

选情胶着下的全球风险资产走势

证券研究报告

2020年11月05日

11月第1周资产配置报告

10月第5周各类资产表现：

10月第5周，美股加速下挫。Wind全A小幅调整，下跌0.98%，成交额3.6万亿，成交量小幅回升。一级行业中，汽车，电力设备与新能源，医药表现靠前，房地产、综合金融和非银金融表现靠后。中证国债指数与企业债指数震荡偏强。

11月第1周各大类资产性价比和交易机会评估：

权益——风险溢价小幅回升，周期回到便宜区间

债券——债券：流动性小幅收紧，长期预期中性

商品——工业品加速去化，能化品再受疫情冲击

汇率——人民币升值压力持续，短期拥挤度高

海外——美国大选结果清晰后，风险偏好有望逐步回归

风险提示：美国大选结果出现争议；美股再次暴跌引发流动性危机；国内货币政策收紧超预期；

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

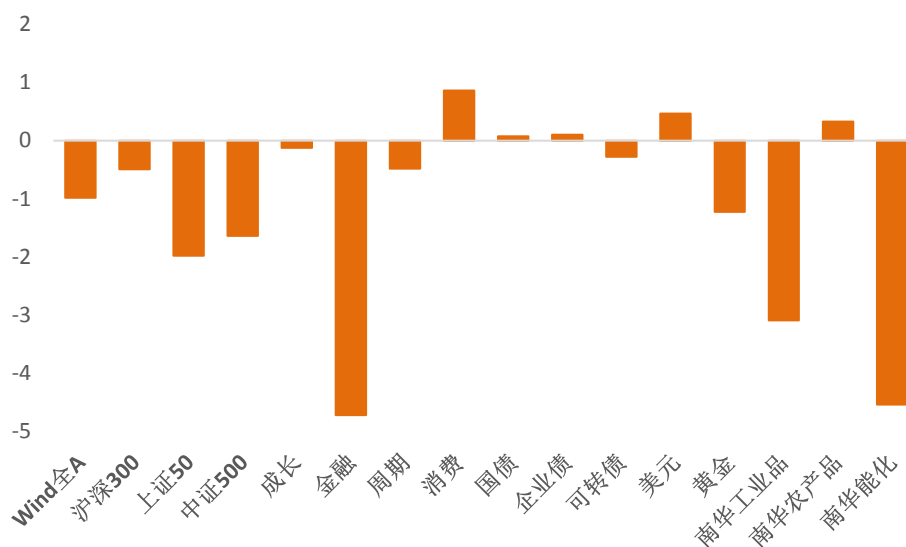
1 《宏观报告：如果没有总统结果诞生》
2020-11-04

2 《宏观报告：“十四五”规划的新目标、新定位、新方向》
2020-10-31

3 《宏观报告：美国大选临近，风险偏好下降-10月第5周资产配置报告》
2020-10-27



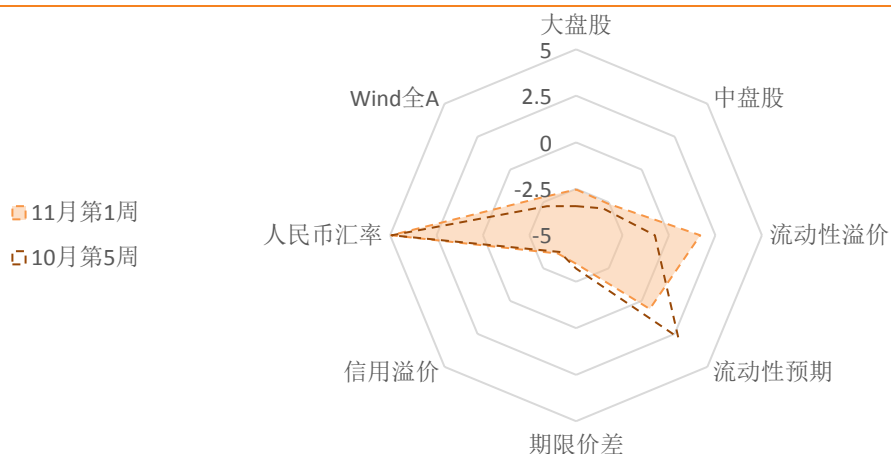
图 1: 10 月第 5 周各类资产收益率(%)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

11 月第 1 周各大类资产性价比和交易机会评估

图 2: 国内各类资产/策略的风险溢价



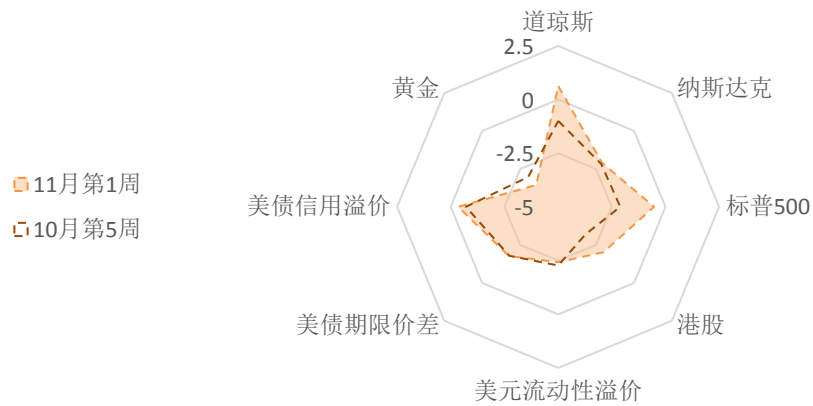
资料来源: Wind, 天风证券研究所

注: 权益风险溢价表示股票的风险收益比, 风险溢价越高代表风险收益比越高;

流动性溢价为市场对于当前流动性松紧程度的价格映射;

流动性预期为市场对于远期流动性松紧程度的预期。

图 3: 海外各类资产/策略的风险溢价



资料来源：Wind，天风证券研究所

注：权益风险溢价表示股票的风险收益比，风险溢价越高代表风险收益比越高；

流动性溢价为市场对于当前流动性松紧程度的价格映射；

流动性预期为市场对于远期流动性松紧程度的预期。

1. 权益：风险溢价小幅回升，周期回到便宜区间

10月第5周，权益市场风险溢价有小幅回升。经过漂移调整后的Wind全A风险溢价上升至历史29%分位，上证50、沪深300和中证500的风险溢价较上周有小幅回升，但目前还处在历史较低水平（25%、30%、24%分位）。风格方面，周期的风险溢价上升较多（63%分位），目前比较便宜；成长的风险溢价回归到中位数（50%分位），估值回到中性水平；消费和金融的风险溢价也都回到了中位数附近（44%和45%分位），估值中性略贵。恒生指数的风险溢价目前处在30%分位左右，性价比偏低。

国内市场短期情绪指数回升到45%分位，目前情绪较为中性。沪深300的基差回落到中位数上方（54%分位）。权益市场的短期策略拥挤度企稳回升。从板块的拥挤度来看，消费（37%分位），成长（42%分位）和周期（42%分位）中性偏保守，金融（46%分位）中性。权益价量相关系数都处在较高位置，市场没有明显的趋势。

2. 债券：流动性小幅收紧，长期预期中性

10月最后一周，跨月叠加缴税压力造成短端流动性紧张，流动性溢价快速回升到在67%分位，中性偏紧，预计短期会有所回落。流动性预期下降到56%分位。随着货币政策常态化，长期流动性预期回到中性。期限利差和信用溢价维持在低位（15%和13%分位），债券市场对短期经济持续复苏和中期复苏斜率放缓的预期明确，目前还未出现交易性的左侧机会。

10月第5周，债券市场相对平稳。利率债的短期策略拥挤度回升（27%分位），市场情绪依旧保守。信用债的短期拥挤度回升至49%分位左右，市场情绪中性。可转债拥挤度有所回升至44%分位，情绪比较中性。

3. 商品：工业品加速去化，能化品再受疫情冲击

10月，螺纹钢产量有所回落，库存显著去化，表观消费量环比均有所一定提升，需求不错；热轧卷板产量大幅回落，库存小幅去化，表观消费量环比基本持平，需求一般。10月，工业品价格多数上涨。南华螺纹钢指数环比上涨4.0%，热轧卷板指数上涨4.7%；焦煤、焦炭指数上涨6.6%、10.2%；铜价环比持平，锌、铝分别上涨2.3%、3.1%；布油价格环比下跌8.1%至37.7美元/桶，化工产品价格指数环比上涨5.4%；水泥价格环比上涨3.1%，但下旬以来涨势趋缓。Comex铜的拥挤度在75%分位，情绪偏乐观。近期美国实际利率从

底部回升，来到-0.8%附近，金价有所承压。

乘用车销售和出口集装箱运价指数依旧保持高景气。地产方面，销售景气度开始回落。土地溢价率中枢震荡回落，房企拿地强度下降。当前能化品相对便宜，10月第5周风险溢价继续上升来到66%分位。工业品价格回调，风险溢价上升至43%分位。当前农产品估值中性偏贵，风险溢价维持在37%附近。10月主要食品价格环比全线回落，高基数下同比回落更快，10月CPI同比1.0%，今年预计不会转负，底部可能出现在明年年初。关注今冬可能出现拉尼娜气候对鲜菜鲜果的价格影响和服务类消费价格复苏进展。

4. 汇率：人民币升值压力持续，短期拥挤度高

根据EPFR数据，10月第5周海外资金继续大幅净流入中国权益市场（包括H股和A股）和债券市场。10月第5周，北向资金本周净流出83.38亿元。资金流向对短期人民币币值的影响相对中性。随着欧洲疫情再次进入爆发期，未来复苏斜率承压，美元有望走强。美元期货的持仓拥挤度在29%分位，市场热情还维持在中低位置。

10月第5周，人民币汇率的性价比维持在历史区间中的绝对高位，人民币中期升值保持强劲动力。同时人民币的短期交易拥挤度连续几周保持在高位（96%分位），短期拥挤度高。

5. 海外：美国大选结果清晰后，风险偏好有望逐步回归

选情和疫情是近期压制海外市场的分母和分子的主要因素。选情方面，由于两党候选人在几个关键摇摆州（威斯康辛、密歇根、内华达）的票数接近，选情进入胶着状态，市场依然预期大选落地后财政救助计划将很快推出，美国大选结果清晰后，风险偏好有望逐步回归。疫情方面，随着北半球逐渐进入冬季，新冠疫情进入了第三轮爆发期，欧洲入冬后的疫情表现更加严峻，法国的新增死亡病例数和ICU占用率出现明显上升，法国德国英国相继宣布了更加严格的封锁政策，目前看疫情对全球经济复苏的冲击小于上半年。

海外市场方面，目前大盘股（标普500）的估值中性略偏贵，风险溢价在45%分位；传统公司（道琼斯）的估值中性略偏便宜，风险溢价在中位数上方（57%分位）；科技股（纳斯达克）的估值较贵，风险溢价在30%分位附近。

美国债券市场，美元流动性在过去的一个季度内仍在持续下降，目前处于28%分位，流动性较宽松。信用溢价过去一个季度较为平稳，在40-60%分位范围附近波动。高收益率债利差本周小幅提升至53%分位，Master利差保持40%分位附近。美债的期限利差随着美国经济复苏在过去的一个季度内有小幅回升，目前处在32%分位。受制于财政救助迟迟无法落地，美债期货多头交易拥挤度低（2%分位），市场情绪冷淡。

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_1640

