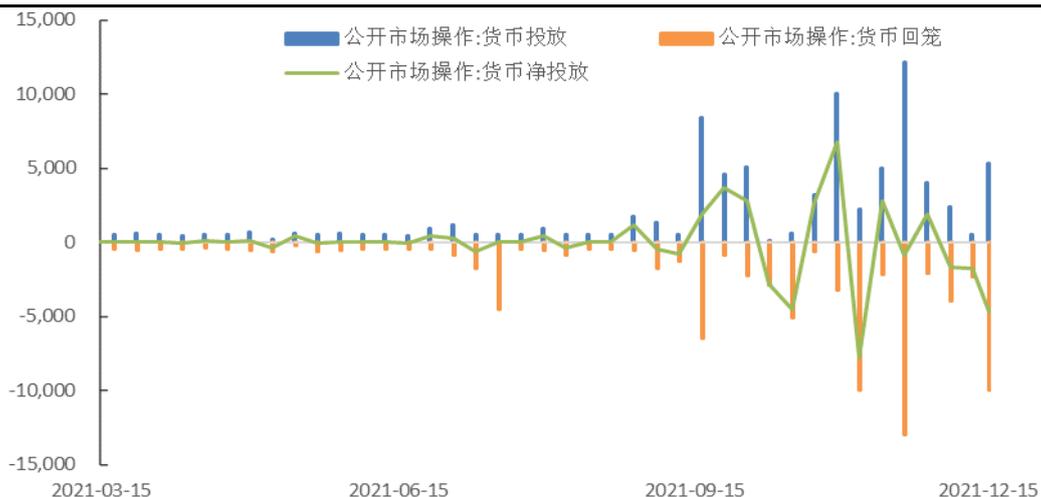


资料来源: Wind, 百瑞信托

### 3) 降准落地，央行平价续作 5000 亿元 MLF

11 月最后一周，央行将操作力度由每日 500 亿元调升至每日开展 1000 亿元逆回购操作，以应对月末资金压力。进入 12 月后，重回每日开展 100 亿元 7 天逆回购操作。12 月 15 日，是降准实施日，根据央行公告，本次降准释放的 1.2 万亿元资金将部分置换到期的 MLF。12 月 15 日，央行进行 5000 亿元中期借贷便利 (MLF) 操作，当日有 9500 亿元 MLF 到期，意味着有 4500 亿元到期量被降准资金置换。7 天逆回购、MLF 操作中标利率分别为 2.20% 和 2.95%，MLF 操作利率不变，部分冲淡了对 LPR 报价下调的预期，体现了稳增长目标下，货币政策将维持稳中偏松的基调。

图表 12: 公开市场操作 (不含国库现金定存、CBS)

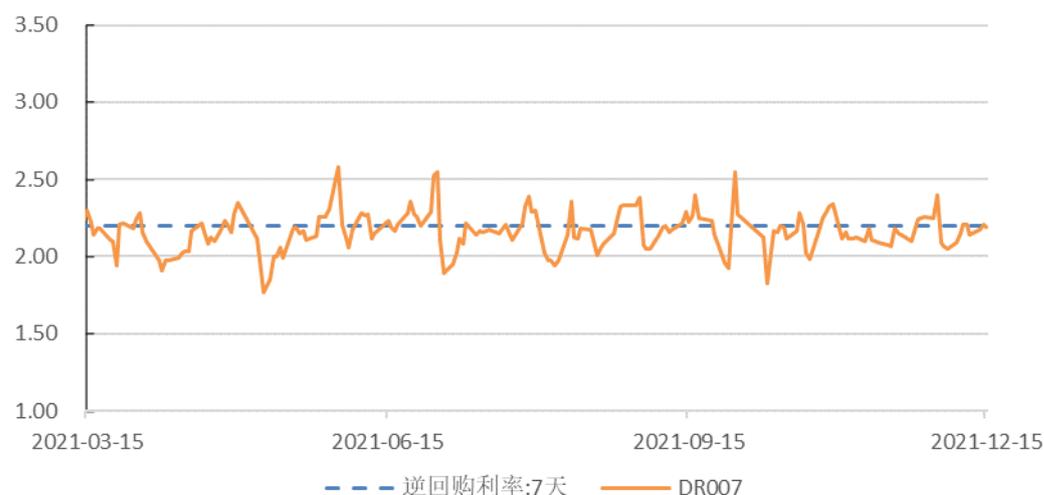


资料来源: Wind, 百瑞信托

### 4) 资金价格受跨月、降准、税期等多重因素影响波动

受跨月等因素影响，11 月末资金价格上升。进入 12 月后，资金价格回落。但由于连续多周的净回笼效应，叠加降准生效日尚未来临，资金价格回落缓慢。12 月 15 日，为降准实施日，资金尾盘略转松，不过税期将至，还要结合缴税因素观察流动性变化。本期（11.20-12.15）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 2.1786%，低于政策利率（7 天逆回购操作利率 2.20%），且与政策利率偏差较小。

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

11 月，同业存单净融资规模为 7,317.50 亿元。其中，发行总额达 23,837.10 亿元，平均发行利率为 2.7385%，到期量为 16,519.60 亿元。本期（11.20-12.15）同业存单发行利率先降后升，但仍位于 MLF 利率（2.95%）下方。在增强“跨周期”与“逆周期”调节的基调下，货币政策仍将保持稳健，同业存单发行利率大幅上扬或重新向下的可能性都不太大。截至 2021 年 12 月 15 日，1 个月期同业存单发行利率为 2.6657%，3 个月同业存单发行利率为 2.7583%，6 个月同业存单发行利率为 2.9167%。

图表 14：同业存单发行利率（%）



资料来源：Wind, 百瑞信托

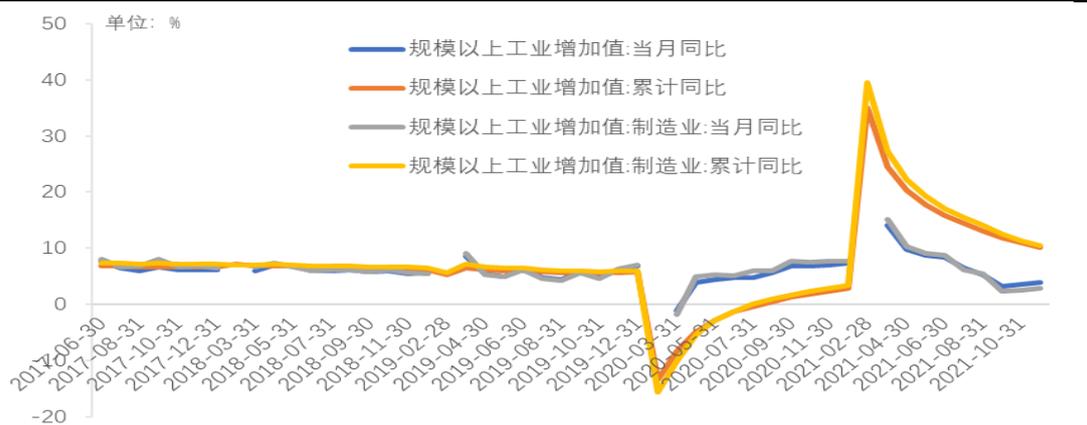
## 2、宏观数据点评

### 1) 生产端：下游生产改善支撑工业生产

2021年11月，规模以上工业增加值同比实际增长3.8%，比2019年同期增长11.1%，两年平均增长5.4%。2021年1-11月，规模以上工业增加值累计同比增长10.1%，两年平均增长6.1%。2021年10月、11月，我国工业生产增速已连续2个月小幅回升，反映了在保供稳价、中小微企业纾困等政策扶持下，生产端有逐步回暖的态势。2021年11月，制造业工业增加值增速为2.9%，同样为连续2个月小幅回升。

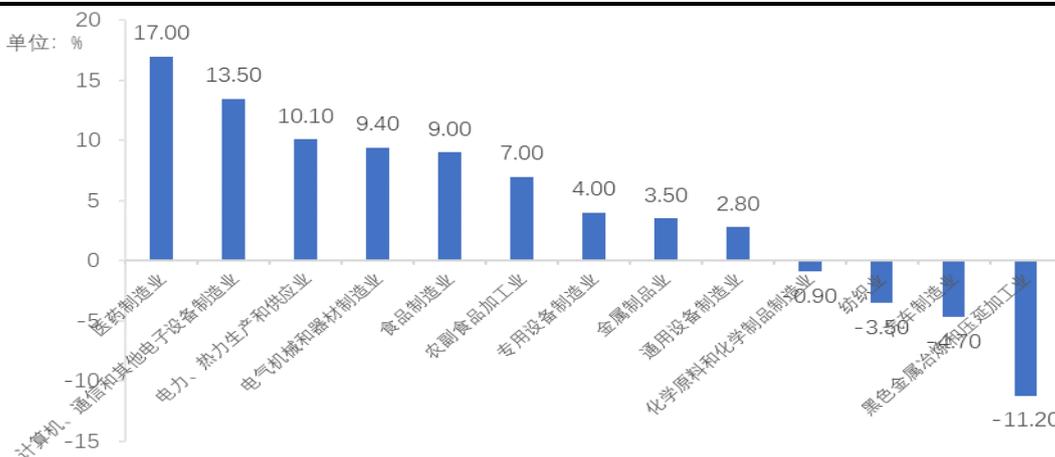
分行业来看，2021年11月，41个大类行业中有29个行业增加值同比实现增长。医药制造业的增速继续表现亮眼，达到17.0%，其他增速较高的细分行业包括计算机、通信和其他电子设备制造业、电力、热力生产和供应业等，增速在10%以上。增速为负的行业包括化学原料和化学制品制造业、纺织业、汽车制造业、黑色金属冶炼和压延加工业等。但与上月相比，上游行业生产改善并不明显，主要是下游行业生产的边际改善，比如黑色金属冶炼、汽车制造业等。

图表 15：工业生产增速继续小幅回升



数据来源：Wind，百瑞信托

图表 16：工业生产上下游情况



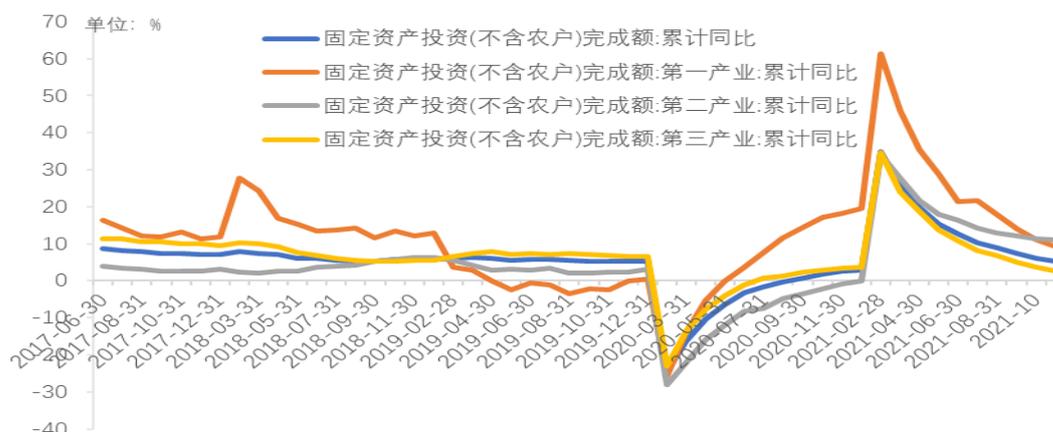
数据来源：Wind，百瑞信托

## 2) 投资端：固投偏弱、PMI 重回枯荣线、PPI 回落

2021年1-11月，我国固定资产投资（不含农户）494,082亿元，同比增长5.2%，比2019年1-11月份增长7.9%，两年平均增长3.9%。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、第三产业的投资增速分别为9.3%、11.1%、2.5%，第一、第二产业的增速高于平均增速，且其中第二产业的增速最高。在第二产业中，工业投资增速为11.2%，制造业投资增速为13.7%，均明显高于整体增速。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-3.2%，自2021年3月以来连续9个月负增长。

图表 17：固定资产投资增速回落



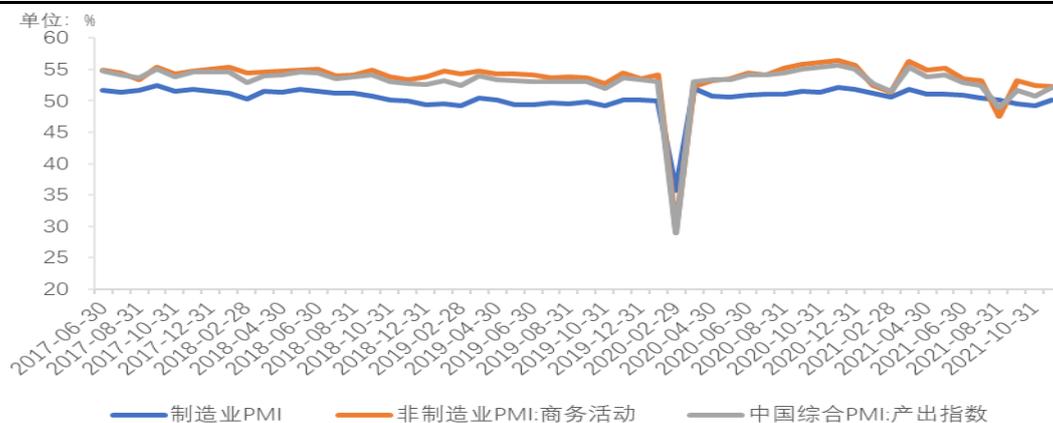
数据来源：Wind，百瑞信托

2021年11月，制造业 PMI 指数为 50.1%，比 10 月上升 0.9 个百分点。在 9-10 月连续 2 个月位于临界点之下之后，11 月的制造业 PMI 再次回到临界点之上。从 5 个分类指数来看，生产指数已重回临界点之上，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仍低于临界点，但已较 10 月有所回升。

2021年11月，非制造业 PMI 指数为 52.3%，较 10 月小幅下降 0.1 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 59.1%，较 10 月上升 2.2 个百分点。服务业商务活动指数为 51.1%，较 10 月下降 0.5 个百分点。

2021年11月我国综合 PMI 产出指数为 52.2%，继续位于临界点之上，较 10 月上升 1.4 个百分点，表明我国企业生产经营活动总体上仍处于扩张态势。

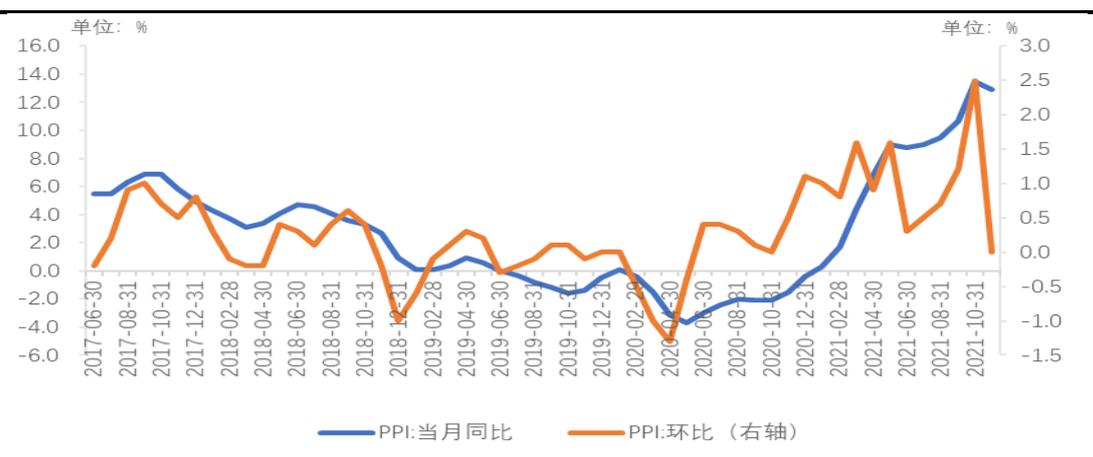
图表 18：制造业 PMI 重回临界点上方



数据来源：Wind，百瑞信托

2021年11月，PPI同比上涨12.9%，虽然仍处于较高水平，但涨幅已较10月回落0.6个百分点，反映了我国控制大宗商品价格过快上涨的努力已初见成效。生产资料价格上涨17.0%，其中采掘工业价格和原材料工业价格上涨较快，分别达60.5%、25.0%，但涨幅已较10月有所下降。生活资料价格上涨相对温和，为1.0%。从环比来看，11月PPI为持平，环比涨幅较10月大幅下降2.5个百分点。

图表 19：PPI 回落



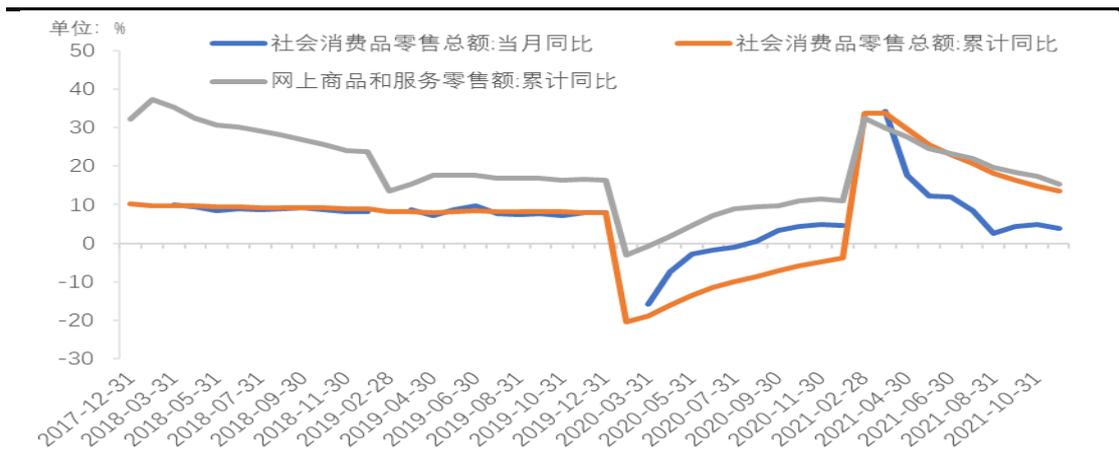
数据来源：Wind，百瑞信托

### 3) 消费端：社零增长回落，CPI 抬头

2021年11月，社会消费品零售总额同比增长3.9%，增速较10月下降1.0个百分点，与2019年11月相比，社零增长9.0%，两年平均增长4.4%。社零1-11月的累计同比增速为13.7%，比2019年1-11月增长8.2%。11月以来，我国部分地区出现疫情，对消费的增长产生了不利影响。社会消费品零售总额的增速在9月、10月连续2个月回升之后，11月再次回落。

按消费类型来看，11月商品零售同比增长4.8%，餐饮收入转为负增长，同比下降2.7%。在未来疫情具有不确定性的情况下，如果疫情在局部地区出现，将对餐饮收入的增长产生不利影响，进而拖累社零的增长。2021年1-11月，我国网上零售额同比增长15.4%，继续位于较高增速水平。

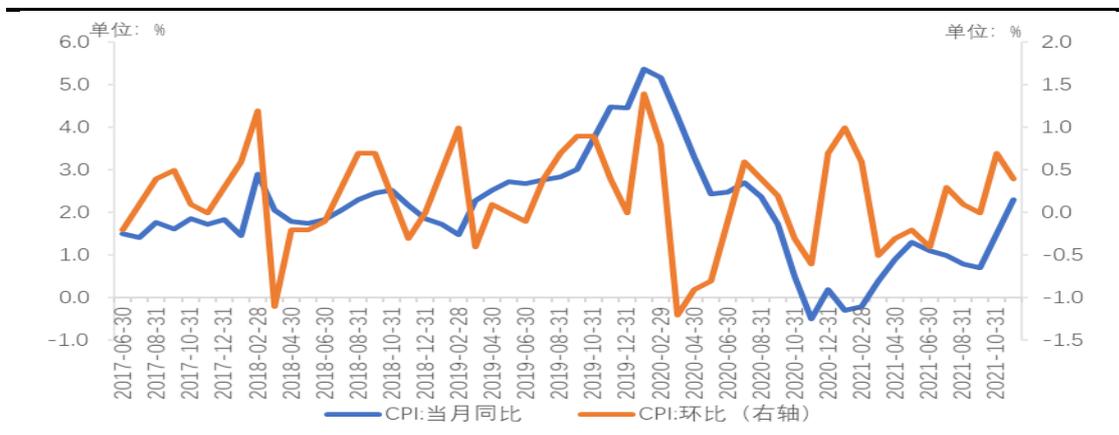
图表 20：社会消费品零售略有回落



数据来源：Wind，百瑞信托

2021年11月，我国居民消费价格指数CPI同比上涨2.3%，涨幅较10月上升0.8个百分点，涨幅已连续2个月回升。食品价格上涨1.6%，非食品价格上涨2.5%。食品价格中，鲜菜、蛋类价格上涨幅度较大，分别上涨30.6%、17.6%，猪肉、畜肉类价格下降幅度较大，分别下降32.7%、19.7%。环比来看，11月CPI上涨0.4%，环比涨幅较10月下降0.3个百分点，其中食品价格上涨2.4%，非食品价格持平。

图表 21：CPI 抬头



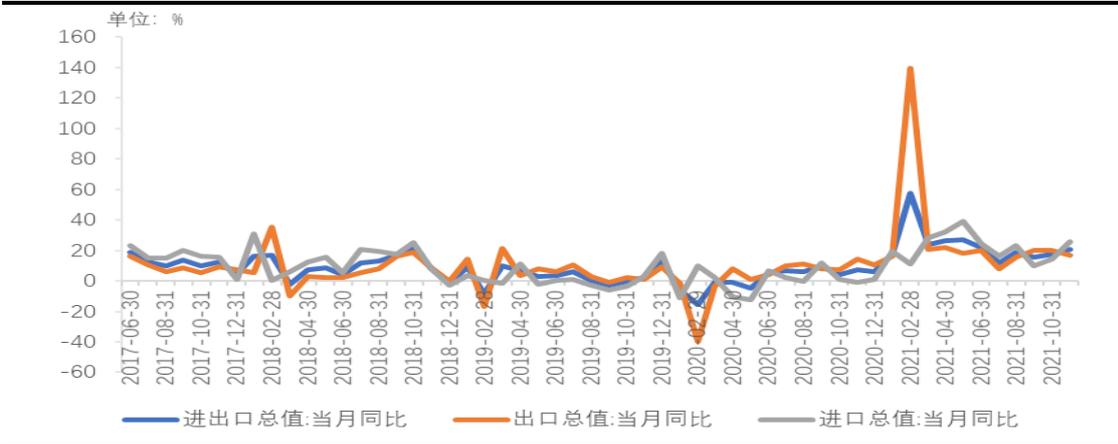
数据来源：Wind，百瑞信托

#### 4) 进出口端：韧性较强

2021年11月，按人民币计价，我国进出口总额37,164.2亿元，同比增长20.5%。其中，出口总额20,885.5亿元，同比增长16.6%；进口总额16,278.7亿元，同比增长26.0%，实现顺差4,606.8亿元。11月的进出口增速继续处于较高水平，体现了进出口较强的韧性。近期国外疫情有再次蔓延的趋势，国外生产的恢复面临较大的不确定性，国外市场对我国出口产品仍有较强的依赖。2021

年以来，我国进出口增速数据始终表现强劲，对稳定经济增长发挥了重要的作用。但需要警惕的是，2021年下半年以来，如果扣除价格因素，我国出口增长已经有所下滑。

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) 中央经济工作会议定调 2022 年经济工作

中央经济工作会议 12 月 8 日至 10 日在北京举行。会议指出，在充分肯定成绩的同时，必须看到我国经济发展面临需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力。会议要求，明年经济工作要稳字当头、稳中求进，各地区各部门要担负起稳定宏观经济责任，各方面要积极推出有利于经济稳定的政策，政策发力适当靠前。

会议要求，要继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策。实施新的减税降费政策，强化对中小微企业、个体工商户、制造业、风险化解等的支持力度，适度超前开展基础设施投资。坚决遏制新增地方政府隐性债务。稳健的货币政策要灵活适度，保持流动性合理充裕。财政政策和货币政策要协调联动，跨周期和逆周期宏观调控政策要有机结合。实施好扩大内需战略，增强发展内生动力。

#### 2) 政治局会议召开，分析研究 2022 年经济工作

2021 年 12 月 6 日，政治局会议正式召开，分析研究 2022 年经济工作，研究部署党风廉政建设和反腐败工作，审议《中国共产党纪律检查委员会工作条例》。

总基调方面，会议特别强调明年工作要“稳字当头、稳中求进”，即 2022 年

的重点在于“稳定宏观经济大盘，保持经济运行在合理区间，保持社会大局稳定”。一方面是我国经济从今年下半年以来下行压力不断加大；另一方面，十九届六中全会明确二十大将于 2022 年下半年召开，这是 2022 年最为重要的大事，必须保持稳定的社会大局。

防控风险方面，相较于前三次政治局会议对风险均有较多内容阐述，12 月政治局会议没有提及有关“风险”的任何内容，这意味着今年着力解决的反垄断、资本寡头、房地产崩盘等问题明年不会再成为系统性风险的冲击，防风险与稳增长的天平一定程度上向稳增长倾斜。

宏观政策方面，在“稳字当头”的政策导向下，12 月政治局会议特别提及宏观政策要“稳健有效”，这意味着政策层面会更具针对性与结构性，而对于金融机构层面，政策的引导性可能会更强。货币政策层面则自 2020 年 7 月以来再次提出“灵活适度”四个字，灵活适度意味着货币政策宽松的局面已经打开。积极的财政政策要提升效能，更加注重精准、可持续。财政发力的对象将更加精准，包括基建、新基建等，并发行相关地方债。同时，财政投放要量力而行，不能只看短期效应。

产业政策方面，会议重提“扩大内需”，“增强内生动力”，未提及新能源车、碳中和等。可能与新能源赛道拥挤，及下半年限电限产政策造成的大宗商品价格乱象有关，预计明年这两个领域的热度会有所下降。

房地产方面，会议提出“推进保障性住房建设，支持商品房市场更好满足购房者的合理住房需求，促进房地产业健康发展和良性循环”。促进房地产业健康发展和良性循环，循环主要体现在现金流方面，重在强调房地产与金融体系的良性循环。预计在地产行业政策方向整体保持不变的情况下，会有一些结构性宽松，特别是在融资以及并购层面。

### **3) 人民银行决定于 2021 年 12 月 15 日下调金融机构存款准备金率**

2021 年 12 月 3 日李克强总理会见国际货币基金组织总裁时强调，中国将保持流动性合理充裕并适时降准。随后，人民银行宣布将于 12 月 15 日下调金融机构存款准备金率 0.5 个百分点。人民银行表示，此次降准的目的是加强跨周期调节，优化金融机构的资金结构，提升金融服务能力，更好支持实体经济。释放的一部分资金将被金融机构用于归还到期的中期借贷便利（MLF），还有一部分被金融机构用于补充长期资金，更好满足市场主体需求。人民银行将继续实施稳健的货币政策，坚持稳字当头，不搞大水漫灌，兼顾内外平衡，保持流动性合理充裕，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配，加强跨周期调节，统筹做好今明两年宏观政策衔接，支持中小企业、绿色发展、科技创新，为高质量发展和供给侧结构性改革营造适宜的货币金融环境。

#### 4) 2021 年三季度末信托业受托管理的信托资产余额为 20.44 万亿元

2021 年 12 月 1 日，中国信托业协会发布了 2021 年三季度末信托公司主要业务数据。数据显示，截至 2021 年 3 季度末，信托业受托管理的信托资产余额为 20.44 万亿元，同比下降 2%，较 2 季度末环比下降 0.94%，较 2017 年 4 季度末峰值下降 22.11%，规模变化趋向平稳。信托业务转型成效在信托资金来源的规模及占比变化上有所体现。2017 年 4 季度以来，以通道业务为主的单一资金信托规模及占比逐年下降，2021 年至今的同比降幅超过 20%。集合资金信托、管理财产信托规模保持平稳增长，反映出信托公司在积极谋划业务转型。

信托全行业经营收入增速略有回落，截至 2021 年 3 季度末，信托公司实现经营收入 872.64 亿元，同比增长 3.69%，单季营业收入同比下降 7.13%。从收入结构来看，信托业务收入是信托公司最主要的收入来源，信托业务收入占比为 72.46%，信托公司实现信托业务收入 632.29 亿元，同比增长 2.68%，继续保持良好的稳定性。

### 三、配置建议

图表 23：配置建议

分类	多		中性		空		备注
	+	-	+	-	+	-	
权益	成长	√					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 明年财政逆周期重启，可适当关注 估值依然还是不便宜
	周期		√				
	消费			√			
债券	利率债	√					短期 2.8-2.9 间震荡，待降息突破下限 明年维稳年，信用风险相对收敛，可关注高盈利行业的表现，适当拉久期 交易拥挤度较高，警惕明年行业利润回落，影响正股估值水平
	信用债		√				
	可转债		√				
商品	农产品		√				苹果、粕类较坚挺，警惕节后回落 形势不太明朗，建议暂时规避能化 等待需求端改善 铁矿石、双硅存在技术面小反弹，可轻仓布多，注意止损止盈
	能化			√			
	工业			√			
	黑色		√				

资料来源：百瑞信托

#### 1、权益市场

截至 12 月 15 日，主板和创业板出现明显分化。尽管各大指数 PE 均有所抬升，但 300 消费估值增长明显。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。

板块方面，消费和新能源出现明显的跷跷板迹象。一方面，年底机构布局偏好低估值、波动小的蓝筹，另一方面也开始布局年底和明年春季的稳增长政策预期，在稳增长背景下，高景气成长产业链叠加政策支持或仍是超额收益的主要来源，逢低关注调整到关键位置的细分板块。

图表 24：各类指数估值及分位数（统计为近 10 年）

指数名称	2021-11-19	10Y	10Y	2021-12-15	2021-11-19	2021-12-15
	PE	最高	最低	PE	分位数%	分位数%
沪深300	13.10	19.00	8.01	14.16	65.79	82.04
中证500	20.37	83.24	16.00	20.18	5.68	5.35
上证指数	13.53	22.98	8.90	13.88	51.71	55.93
创业板指	64.59	137.86	27.04	65.69	85.63	86.49
创业蓝筹	59.73	80.42	29.32	60.77	74.42	77.92
创成长	77.76	104.70	34.80	78.68	76.90	77.35
300成长	25.54	29.95	7.47	26.21	95.92	96.87
300周期	7.87	14.39	6.64	7.84	14.16	14.08
300消费	53.37	58.07	15.04	57.21	99.86	99.84

资料来源：Wind，百瑞信托

## 2、债券市场

利率债方面，由于降准预期被市场提前透支，所以此次降准落地后，收益率并未发生明显的下移，10Y 国债依然维持 2.8-2.9 间震荡，不仅如此，11 月底以来，央行公开市场操作有意控制银行间市场杠杆，资金中枢也在 2.2%附近，所以短期来看，收益率较难下去，未来需要降息打破格局。

信用债方面，中央经济工作会议指出，要稳字当头，着力稳定宏观经济大盘，同时要求积极的财政政策要提升效能，稳健的货币政策要灵活适度，并要求财政政策和货币政策要协调联动，跨周期和逆周期宏观调控政策要有机结合，促进房地产业健康发展和良性循环等。所以，整体上明年信用风险事件将有所减轻，但依然不太建议在地产、城投中做过多下沉，尾部企业的局部风险依然不可小觑；产业方面，从三季度报来看，目前高盈利行业的高评级债券信用利差分位数均在 5%以内，配置性价比不高，故可适度在高盈利行业中下沉评级或拉长久期。

图表 25：债券表现及分位数（11.19-12.15，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	0.11	0.31	0.46	0.52	0.89	13	0	0	1	0
国开	0.17	0.51	0.70	0.87	1.03	66	60	64	66	63
非国开	0.20	0.40	0.63	0.69	0.84	5	0	9	13	12
铁道	0.24	0.48	0.35	0.55	0.68	8	1	8	16	20
产业AAA	0.21	0.49	0.54	0.57	0.57	2	1	4		
产业AA+	0.22	0.39	0.42			3	32	47		
产业AA	0.28	0.22	0.66			72	91	93		
产业AA-	0.37	0.66				5	0	5	10	16
城投AAA	0.20	0.48	0.54	0.42	0.44	6	0	10		
城投AA+	0.21	0.63	0.59			7	1	17		
城投AA	0.33	0.12	0.62			86	86	87		
城投AA-	0.34	0.64								

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，存在部分热门行业持仓拥挤

度较高的情况，而与转债指数走势相关较高的中证 1000，今年以来估值中枢也有了明显的抬升，中证 1000 中行业分布主要是信息技术、工业、原材料、医药卫生、可选消费，除工业、原材料外，其他三类均弹性较大，如果明年国内经济下行，行业利润或出现回落，将影响转债正股估值水平。故此，依然推荐相对低价+适度溢价的品种，关注政策倾向的新基建、5G 等领域。

### 3、商品市场

商品结束单边倒的至暗时刻，市场情绪有边际改善，但考虑倒 2022 年国内经济下行压力较大，市场对大宗商品需求端的担忧也有所升温。

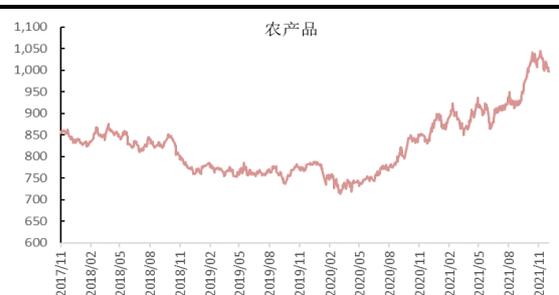
能化方面，目前能源供给在逐步改善的情况下，基本面短缺得到了缓解，而煤炭保供稳价政策下，电厂库存明显修复，短期内能化保持观望偏空；

工业方面，随着限电限产放松，产量均环比恢复，有待需求端跟上；

黑色方面，双焦受到环保政策干扰，反弹幅度较大，螺纹在中央经济工作会议释放的财政提前、地产维稳的信息中有积极信号；

农产品方面，苹果、粕类在市场大跌时走出一波独立行情，警惕节后上涨乏力的回落风险。

图表 26：南华农产品指数



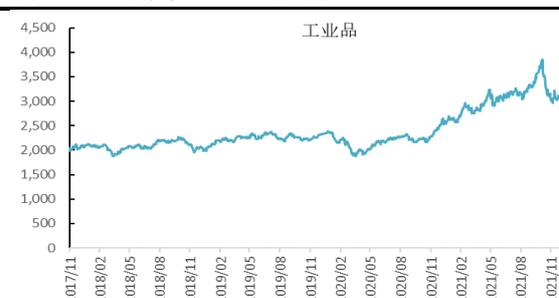
数据来源：Wind，百瑞信托

图表 27：南华能化指数



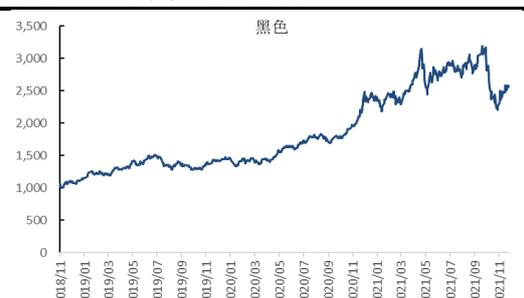
数据来源：Wind，百瑞信托

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