

刚刚过去的一个月可谓“热闹非凡”。美国大选的“靴子”终于在全世界密切关注中落了地，RCEP的成功签订或将改变世界经济格局，同时海外疫苗即将入市，欧美股市迎来大幅反弹。

A股市场在11月取得了不错的涨幅，但是风格切换的苗头也越发明显。大宗商品受到全球复苏和宏观刺激政策的影响，“再通胀交易”的声音甚嚣尘上。相应地，债券市场依然很“受伤”，叠加永煤违约事件对市场情绪的重大影响，所谓的固定收益资产不再“稳固”，投资者对股债的态度也有了微妙的变化。

岁末年初的关键时点，“春耕行情”会否提前到来？市场风格的切换是否已经开始，还是已经过半？信用风险是否会进一步发散形成系统性风险？量化对冲基金当前是否还有投资价值？市场如棋局，棋局万变，棋势无定，有进有退且落子无悔，方能沉稳驾驭。如何把握市场大势，动态调整大类资产配置比例，把握市场各类投资机会，本期建信信托资产配置观点与建议将对以上问题进行探索与解析。

### （一）11月市场回顾与未来宏观经济展望

11月金融市场表现简要概括如下：全球股市大幅上涨，欧洲股市领涨全球，A股虽然涨势喜人，但在全球主要股市中涨幅最小；大宗商品上涨，贵金属下跌；中国债市收平。

今年以来，黄金/白银和铜的涨幅独占鳌头，股市在11月大涨后，总体已是正收益，原油仍有较大跌幅，中国债市则收益偏低。



RCEP将改变世界经济的格局

11月15日签订的RCEP协定横跨亚洲和大洋洲15国，涵盖全球30%的人口、GDP体量和贸易总额。从经济层面上看，RCEP降低了区域内商品关税成本，加快区域内资本、技术自由流动，提高了泛亚洲和澳洲区域经济体在全球的竞争力。从政治层面上看，RCEP是全球战后第二个由非美国主导的自由贸易协定，与欧盟的作用类似，会在随后的时间里，逐渐增强区域内的政治互信，对缓和区域内国家关系具有深远影响，美国在亚洲地区影响力由此趋于下降，拜登重启TPP谈判将会举步维艰。

### 提高直融比重再次被正式提出

11月25日，刘鹤副总理在《人民日报》发表的《加快构建以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局》中指出，坚持以服务实体经济为方向，对金融体系进行结构性调整，大力提高直接融资比重。我国直接融资在2016年之前呈现持续上升趋势，但到2017年占比明显回落，在2018、2019年逐年提高。目前我国社会融资规模仍以人民币贷款为主，以银行信贷为主导。相比来说，欧美发达国家的直接融资占比为八九成左右，是市场主导型的金融结构。预计未来我国的直接融资，尤其是股权融资的比例将大幅提升。

### (二) 12月资产配置策略与投资建议

展望11月，市场仍将有诸多不确定性因素，相比10月高配权益资产、低配固定收益类资产、标配另类资产的投资建议，本月考虑到债市配置价值逐步显现，股市迟迟无法突破3400点的区间上沿，另类资产侧重于配置策略而不是资产类别，可能在当前行情下具有一定的配置机会，因此总体建议标配三大类资产。

#### 权益资产：高配

OECD（经济合作与发展组织）的综合领先指标（CLI）等显示，宏观经济周期于2020年2月触底后进入一轮复苏周期，已经连续8个月好转，并进入扩张期。基本面维持中长期看好中国经济的观点。A股市场11月小幅反弹，中证800涨幅约3%，顺周期的有色钢铁煤炭行业涨幅居前。当前A股市场情绪在中性偏低区间，权益类资产仍有机会，建议【高配】。

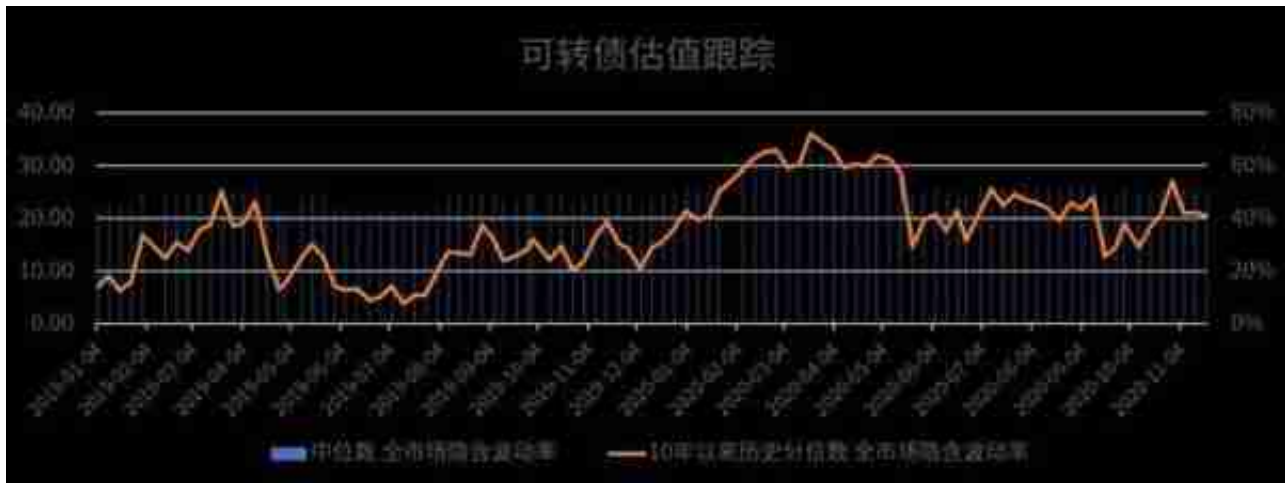
具体到投资机会，建议关注三点。

一是低估值顺周期行业的补涨机会。以经济复苏为权益配置主线，疫情导致估值、业绩双杀的顺周期行业有望迎来修复。从三季度公募持仓来看，公募基金相对低配银行等低估值行业，而利率上行时期，以金融和强周期行业为代表的传统板块股价表现优于新兴成长板块。因此，以经济复苏为权益配置主线，疫情导致估值、业绩

双杀的顺周期行业有望迎来修复。

二是优质龙头股自下而上的alpha（超出市场平均回报的收益）机会。受疫情影响，各行业龙头企业持续受到以外资为代表的机构投资者的追捧，并获得估值溢价。A股各行业形成竞争优势的龙头企业具备长期投资价值，中期来看仍有alpha机会。短期矛盾在于，部分行业在过去一年估值提升较为明显，例如食品饮料和医药等行业，其较高的估值一定程度上透支了未来业绩。对于此类行业，短期需要关注其估值收缩的风险。

三是景气行业成长股的alpha机会。A股三季度业绩报告显示，新兴成长板块的电子、电气设备行业景气度较高。医药、农业和食品饮料等泛消费板块也将持续较高景气度。投资思路建议选择风格稳定、alpha能力突出的权益管理人进行配置，获取A股中的成长股机会。倘若明年全球经济复苏，外需持续景气，可重点关注受益出口产业链的中游制造行业的投资机会，包括汽车、机械和电力设备等。



另类资产：标配

从当前成交量、波动率、市场风格、实际利率等因子来看，建议对另类资产持中性偏乐观态度，此外配置另类资产还有助于平滑大类资产组合的波动性。因此，总体建议【标配】。

具体来看，关注以下三类投资机会。

一是股票市场中性策略平均对冲成本降至8%以下，而股市成交量温和回升。虽然从市场风格表现来看，近期上证50、沪深300指数明显强于中证1000，创业板指，相对利空相对价值策略。考虑到3个主要因素中两个利好相对价值策略（市场中性策略），维持相对价值策略标配的建议。

二是商品市场震荡向上，全球经济复苏、弱美元、疫情反弹和拉尼娜气候等不确定因素导致商品波动率逐步加大，CTA策略（即通过商品期货或者股指期货趋势性交易获利的投资策略）在未来一段时间预计仍具有较好的表现，建议标配。

三是黄金高位回调后，美债实际利率反弹后回落，美元指数延续弱势走势，黄金配置价值凸显，建议标配黄金。

